

ผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อผลการดำเนินงานของบริษัท  
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



นางสาวโชษิตา เปสตันยี

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาปรัชญาดุษฎีบัณฑิต

สาขาวิชาการจัดการ

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี

ปีการศึกษา 2561

**THE IMPACTS OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT  
ON FIRM'S PERFORMANCES OF LISTED COMPANIES  
IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND**



**Chosita Pestonji**

**A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for  
the Degree of Doctor of Philosophy Program in Management**

**Suranaree University of Technology**

**Academic Year 2018**

ผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนใน  
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี อนุมัติให้นำวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา  
ตามหลักสูตรปริญญาคุณวุฒิปบัณฑิต

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.นงคินี จันทรจรัส)

ประธานกรรมการ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สรียา วิจิตรเสถียร)

กรรมการ (อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์)



(รองศาสตราจารย์ ดร.ชัยภูมิ คอนขวา)

กรรมการ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ชนิศา มณีรัตนรุ่งโรจน์)

กรรมการ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.อดิศักดิ์ สุวิทวัส)

กรรมการ



(ศาสตราจารย์ ดร.สันติ แม่นศิริ)

รองอธิการบดีฝ่ายวิชาการและ

พัฒนาความเป็นสากล



(รองศาสตราจารย์ ดร.วีรพงษ์ พลนิกรกิจ)

คณบดีสำนักวิชาเทคโนโลยีสังคม

โชษิตา เปสตันยี : ผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อผลการดำเนินงานของบริษัท  
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (THE IMPACTS OF WORKING  
CAPITAL MANAGEMENT ON FIRM'S PERFORMANCES OF LISTED  
COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND)

อาจารย์ที่ปรึกษา : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สรียา วิจิตรเสถียร, 220 หน้า.

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผล  
ต่อผลการดำเนินงาน (ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด) โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษา  
เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกอุตสาหกรรม ยกเว้น อุตสาหกรรมการ  
การเงินจำนวน 381 บริษัท ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลทศวรรษระหว่าง พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2560  
แล้วนำข้อมูลมาวิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าร้อยละ  
และสถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ การทดสอบค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่าง 1 กลุ่ม (One Sample t-test)  
การวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One-Way ANOVA) และการวิเคราะห์แบบจำลองสมการ  
เชิงโครงสร้าง (Structural Equation Modeling) โดยตัวแปรอิสระครั้งนี้ประกอบด้วยกลยุทธ์การ  
บริหารเงินทุนหมุนเวียนและตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งกลยุทธ์การบริหารเงินทุน  
หมุนเวียนพิจารณาจากคู่ของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน (วัดโดยอัตราส่วนสินทรัพย์  
หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม) และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน (วัดโดยอัตราส่วนหนี้สิน  
หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม) สำหรับตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนประกอบด้วยตัวบ่งชี้แบบ  
คงที่และตัวบ่งชี้แบบพลวัต นอกจากนี้ การวัดความสามารถในการทำกำไรของการศึกษาครั้งนี้ใช้  
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และมูลค่าตลาด  
วัดโดยอัตราส่วน Tobin's Q

ผลการศึกษาพบว่า แบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและผล  
การดำเนินงาน มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ซึ่งพิจารณาจากค่าดัชนีวัดความสอดคล้อง  
ประกอบด้วย  $\chi^2/df = 2.96$ , CFI = 0.973, GFI = 0.963, NFI = 0.962, RMSEA = 0.077 และ RMR  
= 0.074 ซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์ โดยค้นพบหลักฐานเชิงประจักษ์สองประเด็นสำคัญ คือ  
1) ความสามารถในการทำกำไรได้รับผลกระทบจากการเลือกนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน  
แบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ  
โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพล ( $\beta$ ) เท่ากับ 0.999 และ -0.999 ตามลำดับ นอกจากนี้นโยบาย  
ดังกล่าวยังมีผลกระทบทางอ้อมต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร อย่างมีนัยสำคัญ  
ทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ 0.137 และ -0.150 ตามลำดับ ดังนั้น กลยุทธ์การ  
บริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมจึงทำให้เกิดผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น 2) ตัวบ่งชี้

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ (วัด โดยอัตราส่วนทุนหมุนเวียน) มีผลกระทบทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ 0.777 และ 0.088 ตามลำดับ และมีผลกระทบทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ 0.098 อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาพบผลกระทบทางตรงเชิงลบของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต (วัด โดยวงจรเงินสด) ที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ -0.792 และ -0.193 ตามลำดับ และมีผลกระทบทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ -0.099



สาขาวิชาเทคโนโลยีการจัดการ  
ปีการศึกษา 2561

ลายมือชื่อนักศึกษา โชนิต เปล่งชัย  
ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา Sanj

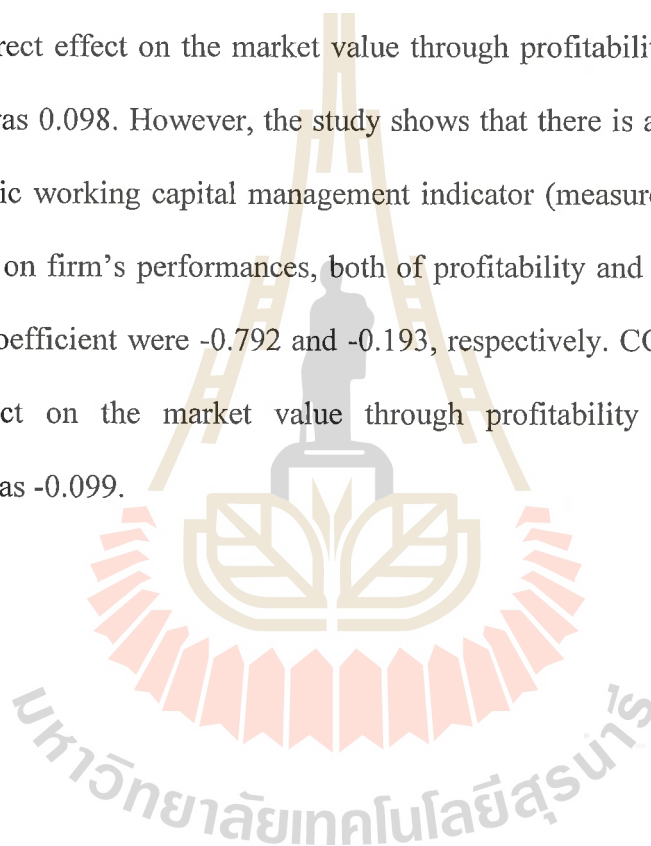
CHOSITA PESTONJI : THE IMPACTS OF WORKING CAPITAL  
MANAGEMENT ON FIRM'S PERFORMANCES OF LISTED COMPANIES  
IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. THESIS ADVISOR :  
ASST. PROF. SAREEYA WICHITSATHIAN, Ph.D., 220 PP.

#### WORKING CAPITAL MANAGEMENT / PROFITABILITY / MARKET VALUE

The objective of this research is to investigate the impact of working capital management on firms' performance (profitability and market value). The Sample of this study was 381 listed companies in the Stock Exchange of Thailand with no financial sector. Secondary data collected from 2013 to 2017 was analyzed by using descriptive statistics with mean, minimum, maximum, percentage, and inferential statistics with One Sample t-test, One-Way ANOVA, and Structural Equation Modeling. Independent variables are the working capital management strategies and indicators. Working capital management strategies are consisted of working capital investment policy (measured by total current assets to total assets ratio) and working capital financing policy (measured by total current liabilities to total assets ratio). Working capital management indicators are consisted of static and dynamic indicator. In this study, return on assets and return on equity are the proxy of profitability, and Tobin's Q is the proxy of market value.

The results showed that the model is found to be consistent with the empirical data;  $\chi^2/df = 2.96$ , CFI = 0.973, GFI = 0.963, NFI = 0.962, RMSEA = 0.077 and RMR = 0.074, which meets the criteria. The results manifested in two aspects: 1) profitability is significantly affected by the choice of conservative investment policy and conservative financing policy with the correlation coefficient were 0.999

and -0.999, respectively. Moreover, there is the indirect effect on the market value through profitability with the correlation coefficient were 0.137 and -0.150, respectively. Therefore, conservative working capital management strategy is the greatest performance. 2) the static working capital management indicator measured by current ratio has positive significantly direct effect on profitability and market value with the correlation coefficient were 0.777 and 0.088, respectively. And it also has positive indirect effect on the market value through profitability with the correlation coefficient was 0.098. However, the study shows that there is a negative direct effect on of dynamic working capital management indicator (measured by cash conversion cycle: CCC) on firm's performances, both of profitability and market value with the correlation coefficient were -0.792 and -0.193, respectively. CCC also has a negative indirect effect on the market value through profitability with the correlation coefficient was -0.099.



School of Management Technology

Academic Year 2018

Student's Signature Chasita Pestonji

Advisor's Signature [Signature]

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดี จากการได้รับความช่วยเหลืออย่างดียิ่ง ทั้งด้านวิชาการและด้านการดำเนินงานวิจัย จากบุคคลและกลุ่มบุคคลต่าง ๆ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สรียา วิจิตรเสถียร อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ ที่ได้เสียสละเวลาในการให้คำปรึกษา แนะนำ ตรวจสอบ และแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ทำให้วิทยานิพนธ์เล่มนี้เสร็จสมบูรณ์

ขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.นงคันทิพย์ จันทร์จรัส ประธานคณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ รวมทั้ง รองศาสตราจารย์ ดร.ขวัญกมล คอนขวา ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ชนิศา มณีรัตนรุ่งโรจน์ และผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.อดิศักดิ์ สุวิทวัส กรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ได้กรุณาให้คำแนะนำในการปรับปรุงแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ และทำให้วิทยานิพนธ์มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

ขอขอบพระคุณ คณาจารย์ประจำสาขาวิชาเทคโนโลยีการจัดการทุกท่าน ที่ถ่ายทอดความรู้และให้คำปรึกษาในด้านวิชาการ และขอขอบคุณเจ้าหน้าที่สาขาวิชาเทคโนโลยีการจัดการทุกท่านที่ให้คำปรึกษา และให้ความช่วยเหลือต่าง ๆ ตลอดระยะเวลาในการศึกษา

ขอขอบคุณ เพื่อนร่วมเรียนระดับปริญญาเอกทุกท่าน ที่ให้ความช่วยเหลือ ให้คำปรึกษาในด้านการเรียน และให้กำลังใจเสมอมา

สุดท้ายนี้ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณบิดา มารดา เป็นอย่างสูง ที่ให้การอบรมเลี้ยงดูและสนับสนุนเป็นอย่างดีมาตลอด และขอบคุณสมาชิกในครอบครัวที่เป็นกำลังใจในการศึกษาเล่าเรียนจนสำเร็จการศึกษา

โชษิตา เปสตันยี



# สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อ (ภาษาไทย).....	ก
บทคัดย่อ (ภาษาอังกฤษ).....	ค
กิตติกรรมประกาศ.....	จ
สารบัญ.....	ฉ
สารบัญตาราง.....	ณ
สารบัญรูปภาพ.....	ฐ
บทที่.....	1
<b>1 บทนำ</b> .....	1
1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหาการวิจัย.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	5
1.3 สมมติฐานการวิจัย.....	6
1.4 ขอบเขตของการวิจัย.....	7
1.5 ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย.....	8
1.6 คำอธิบายศัพท์.....	9
<b>2 ปรัชญาบรรณกรรม และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง</b> .....	10
2.1 แนวคิด ทฤษฎี เกี่ยวกับเงินทุนหมุนเวียนและการบริหารเงินทุนหมุนเวียน.....	10
2.2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับกลยุทธ์การบริหารเงินทุน หมุนเวียน.....	19
2.3 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุน หมุนเวียน.....	37
2.4 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสามารถในการทำกำไร.....	60
2.5 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าตลาด.....	67
2.6 กรอบแนวคิดการวิจัย.....	69
<b>3 ระเบียบวิธีวิจัย</b> .....	72
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง.....	72

## สารบัญ (ต่อ)

หน้า

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	74
3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย.....	74
3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล.....	76
<b>4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูล.....</b>	<b>86</b>
4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น.....	87
4.2 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนตามกลุ่ม อุตสาหกรรม.....	96
4.3 ผลการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติ.....	107
4.4 ผลการทดสอบสมมติฐานด้านกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน.....	112
4.5 ผลการทดสอบสมมติฐานของแบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุน หมุนเวียนความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด.....	147
4.6 ผลการวิเคราะห์ด้านตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน.....	160
<b>5 การอภิปรายผลการวิจัย สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ.....</b>	<b>163</b>
5.1 อภิปรายผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 1.....	163
5.2 อภิปรายผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 2.....	167
5.3 อภิปรายผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 3.....	168
5.4 อภิปรายผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 4.....	178
5.5 อภิปรายผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 5.....	184
5.6 สรุปผลการวิจัย.....	185
5.7 ข้อเสนอแนะ.....	186
5.8 ข้อจำกัดการวิจัย.....	190
รายการอ้างอิง.....	191
ภาคผนวก.....	204
ประวัติผู้เขียน.....	220

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2.1	สรุปผลการวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อ ความสามารถในการทำกำไร..... 30
2.2	สรุปผลการวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อมูลค่าตลาด..... 31
2.3	รูปแบบของกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน..... 36
2.4	สรุปผลการวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่..... 45
2.5	สรุปผลการวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต.... 57
2.6	การวัดความสามารถในการทำกำไร จากการศึกษาการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผล ต่อความสามารถในการทำกำไร..... 64
2.7	สรุปการศึกษาการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ใช้ตัวแปรตามเป็นมูลค่าตลาด..... 68
3.1	ขนาดของกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา..... 73
3.2	ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา..... 75
3.3	การใส่ตัวแปรหุ่นในการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 2-7..... 81
3.4	เกณฑ์การพิจารณาค่าดัชนีวัดความสอดคล้อง..... 83
3.5	สัญลักษณ์ที่ใช้ในแบบจำลองโครงสร้าง..... 85
4.1	จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการวิเคราะห์..... 88
4.2	การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน..... 89
4.3	การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่..... 90
4.4	การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต..... 93
4.5	การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของความสามารถในการทำกำไร..... 94
4.6	การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของมูลค่าตลาด..... 95
4.7	เปรียบเทียบการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในแต่ละอุตสาหกรรม..... 96
4.8	การเปรียบเทียบรายคู่ของกลุ่มอุตสาหกรรมกับนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน..... 97
4.9	การเปรียบเทียบรายคู่ของกลุ่มอุตสาหกรรมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน..... 99
4.10	การเปรียบเทียบรายคู่ของระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมกับอัตราส่วนทุนหมุนเวียน..... 100

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.11 การเปรียบเทียบรายคู่ของระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมกับอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว.....	101
4.12 การเปรียบเทียบรายคู่ของระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมกับอัตราส่วนเงินสด.....	102
4.13 การเปรียบเทียบรายคู่ของระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมกับวงจรกิจสิน.....	103
4.14 การเปรียบเทียบรายคู่ของระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมกับระยะเวลาในการเก็บเงิน จากลูกหนี้.....	104
4.15 การเปรียบเทียบรายคู่ของระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมกับระยะเวลาในการจำหน่าย สินค้าคงเหลือ.....	105
4.16 การเปรียบเทียบรายคู่ของระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมกับระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้.....	106
4.17 ค่าสถิติทดสอบการแจกแจงของข้อมูล.....	108
4.18 ตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างขององค์ประกอบอัตราส่วนสภาพคล่อง.....	109
4.19 ตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างขององค์ประกอบความสามารถในการทำกำไร.....	109
4.20 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้.....	111
4.21 ผลการวิเคราะห์ค่า Variance Inflation Factor ของตัวแปรสังเกตได้.....	112
4.22 การแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียน Moderate = 0.46-0.54.....	114
4.23 การแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียน Moderate = 0.41-0.59.....	115
4.24 การแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียน Moderate = 0.36-0.64.....	116
4.25 การแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียน Moderate = 0.31-0.69.....	117
4.26 การใส่ตัวแปรหุ่นในการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 2-7.....	119
4.27 การเลือกนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนของแต่ละอุตสาหกรรม.....	120
4.28 การเลือกนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนของแต่ละอุตสาหกรรม.....	121
4.29 การวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของแต่ละอุตสาหกรรม.....	121
4.30 ทดสอบสมมติฐานที่ 2 และ สมมติฐานที่ 3.....	123
4.31 การเปรียบเทียบรายคู่ของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถ ในการทำกำไร.....	126
4.32 การเปรียบเทียบรายคู่ของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่าตลาด.....	127
4.33 ทดสอบสมมติฐานที่ 4 และ สมมติฐานที่ 5.....	129

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.34 การเปรียบเทียบรายคู่ของนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถ ในการทำกำไร.....	131
4.35 การเปรียบเทียบรายคู่ของนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่าตลาด.....	133
4.36 การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วน ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม สำหรับอุตสาหกรรมที่มี 2 นโยบายย่อย.....	134
4.37 การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วน ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สำหรับอุตสาหกรรมที่มี 2 นโยบายย่อย.....	135
4.38 แสดงการวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนกับ อัตราส่วน Tobin's Q สำหรับอุตสาหกรรมที่มี 2 นโยบายย่อย.....	135
4.39 ทดสอบสมมติฐานที่ 6 และ สมมติฐานที่ 7.....	136
4.40 การเปรียบเทียบรายคู่ของกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการ ทำกำไร.....	139
4.41 การเปรียบเทียบรายคู่ของกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่าตลาด.....	142
4.42 การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถ ในการทำกำไร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค.....	143
4.43 การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับ Tobin's Q กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค.....	143
4.44 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2-7.....	145
4.45 สรุปผลการทดสอบรายคู่ของสมมติฐานที่ 2-7.....	146
4.46 ความสอดคล้องของแบบจำลอง โครงสร้างกับข้อมูลเชิงประจักษ์ก่อนปรับแบบจำลอง.....	147
4.47 ความสอดคล้องของแบบจำลอง โครงสร้างกับข้อมูลเชิงประจักษ์หลังปรับแบบจำลอง.....	148
4.48 ความสอดคล้องของแบบจำลอง โครงสร้างกับข้อมูลเชิงประจักษ์หลังตัดตัวแปร สังเกตได้ 3 ตัวแปร.....	149
4.49 ผลการทดสอบสมมติฐานอิทธิพลทางตรงของตัวแปรต้นที่มีผลต่อตัวแปรตาม.....	151
4.50 ขนาดอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม.....	155
4.51 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย.....	158

## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตารางที่	หน้า
4.52 ผลการวิเคราะห์การถดถอยสมการที่ 1.....	160
4.53 ผลการวิเคราะห์การถดถอยสมการที่ 2.....	161
4.54 ผลการวิเคราะห์การถดถอยสมการที่ 3.....	162
5.1 สรุปผลการทดสอบรายกลุ่มของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนและกลยุทธ์การบริหาร เงินทุนหมุนเวียน.....	174



## สารบัญรูปร่างภาพ

รูปร่างภาพที่	หน้า
1.1 ผลกระทบของการบริหารเงินลงทุนหมุนเวียนต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน.....	2
2.1 ประเภทของเงินลงทุนหมุนเวียน.....	11
2.2 ผลกระทบของการบริหารเงินลงทุนหมุนเวียนต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน.....	15
2.3 นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน.....	21
2.4 นโยบายการจัดหาเงินลงทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก.....	22
2.5 นโยบายการจัดหาเงินลงทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม.....	23
2.6 นโยบายการจัดหาเงินลงทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง.....	23
2.7 ระดับของสภาพคล่องและผลการดำเนินงานทางการเงิน.....	40
2.8 การทำงานของตัวบ่งชี้การบริหารเงินลงทุนหมุนเวียนแบบพลวัต.....	47
2.9 Miller-Orr Cash Management Model.....	49
2.10 องค์ประกอบของความสามารถในการทำกำไรในการศึกษาครั้งนี้.....	66
2.11 กรอบแนวคิดการวิจัยสำหรับการทดสอบความแตกต่างในการเลือกนโยบาย และกลยุทธ์การบริหารเงินลงทุนหมุนเวียน.....	69
2.12 กรอบแนวคิดการวิจัยสำหรับการวิเคราะห์สมการ โครงสร้าง.....	70
3.1 การแบ่งช่วงการทดสอบเพื่อจำแนกนโยบาย ครั้งที่ 1.....	79
3.2 การแบ่งช่วงการทดสอบเพื่อจำแนกนโยบาย ครั้งที่ 2.....	79
3.3 การแบ่งช่วงการทดสอบเพื่อจำแนกนโยบาย ครั้งที่ 3.....	79
3.4 การแบ่งช่วงการทดสอบเพื่อจำแนกนโยบาย ครั้งที่ 4.....	79
3.5 การทดสอบสมมติฐานที่ 2-7.....	82
3.6 แบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินลงทุนหมุนเวียน ความสามารถในการ ทำกำไรและมูลค่าตลาด จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง.....	85
4.1 ผลการวิเคราะห์แบบจำลอง โครงสร้างหลังปรับแบบจำลอง.....	148
4.2 ผลการวิเคราะห์แบบจำลอง โครงสร้างสำหรับทดสอบสมมติฐาน.....	150

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหาการวิจัย

เงินทุนหมุนเวียน (Working Capital) คือ เงินทุนที่บริษัทนำมาใช้ในกิจกรรมประจำวันหรือใช้ในการดำเนินการของบริษัท (Adeniji, 2008) ประกอบด้วยองค์ประกอบหลัก 2 ส่วนคือ สินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน โดยสินทรัพย์หมุนเวียนเป็นการแสดงถึงเงินทุนสำหรับกิจกรรมการสร้างรายได้ ซึ่งเกี่ยวข้องกับ การซื้อ การผลิต และการขายสินค้าและบริการ (Baker et al., 2017; Kanda, 2015) ในขณะที่หนี้สินหมุนเวียนแสดงถึงแหล่งเงินทุนของเงินทุนหมุนเวียนที่มีอยู่ ซึ่งกิจการจัดหาเงินทุนมาสำหรับการดำเนินงาน (Sudiyatno, Puspitasari, and Sudarsi, 2017) ดังนั้น การบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Management: WCM) จึงเกี่ยวข้องกับการบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน ซึ่งเป็นการตัดสินใจระยะสั้นขององค์กร (Jamalinesari and Soheili, 2015; Kesimli and Gunay, 2011; Machiraju, 2001)

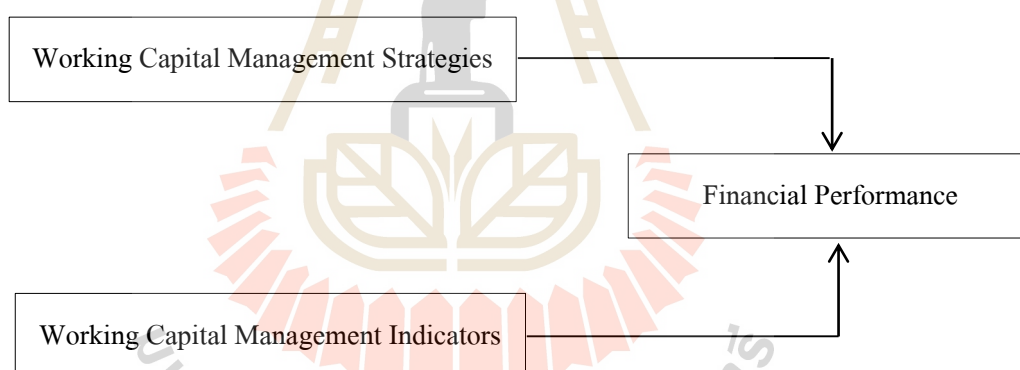
การบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีบทบาทสำคัญในการกำหนดความสำเร็จหรือความล้มเหลวของกิจการ เนื่องจากเกี่ยวข้องกับสภาพคล่อง (Liquidity) และความเสี่ยง (Risk) ของกิจการ (Vahid, Mohsen and Mohammadreza, 2012; Filbeck and Krueger, 2005; Smith, 1980) โดยวัตถุประสงค์หลักของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีส่วนเกี่ยวข้องกับการวางแผนและการควบคุมสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน ในลักษณะที่ช่วยให้กิจการมีสภาพคล่องเพียงพอต่อการดำเนินธุรกิจตามปกติ ลดความเสี่ยงจากการไม่สามารถชำระหนี้สินระยะสั้นได้ตามกำหนดเวลา และหลีกเลี่ยงการลงทุนที่ไม่จำเป็นในเงินทุนหมุนเวียน เพื่อหลีกเลี่ยงการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก (Padachi and Howorth, 2014; Ukaegbu, 2014; Mansoori and Muhammad, 2012; Nazir and Afza, 2009; Eljelly, 2004)

จุดเริ่มต้นของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพเป็นส่วนสำคัญของยุทธศาสตร์โดยรวมของกิจการในการเพิ่มความสามารถในการทำกำไร (Profitability) (Afza and Nazir, 2007; Shin and Soenen, 1998) เมื่อกิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น หมายความว่ามีการเพิ่มโอกาสในการเติบโตและเพิ่มผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Mohamad and Saad, 2010) ซึ่งจะสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุน และสร้างความสนใจในการลงทุน โดยความต้องการของนักลงทุนในการลงทุนจะทำให้ราคาหุ้นของกิจการเพิ่มขึ้นและทำให้มูลค่าตลาด (Market Value) ของกิจการ



เพิ่มขึ้นในที่สุด (Sudiyatno et al., 2017; Autukaite and Molay, 2011) ดังนั้น การบริหารเงินทุนหมุนเวียนจึงเป็นสิ่งสำคัญสำหรับการบริหารทางการเงินในระยะสั้น แต่บ่งชี้ถึงการอยู่รอดในระยะยาวของธุรกิจ (Panda, 2012)

การตัดสินใจด้านการบริหารเงินทุนหมุนเวียนจึงมีส่วนเกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ (Nia et al., 2012) ทั้งในด้านของความสามารถในการทำกำไรและในด้านมูลค่าตลาด (Nazir and Afza, 2009; Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; Weinraub and Visscher, 1998) โดยการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ คือ 1) กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Management Strategies) เกี่ยวข้องกับการบริหารควบคุมระหว่างการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนและการจัดหาแหล่งเงินทุนของเงินทุนหมุนเวียน และ 2) ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Management Indicators) เกี่ยวข้องกับการวัดสภาพคล่องของกิจการ โดยพิจารณาจากปริมาณของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน รวมทั้งการหมุนเวียนเงินสดของกิจการ (Abiodun and Samuel, 2014; Koh et al., 2014; Nia et al., 2012; Machiraju, 2001; Brigham and Houston, 1998) ดังภาพที่ 1.1



**รูปภาพที่ 1.1** ผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน  
ที่มา: Nia et al. (2012)

ในส่วนแรกจะกล่าวถึงนโยบายและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Policy) จะนำไปสู่การวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน โดยประกอบด้วยสองคำถามหลักคือ 1) เงินทุนหมุนเวียนควรมีปริมาณเท่าใดที่เพียงพอต่อการดำเนินงาน และ 2) เงินทุนหมุนเวียนควรมีการจัดหาอย่างไร จากแหล่งเงินทุนใด ทำให้นโยบายเงินทุนหมุนเวียนสามารถแบ่งออกเป็นสองส่วน คือ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Investment Policy) และ นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Financing Policy) (Koh et al., 2014; Brigham and Houston, 1998 )

นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Investment Policy) เกี่ยวข้องกับการกำหนดระดับของสินทรัพย์หมุนเวียนสำหรับการดำเนินงานในกิจการ โดยระดับของสินทรัพย์หมุนเวียนควรเพียงพอต่อการดำเนินธุรกิจตามปกติ ในลักษณะที่ไม่ลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนมากเกินไปจนจำเป็น ซึ่งแบ่งออกเป็น 3 นโยบายย่อย คือ 1) นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive Working Capital Investment Policy) 2) นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative Working Capital Investment Policy) และ 3) นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง (Moderate Working Capital Investment Policy) (Jedrzejczak-Gas, 2017; Nazir and Afza, 2009)

นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Financing Policy) เป็นการจัดหาแหล่งเงินทุนสำหรับสินทรัพย์หมุนเวียน โดยพิจารณาว่ากิจการจะหาเงินทุนจากแหล่งใดบ้างเพื่อมาลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน ทั้งนี้ กิจการควรพิจารณาอายุของสินทรัพย์และอายุของเงินทุนควบคู่กัน เนื่องจากการเลือกใช้แหล่งเงินทุนที่ต่างกัน จะมีผลต่อความเสี่ยงและกำไรของกิจการต่างกัน ซึ่งแบ่งออกเป็น 3 นโยบายย่อย คือ 1) นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive Working Capital Financing Policy) 2) นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative Working Capital Financing Policy) และ 3) นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง (Moderate Working Capital Financing Policy) (Jedrzejczak-Gas, 2017; Nazir and Afza, 2009)

การเลือกคู่ของนโยบายย่อยสำหรับนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนเป็นการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของธุรกิจ (Abiodun and Samuel, 2014) โดยนโยบายเงินทุนหมุนเวียนย่อยที่มีความแตกต่างกันจะส่งผลการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีความแตกต่างกันด้วย และถึงแม้งานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาจะมีการศึกษาถึงนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรอย่างไรอย่างแพร่หลาย (Sudiyatno et al., 2017; Adam, Quansah and Kawor, 2017; Nabi et al., 2016; Bandara, 2015; Mwangi, Makau and Kosimbei, 2014a, 2014b) แต่เป็นการทดสอบเพียงอิทธิพลทางตรงของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อผลการดำเนินงาน (ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด) ดังเช่นงานวิจัยของ Adam et al. (2017) ที่ศึกษานโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีอิทธิพลทางตรงต่อความสามารถในการทำกำไรในสาธารณรัฐกานา ซึ่งเป็นการวิจัยในลักษณะเดียวกันกับ Mwangi et al. (2014a, 2014b) ที่ทำการศึกษาในประเทศเคนย่า นอกจากนี้ ยังพบการศึกษานโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าตลาด ของ Sudiyatno et al. (2017) เป็นการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย และ Javid and Zita (2014) ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ประเทศปากีสถาน

อย่างไรก็ตาม การศึกษาถึงการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของกิจการได้พบเพียงงานวิจัยของ Jedrzejczak-Gas (2017) ที่ศึกษาการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนในประเทศโปแลนด์ โดยพิจารณาจากลักษณะการจับคู่ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน แต่ผลการศึกษาเป็นเพียงการรายงานความถี่ของการเลือกใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเท่านั้น โดยยังไม่พบการศึกษาที่มีการวิเคราะห์ถึงการเลือกกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนว่าจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานที่แตกต่างกันหรือไม่ โดยใช้สถิติเชิงอนุมาน ดังนั้น จึงเป็นเรื่องสำคัญและน่าสนใจอย่างยิ่งหากมีการศึกษาถึงกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการทั้งในด้านของความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดของกิจการ เพื่อเป็นการสร้างและนำองค์ความรู้มาใช้ในการบริหารจัดการการเลือกนโยบายและกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเพื่อเพิ่มผลกำไรและเพิ่มมูลค่าตลาดให้กับกิจการต่อไป

ต่อมาในส่วนของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นการสะท้อนถึงสภาพคล่องของบริษัท (Nia et al., 2012) โดยสภาพคล่องอธิบายถึงความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นของกิจการ (Afza and Nazir, 2007; Shin and Soenen, 1998) ซึ่งสามารถสะท้อนได้ 2 รูปแบบ คือ 1) ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ (Statically) เกี่ยวข้องกับการจัดสมดุลของระดับของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน ซึ่งเป็นการตรวจสอบเงินทุนหมุนเวียน ณ จุดใดจุดหนึ่งของเวลา และ 2) ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต (Dynamically) เกี่ยวข้องกับการหมุนเวียนเงินสดสำหรับการดำเนินงาน เป็นความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมการสร้างรายได้และการจัดซื้อทรัพยากรของบริษัท (Tuffour and Boateng, 2017; Abiodun and Samuel, 2014; Machiraju, 2001; Moss and Stine, 1993; Pass and Pike 1984)

การศึกษาที่ผ่านมาในต่างประเทศได้มีการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนและความสามารถในการทำกำไรอย่างแพร่หลาย โดยเน้นการศึกษาถึงตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต ซึ่งวัดโดยวงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) ดังเช่นงานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดของ Abuzayed (2012) ที่ศึกษาในประเทศจอร์แดน การศึกษาของ Pais and Gama (2015) ในประเทศโปรตุเกส การศึกษาของ Lyngstadaas and Berg (2016) ซึ่งศึกษาในประเทศนอร์เวย์ รวมทั้งการศึกษาในประเทศซาอุดีอาระเบีย ของ Husain and Alnefaee (2016) โดยการศึกษาในปีล่าสุดยังเน้นการศึกษาตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนทั้งแบบคงที่และแบบพลวัต เพื่อสะท้อนถึงการบริหารสภาพคล่องทางการเงินในทุก ๆ มิติ (Shrivastava, Kumar and Kumar, 2017; Afrifa and Padachi, 2016) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาที่ผ่านมาเป็นเพียงการศึกษาถึงอิทธิพลทางตรงของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร

จึงเป็นอีกประเด็นที่น่าสนใจในการศึกษาถึงอิทธิพลทางอ้อมของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อมูลค่าตลาดโดยผ่านความสามารถในการทำกำไร

แม้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนจะมีความเกี่ยวข้องกับความสำเร็จทางธุรกิจ (Filbeck and Krueger, 2005) แต่การศึกษาถึงการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในประเทศไทยยังไม่ได้รับความสนใจเท่าที่ควร ซึ่งพบการศึกษาด้านตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ดังเช่นงานวิจัยของ สมเกียรติ วรรณประสิทธิ์คุณ (2553) ทำการศึกษาถึงผลกระทบของการจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมเฟอร์นิเจอร์ไม้ของไทย ซึ่งศึกษาในส่วนของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต และการศึกษาของ สุดาทิพย์ ปรัชญาสกุล (2557) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งศึกษาในส่วนของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่และแบบพลวัต ในขณะที่การศึกษาริบทของประเทศไทยยังไม่พบการศึกษาดังกล่าวถึงกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด รวมทั้งการศึกษาดังกล่าวถึงตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อมูลค่าตลาด

การศึกษานี้จึงต้องการศึกษาถึงการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand: SET) ซึ่งถือเป็นแหล่งระดมเงินทุนที่ใหญ่ที่สุดของประเทศ ที่มีส่วนสำคัญในการพัฒนาเศรษฐกิจและความเจริญ รวมทั้งเป็นกลไกสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจของประเทศ (อรอุมา ต้นดี, 2557; จุฑามาศ ใจทน, 2553) โดยศึกษาการบริหารเงินทุนหมุนเวียนทั้งในส่วนของกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนและตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน เพื่อให้ได้องค์ความรู้ในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ครอบคลุมตั้งแต่การวางแผนด้านนโยบายเงินทุนหมุนเวียน ตลอดจนการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน รวมทั้งการควบคุมสภาพคล่องของบริษัท ผลการศึกษานี้จะสร้างองค์ความรู้ในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนสำหรับบริบทของประเทศไทย เพื่อเป็นแนวทางแก่ผู้บริหารในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนให้มีประสิทธิภาพเพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไรและเพิ่มมูลค่าตลาดของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อไป

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาลักษณะการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อนำเสนอแบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าตลาด

3. เพื่อศึกษากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด
4. เพื่อศึกษาตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด
5. เพื่อศึกษาความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อมูลค่าตลาด

### 1.3 สมมติฐานการวิจัย

เพื่อตอบวัตถุประสงค์ที่ 2 เพื่อนำเสนอแบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าตลาด จึงมีสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H1 แบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าตลาด มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

เพื่อตอบวัตถุประสงค์ที่ 3 เพื่อศึกษากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด มีสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H2 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร

H3 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อมูลค่าตลาด

H4 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร

H5 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อมูลค่าตลาด

H6 กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร

H7 กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อมูลค่าตลาด

H8 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร

H9 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อมูลค่าตลาด

H10 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

H11 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร

H12 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด

H13 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

เพื่อตอบวัตถุประสงค์ที่ 4 เพื่อศึกษาตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด มีสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H14 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร

H15 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด

H16 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

H17 ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

H18 ระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกค้ามีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

H19 ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

H20 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร

H21 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อมูลค่าตลาด

H22 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

เพื่อตอบวัตถุประสงค์ที่ 5 เพื่อศึกษาความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อมูลค่าตลาด มีสมมติฐานการวิจัยดังนี้

H23 ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด

## 1.4 ขอบเขตของการวิจัย

### 1.4.1 ขอบเขตด้านประชากร

ประชากรในการวิจัย คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 604 บริษัท ข้อมูล ณ วันที่ 15 มกราคม 2562 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ออนไลน์, 2562) โดยกำหนดขนาดของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษารั้งนี้คือ 381 ตัวอย่าง ซึ่งเป็นไปตามเกณฑ์ของ Yamane (1973), Kline (2005) และ Hair et al. (2010) ซึ่งหากกำหนดขนาดของกลุ่มตัวอย่างตามขนาดของกลุ่มตัวอย่างของทาโร ยามาเน่ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% จะได้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 286 ตัวอย่าง (Yamane, 1973) ในขณะที่เกณฑ์ของ Kline (2005) กำหนดไว้ว่า ขนาดกลุ่มตัวอย่างเพื่อใช้ในการวิเคราะห์แบบจำลองสมการ โครงสร้างที่เหมาะสมควรมีอย่างน้อย 200 ตัวอย่าง อีกทั้ง Hair et al. (2010) ยังเสนอว่า การกำหนดขนาดกลุ่มตัวอย่างสำหรับการวิเคราะห์

แบบจำลองสมการโครงสร้าง ควรจะอยู่ระหว่าง 5 - 20 เท่าของตัวแปรสังเกตได้ โดยในการศึกษานี้ มีตัวแปรสังเกตได้ 13 ตัวแปร ดังนั้น ขนาดกลุ่มตัวอย่างที่เหมาะสมเพื่อใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ควรมีอย่างน้อย 65-260 ตัวอย่าง

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้จะไม่นำกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน และหมวดธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เข้ามาร่วมวิเคราะห์ เนื่องจาก มีความแตกต่างกับอุตสาหกรรมอื่นในข้อกำหนดการบัญชี และถูกควบคุมปฏิบัติงานจากธนาคารกลาง และหน่วยงานรัฐที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับอุตสาหกรรมด้านการเงิน (Afrifa, 2016; Talonpoika et al., 2016; Bandara, 2015; Mansoori and Muhammad, 2012; Azam and Haider, 2011; Deloof, 2003) และตัดบริษัทที่เข้าข่ายถูกเพิกถอน (Afrifa, 2016; Mansoori and Muhammad, 2012) และบริษัทที่เข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ถึงระยะเวลา 5 ปี ออกจากการศึกษา เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้จะทำการเก็บข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2560 ซึ่งเป็นปีล่าสุดที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ข้อมูลงบการเงินจาก [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)

#### 1.4.2 ขอบเขตด้านตัวแปร

- 1) ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) คือ การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งประกอบด้วย กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน และตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน
- 2) ตัวแปรคั่นกลาง (Mediator Variables) คือ อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratios)
- 3) ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ มูลค่าตลาด

### 1.5 ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

การวิจัยเรื่อง “ผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ให้ประโยชน์ทั้งในเชิงวิชาการและเชิงปฏิบัติ ดังนี้

1. การวิจัยครั้งนี้ให้ข้อสรุปเชิงวิชาการในประเด็นของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดอย่างไร โดยให้ข้อสรุปทั้งในส่วน of กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนและตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจาก การวางกลยุทธ์เงินทุนหมุนเวียนและแนวทางการบริหารตัวบ่งชี้เงินทุนหมุนเวียนต่างมีข้อสรุปที่สอดคล้องกับทฤษฎีและแตกต่างกับทฤษฎีการบริหารเงินทุนหมุนเวียน อีกทั้ง ผลการวิจัยยังให้ข้อสรุปสำหรับการแบ่งช่วงของอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนของหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม

เพื่อสะท้อนถึงการแบ่งนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน ออกเป็น 3 นโยบายย่อยตามทฤษฎีของนโยบายเงินทุนหมุนเวียน

2. การวิจัยครั้งนี้ให้ข้อสรุปเชิงปฏิบัติที่ให้ประโยชน์ต่อผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการนำผลการศึกษาไปประยุกต์ใช้เพื่อเป็นแนวทางการกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน และปรับปรุงการบริหารตัวบ่งชี้เงินทุนหมุนเวียนให้มีประสิทธิภาพ และนำไปสู่การเพิ่มผลกำไรและมูลค่าตลาดของกิจการ นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่ต้องการจะลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่สามารถใช้ผลการวิจัยครั้งนี้ในการประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

## 1.6 คำอธิบายศัพท์

1. การบริหารเงินทุนหมุนเวียน คือ การบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน ซึ่งประกอบด้วย กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนและตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน
2. ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ คือ การประเมินสภาพคล่องของกิจการ โดยพิจารณาจากสัดส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน
3. ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต คือ การประเมินสภาพคล่องของกิจการ โดยพิจารณารอบระยะเวลาการหมุนเวียนของเงินสด
4. ความสามารถในการทำกำไร คือ การประเมินผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร
5. มูลค่าตลาด คือ การประเมินผลการดำเนินงานของกิจการ โดยการเปรียบเทียบมูลค่าของบริษัทที่กำหนดโดยตลาดการเงิน (Financial Markets) กับมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ (Book Value of Company's Assets)
6. ผลการดำเนินงาน คือ ผลประกอบการประจำปี ประกอบด้วย ความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าตลาด



## บทที่ 2

### ปริทัศน์วรรณกรรม และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ ได้ศึกษาค้นคว้าแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อเป็นแนวทางในการพัฒนากรอบแนวคิดการวิจัย กำหนดวัตถุประสงค์การวิจัย กำหนดสมมติฐานการวิจัย และใช้เป็นข้อมูลประกอบการอ้างอิงในการอภิปรายผลการวิจัย ซึ่งประกอบด้วยหัวข้อ ดังนี้

- 2.1 แนวคิด ทฤษฎี เกี่ยวกับเงินทุนหมุนเวียนและการบริหารเงินทุนหมุนเวียน
- 2.2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน
- 2.3 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน
- 2.4 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสามารถในการทำกำไร
- 2.5 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าตลาด
- 2.6 กรอบแนวคิดการวิจัย

#### 2.1 แนวคิด ทฤษฎี เกี่ยวกับเงินทุนหมุนเวียนและการบริหารเงินทุนหมุนเวียน

##### 2.1.1 แนวคิด ทฤษฎี เกี่ยวกับเงินทุนหมุนเวียน

เงินทุนหมุนเวียน คือ เงินลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนของกิจการ ซึ่งเป็นการลงทุนเพื่อการดำเนินงานสำหรับก่อให้เกิดรายได้แก่กิจการ (Koh et al., 2014; Adeniji, 2008; Brigham and Houston, 1998) ดังนั้น ในการดำเนินธุรกิจจึงไม่สามารถดำรงอยู่ได้โดยไม่มีเงินทุนหมุนเวียน (Charitou, Elfani, and Lois, 2010 ; Erasmus, 2010 ; Nazir and Afza, 2009)

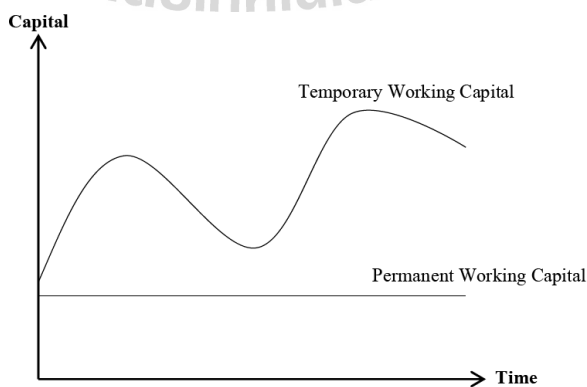
เงินทุนหมุนเวียนสามารถจำแนกได้ 2 แบบ คือ (Sudiyatno et al., 2017; Maswadeh, 2015; Pass and Pike, 1987)

1. เงินทุนหมุนเวียนขั้นต้น (Gross Working Capital) เงินทุนหมุนเวียนที่แท้จริง (Real Working Capital) หรือ เงินทุนหมุนเวียนเชิงปริมาณ (Quantitative Working Capital) หมายถึง เงินทุนที่ใช้ลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนทั้งหมด ได้แก่ เงินสด หลักทรัพย์ตามความต้องการของตลาด ลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือ และสินทรัพย์หมุนเวียนอื่น ๆ ที่เปลี่ยนแปลงสภาพเป็นเงินสดได้ ภายในเวลา 1 ปี นอกจากนี้ยังแบ่งสินทรัพย์หมุนเวียนทั้งหมดที่กิจการลงทุนได้เป็น 2 ประเภท ดังรูปภาพที่ 2.1

- 1.1 เงินทุนหมุนเวียนถาวรหรือสินทรัพย์หมุนเวียนถาวร (Permanent Working Capital or Permanent Current Assets) หมายถึง สินทรัพย์หมุนเวียนขั้นต้นที่กิจการต้องมีไว้ตลอดระยะเวลาของการดำเนินงาน ไม่ว่าจะอยู่ในฤดูกาลหรือนอกฤดูกาลก็ตาม และมีในปริมาณ

ที่คงที่ตลอดเวลาที่ดำเนินงานอยู่ โดยเงินทุนหมุนเวียนถาวรจะไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลาหรือยอดขาย กล่าวอีกนัยหนึ่งหมายถึงสินทรัพย์หมุนเวียนที่ต้องใช้อย่างต่อเนื่องตลอดทั้งปี และเป็นสิ่งจำเป็นอย่างถาวรสำหรับธุรกิจ ดังนั้นจึงควรได้รับการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนระยะยาว สามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ 1) เงินทุนหมุนเวียนปกติ (Regular Working Capital) เป็นจำนวนเงินขั้นต่ำของเงินทุนหมุนเวียนเพื่อสามารถให้กิจการดำเนินงานไปอย่างต่อเนื่อง ได้แก่ เงินสดขั้นต่ำ ระบุหนี้ขั้นต้น และระดับสินค้าคงคลังขั้นต้น และ 2) เงินทุนหมุนเวียนสำรอง (Reserve Margin or Cushion Working Capital) เป็นเงินทุนพิเศษที่จำเป็นต้องถือครองไว้รองรับภาวะผูกพันที่คาดไม่ถึงที่อาจเกิดขึ้นได้ในอนาคต เช่น ความไม่แน่นอนที่อาจเกิดขึ้นจากการเพิ่มขึ้นของราคาวัตถุดิบ การนัดหยุดงานของแรงงาน (Hill, 2013; Paramasivan and Subramanian, 2012; Pass and Pike, 1987)

1.2 เงินทุนหมุนเวียนชั่วคราวหรือสินทรัพย์หมุนเวียนชั่วคราว (Temporary Working Capital or Temporary Current Assets) หมายถึง สินทรัพย์หมุนเวียนส่วนที่เกินกว่าสินทรัพย์หมุนเวียนถาวร ปริมาณของเงินทุนหมุนเวียนชั่วคราวจะมีความผันผวนกับปริมาณการขาย ตัวอย่างเช่น จำเป็นต้องมีสินค้าเพิ่มเติมเพื่อสนับสนุนยอดขายในช่วงยอดขายสูง ในทำนองเดียวกันลูกหนี้เพิ่มขึ้น และต้องได้รับการสนับสนุนทางการเงินในช่วงที่มียอดขายสูง ในทางกลับกันการลงทุนในลูกหนี้การค้า และสินค้าคงเหลือ ฯลฯ จะลดลงในช่วงเวลาของยอดขายตกต่ำ เงินทุนหมุนเวียนชั่วคราวมักได้รับการสนับสนุนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้น สามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ 1) เงินทุนหมุนเวียนตามฤดูกาล (Seasonal Working Capital) เป็นจำนวนเงินที่ต้องมีเพื่อให้ตรงกับความต้องการตามฤดูกาลของการขายสินค้าในกิจการ และ 2) เงินทุนหมุนเวียนแบบเฉพาะกิจ (Special Working Capital) เป็นเงินที่ต้องมีเพื่อให้เป็นไปตามข้อกำหนดพิเศษ เช่น การจัดแคมเปญพิเศษเพื่อเพิ่มยอดขายผ่านการโฆษณาหรือกิจกรรมส่งเสริมการขายอื่น ๆ หรือแม้กระทั่งเงินทุนสำหรับการวิจัยและพัฒนา (Hill, 2013; Paramasivan and Subramanian, 2012; Pass and Pike, 1987)



รูปภาพที่ 2.1 ประเภทของเงินทุนหมุนเวียน

ที่มา : Paramasivan and Subramanian (2012)

2. เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ (Net Working Capital) หรือ เงินทุนหมุนเวียนเชิงคุณภาพ (Qualitative working capital) ประกอบด้วยสองส่วน คือ สินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน โดยสินทรัพย์หมุนเวียนเป็นการแสดงเงินทุนหมุนเวียนทั้งหมดสำหรับใช้ในการดำเนินงานของกิจการ ส่วนหนี้สินหมุนเวียนเป็นแหล่งเงินทุนของเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งเงินทุนหมุนเวียนสุทธิจะแสดงด้วยผลต่างระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน (Sudiyatno et al., 2017; Pandey, 2000; Pass and Pike, 1987) ทั้งนี้ เงินทุนหมุนเวียนสุทธิสามารถแบ่งออกได้ 3 สถานะ คือ มีค่าเป็นศูนย์ มีค่าเป็นบวก และมีค่าเป็นลบ (Samson et al., 2012) โดยมีสูตรการคำนวณได้ดังนี้

$$\text{เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ} = \text{สินทรัพย์หมุนเวียน} - \text{หนี้สินหมุนเวียน}$$

2.1 เงินทุนหมุนเวียนสุทธิมีค่าเป็นศูนย์ เกิดจากกิจการมีสินทรัพย์หมุนเวียนเท่ากับหนี้สินหมุนเวียน แสดงว่ากิจการมีสภาพคล่องปานกลางและความเสี่ยงปานกลาง โดยสินทรัพย์หมุนเวียนของกิจการทั้งหมดใช้เงินทุนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้น

2.2 เงินทุนหมุนเวียนสุทธิมีค่าเป็นบวก เกิดจากกิจการมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าหนี้สินหมุนเวียน แสดงว่า กิจการมีสภาพคล่องสูงและความเสี่ยงต่ำ โดยแหล่งเงินทุนจากหนี้สินหมุนเวียนไม่เพียงพอต่อการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน กิจการจำเป็นต้องหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนระยะยาวในจำนวนที่เท่ากับผลต่างนั้นมาลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน

2.3 เงินทุนหมุนเวียนสุทธิมีค่าเป็นลบ เกิดจากกิจการมีสินทรัพย์หมุนเวียนน้อยกว่าหนี้สินหมุนเวียน แสดงว่า กิจการมีสภาพคล่องต่ำ ความเสี่ยงสูง กิจการมีหนี้สินหมุนเวียนส่วนเกินจากการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน กิจการจึงสามารถชำระคืนหนี้สินหมุนเวียนที่เหลือนี้ หรือนำหนี้สินหมุนเวียนที่เหลือนี้ไปลงทุนต่อเพื่อเพิ่มผลตอบแทนแก่กิจการต่อไป

ทั้งสององค์ประกอบของเงินทุนหมุนเวียนสุทธิ มีความสำคัญมากในการสร้างความมั่นใจในการดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจ โดยที่ตำแหน่งของสินทรัพย์หมุนเวียนแสดงถึงความพร้อมใช้งานของเงินทุนหมุนเวียน ในขณะที่ตำแหน่งหนี้สินหมุนเวียนจะแสดงถึงแหล่งเงินทุนหมุนเวียนที่มีอยู่ในการสนับสนุนสินทรัพย์หมุนเวียน ดังนั้น การบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนจึงเป็นส่วนสำคัญของบริษัท ซึ่งเรียกว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Sudiyatno et al., 2017)

### 2.1.2 ทฤษฎีระบบการบริหารเงินทุนหมุนเวียน

ทฤษฎีระบบการบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Management System) ได้ถูกนำเสนอ โดย Jingmeng (2013) ซึ่งประยุกต์มาจากระบบการจัดการที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Management System) ซึ่งมี 5 องค์ประกอบที่สอดคล้องกัน คือ เป้าหมายของการจัดการ สภาพแวดล้อมทางธุรกิจ นโยบายการจัดการ วิธีการจัดการ และการประเมินผลการดำเนินงาน

ทั้งหมดของระบบการจัดการ โดยรวมอยู่ภายใต้คำแนะนำของเป้าหมาย นอกจากนี้ นโยบายจะขึ้นอยู่กับสภาพแวดล้อมทางธุรกิจและการประเมินขีดความสามารถขององค์กร และหลังจากการปฏิบัติงานจะเป็นการประเมินผลงานของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ตามผลลัพธ์ของการดำเนินงานจะเกิดการปรับเปลี่ยนการทำงานของระบบการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ระบบนี้เป็นระบบวงจรการบรรลุผลในระยะยาวของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน

1) การกำหนดเป้าหมายในการบริหาร (Management Goal) การกำหนดเป้าหมายในการบริหารถือเป็นศูนย์กลางของระบบการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งเป็นการบอกแนวทางของกระบวนการบริหารทั้งหมด โดยเป้าหมายสูงสุดขององค์กรอาจเป็นมูลค่าสูงสุดขององค์กร ที่จะสะท้อนให้เห็นความเป็นอันหนึ่งอันเดียวกันระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Management) และการจัดการการเงิน (Financial Management) ซึ่งอาจจะมีเป้าหมายย่อยลงมาอีก เช่น ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยง และประสิทธิภาพขององค์กร

2) สภาพแวดล้อมทางธุรกิจ (Business Environment) การประเมินสภาพแวดล้อมทางธุรกิจในปัจจุบันเป็นสิ่งจำเป็นเพื่อการบริหารเงินทุนหมุนเวียน สภาพแวดล้อมทางธุรกิจมีสภาพแวดล้อมทั้งภายนอกและภายใน โดยสภาพแวดล้อมรวมถึงสถานการณ์ทางเศรษฐกิจในและต่างประเทศ ลักษณะอุตสาหกรรม การควบคุมเงินสด ฯลฯ การประเมินสภาพแวดล้อมทางธุรกิจทำให้รู้ว่ามีความต้องการทางธุรกิจและความเสี่ยงในการดำเนินงานสำหรับเงินทุนหมุนเวียนมากน้อยเพียงใด ซึ่งสามารถช่วยให้กำหนดนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียน

3) นโยบายการบริหาร (Management Policy) เป็นการพิจารณาที่ครอบคลุมถึงความเสี่ยง สภาพคล่อง และกำไร ให้สอดคล้องกับความต้องการเงินทุนหมุนเวียนในช่วงเวลาที่กำหนด ทั้งนี้ สามารถแบ่งเงินทุนหมุนเวียนออกเป็นเงินทุนสำหรับสินทรัพย์หมุนเวียนถาวร (Permanent Current Assets) และสำหรับสินทรัพย์หมุนเวียนชั่วคราว (Temporary Current Assets) โดยสินทรัพย์หมุนเวียนถาวรเป็นเงินทุนหมุนเวียนที่จะจัดขึ้นสำหรับการดำเนินงานตามปกติ ในขณะที่สินทรัพย์หมุนเวียนชั่วคราวจะจัดขึ้นสำหรับช่วง High Season ทั้งนี้ นโยบายการบริหารที่มั่นคงจำเป็นต้องมีเงินจำนวนหนึ่งของเงินทุนหมุนเวียนชั่วคราวในช่วง Low Season ด้วย โดยทั่วไปนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบ่งออกเป็น 3 นโยบายย่อย คือ นโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive Working Capital Policy) นโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative Working Capital Policy) และนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง (Moderate Working Capital Policy)

4) วิธีการบริหารจัดการ (Management Mode) จะถูกจับคู่กับนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งเป็นการใช้งานที่เฉพาะเจาะจงสำหรับกระบวนการบริหารจัดการ และจะต้องจัดการทั้งห่วงโซ่มูลค่า (Value Chain) ทั้งกิจกรรมหลัก (Primary Activities) และ กิจกรรมสนับสนุน

(Support Activities) โดยควรมีการจัดการโดยตรงกับองค์ประกอบที่มีสภาพคล่องสูง เช่น เงินสด ลูกหนี้การค้า สินค้าคงคลัง หนี้สินระยะสั้น ซึ่งเป็นส่วนสำคัญในกิจกรรมหลักของเงินทุนหมุนเวียน ด้วยเหตุนี้วิธีการบริหารเงินทุนหมุนเวียนจะสะท้อนให้เห็นถึงทัศนคติในความเสี่ยงขององค์กร ผู้บริหารที่กล้าหาญจะยอมรับความเสี่ยงและสร้างอำนาจการต่อรองตั้งแต่กระบวนการจัดหาวัตถุดิบ การผลิต การขาย จนกระทั่งการรับชำระเงินจากลูกค้า

5) การประเมินผลการดำเนินงาน (Performance Evaluation) เป็นการสะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพของการบริหารงานเงินทุนหมุนเวียน โดยผลการดำเนินงานอาจถูกประเมินผลโดย มูลค่าตลาด ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยง เป็นต้น ซึ่งอาจทำได้โดยการเทียบกับผลการดำเนินงานในปีที่ผ่านมา หรือเปรียบเทียบกับกิจการอื่นในธุรกิจเดียวกัน และยังสะท้อนให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนหมุนเวียนกับ รายได้และต้นทุน ทั้งนี้การประเมินผลงานเป็นขั้นตอนสุดท้ายในการดำเนินงาน และเป็นจุดเริ่มต้นของขั้นตอนการปรับเปลี่ยนการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของกิจการต่อไป

### 2.1.3 แนวคิด ทฤษฎี เกี่ยวกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียน

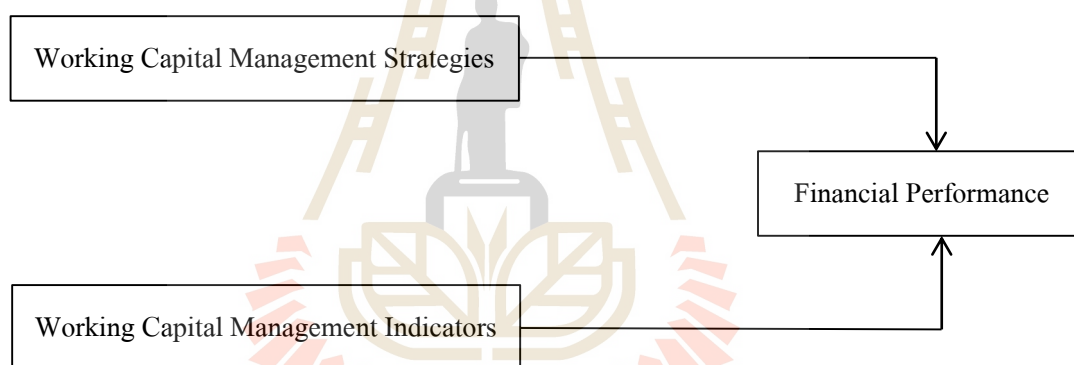
การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างหนึ่งของธุรกิจ เนื่องจากเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานประจำวันของกิจการ โดยเป็นการบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนซึ่งสามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ภายในหนึ่งปี และบริหารหนี้สินหมุนเวียนซึ่งเป็นหนี้สินที่มีการชำระบัญชีภายในหนึ่งปี (Abiodun and Samuel, 2014; Kesimli and Gunay, 2011; Block and Hirt, 1992) โดยบริหารให้กิจการมีสภาพคล่องที่เหมาะสม และไม่กระทบต่อผลกำไรของกิจการ

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเกี่ยวข้องกับการวางแผนและกำกับดูแลสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน ซึ่งเกี่ยวข้องกับผู้จัดการด้านการเงินที่ต้องหาความสมดุลที่เหมาะสมระหว่างความเสี่ยงและสภาพคล่อง เพื่อให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงสุด และสร้างมูลค่าให้กับบริษัท (Watson and Head, 2012; Appuhami, 2008; Lamberson, 1995) การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพจะส่งผลให้กิจการมีสภาพคล่องเพียงพอต่อการดำเนินธุรกิจตามปกติ ลดความเสี่ยงจากการไม่สามารถชำระหนี้สินระยะสั้นได้ตามกำหนดเวลา และหลีกเลี่ยงการลงทุนที่ไม่จำเป็นในเงินทุนหมุนเวียน (Mansoori and Muhammad, 2012; Eljelly, 2004)

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ไม่มีประสิทธิภาพ ไม่เพียงแต่จะลดความสามารถในการทำกำไร แต่อาจนำไปสู่การเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินของกิจการในที่สุด ซึ่งเป็นผลกระทบอย่างมากต่อการอยู่รอดของกิจการ (Siddiquee and Khan, 2008) อีกทั้งการขาดความเข้าใจเกี่ยวกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน และการขาดความสามารถในการ

วางแผนและควบคุมการบริหารเงินทุนหมุนเวียนอาจนำไปสู่การล้มละลาย (Smith, 1973) ดังนั้นการบริหารเงินทุนหมุนเวียนจึงเป็นสิ่งสำคัญที่ผู้จัดการด้านการเงินต้องตัดสินใจ (Watson and Head, 2012)

การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ประกอบด้วย การตัดสินใจเกี่ยวกับกลยุทธ์ และการตรวจสอบระดับที่เหมาะสมของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน รวมทั้งองค์ประกอบของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน (Appuhami, 2008; Lamberson, 1995) ทำให้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบ่งออกเป็น 2 ลักษณะ คือ 1) กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน เกี่ยวข้องกับการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน และ 2) ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน เกี่ยวข้องกับสภาพคล่องของกิจการ โดยพิจารณาจากโครงสร้างเงินทุนหมุนเวียนและการหมุนเวียนเงินสดของกิจการ (Abiodun and Samuel, 2014; Koh et al., 2014; Nia et al., 2012; Machiraju, 2001; Brigham and Houston, 1998) ดังรูปภาพที่ 2.2



**รูปภาพที่ 2.2** ผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อผลการดำเนินงานทางการเงิน  
ที่มา: Nia et al., (2012)

กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจในนโยบายเงินทุนหมุนเวียน 2 นโยบาย และผสมผสานทั้งสองนโยบายเป็นกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Abiodun and Samuel, 2014) นโยบายแรกคือ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนเกี่ยวกับการกำหนดระดับของสินทรัพย์หมุนเวียนทั้งหมดของกิจการ และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนเป็นนโยบายสำหรับการจัดหาแหล่งเงินทุนสำหรับเงินทุนหมุนเวียน (Koh et al., 2014; Brigham and Houston, 1998; Block and Hirt, 1992; Weston and Copland, 1989) โดยจะอธิบายถึงรายละเอียดในส่วนถัดไป

ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเกี่ยวข้องกับการบริหารสภาพคล่องของกิจการ ซึ่งประกอบด้วย 2 ส่วน คือ 1) ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ เกี่ยวข้องกับ

การบริหารสัดส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน ซึ่งเป็นเครื่องมือที่ช่วยประเมินสภาพคล่องของกิจการ สำหรับพิจารณาถึงความสามารถในการชำระผูกพันทางการเงินระยะสั้น และการลงทุนที่ไม่จำเป็นในเงินทุนหมุนเวียน (Paramasivan and Subramanian, 2012) และ 2) ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต เป็นการบริหารองค์ประกอบของสินทรัพย์หมุนเวียน และหนี้สินหมุนเวียน ประกอบด้วย เงินสด ลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือ และเจ้าหนี้การค้า โดยพิจารณาว่ากิจการมีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะยังคงดำเนินธุรกิจตามปกติหรือไม่ และมีการหมุนเวียนเงินสดได้ทันเวลาในการชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้การค้าหรือไม่ โดยพิจารณาจากวงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle) หรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่าวงจรเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Cycle) (Hassan, 2017; Nia et al., 2012; VanHorne and Wachowicz 2008; Moss and Stine, 1993) ซึ่งจะอธิบายรายละเอียดในส่วนถัดไป

ดังนั้น ผู้จัดการด้านการเงินจึงจำเป็นต้องพิจารณาการบริหารเงินทุนหมุนเวียนทั้งในด้านกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน และด้านตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งครอบคลุมการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในทุก ๆ ส่วน ทั้งในส่วนของกำหนดยุทธศาสตร์เพื่อวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน และการตรวจสอบตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ในด้านของสัดส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน และการบริหารองค์ประกอบของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน (Sudiyatno et al., 2017; Nia et al., 2012; Appuhami, 2008; Lamberson, 1995)

#### 2.1.4 เป้าหมายของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีความเกี่ยวข้องกับสภาพคล่อง ความเสี่ยง และผลการดำเนินงานของกิจการ โดยเป้าหมายที่สำคัญของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีดังนี้ (Abiodun and Samuel, 2014; Panigrahi, 2014; Ukaegbu, 2014; Pass and Pike, 1984)

##### 1. เป้าหมายเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของผลการดำเนินงาน

วัตถุประสงค์ทางการเงินที่สำคัญของการดำเนินธุรกิจคือการได้รับผลกำไรสูงสุด และสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกิจการ โดยความสามารถในการทำกำไรมีความเกี่ยวข้องกับเป้าหมายของการเพิ่มความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น (Watson and Head, 2012) ผู้บริหารจึงต้องมีการตัดสินใจในระดับที่เหมาะสมของการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และพยายามหลีกเลี่ยงจากการลงทุนที่ไม่จำเป็นในเงินทุนหมุนเวียน เพื่อหลีกเลี่ยงการลงทุนที่มากเกินไป โดยการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมากขึ้นหมายถึงการเพิ่มทุนให้มากขึ้นในการดำเนินธุรกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อกิจการต้องพึ่งพาการจัดหาเงินทุนภายนอกเพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน ทำให้ต้นทุนการลงทุนเพิ่มขึ้น (Mansoori and Muhammad, 2012; Faulkender and Wang, 2006) ซึ่งมีผลกระทบในการลด

ความสามารถในการทำกำไร และอาจลดความเชื่อมั่นของนักลงทุน ซึ่งอาจทำให้มูลค่าตลาดของกิจการลดลงในที่สุด (Sudiyatno et al, 2017; Autukaite and Molay, 2011) ดังนั้น การบริหารเงินทุนหมุนเวียนจึงเป็นสิ่งสำคัญสำหรับการเพิ่มประสิทธิภาพของผลการดำเนินงาน

## 2. เป้าหมายเพื่อรักษาสภาพคล่อง

การบริหารจัดการสภาพคล่องของกิจการ เกี่ยวข้องกับการบริหารสินทรัพย์หมุนเวียน และหนี้สินหมุนเวียน โดยสินทรัพย์หมุนเวียนคือ เงินสด และสินทรัพย์หมุนเวียนอื่น ๆ ที่พร้อมที่จะเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ภายในหนึ่งปี เงินสดเป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องมากที่สุด ในขณะที่สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น ๆ จะมีความแตกต่างกันในระดับของสภาพคล่องซึ่งขึ้นอยู่กับว่าสามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้เร็วเพียงใด สำหรับหนี้สินหมุนเวียน เป็นหนี้สินที่จะครบกำหนดสำหรับการชำระเงินในระยะเวลาหนึ่งปี เช่น เงินเบิกเกินบัญชี เจ้าหนี้การค้า และค่าใช้จ่ายอื่น ๆ (Abiodun and Samuel, 2014; Panigrahi, 2014; Ukaegbu, 2014)

สภาพคล่องเป็นสิ่งที่จำเป็นมากสำหรับความอยู่รอดของกิจการ คู่ค้า (Supplier) และเจ้าหนี้ระยะสั้นจะให้ความสำคัญกับความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ระยะสั้นในตามกำหนดเวลาของกิจการ ดังนั้น การบริหารสภาพคล่องจึงเป็นสิ่งสำคัญทั้งทางตรง คือ ความสามารถจ่ายชำระหนี้ระยะสั้นในตามกำหนดเวลา และทางอ้อม คือ การรายงานงบการเงินแก่บุคคลภายนอก ดังนั้นสภาพคล่องจึงได้ถูกนำมาเป็นเครื่องมือสำคัญในการวิเคราะห์การพัฒนาย่างยั่งยืน และสภาพคล่องเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยให้การบริหารจัดการเงินทุนหมุนเวียนเพื่อให้มีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ และได้รับกำไรสูง (Abiodun and Samuel, 2014; Panigrahi, 2014; Ukaegbu, 2014)

## 3. เป้าหมายในการลดความเสี่ยง

กิจการควรรักษาระดับที่เพียงพอของเงินทุนหมุนเวียนเพื่อตอบสนองภาระผูกพันในปัจจุบัน จึงควรตรวจสอบให้แน่ใจว่ากิจการไม่ได้อยู่ในสภาวะขาดสภาพคล่อง ทั้งนี้ การขาดสภาพคล่องที่สูงเกินไปจะทำให้เกิดความเสี่ยงกับบริษัทในการชำระหนี้ได้ไม่ทันกำหนด ซึ่งเป็นผลให้สูญเสียความเชื่อมั่นกับเจ้าหนี้ หรือแม้กระทั่งเกิดการล้มละลายจากการมีเงินทุนหมุนเวียนไม่เพียงพอต่อการดำเนินงาน ซึ่งกระทบต่อกิจกรรมการสร้างรายได้ของกิจการ (Abiodun and Samuel, 2014; Panigrahi, 2014; Ukaegbu, 2014)

### 2.1.5 ทฤษฎีตัวแทน

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนสำหรับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ผู้จัดการด้านการเงินจะเป็นผู้รับผิดชอบในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ในขณะที่ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของกิจการไม่สามารถอยู่ร่วมกันเพื่อตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานรายวันต่าง ๆ ของกิจการได้ ทำให้ลักษณะการบริหารงานดังกล่าวสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เป็นทฤษฎีที่อธิบายถึง



บุคคลสองฝ่าย คือ ตัวการ (Principal) และตัวแทน (Agent) ซึ่งเป็นเครื่องมือทางการเงินในการไถ่เกี่ยความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ทั้งนี้ ทรายใดที่ตัวแทนบริหารงานสอดคล้องกับการสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นตัวการแล้ว ความสัมพันธ์ของทั้งสองฝ่ายจะยังคงราบรื่น แต่หากวัตถุประสงค์ของตัวการและตัวแทนไม่สอดคล้องกันแล้ว จะเกิดปัญหาตัวแทนขึ้น (Agency problem) ซึ่งสามารถแก้ไขได้โดยการให้ผู้บริหารได้ถือครองหุ้นของกิจการในอัตราที่เหมาะสม เพื่อเป็นแรงจูงใจในการบริหารงานให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น (Jensen and Meckling, 1976)

McColgan (2001) กล่าวว่า iva ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร อาจเกิดจากการที่ผู้บริหารไม่ได้เป็นเจ้าของกิจการ จึงมีแรงจูงใจที่ผู้บริหารจะไม่พยายามดำเนินงานที่เป็นประโยชน์มากที่สุดแก่ผู้ถือหุ้น เช่น อาจซื้อรถประจำตำแหน่งแพง ๆ ให้ตนเอง การกำหนดวันลาพักผ่อนที่มาก การตกแต่งห้องทำงานให้หรูหรา การตั้งบสำหรับผู้บริหารไปพักผ่อนต่างประเทศ ซึ่งสิ่งต่าง ๆ เหล่านี้ไม่มีผลทำให้ราคาหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นสูงสุด โดยการเกิดปัญหาของตัวแทนแยกออกเป็นดังนี้

1. Moral hazard เกิดจากการที่ผู้บริหาร บริหารงาน โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลัก
2. Earning retention คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกี่ยวข้องกับขนาดของกิจการ (Firm Size) ที่วัดโดยกำไรสะสมของกิจการ ซึ่งผู้บริหารจะใช้ประโยชน์จากกำไรสะสม โดยการใช้นโยบายโครงสร้างเงินทุนที่เป็นแหล่งเงินทุนภายใน (กำไรสะสม) มากกว่าการหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก (เจ้าหนี้) เพื่อลดการถูกตรวจสอบการบริหารงานจากบุคคลภายนอก ซึ่งการใช้โครงสร้างเงินทุนดังกล่าวทำให้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นในรูปแบบปันผลลดลง
3. Time Horizon คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากระยะเวลาการลงทุน โดยผู้ถือหุ้นจะให้ความสำคัญต่อกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต แต่ผู้บริหารจะให้ความสำคัญต่อกระแสเงินสดของกิจการในช่วงระยะเวลาที่ตนบริหารอยู่เท่านั้น ดังนั้น ผู้บริหารมักจะลงทุนในโครงการระยะสั้นมากกว่าโครงการระยะยาวถึงแม้ว่าโครงการนั้นจะให้ผลตอบแทนสูงกว่า ซึ่งปัญหาดังกล่าวมักเกิดกับผู้บริหารระดับสูงที่ใกล้เกษียณแล้ว
4. Risk Aversion คือ ปัญหาความขัดแย้งที่เกิดจากพฤติกรรมการยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนของผู้บริหาร ซึ่งเกิดจากค่าตอบแทนที่ผู้บริหารได้รับ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานของกิจการ ผู้บริหารจะได้รับเพียงผลตอบแทนที่เป็นเงินเดือนเท่านั้น ดังนั้น ผู้บริหารย่อมเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำ เพราะผู้บริหารจะไม่ได้รับประโยชน์ส่วนเพิ่มจากโครงการนั้น ๆ แม้ว่าโครงการดังกล่าวจะประสบความสำเร็จและมีผลตอบแทนสูง แต่โครงการที่มีผลตอบแทนสูงย่อมจะมีความเสี่ยงสูงด้วย ขณะเดียวกันหากบริหารงานล้มเหลวก็ย่อมมีผลกระทบต่อตำแหน่งหน้าที่งาน ส่วนผู้ถือหุ้นจะชอบผู้บริหารที่ตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง เพราะย่อมจะได้รับผลตอบแทนที่สูงด้วย เท่ากับเป็นการเพิ่มความมั่งคั่งให้แก่ตัวผู้ถือหุ้นเอง

## 2.2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน

### 2.2.1 แนวคิด ทฤษฎี เกี่ยวกับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน

การบริหารเงินทุนหมุนเวียน เป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างหนึ่งของธุรกิจ ทำให้ผู้บริหารทางการเงินควรพิจารณาถึงนโยบายเงินทุนหมุนเวียนเพื่อกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน สำหรับการเลือกกลยุทธ์ที่เหมาะสมกับกิจการ เพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไร และเพิ่มมูลค่าตลาดของกิจการในที่สุด (Jedrzejczak-Gas, 2017; Koh et al., 2014) โดยกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนประกอบด้วยคำถามพื้นฐานสองข้อ คือ 1) สินทรัพย์หมุนเวียนควรมีปริมาณเท่าไรที่เพียงพอต่อความต้องการของกิจการ และ 2) สินทรัพย์หมุนเวียนควรมีการจัดหาอย่างไร จากแหล่งเงินทุนรูปแบบใด จึงทำให้นโยบายเงินทุนหมุนเวียนมีสองนโยบาย ที่ต้องวางแผนควบคู่กันเพื่อกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน คือ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และ นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน โดยการเลือกนโยบายจะคำนึงถึงความเสี่ยงและความสามารถในการทำกำไรเป็นสำคัญ (Koh et al., 2014; Samson et al., 2012; Brigham and Houston, 1998)

1. นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Investment Policy) เกี่ยวข้องกับการกำหนดระดับของสินทรัพย์หมุนเวียน ซึ่งแบ่งออกเป็น 3 นโยบายย่อย ดังนี้

1.1 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive or Restricted Working Capital Investment Policy) นโยบายนี้มีการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนในสัดส่วนที่ต่ำเพื่อลดการถือครองสินทรัพย์หมุนเวียน โดยมุ่งเน้นการลดระดับของเงินสด ลูกหนี้การค้า และสินค้าคงเหลือ ซึ่งกำหนดสินเชื่อทางการค้าให้กับลูกค้าอย่างเคร่งครัด ส่งผลให้บัญชีลูกหนี้การค้ามีปริมาณต่ำ และมีการรักษาระดับของสินค้าคงเหลือให้ต่ำเพื่อลดต้นทุนที่เกิดจากการดูแลรักษาสินค้าคงเหลือ ซึ่งส่งผลให้บัญชีสินค้าคงเหลือลดลง การบริหารดังกล่าวอาจมีความเสี่ยงจากการมีเงินทุนหมุนเวียนไม่เพียงพอต่อการดำเนินงาน รวมทั้งอาจเกิดความล่าช้าในการส่งมอบผลิตภัณฑ์ หากมีสินค้าคงเหลือไม่เพียงพอต่อความต้องการของลูกค้า ในขณะที่ การลดการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนทำให้หลีกเลี่ยงการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก และทำให้กิจการมีเงินทุนจากการลดการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนไปลงทุนในกิจกรรมอื่น ๆ เพื่อเพิ่มรายได้ ดังนั้น ในทางทฤษฎีจึงสรุปว่าการกำหนดนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกเป็นการเพิ่มโอกาสในการสร้างผลกำไร แต่อาจมีความเสี่ยงจากการมีเงินทุนหมุนเวียนไม่เพียงพอต่อการดำเนินงาน และมีสภาพคล่องทางการเงินต่ำ (Hassan et al., 2017; Nazir and Afza, 2009; Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; Deloof, 2003)

1.2 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative or Relaxed Working Capital Investment Policy) นโยบายนี้มีการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนใน

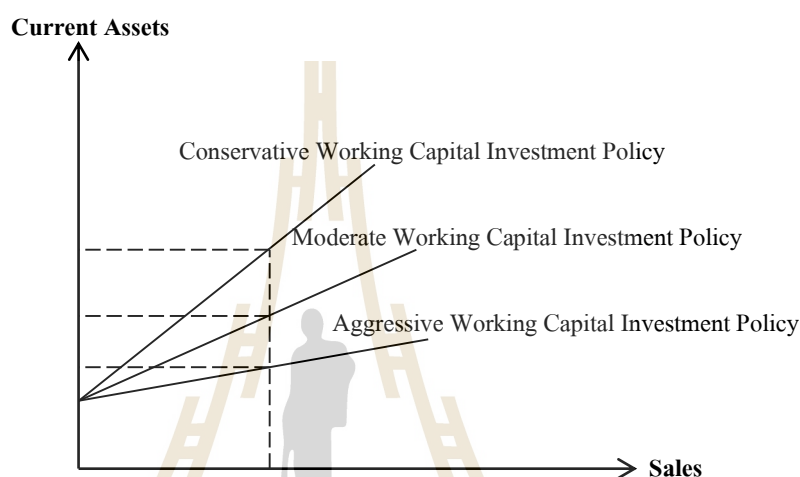
สัดส่วนที่สูง โดยมุ่งเน้นการเพิ่มระดับของเงินสด ลูกหนี้การค้าและสินค้าคงเหลือ ซึ่งมีการกำหนดสินเชื่อทางการค้าให้กับลูกค้าอย่างอิสระเพื่อกระตุ้นยอดขายของกิจการ ทำให้เกิดบัญชีลูกหนี้การค้าเป็นจำนวนมาก รวมทั้งสำรองสินค้าคงเหลือในปริมาณสูงเพื่อมั่นใจว่าจะมีสินค้าเพียงพอต่อความต้องการของลูกค้า และเพื่อป้องกันการหยุดชะงักของการผลิต การมีระดับเงินทุนหมุนเวียนที่สูงจะลดโอกาสในการนำเงินทุนไปลงทุนในกิจกรรมอื่น ๆ เพิ่มเติมเพื่อสร้างรายได้ และอาจต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอกซึ่งมีต้นทุนทางการเงิน ดังนั้น จึงทำให้ลดโอกาสในการสร้างผลกำไร แต่ทำให้กิจการมีความเสี่ยงต่ำในการมีเงินทุนหมุนเวียนที่ไม่เพียงพอต่อการดำเนินงาน ดังนั้น ในทางทฤษฎีจึงสรุปว่าการกำหนดนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมนี้จะลดโอกาสในการสร้างผลกำไร แต่กิจการจะลดความเสี่ยงอันเนื่องมาจากการมีเงินทุนหมุนเวียนที่ไม่เพียงพอต่อการดำเนินงาน และมีสภาพคล่องทางการเงินสูง (Hassan et al., 2017; Nazir and Afza, 2009; Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; Deloof, 2003)

1.3 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง (Moderate or Matching Working Capital Investment Policy) เป็นนโยบายที่มีการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนในสัดส่วนที่พอดีกับความจำเป็นในการใช้เงินทุนหมุนเวียน ทำให้กิจการมีความเสี่ยงและความสามารถในการทำกำไรในระดับปานกลาง (Nazir and Afza, 2009; Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; Deloof, 2003)

การเลือกนโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนที่เหมาะสมกับกิจการต้องพิจารณาลักษณะของธุรกิจของ เนื่องจาก ธุรกิจที่แตกต่างกันอาจมีความต้องการเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกัน อุตสาหกรรมการผลิตจะต้องลงทุนในปริมาณสูงกับวัตถุดิบ สินค้าคงเหลือ และลูกหนี้การค้า ในขณะที่ผู้ค้าปลีกจะมีการจัดเก็บสินค้าจำนวนมากเพื่อจำหน่าย แต่จะมีลูกหนี้การค้าจำนวนน้อย เนื่องจาก ลักษณะของธุรกิจอาจไม่มีการให้สินเชื่อทางการค้ากับลูกค้าเลย ในส่วนของอุตสาหกรรมบริการมีความต้องการในเงินทุนหมุนเวียนต่ำ เนื่องจาก ไม่จำเป็นต้องลงทุนในสินค้าคงเหลือและลูกหนี้การค้าในปริมาณที่สูง (Watson and Head, 2012) โดยนโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนแสดงดังรูปภาพที่ 2.3

สำหรับการวัดนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนสามารถวัดได้โดย อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (Total Current Assets to Total Assets Ratio) (Sudiyatno et al., 2017; Nabi et al., 2016; Mwangi et al., 2014b; Vahid et al., 2012; Nazir and Afza, 2009; Weinraub and Visscher, 1998) การคำนวณอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมมีตัวเลขอยู่ระหว่าง 0-1 โดยอัตราส่วนที่ต่ำ (น้อยกว่า 0.50) แสดงให้เห็นว่ากิจการมีสินทรัพย์หมุนเวียนอยู่ในสัดส่วนที่ต่ำ เมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวม ซึ่งบ่งบอกถึงนโยบายด้านการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนเป็นไปในทางเชิงรุก (Aggressive) ในทางกลับกัน หากสินทรัพย์หมุนเวียนมีสัดส่วนสูง (มากกว่า

0.5) เมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวม แสดงถึงกิจการมีนโยบายด้านการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนเป็นไปในทางอนุรักษ์นิยม (Conservative) (Adam et al., 2017) กล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า ผลการคำนวณที่มีตัวเลขเข้าใกล้ 1 แสดงว่ากิจการมีนโยบายด้านการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนเป็นไปในทางอนุรักษ์นิยม ในขณะที่ ผลการคำนวณที่มีตัวเลขเข้าใกล้ 0 แสดงถึงนโยบายด้านการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนเป็นไปในทางเชิงรุก (Sudiyatno et al., 2017; Javid and Zita, 2014; Mwangi et al., 2014b; Vahid et al., 2012; Nazir and Afza, 2009)



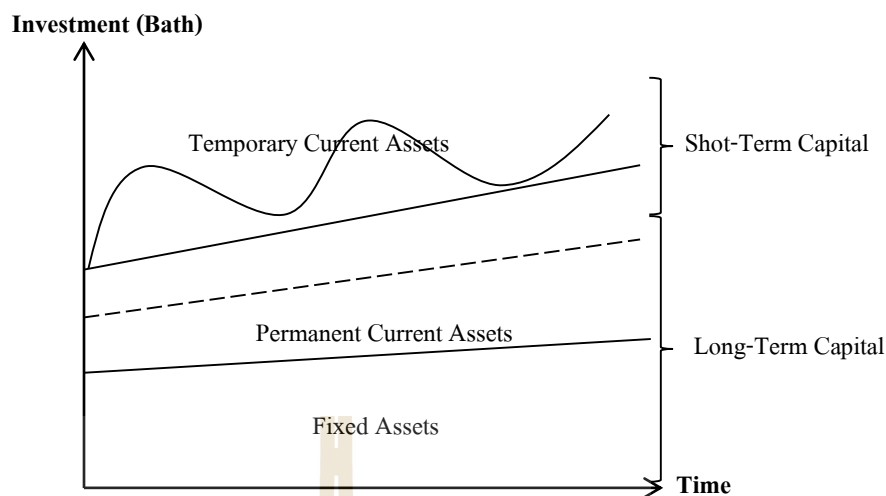
รูปภาพที่ 2.3 นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน

ที่มา : Watson and Head (2012); Brigham and Ehrharat (2002)

## 2. นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Financing Policy)

เป็นการจัดหาแหล่งเงินทุนสำหรับสินทรัพย์หมุนเวียน ซึ่งแบ่งออกเป็น 3 นโยบายย่อย ดังนี้

2.1 นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive or Restricted Working Capital Financing Policy) เป็นการจัดหาเงินทุนมาใช้สำหรับสินทรัพย์หมุนเวียน โดยมีทัศนคติจากผู้บริหารที่ชอบความเสี่ยง เป็นนโยบายที่เน้นการจัดการจัดหาแหล่งเงินทุนสำหรับสินทรัพย์หมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้นซึ่งมีต้นทุนที่ต่ำ โดยเน้นไปที่แหล่งเงินทุนจากเจ้าหนี้การค้าซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่ไม่มีต้นทุนทางการเงิน กิจการจะใช้แหล่งเงินทุนระยะสั้นสำหรับสินทรัพย์หมุนเวียนชั่วคราว (Temporary Current Assets) และใช้สำหรับสินทรัพย์หมุนเวียนถาวร (Permanent Current Assets) บางส่วนหรือทั้งหมด นโยบายนี้มีแนวคิดที่แหล่งเงินทุนระยะสั้นมีดอกเบี้ยหรือต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่าแหล่งเงินทุนระยะยาว แม้จะต้องยอมรับความเสี่ยงที่สูงกว่าในการจ่ายชำระหนี้ที่เร็ว แต่จะทำให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น (Nazir and Afza, 2009; Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; Deloof, 2003) แสดงดังรูปภาพที่ 2.4

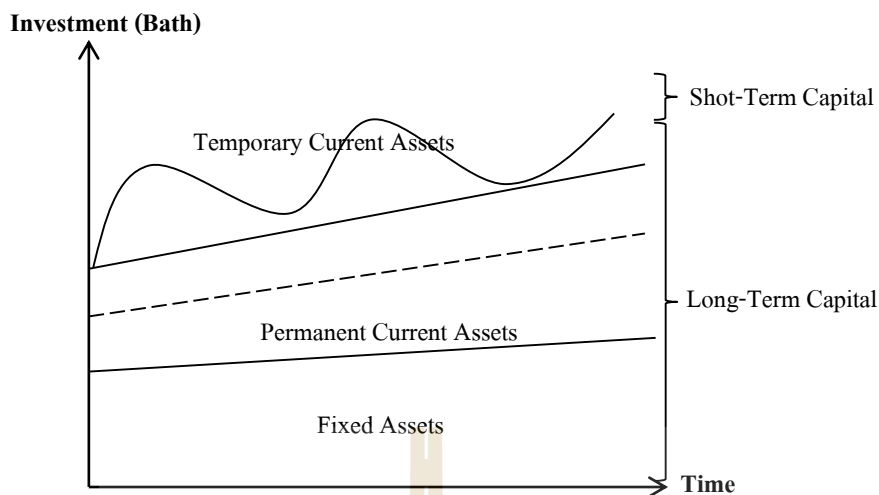


รูปภาพที่ 2.4 นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

ที่มา : Watson and Head (2012); Brigham and Ehrharat (2002)

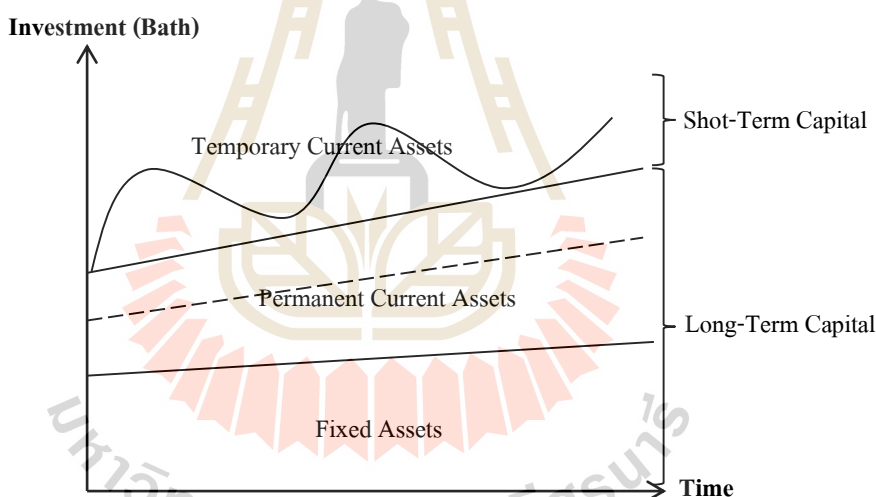
2.2 นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative or Relaxed Working Capital Financing Policy) เป็นการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะยาวเป็นส่วนใหญ่ นโยบายนี้จะลดความเสี่ยงในการชำระหนี้ไม่ทันระยะเวลาที่กำหนด ในขณะที่เดียวกันก็ต้องยอมรับผลตอบแทนที่ต่ำกว่า จากสาเหตุที่แหล่งเงินทุนระยะยาวมีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่า เมื่อเทียบกับแหล่งเงินทุนระยะสั้น จึงทำให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรลดลง โดยมีการจัดหาแหล่งเงินทุนระยะยาวมาใช้ในปริมาณมาก ซึ่งนำบางส่วนของเงินทุนระยะยาวมาลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนชั่วคราว การจัดหาแหล่งเงินทุนดังกล่าวเป็นการจัดหาแหล่งเงินทุนมาใช้ในการลงทุนโดยผู้บริหารที่มีทัศนคติไม่ชอบความเสี่ยง ผู้บริหารจึงได้จัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนระยะยาวเป็นส่วนใหญ่ (Nazir and Afza, 2009; Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; Deloof, 2003) แสดงดังรูปภาพที่ 2.5

2.3 นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง (Moderate or Matching Working Capital Financing Policy) เป็นหลักการบริหารให้มีความสอดคล้องกันระหว่างแหล่งที่มาของเงินทุนและแหล่งที่เงินทุนนั้นถูกใช้ไป กล่าวคือ ใช้เงินทุนระยะสั้นสำหรับสินทรัพย์หมุนเวียนชั่วคราว และใช้เงินทุนระยะยาวสำหรับสินทรัพย์หมุนเวียนถาวรและสินทรัพย์ถาวร จึงทำให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรปานกลาง และความเสี่ยงปานกลาง (Nazir and Afza, 2009; Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; Deloof, 2003) แสดงดังรูปภาพที่ 2.6



รูปภาพที่ 2.5 นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

ที่มา : Watson and Head (2012); Brigham and Ehrharat (2002)



รูปภาพที่ 2.6 นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

ที่มา : Watson and Head (2012); Brigham and Ehrharat (2002)

สำหรับการวัดนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนสามารถวัดได้โดย อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (Total Current Liabilities to Total Assets Ratio) (Sudiyatno et al., 2017; Nabi et al., 2016; Mwangi et al., 2014b; Vahid et al., 2012; Nazir and Afza, 2009; Weinraub and Visscher, 1998) การคำนวณอัตราส่วนดังกล่าวมีตัวเลขอยู่ระหว่าง 0-1 โดยอัตราส่วนที่สูง (มากกว่า 0.5) แสดงว่ากิจการมีสัดส่วนของหนี้สินหมุนเวียนสูง เมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวม แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้นในปริมาณสูง ซึ่ง

บ่งบอกถึงนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่เป็นไปในทางเชิงรุก (Aggressive) ในทางกลับกัน หากกิจการมีอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมต่ำ (น้อยกว่า 0.50) แสดงให้เห็นว่ากิจการมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้นในปริมาณต่ำ ซึ่งบ่งบอกถึงนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนเป็นไปในทางอนุรักษ์นิยม (Conservative) (Adam et al., 2017) กล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่า ผลการคำนวณที่มีตัวเลขเข้าใกล้ 0 แสดงถึงนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนเป็นไปในทางอนุรักษ์นิยม ในขณะที่ ผลการคำนวณที่มีตัวเลขเข้าใกล้ 1 แสดงว่ากิจการมีนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนเป็นไปในทางเชิงรุก (Sudiyatno et al., 2017; Javid and Zita, 2014; Mwangi et al., 2014b; Vahid et al., 2012; Nazir and Afza, 2009)

นโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่กล่าวมาข้างต้นมีความเกี่ยวข้องกับการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และการเลือกแหล่งเงินทุนสำหรับการใช้ในเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งเมื่อพิจารณาร่วมกันจะสามารถกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของกิจการได้ โดยลักษณะการดำเนินงานดังกล่าวมีความเกี่ยวข้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่กล่าวไปให้หัวข้อก่อนหน้านี้ โดยทฤษฎีตัวแทนเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจของกิจการเกี่ยวกับระดับเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งอาจเกี่ยวข้องกับความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ตัวอย่างเช่น ผู้บริหารลดความเสี่ยงของตัวเองในการใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม เนื่องจาก ถ้ากิจการมีปัญหาตำแหน่งของผู้บริหารอาจถูกสั่นคลอน ดังนั้น จึงบริหารเงินทุนหมุนเวียนให้มีสภาพคล่องสูงเพื่อลดความเสี่ยงในการดำเนินงาน แต่อาจมีผลให้ความสามารถในการทำกำไรลดลงและเป็นผลเสียต่อผู้ถือหุ้น (Jensen and Meckling, 1976)

นอกจากนี้ ลักษณะการดำเนินงานของกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนยังเกี่ยวข้องกับทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุน โดยกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจเกี่ยวกับระดับสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนที่เหมาะสม เพื่อกำหนดโครงสร้างของเงินทุนหมุนเวียน โดยการตัดสินใจดังกล่าวสามารถนำแนวทางจากทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนมาช่วยในการตัดสินใจถึงโครงสร้างของเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างเงินทุนมีบริบทที่แตกต่างกันออกไป โดยมีรายละเอียดที่สำคัญ ดังนี้

### 1. ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม

การกำหนดสัดส่วน โครงสร้างของเงินทุนหมุนเวียนให้เหมาะสม เพื่อนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ สามารถอ้างอิงได้จากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade Off Theory) โดยทฤษฎีนี้ถูกเสนอโดย Kraus and Litzenberger (1973) มีแนวคิดจากภายใต้ตลาดที่สมบูรณ์และมีประสิทธิภาพ การจัดหาเงินทุนของกิจการจะไม่มีผลต่อมูลค่าของกิจการ แต่มูลค่าของกิจการจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของกิจการ แต่ตลาดในความเป็น

จริงเป็นตลาดที่ไม่สมบูรณ์ เนื่องจาก มีการเก็บภาษี มีปัญหาต้นทุนทางการเงิน (Financial Distress Problem) และมีปัญหาเรื่องตัวแทน ดังนั้น จึงส่งผลให้การตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนมีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าของกิจการ ทำให้ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมมีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนโดยพิจารณาจากผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้และต้นทุนของหนี้ที่เพิ่มขึ้น โดยกล่าวว่าแต่ละกิจการมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม จะพยายามจัดหาเงินทุนตามโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของกิจการ

ทฤษฎีนี้กล่าวถึงโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายของกิจการ ที่ทำได้โดยการเปรียบเทียบระหว่างผลประโยชน์และต้นทุนจากการจัดหาเงินทุน (Cole, 2013) ซึ่งประโยชน์จากการก่อหนี้สินคือ ดอกเบี้ยจ่ายที่สามารถประหยัดภาษีได้ ส่วนต้นทุนของการมีหนี้สิน คือ ต้นทุนการล้มละลาย (Kim, 1978; Scott, 1977; Kraus and Litzenberger, 1973) ทั้งนี้ กิจการที่มีความมั่นคงจะมีสินทรัพย์ค้ำประกันมาก มีกำไรที่ต้องเสียภาษีมาก และมีอัตราส่วนหนี้สินสูง เนื่องจากกิจการที่มีสินทรัพย์ค้ำประกันมากจะทำให้มีความสามารถก่อหนี้ได้มาก เพราะถ้าการลงทุนที่กู้ยืมเงินไปล้มเหลว เจ้าหนี้จะสามารถเปลี่ยนเอาหลักทรัพย์ค้ำประกันไปแทน ตามทฤษฎีนี้กิจการที่มีกำไรมากจะได้รับประโยชน์จากการประหยัดภาษีโดยการกู้ยืม (Titman and Wessels, 1988)

สำหรับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนสามารถนำทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ในสร้างความสมดุลระหว่างความเสี่ยงและผลการดำเนินงาน หากผู้บริหารเลือกที่จะก่อหนี้ระยะสั้นในปริมาณสูงสำหรับลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน แสดงให้เห็นถึงนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ซึ่งผู้บริหารยอมรับความเสี่ยงที่สูงจากการชำระหนี้ไม่ทันกำหนด แต่มาพร้อมกับผลการดำเนินงานที่สูงขึ้น

## 2. ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory) เสนอโดย Myer (1984) กล่าวว่า กิจการไม่จำเป็นต้องมีสัดส่วน โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม แต่จะรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายปัจจุบัน โดยกิจการจะจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น โดยใช้เงินทุนภายในกิจการก่อน (จากกำไรสะสม) และถ้าเงินทุนที่อยู่ภายในกิจการไม่เพียงพอต่อการลงทุน กิจการจะจัดหาเงินทุนจากภายนอกโดยเลือกหลักทรัพย์ที่มีความปลอดภัยมากที่สุดก่อน คือ การกู้ยืมเงิน และออกหุ้นเพิ่มตามลำดับ เนื่องจาก การใช้เงินทุนภายในจากกำไรสะสมจะใช้เวลาในการดำเนินงานสั้นกว่าการระดมเงินทุนจากภายนอก นอกจากนี้ การอสมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ที่ผู้บริหารจะมีข้อมูลภายในกิจการที่มากกว่านักลงทุน จึงทำให้การประกาศออกหุ้นเพื่อเพิ่มทุนเป็นการตัดสินใจลำดับสุดท้ายสำหรับทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น

Ross (1977) อธิบายว่าหนี้สินเป็นวิธีที่จะเพิ่มความไว้วางใจของนักลงทุนที่มีต่อกิจการมากกว่าการออกหุ้นเพิ่ม ถ้ากิจการระดมเงินทุนโดยการกู้จะเป็นสัญญาณให้ตลาดทราบว่า



กิจการคาดการณ์เพิ่มขึ้นของกระแสเงินสดในอนาคต ดังนั้น ยิ่งระดับหนี้สินมากแสดงถึงความมั่นใจของผู้จัดการที่มีต่อเงินสดในอนาคต แต่ถ้ากิจการจัดหาเงินทุน โดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มสำหรับรองรับโครงการลงทุนใหม่ นักลงทุนจะตีความหมายในเชิงลบ จากการที่นักลงทุนรู้ถึงปัญหาความเหมาะสมของข้อมูลนี้จะลดราคาหลักทรัพย์ทั้งที่ออกใหม่และมีอยู่เดิมเมื่อมีการประกาศเสนอขายหลักทรัพย์ ซึ่งจะทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมเสียผลประโยชน์ ดังนั้นผู้บริหารจึงเลือกเงินทุนจากภายในจากกำไรสะสมก่อน แล้วจึงตามด้วยแหล่งเงินทุนจากภายนอกที่ปลอดภัยมากที่สุดก่อน

ดังนั้น ในกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนตามแนวคิดของทฤษฎีการจัดการเงินทุนตามลำดับขั้น ผู้บริหารจะต่อรองสินเชื่อทางการค้ากับเจ้าหนี้ให้มากขึ้นเพื่อลดการพึ่งพาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนจากภายนอก โดยการใช้นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Palombini and Nakamura, 2011)

## 2.2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับนโยบายเงินทุนหมุนเวียน

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องพบว่ามีการศึกษาถึงนโยบายเงินทุนหมุนเวียนอย่างแพร่หลายในงานวิจัยต่างประเทศ โดยมีทั้งการศึกษาถึงผลกระทบทางตรงที่มีต่อความสามารถในการทำกำไร และผลกระทบทางตรงที่มีต่อมูลค่าตลาด

การศึกษาถึงนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลกระทบทางตรงต่อความสามารถในการทำกำไรมีอย่างแพร่หลายในประเทศปากีสถาน โดยผลการวิจัยเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ในปี 2007 การศึกษาของ Afza and Nazir (2007) ที่ศึกษาทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นอุตสาหกรรมการเงิน ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศปากีสถาน พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงลบกับความสามารถในการทำกำไร ทั้งนี้ได้วัดความสามารถในการทำกำไรด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) และ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) สามารถสรุปได้ว่าการกำหนดนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม จะมีผลกระทบทำให้ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น ผลการศึกษาสอดคล้องกับ Javid and Zita (2014) ที่ศึกษาอุตสาหกรรมซีเมนต์ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศปากีสถาน รวมทั้งสอดคล้องกับ Nazir and Afza (2009) ที่ศึกษาทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นอุตสาหกรรมการเงิน ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศปากีสถาน และการศึกษาของ Raheman et al. (2010) ที่ศึกษาทุกอุตสาหกรรมผลิต ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศปากีสถาน ซึ่งวัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม แสดงให้เห็นว่า ได้ว่าการ

เพิ่มความสามารถในการทำกำไรสำหรับประเทศปากีสถาน สามารถทำได้โดยการกำหนดนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

นอกจากประเทศปากีสถานแล้ว ยังพบว่าประเทศอื่น ๆ ในทวีปเอเชียสามารถเพิ่มความสามารถในการทำกำไรได้โดยการกำหนดนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ดังเช่นงานวิจัยของ Nireesh (2012) ที่ศึกษาอุตสาหกรรมผลิต ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศศรีลังกา พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงลบกับความสามารถในการทำกำไร ทั้งนี้ได้วัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับ Shubiri (2011) ที่ศึกษาในทุกอุตสาหกรรม บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจอร์แดน ที่วัดความสามารถในการทำกำไรด้วย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

การมีนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมใช้เพื่อกระตุ้นยอดขาย ซึ่งจะทำให้มีบัญชีลูกหนี้การค้าและสินค้าคงเหลือในปริมาณสูง (Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007) แนวคิดนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมจากการศึกษาเชิงประจักษ์ที่ผ่านมา แสดงให้เห็นว่าการลดลงของบัญชีลูกหนี้การค้าและสินค้าคงเหลืออาจเป็นอุปสรรคต่อยอดขาย จึงอาจทำให้ลดความสามารถในการทำกำไร อีกทั้ง การพยายามเรียกร้องสินเชื่อทางการค้ากับเจ้าหนี้การค้าเพิ่มขึ้นอาจทำให้สูญเสียส่วนลดเงินสด และนำไปสู่การลดความสามารถในการทำกำไรเช่นกัน (Svensson, 1997) อย่างไรก็ตาม ต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่เพิ่มขึ้น ไม่ควรมากกว่าผลประโยชน์ที่ได้รับจากการกระตุ้นยอดขาย (Deloof, 2003)

สำหรับในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ พบการศึกษาล่าสุดในปี 2017 ของ Sudiyatno et al. ที่ศึกษาผลกระทบของนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร ในอุตสาหกรรมผลิต บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย พบว่า การกำหนดนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม มีผลทำให้บริษัทเพิ่มความสามารถในการทำกำไรซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม โดยจะเน้นการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนในสัดส่วนที่สูง ซึ่งมีการกำหนดสินเชื่อทางการค้าให้กับลูกหนี้การค้าอย่างอิสระเพื่อกระตุ้นยอดขายของกิจการ รวมทั้งสำรองสินค้าคงเหลือในปริมาณสูงเพื่อมั่นใจว่าจะมีสินค้าเพียงพอต่อความต้องการของลูกค้า และมีการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะยาวเป็นส่วนใหญ่ เพื่อลดความเสี่ยงในการชำระหนี้ไม่ทันระยะเวลาที่กำหนด ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศมาเลเซียของ Mohamad and Saad (2010)

นอกจากนี้ยังมีผลการศึกษาที่พบว่านโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร โดยวัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งหมายความว่ากำหนัดนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมและนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก จะทำให้กิจการมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น โดยเน้นการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนในสัดส่วนที่สูงเพื่อกระตุ้นยอดขายของกิจการ และเน้นการจัดการแหล่งเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้นซึ่งมีต้นทุนที่ต่ำ ดังเช่นงานวิจัยของ Mwangi et al. (2014a) ซึ่งศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงาน ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศเคนย่า และงานวิจัยของ Mwangi et al. (2014b) ที่ศึกษาถึงผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อผลการดำเนินงาน ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศเคนย่า และยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Niresh (2012) ที่พบว่า การกำหนัดนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมและนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก จะทำให้เพิ่มอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในอุตสาหกรรมผลิต บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศศรีลังกา โดยผลการวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรได้สรุปผลการวิจัยดังตารางที่ 2.1

สำหรับการศึกษาถึงนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลกระทบทางตรงต่อมูลค่าตลาด ผลการวิจัยของ Javid and Zita (2014) ได้สนับสนุนว่านโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีผลทำให้เพิ่มมูลค่าตลาดของอุตสาหกรรมซีเมนต์ ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศปากีสถาน ซึ่งวัดมูลค่าตลาดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q ผลการศึกษเป็นไปในทิศทางเดียวกับการศึกษาในประเทศมาเลเซียของ Mohamad and Saad (2010) ที่พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกกับมูลค่าตลาด และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงลบกับมูลค่าตลาด โดยเน้นการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนในปริมาณที่สูง และจัดหาเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะยาว

นอกจากนี้ ผลการศึกษาในประเทศปากีสถานของ Nazir and Afza (2009) ที่ศึกษาทุกอุตสาหกรรมในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งวัดมูลค่าตลาดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q ได้พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกกับมูลค่าตลาด ซึ่งสอดคล้องกับนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม อย่างไรก็ตามพบผลกระทบเชิงบวกระหว่างนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนและมูลค่าตลาด ซึ่งสอดคล้องกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ผลการศึกษาดังกล่าวแตกต่างกับการศึกษาในอุตสาหกรรมซีเมนต์ ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศปากีสถานของ Javid and

Zita (2014) แต่สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Sabri (2012) ที่สนับสนุนว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกทำให้เพิ่มมูลค่าตลาดในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจอร์แดน

สำหรับการศึกษาที่สอดคล้องกับแนวคิดและทฤษฎีของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่ระบุว่านโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก จะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการเพิ่มขึ้น และเพิ่มมูลค่าตลาดขึ้น ในที่สุด คือการศึกษาของ Shubiri (2011) ที่ศึกษาในทุกอุตสาหกรรม บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจอร์แดน พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงลบกับมูลค่าตลาด และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกกับมูลค่าตลาด ซึ่งวัดมูลค่าตลาดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q ผลการศึกษาสอดคล้องกับการใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก แต่ทั้งนี้ ผลกระทบของนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลเชิงบวกกับมูลค่าตลาดไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยการศึกษาผลกระทบของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อมูลค่าตลาดได้สรุปไว้ในตารางที่ 2.2

ตารางที่ 2.1 สรุปผลการวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร

Researchers	Profitability measure	Investment Policy		Financing Policy		Industry	Country
		Aggressive	Conservative	Aggressive	Conservative		
Sudiyatno et al. (2017)	ROA		/		/	อุตสาหกรรมผลิต	อินโดนีเซีย
Javid and Zita (2014)	ROA, ROE		/		/	อุตสาหกรรมซีเมนต์	ปากีสถาน
Mwangi et al. (2014a)	ROA		/	/		ทุกอุตสาหกรรม (ยกเว้นการเงิน) กลุ่มตัวอย่าง 44 บริษัท	เคนย่า
Mwangi et al. (2014b)	ROA		/	/		ทุกอุตสาหกรรม (ยกเว้นการเงิน) กลุ่มตัวอย่าง 42 บริษัท	เคนย่า
Nireesh (2012)	ROA		/	/	/	อุตสาหกรรมผลิต	ปากีสถาน
	ROE		/	/	/		
Shubiri (2011)	ROA, ROE		/		/	ทุกอุตสาหกรรม	จอร์แดน
Mohamad and Saad (2010)	ROA, ROIC		/		/	ทุกอุตสาหกรรม	มาเลเซีย
Raheman et al. (2010)	ROA		/		/	อุตสาหกรรมผลิต	ปากีสถาน
Nazir and Afza (2009)	ROA		/		/	ทุกอุตสาหกรรม (ยกเว้นการเงิน)	ปากีสถาน
Afza and Nazir (2007)	ROA, ROE		/		/	ทุกอุตสาหกรรม (ยกเว้นการเงิน)	ปากีสถาน

หมายเหตุ: ทุกงานวิจัยศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ตารางที่ 2.2 สรุปผลการวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อมูลค่าตลาด (วัดโดย Tobin's Q)

Researchers	Investment Policy		Financing Policy		Industry	Country
	Aggressive	Conservative	Aggressive	Conservative		
Javid and Zita (2014)		/		/	อุตสาหกรรมซีเมนต์	ปากีสถาน
Sabri (2012)		/	/		อุตสาหกรรมผลิต	จอร์แดน
Shubiri (2011)	/		/		ทุกอุตสาหกรรม	จอร์แดน
Mohamad and Saad (2010)		/		/	ทุกอุตสาหกรรม	มาเลเซีย
Nazir and Afza (2009)		/	/		ทุกอุตสาหกรรม (ยกเว้นการเงิน)	ปากีสถาน

หมายเหตุ: ทุ้งงานวิจัยศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาซึ่งแสดงรายละเอียดดังตารางที่ 2.1 และ 2.2 พบว่ามีการศึกษาถึงผลกระทบของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนทั้งนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน ที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ (ความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าตลาด) มาอย่างต่อเนื่องในหลากหลายประเทศ เช่น ประเทศปากีสถาน ศรีลังกา จอร์แดน เคนยา มาเลเซีย เป็นต้น แต่อย่างไรก็ตาม ยังไม่พบการศึกษาถึงนโยบายเงินทุนหมุนเวียนในประเทศไทย ทั้งนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน ที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการทั้งความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าตลาด ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้รวบรวมจากบทความวิจัยที่ตีพิมพ์ในช่วง ค.ศ. 2007-2018 จากฐานข้อมูล Emerald Insight, Science Direct, ThaiLIS, และ Thai Journals Online

จึงเกิดคำถามการวิจัยว่า ในบริบทของประเทศไทยนั้น ควรเลือกนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบใดเพื่อเพิ่มผลการดำเนินงานของกิจการ ทำให้การศึกษาค้นคว้านี้ต้องการวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการในบริบทของประเทศไทย และกำหนดทิศทางการสัมพันธ์ของสมมติฐานตามทฤษฎีนโยบายเงินทุนหมุนเวียน คือ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกและนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ จึงเป็นที่มาของสมมติฐานดังนี้

H8 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร

H9 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อมูลค่าตลาด

H10 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

H11 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร

H12 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด

H13 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลของการศึกษาในอดีตถึงนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร และการศึกษาถึงนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อมูลค่าตลาดในการศึกษาที่ผ่านมา ได้เน้นการวิเคราะห์ผลด้วยการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) โดยแยกประเภทนโยบายเงินทุนหมุนเวียนออกเป็นสองประเภทย่อย คือ นโยบายแบบเชิงรุก และนโยบายแบบอนุรักษ์นิยม ซึ่งใช้ทิศทางความสัมพันธ์เป็นตัวแบ่งประเภทของนโยบาย โดยนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน หากส่งผลกระทบต่อเชิงบวกกับผลการดำเนินงาน (ความสามารถ

ในการทำกำไรและมูลค่าตลาด) หมายความว่าอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมในสัดส่วนที่สูงจะทำให้ผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นเหตุมาจากการมีการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนสูง (เมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวม) ทำให้แสดงว่ากิจการมีนโยบายด้านการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนเป็นไปในทางอนุรักษ์นิยม ในทางกลับกัน หากนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน จะแสดงให้เห็นว่ากิจการมีนโยบายด้านการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนเป็นไปในทางเชิงรุก สำหรับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนหากส่งผลกระทบต่อเชิงบวกกับผลการดำเนินงาน หมายความว่าอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในสัดส่วนที่สูงจะทำให้ผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นเหตุมาจากการมีแหล่งเงินทุนระยะสั้นที่สูง แสดงว่ากิจการมีนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนเป็นไปในทางเชิงรุก ในทางกลับกันหากนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน จะแสดงให้เห็นว่ากิจการมีนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนเป็นไปในทางอนุรักษ์นิยม (Sudiyatno et al., 2017; Javid and Zita, 2014; Mwangi et al., 2014b; Shubiri, 2011; Mohamad and Saad, 2010; Nazir and Afza, 2009; Afza and Nazir, 2007)

ทั้งนี้ จึงเป็นข้อจำกัดว่าการวิเคราะห์ผลด้วยการวิเคราะห์การถดถอยจะสามารถแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียนได้เพียง 2 นโยบายย่อย (นโยบายแบบเชิงรุกและแบบอนุรักษ์นิยม) ในขณะที่ทฤษฎีนโยบายเงินทุนหมุนเวียนสามารถแบ่งนโยบายย่อยออกเป็น 3 นโยบาย (นโยบายแบบเชิงรุก แบบปานกลาง และแบบอนุรักษ์นิยม) ซึ่งได้มีงานวิจัยที่ใช้การวิเคราะห์สถิติด้วย One - Sample T Test ในการแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียนออกเป็น 3 นโยบายย่อย ซึ่งจะกล่าวในหัวข้อต่อไป

### 2.2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียนและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน

จากนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่สามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภทคือ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็นนโยบายย่อยได้ 3 นโยบาย คือ นโยบายแบบเชิงรุก นโยบายแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายแบบปานกลาง ซึ่งได้รับการศึกษาอย่างกว้างขวางในการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินทุนหมุนเวียนและผลการดำเนินงานของกิจการ ด้วยการวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) ซึ่งสามารถวิเคราะห์ถึงนโยบายที่ส่งผลให้ผลการดำเนินงานสูงขึ้นด้วยการตรวจสอบทิศทางความสัมพันธ์ของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อผลการดำเนินงาน ทั้งนี้ จึงมีข้อจำกัดในการวิเคราะห์ผลคือ สามารถให้ผลการวิเคราะห์เพียงแค่ 2 นโยบายย่อยของเงินทุนหมุนเวียน คือ นโยบายแบบเชิงรุก และนโยบายแบบอนุรักษ์นิยม ซึ่งในปี 2015 การศึกษาของ Maswadeh ได้ศึกษา



ถึงการเลือกใช้นโยบายเงินทุนหมุนเวียน โดยใช้ One - Sample T Test ในการแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งเป็นสถิติสำหรับการเปรียบเทียบข้อมูล 1 กลุ่ม กับค่าที่เป็นมาตรฐานที่กำหนด โดยอัตราส่วนที่เกี่ยวข้องกับนโยบายเงินทุนหมุนเวียนจะมีตัวเลขระหว่าง 0 - 1 จึงควรกำหนดให้ 0.5 เป็นค่ามาตรฐาน (ในทางทฤษฎีคือค่านโยบายแบบปานกลาง) ที่กำหนดเพื่อแบ่งนโยบาย (Adam et al., 2017) โดยมีเกณฑ์การวัดดังนี้

1) อัตราส่วนที่ต่ำกว่าค่ามาตรฐาน และมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน สามารถกำหนดให้เป็น นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

2) อัตราส่วนที่สูงกว่าค่ามาตรฐาน และมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน สามารถกำหนดให้เป็น นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

3) อัตราส่วนที่ไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน สามารถกำหนดให้เป็น นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

การแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียนดังกล่าว จึงเกิดคำถามการวิจัยว่าเมื่อแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียนออกเป็น 3 นโยบายย่อยนั้น นโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการแตกต่างกันหรือไม่ ซึ่งในปัจจุบันยังไม่พบงานวิจัยที่ศึกษาถึงการเลือกนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานที่แตกต่างกัน จึงเป็นที่มาของสมมติฐานดังนี้

H2 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร

H3 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อมูลค่าตลาด

H4 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร

H5 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อมูลค่าตลาด

นอกจากนี้ ในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนนั้น การกำหนดนโยบายเงินทุนหมุนเวียนจำเป็นต้องกำหนดนโยบายควบคู่กันทั้งนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน เนื่องจาก ทั้งสองนโยบายนี้เกี่ยวข้องกับการกำหนดระดับของสินทรัพย์หมุนเวียน และการจัดหาเงินทุนสำหรับสินทรัพย์หมุนเวียน ซึ่งจำเป็นต้องพิจารณาทั้งสองนโยบายควบคู่กันเพื่อกำหนดเป็นกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมกับกิจการ เพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไร และเพิ่มมูลค่าตลาดของกิจการในที่สุด (Jedrzejczak-Gas 2017; Koh et al., 2014)

ที่ผ่านมาได้พบการศึกษาถึงการพิจารณาโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน เพื่อกำหนดเป็นกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ของ Jedrzejczak-Gas (2017) และ Hassani and Tavosi (2014) โดย Hassani and Tavosi (2014) กล่าวว่า การแบ่งกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน จะพิจารณาร่วมกันระหว่างนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งแบ่งออกเป็น 3 กลยุทธ์ คือ กลยุทธ์แบบเชิงรุก (Aggressive) กลยุทธ์แบบปานกลาง (Moderate) และกลยุทธ์แบบอนุรักษ์นิยม (Conservative) ทั้งนี้ กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง (Moderate Working Capital Management Strategies: MWS) มี 3 รูปแบบ คือ

- 1) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง
- 2) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม
- 3) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

ดังนั้น หากประยุกต์แนวคิดของ Hassani and Tavosi (2014) เพื่อกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive Working Capital Management Strategies: AWS) และกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative Working Capital Management Strategies: CWS) สามารถแบ่งได้ ดังนี้

กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (AWS) มี 3 รูปแบบ คือ

- 1) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก
- 2) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง
- 3) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (CWS) มี 3 รูปแบบ คือ

- 1) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม
- 2) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม
- 3) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

สำหรับ Jedrzejczak-Gas (2017) ได้ศึกษาถึงการกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนในอุตสาหกรรมก่อสร้าง ประเทศโปแลนด์ โดยแบ่งกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนออกเป็น 9 รูปแบบ ซึ่งเป็นการกำหนดนโยบายลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน ออกมาเป็นกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเช่นเดียวกับ Hassani and Tavosi (2014) ดังตารางที่ 2.3

ตารางที่ 2.3 รูปแบบของกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน

		Working Capital Financing Policy		
		Aggressive	Moderate	Conservative
Working Capital	Aggressive	AA	AM	AC
	Moderate	MA	MM	MC
	Conservative	CA	CM	CC

ที่มา : Jedrzejczak-Gas (2017)

ผลการศึกษาของ Jedrzejczak-Gas (2017) พบว่า อุตสาหกรรมก่อสร้างในประเทศโปแลนด์มีการกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบ MA มากที่สุด ซึ่งเป็นนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางคู่กับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก รองลงมาคือกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบ AA ซึ่งเป็นนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกคู่กับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ในขณะที่ไม่มีบริษัทใดในอุตสาหกรรมก่อสร้าง ประเทศโปแลนด์ เลือกใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบ CM แบบ MM ทั้งนี้ ผลการศึกษานี้เป็นลักษณะการสรุปว่าบริษัทในอุตสาหกรรมก่อสร้าง ประเทศโปแลนด์ มีการกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบใด แต่ยังไม่พบการศึกษาที่ศึกษาต่อว่าจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร รวมทั้งมูลค่าตลาดอย่างไร จึงเกิดคำถามการวิจัยคือ เมื่อมีการจับคู่กับนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนเพื่อพิจารณาว่าร่วมกัน จะส่งผลให้เกิดผลการดำเนินงานที่แตกต่างกันหรือไม่ และเป็นที่มาของสมมติฐานดังนี้

H6 กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร

H7 กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลกระทบต่อมูลค่าตลาด

## 2.3 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน

การบริหารเงินทุนหมุนเวียน เป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างหนึ่งของธุรกิจ นอกจากผู้บริหารทางการเงินควรพิจารณาถึงนโยบายเงินทุนหมุนเวียนเพื่อกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ผู้บริหารยังต้องตรวจสอบวิธีการบริหารเงินทุนหมุนเวียนว่ากิจการมีการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพหรือไม่ (Jedrzejszak-Gas, 2017; Jingmeng, 2013) ซึ่งสามารถตรวจสอบได้โดยตัวบ่งชี้ต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียน

ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Management Indicators) เกี่ยวข้องกับการบริหารสภาพคล่องของกิจการ โดยในการวัดสภาพคล่องแบบดั้งเดิมใช้การวัดด้วยอัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงิน (Liquidity Ratios) ซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio) อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio) และอัตราส่วนเงินสด (Cash Ratio) (Shim and Siegel, 2007) แต่นักวิชาการด้านการเงินได้มีข้อถกเถียงกันว่า การใช้อัตราส่วนดังกล่าวในการวัดสภาพคล่องจะสะท้อนเพียงแค่สภาพคล่องในลักษณะแบบคงที่ ซึ่งสะท้อนว่ากิจการมีความสามารถในการจ่ายภาระผูกพันทางการเงินระยะสั้นได้หรือไม่ แต่การที่มีความสามารถในการจ่ายภาระผูกพันทางการเงินระยะสั้นได้อย่างมีประสิทธิภาพ ไม่ได้สะท้อนว่ากิจการมีกระแสเงินสดเพียงพอต่อความต้องการ ซึ่งหากกิจการมีกระแสเงินสดไม่เพียงพอต่อความต้องการในเงินทุนหมุนเวียน จะทำให้กิจการต้องวางแผนเพื่อจัดหาเงินสดมาใช้ในการดำเนินงานเพิ่มเติม และเพื่อสนับสนุนการตรวจสอบสภาพคล่องในมุมมองของความพร้อมใช้งานของเงินสด จึงมีการวัดสภาพคล่องในส่วนของ การวัดกระแสเงินสดของเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งจะเชื่อมโยงกับการวิเคราะห์ด้วยวงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle : CCC) (Watson and Head, 2012 ; Gentryet, Vaidyanathan and Wai, 1990 ; Richard and Laughlin, 1980 ; Gitman, 1974) ทั้งนี้ Brealey, Myers and Marcus (2011) เสนอว่าการวิเคราะห์อัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงินเป็นตัวบ่งชี้ที่ดีของการบริหารสัดส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน ในขณะที่วงจรเงินสดถือเป็นตัวบ่งชี้ที่ดีในการตรวจสอบความเพียงพอในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน

ทำให้ผู้บริหารอาจใช้เกณฑ์ที่แตกต่างกันในการตรวจสอบวิธีการบริหารเงินทุนหมุนเวียน หรือใช้ทั้งสองเกณฑ์ควบคู่กัน โดยเกณฑ์การตรวจสอบสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ 1) ตรวจสอบการบริหารโครงสร้างของเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งเป็นการบริหารสัดส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน และ 2) ตรวจสอบกระแสเงินสดสำหรับเงินทุนหมุนเวียน (Abiodun and Samuel, 2014) จึงทำให้ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนสามารถแบ่งออกเป็น 2 ประเภท คือ 1) ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ (Statically) เป็นเครื่องมือที่ช่วยประเมินสภาพคล่องของกิจการ สำหรับพิจารณาถึงความสามารถในการจ่ายภาระผูกพันทางการเงินระยะสั้น และการลงทุนที่ไม่จำเป็น ในเงินทุนหมุนเวียน (Paramasivan and Subramanian, 2012)

และ 2) ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต (Dynamically) เป็นเครื่องมือที่ช่วยพิจารณาว่ากิจการมีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะยังคงดำเนินธุรกิจตามปกติหรือไม่ (Tuffour and Boateng, 2017; Hassan, 2017; Moss and Stine, 1993 ; Pass and Pike 1984)

### 2.3.1 แนวคิด ทฤษฎี เกี่ยวกับตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่

การสร้างสมดุลที่เหมาะสมระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนเป็นส่วนหนึ่งที่สามารถเพิ่มความสามารถในการทำกำไรให้กิจการ ซึ่งเมื่อกิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่มีประสิทธิภาพ จะนำไปสู่การเพิ่มความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น และเพิ่มมูลค่าตลาดในที่สุด (Uchenna, David and Ibe, 2012) โดยระดับของสินทรัพย์หมุนเวียนเป็นปัจจัยสำคัญในการดำรงสภาพคล่องของกิจการ กิจการต้องมีสินทรัพย์หมุนเวียนที่เพียงพอเพื่อตอบสนองความต้องการในระยะสั้น และสามารถจ่ายชำระภาระผูกพันระยะสั้นได้ตามกำหนด (Watson and Head, 2012)

ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ เป็นการตรวจสอบความสมดุลระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน ซึ่งเป็นการตรวจสอบเงินทุนหมุนเวียน ณ จุดใดจุดหนึ่งของเวลา โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินเพื่อใช้ในการตรวจสอบเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ การถือครองสินทรัพย์หมุนเวียนในสัดส่วนที่สูงกว่าหนี้สินหมุนเวียน จะทำให้กิจการมีสภาพคล่องในการดำเนินงาน แต่การถือครองสินทรัพย์หมุนเวียนที่มากเกินไปจนเกินไป จะทำให้เงินลงทุนจมอยู่กับเงินทุนหมุนเวียน และขาดโอกาสในการนำเงินลงทุนไปลงทุนในโครงการอื่น ๆ เพื่อสร้างผลกำไรที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่การถือครองสินทรัพย์หมุนเวียนในปริมาณที่มากเกินไป อาจส่งผลให้เกิดการขาดแคลนเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินงาน และทำให้กิจการไม่สามารถดำเนินงานได้ตามปกติ (Raheman and Nasr 2007) ตัวบ่งชี้เงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่จึงเป็นเครื่องมือที่ช่วยประเมินสภาพคล่องของกิจการ สำหรับพิจารณาถึงความสามารถในการจ่ายชำระผูกพันทางการเงินระยะสั้น และการลงทุนที่ไม่จำเป็นในเงินทุนหมุนเวียน (Tuffour and Boateng, 2017; Abiodun and Samuel, 2014; Paramasivan and Subramanian, 2012) ทั้งนี้ ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ สามารถวัดได้โดยอัตราส่วนทางการเงิน ดังนี้ (Emery, 1984; Soenen, 1993)

1) อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio) เป็นอัตราส่วนที่ใช้ชี้วัดสภาพคล่องของกิจการ โดยการนำเงินลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนทั้งหมดมาเปรียบเทียบกับหนี้สินหมุนเวียน (Abiodun and Samuel, 2014) อัตราส่วนนี้จะทำให้เข้าใจถึงสภาพคล่องในการดำเนินธุรกิจ จากการแสดงออกถึงความสัมพันธ์ระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน โดยอัตราส่วนที่มากกว่า 1 แสดงให้เห็นว่ากิจการมีสภาพคล่องทางการเงิน และมีความสามารถในการจ่ายชำระผูกพันทางการเงินระยะสั้น แต่ถ้าอัตราส่วนสูงเกินไปอาจบ่งบอกถึงการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่เกินความจำเป็น ในขณะที่อัตราส่วนที่น้อยกว่า 1 แสดงให้เห็นว่ากิจการขาดสภาพคล่องทาง

การเงิน และอาจนำไปสู่การไม่สามารถจ่ายภาระผูกพันระยะสั้นได้ตามกำหนด (Paramasivan and Subramanian, 2012) อัตราส่วนทุนหมุนเวียนจะแสดงฐานะเงินทุนหมุนเวียนของกิจการในช่วงเวลา ในเวลาหนึ่ง ณ วันที่ในงบแสดงฐานะการเงิน (Nilsson, Nordvall and Isberg, 2010) สามารถ คำนวณได้ดังนี้

$$\text{อัตราส่วนทุนหมุนเวียน} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

2) อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio) เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดสภาพคล่อง ที่แสดงสภาพคล่องที่แท้จริงของกิจการ อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วบ่งบอกว่าสินทรัพย์หมุนเวียนที่ สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้เร็ว จะเพียงพอต่อการจ่ายภาระผูกพันทางการเงินระยะสั้นได้ทันเวลา หรือไม่ ดังนั้นอัตราส่วนนี้จึงหักรายการสินค้าคงเหลือออก โดยสินค้าคงเหลือไม่มีระยะเวลาที่ แน่นอนว่าจะขายออกไปได้ในระยะเวลาสั้นเพียงใด และหากขายเป็นเงินเชื่อจะต้องรอการชำระ หนี้จากลูกหนี้การค้า ทำให้สินค้าคงเหลือมีสภาพคล่องต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับสินทรัพย์หมุนเวียน รายการอื่น (เช่น เงินสด ลูกหนี้การค้า) (Ross et al. 2009) โดยอัตราส่วนที่มากกว่า 1 แสดงให้เห็น ว่ากิจการมีสภาพคล่องทางการเงิน (Abiodun and Samuel, 2014; Paramasivan and Subramanian, 2012) และเป็น การแสดงฐานะเงินทุนหมุนเวียนของกิจการในช่วงเวลาในเวลาหนึ่ง ณ วันที่ในงบ แสดงฐานะการเงินเช่นเดียวกับอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Nilsson et al., 2010) สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน} - \text{สินค้าคงเหลือ}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

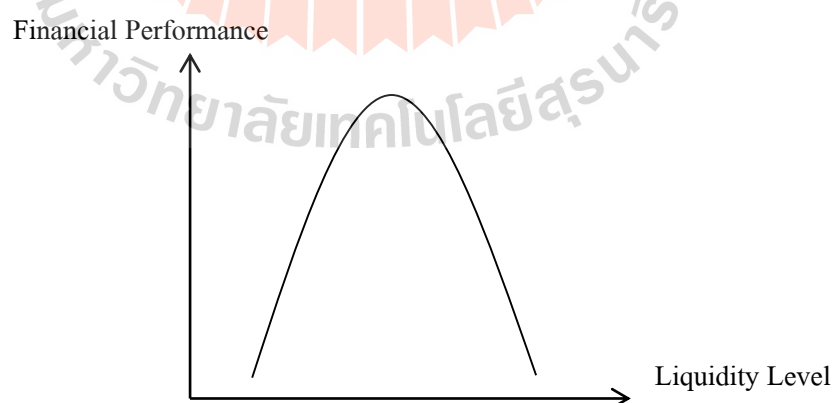
3) อัตราส่วนเงินสด (Cash Ratio) เป็นอัตราส่วนที่ใช้วิเคราะห์สภาพคล่องของ กิจการที่ตั้งอยู่บนหลักความระมัดระวังที่สุด โดยวัดความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ระยะสั้นด้วย เงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด โดยอัตราส่วนที่มากกว่า 1 แสดงให้เห็นว่ากิจการ มีสภาพคล่องทางการเงิน และกิจการสามารถจ่ายหนี้สินหมุนเวียนทั้งหมดได้ในทันที แต่หาก อัตราส่วนมีค่าสูงเกินไปอาจหมายถึงกิจการถือเงินสดไว้มากเกินความต้องการของกิจการ (White, Sondhi and Fried, 1998) สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{อัตราส่วนเงินสด} = \frac{\text{เงินสด} + \text{หลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

ในทางทฤษฎีด้านการบริหารเงินทุนหมุนเวียนสนับสนุนว่าการเพิ่มผลการ ดำเนินงานของกิจการทำได้โดยการถือครองสินทรัพย์หมุนเวียนในปริมาณที่ต่ำ (เมื่อเทียบกับ หนี้สินหมุนเวียน) โดยเฉพาะสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีสภาพคล่องต่ำ เช่น ลูกหนี้การค้า สินค้า

คงเหลือ ซึ่งหมายความว่าสภาพคล่องที่ต่ำจะนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น เนื่องจาก การรักษา ระดับของลูกหนี้การค้าให้น้อยที่สุดจะสามารถนำเงินจากการลงทุนในลูกหนี้การค้าไปลงทุนใน ด้านอื่น ๆ เพื่อเพิ่มรายได้ อีกทั้งการรักษา ระดับของสินค้าคงเหลือให้อยู่ในปริมาณต่ำ จะทำให้ลด ต้นทุนต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการถือครองสินค้าคงเหลือ เช่น ต้นทุนการจัดเก็บสินค้าคงเหลือ ต้นทุน การประกันสินค้า ซึ่งจะเปิดโอกาสในการเพิ่มผลการดำเนินงานของกิจการ นอกจากนี้ การมีสภาพ คล่องที่ต่ำอาจทำได้โดยการเพิ่มปริมาณเจ้าหนี้การค้า ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่ไม่มีต้นทุนทางการเงิน หรือมีต้นทุนทางการเงินน้อยมาก และมีความยืดหยุ่นสูง ทำให้กิจการที่มีเจ้าหนี้การค้าในปริมาณสูง สามารถลดต้นทุนจากการกู้ยืมระยะสั้นในกรณีที่มีเงินทุนหมุนเวียนไม่เพียงพอ ทำให้กิจการมีผล การดำเนินงานเพิ่มขึ้น (Deloof, 2003; Svensson, 1997; Kim and Chung, 1990 )

ทั้งนี้ ได้มีข้อถกเถียงถึงตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ว่า การ บริหารสภาพคล่องให้ต่ำอาจไม่เป็นแนวทางที่ดีเสมอไปในการเพิ่มผลการดำเนินงาน กิจการควรร ะมัดระวังสัดส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนให้เหมาะสมกับลักษณะของกิจการ ตัวอย่างเช่น อุตสาหกรรมการผลิตอาจต้องการสภาพคล่องที่สูง เนื่องจาก มีความต้องการเงินทุน หมุนเวียนในปริมาณสูงจากการลงทุนในกระบวนการผลิตสินค้า ซึ่งต้องมีการลงทุนสำหรับการถือ ครองวัตถุดิบ งานระหว่างผลิต และสินค้าสำเร็จรูป รวมทั้งลงทุนในลูกหนี้สำหรับการให้สินเชื่อ การค้าแก่ลูกค้า ในขณะที่อุตสาหกรรมบริการไม่มีความจำเป็นในการลงทุนในลูกหนี้การค้าและ สินค้าคงเหลือมากเท่ากับอุตสาหกรรมการผลิต ดังนั้น สิ่งสำคัญคือกิจการต้องมีการวางแผนและ ควบคุมสัดส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนให้เหมาะสมกับความต้องการของ เงินทุนหมุนเวียน ดังรูปภาพที่ 2.7



รูปภาพที่ 2.7 ระดับของสภาพคล่องและผลการดำเนินงานทางการเงิน

ที่มา : Michalski (2010)

การมีสภาพคล่องทางการเงินที่สูงเกินความต้องการในเงินทุนหมุนเวียน เกิดจากการถือครองสินทรัพย์หมุนเวียนมากเกินไป ทำให้เงินทุนถูกผูกไว้กับสินทรัพย์หมุนเวียนจำนวนมาก และขาดโอกาสในการทำเงินทุนไปลงทุนในกิจกรรมอื่น ๆ เพื่อสร้างรายได้ จึงส่งผลให้ลดความสามารถในการทำกำไรของกิจการ และในที่สุดอาจลดมูลค่าตลาดของกิจการ ในขณะที่การถือครองสินทรัพย์หมุนเวียนที่น้อยเกินไปจะไม่เพียงพอต่อความต้องการในเงินทุนหมุนเวียน จะส่งผลให้ขาดแคลนเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งเป็นความล้มเหลวของกิจการในการวางแผนและควบคุมกิจกรรมการสร้างรายได้ ทำให้ลดประสิทธิภาพของผลการดำเนินงาน (Abiodun and Samuel, 2014; Ranjith, 2008; Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; VanHorne and Wachowicz, 2008) ทำให้การบริหารสัดส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนถูกฝังลงในยุทธศาสตร์ของกิจการ เพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไร และเพื่อสร้างมูลค่าตลาดเพื่อสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น (Raheman and Nasr, 2007)

### 2.3.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่

แม้ในทางทฤษฎีด้านการบริหารเงินทุนหมุนเวียนสนับสนุนว่าการเพิ่มผลการดำเนินงานของกิจการทำได้โดยการถือครองสินทรัพย์หมุนเวียนในปริมาณที่ต่ำ (เมื่อเทียบกับหนี้สินหมุนเวียน) ซึ่งหมายความว่ากิจการที่มีสภาพคล่องต่ำกว่าจะนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่สูงกว่า แต่หลักฐานเชิงประจักษ์ในการศึกษาถึงตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ที่มีผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการมีการศึกษาทั้งที่สนับสนุนทฤษฎี และขัดแย้งกับทฤษฎี

การศึกษาของ Eljelly (2004) ศึกษาถึงการรักษาสสมดุล (Trade Off) ระหว่างสภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไร โดยศึกษาในทุกอุตสาหกรรม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศซาอุดีอาระเบีย ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดโดยอัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin) แสดงให้เห็นว่าการบริหารสภาพคล่องให้สูงจะนำไปสู่ผลกำไรที่เพิ่มขึ้น หลักฐานเชิงประจักษ์ดังกล่าวสนับสนุนแนวคิดการกระตุ้นยอดขายโดยการลงทุนกับลูกค้าในปริมาณสูง รวมทั้งสำรองสินค้าคงเหลือในปริมาณสูงเพื่อมั่นใจว่าจะมีสินค้าเพียงพอต่อความต้องการของลูกค้า และเกิดการประหยัดต่อขนาดในการสั่งวัตถุดิบหรือสินค้าสำเร็จรูปมาในปริมาณที่สูง ซึ่งจะนำไปสู่การเพิ่มความสามารถในการทำกำไร (Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; Deloof, 2003) ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับ Kumaraswamy (2016) ที่ศึกษาอุตสาหกรรมซีเมนต์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์จากกลุ่มประเทศ Gulf Cooperation Council ที่พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกกับอัตรากำไรจากการดำเนินงาน แต่การศึกษาดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ



สำหรับการศึกษาที่วัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ของ Shrivastava et al. (2017) ที่ศึกษาถึงการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินเดีย โดยศึกษาทุกอุตสาหกรรมยกเว้นอุตสาหกรรมการเงิน ผลการศึกษาสนับสนุนว่าการบริหารสภาพคล่องที่สูงจะทำให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Ismail (2016) Zill-e-Huma and Shah (2015) และ Azam and Haider (2011) ซึ่งศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศปากีสถาน พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แอฟริกาตะวันออกของ Marobhe (2014) ที่พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อีกทั้ง การศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แอฟริกาตะวันออกของ Omesa et al. (2013) ได้ให้การสนับสนุนว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Akoto, Awunyo-Vitor and Angmor (2013) ซึ่งทำการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ประเทศกานา พบว่า การมีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนที่สูงสามารถเพิ่มอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

นอกจากนี้ Song, Liu and Chen (2012) ยังกล่าวไว้ว่า การวัดอัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงิน นอกจากจะให้ความสำคัญกับ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนแล้ว อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว และ อัตราส่วนเงินสด ก็มีความสำคัญกับการวิเคราะห์สภาพคล่องทางการเงินเช่นกัน เนื่องจากเป็นอัตราส่วนที่บ่งบอกว่าสินทรัพย์หมุนเวียนที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้เร็วจะเพียงพอต่อการชำระหนี้สินหมุนเวียนได้ทันเวลาหรือไม่ ทั้งนี้ ได้พบการศึกษาของ Imeokparia (2015) ที่ศึกษาการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไนจีเรีย โดยศึกษาทั้งอัตราส่วนทุนหมุนเวียนและอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว และวัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) และอัตรากำไรสุทธิ (Net Income Margin) ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนและอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ประเทศปากีสถานของ Ismail (2016) ที่วัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ในขณะที่การศึกษาในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มของตลาดหลักทรัพย์ประเทศไนจีเรียของ Eya (2016) พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนและอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และยังพบว่าอัตราส่วนเงินสดมีผลกระทบเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับการศึกษาของ Marobhe (2014) ที่ศึกษาอุตสาหกรรมผลิตในแอฟริกาตะวันออก พบว่า อัตราส่วนเงินสดมีผลกระทบเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับการศึกษาที่สอดคล้องกับแนวคิดทฤษฎีที่กล่าวไว้ว่าเพิ่มผลการดำเนินงานของกิจการทำได้โดยการถือครองสินทรัพย์หมุนเวียนในปริมาณที่ต่ำ ได้พบการศึกษาของ Mohamad and Saad (2010) ที่ศึกษาถึงการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด ในทุกอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (Return on Invested Capital: ROIC) ผลการศึกษาดังกล่าวสนับสนุนว่าการรักษาระดับของลูกหนี้การค้าให้น้อยที่สุดจะสามารถนำเงินจากการลงทุนในลูกหนี้การค้าไปลงทุนในด้านอื่น ๆ เพื่อเพิ่มรายได้ อีกทั้งการรักษาระดับของสินค้าคงเหลือให้อยู่ในปริมาณต่ำจะทำให้ลดต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับการถือครองสินค้าคงเหลือ และเน้นการใช้แหล่งเงินทุนระยะสั้นจากเจ้าหนี้การค้าซึ่งไม่มีต้นทุนทางการเงิน ซึ่งจะเปิดโอกาสในการเพิ่มผลกำไรของกิจการ (DeLoof, 2003; Svensson, 1997; Kim and Chung, 1990) ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศซิมบับเวที่ศึกษาโดย Gachira et al. (2014) ใช้กลุ่มตัวอย่างคือทุกอุตสาหกรรมยกเว้นอุตสาหกรรมการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

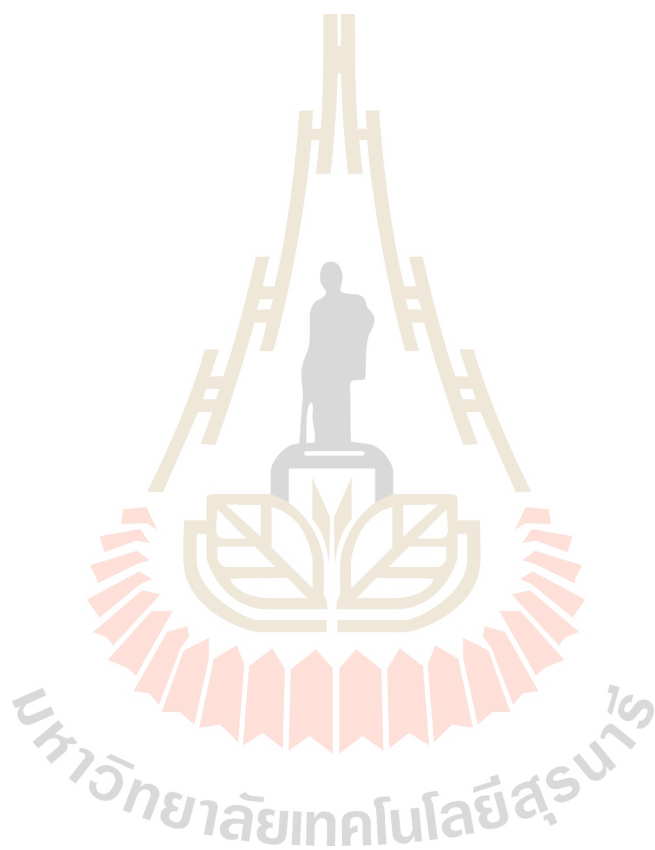
ในการศึกษาผลกระทบของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ที่มีผลต่อมูลค่าตลาดพบว่ายังไม่มีการศึกษาอย่างแพร่หลาย ทั้งนี้ ได้พบการศึกษาของ Mohamad and Saad (2010) ที่ศึกษาถึงการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด ในทุกอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงลบต่อมูลค่าตลาด ซึ่งวัดโดย Tobin's Q แต่ผลการศึกษาดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาซึ่งแสดงดังตารางที่ 2.4 พบว่าการวิเคราะห์อัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงิน พบว่ามีการวัดด้วยอัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว และอัตราส่วนเงินสด การศึกษาครั้งนี้จึงกำหนดให้อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนทุนหมุนเวียน และอัตราส่วนเงินสด เป็นองค์ประกอบของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ นอกจากนี้ยังพบว่ามีการศึกษาถึงผลกระทบของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ซึ่งได้ทดสอบกับตัวแปรตามทั้งความสามารถในการทำกำไรและมูลค่า จึงเกิดคำถามการวิจัยว่าในบริบทของประเทศไทยนั้น ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนจะมีทิศทางความสัมพันธ์ในทิศทางใดกับผลการดำเนินงาน และควรมีการบริหารสัดส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนอย่างไรเพื่อเพิ่มผลการดำเนินงานของกิจการ จึงเป็นที่มาของสมมติฐานดังนี้

H14 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร

H15 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด

H16 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร



ตารางที่ 2.4 สรุปผลการวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่

Researchers	Static working capital indicators			Performance measure	Relationship direction	Company Size	Industry	Country
	Current Ratio	Quick Ratio	Cash Ratio					
Shrivastava et al. (2017)	/			ROA	+	Large	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	อินเดีย
Ahmed et al.(2016)	/	/		ROE, ROIC	-	Large	อุตสาหกรรมยา	ปากีสถาน
Kumaraswamy (2016)	/			OP	+	Large	ซีเมนต์	GCC**
Ismail (2016)	/*	/*	/	ROA	+	Large	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	ปากีสถาน
Eya (2016)	/	/		ROA	+	Large	อาหารและเครื่องดื่ม	ไนจีเรีย
			/		-			
Imeokparia (2015)	/*	/*		GP, NP	+	Large	อาหารและเครื่องดื่ม	ไนจีเรีย
Zill-e-Huma and Shah (2015)	/			ROA, ROE	+	Large	อุตสาหกรรมน้ำมัน	ปากีสถาน
Gachira et al. (2014)	/			ROA	-	Large	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	ซิมบับเว
Marobhe (2014)	/			OP, ROA	+	Large	อาหารและเครื่องดื่ม	ไนจีเรีย
		/	/		-			
Akoto et al. (2013)	/			ROE	+	Large	ทุกอุตสาหกรรม	กานา
Omesa et al.(2013)	/			ROE	+	Large	อุตสาหกรรมผลิต	แอฟริกาตะวันออก
Azam and Haider (2011)	/			ROA	+	Large	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	ปากีสถาน
Mohamad and Saad (2010)	/			ROA, ROIC	-	Large	ทุกอุตสาหกรรม	มาเลเซีย
	/*			TQ				
Eljelly (2004)	/			OP	+	Large	ทุกอุตสาหกรรม	ซาอุดีอาระเบีย

\* ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ \*\* GCC คือ กลุ่มประเทศ Gulf Cooperation Council ประกอบด้วยสมาชิก 6 ประเทศ ได้แก่ ซาอุดีอาระเบีย คูเวต โอมาน สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ กาตาร์ และบาห์เรน

### 2.3.3 แนวคิด ทฤษฎี เกี่ยวกับตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต เกี่ยวข้องกับการพิจารณาว่ากิจการมีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะยังคงดำเนินธุรกิจตามปกติหรือไม่ และมีการหมุนเวียนเงินสดได้ทันเวลาในการชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้การค้าหรือไม่ (Tuffour and Boateng, 2017; Hassan, 2017; Nia et al., 2012; Moss and Stine, 1993 ; Pass and Pike 1984) โดยเป็นการจัดการโดยตรงกับ เงินสด ลูกหนี้การค้า สินค้าคงคลัง เจ้าหนี้การค้า ซึ่งเป็นส่วนสำคัญของเงินทุนหมุนเวียน (Jingmeng, 2013) จึงทำให้ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตสามารถวัดได้โดยวงจรเงินสด (Tuffour and Boateng, 2017; Hassan, 2017; Nia et al., 2012; Moss and Stine, 1993 ; Pass and Pike 1984; Gitman, 1974)

วงจรเงินสด เป็นการวิเคราะห์ส่วนประกอบของเงินทุนหมุนเวียนและการไหลเวียนของเงินสดภายในกิจการ (Watson and Head, 2012) โดยระยะเวลา นับตั้งแต่วันที่ต้องจ่ายชำระหนี้ให้กับเจ้าหนี้การค้าสำหรับนำวัตถุดิบมาผลิตสินค้า จนกระทั่งขายสินค้าออกไป และลูกหนี้การค้านำเงินสดมาชำระคืน ดังนั้น ถ้ามีการจ่ายค่าวัตถุดิบหรือสินค้าเร็วกว่าการรับชำระหนี้จากลูกหนี้การค้า ธุรกิจจำเป็นต้องมีการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนเพิ่มเติมเพื่อให้เพียงพอต่อการดำเนินงาน (Atseye, Ugwu and Takon, 2015; Brigham and Houston, 2007)

วงจรเงินสดยังมีระยะเวลายาวนานแสดงให้เห็นว่ากิจการสามารถนำเงินสดมาหมุนเวียนได้ช้า ซึ่งอาจต้องพึ่งพาเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งทำให้เกิดต้นทุนทางการเงิน และนำไปสู่การลดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน หากกิจการมีรอบระยะเวลาของวงจรเงินสดที่สั้น กิจการจะมีเงินสดในการหมุนเวียนสำหรับการดำเนินงานที่เร็วขึ้น ทำให้กิจการสามารถนำเงินสดไปลงทุนในกิจกรรมอื่น ๆ เพิ่มเติม รวมทั้งส่งผลให้ลดการพึ่งพาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก จึงทำให้เกิดการเพิ่มผลการดำเนินงานให้กับกิจการ (Jayarathne, 2014; Gul et. al., 2013; Mansoori and Muhammad, 2012; Deloof, 2003; Cheatham, 1989) ทั้งนี้ Shin and Soenen (1998) แย้งว่า กิจการสามารถมียอดขายที่สูงขึ้นได้โดยมีนโยบายสินเชื่อทางการค้าที่มีระยะเวลายาวนานแก่ลูกค้า ซึ่งเป็นการขยายวงจรเงินสด ในกรณีนี้วงจรเงินสดที่มีระยะยาวขึ้นอาจส่งผลให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่สูงขึ้น (Blinder and Maccini, 1991; Wang, 2002)

โดยวงจรเงินสดได้รับการบูรณาการจากระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ (Receivables Collection Period: RCP) ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ (Inventory Conversion Period: ICP) และระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ (Payable Deferral Period: PDP) (Abiodun and Samuel, 2014; Deloof, 2003; Hawawini, Viallet and Vora, 1986) วงจรเงินสดสามารถคำนวณได้ ดังนี้

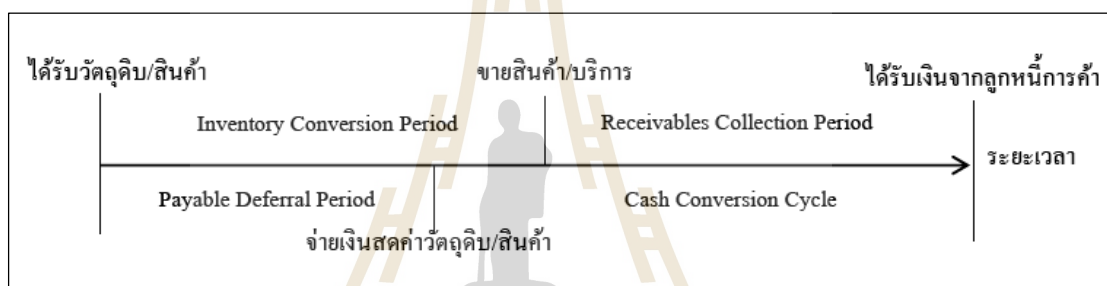
$$CCC = RCP + ICP - PDP$$

การวัดค่าของวงจรเงินสดสามารถอธิบายได้ถึงสภาพคล่องของกิจการได้ดังนี้

1. วงจรเงินสดมีค่าเป็นบวก หมายถึง กิจการจะต้องจ่ายชำระค่าวัตถุดิบหรือสินค้า ก่อนที่จะได้รับเงินสดจากลูกหนี้การค้า กรณีนี้กิจการจะต้องมีการสำรองเงินทุนหมุนเวียนไว้ล่วงหน้าเพื่อไม่ให้เกิดปัญหาการขาดสภาพคล่องของกิจการ

2. วงจรเงินสดมีค่าเป็นศูนย์ หมายถึง กิจการสามารถจ่ายชำระค่าวัตถุดิบหรือสินค้า ด้วยเงินสดที่ได้รับจากลูกหนี้การค้า ซึ่งไม่จำเป็นต้องจัดหาเงินทุนหมุนเวียนเพิ่มเติมจากแหล่งเงินทุนอื่น

3. วงจรเงินสดมีค่าเป็นลบ หมายถึง กิจการจะได้รับการชำระเงินจากลูกหนี้การค้าก่อนที่จะต้องจ่ายชำระเงินสดให้แก่เจ้าหนี้การค้า ซึ่งกิจการจะสามารถนำเงินที่ได้ไปลงทุนในกิจกรรมอื่น ๆ ก่อนถึงกำหนดการชำระเงินนี้



## รูปภาพที่ 2.8 การทำงานของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

ที่มา : Wang (2002)

จากลักษณะการทำงานของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตจะเห็นได้ว่าหากวงจรเงินสด ที่มีค่าเป็นลบ หรือมีค่าเป็นศูนย์จะส่งผลดีกับกิจการ ซึ่งทำให้กิจการไม่จำเป็นต้องจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกเพื่อนำมาหมุนเวียนเงินสดสำหรับการดำเนินงาน แต่ทั้งนี้ไม่ได้หมายความว่ากิจการจะไม่ต้องถือครองเงินสดไว้ในกิจการ เนื่องจาก ในการดำเนินธุรกิจจำเป็นต้องมีการถือครองเงินสดเพื่อใช้ในการทำธุรกิจ โดยมีเหตุผลหลัก 3 ประการ (Sagner, 2014; เฉลิมขวัญ คุรุฑนุญยงค์, 2555) ดังนี้

1. เพื่อดำเนินงานตามปกติ (Transactions Motive) การดำเนินธุรกิจโดยทั่วไปต้องมีรายรับและรายจ่ายเกิดขึ้น เช่น การซื้อสินค้า ขายสินค้า ชำระหนี้ จ่ายเงินเดือนและค่าจ้าง เป็นต้น ถ้าธุรกิจมีเงินสดรับเท่ากับเงินสดที่ต้องจ่ายออกตลอดเวลา ธุรกิจไม่จำเป็นต้องถือเงินสดไว้ แต่โดยทั่วไปธุรกิจไม่สามารถบังคับให้เงินสดรับเท่ากับเงินสดจ่ายพอดี ดังนั้น ธุรกิจจำเป็นต้องถือเงินสดไว้เพื่อการดำเนินงาน โดยลักษณะการดำเนินงานของธุรกิจเป็นปัจจัยในการกำหนดขนาดของเงินสดที่จำเป็นต้องถืออยู่ เช่น ธุรกิจค้าปลีกมีรายได้ไม่แน่นอน แต่มีรายจ่ายที่ต้องจ่ายสม่ำเสมอ

จำเป็นต้องถือเงินสดในอัตราสูง หรือบางครั้งธุรกิจต้องจ่ายเงินสดซื้อสินค้าในจำนวนมากเพื่อการต่อรองส่วนลดเงินสด (Watson and Head, 2012; เกลิมขวัญ คุรุทบุญยงค์, 2555)

2. เพื่อความปลอดภัยจากเหตุที่คาดไม่ถึง (Precautionary Motive) ธุรกิจอาจต้องประสบปัญหาทางการเงินที่คาดไม่ถึง เช่น การนัดหยุดงาน ไฟไหม้ น้ำท่วม เป็นต้น เหตุการณ์ดังกล่าวหลีกเลี่ยงไม่ได้ และมีผลกระทบต่อแผนทางการเงิน ทำให้ต้องจ่ายเงินสดมากกว่าปกติ หรือการดำเนินธุรกิจอาจหยุดชะงักได้ เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการประสบปัญหาทางการเงินดังกล่าว ธุรกิจจำเป็นต้องถือเงินสดไว้เพื่อความปลอดภัยจากเหตุที่คาดไม่ถึง โดยทั่วไปมักถือครองเงินสดตามเหตุผลนี้ไว้ในรูปแบบของหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด ซึ่งสามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ในทันทีเมื่อต้องการใช้ (Watson and Head, 2012; เกลิมขวัญ คุรุทบุญยงค์, 2555)

3. เพื่อเก็งกำไร (Speculative Motive) ธุรกิจถือครองเงินสดไว้ตามเหตุผลนี้เพื่อความคล่องตัวที่จะทำการลงทุนได้ทันทีเมื่อมีโอกาส เช่น ราคาวัตถุดิบลดลงชั่วคราว ธุรกิจจะซื้อเงินสดเพื่อเก็งกำไรในการซื้อวัตถุดิบดังกล่าว ซึ่งธุรกิจจะได้กำไรจากเหตุการณ์ดังกล่าวถ้าได้ถือเงินสดไว้เพื่อเก็งกำไร (Watson and Head, 2012; เกลิมขวัญ คุรุทบุญยงค์, 2555)

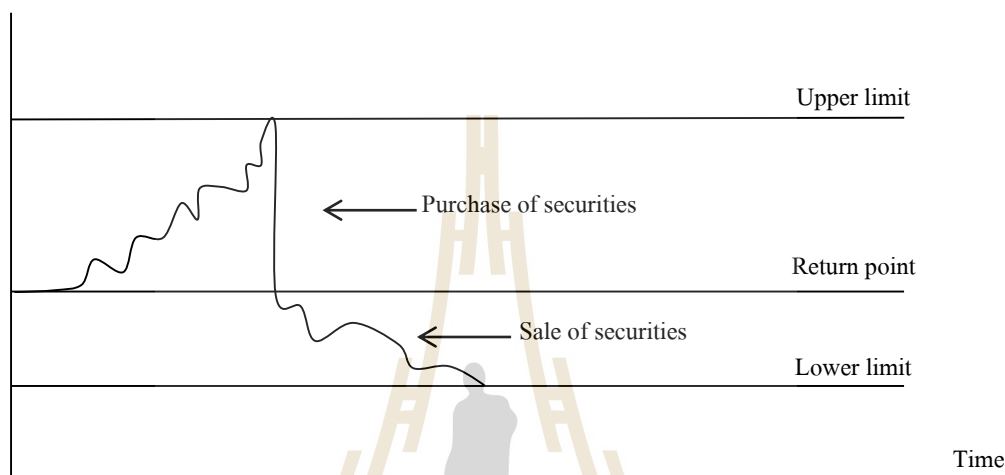
ในการบริหารเงินสดกิจการควรมีการกำหนดปริมาณเงินสดที่เหมาะสมที่ธุรกิจควรจะมีไว้ ซึ่งแสดงให้เห็นได้โดยอาศัยแบบจำลองทางการเงินที่เรียกว่า Miller-Orr Cash Management Model เป็นการบริหารการลงทุนในเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด โดยหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด คือ หลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง สามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้อย่างรวดเร็ว เช่น ตั๋วเงินคลัง ตั๋วสัญญาใช้เงิน ตั๋วแลกเงิน หุ้น และพันธบัตรรัฐบาล เป็นต้น เมื่อเงินสดที่ธุรกิจมีอยู่เกินความจำเป็นในการดำเนินงาน ธุรกิจสามารถนำเงินสดส่วนนี้ไปลงทุนหาผลประโยชน์ในหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด แทนที่จะเก็บไว้ในรูปแบบเงินสดหรือเงินฝากธนาคารที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้หรือก่อให้เกิดรายได้ต่ำ โดย Miller-Orr Cash Management Model ประยุกต์มาจาก EOQ Model ซึ่งจะเปรียบเทียบการลงทุนในเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด เสมือนการลงทุนในสินค้าคงเหลือ เนื่องจาก (Eya, 2016; Hillier et al., 2016)

1. โดยปกติการทำธุรกิจจะต้องมีสินค้าคงเหลือในมือเพื่อเตรียมพร้อมสำหรับการขาย โดยปริมาณสินค้าคงเหลือจะมีมากน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับความต้องการของลูกค้า เช่นเดียวกับการที่ธุรกิจต้องมีเงินสดอยู่ในมือเพื่อการดำเนินงานทางธุรกิจ

2. จำเป็นต้องมีสินค้าคงเหลือขั้นต่ำ (Safety Stock) เพื่อป้องกันการขาดแคลนของสินค้า เช่นเดียวกับเงินสด ที่ต้องมีเงินสดขั้นต่ำไว้ใช้ในกรณีฉุกเฉิน

3. จำนวนสินค้าคงเหลือที่เพิ่มขึ้น จะต้องเป็นที่ต้องการของตลาด เช่นเดียวกับเงินสดที่จะเพิ่มขึ้นเมื่อการดำเนินงานอยู่ในช่วง High season

การใช้ Miller-Orr Cash Management Model เข้ามาช่วยในการบริหารเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด จะสันนิษฐานว่าปัญหาพื้นฐานของผู้จัดการด้านการเงิน คือ การเก็บเงินสดในมือให้เพียงพอ เพื่อตอบสนองความต้องการการดำเนินงานรายวัน ในขณะที่ต้องลดต้นทุนค่าเสียโอกาสในการไม่ถือครองสินทรัพย์ที่ไม่ให้ผลตอบแทน(เงินสด) Kytönen (1993) แสดงในรูปภาพที่ 2.9



รูปภาพที่ 2.9 Miller-Orr Cash Management Model

ที่มา : Eya (2016) และ Hillier et al. (2016)

Miller-Orr Cash Management Model ข้างต้นจะกำหนดระดับต่ำสุด (Lower limit) และระดับสูงสุด (Upper limit) ซึ่งเรียกว่าการกระทำการซื้อ/ขายเพื่อนำยอดเงินสดกลับไปยังระดับเป้าหมาย (Return point) ในการทำเช่นนี้จะจำกัดการเคลื่อนไหวของเงินสดภายในขอบเขตที่ยอมรับได้ โดยองค์กรจะซื้อหรือขายหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดเพื่อให้เงินสดอยู่ในระดับเป้าหมาย ซึ่งคือความต้องการของเงินสดในกิจการ ตามที่แสดงใน Miller-Orr Cash Management Model ระดับต่ำสุดจะถูกกำหนดโดยกิจการ ตามปริมาณเงินสดขั้นต่ำที่ต้องการให้อยู่ในมือ และระดับสูงสุดเป็นเงินสดที่เกินความต้องการของกิจการ ซึ่งจะถูกนำไปซื้อหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดเพื่อให้มีผลตอบแทนจากการถือครองเงินสด โดยกิจการควรพิจารณาปัจจัยต่อไปนี้ 1) อัตราดอกเบี้ยสำหรับหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด 2) ต้นทุนการทำธุรกรรมคงที่สำหรับการซื้อและขายหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด และ 3) ความต้องการในสภาพคล่องของกิจการ (Eya, 2016; Hillier et al., 2016)



### องค์ประกอบของวงจรกิจสิน

วงจรกิจสิน ที่ได้รับการบูรณาการจากระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ และระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ (Abiodun and Samuel, 2014; Deloof, 2003; Hawawini et al., 1986) ทำให้วงจรกิจสินจึงเกี่ยวข้องข้องกับการบริหารลูกหนี้ การบริหารสินค้าคงเหลือ และการบริหารเจ้าหนี้ โดยมีรายละเอียดดังนี้

#### 1. การบริหารลูกหนี้การค้า

ในแต่ละกิจการมีความจำเป็นที่จะต้องมียุทธศาสตร์การค้า เพื่อที่สามารถสร้างการส่งเสริมการขายและสร้างความสัมพันธ์กับลูกค้า โดยการให้สินเชื่อกับลูกค้าไม่ควรที่จะมีมากเกินไปจนเกินไป หรือมากเกินไปที่กิจการอื่น ๆ ในระดับอุตสาหกรรมเดียวกันมี เพื่อลดต้นทุนค่าเสียโอกาส โอกาสที่จะเกิดหนี้สูญ และอาจทำให้เกิดปัญหาการขาดสภาพคล่องของกิจการได้ ประกอบกับระยะเวลาในการให้สินเชื่อหากนานเกินไปความเสี่ยงที่กิจการจะไม่สามารถเรียกชำระหนี้จากลูกหนี้ก็จะเพิ่มขึ้นด้วย (Hillier et al., 2016; Sagner, 2014)

ทั้งนี้ การวิเคราะห์ความสามารถของลูกหนี้ในการชำระหนี้เป็นเครื่องมือที่สำคัญในการลดความเสี่ยงของการไม่จ่ายชำระหนี้ ดังนั้นกิจการควรคำนวณรอบระยะเวลาการชำระหนี้ของลูกหนี้ ซึ่งสามารถวัดค่าได้โดยระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ ซึ่งเป็นระยะเวลานับตั้งแต่วันที่ขายสินค้าออกไปเป็นเงินเชื่อจนถึงวันที่ได้รับชำระหนี้จากการขายสินค้านั้น (Watson and Head, 2012) เพื่อให้รู้ถึงสถานะภาพของสินเชื่อของกิจการ โดยดูว่ากิจการมีระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้เป็นเท่าไร ซึ่งสถิติดังกล่าวจะช่วยให้ผู้บริหารติดตามและกำกับดูแลระบบในการเรียกชำระหนี้จากลูกหนี้ได้ ในกรณีที่พบว่าระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ยาวนานเกินไปจากที่กิจการได้กำหนดเป้าหมายไว้ (Sagner, 2014)

$$RCP = \frac{\text{ลูกหนี้การค้า} \times 365}{\text{ขายสุทธิ}}$$

การบริหารลูกหนี้ควรให้ความสำคัญสอดคล้องกับผลประโยชน์ที่จะได้รับจากการนำเสนอสินเชื่อแก่ลูกค้า และต้นทุนในการดำเนินการเก็บหนี้ ค่าเสียโอกาส รวมทั้งความเสี่ยงจากการเกิดหนี้สูญ โดยระยะเวลาการให้เครดิตที่นานขึ้นอาจเพิ่มผลการดำเนินงานได้ แต่จะเพิ่มความเสี่ยงของหนี้สูญ ดังนั้น กิจการต้องจัดให้มีระบบการวิเคราะห์สินเชื่อ ระบบการควบคุมสินเชื่อ และระบบการติดตามลูกหนี้ (Watson and Head, 2012)

1) ระบบการวิเคราะห์สินเชื่อและการควบคุมสินเชื่อ (Credit Analysis and Credit Control System) ข้อมูลเกี่ยวกับลูกค้าเป็นสิ่งจำเป็น เพื่อตัดสินใจอย่างสมเหตุสมผลว่าจะมีการให้สินเชื่อทางการค้ากับลูกค้าหรือไม่ โดยการประเมินความน่าเชื่อถือของลูกค้ารายใหม่ก่อน

ให้สินเชื่อ ข้อมูลที่เกี่ยวข้องสามารถหาได้จากหลายแหล่ง เช่น ลูกค้าใหม่สามารถขอให้ธนาคารอ้างอิงเพื่อยืนยันสถานะทางการเงินได้ หรือตรวจสอบจากข้อมูลที่เผยแพร่แล้ว เช่น รายงานประจำปีที่ได้รับการตรวจสอบ เมื่อสินเชื่อได้รับการประเมินแล้ว กิจการควรทบทวนความเชื่อถือของลูกค้ารายเดิมเป็นประจำ เพื่อให้มั่นใจว่าระยะเวลาการให้สินเชื่อยังคงเหมาะสม (Watson and Head, 2012)

2) ระบบการติดตามหนี้ (Debtor Collection System) เนื่องจากจุดประสงค์ในการให้สินเชื่อคือการเพิ่มยอดขาย และนำไปสู่ผลกำไรที่มากที่สุด จึงไม่ควรได้รับค่าใช้จ่ายในการเก็บหนี้เกินกว่าจำนวนกำไรที่ได้เพิ่มจากการให้สินเชื่อทางการค้า กิจการควรเตรียมการวิเคราะห์ลูกหนี้ที่มีอายุเกินและทำตามขั้นตอนในการติดตามผู้จ่ายเงินล่าช้าอย่างสม่ำเสมอ อาจเริ่มต้นจากการส่งการแจ้งเตือนไปยังลูกหนี้ การเรียกเก็บดอกเบี้ยจากการชำระเงินล่าช้า จนกระทั่งดำเนินการตามกฎหมาย นอกจากนี้ หากกิจการต้องการกระตุ้นให้เกิดการชำระเงินก่อนครบกำหนด เพื่อให้กิจการสามารถนำเงินสดมาหมุนเวียนในกิจการเร็วขึ้น อาจมีการกำหนดส่วนลดสำหรับลูกหนี้การชำระหนี้ก่อนครบกำหนด โดยค่าใช้จ่ายของส่วนลดจะต้องน้อยกว่าประโยชน์ที่กิจการจะได้รับจากการที่ลูกหนี้การชำระหนี้เร็วขึ้น (Watson and Head, 2012)

## 2. การบริหารสินค้าคงเหลือ

ในธุรกิจการผลิต (Manufacturing Firm) สินค้าคงเหลือจะประกอบไปด้วยวัตถุดิบ สินค้าระหว่างผลิต และสินค้าสำเร็จรูป ซึ่งแตกต่างไปจากกิจการที่มีการสั่งซื้อสินค้ามาเพื่อการขายต่อที่จะมีสินค้าคงเหลือเป็นสินค้าสำเร็จรูปเพียงอย่างเดียว โดยไม่ว่าจะเป็นกิจการประเภทใดจะมีหลักการบริหารสินค้าคงเหลือที่เหมือนกัน กล่าวคือ กิจการจะมีการเก็บสินค้าคงเหลือไม่มากจนเกินไป เพราะเมื่อกิจการมีสินค้าคงเหลือมากเกินไปจะทำให้เกิดต้นทุนค่าเสียโอกาส ต้นทุนในการดูแลรักษา และสินค้าที่ล้าสมัยไม่ตรงตามความต้องการของลูกค้า เป็นต้น การที่กิจการจะสามารถมีสินค้าคงเหลือให้เพียงพอต่อความต้องการของตลาด ผู้บริหารควรที่จะมีการประมาณการจากปริมาณของสินค้าคงเหลือที่มีการหมุนเวียนในกิจการในแต่ละรอบระยะเวลา เพื่อใช้เป็นสถิติในการประมาณการการจัดเก็บสินค้าคงเหลือให้เหมาะสมกับความต้องการของลูกค้าในปัจจุบัน (Hillier et al., 2016; Sagner, 2014)

ผู้บริหารสามารถวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการบริหารสินค้าคงเหลือด้วยระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ ซึ่งเป็นระยะเวลานับตั้งแต่วันที่ได้อัตถุดิบมาผลิตสินค้าผ่านกระบวนการผลิตจนผลิตเสร็จและเก็บเข้าคลังสินค้า (หรือวันที่ซื้อสินค้ามาขาย) และสิ้นสุดระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงคลังเมื่อขายสินค้าออกไปยังลูกค้า (Watson and Head, 2012) โดยค่าที่ได้สามารถนำไปใช้ในการประมาณการเพื่อเทียบกับรอบระยะเวลาที่ผ่านมา ทำให้กิจการทราบว่า จะทำการจัดเก็บสินค้าคงเหลือไว้เท่าไรจึงจะเพียงพอต่อความต้องการของลูกค้า และทำให้สินค้าไม่ล้าสมัยอีกด้วย (Sagner, 2014)

$$\text{ICP} = \frac{\text{สินค้าคงเหลือ} \times 365}{\text{ต้นทุนขาย}}$$

นอกจากนี้ การบริหารสินค้าคงเหลืออาจทำได้โดยการคำนวณขนาดการสั่งซื้อที่เหมาะสมจาก Economic Order Quantity (EOQ) โดยปรับสมมูลต้นทุนในการถือครองสินค้ากับต้นทุนการสั่งซื้อวัตถุดิบใหม่ เพื่อให้ได้ขนาดการสั่งซื้อที่เกิดต้นทุนต่ำที่สุด (Watson and Head, 2012)

สำหรับการบริหารลูกหนี้การค้าและสินค้าคงเหลือนั้น หากกิจการมีระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้และระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือที่ยาวนาน จะทำให้มีเงินสดมาหมุนเวียนในกิจการได้ช้า ซึ่งหากมีเงินสดมาหมุนเวียนในการดำเนินงานไม่เพียงพอทำให้กิจการต้องพึ่งพาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งมีต้นทุนทางการเงินและอาจส่งผลให้ลดผลการดำเนินงานของกิจการ ในทางกลับกัน หากกิจการสามารถลดระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้และระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ จะทำให้กิจการมีเงินสดมาหมุนเวียนในกิจการเร็วขึ้น ซึ่งจะลดการพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอก อีกทั้งยังสามารถนำเงินสดที่เกินความต้องการในเงินทุนหมุนไปลงทุนในกิจกรรมอื่น ๆ เพื่อสร้างรายได้ให้กับกิจการ (Jayarathne, 2014; Gul et. al., 2013; Mansoori and Muhammad, 2012; Deloof, 2003)

### 3. การบริหารเจ้าหนี้การค้า

เจ้าหนี้การค้า เป็นแหล่งเงินทุนระยะสั้นของเงินทุนหมุนเวียนที่ไม่มีดอกเบี้ย ซึ่งเกิดจากการที่กิจการไปซื้อวัตถุดิบ หรือสินค้าจากผู้จัดจำหน่าย (Supplier) และผู้จัดจำหน่ายจะมีการให้สินเชื่อทางการค้าเพื่อแรงจูงใจในการซื้อสินค้า ทั้งนี้ แหล่งเงินทุนระยะสั้นจากเจ้าหนี้การค้าจะดีกว่าการกู้ระยะสั้นจากธนาคารเพราะสินเชื่อจากเจ้าหนี้การค้าไม่มีต้นทุนทางการเงิน อย่างไรก็ตาม การบริหารเจ้าหนี้การค้ามีความยืดหยุ่นน้อยกว่าการบริหารลูกหนี้การค้าและสินค้าคงคลัง เนื่องจากมีการกำหนดโดยเงื่อนไขทางการค้าโดยผู้จัดจำหน่าย (Watson and Head, 2012)

หากกิจการได้รับสินเชื่อจากเจ้าหนี้การค้าในระยะเวลาที่ยาวขึ้น จะทำให้กิจการมีสภาพคล่องสูงขึ้น เนื่องจาก จะมีเงินสดไปหมุนเวียนในกิจกรรมต่าง ๆ ของกิจการในระยะเวลาที่นานขึ้น แทนที่จะต้องนำเงินไปชำระหนี้ในเวลาดังกล่าว ซึ่งหากกิจการมีการซื้อวัตถุดิบหรือสินค้าจากผู้จัดจำหน่ายในจำนวนมาก หรือเป็นคู่ค้ากันในระยะเวลายาวนาน อาจเจรจาต่อรองในการเพิ่มระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้ขึ้นได้ ทั้งนี้ การบริหารเจ้าหนี้การค้าไม่ใช่การต่อรองจนผิดนัดการชำระหนี้ เพราะกิจการจะเสียความน่าเชื่อถือในที่สุด โดยกิจการสามารถจัดการบริหารเจ้าหนี้การค้าด้วยการคำนวณระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ เป็นระยะเวลาตั้งแต่วันที่ซื้อวัตถุดิบหรือสินค้าเข้ามาในกิจการ จนกระทั่งถึงวันที่จ่ายชำระค่าวัตถุดิบหรือสินค้านั้น โดยระยะเวลาในการ

ชำระหนี้ที่นาน จะทำให้กิจการมีสภาพคล่องที่สูงขึ้นจากการมีเงินสดไปดำเนินงานต่าง ๆ ในกิจการนานขึ้น (Deloof, 2003; Svensson, 1997)

$$\text{PDP} = \frac{\text{เจ้าหนี้การค้า} \times 365}{\text{ต้นทุนขาย}}$$

#### 2.3.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตที่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ได้มีการศึกษาอย่างแพร่หลายทั้งในกลุ่มตัวอย่างที่เป็นกิจการขนาดเล็กซึ่งเป็นวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (Small and Medium Enterprises: SMEs) และกิจการขนาดใหญ่ซึ่งอยู่ในบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ โดยผลการศึกษาในกิจการขนาดเล็กส่วนใหญ่มีทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกัน การศึกษาของ Tran, Abbott and Yap (2017) ที่ศึกษาถึงตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในอุตสาหกรรมผลิตของกิจการขนาดเล็กของประเทศเวียดนาม พบว่า วงจรเงินสดมีผลกระทบเชิงลบต่ออัตรากำไรจากการดำเนินงาน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาก่อนหน้าที่ใช้อัตรผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในการวัดความสามารถในการทำกำไร การศึกษาของ Pais and Gama (2015) พบผลกระทบเชิงลบของวงจรเงินสดที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งศึกษาในทุกอุตสาหกรรมของกิจการขนาดเล็กในประเทศโปรตุเกส ผลการศึกษานี้ให้หลักฐานเชิงประจักษ์เช่นเดียวกับการศึกษาในประเทศสวีเดน ที่ทำการศึกษาโดย Yazdanfar and Ohman (2014) การศึกษาในประเทศปากีสถานของ Gul et al. (2013) รวมทั้งการศึกษาในประเทศสเปนของ Garcia-Teruel and Martinez-Solano (2007) อีกทั้งพบผลการศึกษาที่ศึกษาทุกอุตสาหกรรมของกิจการขนาดเล็กในสหราชอาณาจักร โดยในปี 2013 พบว่า การลดระยะเวลาของวงจรเงินสดจะช่วยให้ความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม แต่ผลการศึกษาดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (Tauringana and Afrifa, 2013) ต่อมาในปี 2016 ได้มีการศึกษาอีกครั้งกับทุกอุตสาหกรรมของกิจการขนาดเล็กในสหราชอาณาจักร ผลการศึกษาพบว่ามีทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสดและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเป็นเชิงลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ (Afrifa, 2016)

จากหลักฐานเชิงประจักษ์ในการศึกษาถึงตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรในกิจการขนาดเล็ก แสดงให้เห็นว่าส่วนใหญ่แล้วการลดระยะเวลาของวงจรเงินสดให้สั้นจะนำไปสู่ผลกำไรที่สูงขึ้น เนื่องจาก กิจการจะมีเงินสดในการหมุนเวียนสำหรับการดำเนินงานที่เร็วขึ้น ทำให้กิจการสามารถนำเงินสดไปลงทุนในกิจกรรมอื่น ๆ

เพิ่มเติม รวมทั้งส่งผลให้ลดการพึ่งพาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก จึงทำให้เกิดการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรให้กับกิจการ ซึ่งสนับสนุนแนวคิดตามทฤษฎีในการบริหารการหมุนเวียนเงินสดของกิจการ (Jayarathne, 2014; Gul et. al., 2013; Mansoori and Muhammad, 2012; Deloof, 2003; Cheatham, 1989)

การศึกษาตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรในบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ สำหรับในประเทศปากีสถาน พบว่า การวัดความสามารถในการทำกำไรไม่ว่าจะเป็นการวัดด้วยผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน ให้ผลการศึกษาในทิศทางเดียวกันคือ วงจรเงินสดมีผลกระทบเชิงลบกับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งผู้วิจัยได้มีการศึกษาในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน โดย Ahmed et al., (2016) ศึกษาในอุตสาหกรรมยา Anser and Malik (2013) ศึกษาในอุตสาหกรรมผลิต และ Azam and Haider (2011) ศึกษาทุกอุตสาหกรรม ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับ Lyngstadaas and Berg (2016) ที่ศึกษาในทุกอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศนอร์เวย์

นอกจากนี้ยังพบการศึกษาในทุกอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินเดียของ Shrivastava et al. (2017) พบว่า วงจรเงินสดมีผลกระทบเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในทุกอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่นและไต้หวัน ที่ศึกษาโดย Wang (2002) และการศึกษาในอุตสาหกรรมผลิตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศศรีลังกาของ Jayarathne (2014) รวมทั้งการศึกษาในอุตสาหกรรมผลิตและก่อสร้างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศเคนย่าของ Makori and Jagongo (2013) ในขณะที่การศึกษาในประเทศซาอุดีอาระเบียพบว่า วงจรเงินสดมีผลกระทบเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งได้พบการศึกษาในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของ Husain and Alnefaee (2016) และการศึกษาในอุตสาหกรรมซีเมนต์ของ Almazari (2013)

การศึกษาของประเทศในประชาคมอาเซียน (Association of South East Asian Nations : ASEAN) พบการศึกษาในประเทศสิงคโปร์ มาเลเซีย และไทย โดยการศึกษาของ Mansoori and Muhammad (2012) ได้ศึกษาผลกระทบของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ศึกษาในทุกอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสิงคโปร์ ผลการศึกษาพบว่า วงจรเงินสดมีผลกระทบเชิงลบกับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาในทุกอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซียของ Zariyawati et al., (2009) และสอดคล้องกับผลการศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทยของ Napompech (2012)

อย่างไรก็ตาม พบการศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ให้การสนับสนุนว่าระยะเวลาของวงจรกิจสินที่ยาวขึ้นจะนำไปสู่ความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นการสนับสนุนแนวทางการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรด้วยการเพิ่มยอดขายโดยการให้สินเชื่อทางการค้าที่มากขึ้น และการลดผันผวนของราคาวัตถุดิบโดยมีการจัดเก็บสินค้าคงเหลือในปริมาณที่สูง (Wang, 2002; Shin and Soenen, 1998) ทั้งนี้ การศึกษาทุกอุตสาหกรรมในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินเดีย ซึ่งทำการศึกษาโดย Altaf and Shah (2017) พบว่า วงจรกิจสินมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม สอดคล้องกับการศึกษาของ Gachira et al. (2014) ที่สนับสนุนว่า วงจรกิจสินที่มีระยะเวลานานขึ้นจะนำไปสู่การเพิ่มอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในตลาดหลักทรัพย์ประเทศซิมบับเว นอกจากนี้ยังพบว่าการศึกษาในทุกอุตสาหกรรมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ตุรกีให้หลักฐานเชิงประจักษ์ว่าวงจรกิจสินมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Samiloglu and Akgun, 2016) ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Akoto et al. (2013) พบว่า วงจรกิจสินมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในอุตสาหกรรมการผลิตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศกานา และผลการศึกษาของ Omesa et al. (2013) ซึ่งศึกษาอุตสาหกรรมผลิตในแอฟริกาตะวันออก

จากที่กล่าวมาข้างต้น แนวทางการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรโดยพิจารณาการหมุนเวียนเงินสดของกิจการ มีทั้งการศึกษาที่สนับสนุนการลดต้นทุนทางการเงิน โดยลดวงจรกิจสิน และการศึกษาที่สนับสนุนการกระตุ้นยอดขายโดยเพิ่มวงจรกิจสิน ทั้งนี้ การศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศปากีสถาน มีการค้นพบที่เป็นไปในทิศทางเดียวกันโดยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรด้วยการลดวงจรกิจสิน (Ahmed et al., 2016; Anser and Malik, 2013; Azam and Haider, 2011) เช่นเดียวกับผลการศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศซาอุดีอาระเบีย (Husain and Alnefaee, 2016; Almazari, 2013) และการศึกษาในประชาคมอาเซียนจากประเทศไทย สิงคโปร์ และมาเลเซีย (Napompech, 2012; Mansoori and Muhammad, 2012; Zariyawati et al., 2009)

สำหรับการศึกษาถึงตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตที่มีผลต่อมูลค่าตลาด ผลการวิจัยของ Abuzayed (2012) ได้สนับสนุนว่า การลดวงจรกิจสินของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจอร์แดนจะนำไปสู่มูลค่าตลาดที่สูงขึ้น ซึ่งวัดมูลค่าตลาดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q ผลการศึกษาเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไนจีเรีย ที่ทำการศึกษาโดย Ogundipe, Idowu and Ogundipe (2012) และสอดคล้องกับผลการศึกษาจากประเทศญี่ปุ่นและไต้หวันของ Wang (2002) พบว่า วงจรกิจสินมีผลกระทบต่อมูลค่าตลาด ในขณะที่การศึกษาล่าสุดที่ทำการศึกษาโดย Altaf and Shah (2017) พบว่า วงจรกิจสินมีผลกระทบต่อ

เชิงบวกกับมูลค่าตลาดของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินเดีย ผลการศึกษาดังกล่าวยังสอดคล้องกับการศึกษาในอุตสาหกรรมผลิตของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศตุรกี ที่ทำการศึกษาโดย Vural, Sokmen, and Cetenak (2012)

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมา ซึ่งแสดงดังตารางที่ 2.5 พบว่ามีการศึกษาถึงผลกระทบของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตซึ่งได้ทดสอบกับตัวแปรตามทั้งความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดจึงเกิดคำถามการวิจัยว่าในบริบทของประเทศไทยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตจะมีทิศทางความสัมพันธ์ในทิศทางใดกับผลการดำเนินงาน และควรมีการบริหารระยะเวลาของการหมุนเวียนเงินสดอย่างไรเพิ่มผลการดำเนินงานของกิจการ จึงเป็นที่มาของสมมติฐานดังนี้

H20 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร

H21 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อมูลค่าตลาด

H22 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

ตารางที่ 2.5 สรุปผลการวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

Researchers	Dynamic working capital indicators measure by CCC	Performance measure	Relationship direction	Company Size	Industry	Country
Altaf and Shah (2017)	/	ROA, TQ	+	Large	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	อินเดีย
Shrivastava et al. (2017)**	/	ROA	-	Large	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	อินเดีย
Tran et al. (2017)	/	ROA	-	SMEs	อุตสาหกรรมผลิต	เวียดนาม
Afrifa (2016)	/	ROA	-	SMEs	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	สหราชอาณาจักร
Ahmed et al.(2016)**	/	ROE, ROIC	-	Large	อุตสาหกรรมยา	ปากีสถาน
Husain and Alnefae (2016)	/*	ROA	-	Large	อุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร	ซาอุดีอาระเบีย
Samiloglu and Akgun (2016)	/	ROE	+	Large	ทุกอุตสาหกรรม	ตุรกี
Pais and Gama (2015)	/	ROA	-	SMEs	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	โปรตุเกส
Jayarathne (2014)	/	ROA	-	Large	อุตสาหกรรมผลิต	ศรีลังกา
Gachira et al. (2014)**	/	ROA	+	Large	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	ซิมบับเว
Yazdanfar and Ohman (2014)	/	ROA	-	SMEs	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	สวีเดน
Almazari (2013)	/*	ROA	-	Large	อุตสาหกรรมซีเมนต์	ซาอุดีอาระเบีย
Anser and Malik (2013)	/	ROA, ROE	-	Large	อุตสาหกรรมผลิต	ปากีสถาน
Akoto et al. (2013)**	/	ROE	+	Large	อุตสาหกรรมผลิต	กานา
Gul et al.(2013)	/	ROA	-	SMEs	ทุกอุตสาหกรรม	ปากีสถาน

\* ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

\*\* ศึกษาตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนทั้งแบบคงที่และแบบพลวัต



ตารางที่ 2.5 สรุปผลการวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต (ต่อ)

Researchers	Dynamic working capital indicators measure by CCC	Performance measure	Relationship direction	Company Size	Industry	Country
Makori and Jagongo (2013)	/	ROA	-	Large	อุตสาหกรรมผลิตและก่อสร้าง	เคนยา
Omesa et al.(2013)**	/	ROE	+	Large	อุตสาหกรรมผลิต	แอฟริกาตะวันออก
Tauringana and Afrifa (2013)	/*	ROA	-	SMEs	ทุกอุตสาหกรรม	สหราชอาณาจักร
Abuzayed (2012)	/	TQ	-	Large	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	จอร์แดน
Ogundipe et al. (2012)	/	ROA, TQ	-	Large	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	ไนจีเรีย
Mansoori and Muhammad (2012)	/	ROA	-	Large	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	สิงคโปร์
Napompech (2012)	/	ROA	-	Large	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	ไทย
Vural et al. (2012)	/	TQ	+	Large	อุตสาหกรรมผลิต	ตุรกี
Azam and Haider (2011)**	/	ROA, ROE	-	Large	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	ปากีสถาน
Zariyawati et al., (2009)	/	ROA	-	Large	ทุกอุตสาหกรรม	มาเลเซีย
Garcia-Teruel and Martinez-Solano (2007)	/	ROA	-	SMEs	ทุกอุตสาหกรรม	สเปน
Wang (2002)	/	ROA, ROE, TQ	-	Large	ทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นการเงิน	ญี่ปุ่น, ไต้หวัน

\* ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

\*\* ศึกษาตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนทั้งแบบคงที่และแบบพลวัต

เมื่อทราบทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานและวงจรกิจจาดซึ่งเป็นตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต สิ่งสำคัญอีกประการหนึ่งคือ กิจการจะต้องบริหารวงจรกิจจาดอย่างไรให้มีผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น ตัวอย่างเช่น หากผลการศึกษาพบว่า วงจรกิจจาดมีผลกระทบเชิงลบกับผลการดำเนินงาน แล้วจะบริหารวงจรกิจจาดอย่างไรให้มีระยะเวลาที่สั้นซึ่งจำเป็นจะต้องศึกษาองค์ประกอบของวงจรกิจจาด เพื่อหาคำตอบของทิศทางความสัมพันธ์ขององค์ประกอบวงจรกิจจาดที่มีผลต่อวงจรกิจจาด สำหรับนำไปประยุกต์ใช้บริหารวงจรกิจจาดเพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไร

ตามทฤษฎีการบริหารเงินทุนหมุนเวียนจะสามารถลดวงจรกิจจาดได้โดยการลดระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ และระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ และเพิ่มระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ ในทางกลับกัน การเพิ่มระยะเวลาของวงจรกิจจาดสามารถทำได้โดยการเพิ่มระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้และระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ รวมทั้งลดระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ แต่ในทางปฏิบัติอาจไม่จำเป็นจะต้องเน้นการบริหารองค์ประกอบของวงจรกิจจาดทุกองค์ประกอบเท่ากัน ดังนั้นการศึกษานาอดอิทธิพลของระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ และระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ จึงเป็นสิ่งสำคัญในการทำไปประยุกต์ใช้กับการจัดการวงจรกิจจาด

ผลการวิจัยที่ผ่านมา พบว่า ระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ และเพิ่มระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ มีผลกระทบต่อวงจรกิจจาด โดยงานวิจัยของ Shrivastava et al. (2017), Tran et al. (2017), Makori and Jagongo (2013) และ Tauringana and Afrifa (2013) พบว่า ระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ และระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงคลังมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับวงจรกิจจาด อีกทั้งพบว่า ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับวงจรกิจจาด ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีของวงจรกิจจาด

ทั้งนี้ การศึกษาของ Shrivastava et al. (2017) ที่ศึกษาในทุกอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินเดีย พบว่า ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงคลังมีขนาดของอิทธิพลที่มีต่อวงจรกิจจาดมากที่สุด ( $\beta = 0.692$ ) รองลงมาคือ ระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ ( $\beta = 0.509$ ) และระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ ( $\beta = -0.194$ ) ตามลำดับ ผลการศึกษาสอดคล้องกับการศึกษาในทุกอุตสาหกรรมจากสหราชอาณาจักรของ Tauringana and Afrifa (2013) และผลการศึกษาในอุตสาหกรรมผลิตของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม ประเทศเวียดนามของ Tran et al. (2017) ในขณะที่ ผลการศึกษาของ Makori and Jagongo (2013) ซึ่งศึกษาในอุตสาหกรรมผลิตและก่อสร้างของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศเคนย่า พบว่า ระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้มีขนาดของอิทธิพลที่มีต่อวงจรกิจจาดมากที่สุด ( $\beta = 0.549$ ) รองลงมาคือ ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ ( $\beta = -0.407$ ) และระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงคลัง ( $\beta = 0.344$ )

ตามลำดับ ทั้งนี้ การทราบขนาดของอิทธิพลขององค์ประกอบทั้ง 3 ของวงจรกิจจจะ ทำให้กิจการลำดับความสำคัญในการบริหารองค์ประกอบของวงจรกิจจ เพื่อนำไปสู่วงจรกิจจที่มีประสิทธิภาพและเพิ่มผลการดำเนินงานในที่สุด จึงเป็นที่มาของสมมติฐาน ดังนี้

H17 ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

H18 ระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกค้ามีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

H19 ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

## 2.4 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสามารถในการทำกำไร

วัตถุประสงค์ในการบริหารการเงินที่สำคัญประการหนึ่งในการประกอบธุรกิจ คือการได้รับผลกำไรสูงสุด โดยการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจนั้น นอกจากการเพิ่มยอดขายและการลดต้นทุนแล้ว การบริหารเงินทุนหมุนเวียนยังเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่สำคัญในการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจได้ เนื่องจากการวางแผนและควบคุมสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน ในลักษณะที่จะช่วยลดความเสี่ยงและหลีกเลี่ยงการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมากเกินไป จะนำไปสู่ความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้น (Smith, 1987) นอกจากนี้ เมื่อกิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น ยังนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าตลาดอีกด้วย โดยเมื่อความสามารถในการทำกำไรสูง นักลงทุนจะมีความต้องการในการลงทุนมากขึ้น และนำไปสู่มูลค่าตลาดของกิจการเพิ่มขึ้น (Mohamad and Saad, 2010; Smith, 1980)

การวัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability) สามารถวัดได้โดยอัตราส่วนทางการเงิน โดยพิจารณาได้ใน 2 ลักษณะ คือ 1) กำไรที่มีความสัมพันธ์กับยอดขาย และ 2) กำไรที่มีความสัมพันธ์กับเงินลงทุน (White et al., 1998)

1. อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไรที่มีความสัมพันธ์กับยอดขาย จะสะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการควบคุมต้นทุนและการทำกำไรจากยอดขายของกิจการ (Foerster, 2015; Paramasivan and Subramanian, 2012) โดยประกอบด้วยอัตราส่วนดังนี้

อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin: GP) เป็นอัตราส่วนที่เปรียบเทียบกำไรขั้นต้นกับรายได้จากการขาย เพื่อประเมินถึงความสามารถในการทำกำไรขั้นต้น โดยคำนึงถึงต้นทุนขาย แต่ไม่คำนึงถึงค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนการดำเนินงานอื่น ๆ ถ้าอัตราส่วนกำไรขั้นต้นสูงจะมีผลดีต่อกิจการ เนื่องจากแสดงถึงการควบคุมต้นทุนการผลิตได้ดี หรือสามารถขายสินค้าได้ในราคาที่สูง ซึ่งมีสูตรการคำนวณดังนี้ (Paramasivan and Subramanian, 2012)

$$\text{อัตรากำไรขั้นต้น} = \frac{\text{กำไรขั้นต้น}}{\text{รายได้จากการขาย}} \times 100 (\%)$$

อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin: OP) เป็นอัตราส่วนที่เปรียบเทียบกำไรจากการดำเนินงานกับรายได้จากการขาย เพื่อประเมินถึงความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงาน ที่เป็นผลจากต้นทุนการดำเนินงานและต้นทุนการผลิต ถ้าอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานสูงจะมีผลดีต่อกิจการ เนื่องจากการมีกำไรจากการดำเนินงานสูง ย่อมแสดงถึงการควบคุมต้นทุนการผลิตได้ดี หรือสามารถขายสินค้าได้ในราคาที่สูง และแสดงถึงการควบคุมต้นทุนการดำเนินงานที่ดีอีกด้วย ซึ่งมีสูตรการคำนวณดังนี้ (Paramasivan and Subramanian, 2012)

$$\text{อัตรากำไรจากการดำเนินงาน} = \frac{\text{กำไรจากการดำเนินงาน}}{\text{รายได้จากการขาย}} \times 100 (\%)$$

อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin: NP) เป็นอัตราส่วนที่เปรียบเทียบกำไรสุทธิต่อรายได้จากการขาย เพื่อประเมินถึงความสามารถในการทำกำไรสุทธิ เป็นการประเมินผลกำไรที่หักต้นทุนทุกรายการแล้ว ถ้ากิจการมีอัตรากำไรขั้นต้นสูง แต่มีอัตรากำไรสุทธิต่ำ อาจเป็นไปได้ว่ากิจการมีต้นทุนในการดำเนินงานหรือต้นทุนทางการเงินสูง จึงทำให้อัตรากำไรสุทธิต่ำ ถ้าอัตราส่วนกำไรสุทธิสูงจะแสดงถึงการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ เนื่องจากการทำกำไรสุทธิได้เป็นจำนวนมาก ย่อมแสดงถึงการควบคุมค่าใช้จ่ายและต้นทุนทั้งหมดได้ดี หรือสามารถขายสินค้าได้ในราคาที่สูง ซึ่งมีสูตรการคำนวณดังนี้ (Paramasivan and Subramanian, 2012)

$$\text{อัตรากำไรสุทธิ} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{รายได้จากการขาย}} \times 100 (\%)$$

2. อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไรที่มีความสัมพันธ์กับเงินลงทุน จะสะท้อนให้เห็นถึงการวัดความสามารถในการทำกำไรจากเงินลงทุนในรูปแบบต่าง ๆ (Foerster, 2015; Paramasivan and Subramanian, 2012) โดยประกอบด้วยอัตราส่วนดังนี้

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการบริหารงานของกิจการว่าสามารถบริหารสินทรัพย์ทั้งหมดที่มีอยู่ให้ได้ผลตอบแทนมากน้อยเพียงใด ถ้าอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีอัตราที่สูง แสดงถึงการใชสินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ โดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมคำนวณได้ดังนี้ (Foerster, 2015; White et al., 1998)

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}} \times 100 \quad (\%)$$

นอกจากนี้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมยังสามารถวัดได้จากกำไรจากการดำเนินงาน เทียบกับสินทรัพย์รวม (White, Sondhi, and Fried 1998) สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม} = \frac{\text{กำไรจากการดำเนินงาน}}{\text{สินทรัพย์รวม}} \times 100 \quad (\%)$$

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนที่เจ้าของควรจะได้รับการนำเงินมาลงทุนในกิจการว่าจะได้ผลตอบแทนกลับมาที่เปอร์เซ็นต์จากการนำเงินมาลงทุนในการดำเนินงานของกิจการ ถ้าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีอัตราที่สูง แสดงถึงการตัดสินใจลงทุนที่มีผลดี ซึ่งมีสูตรการคำนวณดังนี้ (Foerster, 2015)

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}} \times 100 \quad (\%)$$

อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน (Return on Invested Capital: ROIC) เป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการบริหารเงินลงทุนรวมของกิจการว่าสามารถบริหารเงินลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนกลับมาไม่น้อยเพียงใด หากการคำนวณมีอัตราส่วนที่สูง แสดงถึงการบริหารเงินลงทุนให้มีประสิทธิภาพมีผลให้เกิดกำไรสูง ซึ่งมีสูตรการคำนวณดังนี้ (Koller, Goedhart and Wessels, 2015)

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุน} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{เงินลงทุน}} \times 100 \quad (\%)$$

จากแนวคิดของการเพิ่มผลกำไรของกิจการที่จะนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าตลาดให้กับกิจการ (Mohamad and Saad, 2010; Smith, 1980) ได้มีการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อมูลค่าตลาด ซึ่งศึกษาในบริบทของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ได้พบการศึกษาของ Sudiyatno et al. (2017) ทำการศึกษาถึงนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อผลการดำเนินงานในอุตสาหกรรมการผลิต บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย พบว่า การกำหนดนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีผลทำให้บริษัทเพิ่มความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และมีการศึกษาต่อว่าความสามารถในการทำกำไรมีผลต่อมูลค่าตลาดหรือไม่

ผลการศึกษาพบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีผลกระทบเชิงลบกับมูลค่าตลาด (วัดโดย Tobin's Q) ซึ่งขัดแย้งกับแนวคิดที่ว่าเมื่อความสามารถในการทำกำไรสูง นักลงทุนจะมีความต้องการในการลงทุนมากขึ้น และนำไปสู่มูลค่าตลาดของกิจการเพิ่มขึ้น (Mohamad and Saad, 2010; Smith, 1980) ทั้งนี้ Sudiyatno et al. (2017) สรุปผลการศึกษาไว้ว่า การเพิ่มขึ้นของความสามารถในการทำกำไรไม่ได้ถูกมองว่าเป็นสัญญาณบวกสำหรับนักลงทุนในอินโดนีเซีย เนื่องจาก เศรษฐกิจอินโดนีเซียยังไม่เสถียรภายใต้แรงกดดันทางเศรษฐกิจโลก

ในขณะที่การศึกษาของ Alghifari, Triharjono, and Juhaeni (2013) ได้ศึกษาผลกระทบของความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อมูลค่าตลาด ในอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีผลกระทบเชิงบวกกับมูลค่าตลาด ซึ่งวัดโดย Tobin's Q แสดงให้เห็นว่าความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้นจะนำไปสู่มูลค่าตลาดที่เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Uchida (2006) ซึ่งศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศญี่ปุ่น ที่พบว่า ความสามารถในการทำกำไรที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมมีผลกระทบเชิงบวกกับมูลค่าตลาด ซึ่งวัดโดย Tobin's Q จากที่กล่าวมาข้างต้นจึงเป็นที่มาของสมมติฐาน ดังนี้

H22 ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด



ตารางที่ 2.6 การวัดความสามารถในการทำกำไร จากการศึกษาการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร

Researchers	Profitability Ratios					
	กลุ่มที่สัมพันธ์กับยอดขาย			กลุ่มที่สัมพันธ์กับเงินลงทุน		
	GP	OP	NP	ROA	ROE	ROIC
Altaf and Shah (2017)				/		
Tran et al. (2017)				/		
Shrivastava et al. (2017)				/		
Sudiyatno et al. (2017)				/		
Ahmed et al.(2016)					/	/
Eya (2016)				/		
Ismail (2016)				/		
Kumaraswamy (2016)		/				
Lin et al. (2016)		/		/		
Husain and Alnefaee (2016)				/		
Samiloglu and Akgun (2016)		/*	/*	/*	/	
Imeokparia (2015)	/*		/*			
Jamil et al. (2015)		/*	/			
Pais and Gama (2015)				/		
Yilmaz (2015)	/	/		/*		
Zill-e-Huma and Shah (2015)				/	/	
Gachira et al. (2014)				/		
Javid and Zita (2014)				/	/	
Jayarathne (2014)				/		
Marobhe (2014)		/		/		
Mwangi et al. (2014a, 2014b)				/	/*	
Yazdanfar and Ohman (2014)				/		
Almazari (2013)				/		
Akoto et al. (2013)					/	
Anser and Malik (2013)				/	/	
Makori and Jagongo (2013)				/		
Majeed et al.(2013)		/		/*	/	

\*ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 2.6 การวัดความสามารถในการทำกำไร จากการศึกษาการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร (ต่อ)

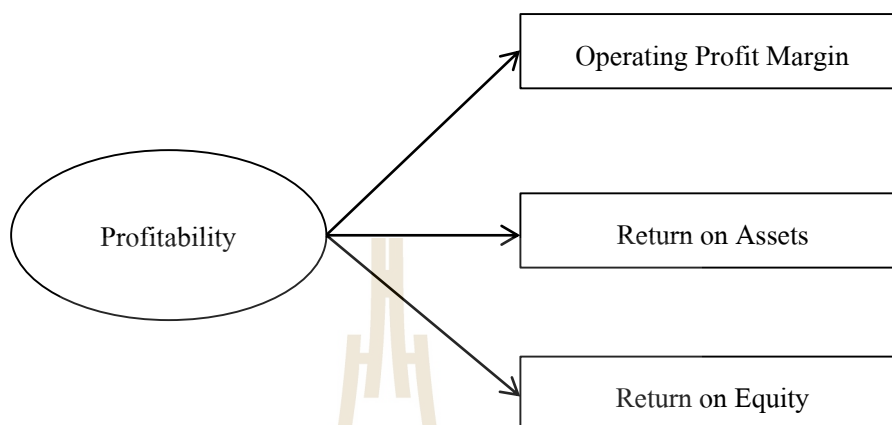
Researchers	Profitability Ratios					
	กลุ่มที่สัมพันธ์กับยอดขาย			กลุ่มที่สัมพันธ์กับเงินลงทุน		
	GP	OP	NP	ROA	ROE	ROIC
Omesa et al.(2013)					/	
Gul et al.(2013)				/		
Tauringana and Afrifa (2013)				/		
Mansoori and Muhammad (2012)				/		
Napompech (2012)				/		
Niresh (2012)				/	/	
Ogundipe et al. (2012)				/		/*
Azam and Haider (2011)				/	/	
Shubiri (2011)				/	/	
Mohamad and Saad (2010)				/		/
Raheman et al. (2010)				/		
Nazir and Afza (2009)				/		
Afza and Nazir (2007)				/	/	
Garcia-Teruel and Martinez-Solano (2007)				/		
Zariyawati et al. (2009)				/		
Eljelly (2004)		/				
Wang (2002)				/	/	
<b>รวม (จำนวน)</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>37</b>	<b>14</b>	<b>3</b>
<b>รวม (ร้อยละ)</b>	<b>2.98</b>	<b>11.94</b>	<b>4.48</b>	<b>55.22</b>	<b>20.90</b>	<b>4.48</b>

\*ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ซึ่งแสดงดังตารางที่ 2.6 พบว่ามีการศึกษาถึงการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรได้มีการวัดความสามารถในการทำกำไร 6 อัตราส่วน โดยในการศึกษารั้งนี้จะวัดความสามารถในการทำกำไรจากอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรที่มีผู้วิจัยเลือกใช้มากที่สุดในการศึกษาบริบทของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน โดยอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรที่มีความสัมพันธ์กับยอดขายคือ อัตรากำไรจากการดำเนินงาน และอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรที่มีความสัมพันธ์กับยอดขายและเงินลงทุนคือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งจะทำ



การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory Factor Analysis: CFA) ต่อไป โดยแสดงองค์ประกอบของความสามารถในการทำกำไรดังรูปภาพที่ 2.10



รูปภาพที่ 2.10 องค์ประกอบของความสามารถในการทำกำไรในการศึกษาครั้งนี้

องค์ประกอบของความสามารถในการทำกำไรในการศึกษาครั้งนี้ นอกจากจะทำหน้าที่เป็นตัวแปรตามให้การทดสอบอิทธิพลของกลยุทธ์และตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรแล้ว ยังทำหน้าที่เป็นตัวแปรคั่นกลาง (Mediator Variable) ระหว่างตัวแปรอิสระ (กลยุทธ์และตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน) และตัวแปรตามซึ่งเป็นมูลค่าตลาด เนื่องจาก จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องนั้น พบอิทธิพลทางตรงของกลยุทธ์และตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร (Sudiyatno et al., 2017; Javid and Zita, 2014; Hassani and Tavosi, 2014 ; Nazir and Afza, 2009) และพบว่า กลยุทธ์และตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าตลาด (Altaf and Shah 2017; Sudiyatno et al., 2017; Javid and Zita, 2014; Mohamad and Saad, 2010; Afza and Nazir, 2007) นอกจากนี้ยังพบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าตลาด (Alghifari, Triharjono, and Juhaeni, 2013; Uchida, 2006) จึงทำให้การศึกษานี้กำหนดให้องค์ประกอบของความสามารถในการทำกำไรเป็นตัวแปรคั่นกลาง

ทั้งนี้ ตัวแปรคั่นกลาง เป็นตัวแปรที่คั่นกลางความสัมพันธ์เชิงสาเหตุระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม ซึ่งอาจเรียกได้ว่าเป็นตัวแปรที่สามที่เข้ามาอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม เนื่องจากเป็นตัวแปรที่ช่วยในการทำความเข้าใจกระบวนการของตัวแปรอิสระในการส่งผลต่อตัวแปรตาม (Baron and Kenny, 1986) โดยการทดสอบนัยสำคัญของตัวแปรคั่นกลางเรียกว่าการทดสอบอิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effect) (มนตรี พิริยะกุล, 2558)

## 2.5 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับมูลค่าตลาด

เป้าหมายของการบริหารถือเป็นศูนย์กลางของการประกอบธุรกิจ ซึ่งเป็นการบอกแนวทางการบริหารทั้งหมดของกิจการ โดยเป้าหมายสูงสุดขององค์กรอาจกำหนดเป็นมูลค่าสูงสุดขององค์กร ซึ่งจะสะท้อนความมีประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ซึ่งอาจมีเป้าหมายย่อยลงมาอีก เช่น ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยง เป็นต้น (Jingmeng, 2013)

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพเป็นส่วนสำคัญของยุทธศาสตร์โดยรวมของกิจการในการสร้างมูลค่าตลาด ทั้งนี้ การเพิ่มประสิทธิภาพของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเกิดจากจัดสมดุลของเงินทุนหมุนเวียนให้สามารถลดความต้องการของเงินทุนหมุนเวียนและเพิ่มรายได้ให้กับกิจการ (Afza and Nazir, 2007; Ganesan, 2007; Shin and Soenen, 1998) ทั้งนี้ การเพิ่มรายได้ถือเป็นการเพิ่มโอกาสในการเติบโตและเพิ่มผลกำไร ซึ่งจะสร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุน และสร้างความสนใจในการลงทุน โดยความต้องการของนักลงทุนในการลงทุนจะทำให้ราคาหุ้นของกิจการเพิ่มขึ้น และในที่สุดจะทำให้มูลค่าตลาดของกิจการเพิ่มขึ้น (Sudiyatno et al., 2017; Smith, 1980)

จากเหตุผลข้างต้น ทำให้ที่ผ่านมาได้มีการศึกษาถึงการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรอย่างแพร่หลาย เนื่องจาก การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นการบริหารที่อยู่บนพื้นฐานของความเสี่ยงและความสามารถในการทำกำไร และยังมีการศึกษาที่ศึกษาต่อไปว่า การบริหารเงินทุนหมุนเวียนจะส่งผลให้เพิ่มมูลค่าตลาดให้กิจการหรือไม่ โดยการศึกษาที่ผ่านมาวัดมูลค่าตลาดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q (Altaf and Shah, 2017; Javid and Zita, 2014; Abuzayed, 2012; Ogundipe et al., 2012; Sabri, 2012; Vural et al. 2012; Shubiri, 2011; Mohamad and Saad, 2010; Nazir and Afza, 2009; Wang, 2002)

อัตราส่วน Tobin's Q เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale ซึ่งได้รับรางวัล โนเบลสาขาเศรษฐศาสตร์ในปี ค.ศ.1981 โดย Tobin's Q เป็นตัววัดผลการดำเนินงานจากแนวคิดการผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าตลาด ซึ่งเป็นการเปรียบเทียบมูลค่าของบริษัทที่กำหนดโดยตลาดการเงิน (Financial Markets) กับมูลค่าของสินทรัพย์ (Book Value of Company's Assets) (Tobin, 1969) ซึ่งสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์}}{\text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม}}$$

สามารถวัดการคำนวณของ Tobin's Q ได้ดังนี้ (Nazir and Afza, 2009; Lewellen and Badrinath, 1997)

Tobin's Q มากกว่า 1 หมายถึง มูลค่าตลาดสูงกว่ามูลค่าสินทรัพย์ของธุรกิจ แสดงถึงว่ามูลค่าตลาดถูกตีราคาให้สูง สะท้อนได้ว่ากิจการสามารถบริหารงานได้อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้มูลค่าตลาดมีมูลค่ามากกว่าการลงทุนในสินทรัพย์

Tobin's Q เท่ากับ 1 หมายถึง มูลค่าตลาดเท่ากับมูลค่าสินทรัพย์ของธุรกิจ

Tobin's Q น้อยกว่า 1 หมายถึง มูลค่าตลาดต่ำกว่ามูลค่าสินทรัพย์ของธุรกิจ แสดงถึงว่ามูลค่าตลาดถูกตีให้ต่ำเกินไป อาจเกิดจากการลงทุนสูงเกินไป หรือการไม่สามารถใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์อย่างเต็มที่

สำหรับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่ศึกษาถึงผลกระทบการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อมูลค่าตลาด ได้มีการวัดมูลค่าตลาดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งมีทั้งทิศทางความสัมพันธ์ทั้งในเชิงลบและเชิงบวก นอกจากนี้ยังพบการศึกษาที่ตรวจสอบความสามารถในการทำกำไรที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าตลาดเพื่อทดสอบแนวคิดของการเพิ่มผลกำไรของกิจการจะนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าตลาดให้กับกิจการ (Sudiyatno et al., 2017; Smith, 1980) โดยศึกษาการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ใช้ตัวแปรตามเป็นมูลค่าตลาด (Market Value) แสดงดังตารางที่ 2.7

ตารางที่ 2.7 สรุปการศึกษาการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ใช้ตัวแปรตามเป็นมูลค่าตลาด

Researchers	Independent Variable		Dependent Variable
	WCM Strategies	WCM Indicators	Tobin's Q
Altaf and Shah (2017)		/	/
Javid and Zita (2014)	/		/
Abuzayed (2012)		/	/
Ogundipe et al. (2012)		/	/
Sabri (2012)	/		/
Vural et al. (2012)		/	/
Shubiri (2011)	/		/
Mohamad and Saad (2010)		/	/
Nazir and Afza (2009)	/		/
Wang (2002)		/	/

หมายเหตุ : WCM Strategies = กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Management Strategies)

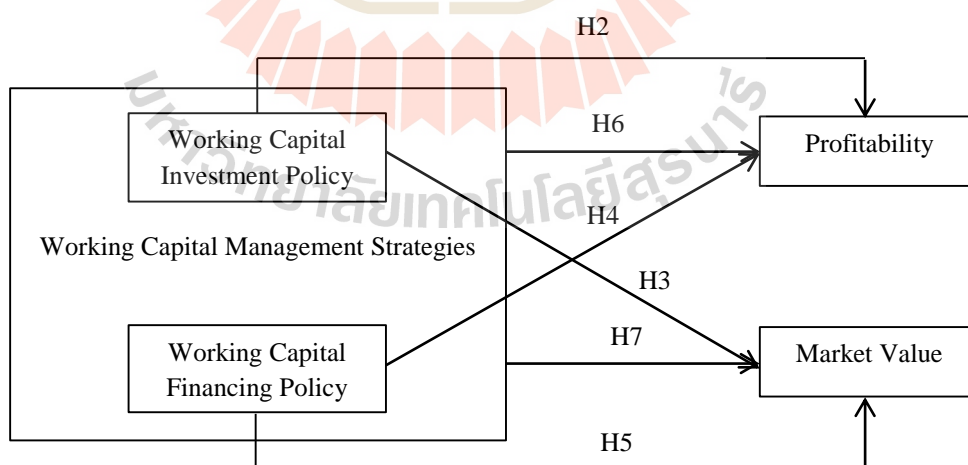
WCM Indicators = ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Management Indicators)

## 2.6 กรอบแนวคิดการวิจัย

กรอบแนวคิดของการวิจัยในครั้งนี้แบ่งออกเป็นสองส่วน คือ 1) ส่วนของการวิเคราะห์การเลือกใช้นโยบายและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด และ 2) การศึกษาถึงกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน และตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีอิทธิพลทางตรงต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด รวมทั้งศึกษาอิทธิพลทางอ้อมที่มีผลต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

### 2.6.1 กรอบแนวคิดการวิจัยส่วนของการวิเคราะห์การเลือกใช้นโยบายและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด

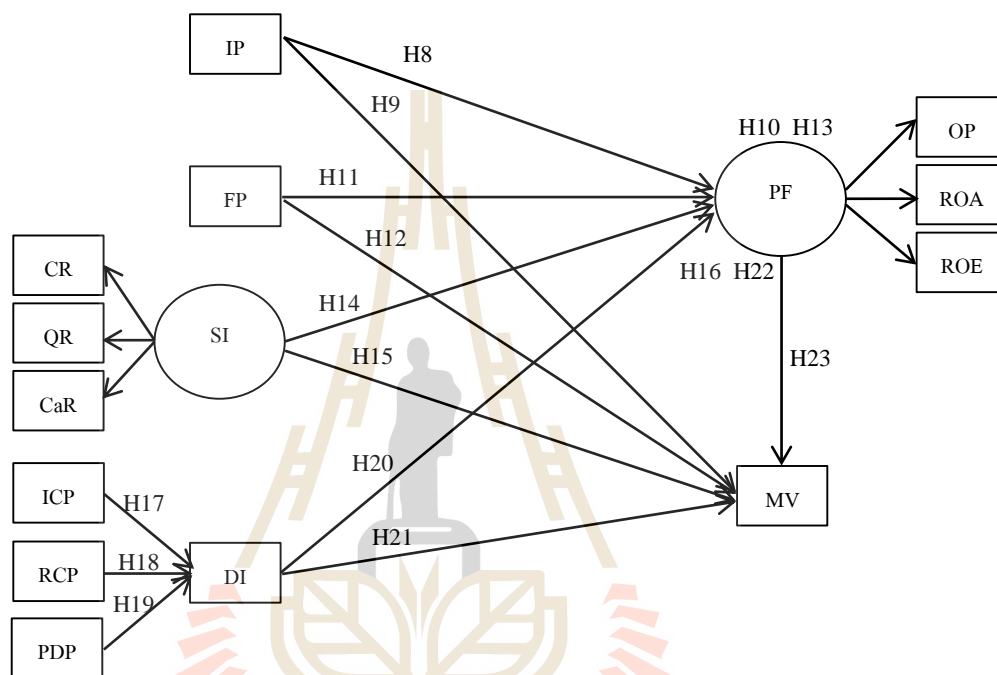
ในส่วนของการทดสอบสมมติฐานของการเลือกใช้นโยบายและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด จะทำการแปลงอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ของการศึกษานี้ จากมาตรวัดแบบมาตราส่วนประมาณค่า (Rating Scale) เป็นมาตรวัดมาตรวัดนามบัญญัติ (Nominal Scale) โดยมีตัวแปรตาม (Dependent Variables) เป็นอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร และอัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งเป็นมาตรวัดแบบมาตราส่วนประมาณค่า โดยกรอบแนวคิดการวิจัยในส่วนนี้แสดงในรูปภาพที่ 2.11



รูปภาพที่ 2.11 กรอบแนวคิดการวิจัยสำหรับการทดสอบความแตกต่างในการเลือกนโยบายและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน

## 2.6.2 กรอบแนวคิดการวิจัยส่วนของการวิเคราะห์สัมมนาโครงสร้าง

ในส่วนของการทดสอบสมมติฐาน โดยการวิเคราะห์จากสมการ โครงสร้าง เป็น การศึกษาถึงกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน และตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มี อิทธิพลทางตรงต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด รวมทั้งศึกษาอิทธิพลทางอ้อมที่มี ผลต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร ซึ่งแสดงในรูปภาพที่ 2.12



**รูปภาพที่ 2.12** กรอบแนวคิดการวิจัยสำหรับการวิเคราะห์สัมมนา โครงสร้าง

**หมายเหตุ :** IP = Working Capital Investment Policy, FP = Working Capital Financing Policy, SI = Static Working Capital Indicator measure by Current Ratio, CR = Current Ratio, QR = Quick Ratio, CaR = Cash Ratio, DI = Dynamic Working Capital Indicator measure by Cash Conversion Cycle, ICP = Inventory Conversion Period, RCP = Receivables Collection Period, PDP = Payable Deferral Period, PF = Profitability Ratios, OP = Operating Profit Margin, ROA = Return on Assets, ROE = Return on Equity, MV = Market Value measure by Tobin's Q Ratio

ตัวแปรทั้งหมดเป็นมาตรวัดแบบมาตราส่วนประมาณค่า ประกอบด้วย

1. ตัวแปรอิสระ คือ การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งแบ่งเป็นสองประเด็นคือ
  - 1.1 กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ประกอบด้วย นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน
  - 1.2 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ประกอบด้วย ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ มีตัวแปรสังเกตได้ คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว และอัตราส่วนเงินสด และตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต ที่วัดโดย

วงจรกิจจาด นอกจากนี้ยังประกอบด้วยตัวแปรภายนอก (Exogenous Variable) คือ ระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ และระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้

2. ตัวแปรคั่นกลาง (Mediator Variables) คือ ความสามารถในการทำกำไร ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรสังเกตได้ คือ อัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

3. ตัวแปรตาม คือ มูลค่าตลาด วัดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q

การทดสอบสมมติฐานในหัวข้อที่ 2.6.1 เป็นการทดสอบเฉพาะส่วนของกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งสามารถแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียนออกเป็น 3 นโยบายย่อย ได้แก่ แบบเชิงรุก แบบปานกลาง และแบบอนุรักษ์นิยม และแบ่งกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนออกเป็น 3 กลยุทธ์ย่อย ได้แก่ แบบเชิงรุก แบบปานกลาง และแบบอนุรักษ์นิยม ซึ่งเป็นการทดสอบสมมติฐานที่ 2-7 โดยเป็นการทดสอบว่านโยบายย่อยและกลยุทธ์ย่อยที่แตกต่างกันจะส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดหรือไม่ โดยมีการวิเคราะห์แยกส่วนกับการทดสอบในหัวข้อที่ 2.6.2 ที่มีการวิเคราะห์ในภาพรวมของนโยบายเงินทุนหมุนเวียน โดยเป็นการทดสอบสมมติฐานที่ 8-13 ซึ่งเป็นการทดสอบอิทธิพลทางตรงของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด รวมทั้งทดสอบอิทธิพลทางอ้อมของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร ทั้งนี้ ในหัวข้อที่ 2.6.2 สามารถแบ่งนโยบายย่อยได้เพียง 2 นโยบายย่อย ได้แก่ แบบเชิงรุก และแบบอนุรักษ์นิยม

## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษาเรื่อง ผลกระทบการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ซึ่งศึกษาถึงกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน และตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีอิทธิพลทางตรงต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด รวมทั้งศึกษาอิทธิพลทางอ้อมของกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนและตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร โดยมีระเบียบวิธีการวิจัยที่ใช้ในการศึกษาดังนี้

- 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
- 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย
- 3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล

#### 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการวิจัย คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 8 กลุ่มอุตสาหกรรม ประกอบด้วย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี รวมทั้งสิ้น จำนวน 604 บริษัท ข้อมูล ณ วันที่ 15 มกราคม 2562 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ออนไลน์, 2562)

ในการศึกษาครั้งนี้ทราบจำนวนประชากรที่ศึกษา คือ จำนวน 604 บริษัท หากกำหนดขนาดของกลุ่มตัวอย่างตามขนาดของกลุ่มตัวอย่างของทาโร ยามาเน่ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95 % จะได้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 286 ตัวอย่าง (Yamane, 1973) โดยการศึกษาครั้งนี้ได้วิเคราะห์ข้อมูลด้วยแบบจำลองสมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) ซึ่งเกณฑ์ของ Kline (2005) กำหนดไว้ว่า ขนาดกลุ่มตัวอย่างเพื่อใช้ในการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้างที่เหมาะสมควรมีอย่างน้อย 200 ตัวอย่าง อีกทั้ง Hair et al. (2010) ยังเสนอว่า การกำหนดขนาดกลุ่มตัวอย่างสำหรับการวิเคราะห์แบบจำลองสมการโครงสร้าง ควรจะอยู่ระหว่าง 5 - 20 เท่าของตัวแปรสังเกตได้ โดยในการศึกษานี้มีตัวแปรสังเกตได้ 13 ตัวแปร ดังนั้น ขนาดกลุ่มตัวอย่างที่เหมาะสมเพื่อใช้ในการ

วิเคราะห์ข้อมูลควรมีอย่างน้อย 65-260 ตัวอย่าง ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้ต้องกำหนดขนาดของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาอย่างน้อย 286 ตัวอย่าง จึงเป็นไปตามเกณฑ์ของ Yamane (1973) Kline (2005) และ Hair et al. (2010)

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ จะไม่นำกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน และหมวดธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เข้าร่วมวิเคราะห์ในการศึกษาครั้งนี้ เนื่องจาก มีความแตกต่างกับอุตสาหกรรมอื่นและหมวดธุรกิจอื่นในข้อกำหนดการบัญชี และถูกควบคุมการปฏิบัติงานจากธนาคารกลางและหน่วยงานรัฐที่มีส่วนเกี่ยวข้อง (Afrifa, 2016; Talonpoika et al., 2016; Bandara, 2015; Mansoori and Muhammad, 2012; Azam and Haider, 2011; Deloof, 2003) ดังนั้นจะเหลือกลุ่มตัวอย่างจำนวน 7 อุตสาหกรรม ประกอบด้วย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี รวมทั้งสิ้น จำนวน 488 บริษัท นอกจากนี้ การศึกษาครั้งนี้ จะตัดบริษัทที่เข้าข่ายถูกเพิกถอน และบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน (Afrifa, 2016; Mansoori and Muhammad, 2012) ออกจากการศึกษา รวมทั้งไม่นำบริษัทที่เข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ถึงระยะเวลา 5 ปีเข้าร่วมการศึกษา เนื่องจากการศึกษาครั้งนี้จะทำการเก็บข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี ซึ่งเป็นปีล่าสุดที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้ข้อมูลงบการเงินจาก [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com) ทำให้สุดท้ายแล้วมีขนาดของกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 381 ตัวอย่าง ดังตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1 ขนาดของกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา

กลุ่มอุตสาหกรรม	ประชากร (บริษัท)	ขนาดกลุ่มตัวอย่าง (บริษัท)
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	51	41
สินค้าอุปโภคบริโภค (CONS)	42	38
สินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	94	72
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP)	155	78
ทรัพยากร (RESO)	51	31
เทคโนโลยี (TECH)	39	33
บริการ (SERV)	113	88
การเงิน (FINA)	59	-
<b>รวม</b>	<b>604</b>	<b>381</b>



### 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ เป็นการเก็บรวบรวมข้อมูลจากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ที่เกี่ยวข้องกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าตลาด จากงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เอกสารที่เกี่ยวข้อง บทความวิจัย บทความวิชาการ และบทความออนไลน์ เพื่อกำหนดวัตถุประสงค์ สมมติฐานงานวิจัย และกรอบแนวคิดงานวิจัย รวมทั้งเก็บข้อมูลเพื่อวิเคราะห์ผลการวิจัยจากงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีใน [www.set.or.th](http://www.set.or.th) และ [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com) ทำการเฉลี่ยอัตราส่วนทางการเงินที่กำหนดเป็นตัวแปรในการศึกษาเพื่อใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล (Lamprey, Frimpong and Morrison, 2017; Salawu, 2006; Wang, 2002; Weinraub and Visscher, 1998) โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2560 รวมทั้งสิ้น 5 ปี

ทั้งนี้ ช่วงประมาณ เดือนสิงหาคม พ.ศ. 2556 ถึง เดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2557 เกิดวิกฤตการณ์การเมืองที่เกิดขึ้นจากการประท้วงต่อต้านรัฐบาล โดยมีการประกาศใช้กฎอัยการศึกทั่วราชอาณาจักร และเกิดกองทัพรัฐประหารรัฐบาล หลังจากเหตุการณ์ดังกล่าวจนกระทั่ง พ.ศ. 2560 (ปีสุดท้ายที่เก็บรวบรวมข้อมูลการวิจัย) ประเทศไทยได้รับการปกครองจากคณะรักษาความสงบแห่งชาติ ซึ่งระยะเวลาที่เก็บรวบรวมข้อมูลการวิจัยอยู่ในช่วงที่สถานการณ์ทางด้านเศรษฐกิจและการเมืองมีความผันผวน ผลการศึกษาจึงอาจมีข้อจำกัดในการนำไปประยุกต์ใช้กับช่วงสภาพเศรษฐกิจ และการเมืองที่แตกต่างออกไป

### 3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ แสดงการคำนวณในตารางที่ 3.2 ซึ่งประกอบด้วย:

1. **ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)** คือ การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งประกอบด้วย:

1.1 กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ประกอบด้วย นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน (Sudiyatno et al., 2017; Javid and Zita, 2014; Mwangi et al., 2014a,b; Nireesh, 2012; Sabri, 2012; Shubiri, 2011; Mohamad and Saad, 2010; Raheman et al., 2010; Nazir and Afza, 2009; Afza and Nazir, 2007)

1.2 **ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน** ประกอบด้วย

1) **ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่** มีตัวแปรสังเกตได้ คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Shrivastava et al., 2017; Ahmed et al., 2016; Eya, 2016; Ismail, 2016; Kumaraswamy, 2016; Imeokparia, 2015; Zill-e-Huma and Shah, 2015; Marobhe, 2014; Gachira et al., 2014; Akoto et al., 2013; Omesa et al., 2013; Azam and Haider, 2011; Mohamad and Saad, 2010; Eljelly, 2004) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (Ahmed et al., 2016; Eya, 2016; Ismail, 2016; Imeokparia, 2015; Marobhe, 2014) และอัตราส่วนเงินสด (Eya, 2016; Ismail, 2016; Imeokparia, 2015; Marobhe, 2014)

2) ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต วัดโดยวงจรเงินสด (Altaf and Shah, 2017; Shrivastava et al., 2017; Tran et al., 2017; Afrifa, 2016; Ahmed et al., 2016; Samiloglu and Akgun, 2016; Husain and Alnefae, 2016; Pais and Gama, 2015; Jayarathne, 2014; Gachira et al., 2014; Yazdanfar and Ohman, 2014; Anser and Malik, 2013; Gul et al., 2013; Makori and Jagongo, 2013; Tauringana and Afrifa, 2013) และประกอบด้วยตัวแปรภายนอก (Exogenous Variable) คือ ระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ และระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ (Shrivastava et al., 2017; Tran et al., 2017; Makori and Jagongo, 2013; Tauringana and Afrifa, 2013)

2. ตัวแปรคั่นกลาง (Mediator Variables) คือ ความสามารถในการทำกำไร ซึ่งประกอบด้วย ตัวแปรสังเกตได้ คือ อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Kumaraswamy, 2016; Lin et al., 2016; Samiloglu and Akgun, 2016; Jamil et al., 2015; Yilmaz, 2015; Marobhe, 2014; Majeed et al., 2013; Eljelly, 2004) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Altaf and Shah, 2017; Tran et al., 2017; Shrivastava et al., 2017; Sudiyatno et al., 2017; Eya, 2016; Ismail, 2016; Husain and Alnefae, 2016; Pais and Gama, 2015; Jamil et al., 2015; Gachira et al., 2014; Jayarathne, 2014; Yazdanfar and Ohman, 2014) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Ahmed et al., 2016; Samiloglu and Akgun, 2016; Javid and Zita, 2014; Akoto et al., 2013; Anser and Malik, 2013; Majeed et al., 2013; Omesa et al., 2013; Nireesh, 2012)

3. ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ มูลค่าตลาด วัดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q (Altaf and Shah, 2017; Javid and Zita, 2014; Abuzayed, 2012; Ogundipe et al., 2012; Sabri, 2012; Vural et al., 2012; Shubiri, 2011; Mohamad and Saad, 2010; Nazir and Afza, 2009; Wang, 2002)

ตารางที่ 3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

การวัดตัวแปรในการศึกษา	การคำนวณ
ตัวแปรต้น : การบริหารเงินทุนหมุนเวียน	
1. กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน	
นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน	สินทรัพย์หมุนเวียน / สินทรัพย์รวม
นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน	หนี้สินหมุนเวียน / สินทรัพย์รวม
2. ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน	
แบบคงที่ : อัตราส่วนทุนหมุนเวียน	สินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน
อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว	$((\text{สินทรัพย์หมุนเวียน} - \text{สินค้าคงเหลือ}) / \text{หนี้สินหมุนเวียน})$

ตารางที่ 3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา (ต่อ)

การวัดตัวแปรในการศึกษา	การคำนวณ
อัตราส่วนเงินสด	$((\text{เงินสด} + \text{หลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด}) / \text{หนี้สินหมุนเวียน})$
แบบพลวัต : วงจรเงินสด	RCP + ICP - PDP
ระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ (RCP)	$((\text{ลูกหนี้การค้า} \times 365) / \text{ขายสุทธิ})$
ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ (ICP)	$((\text{สินค้าคงเหลือ} \times 365) / \text{ต้นทุนขาย})$
ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ (PDP)	$((\text{เจ้าหนี้การค้า} \times 365) / \text{ต้นทุนขาย})$
<b>ตัวแปรคั่นกลาง : ความสามารถในการทำกำไร</b>	
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน	กำไรจากการดำเนินงาน / รายได้จากการขาย
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม	กำไรสุทธิ / สินทรัพย์รวม
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	กำไรสุทธิ / ส่วนของผู้ถือหุ้น
<b>ตัวแปรตาม : มูลค่าตลาด</b>	
อัตราส่วน Tobin's Q	มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ / มูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์รวม

### 3.4 การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาครั้งนี้วิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางคอมพิวเตอร์เป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) โดยมีการวิเคราะห์ทั้งหมด 3 ลักษณะ คือ 1) การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร 2) การวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติและการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้าง และ 3) การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย โดยมีรายละเอียดดังนี้

#### 3.4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร

การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร เพื่อบรรยายคุณลักษณะของกลุ่มตัวอย่างที่เก็บรวบรวมมา ด้วยการวิเคราะห์หาค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และค่าร้อยละ รวมทั้งวิเคราะห์ความแตกต่างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนตามกลุ่มอุตสาหกรรมด้วยการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One-Way Analysis of Variance: ANOVA) เพื่อเป็นแนวทางในการอธิบายลักษณะของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในแต่ละอุตสาหกรรม โดยตัวแปรของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในการศึกษาครั้งนี้ ประกอบด้วย อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว อัตราส่วนเงินสด

วงจรงเงินสด ระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกค้านี้ ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ และ ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ ทั้งนี้ หากค่าเฉลี่ยของตัวแปรการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในแต่ละอุตสาหกรรมแตกต่างกันมีนัยสำคัญทางสถิติ จะทำการเปรียบเทียบเชิงพหุคูณ (Multiple Comparison) เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยรายคู่ โดยในกรณีที่ความแปรปรวนของประชากรแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมไม่แตกต่างกันจะวิเคราะห์ด้วยวิธี Scheffe แต่ถ้าความแปรปรวนของประชากรแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมแตกต่างกันจะวิเคราะห์ด้วยวิธี Dunnett T3 (Laerd Statistics, 2017) เนื่องจาก การวิเคราะห์ด้วยวิธีดังกล่าวสามารถใช้ได้กับกลุ่มตัวอย่างที่มีขนาดเท่ากันหรือไม่เท่ากันก็ได้ ซึ่งการศึกษาครั้งนี้มีกลุ่มตัวอย่างในการเปรียบเทียบไม่เท่ากัน (ทรงชัย กุสีอ่อน, 2554)

### 3.4.2 การวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติและการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้าง

การวิเคราะห์เพื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติและการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้าง ประกอบด้วย การวิเคราะห์ 3 ลักษณะ ดังนี้

1. การทดสอบการแจกแจงของข้อมูล เพื่อทดสอบว่าข้อมูลที่เก็บรวบรวมจากกลุ่มตัวอย่างมีการแจกแจงแบบโค้งปกติ (Normal Curve) หรือไม่ โดยการพิจารณาค่าความเบ้ (Skewness) และความโค้ง (Kurtosis) โดยเกณฑ์ต้องมีค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้ (Skewness Coefficient) ไม่เกิน  $\pm 3$  และค่าสัมประสิทธิ์ความโค้ง (Kurtosis Coefficient) ไม่เกิน  $\pm 10$  จึงแสดงว่าข้อมูลที่เก็บรวบรวมจากกลุ่มตัวอย่างมีการแจกแจงแบบโค้งปกติ (Kline, 2015) หากพบว่าข้อมูลตัวแปรมีการแจกแจงไม่เป็นโค้งปกติจะดำเนินการปรับลักษณะตัวแปรด้วยการแปลงข้อมูลเป็นค่าลอการิทึม (Hair et al., 2010)

2. การวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory Factor Analysis: CFA) ของตัวแปรแฝง ซึ่งเป็นการทดสอบความตรงเชิงโครงสร้างของแบบจำลองการวัด ได้แก่ 1) องค์ประกอบของความสามารถในการทำกำไร และ 2) องค์ประกอบของอัตราส่วนสภาพคล่อง มีเกณฑ์การพิจารณาค่าสถิติ ดังตารางที่ 3.4

3. การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ เพื่อตรวจสอบว่าเกิดภาวะที่ตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์กันสูงเกินไป (Multicollinearity) หรือไม่ ซึ่งหากตัวแปรต้นมีระดับความสัมพันธ์เกิน  $\pm 0.75$  แสดงว่ามีความสัมพันธ์กันมากเกินไป (Baggio and Klobas, 2011) นอกจากนี้หากค่า VIF (Variance Inflation Factor) ของตัวแปรต้นมีค่าเกิน 5.00 แสดงว่าตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์กันมากเกินไปเช่นกัน (Hair et al., 2010) ดังนั้น หากเกิดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นที่มากเกินไป ควรเลือกใช้ตัวแปรเพียง 1 ตัว ในการวิเคราะห์ข้อมูล หรือวิเคราะห์แยกเป็น

3 สมการ เพื่อตรวจสอบว่าตัวแปรใดมีความสามารถพยากรณ์ตัวแปรตามได้ดีกว่ากัน (ฐนัฐ วงศ์สายเชื้อ, 2559ก)

### 3.4.3 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย

การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานเพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย มีการวิเคราะห์ 3 ขั้นตอน ดังนี้

#### 1. การวิเคราะห์เพื่อตอบวัตถุประสงค์ที่ 1 เพื่อจำแนกกลยุทธ์การบริหารเงินทุน

หมุนเวียน โดยวิเคราะห์สถิติด้วย One - Sample T Test โดยการแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียน (Maswadeh, 2015) และกำหนดค่ามาตรฐานคือ 0.50 (Adam et al, 2017) มีเกณฑ์การวัดดังนี้

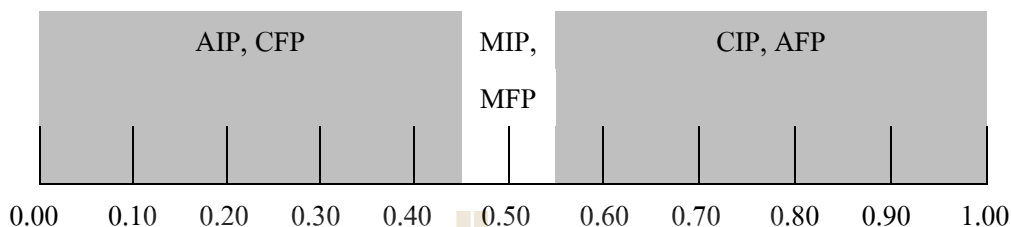
1) อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม ที่ต่ำกว่าค่ามาตรฐาน และมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน สามารถกำหนดให้เป็น นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive Working Capital Investment Policy: AIP) และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative Working Capital Financing Policy: CFP)

2) อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม ที่สูงกว่าค่ามาตรฐาน และมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน สามารถกำหนดให้เป็น นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative Working Capital Investment Policy: CIP) และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive Working Capital Financing Policy: AFP)

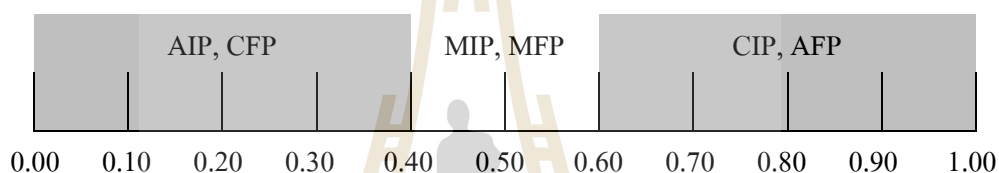
3) อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม ที่ไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน กำหนดให้เป็นนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง (Moderate Working Capital Investment Policy: MIP) และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง (Moderate Working Capital Financing Policy: MFP)

นโยบายเงินทุนหมุนเวียนจะมีตัวเลขของอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม อยู่ระหว่าง 0.00-1.00 เท่า โดยกำหนดให้ค่ามาตรฐานคือ 0.50 ซึ่งเป็นนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง (Moderate) (Adam et al, 2017) โดยการวิเคราะห์ข้อมูลจะทดสอบการกำหนดช่วงของนโยบายโดยเริ่มจาก AIP และ CFP อยู่ในช่วง 0.00-0.45 เท่า, MIP และ MFP อยู่ในช่วง 0.46-0.54 เท่า, และ CIP และ AFP อยู่ในช่วง 0.55-1.00 เท่า เป็นการทดสอบครั้งแรก และการทดสอบครั้งถัดไปจะขยับช่วงของ AIP และ CFP กับ CIP และ AFP ออกครั้งละ 0.05 เท่า โดยจะทดสอบจนกว่าช่วงของ MIP และ MFP มี

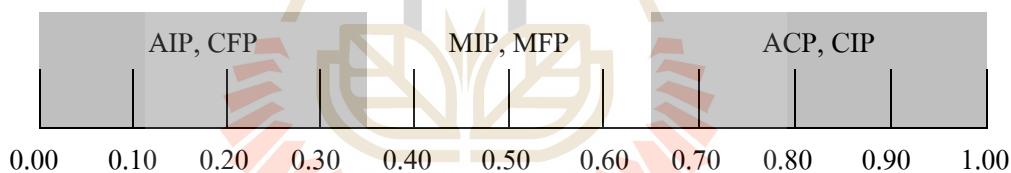
ความแตกต่างกับค่ามาตรฐานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งหมายความว่าช่วงของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง (Moderate) มีความแตกต่างกับ 0.50 จึงไม่สามารถกำหนดเป็นนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางได้ ซึ่งการทดสอบจะทำการแบ่งช่วงดังรูปภาพต่อไปนี้



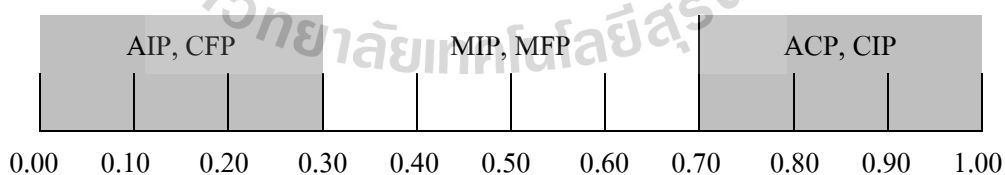
รูปภาพที่ 3.1 การแบ่งช่วงการทดสอบเพื่อจำแนกนโยบาย ครั้งที่ 1



รูปภาพที่ 3.2 การแบ่งช่วงการทดสอบเพื่อจำแนกนโยบาย ครั้งที่ 2



รูปภาพที่ 3.3 การแบ่งช่วงการทดสอบเพื่อจำแนกนโยบาย ครั้งที่ 3



รูปภาพที่ 3.4 การแบ่งช่วงการทดสอบเพื่อจำแนกนโยบาย ครั้งที่ 4

เมื่อแบ่งช่วงของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแล้ว จึงทำการจำแนกกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน โดยพิจารณาร่วมกันระหว่างนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน ตามแนวคิดของ Hassani and Tavosi (2014) ที่กล่าวไว้ว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง (Moderate Working Capital Management Strategies: MWS) มี 3 รูปแบบ คือ

1) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

2) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

3) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

ในการศึกษาครั้งนี้ได้ประยุกต์แนวคิดของ Hassani and Tavosi (2014) เพื่อกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive Working Capital Management Strategies: AWS) และกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative Working Capital Management Strategies: CWS) ดังนี้

กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (AWS) มี 3 รูปแบบ คือ

1) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

2) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

3) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (CWS) มี 3 รูปแบบ คือ

1) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

2) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

3) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

เมื่อจำแนกนโยบายเงินทุนหมุนเวียนและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแล้ว จะทำการใส่ตัวแปรหุ่นเพื่อแทนนโยบายย่อย และกลยุทธ์ย่อย สำหรับการทดสอบสมมติฐานที่ 2-7 ต่อไป แสดงดังตารางที่ 3.3 โดยที่ :

1 = กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบ Aggressive

2 = กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบ Moderate

3 = กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบ Conservative

ตารางที่ 3.3 การใส่ตัวแปรหุ่นในการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 2 - 7

		Working Capital Financing Policy		
		aggressive = 1	moderate = 2	conservative = 3
Working Capital	aggressive = 1	aa = 1	am = 1	ac = 2
	moderate = 2	ma = 1	mm = 2	mc = 3
Investment Policy	conservative =	ca = 2	cm = 3	cc = 3

3

หมายเหตุ : a = นโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบ aggressive, m = นโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบ moderate, และ c = นโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบ conservative

จากตารางที่ 3.3 สามารถอธิบายตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ที่ใช้ในการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 2-7 ดังนี้

1) นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม ประกอบด้วยตัวแปรหุ่น 3 ตัวแปร คือ นโยบายแบบเชิงรุก นโยบายแบบปานกลาง และนโยบายแบบอนุรักษ์นิยม

2) นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม ประกอบด้วยตัวแปรหุ่น 3 ตัวแปร คือ นโยบายแบบเชิงรุก นโยบายแบบปานกลาง และนโยบายแบบอนุรักษ์นิยม

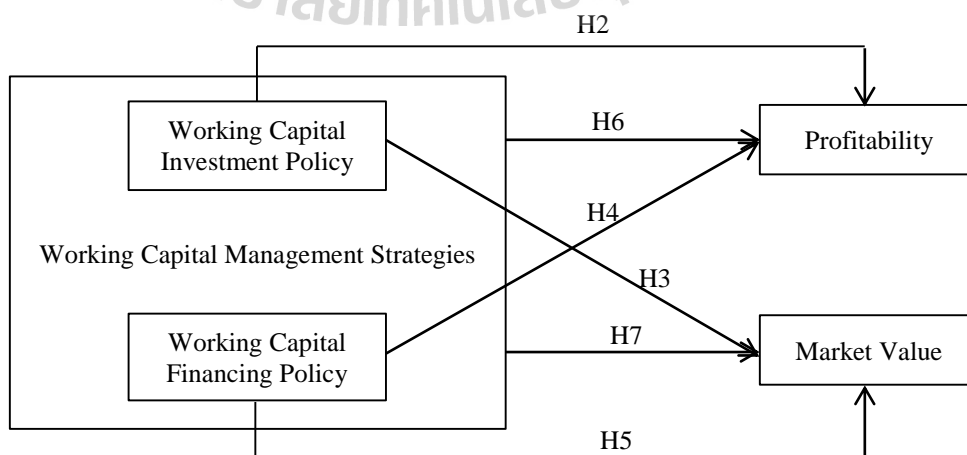
3) กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งเกิดจากการพิจารณาร่วมกันระหว่างนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน ประกอบด้วยตัวแปรหุ่น 3 ตัวแปร คือ กลยุทธ์แบบเชิงรุก กลยุทธ์แบบปานกลาง และกลยุทธ์แบบอนุรักษ์นิยม

2. การวิเคราะห์เพื่อตอบวัตถุประสงค์ที่ 3 เพื่อศึกษากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด และเพื่อตอบสมมติฐานที่ 2 - 7 จะทำการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One Way Analysis of Variance: ANOVA) โดยแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียนและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนจากการวิเคราะห์ขั้นตอนที่ 1 ซึ่งจะแทนนโยบายเงินทุนหมุนเวียนและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนด้วยตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ที่เป็นการวัดระดับการวัดของตัวแปรประเภทมาตรานามบัญญัติ (Nominal Scale) ประกอบด้วย นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน 3 ตัวแปร นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน 3 ตัวแปร และกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน 3 ตัวแปร ทั้งนี้ หากค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานในแต่ละนโยบาย/กลยุทธ์แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จะทำการเปรียบเทียบเชิงพหุคูณ (Multiple Comparison) เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยรายคู่ ด้วยค่าสถิติ Scheffe ในกรณี ที่ความแปรปรวนของประชากรแต่ละนโยบายหรือกลยุทธ์เงินทุนหมุนเวียนไม่



แตกต่างกัน หรือค่าสถิติ Dunnett T3 ในกรณีที่มีความแปรปรวนของประชากรแต่ละนโยบายหรือกลยุทธ์เงินทุนหมุนเวียนแตกต่างกัน (Laerd Statistics, 2017) เนื่องจาก การวิเคราะห์ด้วยวิธีดังกล่าวสามารถใช้ได้กับกลุ่มตัวอย่างที่มีขนาดเท่ากันหรือไม่เท่ากันก็ได้ ซึ่งการศึกษาค้นคว้านี้มีกลุ่มตัวอย่างในการเปรียบเทียบไม่เท่ากัน (ทรงชัย ภูสีอ่อน, 2554)

ในขั้นตอนนี้จะไม่มีการเฉลี่ยอัตราส่วนทางการเงินของตัวแปรนโยบายเงินทุนหมุนเวียน และกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน (ตัวแปรต้นของการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 2-7) แต่จะแทนนโยบายเงินทุนหมุนเวียนและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนด้วยตัวแปรหุ่นทั้ง 5 ปี ที่เก็บรวบรวมข้อมูล และใช้ค่าฐานนิยม (Mode) ของทั้ง 5 ปี มาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ซึ่งต่างจากขั้นตอนอื่น ๆ ที่ใช้ค่าเฉลี่ย (Mean) 5 ปี ของอัตราส่วนทางการเงิน เนื่องจาก ในบางบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างอาจมีการเปลี่ยนแปลงการเลือกใช้นโยบายย่อยจากนโยบายแบบเชิงรุกไปเป็นนโยบายแบบอนุรักษ์นิยม หรือจากนโยบายแบบอนุรักษ์นิยมไปเป็นนโยบายแบบเชิงรุก ซึ่งมีค่าของอัตราส่วนที่ห่างกัน เมื่อเทียบกับการเปลี่ยนแปลงนโยบายย่อยจากนโยบายแบบเชิงรุกหรือนโยบายแบบอนุรักษ์นิยมไปเป็นนโยบายแบบปานกลาง เช่น บริษัท A ใช้นโยบายแบบเชิงรุกในพ.ศ. 2556 แต่ใน พ.ศ. 2557-2560 กลับเลือกใช้นโยบายแบบอนุรักษ์นิยม หากใช้ค่าฐานนิยมจะแสดงให้เห็นว่าบริษัท A ใช้นโยบายแบบอนุรักษ์นิยมเป็นส่วนใหญ่ แต่หากใช้ค่าเฉลี่ยอาจมีตัวเลขของอัตราส่วนอยู่ในค่าของนโยบายแบบปานกลาง ซึ่งบริษัท A ไม่เคยใช้นโยบายแบบปานกลาง โดยแนวคิดดังกล่าวประยุกต์จากแนวคิดของ Jedrzejczak-Gas 2017 ที่กล่าวไว้ว่าบริษัทมักจะไม่เปลี่ยนนโยบายจากแบบเชิงรุกไปแบบอนุรักษ์นิยม และไม่เปลี่ยนนโยบายจากแบบอนุรักษ์นิยมไปแบบเชิงรุก แต่จะเปลี่ยนไปเป็นแบบปานกลาง แต่ในทางปฏิบัติของบริษัทในประเทศไทยอาจพบบริษัทที่เปลี่ยนนโยบายจากแบบเชิงรุกไปแบบอนุรักษ์นิยม หรือเปลี่ยนจากแบบอนุรักษ์นิยมไปแบบเชิงรุก โดยกรอบแนวคิดการวิจัยในส่วนของสมมติฐานที่ 2-7 แสดงดังรูปภาพที่ 3.5



รูปภาพที่ 3.5 การทดสอบสมมติฐานที่ 2 - 7

3. การวิเคราะห์เพื่อตอบวัตถุประสงค์ที่ 2 เพื่อนำเสนอแบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด วัตถุประสงค์ที่ 3 ศึกษากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด วัตถุประสงค์ที่ 4 เพื่อศึกษาตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด และวัตถุประสงค์ที่ 5 เพื่อศึกษาความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อมูลค่าตลาด และตอบสมมติฐานที่ 1 และสมมติฐานที่ 8 - 23 จะทำด้วยการวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (Structural Equation Modeling: SEM) เพื่อตรวจสอบอิทธิพลทางตรงและอิทธิพลทางอ้อมของตัวแปร และเพื่อทดสอบความสอดคล้องของแบบจำลองโครงสร้างกับข้อมูลเชิงประจักษ์จากกลุ่มตัวอย่างที่เก็บรวบรวมจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเกณฑ์การพิจารณาค่าสถิติการวิเคราะห์แบบจำลองโครงสร้างแสดงดังตารางที่ 3.4 และแสดงแบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด ของการศึกษาครั้งนี้ ดังรูปภาพที่ 3.6

ตารางที่ 3.4 เกณฑ์การพิจารณาค่าดัชนีวัดความสอดคล้อง

ค่าสถิติ	เกณฑ์	อ้างอิง
ไคสแควร์สัมพัทธ์ ( $\chi^2/df$ )	< 2.0	Hair et al. (2010)
	< 5.0	Bentler (1989)
ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI)	> 0.90	Hair et al. (2010)
ดัชนีวัดระดับความเหมาะสมพอดี (Normed fit index: NFI)	> 0.90	Hair et al. (2010)
ค่าดัชนีวัดระดับความสอดคล้องกลมกลืนเปรียบเทียบ (Comparative Fit Index : CFI)	> 0.90	Hair et al. (2010)
ค่ารากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนกำลังสองของการประมาณค่า (RMSEA)	< 0.05	Hair et al. (2010)
	< 0.08	Hu and Bentler (1999)
ค่าเฉลี่ยการเปรียบเทียบขนาดของความแปรปรวนและความแปรปรวนร่วมระหว่างตัวแปรของประชากร (RMR)	< 0.05	Hair et al. (2010)
	< 0.08	Hu and Bentler (1999)



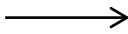
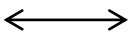

จากตารางที่ 3.4 เป็นการพิจารณาค่าดัชนีในการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันในหัวข้อที่ 3.4.2 และการวิเคราะห์แบบจำลองโครงสร้างในหัวข้อที่ 3.4.3 โดยในการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยันจะต้องแสดงค่าน้ำหนักองค์ประกอบ (Factor loading) ตามค่าที่ได้ ส่วนการวิเคราะห์แบบจำลองโครงสร้างจะต้องแสดงค่าขนาดอิทธิพลทางตรง (Direct Effects: DE) ค่าขนาดอิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effects: IE) ค่าขนาดอิทธิพลรวม (Total Effects: IE) และค่าความผันแปร

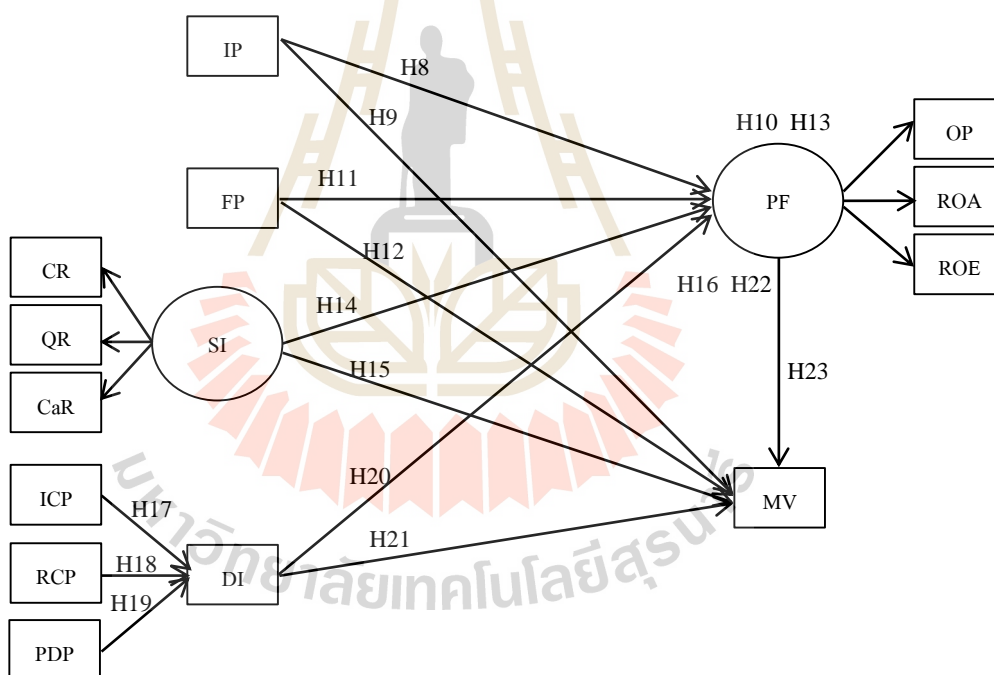
ของข้อมูล ( $R^2$ ) ตามค่าที่ได้ (Hair et al., 2010) นอกจากนี้ ค่าความสอดคล้องของแบบจำลองและข้อมูลเชิงประจักษ์จะพิจารณาจากค่า Probability Level ซึ่งต้องมีค่าตั้งแต่ 0.05 ขึ้นไป จึงจะแสดงว่าแบบจำลองสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ซึ่งแสดงถึงความไม่แตกต่างกันระหว่างเมตริกซ์ความแปรปรวนรวมที่ได้จากการเก็บรวบรวมข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่าง (Sample Covariance Matrix) และเมตริกซ์ความแปรปรวนรวมของแบบจำลองโครงสร้าง (Computed Covariance Matrix) แต่ถ้าค่า Probability Level มีค่าน้อยกว่า 0.05 จะต้องพิจารณาค่าดัชนีวัดความสอดคล้องตัวอื่น ๆ ซึ่งแสดงดังตารางที่ 3.4 และสามารถอธิบายได้ ดังนี้

- 1) ไคสแควร์สัมพัทธ์ ( $\chi^2/df$ ) เป็นคำนวณจากค่าไคสแควร์หารด้วยระดับองศาอิสระ หากน้อยกว่าหรือเท่ากับ 5.0 ถือว่าแบบจำลองมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ (Bentler, 1989)
- 2) ดัชนีวัดความกลมกลืน (Goodness of Fit Index: GFI) ดัชนีวัดระดับความเหมาะสมพอดี (Normed fit index: NFI) และค่าดัชนีวัดระดับความสอดคล้องกลมกลืนเปรียบเทียบ (Comparative Fit Index : CFI) มีค่าอยู่ระหว่าง 0.00 ถึง 1.00 หากมีค่ามากกว่า 0.90 ถือว่าแบบจำลองมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ (Hair et al., 2010)
- 3) ค่ารากที่สองของค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนกำลังสองของการประมาณค่า (Root Mean Square Error of Approximation: RMSEA) และค่าเฉลี่ยการเปรียบเทียบขนาดของความแปรปรวนและความแปรปรวนร่วมระหว่างตัวแปรของประชากร (Root Mean Square Residual: RMR) หากมีค่าใกล้ศูนย์ถือว่าแบบจำลองมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ แต่ทั้งนี้ควรมีค่าต่ำกว่า 0.08 (Hu and Bentler, 1999)

การปรับแบบจำลองจะพิจารณาการระบุความเป็นไปได้ค่าเดียว โดยพิจารณาจากค่า Model Identification เพื่อให้แบบจำลองการวิเคราะห์เป็นภาวะ Over Identification จึงสามารถทำการประมาณค่าพารามิเตอร์ต่าง ๆ ในแบบจำลองด้วยวิธีการทดสอบค่า Probability Level หากค่า Probability Level น้อยกว่า 0.05 หรือมีค่าดัชนีความสอดคล้องไม่เป็นไปตามเกณฑ์ดังที่แสดงในตารางที่ 3.4 แสดงว่าแบบจำลองไม่สอดคล้องกับข้อมูลประจักษ์ ซึ่งจะต้องทำการปรับแบบจำลองเพื่อลดค่าไค-สแควร์ ( $\chi^2$ ) และค่าองศาอิสระ (df) โดยการพิจารณาค่า Modification Indices (MI) ซึ่งเป็นการปรับค่าความแปรปรวนร่วม (Covariance) ของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัว โดยการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างคู่ตัวแปรจะพิจารณาจากคู่ที่มีค่า MI มากที่สุดก่อน และจะทำการปรับจนกว่าค่าดัชนีความสอดคล้องของแบบจำลองจะเป็นตามเกณฑ์ (โกศล จิตวิรัตน์ และคณะ, 2556) ในกรณีที่ปรับค่า MI แล้วยังพบว่าแบบจำลองไม่สอดคล้องกับข้อมูลประจักษ์จึงจะพิจารณาการตัดตัวแปรสังเกตได้ออกจากแบบจำลอง พิจารณาจากคู่ที่มีค่า Modification Indices สูงที่สุด และมีค่าน้ำหนักองค์ประกอบต่ำที่สุด โดยตัดตัวแปรออกทีละตัว แล้วทำการวิเคราะห์ข้อมูลซ้ำ (ฐนัฐ วงศ์สายเชื้อ, 2559ข)

ตารางที่ 3.5 สัญลักษณ์ที่ใช้ในแบบจำลองโครงสร้าง

สัญลักษณ์ของแบบจำลอง	ความหมาย
	ตัวแปรแฝง หรือองค์ประกอบ (Latent Variable)
	ตัวแปรสังเกตได้ (Observed Variable)
	เส้นทางค่าน้ำหนักอิทธิพล
	ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร
อิสระ → ตาม	ตัวแปรอิสระมีผลทางตรงต่อตัวแปรตาม (ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ)
อิสระ → ก้นกลาง → ตาม	ตัวแปรต้นมีผลทางอ้อมต่อตัวแปรตาม โดยผ่านตัวแปรก้นกลาง (Mediator Variable) (ความสัมพันธ์เชิงสาเหตุ)
	ความคลาดเคลื่อน (Error)



รูปภาพที่ 3.6 แบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

หมายเหตุ : IP = Working Capital Investment Policy measured by total current assets to total assets ratio, FP = Working Capital Financing Policy measured by total current liabilities to total assets ratio, SI = Static Working Capital Indicator measure by Current Ratio, CR = Current Ratio, QR = Quick Ratio, CaR = Cash Ratio, DI = Dynamic Working Capital Indicator measure by Cash Conversion Cycle, ICP = Inventory Conversion Period, RCP = Receivables Collection Period, PDP = Payable Deferral Period, PF = Profitability Ratios, OP = Operating Profit Margin, ROA = Return on Assets, ROE = Return on Equity, MV = Market Value measure by Tobin's Q Ratio

## บทที่ 4

### ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยเรื่อง ผลกระทบการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ศึกษาข้อมูลจากตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 381 บริษัท โดยแบ่งการนำเสนอออกเป็น 6 ส่วน ดังนี้

- 4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น
- 4.2 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนตามกลุ่มอุตสาหกรรม
- 4.3 ผลการตรวจสอบข้อดกลงเบื้องต้นทางสถิติ
- 4.4 ผลการทดสอบสมมติฐานด้านกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน
- 4.5 ผลการทดสอบสมมติฐานของแบบจำลองโครงสร้างการบริหารเงินทุนหมุนเวียน

ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด

- 4.6 ผลการวิเคราะห์ด้านตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน

โดยรายการคำย่อของบทที่ 4 มีดังนี้

MV	มูลค่าตลาด (Market Value)
PF	ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)
TQ	อัตราส่วน Tobin's Q
OP	อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin)
ROA	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets)
ROE	อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity)
IP	นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Investment Policy)
FP	นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Financing Policy)
WS	กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Management Strategies)
AIP	นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive Working Capital Investment Policy)
MIP	นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง (Moderate Working Capital Investment Policy)
CIP	นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative Working Capital Investment Policy)

AFP นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive Working Capital Financing Policy)

MFP นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง (Moderate Working Capital Financing Policy)

CFP นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative Working Capital Financing Policy)

AWS กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive Working Capital Management Strategies)

MWS กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง (Moderate Working Capital Management Strategies)

CWS กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative Working Capital Management Strategies)

SI ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ (Static Working Capital Indicator)

DI ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต (Dynamic Working Capital Indicator)

CR อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio)

QR อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio)

CaR อัตราส่วนเงินสด (Cash Ratio)

CCC วงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle)

ICP ระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกค้า (Inventory Conversion Period)

RCP ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ (Receivables Collection Period)

PDP ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ (Payable Deferral Period)

#### 4.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

##### 4.1.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้านประชากรศาสตร์

การวิเคราะห์ข้อมูลด้านประชากรศาสตร์ของกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 381 บริษัท ได้วิเคราะห์จากสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ความถี่ และร้อยละ ตามตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการวิเคราะห์

กลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ	จำนวน (บริษัท)	ร้อยละ
1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)	41	10.76
1.1) หมวดธุรกิจการเกษตร	8	5.10
1.2) หมวดธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม	33	8.66
2) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONS)	38	9.97
2.1) หมวดธุรกิจแฟชั่น	22	5.77
2.2) หมวดธุรกิจของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน	11	2.89
2.3) หมวดธุรกิจของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์	5	1.32
3) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	72	18.90
3.1) หมวดธุรกิจยานยนต์	16	4.20
3.2) หมวดธุรกิจวัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร	9	2.36
3.3) หมวดธุรกิจกระดาษและวัสดุการพิมพ์	1	0.26
3.4) หมวดธุรกิจปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์	10	2.62
3.5) หมวดธุรกิจบรรจุภัณฑ์	13	3.41
3.6) หมวดธุรกิจเหล็ก	23	6.04
4) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP)	78	20.47
4.1) หมวดธุรกิจวัสดุก่อสร้าง	17	4.46
4.2) หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์	44	11.55
4.3) หมวดธุรกิจบริการรับเหมาก่อสร้าง	17	4.46
5) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESO)	31	8.14
5.1) หมวดธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค	30	7.78
5.2) หมวดธุรกิจเหมืองแร่	1	0.26
6) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH)	33	8.66
6.1) หมวดธุรกิจชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	9	2.36
6.2) หมวดธุรกิจเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร	24	6.30
7) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERV)	88	23.10
7.1) หมวดธุรกิจพาณิชย์	19	4.99
7.2) หมวดธุรกิจการแพทย์	15	3.94
7.3) หมวดธุรกิจสื่อและสิ่งพิมพ์	28	7.35

ตารางที่ 4.1 จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการวิเคราะห์ (ต่อ)

กลุ่มอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจ	จำนวน (บริษัท)	ร้อยละ
7.4) หมวดธุรกิจบริการเฉพาะกิจ	2	0.52
7.5) หมวดธุรกิจการท่องเที่ยวและสันทนาการ	11	2.89
7.6) หมวดธุรกิจ	13	3.41
<b>รวม 7 อุตสาหกรรม</b>	<b>381</b>	<b>100.00</b>

จากตารางที่ 4.1 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ ส่วนใหญ่มาจากกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (ร้อยละ 23.10) รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (ร้อยละ 20.47) และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (ร้อยละ 18.90) ตามลำดับ ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีตัวอย่างน้อยที่สุด (ร้อยละ 8.14) และเมื่อพิจารณาตามหมวดธุรกิจ พบว่า ตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ส่วนใหญ่มาจากหมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (ร้อยละ 11.55) รองลงมาคือ หมวดธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม (ร้อยละ 8.66) และหมวดธุรกิจพลังงานและสาธารณูปโภค (ร้อยละ 7.78) ตามลำดับ

#### 4.1.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร

ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรสังเกตได้ วิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุด ดังนี้

ตารางที่ 4.2 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน

กลุ่มอุตสาหกรรม	Working Capital Management Strategies					
	Working Capital Investment Policy			Working Capital Financing Policy		
	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.06	0.75	0.41	0.06	0.64	0.28
สินค้าอุปโภคบริโภค	0.22	0.85	0.54	0.04	0.54	0.23
สินค้าอุตสาหกรรม	0.11	0.90	0.51	0.02	0.73	0.28
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.04	0.94	0.54	0.02	0.77	0.29
ทรัพยากร	0.06	0.79	0.32	0.04	0.57	0.23
เทคโนโลยี	0.13	0.96	0.57	0.14	0.75	0.42
บริการ	0.02	0.80	0.35	0.01	0.72	0.25
<b>รวม 7 อุตสาหกรรม</b>	<b>0.02</b>	<b>0.96</b>	<b>0.46</b>	<b>0.01</b>	<b>0.77</b>	<b>0.28</b>



จากตารางที่ 4.2 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการศึกษามีค่าเฉลี่ยของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม 0.46 เท่า โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยสูงสุด (0.57 เท่า) รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (0.54 เท่า) และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (0.54 เท่า) ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีค่าเฉลี่ยของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนต่ำที่สุด (0.32 เท่า) สำหรับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการศึกษามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.28 เท่า โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยสูงสุด (0.42 เท่า) ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร ค่าเฉลี่ยต่ำที่สุด คือ 0.23 เท่า

จากข้อมูลข้างต้นแสดงให้เห็นว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนสูงสุด ทั้งนี้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีค่าเฉลี่ยของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนต่ำที่สุด ทั้งนี้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน

ตารางที่ 4.3 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่

กลุ่มอุตสาหกรรม	Working Capital Management Indicators (Statically)								
	Current Ratio			Quick Ratio			Cash Ratio		
	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.47	6.01	1.96	0.18	4.15	1.10	0.01	4.13	0.68
สินค้าอุปโภคบริโภค	0.81	8.75	3.17	0.27	6.25	1.82	0.01	4.83	1.07
สินค้าอุตสาหกรรม	0.50	8.72	2.46	0.11	4.84	1.54	0.01	3.50	0.79
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.29	7.68	2.31	0.02	5.99	0.83	0.02	4.34	0.57
ทรัพยากร	0.31	8.58	2.12	0.17	6.01	1.46	0.02	4.82	1.02
เทคโนโลยี	0.55	4.87	1.62	0.18	3.71	1.14	0.03	2.87	0.56
บริการ	0.10	13.46	2.12	0.03	11.40	1.61	0.01	11.06	1.16
รวม 7 อุตสาหกรรม	0.10	13.46	2.27	0.02	11.40	1.35	0.01	11.06	0.85

จากตารางที่ 4.3 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการศึกษามีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนทุนหมุนเวียน อยู่ที่ 2.27 เท่า โดยกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนทุนหมุนเวียนสูงสุด (3.17 เท่า) รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรม

สินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (2.46 เท่า และ 2.31 เท่า ตามลำดับ) ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีการศึกษามีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนทุนหมุนเวียนต่ำที่สุด (1.62 เท่า)

ในส่วนของอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการศึกษามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.35 เท่า โดยกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วสูงที่สุด (1.82 เท่า) รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (1.54 เท่า และ 1.46 เท่า ตามลำดับ) ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วต่ำที่สุด (0.83 เท่า)

สำหรับอัตราส่วนเงินสด พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการศึกษามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.85 เท่า โดยกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนเงินสดสูงที่สุด (1.16 เท่า) รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (1.07 เท่า และ 1.02 เท่า ตามลำดับ) ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนเงินสดต่ำที่สุด (0.56 เท่า)

จากข้อมูลข้างต้นสามารถสรุปได้ว่ากลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่สูงที่สุด สำหรับอัตราส่วนทุนหมุนเวียนและอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว ในขณะที่อัตราส่วนเงินสด กลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีค่าเฉลี่ยสูงที่สุด นอกจากนี้ยังพบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนทุนหมุนเวียนและอัตราส่วนเงินสดต่ำที่สุด โดยกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วต่ำที่สุด

สำหรับในตารางที่ 4.4 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการศึกษามีค่าเฉลี่ยของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต 120 วัน ซึ่งวัดด้วยวงจรเงินสด โดยกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าเฉลี่ยของวงจรเงินสดสูงที่สุด คือ 263 วัน รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีค่าเฉลี่ยของวงจรเงินสด 186 วัน ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยของวงจรเงินสดต่ำที่สุด คือ 57 วัน รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ( 59 วัน และ 60 วัน ตามลำดับ)

นอกจากนี้ การวิเคราะห์ห้วงวงจรเงินสดยังต้องพิจารณาจากระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ และระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ ทั้งนี้ ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการศึกษามีค่าเฉลี่ยของระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้อยู่ที่ 58 วัน โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมี

ค่าเฉลี่ยของระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกค้าที่สูงที่สุด (103 วัน) รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (67 วัน) ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีค่าเฉลี่ยของระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกค้าที่ต่ำที่สุด (34 วัน)



ตารางที่ 4.4 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

กลุ่มอุตสาหกรรม	Working Capital Management Indicators (Dynamically)											
	RCP			ICP			PDP			CCC		
	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	2.32	74.80	33.16	16.15	156.38	65.31	6.69	135.80	40.31	-66.70	162.86	58.14
สินค้าอุปโภคบริโภค	9.66	143.36	66.42	47.22	851.66	180.74	17.16	144.04	59.97	5.08	895.02	185.82
สินค้าอุตสาหกรรม	5.19	150.09	61.37	5.41	240.28	86.17	5.92	161.91	49.73	-9.97	263.01	97.93
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.25	368.30	42.61	0.00	1,419.77	300.12	17.37	394.54	85.58	-366.23	1,389.41	262.43
ทรัพยากร	3.24	421.74	54.31	1.79	526.70	69.50	6.10	573.80	70.26	-233.50	471.30	49.45
เทคโนโลยี	10.28	510.69	102.34	1.53	154.66	47.18	20.68	513.70	93.33	-120.46	517.92	56.51
บริการ	0.89	389.61	59.32	0.00	950.51	80.17	0.00	398.24	76.50	-202.54	791.78	59.76
รวม 7 อุตสาหกรรม	0.25	510.69	57.50	0.00	1,419.77	131.04	0.00	573.80	68.71	-366.23	1,389.41	119.74

หมายเหตุ: RCP = Receivables Collection Period, ICP = Inventory Conversion Period, PDP = Payable Deferral Period, CCC = Cash Conversion Cycle



จากตารางที่ 4.4 สำหรับระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการศึกษามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 132 วัน โดยกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีค่าเฉลี่ยของระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือสูงที่สุด (301 วัน) รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (181 วัน) ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยของระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือต่ำที่สุด (48 วัน) นอกจากนี้ ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการศึกษามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 69 วัน โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้สูงที่สุด คือ 94 วัน รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (86 วัน) ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีค่าเฉลี่ยระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ต่ำที่สุด (41 วัน)

ตารางที่ 4.5 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของความสามารถในการทำกำไร

กลุ่มอุตสาหกรรม	Profitability								
	OP			ROA			ROE		
	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean	Min	Max	Mean
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	-6.40	18.78	7.55	-4.61	21.54	8.40	-7.97	28.24	11.55
สินค้าอุปโภคบริโภค	-25.02	32.46	5.21	-19.74	23.42	4.87	-40.07	26.99	4.67
สินค้าอุตสาหกรรม	-17.98	28.57	6.38	-14.34	26.37	6.77	-18.75	30.03	7.34
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	-21.95	54.69	11.40	-5.22	30.41	7.16	-16.67	30.87	9.47
ทรัพยากร	-12.59	41.00	13.74	-2.34	15.12	7.15	-7.11	30.68	10.48
เทคโนโลยี	-33.42	49.89	6.77	-11.73	29.95	8.07	-21.86	51.10	11.79
บริการ	-19.01	56.22	11.57	-19.20	31.12	7.64	-51.35	35.75	7.72
<b>รวม 7 อุตสาหกรรม</b>	<b>-33.42</b>	<b>56.22</b>	<b>9.25</b>	<b>-19.74</b>	<b>31.12</b>	<b>7.18</b>	<b>-51.35</b>	<b>51.01</b>	<b>8.69</b>

จากตารางที่ 4.5 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการศึกษามีค่าเฉลี่ยของอัตรากำไรจากการดำเนินงาน ร้อยละ 9.25 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีค่าเฉลี่ยอัตรากำไรจากการดำเนินงานสูงที่สุด (ร้อยละ 13.74) รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (ร้อยละ 11.57 และ 11.40 ตามลำดับ) ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยของอัตรากำไรจากการดำเนินงานต่ำที่สุด (ร้อยละ 5.21)

สำหรับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการศึกษามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 7.18 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและ

อุตสาหกรรมอาหารมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงที่สุด (ร้อยละ 8.40) รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (ร้อยละ 8.07 และ 7.64 ตามลำดับ) ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมต่ำที่สุด (ร้อยละ 4.87)

นอกจากนี้ยังพบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการศึกษามีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ร้อยละ 8.69 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงที่สุด (ร้อยละ 11.79) รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (ร้อยละ 11.55 และ 10.48 ตามลำดับ) ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำที่สุด (ร้อยละ 4.67)

จากข้อมูลข้างต้นแสดงให้เห็นว่ากลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรต่ำที่สุด ทั้งอัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรที่สูงที่สุด พบในกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันไปในแต่ละอัตราส่วน โดยกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีค่าเฉลี่ยอัตรากำไรจากการดำเนินงานสูงที่สุด กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงที่สุด และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงที่สุด

#### ตารางที่ 4.6 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของมูลค่าตลาด

กลุ่มอุตสาหกรรม	Market Value		
	Tobin's Q		
	Min	Max	Mean
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.31	4.27	1.50
สินค้าอุปโภคบริโภค	0.20	7.24	1.12
สินค้าอุตสาหกรรม	0.31	4.61	0.93
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.32	5.44	1.09
ทรัพยากร	0.45	3.90	1.25
เทคโนโลยี	0.65	3.65	1.20
บริการ	0.27	6.97	1.85
<b>รวม 7 อุตสาหกรรม</b>	<b>0.20</b>	<b>7.24</b>	<b>1.30</b>

จากตารางที่ 4.6 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างในการศึกษามีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน Tobin's Q 1.30 เท่า โดยกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q สูงที่สุด คือ 1.85 เท่า รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (1.50 และ 1.25 ตามลำดับ) ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q ต่ำที่สุด คือ 0.93 เท่า

#### 4.2 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนตามกลุ่มอุตสาหกรรม

การวิเคราะห์ความแตกต่างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน เพื่อเป็นแนวทางในการอธิบายลักษณะของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม โดยเปรียบเทียบการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในแต่ละอุตสาหกรรมด้วยการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One-Way Analysis of Variance: ANOVA)

ตารางที่ 4.7 เปรียบเทียบการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในแต่ละอุตสาหกรรม

ตัวแปร	แหล่งความแปรปรวน	df	SS	MS	F	p
Working Capital	ระหว่างกลุ่ม	6	4.163	0.694	10.658	0.000**
	ภายในกลุ่ม	374	24.346	0.065		
	รวม	380	28.509			
Investment Policy	ระหว่างกลุ่ม	6	2.842	0.474	5.621	0.000**
	ภายในกลุ่ม	374	31.513	0.084		
	รวม	380	34.355			
Financing Policy	ระหว่างกลุ่ม	6	4.258	0.710	6.175	0.000**
	ภายในกลุ่ม	374	42.979	0.115		
	รวม	380	47.237			
Current Ratio	ระหว่างกลุ่ม	6	11.772	1.962	9.554	0.000**
	ภายในกลุ่ม	374	76.804	0.205		
	รวม	380	88.576			
Quick Ratio	ระหว่างกลุ่ม	6	8.127	1.355	3.267	0.004**
	ภายในกลุ่ม	374	155.077	0.415		
	รวม	380	163.204			
Cash Ratio	ระหว่างกลุ่ม	6	8.127	1.355	3.267	0.004**
	ภายในกลุ่ม	374	155.077	0.415		
	รวม	380	163.204			

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตารางที่ 4.7 เปรียบเทียบการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในแต่ละอุตสาหกรรม (ต่อ)

ตัวแปร	แหล่งความแปรปรวน	df	SS	MS	F	p
Cash Conversion Cycle	ระหว่างกลุ่ม	6	120.930	20.155	15.805	0.000**
	ภายในกลุ่ม	374	476.936	1.275		
	รวม	380	597.867			
Receivables Collection Period	ระหว่างกลุ่ม	6	12.622	2.104	11.146	0.000**
	ภายในกลุ่ม	374	70.589	0.189		
	รวม	380	83.211			
Inventory Conversion Period	ระหว่างกลุ่ม	6	49.786	8.298	22.829	0.000**
	ภายในกลุ่ม	374	135.940	0.363		
	รวม	380	185.726			
Payable Deferral Period	ระหว่างกลุ่ม	6	4.408	0.735	7.165	0.000**
	ภายในกลุ่ม	374	38.350	0.103		
	รวม	380	42.758			

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตารางที่ 4.7 ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า การทดสอบความแตกต่างของกลุ่มอุตสาหกรรมกับปัจจัยของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน มีค่า p-value เท่ากับ 0.000 ทุกตัวแปรของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ยกเว้น อัตราส่วนเงินสด มีค่า p-value เท่ากับ 0.004 หมายความว่า กลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันมีผลต่อการบริหารเงินทุนหมุนเวียน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 จึงทำการทดสอบรายคู่ทุกตัวแปร ดังนี้

ตารางที่ 4.8 การเปรียบเทียบรายคู่ของกลุ่มอุตสาหกรรมกับนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน

Working Capital Investment Policy	$\bar{x}$	AGRO	CONS	INDUS	PROP	RESO	TECH	SERV
		<b>0.41</b>	<b>0.54</b>	<b>0.51</b>	<b>0.54</b>	<b>0.32</b>	<b>0.57</b>	<b>0.35</b>
AGRO	0.41	-						
CONS	0.54	0.008**	-					
INDUS	0.51	0.018*	0.487	-				
PROP	0.54	0.001**	0.873	0.269	-			
RESO	0.32	0.056	0.000**	0.000**	0.000**	-		
TECH	0.57	0.001**	0.528	0.169	0.568	0.000**	-	
SERV	0.35	0.111	0.000**	0.000**	0.000**	0.460	0.000**	-

หมายเหตุ: Dunnett T3 Test, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05



จากตารางที่ 4.8 การวิเคราะห์ผลการทดสอบความแตกต่างเป็นรายคู่ของกลุ่มอุตสาหกรรมกับนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน พบว่า:

1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) กับกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONS) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP) และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) มีนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีอัตราส่วนของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน 0.41 เท่า ซึ่งน้อยกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่มีอัตราส่วนนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน 0.57, 0.54, และ 0.54 เท่า ตามลำดับ อีกทั้ง กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กับกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) มีนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมอัตราส่วนของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน 0.51 เท่า ซึ่งมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

2) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESO) กับกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีอัตราส่วนของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน 0.32 เท่า ซึ่งน้อยกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ที่มีอัตราส่วนนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน 0.57, 0.54, 0.54, และ 0.51 เท่า ตามลำดับ

3) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERV) กับกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีอัตราส่วนของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน 0.35 เท่า ซึ่งน้อยกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ที่มีอัตราส่วนนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน 0.57, 0.54, 0.54, และ 0.51 เท่า ตามลำดับ

ตารางที่ 4.9 การเปรียบเทียบรายค่าของกลุ่มอุตสาหกรรมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน

Working Capital	$\bar{x}$	AGRO	CONS	INDUS	PROP	RESO	TECH	SERV
Financing Policy		0.28	0.23	0.28	0.29	0.23	0.42	0.25
AGRO	0.28	-						
CONS	0.23	0.089	-					
INDUS	0.28	0.984	0.059	-				
PROP	0.29	0.772	0.027*	0.714	-			
RESO	0.23	0.104	0.986	0.075	0.037*	-		
TECH	0.42	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**	-	
SERV	0.25	0.193	0.480	0.127	0.052	0.499	0.000**	-

หมายเหตุ: Dunnett T3 Test, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.9 การวิเคราะห์ผลการทดสอบความแตกต่างเป็นรายค่าของกลุ่มอุตสาหกรรมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน พบว่า:

1) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กับกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีอัตราส่วนนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน 0.42 เท่า ซึ่งมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่มีอัตราส่วนนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน 0.23, 0.23, 0.25, 0.28, 0.28, และ 0.29 เท่า ตามลำดับ

2) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กับกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร มีนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีอัตราส่วนนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน 0.29 เท่า ซึ่งมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรที่มีอัตราส่วนนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน 0.23 และ 0.23 เท่า ตามลำดับ

**ตารางที่ 4.10** การเปรียบเทียบรายคู่ของระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมกับอัตราส่วนทุนหมุนเวียน

Current Ratio	$\bar{x}$	AGRO	CONS	INDUS	PROP	RESO	TECH	SERV
		1.96	3.17	2.46	2.31	2.12	1.62	2.12
AGRO	1.96	-						
CONS	3.17	0.002**	-					
INDUS	2.46	0.139	0.037*	-				
PROP	2.31	0.289	0.011*	0.602	-			
RESO	2.12	0.696	0.011*	0.360	0.599	-		
TECH	1.62	0.394	0.000**	0.020*	0.052	0.243	-	
SERV	2.12	0.635	0.002**	0.208	0.460	0.988	0.157	-

หมายเหตุ: Dunnett T3 Test, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.10 การวิเคราะห์ผลการทดสอบความแตกต่างเป็นรายคู่ของกลุ่มอุตสาหกรรมกับอัตราส่วนทุนหมุนเวียน พบว่า:

1) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กับกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีอัตราส่วนทุนหมุนเวียน 3.17 เท่า ซึ่งมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ที่มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียน 1.62, 1.96, และ 2.12 เท่า ตามลำดับ นอกจากนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคกับกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ที่มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียน 2.12, 2.31, และ 2.46 เท่า ตามลำดับ

2) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมกับกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมมีอัตราส่วนทุนหมุนเวียน 2.46 เท่า ซึ่งมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียน 1.62 เท่า

ตารางที่ 4.11 การเปรียบเทียบรายคู่ของระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมกับอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว

Quick Ratio	$\bar{x}$	AGRO	CONS	INDUS	PROP	RESO	TECH	SERV
		1.10	1.82	1.54	0.83	1.46	1.14	1.61
AGRO	1.10	-						
CONS	1.82	0.024*	-					
INDUS	1.54	0.109	0.331	-				
PROP	0.83	0.329	0.000**	0.002**	-			
RESO	1.46	0.285	0.292	0.781	0.037*	-		
TECH	1.14	0.902	0.044*	0.175	0.296	0.367	-	
SERV	1.61	0.056	0.447	0.765	0.000**	0.608	0.103	-

หมายเหตุ: Dunnett T3 Test, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.11 การวิเคราะห์ผลการทดสอบความแตกต่างเป็นรายคู่ของกลุ่มอุตสาหกรรมกับอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว พบว่า:

1) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กับกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วแตกต่างกันที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว 1.82 เท่า ซึ่งมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว 1.10 และ 1.14 เท่า ตามลำดับ

2) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กับกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วแตกต่างกันที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว 0.83 เท่า ซึ่งน้อยกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว 1.82 และ 1.54 เท่า ตามลำดับ นอกจากนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างกับกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร มีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วแตกต่างกันที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว 1.46 เท่า ซึ่งมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

ตารางที่ 4.12 การเปรียบเทียบรายค่าของระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมกับอัตราส่วนเงินสด

Cash Ratio	$\bar{x}$	AGRO	CONS	INDUS	PROP	RESO	TECH	SERV
		0.68	1.07	0.79	0.57	1.02	0.56	1.16
AGRO	0.68	-						
CONS	1.07	0.163	-					
INDUS	0.79	0.647	0.262	-				
PROP	0.57	0.654	0.043*	0.282	-			
RESO	1.02	0.242	0.882	0.379	0.086	-		
TECH	0.56	0.675	0.084	0.373	0.956	0.133	-	
SERV	1.16	0.040*	0.699	0.059	0.002**	0.595	0.017*	-

หมายเหตุ: Dunnett T3 Test, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.12 การวิเคราะห์ผลการทดสอบความแตกต่างเป็นรายค่าของกลุ่มอุตสาหกรรมกับอัตราส่วนเงินสด พบว่า:

1) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการกับกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีอัตราส่วนเงินสดแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีอัตราส่วนเงินสด 1.16 เท่า ซึ่งมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่มีอัตราส่วนเงินสด 0.57 เท่านั้น นอกจากนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการกับกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีอัตราส่วนเงินสดแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีอัตราส่วนเงินสดมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่มีอัตราส่วนเงินสด 0.68 และ 0.56 เท่า ตามลำดับ

2) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กับกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีอัตราส่วนเงินสดแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยที่กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีอัตราส่วนเงินสด 1.07 เท่า ซึ่งมากกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่มีอัตราส่วนเงินสด 0.57 เท่า

ตารางที่ 4.13 การเปรียบเทียบรายชู้ของระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมกับวงจรเงินสด

Cash Conversion Cycle	$\bar{x}$	AGRO	CONS	INDUS	PROP	RESO	TECH	SERV
		58.14	185.82	97.93	262.43	49.45	56.51	59.76
AGRO	58.14	-						
CONS	185.82	0.000**	-					
INDUS	97.93	0.202	0.006**	-				
PROP	262.43	0.000**	0.015*	0.000**	-			
RESO	49.45	0.819	0.000**	0.157	0.000**	-		
TECH	56.51	0.965	0.000**	0.216	0.000**	0.859	-	
SERV	59.76	0.957	0.001**	0.132	0.000**	0.756	0.920	-

หมายเหตุ: Dunnett T3 Test, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.13 การวิเคราะห์ผลการทดสอบความแตกต่างเป็นรายชู้ของกลุ่มอุตสาหกรรมกับวงจรเงินสด พบว่า:

1) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคกับกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีวงจรเงินสดแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีวงจรเงินสด 185.82 วัน ซึ่งมีระยะเวลาที่ยาวกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ที่มีวงจรเงินสด 49.45, 56.51, 58.41, 59.76, และ 97.93 วัน ตามลำดับ

2) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กับกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีวงจรเงินสดแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีวงจรเงินสด 262.43 วัน ซึ่งมีระยะเวลายาวกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ที่มีวงจรเงินสด 49.45, 56.51, 58.41, 59.76, และ 97.93 วัน ตามลำดับ นอกจากนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กับกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค มีวงจรเงินสดแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีวงจรเงินสดในระยะเวลาที่ยาวกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

ตารางที่ 4.14 การเปรียบเทียบรายคู่ของระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมกับระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้

Receivables	$\bar{x}$	AGRO	CONS	INDUS	PROP	RESO	TECH	SERV
Collection Period		33.16	66.42	61.37	42.61	54.31	102.34	59.32
AGRO	33.16	-						
CONS	66.42	0.007**	-					
INDUS	61.37	0.008**	0.643	-				
PROP	42.61	0.368	0.027*	0.035*	-			
RESO	54.31	0.103	0.358	0.546	0.311	-		
TECH	102.34	0.000**	0.006*	0.000**	0.000**	0.000**	-	
SERV	59.32	0.011*	0.502	0.813	0.049*	0.659	0.000**	-

หมายเหตุ: Dunnett T3 Test, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.14 การวิเคราะห์ผลการทดสอบความแตกต่างเป็นรายคู่ของกลุ่มอุตสาหกรรมกับระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ พบว่า:

1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กับกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม มีระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ 33.16 วัน ซึ่งสั้นกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ที่มีระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ 66.42 และ 61.37 วัน ตามลำดับ นอกจากนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารกับกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ 59.32 วัน ซึ่งยาวกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

2) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กับกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ 102.34 วัน ซึ่งมีระยะเวลายาวกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ที่มีระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ 33.16, 42.61, 54.31, 59.32, 61.37 และ 66.42 วัน ตามลำดับ

3) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กับกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ 42.61 วัน ซึ่งมีระยะเวลายาวกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ที่มีระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ 66.42, 61.37, และ 59.32 วัน ตามลำดับ

**ตารางที่ 4.15** การเปรียบเทียบรายคู่ของระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมกับระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ

Inventory	$\bar{x}$	AGRO	CONS	INDUS	PROP	RESO	TECH	SERV
Conversion Period		65.31	180.74	86.13	300.12	69.50	47.18	80.17
AGRO	65.31	-						
CONS	180.74	0.002**	-					
INDUS	86.17	0.510	0.004**	-				
PROP	300.12	0.000**	0.000**	0.000**	-			
RESO	69.50	0.913	0.005**	0.632	0.000**	-		
TECH	47.18	0.632	0.001**	0.252	0.000**	0.582	-	
SERV	80.17	0.627	0.001**	0.816	0.000**	0.752	0.318	-

หมายเหตุ: Dunnett T3 Test, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.15 การวิเคราะห์ผลการทดสอบความแตกต่างเป็นรายคู่ของกลุ่มอุตสาหกรรมกับระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ พบว่า:

1) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กับกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.017 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ 180.74 วัน ซึ่งยาวกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ที่มีระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ 47.18, 65.31, 69.50, 80.71, และ 86.17 วัน ตามลำดับ

2) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กับกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม



กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ 300.12 วัน ซึ่งยาวกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ที่มีระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ 47.18, 65.31, 69.50, 80.71, 86.17, และ 180.74 วัน ตามลำดับ

**ตารางที่ 4.16** การเปรียบเทียบรายคู่ของระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมกับระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้

Payable Deferral Period	$\bar{x}$	AGRO	CONS	INDUS	PROP	RESO	TECH	SERV
		40.31	59.97	49.73	85.58	70.26	93.33	76.50
AGRO	40.31	-						
CONS	59.97	0.171	-					
INDUS	49.73	0.450	0.423	-				
PROP	85.58	0.000**	0.043*	0.001**	-			
RESO	70.26	0.049*	0.504	0.134	0.259	-		
TECH	93.33	0.000**	0.028*	0.001**	0.558	0.148	-	
SERV	76.50	0.003**	0.182	0.008**	0.359	0.639	0.196	-

หมายเหตุ: Dunnett T3 Test, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.16 การวิเคราะห์ผลการทดสอบความแตกต่างเป็นรายคู่ของกลุ่มอุตสาหกรรมกับระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ พบว่า:

1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กับกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ 40.31 วัน ซึ่งสั้นกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ที่มีระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ 99.33, 85.58, และ 76.50 วัน ตามลำดับ นอกจากนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กับกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร มีระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้สั้นกว่าอุตสาหกรรมทรัพยากรที่มีระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ 70.26 วัน

2) อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กับกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ มีระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมมีระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ 49.73 วัน ซึ่งสั้นกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ที่มีระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ 99.33, 85.58, และ 76.50 วัน ตามลำดับ

3) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กับกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี มีระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคมีระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ 59.97 วัน ซึ่งสั้นกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่มีระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ 99.33 และ 85.58 วัน ตามลำดับ

#### 4.3 ผลการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติ

การตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทางสถิติในการศึกษาครั้งนี้ ได้ทำการทดสอบการแจกแจงของข้อมูลว่ามีการแจกแจงแบบโค้งปกติ (Normal Curve) หรือไม่ โดยการพิจารณาค่าความเบ้ (Skewness) และความโด่ง (Kurtosis) รวมทั้งตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างและตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้

##### 4.3.1 การทดสอบการแจกแจงของข้อมูล

การทดสอบการแจกแจงของข้อมูล จะทดสอบข้อมูลว่ามีการแจกแจงแบบโค้งปกติ (Normal Curve) หรือไม่ โดยการพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้ (Skewness Coefficient) และค่าสัมประสิทธิ์ความโด่ง (Kurtosis Coefficient) โดยในตารางที่ 4.17 เป็นการทดสอบการแจกแจงของข้อมูลของตัวแปรสังเกตได้ทุกตัวแปร ซึ่งตัวแปรสังเกตได้ทุกตัวต้องมีค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้ไม่เกิน  $\pm 3$  และค่าสัมประสิทธิ์ความโด่ง ไม่เกิน  $\pm 10$  (Kline, 2015) โดยในการวิเคราะห์ข้อมูลครั้งนี้ได้แปลงค่าตัวแปรสังเกตได้ทุกตัวแปรเป็นค่าลอการิทึม เนื่องจากลักษณะของอัตราส่วนทางการเงินที่นำมาวิเคราะห์มีลักษณะของตัวเลขอัตราส่วนทางการเงินที่หลากหลาย ดังนั้น จึงได้แปลงค่าตัวแปรสังเกตได้ทุกตัวแปรเป็นค่าลอการิทึม เพื่อแก้ปัญหาลักษณะของตัวเลขอัตราส่วนทางการเงินที่หลากหลายดังกล่าวข้างต้น หลังจากนั้นได้ทำการวิเคราะห์การกระจายแบบปกติของข้อมูล ดังตารางที่ 4.17

ตารางที่ 4.17 ค่าสถิติทดสอบการแจกแจงของข้อมูล

	S. D.	Skewness	Kurtosis
Working Capital Investment Policy	0.220	0.145	-0.887
Working Capital Financing Policy	0.160	0.728	0.101
Current Ratio	0.353	0.514	0.941
Quick Ratio	0.483	0.107	0.404
Cash Ratio	0.656	0.130	-0.325
Receivables Collection Period	1.077	-1.168	3.465
Inventory Conversion Period	0.643	0.063	0.663
Payable Deferral Period	0.324	0.197	1.811
Cash Conversion Cycle	1.968	0.312	0.411
Operating Profit Margin	0.404	-0.358	0.100
Return on Assets	0.400	-1.165	1.946
Return on Equity	1.390	0.400	1.099
Tobin's Q	0.339	0.332	0.167

จากตารางที่ 4.17 ได้แปลงค่าตัวแปรสังเกตได้ทุกตัวแปรเป็นค่าลอการิทึม และทำการทดสอบการแจกแจงข้อมูล พบว่า ตัวแปรสังเกตได้ทุกตัวมีการแจกแจงโดยเป็นไปตามเกณฑ์ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้ระหว่าง -1.168 ถึง 0.728 ซึ่งมีค่าไม่เกิน  $\pm 3$  และค่าสัมประสิทธิ์ความโด่งอยู่ระหว่าง -0.887 ถึง 3.465 ซึ่งมีค่าไม่เกิน  $\pm 10$  จึงแสดงว่าข้อมูลที่เก็บรวบรวมจากกลุ่มตัวอย่างมีการแจกแจงแบบโค้งปกติ (Kline, 2015)

#### 4.3.2 การตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้าง

การศึกษานี้จะทำการตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างโดยการวิเคราะห์องค์ประกอบเชิงยืนยัน (Confirmatory Factor Analysis: CFA) ได้แก่ 1) องค์ประกอบของอัตราส่วนสภาพคล่อง และ 2) องค์ประกอบของความสามารถในการทำกำไร ดังนี้

ตารางที่ 4.18 ตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างขององค์ประกอบอัตราส่วนสภาพคล่อง

ตัวแปรสังเกตได้	น้ำหนัก	ความคลาดเคลื่อน	สัมประสิทธิ์การ
	องค์ประกอบ	มาตรฐาน (S.E.)	ทำนาย (R <sup>2</sup> )
Current Ratio	0.920**	0.021	0.828
Quick Ratio	0.853**	0.061	0.728
Cash Ratio	0.938**	0.019	0.879

$\chi^2/df = 0.457$ , CFI = 0.999, GFI = 0.999, NFI = 0.999, RMSEA = 0.000, RMR = 0.043

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตารางที่ 4.18 การวิเคราะห์ห้องค์ประกอบเชิงยืนยันขององค์ประกอบอัตราส่วนสภาพคล่อง พบว่า แบบจำลองการวัดอัตราส่วนสภาพคล่องมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมีค่า  $\chi^2/df = 0.457$ , CFI = 0.999, GFI = 0.999, NFI = 0.999, RMSEA = 0.000, RMR = 0.043 ซึ่งมีค่าน้ำหนักองค์ประกอบระหว่าง 0.853 - 0.938 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทุกตัว

ตารางที่ 4.19 ตรวจสอบความตรงเชิงโครงสร้างขององค์ประกอบความสามารถในการทำกำไร

ตัวแปรสังเกตได้	น้ำหนัก	ความคลาดเคลื่อน	สัมประสิทธิ์การ
	องค์ประกอบ	มาตรฐาน (S.E.)	ทำนาย (R <sup>2</sup> )
Operating Profit Margin	0.647	0.023	0.419
Return on Assets	0.985**	0.028	0.970
Return on Equity	0.916**	0.108	0.839

$\chi^2/df = 4.639$ , CFI = 0.995, GFI = 0.990, NFI = 0.994, RMSEA = 0.037, RMR = 0.044

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตารางที่ 4.19 การวิเคราะห์ห้องค์ประกอบเชิงยืนยันขององค์ประกอบความสามารถในการทำกำไร พบว่า แบบจำลองการวัดความสามารถในการทำกำไรมีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยมีค่า  $\chi^2/df = 4.639$ , CFI = 0.995, GFI = 0.990, NFI = 0.994, RMSEA = 0.037, RMR = 0.044 ซึ่งมีค่าน้ำหนักองค์ประกอบระหว่าง 0.647 - 0.985 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทุกตัว ยกเว้น อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ถึงแม้อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานจะไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ค่าน้ำหนักขององค์ประกอบมีค่ามากกว่า 0.50 จึงยังคงใช้เป็นตัวแปรสังเกตได้ ในการวิเคราะห์ห้สมการโครงสร้างในการทดสอบสมมติฐานต่อไป (Hu and Bentler, 1995)

### 4.3.3 การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้

การตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ เพื่อตรวจสอบว่าเกิดภาวะที่ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันสูงเกินไป (Multicollinearity) หรือไม่ ซึ่งหากตัวแปรอิสระมีระดับความสัมพันธ์เกิน 0.75 แสดงว่ามีความสัมพันธ์กันมากเกินไป (Baggio and Klobas, 2011) และหากค่า VIF (Variance Inflation Factor) ของตัวแปรต้นมีค่าเกิน 5.00 (Hair et al., 2010) แสดงว่าตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์กันมากเกินไปเช่นกัน

จากตารางที่ 4.20 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ระหว่างตัวแปรสังเกตได้ทั้ง 13 ตัว พบว่า ตัวแปรสังเกตได้มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์อยู่ระหว่าง -0.688 ถึง 0.884 โดยความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรส่วนใหญ่มีระดับความสัมพันธ์ไม่เกิน 0.75 ซึ่งถือว่าตัวแปรแต่ละตัวมีความเป็นอิสระต่อกัน (Baggio and Klobas, 2011) แต่ทั้งนี้ พบความสัมพันธ์ของตัวแปร 3 คู่ ที่มีระดับความสัมพันธ์เกิน 0.75 ซึ่งหมายความว่าเกิดปัญหาตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์กันเองสูง (Multicollinearity) คือ ความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราส่วนทุนหมุนเวียน และอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ = 0.884) ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทุนหมุนเวียน และอัตราส่วนเงินสด (ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ = 0.751) และความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว และอัตราส่วนเงินสด (ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ = 0.855) ซึ่งอัตราส่วนทั้งสามตัวนี้เป็นตัวแทนของบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่



ตารางที่ 4.20 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสังเกตได้

	IP	FP	CR	QR	CaR	AR	INV	AP	CCC	OP	ROA	ROE	TQ
<b>IP</b>	1.000												
<b>FP</b>	0.331**	1.000											
<b>CR</b>	0.479**	-0.545**	1.000										
<b>QR</b>	0.107*	-0.549**	0.884**	1.000									
<b>CaR</b>	0.038	-0.688**	0.751**	0.855**	1.000								
<b>AR</b>	0.016	0.014	0.058	0.454**	0.138**	1.000							
<b>INV</b>	0.454**	0.039	0.292**	-0.262**	-0.165**	-0.231**	1.000						
<b>AP</b>	0.077	0.083	-0.081	-0.050	0.017	0.269**	0.195**	1.000					
<b>CCC</b>	0.409**	0.032	0.274**	-0.255**	-0.145**	-0.222**	0.681**	0.248**	1.000				
<b>OP</b>	-0.217**	-0.391**	0.069	0.106	0.286**	-0.099	0.013	0.191**	0.020	1.000			
<b>ROA</b>	0.058	-0.108*	0.041	0.182**	0.226**	-0.055	-0.202**	-0.032	-0.255**	0.688**	1.000		
<b>ROE</b>	0.068	-0.116*	-0.091	0.044	0.098	-0.084	-0.182**	0.084	-0.211**	0.579**	0.666**	1.000	
<b>TQ</b>	-0.064	-0.237**	0.160**	0.368**	0.376**	0.032	-0.305**	0.053	-0.293**	0.410**	0.566**	0.605**	1.000

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4.21 ผลการวิเคราะห์ค่า Variance Inflation Factor ของตัวแปรสังเกตได้

	Tolerance	VIF
Working Capital Investment Policy	0.507	1.971
Working Capital Financing Policy	0.546	1.833
Current Ratio	0.058	17.267
Quick Ratio	0.021	48.655
Cash Ratio	0.032	31.416
Cash Conversion Cycle	0.210	4.765
Receivables Collection Period	0.285	3.508
Inventory Conversion Period	0.216	4.631
Payable Deferral Period	0.584	1.826

จากตารางที่ 4.21 เมื่อนำตัวแปรสังเกตได้ทั้ง 13 ตัว วิเคราะห์ค่า VIF (Variance Inflation Factor) พบว่า ค่า VIF ของตัวแปรสังเกตได้ 3 ตัว มีค่าเกิน 5.00 ซึ่งหมายความว่าเกิดปัญหาตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์กันเองสูง (Multicollinearity) ในตัวแปรอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (VIF = 17.267) อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (VIF = 48.655) และอัตราส่วนเงินสด (VIF = 31.416) ซึ่งอัตราส่วนทั้งสามตัวนี้เป็นตัวแทนของบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่

จากผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) และผลวิเคราะห์ค่า VIF (Variance Inflation Factor) แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว และอัตราส่วนเงินสด มีความสัมพันธ์กันมากเกินไป ซึ่งสามารถเลือกใช้ตัวแปรเพียง 1 ตัว ในการวิเคราะห์ข้อมูล (ฐนิจ วังศ์สายเชื้อ, 2559ก) แต่ทั้งสามตัวแปรเป็นองค์ประกอบของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ทุกตัว ซึ่งเป็นไปได้ว่าทั้งสามตัวแปรจะมีความสัมพันธ์กันมาก จึงยังคงใช้เป็นตัวแปรสังเกตได้องค์ประกอบของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ ในการวิเคราะห์สมการโครงสร้างในการทดสอบสมมติฐานต่อไป

#### 4.4 ผลการทดสอบสมมติฐานด้านกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน

##### 4.4.1 ผลการจำแนกนโยบายและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน

ก่อนการทดสอบสมมติฐานด้านนโยบายและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน นั้น จำเป็นจะต้องวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ที่ 1 เพื่อจำแนกนโยบายและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน โดยวิเคราะห์สถิติ e - Sample T Test เพื่อแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียน (Maswadeh, 2015) และกำหนดค่ามาตรฐานคือ 0.50 (Adam, Quansah and Kawor, 2017) มีเกณฑ์การวัดดังนี้

1) อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมที่ต่ำกว่าค่ามาตรฐาน และมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน สามารถกำหนดให้เป็น นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

2) อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมที่สูงกว่าค่ามาตรฐาน และมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน สามารถกำหนดให้เป็น นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

3) อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมที่ไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน สามารถกำหนดให้เป็น สามารถกำหนดให้เป็น นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

การทดสอบจะทดสอบจนกว่าช่วงของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางมีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน ซึ่งนั่นหมายความว่า มีความแตกต่างกับค่า 0.50 ดังนั้นจึงไม่เข้าค่านิยามของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง และทำการแบ่งช่วงนโยบายเงินทุนหมุนเวียนในช่วงของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางที่กว้างที่สุดของผลการวิเคราะห์ที่ไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน ซึ่งมีสมมติฐานทางสถิติดังนี้

#### 1) นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน

$H_0$ : ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมในช่วงที่กำหนดไม่มีความแตกต่างกับค่ามาตรฐาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

$H_1$ : ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมในช่วงที่กำหนดมีความแตกต่างกับค่ามาตรฐาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ดังนั้น การกำหนดนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกและนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมจะต้องยอมรับสมมติฐาน  $H_1$  ในขณะที่ การกำหนดนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางยอมรับสมมติฐาน  $H_0$

#### 2) นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน

$H_0$ : ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมในช่วงที่กำหนดไม่มีความแตกต่างกับค่ามาตรฐาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

$H_1$ : ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมในช่วงที่กำหนดมีความแตกต่างกับค่ามาตรฐาน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ



ดังนั้น การกำหนดนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกและนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมจะต้องยอมรับสมมติฐาน  $H_1$  ในขณะที่ การกำหนดนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางยอมรับสมมติฐาน  $H_0$

ตารางที่ 4.22 การแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียน Moderate = 0.46-0.54

กลุ่มอุตสาหกรรม	Policy Value (p-value)					
	Working capital investment policy			Working capital financing policy		
	0.00-0.45	0.46-0.54	0.55-1.00	0.00-0.45	0.46-0.54	0.55-1.00
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.000**	0.087	0.013*	0.000**	0.562	0.0022*
สินค้าอุปโภคบริโภค	0.000**	0.999	0.000**	0.000**	0.918	-
สินค้าอุตสาหกรรม	0.000**	0.422	0.000**	0.000**	0.454	0.000**
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.000**	0.947	0.000**	0.000**	0.924	0.010*
ทรัพยากร	0.000**	0.916	0.035*	0.000**	0.910	-
เทคโนโลยี	0.000**	0.758	0.000**	0.000**	0.594	0.000**
บริการ	0.000**	0.155	0.000**	0.000**	0.348	0.043*
รวม 7 อุตสาหกรรม	0.000**	0.776	0.000**	0.000**	0.161	0.000**

หมายเหตุ : Test Value = 0.50, กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และทรัพยากร ไม่มีนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนในช่วง 0.55-1.00 \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.22 พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ที่แบ่งตัวเลขในช่วง 0.00-0.45 มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้นจึงสามารถกำหนดทั้งสองนโยบายดังกล่าวในช่วง 0.00-0.45 อีกทั้ง นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ที่แบ่งตัวเลขในช่วง 0.55-1.00 มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้นจึงสามารถกำหนดทั้งสองนโยบายดังกล่าวในช่วง 0.55-1.00 ในขณะที่ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง และนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ที่แบ่งตัวเลขในช่วง 0.46-0.54 ไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้น จึงสามารถกำหนดทั้งสองนโยบายดังกล่าวในช่วง 0.46-0.54

ตารางที่ 4.23 การแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียน Moderate = 0.41-0.59

กลุ่มอุตสาหกรรม	Policy Value (p-value)					
	Working capital investment policy			Working capital financing policy		
	0.00-0.40	0.41-0.59	0.60-1.00	0.00-0.40	0.41-0.59	0.60-1.00
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.000**	0.357	0.013*	0.000**	0.661	0.022*
สินค้าอุปโภคบริโภค	0.000**	0.784	0.000**	0.000**	0.918	-
สินค้าอุตสาหกรรม	0.000**	0.971	0.000**	0.000**	0.663	0.000**
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.000**	0.223	0.000**	0.000**	0.770	0.031*
ทรัพยากร	0.000**	0.583	0.035*	0.000**	0.811	-
เทคโนโลยี	0.000**	0.791	0.000**	0.000**	0.453	0.001**
บริการ	0.000**	0.501	0.000**	0.000**	0.229	0.030*
รวม 7 อุตสาหกรรม	0.000**	0.574	0.000**	0.000**	0.317	0.000**

หมายเหตุ: Test Value = 0.50, กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และทรัพยากร ไม่มีนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนในช่วง 0.60-1.00

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.23 พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ที่แบ่งตัวเลขในช่วง 0.00-0.40 มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้นจึงสามารถกำหนดทั้งสองนโยบายดังกล่าวในช่วง 0.00-0.40 อีกทั้ง นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ได้แบ่งตัวเลขในช่วง 0.60-1.00 มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้นจึงสามารถกำหนดทั้งสองนโยบายดังกล่าวในช่วง 0.60-1.00 ในขณะที่ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ที่แบ่งตัวเลขในช่วง 0.41-0.59 ไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้นจึงสามารถกำหนดทั้งสองนโยบายดังกล่าวในช่วง 0.41-0.59

ตารางที่ 4.24 การแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียน Moderate = 0.36-0.64

กลุ่มอุตสาหกรรม	Policy Value (p-value)					
	Working capital investment policy			Working capital financing policy		
	0.00-0.35	0.36-0.64	0.65-1.00	0.00-0.35	0.36-0.64	0.65-1.00
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.000**	0.000**	0.004**	0.000**	0.000**	0.005**
สินค้าอุปโภคบริโภค	0.019*	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**	-
สินค้าอุตสาหกรรม	0.000**	0.045*	0.000**	0.000**	0.023*	0.000**
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.000**	0.035*	0.000**	0.000**	0.007**	0.031*
ทรัพยากร	0.000**	0.015*	0.035*	0.000**	0.033*	-
เทคโนโลยี	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**	0.001**
บริการ	0.000**	0.019*	0.000**	0.000**	0.003**	0.030*
รวม 7 อุตสาหกรรม	0.000**	0.027*	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**

หมายเหตุ: Test Value = 0.50, กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และทรัพยากร ไม่มีนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนในช่วง 0.65-1.00  
 \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.24 พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ที่แบ่งตัวเลขในช่วง 0.00-0.35 มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้นจึงสามารถกำหนดทั้งสองนโยบายดังกล่าวในช่วง 0.00-0.35 อีกทั้ง นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ได้แบ่งตัวเลขในช่วง 0.65-1.00 มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้นจึงสามารถกำหนดทั้งสองนโยบายดังกล่าวในช่วง 0.65-1.00 ในขณะที่ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ที่แบ่งตัวเลขในช่วง 0.36-0.64 มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้นจึงไม่สามารถกำหนดทั้งสองนโยบายดังกล่าวในช่วง 0.36-0.64

ตารางที่ 4.25 การแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียน Moderate = 0.31-0.69

กลุ่มอุตสาหกรรม	Policy Value (p-value)					
	Working capital investment policy			Working capital financing policy		
	0.00-0.30	0.31-0.69	0.70-1.00	0.00-0.30	0.31-0.69	0.70-1.00
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.000**	0.041*	0.013*	0.000**	0.022*	-
สินค้าอุปโภคบริโภค	0.024*	0.008**	0.000**	0.000**	0.005**	-
สินค้าอุตสาหกรรม	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**	0.009**
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.000**	0.011*	0.000**	0.000**	0.000**	0.021*
ทรัพยากร	0.000**	0.031*	0.047*	0.000**	0.040*	-
เทคโนโลยี	0.000**	0.013*	0.000**	0.000**	0.014*	0.027*
บริการ	0.000**	0.002**	0.000**	0.000**	0.000**	0.030*
รวม 7 อุตสาหกรรม	0.000**	0.024*	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**

หมายเหตุ : Test Value = 0.50, กลุ่มอุตสาหกรรม เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และทรัพยากร ไม่มีนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนในช่วง 0.70-1.00 \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.25 พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ที่แบ่งตัวเลขในช่วง 0.00-0.30 มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้นจึงสามารถกำหนดทั้งสองนโยบายดังกล่าวในช่วง 0.00-0.30 อีกทั้ง นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ได้แบ่งตัวเลขในช่วง 0.70-1.00 มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้นจึงสามารถกำหนดทั้งสองนโยบายดังกล่าวในช่วง 0.70-1.00 ในขณะที่ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ที่แบ่งตัวเลขในช่วง 0.36-0.64 มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับค่ามาตรฐาน ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้นจึงไม่สามารถกำหนดทั้งสองนโยบายดังกล่าวในช่วง 0.31-0.69

จากตารางที่ 4.22 - 4.25 การแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียนของทุกกลุ่มอุตสาหกรรมสามารถแบ่งได้อยู่ในช่วงเดียวกัน ดังนี้

- 1) นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกมีอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในช่วง 0.00-0.40 เท่า
- 2) นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางมีอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในช่วง 0.41-0.59 เท่า
- 3) นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในช่วง 0.60-1.00 เท่า

4) นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกมีอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมจะอยู่ในช่วง 0.60-1.00 เท่า

5) นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางมีอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมจะอยู่ในช่วง 0.41-0.59 เท่า

6) นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมจะอยู่ในช่วง 0.00-0.40 เท่า

การแบ่งกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน จะพิจารณาร่วมกันระหว่างนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน ตามแนวคิดของ Hassani and Tavosi (2014) ที่กล่าวไว้ว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง (Moderate Working Capital Management Strategies: MWS) มี 3 รูปแบบ คือ

1) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

2) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

3) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

ในการศึกษาครั้งนี้ได้ประยุกต์แนวคิดของ Hassani and Tavosi (2014) เพื่อกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive Working Capital Management Strategies: AWS) และกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative Working Capital Management Strategies: CWS) ดังนี้

กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก มี 3 รูปแบบ คือ

1) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

2) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

3) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม มี 3 รูปแบบ คือ

1) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

2) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

3) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

ดังนั้น นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนจึงมี 3 ตัวแปร นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมี 3 ตัวแปร และกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนมี 3 ตัวแปร ซึ่งจะทำการทดสอบสมมติฐานที่ 2-7 โดยแทนนโยบายเงินทุนหมุนเวียนและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนด้วยตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดยที่:

a = นโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบ aggressive

m = นโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบ moderate

c = นโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบ conservative

A = กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบ aggressive

M = กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบ moderate

C = กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบ conservative

ตารางที่ 4.26 การใส่ตัวแปรหุ่นในการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 2 - 7

		Working Capital Financing Policy		
		aggressive = a	moderate = m	conservative = c
Working Capital	aggressive = a	A	A	M
	moderate = m	A	M	C
Investment Policy	conservative = c	M	C	C

#### 4.4.2 ลักษณะการเลือกนโยบายและวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน

เมื่อสามารถสร้างเกณฑ์การแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียนและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแล้ว ในขั้นตอนนี้เป็นการระบุการเลือกนโยบายและวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมด้วยการวิเคราะห์ความถี่และค่าร้อยละ

ตารางที่ 4.27 การเลือกนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนของแต่ละอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรม	Working Capital Investment Policy					
	a		m		c	
	บริษัท	ร้อยละ	บริษัท	ร้อยละ	บริษัท	ร้อยละ
AGRO	19	46.34%	15	36.59%	7	17.07%
CONS	10	26.32%	14	36.84%	14	36.84%
INDUS	25	34.72%	24	33.33%	23	31.95%
PROP	25	32.05%	19	24.36%	34	43.59%
RESO	22	70.98%	6	19.35%	3	9.67%
TECH	11	33.33%	3	9.09%	19	57.58%
SERV	60	68.18%	15	17.05%	13	14.77%
<b>7 Industries</b>	<b>172</b>	<b>45.14%</b>	<b>96</b>	<b>25.20%</b>	<b>113</b>	<b>29.66%</b>

จากตารางที่ 4.27 พบว่า บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้ง 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ส่วนใหญ่แล้วเลือกนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (ร้อยละ 45.14) และเมื่อวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ส่วนใหญ่เลือกนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ส่วนใหญ่เลือกนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม โดยมีเพียงกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ที่เลือกนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางในความถี่ที่เท่ากัน และเลือกนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกในความถี่ที่ต่ำสุด

ตารางที่ 4.28 การเลือกนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนของแต่ละอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรม	Working Capital Financing Policy					
	a		m		c	
	บริษัท	ร้อยละ	บริษัท	ร้อยละ	บริษัท	ร้อยละ
AGRO	2	4.87%	5	12.20%	34	82.93%
CONS	0	0.00%	5	13.16%	33	86.84%
INDUS	6	8.33%	6	8.33%	60	83.34%
PROP	5	6.41%	12	15.38%	61	78.21%
RESO	0	0.00%	4	12.90%	27	87.10%
TECH	8	24.24%	7	21.21%	18	54.55%
SERV	3	3.41%	8	9.09%	77	87.50%
<b>7 Industries</b>	<b>24</b>	<b>6.30%</b>	<b>47</b>	<b>12.34%</b>	<b>310</b>	<b>81.36%</b>

จากตารางที่ 4.28 พบว่า บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้ง 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ส่วนใหญ่แล้วเลือกนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (ร้อยละ 81.36) และมีการเลือกใช้นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก น้อยที่สุด (ร้อยละ 6.30) และเมื่อวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมที่เป็นกลุ่มตัวอย่างทุกกลุ่มอุตสาหกรรม เลือกใช้นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมเป็นส่วนใหญ่ในทุก ๆ กลุ่มอุตสาหกรรม

ตารางที่ 4.29 การวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของแต่ละอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรม	Working Capital Management Strategies					
	A		M		C	
	บริษัท	ร้อยละ	บริษัท	ร้อยละ	บริษัท	ร้อยละ
AGRO	4	9.76%	20	48.78%	17	41.46%
CONS	0	0.00%	12	31.58%	26	68.42%
INDUS	3	4.17%	31	43.06%	38	52.76%
PROP	2	2.57%	30	38.46%	46	58.97%
RESO	2	6.45%	22	70.97%	7	22.58%
TECH	4	12.12%	14	42.43%	15	45.45%
SERV	6	6.82%	58	65.91%	24	27.27%
<b>7 Industries</b>	<b>21</b>	<b>5.51%</b>	<b>187</b>	<b>49.08%</b>	<b>173</b>	<b>45.41%</b>



จากตารางที่ 4.29 เมื่อพิจารณาโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน พบว่า บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้ง 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ส่วนใหญ่แล้วใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง คิดเป็นร้อยละ 49.08 รองลงมาคือกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม คิดเป็นร้อยละ 45.41 และกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก คิดเป็นร้อยละ 5.51

เมื่อวิเคราะห์ผลในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ส่วนใหญ่แล้วใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ส่วนใหญ่แล้วใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนอนุรักษ์นิยม ทั้งนี้ไม่มีกลุ่มอุตสาหกรรมใดเลือกใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกเป็นส่วนใหญ่

#### 4.4.3 การทดสอบสมมติฐานที่ 2-7

หลังจากแบ่งนโยบายและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแล้ว ขั้นตอนจะทำการวิเคราะห์เพื่อตอบวัตถุประสงค์ที่ 3 เพื่อศึกษากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด และเพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 2 - 7 โดยการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One Way Analysis of Variance: ANOVA) และการวิเคราะห์ความแตกต่าง (Independent T-Test)

การวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 2 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรที่แตกต่างกัน และสมมติฐานที่ 3 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อมูลค่าตลาดที่แตกต่างกัน ด้วยการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว ดังตารางที่ 4.30

ตารางที่ 4.30 ทดสอบสมมติฐานที่ 2 และ สมมติฐานที่ 3

ตัวแปร	แหล่งความแปรปรวน	df	SS	MS	F	p
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	1.344	0.672	5.121	0.011*
	ภายในกลุ่ม	38	8.194	0.216		
	รวม	40	9.537			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	1.068	0.534	1.263	0.294
	ภายในกลุ่ม	38	16.067	0.423		
	รวม	40	17.135			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.433	0.216	1.988	0.151
	ภายในกลุ่ม	38	4.138	0.109		
	รวม	40	4.571			
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	0.013	0.006	0.017	0.983
	ภายในกลุ่ม	35	12.903	0.369		
	รวม	37	12.915			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	0.073	0.036	0.055	0.946
	ภายในกลุ่ม	35	23.016	0.658		
	รวม	37	23.089			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.608	0.304	2.822	0.073
	ภายในกลุ่ม	35	3.771	0.108		
	รวม	37	4.379			
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	2.222	1.111	4.919	0.010*
	ภายในกลุ่ม	69	30.475	0.442		
	รวม	71	32.698			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	4.577	2.289	4.314	0.017*
	ภายในกลุ่ม	69	36.577	0.530		
	รวม	71	41.154			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.176	0.088	1.442	0.243
	ภายในกลุ่ม	69	4.205	0.062		
	รวม	71	4.381			

\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4.30 ทดสอบสมมติฐานที่ 2 และ สมมติฐานที่ 3 (ต่อ)

ตัวแปร	แหล่งความแปรปรวน	df	SS	MS	F	p
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	0.505	0.252	0.952	0.319
	ภายในกลุ่ม	75	19.819	0.265		
	รวม	77	20.396			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	1.348	0.674	1.706	0.346
	ภายในกลุ่ม	75	46.981	0.626		
	รวม	77	48.329			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.936	0.468	4.887	0.010*
	ภายในกลุ่ม	75	7.179	0.096		
	รวม	77	8.115			
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	0.613	0.307	2.109	0.140
	ภายในกลุ่ม	28	4.070	0.145		
	รวม	30	4.683			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	0.747	0.373	1.427	0.257
	ภายในกลุ่ม	28	7.327	0.262		
	รวม	30	8.074			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.264	0.123	1.650	0.210
	ภายในกลุ่ม	28	2.805	0.074		
	รวม	30	2.331			
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	0.007	0.003	0.007	0.993
	ภายในกลุ่ม	30	13.211	0.440		
	รวม	32	13.217			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	0.023	0.011	0.012	0.998
	ภายในกลุ่ม	30	27.889	0.930		
	รวม	32	27.912			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.494	0.247	4.042	0.028*
	ภายในกลุ่ม	30	1.832	0.061		
	รวม	32	2.326			

\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4.30 ทดสอบสมมติฐานที่ 2 และ สมมติฐานที่ 3 (ต่อ)

ตัวแปร	แหล่งความแปรปรวน	df	SS	MS	F	p
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	0.630	0.315	0.362	0.697
	ภายในกลุ่ม	85	73.956	0.870		
	รวม	87	74.587			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	2.727	1.363	0.143	0.867
	ภายในกลุ่ม	85	809.238	9.520		
	รวม	87	811.964			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.139	0.070	0.446	0.642
	ภายในกลุ่ม	85	13.275	0.156		
	รวม	87	13.415			
<b>รวม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	0.099	0.049	0.230	0.794
	ภายในกลุ่ม	378	81.096	0.215		
	รวม	380	81.194			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	2.560	1.280	0.388	0.679
	ภายในกลุ่ม	378	1247.698	3.301		
	รวม	380	1250.258			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.229	0.114	0.992	0.372
	ภายในกลุ่ม	378	43.630	0.115		
	รวม	380	43.859			

\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.30 การทดสอบสมมติฐานที่ 2 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร ผลการวิเคราะห์พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ที่ไม่แตกต่างกัน ( $p = 0.794$ ) และนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ที่ไม่แตกต่างกัน ( $p = 0.679$ ) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 ทั้งนี้เมื่อวิเคราะห์ผลในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p = 0.011$  และ  $0.010$  ตามลำดับ) นอกจากนี้ยังพบว่า นโยบายการลงทุน

ในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p = 0.017$ ) ดังนั้น จึงจะทำการทดสอบการเปรียบเทียบรายคู่ของอุตสาหกรรมดังกล่าวต่อไป

**การทดสอบสมมติฐานที่ 3** นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกัน ส่งผลต่อมูลค่าตลาดที่แตกต่างกัน ผลการวิเคราะห์พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วน Tobin's Q ที่ไม่แตกต่างกัน ( $p = 0.372$ ) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 3

และเมื่อวิเคราะห์ผลในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วน Tobin's Q ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p = 0.010$  และ 0.028 ตามลำดับ) จึงทำการเปรียบเทียบรายคู่ของทั้งสองอุตสาหกรรมดังกล่าวต่อไป

**ตารางที่ 4.31** การเปรียบเทียบรายคู่ของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไร

กลุ่มอุตสาหกรรม	ค่าเฉลี่ย (%)			Working Capital Investment Policy		
	a	m	c	a,m	a,c	m,c
<b>Return on Assets</b>						
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	5.39	11.73	9.45	0.018*	0.225	0.509
สินค้าอุตสาหกรรม	3.71	7.17	9.68	0.073	0.003**	0.198
รวม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม	6.94	7.41	7.62	-	-	-
<b>Return on Equity</b>						
สินค้าอุตสาหกรรม	3.79	7.89	11.12	0.123	0.007**	0.231
รวม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม	9.14	7.71	8.87	-	-	-

หมายเหตุ: Dunnett T3 Test, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.31 เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 7 อุตสาหกรรม พบว่า การใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงที่สุด (ร้อยละ 7.62) รองลงมาคือ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง และนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ตามลำดับ แต่เมื่อพิจารณาในส่วนของผู้ถือหุ้นผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า การใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก มีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงที่สุด (ร้อยละ 9.14) รองลงมาคือ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ตามลำดับ

การวิเคราะห์ความแตกต่างเป็นรายคู่ของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก กับนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยการใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 11.73 ซึ่งสูงกว่านโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 5.39 สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก กับนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยการใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 9.68 ซึ่งสูงกว่านโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 3.71

ในการวิเคราะห์ความแตกต่างเป็นรายคู่ของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก กับนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยการใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 11.12 ซึ่งสูงกว่านโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 3.79

ตารางที่ 4.32 การเปรียบเทียบรายคู่ของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่าตลาด

กลุ่มอุตสาหกรรม	ค่าเฉลี่ย (เท่า)			Working Capital Investment Policy		
				Policy		
	a	m	c	a,m	a,c	m,c
<b>Tobin's Q</b>						
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	1.24	1.07	1.00	0.044*	0.307	0.003**
เทคโนโลยี	1.52	1.50	0.86	0.781	0.017*	0.076
รวม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม	1.33	1.14	1.30	-	-	-

หมายเหตุ: Dunnett T3 Test, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.32 เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 7 อุตสาหกรรม พบว่า การใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก มีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน Tobin's Q สูงที่สุด (1.33 เท่า) รองลงมาคือ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ตามลำดับ

การวิเคราะห์ความแตกต่างเป็นรายคู่ของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วน Tobin's Q ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางกับนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยการใช้โยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q 1.07 เท่า ซึ่งต่ำกว่านโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q 1.24 เท่า นอกจากนี้ยังพบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางกับนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยการใช้โยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q สูงกว่านโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q 1.00 เท่า

สำหรับการวิเคราะห์ความแตกต่างเป็นรายคู่ของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วน Tobin's Q ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก กับนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยการใช้โยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q 1.52 เท่า ซึ่งสูงกว่านโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q 0.86 เท่า

การวิเคราะห์เพื่อตอบสนองสมมติฐานที่ 4 นโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรที่แตกต่างกัน และสมมติฐานที่ 5 นโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อมูลค่าตลาดที่แตกต่างกัน โดยการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One Way Analysis of Variance: ANOVA) สำหรับอุตสาหกรรมที่มีนโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียน 3 นโยบายย่อย และการวิเคราะห์ความแตกต่าง (Independent T-Test) สำหรับอุตสาหกรรมที่มีนโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียน 2 นโยบายย่อย ดังนี้

ตารางที่ 4.33 ทดสอบสมมติฐานที่ 4 และ สมมติฐานที่ 5

ตัวแปร	แหล่งความแปรปรวน	df	SS	MS	F	p
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	0.776	0.388	1.682	0.200
	ภายในกลุ่ม	38	8.762	0.231		
	รวม	40	9.537			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	0.806	0.403	0.938	0.400
	ภายในกลุ่ม	38	16.328	0.430		
	รวม	40	17.135			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.693	0.347	3.396	0.044*
	ภายในกลุ่ม	38	3.878	0.102		
	รวม	40	4.571			
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	1.197	0.599	1.311	0.276
	ภายในกลุ่ม	69	31.500	0.457		
	รวม	71	32.698			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	0.569	0.284	0.484	0.619
	ภายในกลุ่ม	69	40.585	0.588		
	รวม	71	41.154			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.553	0.277	4.988	0.009**
	ภายในกลุ่ม	69	3.828	0.055		
	รวม	71	4.381			
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	0.002	0.002	0.004	0.996
	ภายในกลุ่ม	75	20.394	0.272		
	รวม	77	20.369			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	0.348	0.174	0.272	0.763
	ภายในกลุ่ม	75	47.981	0.640		
	รวม	77	48.329			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.015	0.008	3.337	0.040*
	ภายในกลุ่ม	75	8.100	0.108		
	รวม	77	8.115			

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05



ตารางที่ 4.33 ทดสอบสมมติฐานที่ 4 และ สมมติฐานที่ 5 (ต่อ)

ตัวแปร	แหล่งความแปรปรวน	df	SS	MS	F	p
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	0.034	0.017	0.038	0.962
	ภายในกลุ่ม	30	13.184	0.439		
	รวม	32	13.217			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	0.444	0.222	0.242	0.786
	ภายในกลุ่ม	30	27.468	0.916		
	รวม	32	27.912			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.811	0.406	8.034	0.002**
	ภายในกลุ่ม	30	1.515	0.050		
	รวม	32	2.326			
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	6.374	3.187	3.971	0.002**
	ภายในกลุ่ม	85	68.213	0.803		
	รวม	87	74.587			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	95.153	47.577	5.642	0.005**
	ภายในกลุ่ม	85	716.811	8.433		
	รวม	87	811.964			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.089	0.044	0.283	0.754
	ภายในกลุ่ม	85	13.326	0.157		
	รวม	87	13.415			
<b>รวม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	1.675	0.837	3.981	0.019*
	ภายในกลุ่ม	378	79.519	0.210		
	รวม	380	81.194			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	8.249	4.124	3.201	0.042*
	ภายในกลุ่ม	378	1242.010	3.286		
	รวม	380	1250.258			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	1.693	0.847	7.589	0.001**
	ภายในกลุ่ม	378	42.116	0.112		
	รวม	380	43.859			

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.33 การทดสอบสมมติฐานที่ 4 นโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร ผลการวิเคราะห์พบว่า นโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p = 0.019$ ) และนโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p = 0.042$ ) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 4 และจะทำการทดสอบการเปรียบเทียบรายคู่ต่อไป

ทั้งนี้ เมื่อวิเคราะห์ผลในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า นโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p = 0.002$  และ 0.005 ตามลำดับ) ดังนั้น จึงทำการทดสอบการเปรียบเทียบรายคู่ของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการต่อไป

การทดสอบสมมติฐานที่ 5 นโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อมูลค่าตลาดที่แตกต่างกัน ผลการวิเคราะห์พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วน Tobin's Q ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p = 0.001$ ) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 5 และจะทำการทดสอบการเปรียบเทียบรายคู่ของต่อไป

เมื่อวิเคราะห์ผลในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า นโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วน Tobin's Q ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมและกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p = 0.009$  และ 0.002 ตามลำดับ) และในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p = 0.044$  และ 0.040 ตามลำดับ) ดังนั้น จึงทำการทดสอบการเปรียบเทียบรายคู่ของกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวต่อไป

ตารางที่ 4.34 การเปรียบเทียบรายคู่ของนโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไร

กลุ่มอุตสาหกรรม	ค่าเฉลี่ย (%)			Working Capital Financing Policy		
	a	m	c	a,m	a,c	m,c
<b>Return on Assets</b>						
บริการ	6.99	5.86	8.63	0.873	0.098	0.020*
รวม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม	5.22	4.64	7.77	0.786	0.051	0.027*
<b>Return on Equity</b>						
บริการ	7.33	3.28	8.86	0.235	0.475	0.001**
รวม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม	3.23	6.67	9.44	0.345	0.044*	0.225

หมายเหตุ: Dunnett T3 Test, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.34 เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 7 อุตสาหกรรม พบว่า การใช้นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงที่สุด (ร้อยละ 7.77) รองลงมาคือ นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ตามลำดับ และเมื่อพิจารณาในส่วนของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า การใช้นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงที่สุด (ร้อยละ 9.44) รองลงมาคือ นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ตามลำดับ

การวิเคราะห์ความแตกต่างเป็นรายคู่ของนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของกลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 7 อุตสาหกรรม พบว่า การใช้นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p=0.027$ ) โดยการใช้นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 7.77 ซึ่งสูงกว่านโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 4.64 นอกจากนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีผลการวิเคราะห์เช่นเดียวกับการวิเคราะห์รวมทั้ง 7 อุตสาหกรรม โดยการใช้นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงถึงร้อยละ 8.63

ในการวิเคราะห์ความแตกต่างรายคู่ของนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของกลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 7 อุตสาหกรรม พบว่า การใช้นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p=0.044$ ) โดยการใช้นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 9.44 ซึ่งสูงกว่านโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 3.23 นอกจากนี้ ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ พบว่า การใช้นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p=0.001$ ) โดยการใช้นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 8.86 ซึ่งสูงกว่านโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 3.28

ตารางที่ 4.35 การเปรียบเทียบรายชื่อก่อนนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่าตลาด

กลุ่มอุตสาหกรรม	ค่าเฉลี่ย (เท่า)			Working Capital Financing Policy		
	a	m	c	a,m	a,c	m,c
<b>Tobin's Q</b>						
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.47	1.03	1.62	0.194	0.023*	0.206
สินค้าอุตสาหกรรม	0.50	0.51	0.92	0.855	0.017*	0.031*
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	1.89	0.99	1.05	0.020*	0.014*	0.786
เทคโนโลยี	0.65	0.83	1.47	0.210	0.001**	0.037*
รวม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม	0.94	0.89	1.35	0.435	0.003**	0.006**

หมายเหตุ: Dummett T3 Test, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.35 เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 7 อุตสาหกรรม พบว่า การใช้นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน Tobin's Q สูงที่สุด (1.35 เท่า) รองลงมาคือ นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ตามลำดับ และเมื่อวิเคราะห์ความแตกต่างเป็นรายชื่อก่อนนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วน Tobin's Q ใน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า การใช้นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม กับนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยการใช้นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q 1.35 เท่า ซึ่งสูงกว่านโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q 0.94 และ 0.89 เท่า ตามลำดับ

เมื่อพิจารณาในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า การใช้นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมกับนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม โดยการใช้นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q สูงกว่านโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

นอกจากนี้ยังพบว่า การใช้นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมกับนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี โดยการใช้นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q สูงกว่านโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง พบว่า นโยบายการจัดการเงินลงทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก กับนโยบายการจัดการเงินลงทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดการเงินลงทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยการใช้นโยบายการจัดการเงินลงทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q สูงกว่านโยบายการจัดการเงินลงทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดการเงินลงทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

**ตารางที่ 4.36** การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างนโยบายการจัดการเงินลงทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม สำหรับอุตสาหกรรมที่มี 2 นโยบายย่อย

กลุ่มอุตสาหกรรม	นโยบาย	ค่าเฉลี่ย (%)	S.D.	t	df	p
สินค้าอุปโภคบริโภค	MFP	3.33	0.286	-0.529	36	0.600
	CFP	5.10	0.257			
ทรัพยากร	MFP	2.48	0.195	-2.512	29	0.018*
	CFP	7.84	0.267			

\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.36 การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างนโยบายการจัดการเงินลงทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค พบว่า นโยบายการจัดการเงินลงทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่ไม่แตกต่างกัน แต่ทั้งนี้ ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร พบว่า นโยบายการจัดการเงินลงทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p = 0.018$ ) โดยการใช้นโยบายการจัดการเงินลงทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 7.84 ซึ่งสูงกว่านโยบายการจัดการเงินลงทุนหมุนเวียนแบบปานกลางที่มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 2.48

**ตารางที่ 4.37** การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสำหรับอุตสาหกรรมที่มี 2 นโยบายย่อย

กลุ่มอุตสาหกรรม	นโยบาย	ค่าเฉลี่ย (%)	S.D.	t	df	p
สินค้าอุปโภคบริโภค	MFP	3.58	0.384	-0.323	36	0.748
	CFP	6.05	0.315			
ทรัพยากร	MFP	1.58	0.247	-3.010	29	0.005**
	CFP	11.79	0.391			

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตารางที่ 4.37 การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค พบว่า นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่ไม่แตกต่างกัน แต่ทั้งนี้ ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร พบว่า นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแตกต่างกันที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p = 0.005$ ) โดยการใช้ นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 11.79 ซึ่งสูงกว่านโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 1.58

**ตารางที่ 4.38** แสดงการวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วน Tobin's Q สำหรับอุตสาหกรรมที่มี 2 นโยบายย่อย

กลุ่มอุตสาหกรรม	นโยบาย	ค่าเฉลี่ย (เท่า)	S.D.	t	df	p
สินค้าอุปโภคบริโภค	MFP	1.14	0.166	-0.423	36	0.675
	CFP	1.11	0.210			
ทรัพยากร	MFP	0.64	0.148	-1.210	29	0.236
	CFP	1.15	0.101			

จากตารางที่ 4.38 การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วน Tobin's Q ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร พบว่า นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วน Tobin's Q ที่ไม่แตกต่างกัน

การวิเคราะห์เพื่อตอบสนองสมมติฐานที่ 6 กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร และสมมติฐานที่ 7 กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อมูลค่าตลาด โดยการวิเคราะห์ความแปรปรวนทางเดียว (One Way Analysis of Variance: ANOVA) สำหรับอุตสาหกรรมที่มีกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน 3 กลยุทธ์ และการวิเคราะห์ความแตกต่าง (Independent T-Test) สำหรับอุตสาหกรรมที่มีกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน 2 กลยุทธ์ ดังนี้

ตารางที่ 4.39 ทดสอบสมมติฐานที่ 6 และ สมมติฐานที่ 7

ตัวแปร	แหล่งความแปรปรวน	df	SS	MS	F	p
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	1.535	0.768	3.645	0.036*
	ภายในกลุ่ม	38	8.002	0.211		
	รวม	40	9.537			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	1.038	0.519	1.226	0.305
	ภายในกลุ่ม	38	16.069	0.424		
	รวม	40	17.135			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.966	0.483	5.088	0.011*
	ภายในกลุ่ม	38	3.605	0.095		
	รวม	40	4.571			
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	4.219	2.110	5.112	0.009**
	ภายในกลุ่ม	35	28.478	0.413		
	รวม	37	32.698			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	6.451	3.226	6.414	0.003**
	ภายในกลุ่ม	35	34.702	0.503		
	รวม	37	41.154			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.607	0.303	5.545	0.006**
	ภายในกลุ่ม	35	3.774	0.055		
	รวม	37	4.381			

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

ตารางที่ 4.39 ทดสอบสมมติฐานที่ 6 และ สมมติฐานที่ 7 (ต่อ)

ตัวแปร	แหล่งความแปรปรวน	df	SS	MS	F	p
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	0.013	0.006	0.024	0.977
	ภายในกลุ่ม	69	20.383	0.272		
	รวม	71	20.396			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	0.068	0.034	0.053	0.949
	ภายในกลุ่ม	69	48.261	0.643		
	รวม	71	48.329			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.034	0.017	10.681	0.000**
	ภายในกลุ่ม	69	8.081	0.108		
	รวม	71	8.115			
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	0.672	0.336	2.345	0.114
	ภายในกลุ่ม	75	4.011	0.143		
	รวม	77	4.683			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	1.584	0.792	3.419	0.047*
	ภายในกลุ่ม	75	6.490	0.232		
	รวม	77	8.074			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.096	0.048	0.559	0.556
	ภายในกลุ่ม	75	2.235	0.080		
	รวม	77	2.331			
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	0.206	0.103	0.238	0.790
	ภายในกลุ่ม	28	13.011	0.434		
	รวม	30	13.217			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	1.936	0.968	1.118	0.340
	ภายในกลุ่ม	28	25.976	0.866		
	รวม	30	27.912			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.022	0.011	0.142	0.868
	ภายในกลุ่ม	28	2.304	0.077		
	รวม	30	2.362			

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05



ตารางที่ 4.39 ทดสอบสมมติฐานที่ 6 และ สมมติฐานที่ 7 (ต่อ)

ตัวแปร	แหล่งความแปรปรวน	df	SS	MS	F	p
<b>กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	9.119	4.599	5.979	0.004**
	ภายในกลุ่ม	30	65.388	0.769		
	รวม	32	74.587			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	139.370	69.685	8.807	0.000**
	ภายในกลุ่ม	30	672.5955	7.913		
	รวม	32	811.964			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.258	0.129	0.835	0.437
	ภายในกลุ่ม	30	13.156	0.155		
	รวม	32	13.415			
<b>รวม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม</b>						
Return on Assets	ระหว่างกลุ่ม	2	1.632	0.816	4.292	0.014*
	ภายในกลุ่ม	378	79.563	0.210		
	รวม	380	81.194			
Return on Equity	ระหว่างกลุ่ม	2	12.220	6.110	3.087	0.047*
	ภายในกลุ่ม	378	1238.039	3.275		
	รวม	380	1250.258			
Tobin's Q	ระหว่างกลุ่ม	2	0.121	0.061	0.525	0.592
	ภายในกลุ่ม	378	43.737	0.116		
	รวม	380	43.859			

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.39 การทดสอบสมมติฐานที่ 6 กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร ผลการวิเคราะห์พบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p = 0.014$ ) และกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p = 0.047$ ) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 6 และจะทำการทดสอบการเปรียบเทียบรายคู่ต่อไป

ทั้งนี้เมื่อวิเคราะห์ผลในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p = 0.009$ )

และ 0.004 ตามลำดับ) และในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p = 0.036$ ) นอกจากนี้ยังพบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p = 0.003$  และ 0.000 ตามลำดับ) และพบในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p = 0.047$ ) ดังนั้น จึงทำการทดสอบการเปรียบเทียบรายคู่ของกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวต่อไป

**การทดสอบสมมติฐานที่ 7** กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อมูลค่าตลาด ผลการวิเคราะห์พบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วน Tobin's Q ที่ไม่แตกต่างกัน ( $p = 0.592$ ) ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 7 และเมื่อทดสอบรายคู่กลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วน Tobin's Q ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p = 0.006$  และ 0.000 ตามลำดับ) และในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p = 0.011$ ) ดังนั้น จึงทำการทดสอบการเปรียบเทียบรายคู่ของกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวต่อไป

**ตารางที่ 4.40** การเปรียบเทียบรายคู่ของกลุ่มกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไร

กลุ่มอุตสาหกรรม	ค่าเฉลี่ย (%)			Working Capital Management Strategies		
	A	M	C	A,M	A,C	M,C
<b>Return on Assets</b>						
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	5.65	5.41	11.96	0.487	0.062	0.024*
สินค้าอุตสาหกรรม	3.82	2.98	9.52	0.638	0.098	0.004**
บริการ	0.31	7.84	10.27	0.001**	0.001**	0.708
รวม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม	4.09	6.57	8.35	0.170	0.020*	0.026*
<b>Return on Equity</b>						
สินค้าอุตสาหกรรม	6.49	4.17	10.88	0.317	0.026*	0.003**
ทรัพยากร	0.41	12.08	8.32	0.015*	0.058	0.459
บริการ	-9.98	7.42	11.44	0.000**	0.000**	0.911
รวม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม	1.37	8.33	9.91	0.047*	0.015*	0.302

หมายเหตุ: Dunnett T3 Test, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.40 เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 7 อุตสาหกรรม พบว่า การใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงที่สุด (ร้อยละ 8.35) รองลงมาคือ กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง และกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ตามลำดับ และเมื่อพิจารณาในส่วนของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า การใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม มีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงที่สุด (ร้อยละ 11.44) รองลงมาคือ กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง และกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ตามลำดับ

การวิเคราะห์ความแตกต่างรายคู่ของกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของกลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 7 อุตสาหกรรม พบว่า การใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม กับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง และกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p=0.026$  และ  $0.020$  ตามลำดับ) โดยการใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 8.35 ซึ่งสูงกว่ากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกและแบบปานกลางที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 4.09 และ 6.57 ตามลำดับ

สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ การวิเคราะห์ความแตกต่างเป็นรายคู่ของกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม พบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก กับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p=0.001$  และ  $0.001$  ตามลำดับ) โดยการใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 0.31 ซึ่งต่ำกว่ากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมและแบบปานกลางที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมร้อยละ 10.27 และ 7.84 ตามลำดับ

นอกจากนี้ยังพบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม กับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมแตกต่างกัน ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ โดยการใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงกว่ากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

ในการวิเคราะห์ความแตกต่างรายคู่ของกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในกลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 7 อุตสาหกรรม พบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก กับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $p= 0.015$  และ  $0.047$  ตามลำดับ) โดยการใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 1.37 ซึ่งต่ำกว่ากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และแบบปานกลาง ที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 9.91 และ 8.33

การวิเคราะห์ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม สำหรับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า การใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม กับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ โดยการใช้การใช้งกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 10.88 ซึ่งสูงกว่ากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และแบบปานกลาง ที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 6.49 และ 4.17 ตามลำดับ ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร พบว่า การใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก กับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยที่การใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 0.41 ซึ่งต่ำกว่ากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 12.08

ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ พบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก กับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นแตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยที่การใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ -9.98 ซึ่งต่ำกว่ากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และแบบปานกลางที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นร้อยละ 11.44 และ 7.42 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.41 การเปรียบเทียบรายค่าของกลุ่มธุรกิจการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่าตลาด

กลุ่มอุตสาหกรรม	ค่าเฉลี่ย (เท่า)			Working Capital Management Strategies		
	A	M	C	A,M	A,C	M,C
<b>Tobin's Q</b>						
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.81	1.07	2.07	0.392	0.009**	0.027*
สินค้าอุตสาหกรรม	0.34	0.74	0.98	0.047*	0.003**	0.035*
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	3.22	1.07	1.02	0.000**	0.000**	0.762
รวม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม	1.24	1.21	1.34	-	-	-

หมายเหตุ: Dunnett T3 Test, \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.42 เมื่อวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มอุตสาหกรรมทั้ง 7 อุตสาหกรรม พบว่า การใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน Tobin's Q สูงที่สุด (1.34 เท่า) รองลงมาคือ กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ตามลำดับ

เมื่อพิจารณาในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร พบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม กับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ โดยการใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q 2.07 เท่า ซึ่งสูงกว่ากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และแบบปานกลาง ที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q 0.81 และ 1.07 เท่า ตามลำดับ ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง พบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก กับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยการใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q 3.22 เท่า ซึ่งสูงกว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และแบบปานกลาง ที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q 1.02 และ 1.07 เท่า ตามลำดับ

นอกจากนี้ ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม พบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก กับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ โดยการใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q 0.34 เท่า ซึ่งต่ำกว่ากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และแบบปานกลาง ที่มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q 0.74 และ 0.98 เท่า ตามลำดับ

นอกจากนี้ยังพบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม กับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยการใช้งกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q สูงกว่ากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

**ตารางที่ 4.42** การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

ความสามารถในการทำกำไร	กลยุทธ์	ค่าเฉลี่ย (%)	S.D.	t	df	p
Return on Assets	MWS	3.38	0.209	-0.380	36	0.706
	CWS	5.56	0.169			
Return on Equity	MWS	3.20	0.279	-2.340	36	0.736
	CWS	6.88	0.230			

จากตารางที่ 4.42 การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างนโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค พบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่ไม่แตกต่างกัน

**ตารางที่ 4.43** การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับ Tobin's Q กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

มูลค่าตลาด	กลยุทธ์	ค่าเฉลี่ย (เท่า)	S.D.	t	df	p
Tobin's Q	MWS	0.55	0.115	-2.753	36	0.009**
	CWS	1.38	0.087			

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตารางที่ 4.43 การวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วน Tobin's Q ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค พบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่ออัตราส่วน Tobin's Q ที่แตกต่างกัน ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $p = 0.009$ ) โดยการใช้งกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน Tobin's Q 1.38 เท่า ซึ่งสูงกว่ากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางที่ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วน Tobin's Q 0.55 เท่า

จากการศึกษาในส่วนของกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน เมื่อวิเคราะห์รวม 7 อุตสาหกรรม สามารถสรุปได้ว่า นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรที่ต่างกัน และส่งผลต่อมูลค่าตลาดที่ต่างกัน ทำให้ยอมรับสมมติฐานที่ 4 และ 5 และพบว่ากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรที่ต่างกัน จึงยอมรับสมมติฐานที่ 6 ในขณะที่นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรที่ไม่แตกต่างกัน และส่งผลต่อมูลค่าตลาดที่ไม่แตกต่างกัน ทำให้ปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 และ 3 อีกทั้ง กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อมูลค่าตลาดที่ไม่แตกต่างกัน จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 7 ดังตารางที่ 4.44 และ 4.45



ตาราง 4.44 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2-7

กลุ่มอุตสาหกรรม	Working Capital Investment policy			Working Capital Financing Policy			Working Capital Management Strategies		
	ROA	ROE	TQ	ROA	ROE	TQ	ROA	ROE	TQ
	H2		H3	H4		H5	H6		H7
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.011*	0.294	0.151	0.200	0.400	0.044*	0.036*	0.305	0.011*
สินค้าอุปโภคบริโภค	0.983	0.946	0.073	0.600	0.748	0.675	0.706	0.736	0.009**
สินค้าอุตสาหกรรม	0.010*	0.017*	0.243	0.276	0.619	0.009**	0.009**	0.003**	0.006**
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.319	0.346	0.010*	0.996	0.763	0.040*	0.944	0.949	0.000**
ทรัพยากร	0.140	0.257	0.210	0.018*	0.005**	0.236	0.114	0.047*	0.556
เทคโนโลยี	0.993	0.998	0.028*	0.962	0.786	0.002**	0.790	0.340	0.868
บริการ	0.697	0.867	0.642	0.002**	0.005**	0.754	0.004**	0.000**	0.437
<b>รวม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม</b>	<b>0.794</b>	<b>0.679</b>	<b>0.372</b>	<b>0.019*</b>	<b>0.042*</b>	<b>0.001*</b>	<b>0.014*</b>	<b>0.047*</b>	<b>0.592</b>

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05



ตาราง 4.45 สรุปผลการทดสอบรายคู่ของสมมติฐานที่ 2-7

กลุ่ม อุตสาหกรรม	Working Capital Investment Policy									Working Capital Financing Policy									Working Capital Management Strategies								
	ROA			ROE			Tobin's Q			ROA			ROE			Tobin's Q			ROA			ROE			Tobin's Q		
	a	m	c	a	m	c	a	m	c	a	m	c	a	m	c	a	m	c	A	M	C	A	M	C	A	M	C
AGRO		■													■			■			■						■
CONS																											
INDUS			■		■										■			■			■			■		■	■
PROP							■	■							■										■		
RESO										■					■						■						
TECH							■								■												
SERV										■					■			■	■		■			■			
7 industries										■					■			■	■		■		■	■			

สีดำ = นโยบาย/กลยุทธ์ที่มีค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานสูงสุด และมีนัยสำคัญทางสถิติ, สีเทา = นโยบาย/กลยุทธ์ที่มีค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานสูงลำดับที่สอง และมีนัยสำคัญทางสถิติ



#### 4.5 ผลการทดสอบสมมติฐานของแบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด

ผลการทดสอบสมมติฐานของแบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด ในการศึกษาครั้งนี้เป็นการทดสอบสมมติฐานที่ 1 และสมมติฐานที่ 8-23

##### 4.5.1 ผลการทดสอบแบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด

การทดสอบแบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด เป็นการทดสอบสมมติฐานที่ 1 แบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าตลาด มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ โดยผลการศึกษาแสดงดังตารางที่ 4.46-4.48

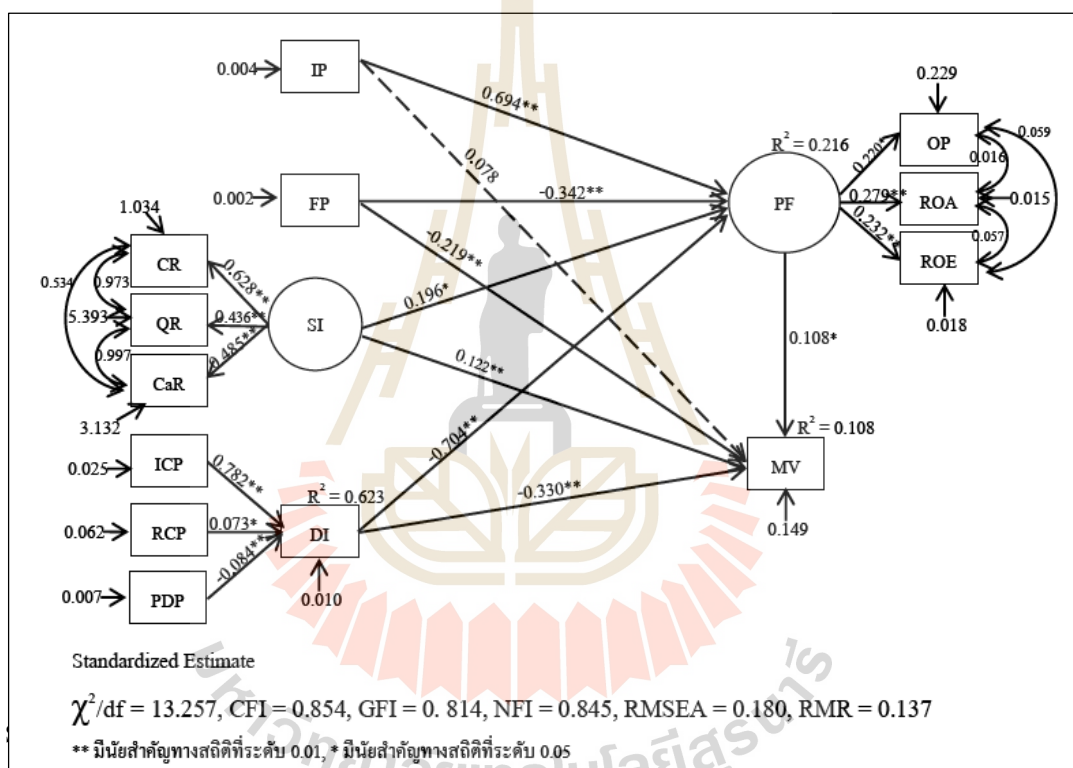
ตารางที่ 4.46 ความสอดคล้องของแบบจำลองโครงสร้างกับข้อมูลเชิงประจักษ์ก่อนปรับแบบจำลอง

ค่าสถิติ	เกณฑ์	ค่าที่แสดง	ผล
$\chi^2/df$	< 5.00	34.042	ไม่ผ่านเกณฑ์
CFI	> 0.90	0.560	ไม่ผ่านเกณฑ์
GFI	> 0.90	0.632	ไม่ผ่านเกณฑ์
NFI	> 0.90	0.554	ไม่ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.08	0.295	ไม่ผ่านเกณฑ์
RMR	< 0.08	0.163	ไม่ผ่านเกณฑ์

การทดสอบสมมติฐานที่ 1 ก่อนปรับแบบจำลองโครงสร้าง พบว่า แบบจำลองโครงสร้างมีค่า Probability Level คือ 0.000 ซึ่งต่ำกว่า 0.05 จะต้องพิจารณาค่าดัชนีวัดความสอดคล้องตัวอื่น ๆ ซึ่งแสดงในตารางที่ 4.47 พบว่า  $\chi^2/df = 34.042$ , CFI = 0.560, GFI = 0.632, NFI = 0.554, RMSEA = 0.295, RMR = 0.163 ซึ่งค่าดัชนีวัดความสอดคล้องทั้งหมดไม่ผ่านเกณฑ์ แสดงว่าแบบจำลองไม่สอดคล้องกับข้อมูลประจักษ์ ซึ่งจะต้องทำการปรับแบบจำลองเพื่อลดค่าไค-สแควร์ ( $\chi^2$ ) และค่าองศาอิสระ (df) โดยการพิจารณาค่า Modification Indices (MI) ซึ่งเป็นการปรับค่าความแปรปรวนร่วม (Covariance) ของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัว โดยการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างคู่ตัวแปรจะพิจารณาจากคู่ที่มีค่า MI มากที่สุดก่อน และจะทำการปรับจนกว่าค่าดัชนีความสอดคล้องของแบบจำลองจะเป็นตามเกณฑ์ (โกศล จิตวิรัตน์ และคณะ, 2556)

ตารางที่ 4.47 ความสอดคล้องของแบบจำลองโครงสร้างกับข้อมูลเชิงประจักษ์หลังปรับแบบจำลอง

ค่าสถิติ	เกณฑ์	ค่าที่แสดง	ผล
$\chi^2/df$	< 5.00	13.257	ไม่ผ่านเกณฑ์
CFI	> 0.90	0.854	ไม่ผ่านเกณฑ์
GFI	> 0.90	0.814	ไม่ผ่านเกณฑ์
NFI	> 0.90	0.845	ไม่ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.08	0.180	ไม่ผ่านเกณฑ์
RMR	< 0.08	0.137	ไม่ผ่านเกณฑ์



รูปภาพที่ 4.1 ผลการวิเคราะห์แบบจำลองโครงสร้างหลังปรับแบบจำลอง

การทดสอบสมมติฐานที่ 1 หลังปรับแบบจำลองโครงสร้าง โดยการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างคู่ตัวแปรจะพิจารณาจากคู่ที่มีค่า Modification Indices มากที่สุดก่อน พบว่าแบบจำลองโครงสร้าง แสดงดังรูปภาพที่ 4.1 โดยมีค่า Probability Level คือ 0.000 ซึ่งต่ำกว่า 0.05 จะต้องพิจารณาค่าดัชนีวัดความสอดคล้องตัวอื่น ๆ ซึ่งแสดงในตารางที่ 4.47 พบว่า  $\chi^2/df = 13.257, CFI = 0.854, GFI = 0.814, NFI = 0.845, RMSEA = 0.180, RMR = 0.137$  ซึ่งค่าดัชนีวัดความสอดคล้องทั้งหมดไม่ผ่านเกณฑ์ แสดงว่าแบบจำลองไม่สอดคล้องกับข้อมูลประจักษ์ จึงพิจารณาตัดตัวแปรสังเกตได้ออกจากสมการโครงสร้าง โดยพิจารณาจากคู่ที่มีค่า Modification Indices สูงที่สุดและตัวแปรสังเกตได้มีค่าน้ำหนักองค์ประกอบต่ำที่สุด (ฐนัฐ วงศ์สายเชื้อ, 2559ข)

ตารางที่ 4.48 ความสอดคล้องของแบบจำลองโครงสร้างกับข้อมูลเชิงประจักษ์หลังตัดตัวแปร  
สังเกตได้ 3 ตัวแปร

ค่าสถิติ	เกณฑ์	ค่าที่แสดง	ผล
$\chi^2/df$	< 5.00	3.239	ผ่านเกณฑ์
CFI	> 0.90	0.973	ผ่านเกณฑ์
GFI	> 0.90	0.963	ผ่านเกณฑ์
NFI	> 0.90	0.962	ผ่านเกณฑ์
RMSEA	< 0.08	0.077	ผ่านเกณฑ์
RMR	< 0.08	0.074	ผ่านเกณฑ์

จากตารางที่ 4.48 เมื่อพิจารณาการตัดตัวแปรสังเกตได้ โดยพิจารณาจากคู่ที่มีค่า Modification Indices สูงที่สุด และมีค่าน้ำหนักองค์ประกอบต่ำที่สุด พบว่า ค่า Probability Level คือ 0.000 ซึ่งต่ำกว่า 0.05 จะต้องพิจารณาค่าดัชนีวัดความสอดคล้องตัวอื่น ๆ คือ  $\chi^2/df = 3.239$ , CFI = 0.973, GFI = 0.963, NFI = 0.962, RMSEA = 0.077, RMR = 0.074 ซึ่งค่าดัชนีวัดความสอดคล้องทั้งหมดผ่านเกณฑ์ จึงสรุปได้ว่าแบบจำลองโครงสร้าง “การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด” มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ดังนั้นจึงยอมรับ**สมมติฐานที่ 1** และใช้แบบจำลองโครงสร้างหลังจากตัดตัวแปรสังเกตได้ในการทดสอบสมมติฐานที่ 8-23 ต่อไป โดยได้พิจารณาตัดตัวแปรดังนี้

1) ค่า Modification Indices ระหว่างอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วและอัตราส่วนเงินสด เท่ากับ 286.66 โดยอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วมีค่าน้ำหนักองค์ประกอบต่ำกว่า จึงพิจารณาตัดตัวแปรอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว

2) ค่า Modification Indices ระหว่างอัตราส่วนทุนหมุนเวียนและอัตราส่วนเงินสด เท่ากับ 270.29 โดยอัตราส่วนเงินสดมีค่าน้ำหนักองค์ประกอบต่ำกว่า จึงพิจารณาตัดตัวแปรอัตราส่วนเงินสด

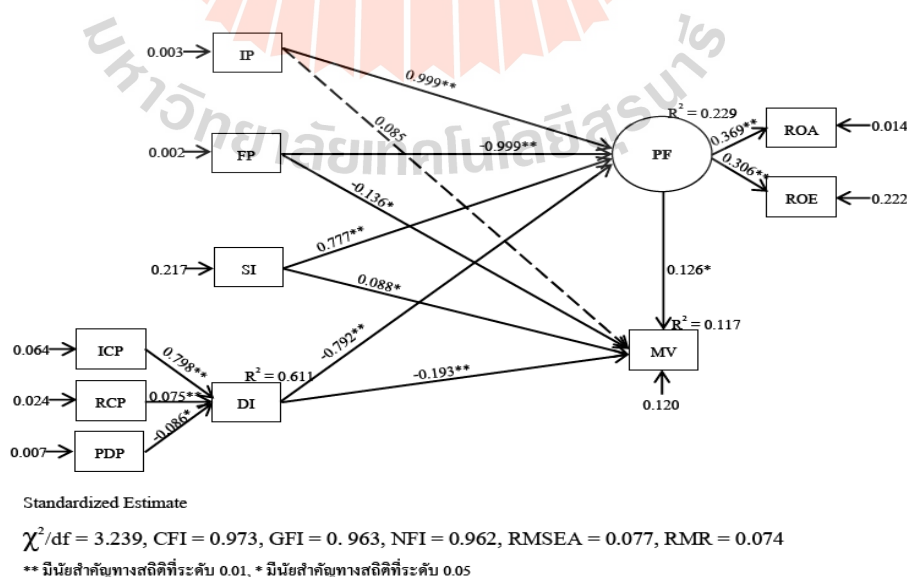
3) ค่า Modification Indices ระหว่างอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม เท่ากับ 191.76 โดยอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานมีค่าน้ำหนักองค์ประกอบต่ำกว่า จึงพิจารณาตัดตัวแปรอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน

ทั้งนี้ จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง พบว่า งานวิจัยที่ผ่านมานั้นการวัดตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ด้วยอัตราส่วนทุนหมุนเวียน ซึ่งพบถึงร้อยละ 65.22 จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องจากบทความวิจัยที่ตีพิมพ์ในช่วง ค.ศ. 2007-2018 ในฐานะข้อมูล Emerald Insight และ Science Direct (ด้วยคำค้นหาคือ Working Capital Management) แสดงให้เห็นว่างานวิจัยที่ผ่านมาให้ความสำคัญกับอัตราส่วนทุนหมุนเวียนในการวัดการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของกิจการ รองลงมาอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วและอัตราส่วนเงินสด (ร้อยละ 21.74 และ 13.04 ตามลำดับ) แสดงดังตารางที่ 2.4

สำหรับอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร พบว่า งานวิจัยที่ผ่านมาที่ศึกษาถึงการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร จากบทความวิจัยที่ตีพิมพ์ในช่วง ค.ศ. 2007-2018 จากฐานข้อมูล Emerald Insight และ Science Direct (ด้วยคำค้นหาคือ Working Capital Management) เน้นการวัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งพบถึงร้อยละ 55.22 รองลงมาคืออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน (ร้อยละ 20.90 และ 11.94 ตามลำดับ) แสดงดังตารางที่ 2.6 ซึ่งงานวิจัยที่วัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานแล้วไม่พบความสัมพันธ์กับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีถึงร้อยละ 25.00 ในขณะที่อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่พบความสัมพันธ์กับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเพียงร้อยละ 8.11 และ 4.78 ตามลำดับ ซึ่งอาจจะท่อนให้เห็นว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนสามารถสะท้อนถึงอัตราส่วนการวัดความสามารถในการทำกำไรที่มีความสัมพันธ์กับเงินลงทุน มากกว่าอัตราส่วนการวัดความสามารถในการทำกำไรที่มีความสัมพันธ์กับยอดขาย

**4.5.2 ผลการทดสอบสมมติฐานจากแบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด**

การวิเคราะห์เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัยที่ 8-23 แบบจำลองโครงสร้าง “การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด” มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์โดยพิจารณาจากค่าดัชนีความสอดคล้อง  $\chi^2/df = 3.239$ , CFI = 0.973, GFI = 0.963, NFI = 0.962, RMSEA = 0.077, RMR = 0.074 (Hair et al., 2010) แสดงดังรูปภาพที่ 4.2



รูปภาพที่ 4.2 ผลการวิเคราะห์แบบจำลอง โครงสร้างสำหรับทดสอบสมมติฐาน

#### 4.5.2.1 ผลการทดสอบสมมติฐานอิทธิพลทางตรงของตัวแปรต้นที่มีผลต่อตัวแปรตาม

ผลการทดสอบสมมติฐานอิทธิพลทางตรงของตัวแปรต้นที่มีผลต่อตัวแปรตาม แสดงดังตารางที่ 4.49

ตารางที่ 4.49 ผลการทดสอบสมมติฐานอิทธิพลทางตรงของตัวแปรต้นที่มีผลต่อตัวแปรตาม

ตัวแปร	S.E.	$\beta$	R <sup>2</sup>	ผลทดสอบ
ICP → CCC	0.035	0.798**	0.611	ยอมรับ
RCP → CCC	0.022	0.075*		ยอมรับ
PDP → CCC	0.066	-0.086*		ยอมรับ
IP → PF	0.168	0.999**	0.229	ปฏิเสธ
FP → PF	0.225	-0.999**		ปฏิเสธ
SI → PF	0.023	0.777**		ยอมรับ
DI → PF	0.046	-0.792**		ยอมรับ
IP → MV	0.440	0.085	0.117	ปฏิเสธ
FP → MV	0.651	-0.136*		ปฏิเสธ
SI → MV	0.060	0.088*		ยอมรับ
DI → MV	0.115	-0.193**		ยอมรับ
PF → MV	0.125	0.126*		ยอมรับ

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.49 สามารถสรุปทดสอบสมมติฐานอิทธิพลทางตรงของตัวแปรต้นที่มีผลต่อตัวแปรตาม ได้ดังนี้

##### 1) ด้านนโยบายเงินทุนหมุนเวียน มีสมมติฐานดังนี้

H8 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร

H9 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อมูลค่าตลาด

H11 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร

H12 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด

ผลการวิเคราะห์ พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ 0.999 จากทิศทางความสัมพันธ์ที่ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานจึง**ปฏิเสธสมมติฐานที่ 8** และสามารถสรุปได้ว่าการบริหารอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมให้อยู่ในสัดส่วนที่สูงจะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น โดยเกิดจากการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนที่สูงขึ้น แสดงให้เห็นว่ากิจการควรใช้แนวทางของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนให้เป็นไปในทางอนุรักษ์นิยม นอกจากนี้ยังพบว่า นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ -0.999 จากทิศทางความสัมพันธ์ที่ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานจึง**ปฏิเสธสมมติฐานที่ 11** และสามารถสรุปได้ว่า การบริหารอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมในสัดส่วนที่ต่ำจะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น โดยเกิดจากการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้นในปริมาณที่ต่ำ ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากิจการควรใช้แนวทางของนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนให้เป็นไปในทางอนุรักษ์นิยม

เมื่อวิเคราะห์ผลของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าตลาด พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึง**ปฏิเสธสมมติฐานที่ 9** ในขณะที่ นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อมูลค่าตลาด ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ -0.136 จากทิศทางความสัมพันธ์ที่ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานจึง**ปฏิเสธสมมติฐานที่ 12** และสามารถสรุปได้ว่า การบริหารอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมในสัดส่วนที่ต่ำจะส่งผลให้มูลค่าตลาดสูงขึ้น โดยเกิดจากการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้นในปริมาณที่ต่ำ ซึ่งแสดงให้เห็นว่ากิจการควรใช้แนวทางของนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนให้เป็นไปในทางอนุรักษ์นิยม

## 2) ด้านตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน มีสมมติฐานดังนี้

H14 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร

H15 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด

H17 ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

H18 ระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

H19 ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

H20 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร

H21 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อมูลค่าตลาด

ผลการวิเคราะห์ พบว่า ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ 0.777 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 14 อีกทั้งผลการวิเคราะห์ข้อมูลยังพบว่า ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ 0.088 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 15 แสดงให้เห็นว่าการบริหารสภาพคล่องที่สูงจะส่งผลให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดสูงขึ้น โดยเน้นการบริหารให้กิจการมีส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนให้มากกว่าหนี้สินหมุนเวียน

ผลการวิเคราะห์ด้านตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตซึ่งวัดโดยวงจรเงินสด พบว่า วงจรเงินสดมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ -0.792 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 20 นอกจากนี้ ผลการวิเคราะห์ข้อมูลยังพบว่า ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อมูลค่าตลาด ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ -0.193 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 21 แสดงให้เห็นว่าการบริหารระยะเวลาของวงจรเงินสดให้สั้น จะส่งผลให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดสูงขึ้น ซึ่งวงจรเงินสดที่สั้นแสดงให้เห็นว่ากิจการมีสภาพคล่องที่ดีในการหมุนเวียนเงินสด ทั้งนี้ การบริหารจัดการวงจรเงินสดให้มีระยะเวลาที่สั้น สามารถทำได้โดยการลดระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ และระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ รวมทั้งเพิ่มระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ ดังนั้น การทราบขนาดอิทธิพลของระยะเวลาดังกล่าวจะทำให้สามารถลำดับความสำคัญในการลดระยะเวลาของวงจรเงินสด เพื่อนำไปสู่การบริหารวงจรเงินสดให้มีประสิทธิภาพและเพิ่มผลการดำเนินงานในที่สุด

สำหรับผลการวิเคราะห์ถึงวิธีการบริหารวงจรเงินสด พบว่า ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ 0.798 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 17 และระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อ



ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ 0.075 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 18 ในขณะที่ ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ -0.086 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 19 และสามารถสรุปได้ว่าการบริหารให้วงจรมีระยะเวลาที่สั้น ควรเน้นการลดระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือเป็นลำดับแรก รองลงมาคือการเพิ่มระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ และลดระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ ตามลำดับ

3) ด้านความสามารถในการทำกำไร มีสมมติฐานคือ H23 ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด ผลการวิเคราะห์พบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลเท่ากับ 0.126 ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 23 ซึ่งสามารถสรุปได้ว่า เมื่อกิจการมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น จะทำให้มูลค่าตลาดเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

#### 4.5.2.2 ผลทดสอบสมมติฐานด้านอิทธิพลทางอ้อมของตัวแปรต้นที่มีผลต่อตัวแปรตามโดยผ่านตัวแปรคั่นกลาง

การทดสอบสมมติฐานด้านอิทธิพลทางอ้อมของตัวแปรต้นที่มีผลต่อตัวแปรตาม โดยผ่านตัวแปรคั่นกลาง มีสมมติฐานดังนี้

H10 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

H13 นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

H16 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

H22 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

ตารางที่ 4.50 ขนาดอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม

	Dynamic Working Capital			Profitability			Market Value		
	Indicators								
	DE	IE	TE	DE	IE	TE	DE	IE	TE
IP	-	-	-	0.999**	-	0.999**	0.085	0.137*	0.222**
FP	-	-	-	-0.999**	-	-0.999**	-0.136*	-0.150*	-0.286**
SI	-	-	-	0.777**	-	0.777**	0.088*	0.098*	0.186*
DI	-	-	-	-0.792**	-	-0.792**	-0.193*	-0.099*	-0.293**
ICP	0.798**	-	0.798**	-	-0.632**	-0.632**		-0.234*	-0.234**
RCP	0.075*	-	0.075*	-	-0.059	-0.059		-0.022	-0.022
PDP	-0.086*	-	-0.086*	-	0.068*	0.068*		0.025	0.025
PF	-	-	-	-	-	-	0.126*	-	0.126*

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 5.50 เป็นการแสดงขนาดอิทธิพลทางตรง อิทธิพลทางอ้อม และอิทธิพลรวม โดยที่: อิทธิพลรวม = อิทธิพลทางตรง + อิทธิพลทางอ้อม ซึ่งผลการวิเคราะห์ที่ได้จากการคำนวณด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางคอมพิวเตอร์ (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2556) ผลการวิเคราะห์พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $\beta = 0.137$ ) จากทิศทางความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นไปตามสมมติฐานจึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 10 และสามารถสรุปได้ว่าการบริหารอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมให้อยู่ในสัดส่วนที่สูงจะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น และนำไปสู่มูลค่าตลาดที่สูงขึ้นในที่สุด โดยเกิดจากการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนที่สูงขึ้น แสดงให้เห็นว่ากิจการควรใช้แนวทางของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนให้เข้าไปในทางอนุรักษ์นิยม

สำหรับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน พบว่า นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $\beta = -0.150$ ) จากทิศทางความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นไปตามสมมติฐานจึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 13 และสามารถสรุปได้ว่า การบริหารอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมในสัดส่วนที่ต่ำจะส่งผลให้มูลค่าตลาดสูงขึ้น โดยผ่านตัวแปรคั่นกลางคือความสามารถในการทำกำไร ซึ่งเกิดจากการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้นในปริมาณที่ต่ำ แสดงให้เห็นว่ากิจการควรใช้แนวทางของนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนให้เข้าไปในทางอนุรักษ์นิยม

การทดสอบอิทธิพลทางอ้อมของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร พบว่า ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $\beta = 0.098$ ) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 16 แสดงให้เห็นว่าการบริหารสภาพคล่องที่สูงจะส่งผลให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้น และนำไปสู่มูลค่าตลาดที่สูงขึ้นด้วย โดยเน้นการบริหารให้กิจการมีส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนให้มากกว่าหนี้สินหมุนเวียน

สำหรับการทดสอบอิทธิพลทางอ้อมของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตที่มีอิทธิพลต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร พบว่า ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $\beta = -0.099$ ) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 22 แสดงให้เห็นว่าการบริหารจัดการให้วงจรเงินสดของกิจการมีระยะเวลาที่สั้น จะส่งผลให้มูลค่าตลาดสูงขึ้น โดยผ่านตัวแปรคั่นกลางคือความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวงจรเงินสดที่สั้นแสดงให้เห็นว่ากิจการมีสภาพคล่องที่ดีในการหมุนเวียนเงินสด

การบริหารจัดการวงจรเงินสดให้มีระยะเวลาที่สั้น สามารถทำได้โดยการการบริหารจัดการระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ ระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ และระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ ทั้งนี้ การลดวงจรเงินสดควรพิจารณาผลระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือเป็นลำดับแรก เนื่องจากระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือมีค่าสัมประสิทธิ์ขนาดอิทธิพลสูงที่สุด โดยพบว่า ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรโดยผ่านวงจรเงินสด ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ( $\beta = -0.632$ ) และระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไรและวงจรเงินสด ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $\beta = -0.234$ ) นอกจากนี้ยังพบว่า ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้มีอิทธิพลเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรผ่านวงจรเงินสด ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ( $\beta = 0.068$ ) แต่ไม่พบอิทธิพลทางอ้อมของระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด

การทดสอบสมมติฐานการวิจัยครั้งนี้ ได้ยอมรับสมมติฐานดังนี้ (แสดงดังตารางที่ 4.51)

H1 แบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าตลาด มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์

H4 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรที่แตกต่างกัน

H5 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อมูลค่าตลาดที่แตกต่างกัน

H6 กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรที่แตกต่างกัน

H14 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร

H15 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด

H16 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

H17 ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

H18 ระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

H19 ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

H20 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร

H21 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อมูลค่าตลาด

H22 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

H23 ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด  
สำหรับสมมติฐานการวิจัยที่ปฏิเสธสมมติฐาน มีดังนี้

H2 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรที่แตกต่างกัน ปฏิเสธสมมติฐานเนื่องจากไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

H3 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อมูลค่าตลาดที่แตกต่างกัน ปฏิเสธสมมติฐานเนื่องจากไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

H7 กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อมูลค่าตลาดที่แตกต่างกัน ปฏิเสธสมมติฐานเนื่องจากไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

H8 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร ปฏิเสธสมมติฐานเนื่องจาก นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร

H9 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อมูลค่าตลาด ปฏิเสธสมมติฐานเนื่องจากไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

H10 นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร ปฏิเสธสมมติฐานเนื่องจาก นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

H11 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร ปฏิเสธสมมติฐานเนื่องจาก นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร

H12 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด ปฏิเสธสมมติฐานเนื่องจาก นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อมูลค่าตลาด

H13 นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร ปฏิเสธสมมติฐานเนื่องจาก นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

#### ตารางที่ 4.51 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

สมมติฐาน	สถิติที่ใช้	ผลการทดสอบ	ผลการวิจัย
H1	SEM	ยอมรับ	Model fit
H2	ANOVA	ปฏิเสธ	IP ที่แตกต่างกันส่งผลต่อ PF ที่ไม่แตกต่างกัน
H3	ANOVA	ปฏิเสธ	IP ที่แตกต่างกันส่งผลต่อ MV ที่ไม่แตกต่างกัน
H4	ANOVA	ยอมรับ	CFP ส่งผลให้ค่าเฉลี่ย PF สูงที่สุด
H5	ANOVA	ยอมรับ	CFP ส่งผลให้ค่าเฉลี่ย MV สูงที่สุด
H6	ANOVA	ยอมรับ	CWS ส่งผลให้ค่าเฉลี่ย PF สูงที่สุด
H7	ANOVA	ปฏิเสธ	WS ที่แตกต่างกันส่งผลต่อ MV ที่ไม่แตกต่างกัน
H8	SEM	ปฏิเสธ	IP มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อ PF (CIP)
H9	SEM	ปฏิเสธ	IP ไม่มีอิทธิพลต่อ MV
H10	SEM	ปฏิเสธ	IP มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อ MV ผ่าน PF (CIP)
H11	SEM	ปฏิเสธ	FP มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อ PF (CFP)

ตารางที่ 4.51 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย (ต่อ)

สมมติฐาน	สถิติที่ใช้	ผลการทดสอบ	ผลการวิจัย
H12	SEM	ปฏิเสธ	FP มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อ MV (CFP)
H13	SEM	ปฏิเสธ	FP มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อ MV ผ่าน PF (CFP)
H14	SEM	ยอมรับ	SI มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อ PF (สภาพคล่องสูง)
H15	SEM	ยอมรับ	SI มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อ MV (สภาพคล่องสูง)
H16	SEM	ยอมรับ	SI มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อ MV ผ่าน PF (สภาพคล่องสูง)
H17	SEM	ยอมรับ	ICP มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อ DI
H18	SEM	ยอมรับ	RCP มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อ DI
H19	SEM	ยอมรับ	PDP มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อ DI
H20	SEM	ยอมรับ	DI มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อ PF (สภาพคล่องสูง)
H21	SEM	ยอมรับ	DI มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อ MV (สภาพคล่องสูง)
H22	SEM	ยอมรับ	DI มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อ MV ผ่าน PF (สภาพคล่องสูง)
H23	SEM	ยอมรับ	PF มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อ MV



#### 4.6 ผลการวิเคราะห์ด้านตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน

จากการวิเคราะห์ผลในหัวข้อที่ 4.2 ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า อุตสาหกรรมที่ต่างกันส่งผลต่อการบริหารตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่และแบบพลวัต จึงทำการวิเคราะห์รายอุตสาหกรรม โดยการวิเคราะห์การถดถอย (Regression analysis) ด้วยแบบจำลอง ดังนี้

$$\text{สมการที่ 1: } Y_{(ROA)} = \beta_1 CR + \beta_2 CCC$$

$$\text{สมการที่ 2: } Y_{(ROE)} = \beta_1 CR + \beta_2 CCC$$

$$\text{สมการที่ 3: } Y_{(TQ)} = \beta_1 CR + \beta_2 CCC$$

โดย Y คือ ตัวแปรตาม

CR คือ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio)

CCC คือ วงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle)

ตารางที่ 4.52 ผลการวิเคราะห์การถดถอยสมการที่ 1

อุตสาหกรรม	Working Capital Indicator on ROA						R <sup>2</sup>	Adj.R <sup>2</sup>
	Static (CR)			Dynamic (CCC)				
	t	$\beta$	p-value	t	$\beta$	p-value		
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	3.5052	0.437	0.004**	-2.002	-0.287	0.053	0.237	0.197
สินค้าอุปโภคบริโภค	-0.734	-0.123	0.468	-3.096	-0.521	0.004**	0.363	0.327
สินค้าอุตสาหกรรม	2.085	0.245	0.041*	1.308	0.154	0.195	0.102	0.076
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.178	0.026	0.859	-0.630	-0.091	0.531	0.012	-0.015
ทรัพยากร	0.163	0.030	0.872	1.353	0.249	0.187	0.061	-0.006
เทคโนโลยี	0.841	0.136	0.407	-2.240	-0.435	0.033*	0.146	0.089
บริการ	1.104	0.120	0.273	-1.082	-0.117	0.282	0.024	0.001

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.52 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในสมการที่ 1 พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ และพบว่า วงจรเงินสดมีผลกระทบเชิงลบต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

จากผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมสามารถอธิบายได้ว่า เมื่ออัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีการเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วยมาตรฐาน จะทำให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน 0.437 และ 0.245 หน่วยมาตรฐาน ตามลำดับ และเมื่อวงจรกิจสินมีการเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วยมาตรฐาน จะทำให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม 0.521 และ 0.435 หน่วยมาตรฐาน ตามลำดับ เมื่อควบคุมตัวแปรอิสระอื่น ๆ ให้คงที่

ตารางที่ 4.53 ผลการวิเคราะห์การถดถอยสมการที่ 2

อุตสาหกรรม	Working Capital Indicator on ROE						R <sup>2</sup>	Adj.R <sup>2</sup>
	Static (CR)			Dynamic (CCC)				
	t	$\beta$	p-value	t	$\beta$	p-value		
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	2.076	0.321	0.045*	-0.891	-0.138	0.379	0.109	0.062
สินค้าอุปโภคบริโภค	-1.225	-0.209	0.229	-2.586	-0.440	0.014*	0.347	0.310
สินค้าอุตสาหกรรม	2.144	0.257	0.036*	-0.122	0.015	0.903	0.068	0.041
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	0.184	0.026	0.855	-0.796	-0.115	0.429	0.010	-0.016
ทรัพยากร	-1.481	-0.295	0.150	-1.052	0.209	0.302	0.080	0.014
เทคโนโลยี	0.267	0.053	0.793	-1.168	-0.333	0.106	0.096	0.036
บริการ	1.051	0.114	0.296	-1.145	-0.124	0.255	0.024	0.001

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.53 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในสมการที่ 2 พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 และพบว่า วงจรกิจสินมีผลกระทบเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

จากผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมสามารถอธิบายได้ว่า เมื่ออัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีการเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วยมาตรฐาน จะทำให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน 0.321 และ 0.257 หน่วยมาตรฐาน ตามลำดับ และเมื่อวงจรกิจสินมีการเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วยมาตรฐาน จะทำให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม 0.440 หน่วยมาตรฐาน เมื่อควบคุมตัวแปรอิสระอื่น ๆ ให้คงที่



ตารางที่ 4.54 ผลการวิเคราะห์การถดถอยสมการที่ 3

อุตสาหกรรม	Working Capital Indicator on Tobin's Q						R <sup>2</sup>	Adj.R <sup>2</sup>
	Static (CR)			Dynamic (CCC)				
	t	$\beta$	p-value	t	$\beta$	p-value		
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	4.531	0.556	0.000**	-3.669	-0.450	0.001**	0.439	0.410
สินค้าอุปโภคบริโภค	2.082	0.388	0.046*	0.454	0.090	0.653	0.142	0.085
สินค้าอุตสาหกรรม	4.585	0.498	0.000**	-0.687	-0.075	0.494	0.235	0.213
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	2.862	0.386	0.005**	-3.264	-0.440	0.002**	0.137	0.114
ทรัพยากร	2.694	0.496	0.012*	-0.608	-0.296	0.119	0.212	0.156
เทคโนโลยี	1.179	0.266	0.248	-1.920	-0.433	0.064	0.110	0.050
บริการ	2.464	0.257	0.016*	-0.927	-0.097	0.357	0.076	0.054

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, \* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 4.54 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วน Tobin's Q ในสมการที่ 3 พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราส่วน Tobin's Q ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 และในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 และพบว่า วงจรเงินสดมีผลกระทบเชิงลบต่ออัตราส่วน Tobin's Q ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

จากผลการวิเคราะห์ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมสามารถอธิบายได้ว่า เมื่ออัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีการเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วยมาตรฐาน จะทำให้อัตราส่วน Tobin's Q เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 0.556 หน่วยมาตรฐาน กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม 0.498 หน่วยมาตรฐาน กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร 0.496 หน่วยมาตรฐาน กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 0.386 หน่วยมาตรฐาน กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค 0.338 หน่วยมาตรฐาน และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ 0.257 หน่วยมาตรฐาน เมื่อควบคุมตัวแปรอิสระอื่น ๆ ให้คงที่

นอกจากนี้ ยังสามารถอธิบายได้ว่า เมื่อวงจรเงินสดมีการเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วยมาตรฐาน จะทำให้อัตราส่วน Tobin's Q กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม 0.450 และ 0.440 หน่วยมาตรฐาน ตามลำดับ เมื่อควบคุมตัวแปรอิสระอื่น ๆ ให้คงที่

## บทที่ 5

### การอภิปรายผลการวิจัย สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ

การศึกษาเรื่อง ผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาลักษณะการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) นำเสนอแบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าตลาด 3) ศึกษากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด 4) ศึกษาตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด และ 5) ศึกษาความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อมูลค่าตลาด โดยเก็บรวบรวมข้อมูลการวิจัยจากงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี จากบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 381 บริษัท โดยการอภิปรายผล สรุปผลการวิจัย และข้อเสนอแนะ มีรายละเอียดดังนี้

#### 5.1 อภิปรายผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 1

วัตถุประสงค์ที่ 1 เพื่อศึกษาลักษณะการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นลักษณะของการพิจารณาโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ได้พัฒนาวิธีการจำแนกนโยบายเงินทุนหมุนเวียน ทั้งนโยบายการลงทุนและนโยบายจัดหาเงินทุนหมุนเวียนให้ครอบคลุมครบถ้วนทั้ง 3 นโยบายย่อย คือ แบบเชิงรุก แบบปานกลาง และแบบอนุรักษ์นิยม โดยอาศัยแนวคิดจากงานวิจัยของ Adam et al., (2017) และ Maswadeh (2015) โดยที่ Maswadeh (2015) ได้เสนอวิธีการจำแนกนโยบายเงินทุนหมุนเวียนออกเป็น 3 นโยบายย่อย โดยใช้สถิติ One - Sample T Test ในการแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งเป็นสถิติสำหรับการเปรียบเทียบข้อมูล 1 กลุ่ม กับค่าที่เป็นมาตรฐานที่กำหนด ซึ่งกำหนดให้เป็นค่านโยบายย่อยแบบปานกลาง ทั้งนี้อัตราส่วนที่เกี่ยวข้องกับนโยบายเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งได้แก่ อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม จะมีตัวเลขระหว่าง 0 - 1 ซึ่ง Adam et al., (2017) ได้เสนอให้ตัวเลข 0.50 เป็นค่าของนโยบายย่อยแบบปานกลาง

การศึกษาครั้งนี้ในส่วนของกำแนกนโยบายเงินทุนหมุนเวียนมีความแตกต่างจากการศึกษาวิจัยที่ผ่านมาที่ทำการกำแนกนโยบายเงินทุนหมุนเวียนเพียง 2 นโยบายย่อยเท่านั้น คือ กำแนกเป็นแบบเชิงและแบบอนุรักษ์นิยม ซึ่งเป็นการกำแนกข้อมูลจากการวิเคราะห์จากทิศทางความสัมพันธ์ของข้อมูลที่มีทิศทางเป็นบวกหรือเป็นลบ (Sudiyatno et al., 2017; Shubiri, 2011; Raheman et al., 2010; Nazir and Afza, 2009; Afza and Nazir, 2007) ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงผสมผสานแนวคิดของ Adam et al., (2017) และ Maswadeh (2015)

ผลการศึกษาครั้งนี้สามารถให้หลักฐานเชิงประจักษ์ในการกำแนกนโยบายการลงทุนเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน โดยใช้หลักการกำแนกความแตกต่างของอัตราส่วนทางการเงินเพื่อนำไปสู่การแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียนออกเป็น 3 นโยบายย่อย โดยมีช่วงของการกำแนก ดังนี้

1) อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม ที่อยู่ในช่วง 0.00-0.40 เท่า คือ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกและนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

2) อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม ที่อยู่ในช่วง 0.41-0.59 เท่า คือ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางและนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

3) อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม ที่อยู่ในช่วง 0.60-1.00 เท่า คือ นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกและนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ยังได้กำแนกกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนตามแนวคิดของ Jedrzejczak-Gas (2017) และ Hassani and Tavosi (2014) ที่ได้เสนอการแบ่งนโยบายเงินทุนหมุนเวียนออกเป็น 3 นโยบายย่อย ทั้งนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน แล้วนำนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมาพิจารณาร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน เพื่อวางกลยุทธ์เงินทุนหมุนเวียน โดยที่ Jedrzejczak-Gas (2017) ได้เสนอกลยุทธ์เงินทุนหมุนเวียน 9 รูปแบบ ในขณะที่ Hassani and Tavosi (2014) ได้เสนอว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนทั้ง 9 รูปแบบนั้น สามารถกำแนกออกเป็น 3 กลยุทธ์ โดยแบ่งเป็นกลยุทธ์ละ 3 รูปแบบ ซึ่ง Hassani and Tavosi (2014) ได้ยกตัวอย่างกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางว่ามี 3 รูปแบบ คือ

1) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

2) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

3) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

ในการศึกษาครั้งนี้ได้ประยุกต์แนวคิดของ Hassani and Tavosi (2014) เพื่อกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก และกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ดังนี้

กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกมี 3 รูปแบบ คือ

1) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

2) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

3) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม มี 3 รูปแบบ คือ

1) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

2) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

3) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง

รวมถึงการศึกษาครั้งนี้ได้มีการพัฒนาต่อยอดงานวิจัยของ Jedrzejczak-Gas (2017) ที่มีการศึกษากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเฉพาะวิธีทางสถิติเชิงพรรณนา ไปสู่การวิเคราะห์ผลด้วยสถิติเชิงอนุมาน โดยในส่วนถัดไปจะเป็นการอภิปรายผลการศึกษาลักษณะการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจะอภิปรายผลการวิจัยเป็น 2 ประเด็น ดังนี้

### 5.1.1 ภาพรวมของการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วย 7 กลุ่มอุตสาหกรรม (เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุปโภคบริโภค สินค้าอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ทวีปการ บริการ และเทคโนโลยี) ผลการศึกษาพบว่าร้อยละ 45.14 ของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดเลือกใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

ในการบริหารการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน แต่การใช้นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนกลับเป็นแบบอนุรักษ์นิยมที่ถูกเลือกใช้มากที่สุดถึงร้อยละ 81.36 การเลือกใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้ง 7 กลุ่มอุตสาหกรรม เน้นการบริหารเงินทุนเพื่อให้เกิดความสมดุลระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนจากการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนและการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน ถึงแม้จะมีความเสี่ยงสูงในการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก แต่กิจการเลือกที่จะจัดหาเงินทุนหมุนเวียนโดยคำนึงถึงความเสี่ยงที่ต่ำจากการเลือกนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

เมื่อพิจารณาการกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน จากการกำหนดรูปแบบนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนร่วมกับการกำหนดนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนพบว่า มีบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้ง 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ถึงร้อยละ 49.08 เลือกใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางผลจากการศึกษาที่มีความสอดคล้องกับแนวคิดของ Hassani and Tavosi (2014) ที่กล่าวว่า บริษัทจะมีการพิจารณาความสมดุลระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนอย่างไรนั้น จะไม่ได้พิจารณาเพียงนโยบายใดนโยบายหนึ่ง แต่ต้องพิจารณาการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนร่วมกัน ซึ่งในทางปฏิบัตินั้น การบริหารกลยุทธ์ของบริษัทมักใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง เพื่อที่จะพยายามสร้างความสมดุลระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทน ดังนั้น เพื่อไม่ให้เกิดความเสี่ยงมากเกินไปในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ผู้จัดการด้านการเงินมักใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม หรือนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

### 5.1.2 การวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของกิจการ แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

เมื่อพิจารณาลักษณะการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนในแต่ละอุตสาหกรรม พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีลักษณะการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ประกอบด้วย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ โดยส่วนใหญ่เลือกนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดของ Hassani and Tavosi (2014) ที่กล่าวไว้ข้างต้น

กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการลักษณะการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ประกอบด้วย กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

โดยที่กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ส่วนใหญ่มีลักษณะการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ในลักษณะที่เลือกนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ในขณะที่ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ส่วนใหญ่แล้วมีลักษณะการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนอนุรักษ์นิยม โดยมีการเลือกนโยบายย่อยของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนในสัดส่วนที่ใกล้เคียงกัน (AIP ร้อยละ 34.72, MIP ร้อยละ 33.33, และ CIP ร้อยละ 31.95) แต่เลือกนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมในสัดส่วนที่สูงถึงร้อยละ 83.34

ผลการศึกษาของกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างของงานวิจัยนี้ (เลือกใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมากที่สุด) มีความแตกต่างจาก Jedrzejczak-Gas (2017) ที่พบว่า อุตสาหกรรมก่อสร้างของประเทศโปแลนด์ มีลักษณะการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกมากที่สุด ซึ่งมาจากการพิจารณาร่วมกันระหว่างนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก โดยผลการศึกษาดังกล่าวสรุปว่า ในช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอย อุตสาหกรรมก่อสร้างในประเทศโปแลนด์ ยอมรับความเสี่ยงที่สูงขึ้นในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน เพื่อพยายามลดต้นทุนสำหรับเงินทุนหมุนเวียนให้ต่ำลง อย่างไรก็ตาม การเลือกพิจารณาทั้งสองนโยบายดังกล่าวร่วมกัน ยังถือว่าสภาพคล่องยังอยู่ในระดับที่เหมาะสม

## 5.2 อภิปรายผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 2

วัตถุประสงค์ที่ 2 เพื่อนำเสนอแบบจำลองโครงสร้างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าตลาด

การศึกษาในครั้งนี้ได้ทำการปรับแบบจำลองโครงสร้างที่ได้จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง โดยการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างคู่ตัวแปรจะพิจารณาจากคู่ที่มีค่า Modification Indices มากที่สุดก่อน ซึ่งการปรับแบบจำลองยังไม่ทำให้แบบจำลองมีความสอดคล้องกับข้อมูลประจักษ์ จึงพิจารณาการตัดตัวแปรสังเกตได้ โดยพิจารณาจากคู่ที่มีค่า Modification Indices สูงที่สุด และมีค่าน้ำหนักองค์ประกอบต่ำที่สุด ซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว อัตราส่วนเงินสด และอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน และพบว่า ค่า Probability Level คือ 0.000 ซึ่งต่ำกว่า 0.05 จะต้องพิจารณาค่าดัชนีวัดความสอดคล้องตัวอื่น ๆ คือ  $\chi^2/df = 3.239$ , CFI = 0.973, GFI = 0.

963, NFI = 0.962, RMSEA = 0.077, RMR = 0.074 ซึ่งค่าดัชนีวัดความสอดคล้องทั้งหมดผ่านเกณฑ์ จึงสรุปได้ว่าแบบจำลองโครงสร้าง “การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด” มีความสอดคล้องกับข้อมูลเชิงประจักษ์ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 1

ทั้งนี้ จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง พบว่า งานวิจัยที่ผ่านมาเน้นการวัดตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ด้วยอัตราส่วนทุนหมุนเวียน ซึ่งพบถึงร้อยละ 65.22 จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง แสดงให้เห็นว่างานวิจัยที่ผ่านมาให้ความสำคัญกับอัตราส่วนทุนหมุนเวียนในการวัดการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของกิจการ รองลงมาอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วและอัตราส่วนเงินสด (ร้อยละ 21.74 และ 13.04 ตามลำดับ) แสดงดังตารางที่ 2.4

สำหรับอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร พบว่า งานวิจัยที่ผ่านมาที่ศึกษาถึงการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรเน้นการวัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งพบถึงร้อยละ 55.22 รองลงมาคืออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน (ร้อยละ 20.90 และ 11.94 ตามลำดับ) ซึ่งงานวิจัยที่วัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานแล้วไม่พบความสัมพันธ์กับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีถึงร้อยละ 25.00 ในขณะที่อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่พบความสัมพันธ์กับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเพียงร้อยละ 8.11 และ 4.78 ตามลำดับ ซึ่งอาจจะท่อนให้เห็นว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนสามารถสะท้อนถึงอัตราส่วนการวัดความสามารถในการทำกำไรที่มีความสัมพันธ์กับเงินลงทุน มากกว่าอัตราส่วนการวัดความสามารถในการทำกำไรที่มีความสัมพันธ์กับยอดขาย (แสดงดังตารางที่ 2.6)

### 5.3 อภิปรายผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 3

วัตถุประสงค์ที่ 3 เพื่อศึกษากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด

จากแนวคิดในการศึกษานโยบายเงินทุนหมุนเวียนสู่กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน งานวิจัยนี้มีแนวคิดในการศึกษานโยบายเงินทุนหมุนเวียน ทั้งนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนให้ครอบคลุมครบทั้ง 3 นโยบายย่อย รวมถึงการพัฒนาต่อยอดงานวิจัยของ Jedrzejczak-Gas (2017) ที่มีการศึกษากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเฉพาะวิธีการทางสถิติเชิงพรรณนา ซึ่งจะพัฒนาไปสู่การวิเคราะห์ผลด้วยสถิติเชิงอนุมาน โดยการศึกษาการเลือกนโยบายเงินทุนหมุนเวียนและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงาน จะแบ่งการอภิปรายผลเป็น 2 ประเด็น ดังนี้

### 5.3.1 นโยบายเงินทุนหมุนเวียนและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน

#### 1. นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน

การศึกษาในภาพรวม 7 กลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน เมื่อวิเคราะห์ถึงความแตกต่างในการเลือกนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนว่าจะส่งผลต่อผลการดำเนินงานหรือไม่ พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกัน ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดที่ไม่แตกต่างกัน (ปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 และสมมติฐานที่ 3) จึงสรุปได้ว่า การเลือกใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนทั้ง 3 นโยบายย่อยที่แตกต่างกัน ไม่ทำให้บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลการดำเนินงานที่แตกต่างกัน

เมื่อวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลต่อมูลค่าตลาด (สามารถจำแนกนโยบายเงินทุนหมุนเวียนได้ 2 นโยบายย่อย) พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (ปฏิเสธสมมติฐานที่ 9) จึงสรุปได้ว่าในบริบทของประเทศไทยนั้น นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนไม่พบอิทธิพลทางตรงที่มีผลต่อมูลค่าตลาด และถึงแม้การศึกษาที่ผ่านมาจะไม่แพร่หลายในส่วนของการใช้ตัวแปรตามเป็นมูลค่าตลาด แต่ทิศทางการสัมพันธ์ของการศึกษารุ่นนี้ได้สอดคล้องกับการศึกษาที่ผ่านมา ดังเช่นการศึกษาของ Mohamad and Saad (2010) ซึ่งศึกษาทุกกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย และผลการศึกษาในภูมิภาคเอเชีย จากประเทศปากีสถาน ที่ศึกษาในบริษัทตลาดหลักทรัพย์ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมของ Nazir and Afza (2009)

อย่างไรก็ตาม เมื่อวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ปฏิเสธสมมติฐานที่ 8) จากทิศทางการสัมพันธ์ดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าเมื่ออัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมสูงขึ้นจะส่งผลทางตรงให้ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น ซึ่งจะต้องมีการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนที่สูง ดังนั้น การกำหนดนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะมีผลกระทบทำให้ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น

ผลการศึกษาอิทธิพลทางตรงของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรดังกล่าว สอดคล้องกับการศึกษาในภูมิภาคอาเซียนดังเช่นการศึกษาของ Sudiyatno et al. (2017) ซึ่งศึกษาทุกกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Mohamad and Saad (2010) ซึ่งศึกษา



ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศมาเลเซีย อีกทั้ง ผลการศึกษาค้างนี้ยัง สอดคล้องกับผลการศึกษาในภูมิภาคเอเชีย ประเทศปากีสถาน ที่ศึกษาในบริษัทตลาดหลักทรัพย์ ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ของ Nazir and Afza (2009) และ Afza and Nazir (2007) นอกจากนี้ยัง สอดคล้องกับการศึกษานโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำ กำไรในตลาดหลักทรัพย์ประเทศเคนย่า (Mwangi et al., 2014a,b) และในตลาดหลักทรัพย์ประเทศ จอร์แดน (Shubiri, 2011) ที่มีผลการศึกษาที่ยืนยันว่า การกำหนดนโยบายการลงทุนในเงินทุน หมุนเวียนแบบอนุรักษนิยมมีผลกระทบทำให้ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น ดังนั้น ผล การศึกษาค้างนี้จึงเป็นไปในทิศทางเดียวกับผลการศึกษาที่ผ่านมา

ทั้งนี้ จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องยังไม่พบผลการศึกษาที่พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร ซึ่งหมายถึงการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนที่ต่ำลง โดยเลือกใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุน หมุนเวียนแบบเชิงรุก แต่ในทางทฤษฎีได้เน้นย้ำว่าการกำหนดนโยบายการลงทุนในเงินทุน หมุนเวียนแบบเชิงรุก โดยการพยายามลดระดับของสินทรัพย์หมุนเวียน จะส่งผลให้บริษัท มีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น จากการลดการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน เพื่อนำเงินทุนส่วน ที่เหลือไปลงทุนในกิจกรรมอื่น ๆ เพื่อเพิ่มรายได้ให้กับกิจการ ดังนั้น จึงทำให้เพิ่มโอกาสในการ สร้างผลกำไรให้กับกิจการ (Hassan et al., 2017; Nazir and Afza, 2009; Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; Deloof, 2003) แต่สำหรับในทางปฏิบัตินั้น การลดระดับของสินทรัพย์ หมุนเวียนอาจไม่ใช่วิธีที่ดีที่สุดในการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรในบริบทของประเทศไทย เนื่องจาก การมีนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษนิยมสามารถใช้เพื่อกระตุ้นยอดขาย ซึ่งบริษัท จะมีบัญชีลูกหนี้การค้าและสินค้าคงเหลือในปริมาณสูง ทำให้ต้องมีการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน ที่สูงด้วยการกำหนดสินเชื่อทางการค้าให้กับลูกหนี้การค้าเพิ่มสำหรับกระตุ้นยอดขายของกิจการ รวมทั้งสำรองสินค้าคงเหลือในปริมาณสูงเพื่อมั่นใจว่าจะมีสินค้าเพียงพอต่อความต้องการของ ลูกค้า และเกิดการประหยัดต่อขนาด จึงส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นในที่สุด ซึ่ง แนวคิดนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษนิยมจากผลการศึกษาครั้งนี้ และการศึกษาเชิง ประจักษ์ที่ผ่านมา แสดงให้เห็นว่าการลดลงของบัญชีลูกหนี้การค้าและสินค้าคงเหลืออาจเป็น อุปสรรคต่อยอดขาย จึงอาจทำให้ลดความสามารถในการทำกำไร (Mohamad and Saad, 2010; Svensson, 1997) อย่างไรก็ตาม ต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่เพิ่มขึ้น ไม่ควร มากกว่าผลประโยชน์ที่ได้รับจากการกระตุ้นยอดขาย (Deloof, 2003)

## 2. นโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียน

ผลการศึกษาส่วนของนโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียน ในภาพรวมทั้ง 7 อุตสาหกรรม พบว่า นโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการ

ทำกำไรและมูลค่าตลาด (ยอมรับสมมติฐานที่ 4 และสมมติฐานที่ 5) เมื่อทำการทดสอบความแตกต่างรายคู่พบว่า นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ส่งผลให้บริษัทมีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ อัตราส่วน Tobin's Q สูงที่สุด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากนี้ เมื่อวิเคราะห์อิทธิพลทางตรงของนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อผลการดำเนินงาน พบว่า นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ปฏิเสธสมมติฐานที่ 11) แสดงให้เห็นว่าควรมีการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้นในสัดส่วนที่ต่ำจะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทสูงขึ้น ดังนั้น การกำหนดนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมจึงส่งผลทางตรงให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้น การศึกษานี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Sudiyatno et al. (2017) ซึ่งศึกษาทุกกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศอินโดนีเซีย สอดคล้องกับการศึกษาของ Mohamad and Saad (2010) ซึ่งศึกษาทุกกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศมาเลเซีย รวมทั้งสอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศปากีสถานที่ศึกษาในบริษัทตลาดหลักทรัพย์ ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ของ Nazir and Afza (2009) และ Afza and Nazir (2007) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาในส่วนของนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรได้แตกต่างกับการศึกษาของ Mwangi et al. (2014a,b) ที่ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ประเทศเคนยา พบว่า นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สูงขึ้น

อีกทั้งการศึกษานี้ยังพบว่า นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อมูลค่าตลาด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ปฏิเสธสมมติฐานที่ 12) ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Mohamad and Saad (2010) ที่ศึกษาในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศมาเลเซีย และการศึกษาของ Javid and Zita (2014) ที่ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ ประเทศปากีสถาน แต่แตกต่างกับผลการศึกษาของ Nazir and Afza (2009) ที่พบว่า นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกส่งผลให้มูลค่าตลาดของบริษัทสูงขึ้น

จากแนวคิดทฤษฎีของนโยบายเงินทุนหมุนเวียน ที่กล่าวไว้ว่า นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกจะทำให้บริษัทมีโอกาสสร้างผลกำไรได้สูงขึ้น เนื่องจาก นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกเน้นการจัดการแหล่งเงินทุนสำหรับสินทรัพย์หมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้น (โดยเฉพาะเจ้าหนี้การค้าซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่ไม่มีดอกเบี้ย) โดยมีแนวคิดว่าแหล่งเงินทุนระยะสั้นมีดอกเบี้ยหรือต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่าแหล่งเงินทุนระยะยาว แม้จะต้องยอมรับความเสี่ยงที่สูงกว่าในการจ่ายชำระคืนเร็ว แต่จะทำให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น (Nazir and Afza, 2009; Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; Deloof, 2003)

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาครั้งนี้ในส่วนของนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนสรุปได้ว่าบริบทของประเทศไทยนั้น นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน ทั้งความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด ถึงแม้ผลการศึกษานี้ขัดแย้งกับแนวคิดทฤษฎีของนโยบายเงินทุนหมุนเวียน แต่ได้มีความสอดคล้องกับการศึกษาที่ผ่านมา ซึ่งนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมจะลดความเสี่ยงในการชำระหนี้ระยะสั้นไม่ทันกำหนด (Mohamad and Saad, 2010) อีกทั้ง การพยายามเรียกร้องสินเชื่อทางการค้ากับเจ้าหนี้การค้าเพิ่มขึ้นอาจทำให้สูญเสียส่วนลดทางการค้า และนำไปสู่การลดความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดได้เช่นกัน (Svensson, 1997) และถึงแม้ว่าการเน้นการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะยาวจะมีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่าแหล่งเงินทุนระยะสั้น แต่จะทำให้บริษัทมีความยืดหยุ่นในระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้ได้มากขึ้น และสามารถลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนได้สูงขึ้นเพื่อสนับสนุนกิจกรรมการสร้างรายได้ของบริษัท (Deloof, 2003)

### 3. กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน

จากการจำแนกนโยบายเงินทุนหมุนเวียนทั้งในส่วนของการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนและการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน เพื่อพิจารณาลักษณะการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนออกเป็น 3 กลยุทธ์ 9 รูปแบบ พบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร (ยอมรับสมมติฐานที่ 6) และเมื่อทำการทดสอบความแตกต่างรายคู่พบว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมส่งผลให้บริษัทมีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงสุด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ รองลงมาคือ กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลางส่งผลให้บริษัทมีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตาม กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันส่งผลต่อมูลค่าตลาดที่ไม่แตกต่างกัน (ปฏิเสธสมมติฐานที่ 7)

จากตารางที่ 5.1 การวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ส่งผลให้บริษัทมีค่าเฉลี่ยของความสามารถในการทำกำไรสูงที่สุด และเมื่อพิจารณาพร้อมกับผลการวิเคราะห์ด้านนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันว่าจะส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรหรือไม่ สามารถสรุปได้ว่าการบริหารกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม 2 รูปแบบ จะนำไปสู่ความสามารถในการทำกำไรที่สูงสุด คือ

- 1) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม
- 2) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

ทั้งนี้ ลักษณะการวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนดังกล่าวมาจากแนวคิดการกระตุ้นยอดขายโดยการใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่เป็นไปในทางอนุรักษ์นิยม และการใช้สิทธิในการได้รับส่วนลดการค้าจากเจ้าหนี้การค้าและสร้างความสัมพันธ์ที่ดีกับเจ้าหนี้การค้า โดยการใช้นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Mohamad and Saad, 2010)



ตารางที่ 5.1 สรุปผลการทดสอบรายชื่อของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน

กลุ่มอุตสาหกรรม	Working Capital Investment Policy									Working Capital Financing Policy									Working Capital Management Strategies														
	ROA			ROE			Tobin's Q			ROA			ROE			Tobin's Q			ROA			ROE			Tobin's Q								
	a	m	c	a	m	c	a	m	c	a	m	c	a	m	c	a	m	c	A	M	C	A	M	C	A	M	C						
AGRO		■													■						mc									cc,mc			
CONS																																	
INDUS			■		■										■						cc,cm			cc,cm			ac			cc,mc			
PROP						■		■							■									aa,ma									
RESO											■			■							ac			cc,mc			ac						
TECH									■						■												ac						
SERV											■			■							ac			cc,mc			cc,mc						
7 industries											■			■							cc,mc			ac			cc,mc			ac			cc,mc

สีดำ = นโยบาย/กลยุทธ์ที่มีค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานสูงสุด และมีนัยสำคัญทางสถิติ

สีเทา = นโยบาย/กลยุทธ์ที่มีค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานสูงลำดับที่สอง และมีนัยสำคัญทางสถิติ

สีขาว = นโยบาย/กลยุทธ์ที่แตกต่างกัน มีผลต่อผลการดำเนินงานที่ไม่แตกต่างกัน



อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ว่ากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันจะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไร อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่กลับไม่ส่งผลต่อมูลค่าตลาด อย่างไรก็ตาม ไม่ได้หมายความว่าในการเพิ่มมูลค่าตลาดนั้น กิจการจะเลือกใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบใดก็ได้ เพราะเมื่อพิจารณาเฉพาะส่วนของนโยบายเงินทุนหมุนเวียน พบว่า นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม มีผลทำให้ค่าเฉลี่ยอัตราส่วน Tobin's Q สูงที่สุด โดยสามารถพิจารณาร่วมกับนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบใดก็ได้ ทั้งนี้ กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ประกอบด้วย นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม คือ กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ซึ่งประกอบด้วยกลยุทธ์ 3 รูปแบบ ดังนี้

1. การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม
2. การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม
3. การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

ดังนั้น ถึงแม้ว่ากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่แตกต่างกันจะส่งผลต่อมูลค่าตลาดที่ไม่แตกต่างกัน แต่จากผลการศึกษาครั้งนี้ในด้านนโยบายเงินทุนหมุนเวียนได้สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทไม่ควรเลือกกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่กล่าวไว้ว่า กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่เป็นไปในทางเชิงรุกมากเกินไป อาจมีความเสี่ยงจากการมีเงินทุนหมุนเวียนไม่เพียงพอต่อการดำเนินงาน โดยอาจมีเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดที่ไม่เพียงพอ ขาดการกระตุ้นยอดขายโดยการใช้สินเชื่อกำไรต่ำ และเกิดความล่าช้าในการส่งมอบผลิตภัณฑ์ หากมีสินค้าคงเหลือไม่เพียงพอต่อความต้องการของลูกค้า ซึ่งจะนำไปสู่การลดประสิทธิภาพในการดำเนินงานในที่สุด (Hassan et al., 2017; Nazir and Afza, 2009; Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; Deloof, 2003)

ทั้งนี้ ถึงแม้ผลการศึกษาจะสะท้อนให้เห็นว่ากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกไม่นำไปสู่การเพิ่มผลการดำเนินงาน แต่ผลการศึกษาอาจไม่สามารถนำไปประยุกต์ใช้ในบริบทที่มีลักษณะทางเศรษฐกิจและการเมืองที่แตกต่างจากช่วงระยะเวลาที่การศึกษานี้เก็บรวบรวมข้อมูล (พ.ศ.2556-2560) เนื่องจาก ช่วงประมาณ เดือนสิงหาคม พ.ศ. 2556 ถึง เดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2557 เกิดวิกฤตการณ์การเมืองที่เกิดขึ้นจากการประท้วงต่อต้านรัฐบาล โดยมีการประกาศใช้กฎอัยการศึกทั่วราชอาณาจักร และเกิดกองทัพรัฐประหารรัฐบาล หลังจากเหตุการณ์ดังกล่าวจนกระทั่ง พ.ศ. 2560 (ปีสุดท้ายที่เก็บรวบรวมข้อมูลการวิจัย) ประเทศไทยได้รับการปกครองจากคณะรักษาความ

สงบแห่งชาติ ซึ่งระยะเวลาที่เก็บรวบรวมข้อมูลการวิจัยอยู่ในช่วงที่สถานการณ์ทางด้านเศรษฐกิจและการเมืองมีความผันผวน ดังนั้น จึงอาจทำให้ผลการศึกษามีความแตกต่างกับแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน และอาจมีข้อจำกัดในการนำไปประยุกต์ใช้กับช่วงสภาพเศรษฐกิจ และการเมืองที่แตกต่างออกไป

สำหรับการวิเคราะห์แยกตามอุตสาหกรรม เมื่อพิจารณาความแตกต่างของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงดังตารางที่ 5.1 และสามารถสรุปได้ดังนี้

1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร การวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ในลักษณะของการบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม จะสร้างผลการดำเนินงานที่สูงที่สุด ทั้งส่วนของความสามารถในการทำกำไร และส่วนของมูลค่าตลาด

2) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม การวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม โดย 1) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม หรือ 2) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมจะสร้างผลการดำเนินงานที่สูงที่สุด ทั้งส่วนของความสามารถในการทำกำไร และส่วนของมูลค่าตลาด

3) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง การวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ในลักษณะของการบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกจะสร้างมูลค่าตลาดที่สูงที่สุด รองลงมาคือ การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก

4) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร การวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ในลักษณะของการบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมจะทำให้มีความสามารถในการทำกำไรสูงที่สุด

5) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี การวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ในลักษณะของการบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม จะทำให้มูลค่าตลาดสูงที่สุด

6) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ การวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม โดย 1) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม หรือ 2) การบริหารนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบปานกลาง ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม จะทำให้มีความสามารถในการทำกำไรสูงที่สุด

### 5.3.2 นโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลทางอ้อมต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องจากการศึกษาในอดีต พบช่องว่างในการวิจัยสองประเด็นหลัก ๆ คือ การจำแนกนโยบายเงินทุนหมุนเวียนออกเป็น 2 นโยบายย่อย ซึ่งในทางทฤษฎีได้กล่าวถึงนโยบายเงินทุนหมุนเวียน 3 นโยบายย่อย โดยการศึกษาครั้งนี้ได้รายงานผลเกี่ยวกับการจำแนกนโยบายเงินทุนหมุนเวียนออกเป็น 3 นโยบายย่อยในประเด็นที่ผ่านมา ทั้งนี้ อีกหนึ่งช่องว่างในการวิจัยที่ผู้วิจัยค้นพบ คือ การศึกษาถึงอิทธิพลทางอ้อมของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร ซึ่งที่ผ่านมาพบเพียงการศึกษาที่ศึกษาถึงอิทธิพลทางตรงของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อผลการดำเนินงาน (ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด) รวมทั้งมีงานวิจัยอีกส่วนหนึ่งที่พบว่า ความสามารถในการทำกำรมีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าตลาด ดังนั้น การวิเคราะห์ผลของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลทางอ้อมต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไรจึงเป็นประเด็นที่น่าสนใจในการศึกษา

แม้ว่าการศึกษานี้จะไม่พบอิทธิพลทางตรงของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อมูลค่าตลาด แต่ได้พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ปฏิเสธสมมติฐานที่ 10) ซึ่งทิศทางการสัมพันธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับผลการศึกษานี้ที่พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร ดังนั้น จึงสรุปได้ว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น อีกทั้งยังส่งผลให้มูลค่าตลาดเพิ่มขึ้น โดยผ่านความสามารถในการทำกำไร ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์หมุนเวียน ถึงแม้จะมีต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนที่เพิ่มขึ้น แต่ต้นทุนดังกล่าวไม่ได้มากไปกว่าประโยชน์ที่จะได้รับการจากการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่สูง เช่น ได้รับดอกเบี้ยจากรายการเทียบเท่าเงินสด ยอดขายเพิ่มขึ้นจากการให้สินเชื่อทางค้าแก่ลูกค้า หรือแม้กระทั่งการประหยัดต่อขนาดที่ได้จากการมีสินค้าคงเหลือที่เพิ่ม จึงทำให้เกิดความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้น และมูลค่าตลาดเพิ่มขึ้นในที่สุด (DeLoof, 2003)

สำหรับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน พบว่า นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ปฏิเสธสมมติฐานที่ 13) ซึ่งทิศทางการสัมพันธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับผลการศึกษานี้ที่พบว่า นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด จึงสรุปได้ว่าในบริบทของประเทศไทยนั้น นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีอิทธิพลทางตรงต่อผลการดำเนินงาน รวมทั้งมีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่าตลาดโดยผ่านความสามารถในการทำกำไรอีกด้วย



จากผลการวิเคราะห์ทั้งในส่วนของการวิเคราะห์ความแตกต่างของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนและกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงาน และในส่วนของ การวิเคราะห์อิทธิพลของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงาน ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สะท้อนให้เห็นว่า การวางกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม จะนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่สูงขึ้น ทั้งความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าตลาด และควรพิจารณาเลือกใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ร่วมกับนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

#### 5.4 อภิปรายผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 4

วัตถุประสงค์ที่ 4 เพื่อศึกษาตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด

ในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนนั้น นอกจากผู้บริหารทางการเงินควรพิจารณาถึงนโยบายเงินทุนหมุนเวียน เพื่อกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแล้ว ผู้บริหารควรต้องมีการตรวจสอบการบริหารเงินทุนหมุนเวียนว่าวิธีการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่กิจการดำเนินการอยู่ นั้น มีประสิทธิภาพหรือไม่ (Jedrzejczak-Gas, 2017; Jingmeng, 2013) โดยดูจากตัวบ่งชี้ต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียน

งานวิจัยนี้กำหนดลักษณะของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็น 2 ประเภท โดยอาศัยแนวคิดจาก Tuffour and Boateng (2017), Abiodun and Samuel (2014), Machiraju (2001), Moss and Stine (1993) และ Pass and Pike (1984) ประกอบด้วย 1) ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ ซึ่งสะท้อนถึงการบริหารสัดส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน และ 2) ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต ซึ่งสะท้อนถึงความเพียงพอของกระแสเงินสดที่ใช้ในการดำเนินงานเพื่อให้กิจการสามารถดำเนินธุรกิจตามปกติ

ผลการวิจัยครั้งนี้ชี้ให้เห็นว่าตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสรุปได้ดังนี้

1. ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด
2. ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร
3. ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ และระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

4. ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต

5. ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด

6. ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

ในส่วนถัดไป จะเป็นการอภิปรายผลการวิจัยสำหรับขนาดอิทธิพลของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแต่ละประเภทที่ส่งผลต่อการดำเนินงานของกิจการ

#### 5.4.1 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

จากการวิเคราะห์ขนาดอิทธิพลของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของทั้ง 7 กลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนทุนหมุนเวียน มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด (ยอมรับสมมติฐานที่ 14 และสมมติฐานที่ 15) นอกจากนี้ยังพบว่า ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร (ยอมรับสมมติฐานที่ 16) ทำให้สรุปได้ว่าการบริหารสภาพคล่องโดยการมีสัดส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าสัดส่วนของหนี้สินหมุนเวียนส่งผลต่อความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน)

ผลการวิจัยนี้มีความสอดคล้องกับผลการศึกษาของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ ทั้ง Ismail (2016) และ Azam and Haider (2011) ที่ศึกษาทุกกลุ่มอุตสาหกรรมของประเทศปากีสถาน Shrivastava et al. (2017) ที่ศึกษาในประเทศอินเดีย และยังสอดคล้องกับ Akoto et al. (2013) ที่ศึกษาในประเทศกานา ที่พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร นอกจากนี้ผลการศึกษา ยังสอดคล้องกับแนวคิดของ Abiodun and Samuel (2014) ที่กล่าวไว้ว่า สินทรัพย์หมุนเวียนควรมีสัดส่วนที่มากเพียงพอที่จะครอบคลุมหนี้สินหมุนเวียน เพื่อให้แน่ใจว่ามีสภาพคล่องเพียงพอต่อการดำเนินงานในขณะที่ ผลจากงานวิจัยนี้ขัดแย้งกับการศึกษาของ Gachira et al. (2014) ซึ่งศึกษาในประเทศซิมบับเว ที่พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม

อย่างไรก็ตาม ทางทฤษฎีด้านการบริหารเงินทุนหมุนเวียนอธิบายไว้ว่า หากกิจการต้องการเพิ่มผลการดำเนินงานของกิจการสามารถทำได้โดยการถือครองสินทรัพย์หมุนเวียนในปริมาณที่ต่ำ (เมื่อเทียบกับหนี้สินหมุนเวียน) โดยเฉพาะการถือครองสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีสภาพคล่องต่ำ ไม่ว่าจะเป็ลลูกหนี้การค้า หรือสินค้าคงเหลือ เนื่องจาก การลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน สภาพคล่องต่ำในปริมาณที่สูงขึ้น จะทำให้เงินทุนจมอยู่กับสินทรัพย์หมุนเวียนมากเกินไป และขาดโอกาสการลงทุนในกิจกรรมอื่น ๆ นอกจากนี้ การมีสภาพคล่องที่ต่ำยังอาจทำได้โดยการเพิ่มปริมาณเจ้าหนี้การค้า ซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่ไม่มีต้นทุนทางการเงินหรือมีต้นทุนทางการเงินน้อยมาก และมีความยืดหยุ่นสูง ทำให้กิจการที่มีเจ้าหนี้การค้าในปริมาณสูงสามารถลดต้นทุนจากการกู้ยืมสำหรับเงินทุนหมุนเวียนจึงเป็นเหตุให้มีโอกาสในการสร้างผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้น (DeLoof, 2003; Svensson, 1997; Kim and Chung, 1990)

ถึงแม้งานวิจัยนี้จะขัดแย้งกับแนวคิดด้านการบริหารเงินทุนหมุนเวียน แต่ผลของงานวิจัยนี้มีความสอดคล้องกับงานวิจัยส่วนใหญ่ที่ผ่านมา ที่มีหลักฐานเชิงประจักษ์ซึ่งทำให้เห็นว่าการบริหารสัดส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนให้มีสภาพคล่องสูง จะนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่สูงขึ้น ดังนั้น การบริหารสภาพคล่องให้ต่ำอาจไม่เป็นแนวทางที่ดีเสมอไปในการเพิ่มผลการดำเนินงาน เพราะการรักษาสภาพคล่องให้สูงในระดับที่เหมาะสมกับความต้องการในเงินทุนหมุนเวียนอาจเป็นแนวทางที่ดีในการเพิ่มผลการดำเนินงาน ตัวอย่างเช่น ลงทุนในลูกหนี้การค้าสำหรับการให้สินเชื่อการค้าแก่ลูกค้าเป็นสิ่งสำคัญในอุตสาหกรรมผลิตเพื่อกระตุ่นยอดขาย (Abiodun and Samuel, 2014; Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007) และสามารถประยุกต์ใช้ได้กับอุตสาหกรรมบริการที่ในปัจจุบันมีการแข่งขันกันที่สูง เช่น การให้บริการลูกค้าก่อนและเรียกเก็บค่าบริการภายหลัง หรือลูกค้าสามารถผ่อนจ่ายค่าบริการได้ภายหลังรับการบริการแล้ว ตลอดจนการถือครองสินค้าคงเหลือในปริมาณที่สูงขึ้นเพื่อรองรับต่อความต้องการของลูกค้าได้ตลอดเวลา และเกิดการประหยัดต่อขนาดในการสั่งวัตถุดิบหรือสินค้าสำเร็จรูป (Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; DeLoof, 2003)

ดังนั้น สิ่งสำคัญคือกิจการต้องมีการวางแผนและควบคุมสัดส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนให้เหมาะสมกับความต้องการของเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งการถือครองสินทรัพย์หมุนเวียนที่น้อยเกินไปจนไม่เพียงพอต่อความต้องการในเงินทุนหมุนเวียน จะส่งผลให้ขาดแคลนเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งเป็นความล้มเหลวของกิจการในการวางแผนและควบคุมกิจกรรมการสร้างรายได้ ทำให้ลดประสิทธิภาพของผลการดำเนินงานในที่สุด (Abiodun and Samuel, 2014; Ranjith, 2008; Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007; VanHorne and Wachowicz, 2000)

ในส่วนของการศึกษาอัตราส่วนทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อมูลค่าตลาด ถึงแม้จะพบว่ามีเพียงการศึกษาของ Mohamad and Saad (2010) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทุนหมุนเวียน

กับมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซีย แต่ผลการศึกษาดังกล่าวไม่สอดคล้องกับผลการวิจัยในครั้งนี้ เนื่องจากอัตราส่วนทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศมาเลเซียไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าตลาด ในขณะที่งานวิจัยนี้สะท้อนให้เห็นว่าอัตราส่วนทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากการทดสอบสมมติฐานแล้ว งานวิจัยนี้ได้วิเคราะห์การถดถอยของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมด้วย ซึ่งพบว่า:

อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Eya (2016) และ Imeokparia (2015) ที่ศึกษาในบริษัทตลาดหลักทรัพย์อุตสาหกรรมอาหารและเครื่องคั้น ประเทศไนจีเรีย ทั้งยังสอดคล้องกับการศึกษาในอุตสาหกรรมผลิตจากบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ของ Marobhe (2014) และ Omesa et al.(2013) ที่ศึกษากลุ่มประเทศในแอฟริกาตะวันออก

นอกจากนี้ ยังพบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี จึงทำให้เห็นได้ว่าการลงทุนกับสินทรัพย์หมุนเวียนในสัดส่วนที่สูง ช่วยให้บริษัทมีเงินทุนหมุนเวียนที่เพียงพอต่อการดำเนินงานทั้งในด้านของการลงทุนกับลูกหนี้การค้า การลงทุนกับสินค้าคงเหลือ และการถือครองเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดให้เพียงพอต่อการดำเนินงาน ทำให้อาจมีแหล่งเงินทุนหมุนเวียนจากหนี้สินหมุนเวียนไม่เพียงพอ จึงต้องจัดหาเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะยาวเข้ามาเพิ่มเติม ทำให้มีลักษณะของสัดส่วนในสินทรัพย์หมุนเวียนที่สูงกว่าหนี้สินหมุนเวียน (Abiodun and Samuel, 2014; Garcia-Teruel and Martinez-Solano, 2007)

#### 5.4.2 ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

การตรวจสอบตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานนั้น จะทำการตรวจสอบใน 2 ลักษณะ คือ 1) ตรวจสอบขนาดอิทธิพลของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต (วัดโดยวงจรเงินสด) ที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงาน และ 2) ตรวจสอบขนาดอิทธิพลขององค์ประกอบการบริหารวงจรเงินสดที่ส่งผลต่อวงจรเงินสด ทั้งนี้ การทดสอบทั้งสองลักษณะเพื่อตรวจสอบว่ากิจการควรมีวิธีการหมุนเวียนเงินสดในทิศทางใดเพื่อเป็นการเพิ่มผลการดำเนินงาน และต้องมีการบริหารการหมุนเวียนเงินสดอย่างไรเพื่อให้เป็นไป

อย่างมีประสิทธิภาพ โดยตรวจสอบจากระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ ระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกค้า และระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้

การวิเคราะห์ขนาดอิทธิพลของตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงาน พบว่า ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด (ยอมรับสมมติฐานที่ 20 และ สมมติฐานที่ 21) อีกทั้งยังพบว่าตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร (ยอมรับสมมติฐานที่ 22) ซึ่งผลการศึกษามีความสอดคล้องกับแนวคิดทฤษฎีของวงจรเงินสด ที่กล่าวไว้ว่า รอบระยะเวลาของวงจรเงินสดที่สั้นทำให้กิจการมีเงินสดในการหมุนเวียนสำหรับการดำเนินงานที่เร็วขึ้น ซึ่งบริษัทสามารถนำเงินสดไปลงทุนในกิจกรรมอื่น ๆ เพิ่มเติมเพื่อสร้างรายได้ รวมทั้งส่งผลให้ลดการพึ่งพาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก จึงทำให้เกิดการเพิ่มผลการดำเนินงานให้กับกิจการ (Jayarathne, 2014; Gul et al., 2013; Mansoori and Muhammad, 2012; Deloof, 2003; Cheatham, 1989)

การศึกษาในอดีตที่ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของวงจรเงินสดกับตัวแปรตามทั้งด้านความสามารถในการทำกำไรและด้านมูลค่าตลาดที่ผ่านมาพบเพียง 2 งานวิจัย อีกทั้งงานวิจัยที่ศึกษาถึงวงจรเงินสดที่มีอิทธิพลทางตรงต่อมูลค่าตลาดพบเพียงงานวิจัยเดียว ซึ่งผลที่ได้จากงานวิจัยนี้มีความสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต ซึ่งพบว่า วงจรเงินสดมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อผลการดำเนินงานทั้งความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด ดังเช่นการศึกษาของ Wang (2002) ได้ศึกษาในบริษัทตลาดหลักทรัพย์ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมในประเทศไต้หวันและญี่ปุ่น และการศึกษาของ Ogundipe et al. (2012) ที่ศึกษาในบริษัทตลาดหลักทรัพย์ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ประเทศไนจีเรีย และสอดคล้องกับการศึกษาของ Abuzayed (2012) ซึ่งศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ประเทศจอร์แดน พบว่า วงจรเงินสดมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อมูลค่าตลาด ผลการวิจัยในอดีตที่กล่าวมาข้างต้นมีความสอดคล้องกับผลการวิจัยในครั้งนี้ ที่พบว่า กิจการสามารถเพิ่มมูลค่าตลาดได้โดยการลดวงจรเงินสด โดยยังไม่พบงานวิจัยใดในอดีตที่ศึกษาอิทธิพลทางอ้อมของวงจรเงินสดที่ส่งผลต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร

สำหรับการศึกษาที่ผ่านมา ส่วนใหญ่เน้นการศึกษาถึงวงจรเงินสดที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร โดยส่วนใหญ่พบอิทธิพลเชิงลบของวงจรเงินสดที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรซึ่งสอดคล้องกับการวิจัยในครั้งนี้ ทำให้การลดระยะเวลาของวงจรเงินสดจะนำไปสู่ความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้น งานวิจัยในอดีตที่มีความสอดคล้องกับผลการวิจัยในครั้งนี้ เช่น การศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมของ Shrivastava et al. (2017) ที่ศึกษาในประเทศอินเดีย Ogundipe et al. (2012) ที่ศึกษาทุกกลุ่มอุตสาหกรรมในประเทศไนจีเรีย และการศึกษาของ

Azam and Haider (2011) ที่ศึกษาในประเทศปากีสถาน อีกทั้งยังสอดคล้องกับการศึกษาที่ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมจากภูมิภาคอาเซียนตะวันออกเฉียงใต้ ดังเช่นการศึกษาของ Mansoori and Muhammad (2012) ซึ่งศึกษาในประเทศสิงคโปร์ และการศึกษาของ Zariyawati et al. (2009) ที่ศึกษาในประเทศมาเลเซีย และที่สำคัญผลการศึกษาค้างนี้ได้ออกผลสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศไทย ซึ่งมีการศึกษาในปี 2012 ของ Napompech (2012) จึงเป็นการยืนยันว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถเพิ่มความสามารถในการทำกำไรได้โดยการลดวงจรกิจสิน

ถึงแม้จะไม่มีการศึกษาในอดีตที่เคยศึกษาถึงอิทธิพลทางอ้อมของวงจรกิจสิน แต่ผลจากการวิจัยในครั้งนี้ พบว่า วงจรกิจสินมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร การศึกษาในครั้งนี้ทำให้ค้นพบข้อเท็จจริงที่ว่า การลดวงจรกิจสินไม่เพียงแต่จะทำให้บริษัทเพิ่มความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดได้โดยตรง ยังส่งผลให้เพิ่มมูลค่าตลาดในทางอ้อมอีกด้วย

บทสรุปที่ได้จากการวิจัยในครั้งนี้พบว่า การลดระยะเวลาของวงจรกิจสินจะนำไปสู่การเพิ่มความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยในทางทฤษฎีการบริหารวงจรกิจสินให้มีระยะเวลาที่สั้นสามารถทำได้โดยการลดระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ และระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้ และเพิ่มระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ แต่ในทางปฏิบัติอาจไม่จำเป็นต้องให้ความสำคัญกับการบริหารองค์ประกอบของวงจรกิจสินทุกองค์ประกอบเท่าเทียมกัน โดยการศึกษาครั้งนี้พบว่า ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือและระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อวงจรกิจสิน จึงยอมรับสมมติฐานที่ 17 และสมมติฐานที่ 18 ( $\beta = 0.798$  และ  $0.075$  ตามลำดับ) และพบว่า ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อวงจรกิจสิน จึงยอมรับสมมติฐานที่ 19 ( $\beta = -0.086$ )

การทราบขนาดของอิทธิพลขององค์ประกอบทั้ง 3 องค์ประกอบของวงจรกิจสิน จะทำให้บริษัทสามารถลำดับความสำคัญในการบริหารองค์ประกอบของวงจรกิจสิน เพื่อนำไปสู่วงจรกิจสินที่มีประสิทธิภาพและเพิ่มผลการดำเนินงานในที่สุด โดยผลการศึกษาค้างนี้สะท้อนให้เห็นว่า การลดระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ มีความสำคัญต่อการลดระยะเวลาของวงจรกิจสินมากที่สุด ( $\beta = 0.798$ ) ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมของ Shrivastava et al. (2017) ที่ศึกษาในประเทศอินเดีย และการศึกษาของ Tauringana and Afrifa (2013) ที่ศึกษาในสหราชอาณาจักร นอกจากนี้ผลการศึกษายังพบว่า ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด ในขณะที่ระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ พบเพียงอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรผ่าน

วงจรกิจจ และระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกค้านี้ ไม่พบว่ามีอิทธิพลทางอ้อมต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด

นอกจากการทดสอบสมมติฐานด้านตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต การศึกษาครั้งนี้ยังทำการวิเคราะห์เพิ่มเติมในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมด้วยการวิเคราะห์การถดถอย โดยพบว่า วงจรกิจจมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และพบว่าวงจรกิจจมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อมูลค่าตลาด ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

## 5.5 อภิปรายผลการวิจัยตามวัตถุประสงค์ที่ 5

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญในการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดของธุรกิจ ทำให้การศึกษาครั้งนี้ศึกษาอิทธิพลของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด ที่ได้อภิปรายผลไปในประเด็นก่อนหน้านี และทำการศึกษานาดอิทธิพลของความสามารถในการทำกำไรที่มีผลต่อมูลค่าตลาดในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผลการศึกษาค้นคว้า พบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อมูลค่าตลาด จึงยอมรับสมมติฐานที่ 22 ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียน โดยการศึกษาของ Alghifari et al. (2013) พบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีผลกระทบเชิงบวกกับมูลค่าตลาด ซึ่งวัดโดย Tobin's Q เช่นเดียวกับการศึกษาของ การศึกษาของ Uchida (2006) ที่พบว่า เมื่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทสูงขึ้นจะส่งผลให้มูลค่าตลาดสูงขึ้นตามไปด้วย

นอกจากนี้ ผลการศึกษาดังกล่าวยังสอดคล้องกับแนวคิดที่กล่าวไว้ว่า เมื่อบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูง นักลงทุนจะมีความต้องการในการลงทุนมากขึ้น และนำไปสู่มูลค่าตลาดของกิจการเพิ่มขึ้น (Mohamad and Saad, 2010; Smith, 1980) ซึ่งในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นผลมาจากการวางแผนและการควบคุมสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนในลักษณะที่ช่วยให้กิจการมีสภาพคล่องเพียงพอต่อการดำเนินธุรกิจตามปกติ ลดความเสี่ยงจากการไม่สามารถชำระหนี้สินระยะสั้นได้ตามกำหนดเวลา และหลีกเลี่ยงการลงทุนที่ไม่จำเป็นในเงินทุนหมุนเวียนเพื่อหลีกเลี่ยงการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มความสามารถในการทำกำไร (Padachi and Howorth, 2014; Ukaegbu, 2014; Mansoori and Muhammad, 2012; Nazir and Afza, 2009; Eljelly, 2004) และเมื่อกิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น หมายความว่ามีการเพิ่มโอกาสในการเติบโตและเพิ่มผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Mohamad and Saad, 2010) ซึ่งจะ

สร้างความเชื่อมั่นของนักลงทุน และสร้างความสนใจในการลงทุน โดยความต้องการของนักลงทุนในการลงทุนจะทำให้ราคาหุ้นของกิจการเพิ่มขึ้นและทำให้มูลค่าตลาดของกิจการเพิ่มขึ้นในที่สุด (Sudiyatno, et al. 2017; Autukaite and Molay, 2011) ดังนั้น การบริหารเงินทุนหมุนเวียนจึงเป็นสิ่งสำคัญสำหรับการบริหารทางการเงินในระยะสั้น และบ่งชี้ถึงการอยู่รอดในระยะยาวของธุรกิจ (Panda, 2012)

## 5.6 สรุปผลการวิจัย

เป้าหมายสูงสุดในการดำเนินธุรกิจคือการสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่องค์กร และอาจมีเป้าหมายย่อยลงมาอีก เช่น ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยง เป็นต้น ซึ่งการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นหนึ่งในปัจจัยที่ทำให้บรรลุเป้าหมายดังกล่าว (Jingmeng, 2013) โดยการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเกี่ยวข้องกับการวางแผนและกำกับดูแลสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน เพื่อให้เกิดความเหมาะสมทั้งความเสี่ยงและสภาพคล่อง ในลักษณะที่สามารถสร้างความสมดุลให้กับการดำเนินงาน เพื่อให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงสุด และสามารถสร้างมูลค่าตลาดเพิ่มขึ้น (Watson and Head, 2012; Appuhami, 2008; Lamberson, 1995) ทั้งนี้ การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ประกอบด้วย การตัดสินใจเกี่ยวกับกลยุทธ์ และการตรวจสอบระดับที่เหมาะสมของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน (Appuhami, 2008; Lamberson, 1995) ทำให้บริหารเงินทุนหมุนเวียนสามารถแบ่งได้เป็น 2 ลักษณะ คือ 1) กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งเกี่ยวข้องกับการพิจารณา นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน และ 2) ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งเกี่ยวข้องกับการบริหารสภาพคล่องของกิจการ โดยพิจารณาจากโครงสร้างเงินทุนหมุนเวียนและการหมุนเวียนเงินสดของกิจการ (Abiodun and Samuel, 2014; Koh et al., 2014; Nia et al., 2012; Machiraju, 2001; Brigham and Houston, 1998)

กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน เกี่ยวข้องกับการผสมผสานนโยบายเงินทุนหมุนเวียน 2 นโยบาย คือ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนเกี่ยวกับการกำหนดระดับของสินทรัพย์หมุนเวียนทั้งหมดของกิจการ และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน เป็นนโยบายสำหรับการจัดหาแหล่งเงินทุนสำหรับเงินทุนหมุนเวียน (Koh et al., 2014; Brigham and Houston, 1998; Block and Hirt, 1992; Weston and Copland, 1989) ผลการศึกษาครั้งนี้ พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร และมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร นอกจากนี้ นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด รวมทั้งมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร ดังนั้น กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียน



แบบอนุรักษ์นิยม จึงนำไปสู่ผลการดำเนินงานที่สูงขึ้น สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการบริหารร่วมกันระหว่างนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม

ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียน เกี่ยวข้องกับการวัดสภาพคล่องของกิจการ ประกอบด้วย 1) ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ เป็นเครื่องมือที่ช่วยประเมินสภาพคล่องของกิจการ สำหรับพิจารณาถึงความสามารถในการจ่ายภาระผูกพันทางการเงินระยะสั้น และการลงทุนที่ไม่จำเป็นในเงินทุนหมุนเวียน (Paramasivan and Subramanian, 2012) และ 2) ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต เป็นเครื่องมือที่ช่วยพิจารณาว่ากิจการมีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะยังคงดำเนินธุรกิจตามปกติหรือไม่ (Tuffour and Boateng, 2017; Hassan, 2017; Moss and Stine, 1993 ; Pass and Pike 1984) ผลการศึกษาครั้งนี้ พบว่า ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่มีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด รวมทั้งมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร นอกจากนี้ ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัตมีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด อีกทั้ง มีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร ดังนั้น การบริหารสภาพคล่องในลักษณะที่มีสัดส่วนของสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าหนี้สินหมุนเวียน และการบริหารกระแสเงินสดให้ได้รับเข้ามาในระยะเวลาที่เร็วขึ้น จะทำให้บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลการดำเนินงานของบริษัทสูงขึ้น

จากกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนและตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่กล่าวไว้ข้างต้นได้ส่งผลทางตรงให้ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาดเพิ่มขึ้น และส่งผลทางอ้อมให้มูลค่าตลาดเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ เมื่อบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีความสามารถในการทำกำไรสูง ทำให้ส่งผลทางตรงให้มูลค่าตลาดเพิ่มขึ้นตามไปด้วย เนื่องจาก ความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้นแสดงถึงการเติบโตของบริษัท ซึ่งจะสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน รวมทั้งสร้างความสนใจในการลงทุน จึงทำให้มูลค่าตลาดของบริษัทเพิ่มขึ้นในที่สุด

## 5.7 ข้อเสนอแนะ

### 5.7.1 ข้อเสนอแนะในการนำไปประยุกต์ใช้

จากการศึกษากลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนและตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นอุตสาหกรรมการเงิน ชี้ให้เห็นว่ากิจการควรมีการบริหารเงินทุนหมุนเวียนให้มีความเพียงพอต่อความต้องการของเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ โดยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอาจพิจารณาการนำผลการวิจัยไปประยุกต์ใช้ ดังนี้

1) การประยุกต์ใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนสามารถทำได้โดยการเลือกใช้กลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม โดยพิจารณาร่วมกันระหว่างนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมและนโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม เนื่องจาก ผลการศึกษาพบว่า นโยบายดังกล่าวมีอิทธิพลทางตรงต่อความสามารถในการทำกำไร รวมทั้งมีอิทธิพลทางอ้อมต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร ทั้งนี้ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมเป็นการพิจารณาการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนในปริมาณที่สูง เพื่อเพียงพอสำหรับการดำเนินงานประจำวัน ทั้งนี้ ต้องมั่นใจว่าจะไม่เกิดการจมทุนกับสินทรัพย์หมุนเวียนที่ไม่สามารถแปลงเป็นเงินสดได้ เช่น รายการลูกหนี้การค้าที่ไม่สามารถเรียกเก็บเงินได้ รายการสินค้าคงเหลือที่เป็นสินค้าล้าสมัยหรือสินค้าเน่าเสีย หรือแม้กระทั่งเงินสดที่ถือไว้ในมือมากเกินไปจนเสียโอกาสในการลงทุนในกิจกรรมอื่น ๆ ดังนั้น ควรมีการบริหารจัดการที่รอบคอบในการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน ทั้งในแง่ของความเพียงพอต่อการดำเนินงาน และในแง่ที่ไม่ลงทุนมากเกินไปจนเป็นภาระ นอกจากนี้ นโยบายการจัดการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมเป็นการพิจารณาเป็นการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะยาวเป็นส่วนใหญ่สำหรับการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน นโยบายนี้จะลดความเสี่ยงในการชำระหนี้ไม่ทันระยะเวลาที่กำหนด และมีความยืดหยุ่นในการใช้เงินทุนหมุนเวียนมากขึ้น

2) การประยุกต์ใช้ตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบคงที่ ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนทุนหมุนเวียน ควรมีการบริหารให้อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีสภาพคล่องสูง เนื่องจาก ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าตลาด นอกจากนี้ยังมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร ดังนั้น ควรพิจารณาการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนในปริมาณที่สูงกว่าหนี้สินหมุนเวียนเพื่อเพียงพอสำหรับการดำเนินงานประจำวัน แต่ทั้งนี้ ต้องมั่นใจว่าจะไม่เกิดการจมทุนกับสินทรัพย์หมุนเวียนที่ไม่สามารถแปลงเป็นเงินสดได้ นอกจากนี้ ผลการศึกษายังพบว่าตัวบ่งชี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบพลวัต ซึ่งวัดโดยวงจรเงินสด มีอิทธิพลทางตรงเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าตลาด นอกจากนี้ยังมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อมูลค่าตลาดผ่านความสามารถในการทำกำไร ดังนั้น บริษัทควรบริหารวงจรเงินสดให้มีสภาพคล่องสูง โดยการจัดการให้วงจรเงินสดมีระยะเวลาที่สั้น เพื่อให้บริษัทได้รับเงินสดเข้ามาถือครองในระยะเวลาที่รวดเร็วขึ้น โดยวิธีการลดระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือ เนื่องจาก ผลการศึกษาพบว่า ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือมีอิทธิพลทางตรงเชิงบวกต่อวงจรเงินสดมากที่สุด (เมื่อเทียบกับระยะเวลาในการเก็บเงินจากลูกหนี้และระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้) นอกจากนี้ ระยะเวลาในการจำหน่ายสินค้าคงเหลือยังมีอิทธิพลทางอ้อมเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่า

ตลาดอีกด้วย ซึ่งอาจพิจารณาการให้สินเชื่อทางการค้าแก่ลูกค้าเพื่อกระตุ้นให้เกิดการซื้อสินค้า หรือ การบริหารการถือครองสินค้าคงเหลือให้มีปริมาณเพียงพอต่อการดำเนินงาน โดยไม่ถือครองสินค้าคงเหลือมากเกินไปจนเกิดสินค้าล้าสมัยหรือสินค้าเน่าเสีย

ทั้งนี้ ข้อเสนอแนะในการประยุกต์ใช้ข้อที่ 1 และ 2 อาจใช้แนวคิดในการบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนเข้ามาร่วมในการประยุกต์ใช้ผลการวิจัย ดังนี้

#### การบริหารเงินสด

เพื่อไม่ให้บริษัทถือครองเงินสดมากเกินไปจนเสียโอกาสในการลงทุน และไม่ถือครองเงินสดน้อยเกินไปจนขาดสภาพคล่องในการดำเนินงาน ควรมีการกำหนดปริมาณเงินสดที่เหมาะสม โดยอาจใช้ Miller-Orr Cash Management Model เข้ามาช่วยในการวางแผนการบริหารเงินสด ซึ่งแบบจำลองดังกล่าวเป็นการบริหารเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด โดยบริษัทจะต้องประมาณการเงินสดในมือที่เพียงพอสำหรับการตอบสนองความต้องการในการดำเนินงานรายวัน โดยการประมาณการจากการใช้จ่ายเงินสดในอดีต และเมื่อเงินสดอยู่ในระดับที่สูงเกินความต้องการที่จะใช้ดำเนินงาน แต่บริษัทยังต้องการถือครองเงินสดเพื่อความต้องการอื่น ๆ เช่น เพื่อความปลอดภัยจากเหตุที่คาดไม่ถึง (Precautionary Motive) หรือ เพื่อเก็งกำไร (Speculative Motive) (Sagner, 2014; Watson and Head, 2012) บริษัทสามารถนำเงินสดดังกล่าวไปซื้อหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดเพื่อให้มีผลตอบแทนกลับเข้ามา และเมื่อระดับเงินสดในมือของบริษัทลดต่ำกว่าความต้องการที่ใช้ดำเนินงาน จึงขายหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดเพื่อนำเงินสดกลับเข้ามาใช้ในการดำเนินงาน (Eya, 2016; Hillier et al., 2016; Kytönen, 1993)

#### การบริหารลูกหนี้การค้า

ในแต่ละกิจการมีความจำเป็นที่จะต้องมียุทธศาสตร์การค้า เพื่อส่งเสริมการขายและสร้างความสัมพันธ์กับลูกค้าได้ โดยการให้สินเชื่อกับลูกค้าไม่ควรที่จะมีมากเกินไปจนทำให้เสี่ยงต่อการเกิดหนี้สูญ และไม่ควรมีน้อยเกินไปจนขาดการกระตุ้นยอดขาย (Hillier et al., 2016; Sagner, 2014) การบริหารลูกหนี้ควรให้ความสำคัญควบคู่กับผลประโยชน์ที่จะได้รับการเสนอสินเชื่อแก่ลูกค้า และต้นทุนในการดำเนินการเก็บหนี้ ค่าเสียโอกาส รวมทั้งความเสี่ยงจากการเกิดหนี้สูญ โดยระยะเวลาการให้เครดิตที่นานขึ้นอาจเพิ่มผลการดำเนินงานได้ แต่จะเพิ่มความเสี่ยงของหนี้สูญ ดังนั้น บริษัทควรมีระบบการวิเคราะห์สินเชื่อและการควบคุมสินเชื่อ โดยการประเมินความน่าเชื่อถือของลูกค้ารายใหม่ก่อนให้สินเชื่อ เช่น ขอให้ธนาคารอ้างอิงเพื่อยืนยันสถานะทางการเงินของลูกค้ารายใหม่ หรือตรวจสอบจากข้อมูลที่เผยแพร่ รวมทั้งควรทบทวนความเชื่อของลูกค้ารายเดิมเป็นประจำ เพื่อให้มั่นใจว่าระยะเวลาการให้สินเชื่อยังคงเหมาะสม (Watson and Head, 2012)

### การบริหารสินค้ำคงเหลือ

ไม่ว่าจะเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมประเภทใดจะมีหลักการบริหารสินค้ำคงเหลือที่เหมือนกัน โดยจะมีการเก็บสินค้ำคงเหลือไม่มากจนเกินไป เพราะทำให้เกิดต้นทุนค่าเสียโอกาส ต้นทุนในการดูแลรักษา และสินค้ำที่ล้าสมัย เป็นต้น ในขณะที่ บริษัทจะต้องมีสินค้ำคงเหลือให้เพียงพอต่อความต้องการของตลาด ดังนั้น ผู้บริหารควรที่จะมีการประมาณการจากปริมาณของสินค้ำคงเหลือที่มีการหมุนเวียนในกิจการในแต่ละรอบระยะเวลา เพื่อใช้เป็นสถิติในการประมาณการการจัดเก็บสินค้ำคงเหลือให้เหมาะสมกับความต้องการของลูกค้ำในปัจจุบัน (Hillier et al., 2016; Sagner, 2014)

3) การพิจารณาจัดหาเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะยาวสำหรับสินทรัพย์หมุนเวียนบางส่วน เพื่อลดความเสี่ยงจากการชำระหนี้ไม่ทันกำหนดระยะเวลา โดยอาจประยุกต์ใช้ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory) ของ Myer (1984) ในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน โดยพิจารณาการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน (ถ้าไร้สะสม) แล้วจึงพิจารณาการกู้ยืมเงิน และออกหุ้นเพิ่ม ตามลำดับ ทั้งนี้ สินทรัพย์หมุนเวียนชั่วคราว (Temporary Current Assets) ควรได้รับการสนับสนุนจากแหล่งเงินกู้ระยะยาวบางส่วน สำหรับสินทรัพย์หมุนเวียนแบบถาวร (Permanent Current Assets) ควรได้รับการสนับสนุนจากแหล่งเงินกู้ระยะยาวทั้งหมด เนื่องจาก เป็นสินทรัพย์หมุนเวียนขั้นต่ำที่กิจการต้องมีไว้ตลอดระยะเวลาของการดำเนินงาน

#### 5.7.2 ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งถัดไป

ในการวิจัยครั้งต่อไป นักวิจัยสามารถศึกษาถึงการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานในประเด็นเพิ่มเติม ดังนี้

1) สามารถใช้แบบจำลองโครงสร้างของการศึกษาครั้งนี้ สำหรับศึกษาในกลุ่มตัวอย่างอื่น ๆ เช่น ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: mai) หรือศึกษาในธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (Small and Medium Enterprise: SME) โดยปรับตัวแปรในแบบจำลองบางตัวแปรที่ใช้มูลค่าตลาดในการคำนวณ

2) ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ตัวแปรด้านการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นตัวแปรต้น ซึ่งการเพิ่มขึ้นของผลการดำเนินงานอาจต้องพิจารณาตัวแปรอื่น ๆ ทางการเงินร่วมด้วย เช่น ตัวแปรด้านโครงสร้างเงินทุน นโยบายการจ่ายเงินปันผล รวมทั้งในแง่ของการกำกับดูแลกิจการที่ดี

3) ในการวิเคราะห์ข้อมูลอาจใช้ปัจจัยในการเปลี่ยนแปลงของเวลาเข้ามาร่วมพิจารณา เช่น การใช้ Panel Data Analysis มาวิเคราะห์ข้อมูล

4) บูรณาการแนวคิดการศึกษาครั้งนี้ไปยังการวิเคราะห์เชิงคุณภาพ เช่น ทักษะคติของผู้บริหารในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน แนวทางการบริหารเงินทุนหมุนเวียน เป็นต้น

5) บูรณาการการวิเคราะห์เปรียบเทียบแบบจำลอง โครงสร้างของบริษัทที่มีการใช้นโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่ต่างกัน เช่น เปรียบเทียบแบบจำลองโครงสร้างของบริษัทที่ใช้ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกเทียบกับบริษัทที่ใช้ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม เพื่อนำไปใช้ประโยชน์ในการวางแผนทางการเงิน ในการสร้างประโยชน์ในการแข่งขันให้กับธุรกิจ

## 5.8 ข้อจำกัดการวิจัย

1. การกำหนดนโยบายเงินทุนหมุนเวียนออกเป็น 3 นโยบายย่อย และการกำหนดกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนให้เป็น 3 กลยุทธ์ย่อย ต้องใช้มาตรวัดแบบนามบัญญัติ (Nominal Scale) จึงมีข้อจำกัดในการหาขนาดของอิทธิพลในลักษณะที่แบ่งตัวแปรออกเป็น 3 นโยบายย่อย และ 3 กลยุทธ์ย่อย ทั้งนี้ การหาขนาดอิทธิพลของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนสามารถแบ่งนโยบายย่อยได้ตามทิศทางความสัมพันธ์ จึงทำให้ผลการวิจัยในส่วนของหาความสัมพันธ์ของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนและผลการดำเนินงาน สามารถรายงานผลในลักษณะของนโยบายย่อยเพียง 2 นโยบาย

2. การวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองโครงสร้าง มีข้อจำกัดด้านขนาดของกลุ่มตัวอย่าง โดยควรมีสัดส่วน 20 ตัวอย่างต่อตัวแปรสังเกตได้ 1 ตัวแปร ทำให้การวิเคราะห์ผลข้อมูลไม่สามารถวิเคราะห์ผลแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมด้วยการวิเคราะห์แบบจำลองโครงสร้างได้ จึงได้ผลสรุปเป็นภาพรวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. ผลของการศึกษาครั้งนี้ ไม่สามารถประยุกต์ใช้กับ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธุรกิจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ บริษัทที่เข้าข่ายถูกเพิกถอน และบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากไม่อยู่ในขอบเขตตัวอย่างในการวิจัย

4. การศึกษาครั้งนี้เก็บข้อมูลจากงบการเงินย้อนหลัง 5 ปี โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2560 ทั้งนี้ ช่วงประมาณ เดือนสิงหาคม พ.ศ. 2556 ถึง เดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2557 เกิดวิกฤตการณ์การเมืองที่เกิดขึ้นจากการประท้วงต่อต้านรัฐบาล โดยมีการประกาศใช้กฎอัยการศึกทั่วราชอาณาจักร และเกิดกองทัพรัฐประหารรัฐบาล หลังจากเหตุการณ์ดังกล่าวจนกระทั่ง พ.ศ. 2560 (ปีสุดท้ายที่เก็บรวบรวมข้อมูลการวิจัย) ประเทศไทยได้รับการปกครองจากคณะรักษาความสงบแห่งชาติ ซึ่งระยะเวลาที่เก็บรวบรวมข้อมูลการวิจัยอยู่ในช่วงที่สถานการณ์ทางด้านเศรษฐกิจและการเมืองมีความผันผวน ผลการศึกษาจึงอาจมีข้อจำกัดในการนำไปประยุกต์ใช้กับช่วงสภาพเศรษฐกิจ และการเมืองที่แตกต่างออกไป

## รายการอ้างอิง

- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2556). การวิเคราะห์สมการโครงสร้าง (SEM) ด้วย AMOS. กรุงเทพฯ: ห้างหุ้นส่วนจำกัดสามลดา.
- จุฑามาศ ใจทน. (2553). กลยุทธ์การซื้อขายหลักทรัพย์นักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี 2554. วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต: มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- เฉลิมขวัญ คุรุทบุญยงค์. (2555). การเงินธุรกิจ. กรุงเทพฯ : ซีเอ็ดดูเคชั่น.
- ฐนัฐ วงศ์สายเชื้อ. (2559ก). Correlation, VIF & Tolerance ความต่างของ Collinearity และ Multicollinearity [ออนไลน์]. สืบค้นจาก: <https://www.youtube.com/watch?v=PDla5>.
- ฐนัฐ วงศ์สายเชื้อ. (2559ข). วิเคราะห์ CFA ตัดคำถามทิ้งครั้งหนึ่ง ส่งผลต่องานวิจัยหรือไม่ [ออนไลน์]. สืบค้นจาก: <https://www.youtube.com/watch?v=RIv68i3GutA&feature>.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). ราคาหลักทรัพย์ - ตามกลุ่มอุตสาหกรรม [ออนไลน์]. สืบค้นจาก: <http://marketdata.set.or.th/mkt/sectorquotation.do?language=th&country=TH&sector=AGRO>.
- มนตรี พิริยะกุล. (2558). ตัวแปรกำกับและตัวแปรคั่นกลางในตัวแบบสมการโครงสร้าง. วารสารวิชาการเทคโนโลยีอุตสาหกรรม 11(3): 83-96.
- สุดาทิพย์ ปรัชญาสกุล. (2557). ความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชามหาบัณฑิต: มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- สมเกียรติ วรประสิทธิ์คุณ. (2553). ผลกระทบของการจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจในกลุ่มอุตสาหกรรมเฟอร์นิเจอร์ไม้ของไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาศิลปศาสตรมหาบัณฑิต: มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- อรอุมา ต้นดี. (2557). ปัจจัยที่มีผลต่อราคาตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร. วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชามหาบัณฑิต: มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.
- Abiodun, S. A., and Samuel, O. L. (2014). A Comparative Analysis on Working Capital Management of Brewery Companies in Nigeria. *International Journal of Finance and Accounting* 3(6): 356-371.

- Abuzayed, B. (2012). Working Capital Management and Firms' Performance in Emerging Markets: The Case of Jordan. **International Journal of Managerial Finance** 8(2): 155-179.
- Adam, A. M., Quansah, E., and Kawor, S. (2017). Working Capital Management Policy and Return of Listed Manufacturing Firms in Ghana. **Scientific Annals of Economics and Business** 64(2): 255-269.
- Adeniji, A. A. (2008). **Management Accounting** (El-Toda Venture Limited). Nigeria: Lagos.
- Afrifa, G. A., and Padachi, K. (2016). Working Capital Level Influence on SME Profitability. **Journal of Small Business and Enterprise Development** 23(1): 44-63.
- Afrifa, G. A. (2016). Net Working Capital, Cash Flow and Performance of UK SMEs. **Review of Accounting and Finance** 15(1): 21-44.
- Afza, T., and Nazir, M. S. (2007). Is it Better to be Aggressive or Conservative in Managing Working Capital?. **Journal of Quality and Technology Management** 3(2): 11-21.
- Ahmed, Z., Awan, M. Z., Safdar, M. Z., Hasnain, T., and Kamran, M. (2016). A Nexus between Working Capital Management and Profitability: A Case Study of Pharmaceutical Sector in Pakistan. **International Journal of Economics and Financial Issues** 6(S3): 153-160.
- Akoto, R. K., Awunyo-Vitor, D., and Angmor, P.L. (2013). Working Capital Management and Profitability: Evidence from Ghanaian Listed Manufacturing Firms. **Journal of Economics and International Finance** 5(9): 373-379.
- Alghifari, S. E., Triharjono, S., and Juhaeni, Y. Y. S. (2013). Effect of Return on Assets (ROA) Against Tobin's Q: Studies in Food and Beverage Company in Indonesia Stock Exchange Years 2007-2011. **International Journal of Science and Research** 2(1): 722-725.
- Almazari, A. A. (2013). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from Saudi Cement Companies. **British Journal of Economics, Management & Trade** 4(1): 146-157.
- Altaf, N., and Shah, F. (2017). Working Capital Management, Firm Performance and Financial Constraints: Empirical Evidence from India. **Asia-Pacific Journal of Business Administration** 9(3): 206-219.
- Anser, R., and Malik, Q. A. (2013). Cash Conversion Cycle and Firms' Profitability - A Study of Listed Manufacturing Companies of Pakistan. **Journal of Business and Management** 8(2): 83-87.

- Appuhami, B. A. R. (2008). The Impact of Firms' Capital Expenditure on Working Capital Management: an Empirical Study Across Industries in Thailand. **International Management Review** 4(1): 11-24.
- Atseye, F. A., Ugwu, J. I., and Takon, S. M. (2015). Determinants of Working Capital Management. **International Journal of Economics, Commerce and Management** 3(2):1-11.
- Autukaite, R., and Molay, E. (2011). **Cash Holdings, Working Capital and Firm Value: Evidence from France**. Paper Presented at the International Conference of the French Finance Association (AFFI), France.
- Azam, M., and Haider, S. I. (2011). Impact of Working Capital Management on Firms' Performance: Evidence from Non-Financial Institutions of KSE-30 index. **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business** 3(5): 48,-492.
- Baker, H. K., Kumar, S., Colombage, S., and Singh, H. P. (2017). Working Capital Management Practices in India: survey evidence. **Managerial Finance** 49(3): 331-353.
- Baggio, R. and Klobas, J. E. (2011). **Quantitative methods in tourism: A handbook**. UK: the MPG Books group Ltd.
- Bandara, R. M. S. (2015). Impact of Working Capital Management Policy on Market Value Addition. **Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics** 1(2): 354-373.
- Baron, R. M., and Kenny, D. A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, Strategic, and statistical considerations. **Journal of Personality and Social Psychology** 51(6): 1173-1182.
- Bentler, P. M. (1989). **EQS Structural Equations Program Manual**. Los Angeles: BMDP Statistical Software.
- Blinder, A. S., and Maccini, L. J. (1991). The Resurgence of Inventory Research: What Have We Learned?. **Journal of Economic Surveys** 5(4): 291-328.
- Block, B. S. and Hirt, G.A. (1992). **Foundation of Financial Management** (6th ed.). USA: Homewood, IL Irwin.
- Brealey, R., Myers, S., and Marcus, A. (2011). **Fundamentals of Corporate Finance** (7th ed.). New York: McGraw-Hill Education.
- Brigham, E. F., and Houston, J. F. (1998). **Fundamentals of Financial Management** (8th ed.). USA: Harcourt Inc.



- Brigham, E. F., and Ehrhardt, M. C. (2002). **Financial Management: Theory and Practice** (10th ed.). Ohio, South-Western: Thomson.
- Brigham, E. F., and Houston, J. F. (2007). **Fundamentals of Financial Management**. USA: Thomson Corporation.
- Charitou, M., Elfani, M., and Lois, P. (2010). The Effect of Working Capital Management on Firms Profitability: Empirical Evidence from an Emerging Market. **Journal of Business and Economic Research** 8(12): 63 -68.
- Cheatham, L. R. (1989). Evaluation of the Effects of Holding Excess Inventories. **Managerial Finance** 15(6): 1-6.
- Cole R. A. (2013). What Do We Know About the Capital Structure of Privately Held US Firms? Evidence from the Surveys of Small Business Finance. **Financial Management** 45: 777-813.
- Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?. **Journal of Business Finance & Accounting** 30(3-4): 573-588.
- Eljelly, A. M. A. (2004). Liquidity-Profitability Tradeoff: An Empirical Investigation in an Emerging Market. **International Journal of Commerce and Management** 14(2): 48-61.
- Emery, G. W. (1984). A Pure Financial Explanation for Trade Credit. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 19: 271-285.
- Erasmus, P. D. (2010). Working Capital Management and Profitability: The Relationship between the NetTrade Cycle and Return on Assets. **Management Dynamics** 19(1): 2-10.
- Eya, C. L. (2016). Effect of Working Capital Management on the Performance of Dood and Beverage Industries in Nigeria. **Arabian Journal of Business and Management Review** 6(5): 1-7.
- Faulkender, M., and Wang, R. (2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. **Journal of Finance** 61(4): 1957-1997.
- Filbeck, G., and Krueger, T. (2005). An Analysis of Working Capital Management Results Across Industries. **Mid-American Journal of Business** 20(2): 11-18.
- Foerster, S. (2015). **Financial Management: Concepts and Applications**. United Kingdom: Pearson Education Limited.
- Gachira, W., Chiwanza, W., Nkomo, D.J., and Chikore, R. (2014). Working Capital Management and Profitability of Non-Financial Firms Listed on the Zimbabwe Stock Exchange (ZSE). **European Journal of Business and Economics** 9(2):12-15.

- Ganesan, V. (2007). An Analysis on Working Capital Management Efficiency in Telecommunication Equipment Industry. **Rivier Academic Journal** 3(2): 1-10.
- 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.
- Gentry, J. A., Vaidyanathan, L. R., and Wai, H. (1990). A Weighted Cash Conversion Cycle. **Financial Management** 19(1): 90-99.
- Gitman, L. J. (1974). Estimating Corporate Liquidity Requirements: A Simplified Approach. **The Financial Review** 9: 79-88.
- Gul, S., Khan, M. B., Rehman, S. U., Khan, M. T., Khan, M., and Khan, W. (2013). Working Capital Management and Performance of SME Sector. **European Journal of Business and Management** 5(1): 60-69.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., and Anderson, R. E. (2010). **Multivariate data analysis**. New Jersey: Pearson.
- Hassan, U. O. (2017). Effect of Working Capital Management on Firm Financial Performance: A Survey of Water Processing Firms in Puntland. **International Journal of Economics Commerce and Management** 4(1): 479-797.
- Hassani, M., and Tavosi, A. R. (2014). To Survey the Effect of Working Capital Policies (Investing & Financing) on Profitability Risk (Evidence from Tehran Stock Exchange). **Journal of Investment and Management** 3(1): 30-36.
- Hawawini, G., Viallet, C., and Vora, A. (1986). Industry Influence on Corporation Working Capital Decisions. **Sloan Management Review** 27: 15-24.
- Hill, R. A. (2013). **Working Capital Management: Theory and Strategy** [On-line]. Retrieved from: <http://www.e-booksdirectory.com/details.php?ebook=8851>.
- Hillier, D., Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., and Jordan, B. D. (2016). **Corporate Finance** (3rd ed.). New York : McGraw-Hill.
- Husain, S., and Alnefaee, S. (2016). The Effects of Working Capital Management on Profitability of Firms: Evidence from Agriculture and Food Industry of Kingdom of Saudi Arabia. **Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking** 5(1): 1684-1698.
- Hu, L.T. and Bentler, P.M. (1999). Cutoff Criteria for Fit Indexes in Covariance Structure Analysis: Conventional Criteria Versus New Alternatives. **Structural Equation Modeling** 6(1): 1-55.
- Hu, L. T. and Bentler, P. M. (1995). **Evaluating model fit**. In R. H. Hoyle Edition. **Structural equation modeling: Concepts, issues, and applications**. Thousand Oaks, CA: Sage.

- Imeokparia, O. (2015). Working Capital Management and Performance of Food and Beverage Industry in Nigeria. **Research Journal of Finance and Accounting** 6(4): 196-202.
- Ismail, R. (2016). Impact of Liquidity Management on Profitability of Pakistani Firms: A Case of KSE-100. **International Journal of Innovation and Applied Studies** 2(14): 304-314.
- Jamalinesari, S., and Soheili, H. (2015). The Relationship between the Efficiency of Working Capital Management Companies and Corporate Rule in Tehran Stock Exchange. **Procedia - Social and Behavioral Sciences** 205: 499-504.
- Jamil, S. A., Ani, M. K. A. and Shubiri, F. N. A. (2015). The Effect of Working Capital Management Efficiency on the Operating Performance of the Industrial Companies in Oman. **International Journal of Economics and Financial Issues** 5(4): 897-904.
- Javid, S., and Zita, V. P. M. (2014). Impact of Working Capital Policy on Firm's Profitability: A Case of Pakistan Cement Industry. **Research Journal of Finance and Accounting** 5(5): 182-191.
- Jayarathne, T. (2014). **Impact of Working Capital Management on Profitability : Evidence From Listed Companies in Sri Lanka**. Paper Presented at the International Conference on Management and Economics 3: 269-274.
- Jedrzejczak-Gas, J. (2017). **Net Working Capital Management Strategies in the Construction Enterprises Listed on the New Connect Market**. Paper Presented at the International Conference on Engineering, Project, and Production Management, Poland.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics** 3: 305-360.
- Jingmeng, M. (2013). A Study on Working Capital Management System based on Performance. **International Journal of Innovation, Management and Technology** 4(1): 100-103.
- Kanda, R. (2015). Working Capital Management: A Case Study of OCM. **Journal of Business and Management** 35-46.
- Kesimli, I. G., and Gunay, S. G. (2011). The Impact of the Global Economic Crisis on Working Capital of Real Sector in Turkey. **Business and Economic Horizons** 4(1): 52-69.
- Kim, Y., and Chung, K. (1990). An Integrated Evaluation of Investment in Inventory and Credit: A Cash Flow Approach. **Journal of Business Finance and Accounting** 17(3): 381-390.
- Kim, E. (1978). A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. **Journal of Finance** 33: 45-63.

- Kline, R. B. (2005). **Principles and practice of Structural Equation Modeling** (2nd ed.). New York: The Guilford Press.
- Kline, R. B. (2015). **Principles and practice of Structural Equation Modeling** (4th ed.). New York: Guilford publications.
- Koh, A., Ang, S. K., Brigham, E. F., and Ehrhardt, M. C. (2014). **Financial management: Theory & practice**. Singapore: Cengage Learning Asia Pte Ltd.
- Koller, T., Goedhart, M., and Wessels, D. (2015). **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies** (6th ed.). Canada: John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- Kraus, A., and Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. **Journal of finance** 28(4): 911-922.
- Kumaraswamy, S. (2016). Impact of Working Capital on Financial Performance of Gulf Cooperation Council Firms. **International Journal of Economics and Financial Issues** 6(3): 1136-1142.
- Kytonen, E. (1993). **The Cash Management Behavior of Firms and Its Structural Change in an Emerging Money Market**. Proceedings of the University of Oulu, Finland.
- Laerd Statistics. (2017). **One-way ANOVA**[Online]. Retrieved from: <https://statistics.laerd.com/statisticalguides/one-way-anova-statistical-guide-3.php>.
- Lamberson, M. (1995). Changes in Working Capital of Small Firms in Relation to Changes in Economic Activity. **American Journal of Business** 10(2): 45-50.
- Lamprey, L. L., Frimpong, K. and Morrison, A. B. (2017). Empirical Study on the Influence of Working Capital Management on Performance of SMEs in a Developing Economy. **British Journal of Economics, Management & Trade** 17(4): 1-10.
- Lewellen, W. G., and Badrinath, S. G. (1997). On the Measurement of Tobin's q. **Journal of Financial Economics** 44: 77-122.
- Lin, W. T., Horng, M. S. and Chou, J. H. (2016). Relationship of Cash Conversion Cycle and PRGap with Firm Performance: An Empirical Study of Taiwanese Companies. **Investment Management and Financial Innovations** 13(3): 293-299.
- Lyngstadaas, H., and Berg, T. (2016). Working Capital Management: Evidence from Norway. **International Journal of Managerial Finance** 12(3): 295-313.
- Machiraju H. R. (2001). **Introduction to Project Finance and an Analytical Perspective**. Vikas Publishing House P. V. T Ltd.

- Makori, D., and Jagongo, A. (2013). Working Capital Management and Firm Profitability: Empirical Evidence from Manufacturing and Construction Firms Listed on Nairobi Securities Exchange, Kenya. **International Journal of Accounting and Taxation** 1(1): 1-14.
- Majeed, S., Makki, M. A. M., Saleem, S., and Aziz, T. (2013). The Relationship of Cash Conversion Cycle and Profitability of Firms: An Empirical Investigation of Pakistani Firms. **Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking** 1(1): 35-51.
- Mansoori, E., and Muhammad, J. (2012). The Effect of Working Capital Management and Firm's Profitability: Evidence from Singapore. **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business** 4(5): 472-486.
- Marobhe, M. I. (2014). An Empirical Analysis of the Relationship between Working Capital Management and Profitability: Panel Evidence from Listed Manufacturing Companies in East Africa. **European Journal of Business and Management** 6(7): 212-219.
- Maswadeh, S. N. (2015). Association between Working Capital Management Strategies and Profitability. **International Journal of Accounting and Financial Reporting** 5(1): 91-98.
- McColgan, P. (2001). **Agency Theory and Corporate Governance: A Review of the Literature from a UK Perspective**. Department of Accounting & Finance, University of Strathclyde, United Kingdom.
- Michalski, G., 2010. **Entrepreneurial Strategic Financial Liquidity Management**. Warszawa, Poland: CeDeWu.
- Mohamad, N. E. A. B., and Saad, N. B. M. (2010). Working Capital Management: The Effect of Market Valuation and Profitability in Malaysia. **International Journal of Business and Management** 5(11): 140-147.
- Moss, J., and Stine, B. (1993). Cash Conversion Cycle and Firm size: A Study of Retail Firms. **International Journal of Business and Management** 19(8): 25-35.
- Mwangi, L. W., Makau, M. S., and Kosimbei, G. (2014a). Relationship between Capital Structure and Performance of Non-Financial Companies Listed In the Nairobi Securities Exchange, Kenya. **Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics** 1(2): 72-90.
- Mwangi, L. W., Makau, M. S., and Kosimbei, G. (2014b). Effects of Working Capital Management on Performance of Non-Financial Companies Listed In NSE, Kenya. **European Journal of Business and Management** 6(11): 195-205.

- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. **Journal of finance** 39(3): 574-592.
- Nabi, G., Yousaf, M. S., Ali, I., and Najaf, R. (2016). Impact of Working Capital Management Approaches (Aggressive/Conservative) on the Profitability and Shareholder's Worth: Comparative Analysis of Cement and Sugar Industry. **Research Journal of Finance and Accounting** 7(5): 60-65.
- Napompech, K. (2012). Effects of Working Capital Management on the Profitability of Thai Listed Firms. **International Journal of Trade, Economics and Finance** 3(3): 227-232.
- Nazir, M. S., and Afza, T. (2009). Working Capital Requirements and the Determining Factors in Pakistan. **IUP Journal of Applied Finance** 15(4): 28-38.
- Nia, N. M., Alouj, H. A., Gezelbash, A., and Amiri S. M. S. (2012). An Analytical Review of the Effect of Working Capital Development on Financial Performance Measures. **American Journal of Scientific Research** 77: 110-122.
- Nilsson, J., Nordvall, A. C., and Isberg, S. (2010). The Information Search Process of Socially Responsible Investors. **Journal of Financial Services Marketing** 15(1): 5-18.
- Nireesh, A. (2012). Working Capital Management and Financial Performance of Manufacturing Sector in Sri Lanka. **European Journal of Business and Management** 4(15): 23-30.
- Ogundipe, S. E., Idowu, A., and Ogundipe, L. O. (2012). Working Capital Management, Firms' Performance and Market Valuation in Nigeria. **International Journal of Social and Human Sciences** 6(1): 143-147.
- Omesa, N. W., Maniagi, G. M., Musiega, D., and Makori, G.A. (2013). Working Capital Management and Corporate Performance: Special Reference to Manufacturing Firms on Nairobi Securities Exchange. **International Journal of Innovative Research and Development** 2(9): 177-183.
- Panda, A. (2012). The Status of Working Capital and Its Relationship With Sales: An Empirical Investigation of Andhra Pradesh Paper Mills Ltd (India). **International Journal of Commerce and Management** 22(1): 36-52.
- Padachi, K., and Howorth, C. (2014). Focus on Working Capital Management Practices Among Mauritian SMEs: Survey Evidence and Empirical Analysis. **Journal of Business Management and Economics** 5(4): 97-108.
- Pais, M. A., and Gama, P. M. (2015). Working Capital Management and SMEs Profitability: Portuguese Evidence. **International Journal of Managerial Finance** 11(3): 341-358.

- Palombini, N. V. N., and Nakamura, W. T. (2011). Key Factors in Working Capital Management in the Brazilian Market. **Revista de Administração de Empresas**. 52(1): 55-69.
- Pandey, I. M. (2000). **Financial Management**. India: Vikas, Publication Ltd.
- Panigrahi, A. K. (2014). Relationship of Working Capital with Liquidity, Profitability and Solvency: A Case Study of ACC Limited. **Asian journal of management research** 4(2): 308-322
- Paramasivan, C. and Subramanian, T. (2012). **Financial Management**. India: New Age International (P) Limited.
- Pass, R., and Pike, C. (1984). An Overview of Working Capital Management and Corporate Financing. **Managerial Finance** 10(3): 1-10.
- Raheman, A., Afza, T., Qayyum, A., and Bodla, M. A. (2010). Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan. **International Research Journal of Finance and Economics** 47: 157-169.
- Raheman, A., and Nasr, M. (2007). Working Capital Management And Profitability - Case Of Pakistani Firms. **International Review of Business Research Papers** 3(1): 279-300.
- Ranjith, A. B. A. (2008). The Impact of Firms' Capital Expenditure on Working Capital Management: An Empirical Study across Industries in Thailand. **International Management Review** 4(1): 8-21.
- Richards, V. D., and Laughlin, E. J. (1980). A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis. **Financial Management** 9(1): 32-38.
- Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. **The Bell Journal of Economics** 8: 23-40.
- Sabri, T. B. (2012). The Impact of Working Capital on the Value of the Company in Light of Differing Size, Growth, and Debt. **Business and Economic Horizons** 7(1): 27-41.
- Sagner, J. S. (2014). **Working Capital Management: Applications and Case Studies**. New Jersey, United States of America : Wiley.
- Samiloglu, F., and Akgun, A. I. (2016). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from Turkey. **Business and Economics Research Journal** 7(2): 1-14.

- Samson, A. A., Mary, J., Yemisi, B., and Erekpitan, I. O. (2012). The Impact of Working Capital Management on the Profitability of Small and Medium Scale Enterprises in Nigeria. **Research Journal of Business Management** 6(2): 61-69.
- Scott, J. (1977). Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure. **Journal of Finance** 32: 1-19.
- Shim, J. and Siegel, J. (2007). **Financial Management** (3th ed.). New York: McGraw Hill Professional.
- Shin, H. H., and Soenen, L. (1998). Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability. **Financial Practice and Education** 8(2): 37-45.
- Shrivastava, A., Kumar, N., and Kumar, P. (2017). Bayesian Analysis of Working Capital Management on Corporate Profitability: Evidence from India. **Journal of Economic Studies** 44(4): 568-584.
- Shubiri, F. N. (2011). Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange. **Far East Journal of Psychology and Business** 4(2): 1-15.
- Siddiquee, M. M., and Khan, S. M. (2008). Analyzing Working Capital Performance: Evidence from Dhaka Stock Exchange (DSE) Ltd. **The Journal of Nepalese Business Studies** 3(1).
- Smith, K. V. (1973). State of the Art of Working Capital Management. **Financial Management** 2(3): 50-55.
- Smith, K. V. (1980). **Profitability Versus Liquidity Tradeoffs in Working Capital Management**. USA: St. Paul, MN, West Publishing Firm.
- Smith, K. (1987). Trade Credit and Informational Asymmetry. **Journal of Finance**, 42 : 863-872.
- Soenen, L.A. (1993). Cash Conversion Cycle and Corporate Profitability. **Journal of Cash Management** 13(4): 53-58.
- Song, Z., Liu, D., and Chen, S. (2012). A Decision Engineering Method to Identify the Competitive Effects of Working Capital: A Neural Network Model. **Systems Engineering Procedia** 5: 326-333.
- Sudiyatno, B., Puspitasari, E., and Sudarsi, S. (2017). Working Capital, Firm Performance, and Firm Value: An Empirical Study in Manufacturing Industry on Indonesia Stock Exchange. **Economics World** 5(5): 444-450.
- Svensson, K. (1997). **Trade Credits in Europe Today: Credit Cultures, Payment Morality and Legal Systems**. Working Paper. Lund University, Sweden.



- Talonpoika, A. M., Karri, T., Pirttila, M., and Monto, S. (2016). Defined Strategies for Financial Working Capital Management. **International Journal of Managerial Finance** 12(3): 277 -294.
- Tauringana, V. and Afrifa, G. A. (2013). The Relative Importance of Working Capital Management and Its Components to SME's Profitability. **Journal of Small Business and Enterprise Development** 20(3): 453-469.
- Titman, S., and Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. **Journal of Finance** 43: 1-19.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. **Journal of Money, Credit, and Banking** 1(1): 15-29.
- Tran, H., Abbott, M., and Jin-Yap, C. (2017). How Does Working Capital Management Affect the Profitability of Vietnamese Small- and Medium-Sized Enterprises. **Journal of Small Business and Enterprise Development** 24(1): 2-11.
- Tuffour, J. K., and Boateng, J. A. (2017). Is Working Capital Management Important? Empirical Evidence from Manufacturing Companies in Ghana. **Review of Innovation and Competitiveness** 3(1): 5-20.
- Uchida, K. (2006). **Agency Costs of Debt and the Relationship between Firm Performance and Managerial Ownership: Evidence from Japan**. The Society for Economic Studies, University of Kitakyushu, Japan.
- Uchenna, A. W., David, U. O., and Ibe, I. G. (2012). Determinants of Banking Industry Profitability in Nigeria: A Bank-Specific and Macroeconomic Characteristics Analysis. **Finance Management** 45: 7714-7719.
- Ukaegbu, B. (2014). The Significance of Working Capital Management in Determining Firm Profitability: Evidence from Developing Economies in Africa. **Research in International Business and Finance** 31(3): 1-16.
- Vahid, T. K., Mohsen, A. K., and Mohammadreza, E. (2012). The Impact of Working Capital Management Policies on Firm's Profitability and Value: Evidence from Iranian companies. **International Research Journal of Finance and Economics** 88: 155-162.
- VanHorne, J. C., and Wachowicz, J. M. (2008). **Fundamentals of Financial Management** (13th ed.). London: Pearson Education Limited.

- Vural, G., Sokmen, A. G., and Cetenak, E. H. (2012). Affects of Working Capital Management on Firm's Performance: Evidence from Turkey. **International Journal of Economics and Financial** 2(4): 488-495.
- Wang, Y. J. (2002). Liquidity Management, Operating Performance, and Corporate Value: Evidence from Japan and Taiwan. **Journal of Multinational Financial Management** 12: 159-169.
- Watson, D., and Head, A. (2012). **Corporate Finance Principles & Practice** (4th ed.). Spain: Pearson Education Limited.
- Weinraub, H. J., and Visscher, S. (1998). Industry Practice Relating To Aggressive Conservative Working Capital Policies. **Journal of Financial and Strategic Decision** 11(2): 11-18.
- Weston, I. F. and Copland, T. E. (1989). **Management Finance** (8th ed.). New York: CBS Publishing.
- White, G. I., Sondhi, A. C. and Fried, H. D. (1998). **The Analysis and Use of Financial Statements** (3th ed.). New Jersey, United States of America: Wiley.
- Yamane, T. (1973). **Statistics: An Introductory Analysis**. New York: Harper & Row.
- Yazdanfar, D., and Ohman, P. (2014). The Impact of Cash Conversion Cycle on Firm Profitability Anempirical Study Based on Swedish Data. **International Journal of Managerial Finance** 10(4): 442-452.
- Yilmaz, L. (2015). The Interaction of Working Capital Management and Profitability Measures. **Finansal Arastirmalar ve Calismalar Dergisi** 7(13): 437-448.
- Zariyawati, M., Annuar, M., Taufiq, H., and Abdul Rahim, A. (2009). Working Capital Management and Corporate Performance: Case of Malaysia. **Journal of Modern Accounting and Auditing** 5(11): 47-54.
- Zill-e-Huma and Shah, F. M. (2015). Impact of Working Capital on the Profitability a Case of Pakistan State Oil. **International Journal of Scientific & Engineering Research** 6(10): 476-484.



### นโยบายเงินทุนหมุนเวียนแต่ละอุตสาหกรรม

นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
1	m	m	m	m	a	m	c	c	c	c	c	c
2	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	a	m
3	a	a	a	a	m	a	c	m	m	m	a	m
4	c	c	c	c	m	c	m	m	a	a	a	a
5	c	c	c	c	c	c	m	c	c	c	c	c
6	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
7	a	a	a	a	a	a	c	m	c	c	c	c
8	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
9	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
10	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
11	a	a	a	a	a	a	m	m	c	c	c	c
12	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
13	a	a	a	m	m	a	c	c	c	c	m	c
14	m	m	m	m	m	m	c	c	m	c	c	c
15	c	c	c	c	a	m	c	c	c	c	c	c
16	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m
17	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
18	a	a	a	a	a	a	c	c	c	m	c	c
19	a	a	m	m	m	a	c	c	c	c	c	c
20	c	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
21	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
22	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	a	c
23	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
24	m	m	m	a	a	m	c	c	c	c	c	c
25	m	a	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
26	a	a	a	a	a	a	m	m	m	m	m	m
27	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c

## นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) (ต่อ)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
28	a	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
29	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
30	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
31	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	m	c
32	m	m	m	m	m	m	c	m	c	c	m	c
33	c	c	m	c	c	c	c	c	c	c	c	c
34	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
35	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
36	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
37	m	m	m	m	m	m	m	m	m	c	m	m
38	a	c	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c
39	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
40	m	m	m	c	c	m	c	c	c	c	c	c
41	a	a	a	a	m	a	m	m	a	a	a	a

## นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONS)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
1	m	m	m	m	c	m	c	c	c	c	c	c
2	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m
3	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
4	c	c	c	c	c	c	m	c	c	c	c	c
5	c	c	m	c	a	c	m	c	c	c	c	c
6	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
7	a	a	a	a	m	a	c	c	c	c	m	c
8	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	m	c
9	m	m	m	c	c	m	c	c	c	a	a	c
10	c	c	c	c	c	c	m	m	m	c	c	m

## นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONS) (ต่อ)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
11	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
12	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
13	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
14	a	a	a	a	m	a	c	c	c	c	c	c
15	a	a	a	m	m	a	c	c	c	c	c	c
16	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
17	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
18	c	c	c	c	c	c	m	m	m	m	m	m
19	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
20	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
21	m	m	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
22	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
23	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
24	c	c	c	c	c	c	c	c	m	m	m	m
25	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
26	m	m	m	a	a	m	c	c	c	c	c	c
27	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
28	c	m	c	c	c	c	m	m	m	m	m	m
29	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
30	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
31	m	m	m	m	m	m	c	c	c	m	m	c
32	a	a	a	a	m	a	c	c	c	c	c	c
33	m	c	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
34	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
35	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
36	m	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
37	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
38	m	m	c	m	m	m	c	c	c	c	c	c

## นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
1	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
2	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
3	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m
4	a	a	m	m	m	m	m	c	m	m	c	m
5	a	a	m	m	a	a	c	c	c	c	c	c
6	a	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
7	m	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
8	a	a	a	m	m	a	m	c	m	c	c	c
9	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
10	m	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
11	c	c	c	c	c	c	m	m	m	m	m	m
12	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
13	a	a	a	m	m	a	m	m	m	m	m	m
14	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m
15	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m
16	a	a	a	a	a	a	m	m	m	m	m	m
17	a	a	a	a	a	a	m	m	m	m	m	m
18	c	c	c	c	c	c	m	m	m	m	m	m
19	a	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m
20	m	m	m	m	m	m	m	m	a	a	a	a
21	m	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
22	m	m	m	m	m	m	c	m	c	c	m	c
23	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
24	m	m	a	m	a	m	m	c	c	c	c	c
25	c	c	c	c	c	c	m	m	c	m	m	m
26	a	a	a	m	m	a	c	c	c	c	c	c
27	a	c	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c

## นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) (ต่อ)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
28	c	c	c	c	c	c	a	a	a	a	a	a
29	c	c	c	c	c	c	c	c	c	m	m	c
30	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
31	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
32	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
33	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
34	c	c	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
35	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
36	m	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
37	a	a	a	a	a	a	m	c	c	c	c	c
38	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
39	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
40	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
41	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
42	a	a	a	m	a	a	c	c	c	c	c	c
43	m	m	m	m	m	m	c	c	c	m	a	c
44	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	m	c
45	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
46	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
47	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
48	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
49	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
50	c	c	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m
51	m	m	m	m	c	m	c	c	c	c	c	c
52	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
53	c	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
54	c	c	c	c	c	c	a	a	a	a	a	a



## นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) (ต่อ)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
55	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
56	c	c	c	c	m	c	c	c	c	c	c	c
57	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	m	c
58	c	a	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
59	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
60	m	m	m	m	m	m	m	a	a	a	a	a
61	m	c	c	c	c	c	m	c	c	c	c	c
62	c	c	c	c	c	c	a	a	a	a	a	a
63	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m
64	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
65	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	m	c
66	a	a	a	m	m	a	c	c	c	c	m	c
67	c	c	c	c	c	c	a	a	a	a	a	a
68	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
69	c	c	c	c	c	c	m	m	m	m	c	m
70	m	a	a	m	m	m	c	c	c	c	c	c
71	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
72	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c

## นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
1	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
2	a	a	a	c	c	a	m	c	a	a	a	a
3	c	c	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
4	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
5	a	a	a	a	c	a	c	c	c	c	c	c
6	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c

## นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP) (ต่อ)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
7	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
8	a	m	m	m	m	m	c	c	c	c	m	c
9	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
10	a	a	a	a	a	a	c	m	c	c	c	c
11	c	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
12	m	m	m	m	c	m	c	c	c	c	c	c
13	a	a	a	a	m	a	c	c	c	c	c	c
14	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
15	c	c	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
16	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
17	m	m	m	m	m	m	c	c	m	m	m	m
18	c	c	c	c	c	c	c	m	c	c	c	c
19	a	a	m	m	a	a	c	c	c	c	c	c
20	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
21	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
22	c	a	c	a	c	c	c	m	m	c	c	c
23	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
24	a	a	a	a	m	a	c	c	c	c	c	c
25	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
26	c	c	c	c	c	c	c	c	m	m	c	c
27	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
28	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
29	c	c	c	c	c	c	a	m	m	c	m	m
30	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
31	m	m	m	m	a	m	c	c	c	c	c	c
32	c	c	c	c	c	c	m	m	a	c	m	m
33	m	c	c	c	c	c	c	m	a	a	a	a

## นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP) (ต่อ)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
34	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
35	m	m	c	m	m	m	c	c	c	c	c	c
36	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	m	c
37	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
38	c	c	c	c	c	c	m	m	m	m	m	m
39	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
40	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
41	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
42	c	c	c	c	c	c	c	m	c	c	c	c
43	m	c	c	c	c	c	c	c	c	m	c	c
44	c	m	c	c	c	c	c	c	c	m	c	c
45	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
46	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
47	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
48	m	m	c	m	m	m	c	c	c	c	c	c
49	c	c	c	c	c	c	c	c	m	m	m	m
50	a	c	a	a	a	a	c	m	c	c	c	c
51	m	m	m	a	c	m	c	c	c	c	c	c
52	c	m	a	m	m	m	c	c	c	c	c	c
53	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
54	c	m	m	m	m	m	c	c	c	m	m	c
55	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
56	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
57	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
58	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
59	m	m	m	m	a	m	c	c	c	c	c	c
60	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c

## นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROP) (ต่อ)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
61	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
62	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
63	a	a	m	m	m	m	c	c	c	c	m	c
64	c	c	c	c	c	c	m	m	m	m	m	m
65	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m	m
66	c	c	c	c	c	c	m	m	c	m	m	m
67	c	c	c	c	c	c	a	a	a	a	a	a
68	c	c	c	c	c	c	m	m	m	a	a	m
69	m	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
70	m	a	m	m	m	m	m	c	c	m	m	m
71	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
72	c	c	c	c	c	c	a	m	m	a	a	a
73	m	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
74	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
75	a	m	m	m	c	m	c	c	c	m	a	c
76	m	m	c	c	c	c	c	m	m	m	c	m
77	c	c	c	c	c	c	m	m	m	m	m	m
78	c	c	c	c	c	c	a	a	a	a	a	a

## นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESO)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
1	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
2	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
3	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
4	a	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
5	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c



## นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
1	c	c	c	c	c	c	a	m	a	a	a	a
2	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
3	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
4	m	m	m	a	m	m	c	c	c	c	m	c
5	c	c	c	c	m	c	c	c	c	c	c	c
6	a	a	a	a	a	a	m	c	c	m	m	m
7	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
8	c	m	c	c	c	c	c	c	c	m	c	c
9	m	m	m	m	c	m	c	c	c	c	c	c
10	a	m	c	c	c	c	c	c	c	a	a	c
11	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	m	c
12	c	c	c	c	c	c	m	c	c	c	m	c
13	a	a	a	a	a	a	c	c	m	m	m	m
14	m	m	c	c	c	c	m	m	a	a	a	a
15	m	m	a	m	m	m	c	c	c	a	c	c
16	a	a	a	a	a	a	c	c	m	m	c	c
17	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
18	a	a	a	a	a	a	c	c	a	c	c	c
19	m	a	a	a	m	a	c	m	a	a	a	a
20	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
21	c	c	c	c	c	c	c	c	c	m	c	c
22	c	c	c	c	c	c	c	c	m	m	m	m
23	c	c	c	c	c	c	m	m	m	a	m	m
24	c	c	c	c	c	c	a	m	m	a	a	a
25	m	m	m	c	c	m	m	m	a	m	a	m
26	c	c	c	c	c	c	a	a	a	a	m	a
27	c	c	c	c	c	c	a	a	m	a	a	a



## นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERV) (ต่อ)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
18	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
19	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
20	m	m	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
21	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
22	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
23	m	m	a	m	m	m	c	c	c	c	c	c
24	a	a	a	m	m	a	c	c	c	c	c	c
25	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
26	a	a	a	a	m	a	c	c	c	c	c	c
27	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
28	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
29	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
30	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
31	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
32	a	a	a	a	m	a	c	c	c	c	c	c
33	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
34	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
35	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
36	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
37	c	c	m	m	m	m	a	a	a	c	c	a
38	a	a	a	a	c	a	c	c	c	c	c	c
39	a	m	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
40	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
41	m	m	m	a	c	m	m	m	c	c	m	m
42	m	m	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
43	a	a	a	a	a	a	c	m	c	c	c	c
44	a	a	a	a	c	a	c	c	c	c	c	c



## นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERV) (ต่อ)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
45	m	m	m	m	m	m	c	c	c	c	c	c
46	a	a	a	a	m	a	c	c	c	c	c	c
47	a	a	a	a	c	a	c	c	c	c	c	c
48	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	a	c
49	a	a	a	a	m	a	a	c	c	c	c	c
50	a	a	a	m	m	a	m	m	m	m	m	m
51	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
52	a	a	a	a	m	a	c	m	c	c	m	c
53	a	a	a	a	a	a	m	m	m	m	m	m
54	c	c	c	c	c	c	m	a	m	m	m	m
55	a	a	m	m	m	m	a	a	a	a	a	a
56	m	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c	c
57	c	m	m	c	c	c	c	c	c	c	c	c
58	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
59	c	m	m	a	m	m	m	c	c	c	c	c
60	a	a	a	m	c	a	c	c	m	c	c	c
61	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
62	m	a	a	a	m	a	c	c	c	c	c	c
63	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
64	m	m	c	c	m	m	c	c	c	c	c	c
65	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
66	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
67	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
68	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
69	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
70	m	a	a	a	m	a	c	c	c	c	c	c
71	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c

## นโยบายเงินทุนหมุนเวียนกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERV) (ต่อ)

บริษัทที่	Investment Policy						Financing Policy					
	2560	2559	2558	2557	2556	Mode	2560	2559	2558	2557	2556	Mode
72	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
73	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	m	c
74	m	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
75	m	m	m	a	a	m	c	c	c	c	c	c
76	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
77	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
78	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
79	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
80	a	a	a	m	c	a	c	c	c	c	c	c
81	a	a	a	a	a	a	m	c	c	c	c	c
82	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
83	m	m	m	m	a	m	c	c	c	c	c	c
84	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
85	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
86	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
87	a	a	a	a	a	a	c	c	c	c	c	c
88	a	a	m	a	a	a	c	c	c	c	c	c

## ประวัติผู้เขียน

นางสาวโชษิตา เปสตันยี เกิดเมื่อวันที่ 18 กันยายน พ.ศ. 2535 โดยในปี พ.ศ. 2553 สำเร็จการศึกษาระดับชั้นมัธยมศึกษาปีที่ 6 ที่โรงเรียนสุนารีวิทยา จังหวัดนครราชสีมา ในปี พ.ศ. 2557 สำเร็จการศึกษาหลักสูตรบัญชีบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี ศูนย์กลางนครราชสีมา และในปีพ.ศ. 2559 สำเร็จการศึกษาหลักสูตรการจัดการมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี จนกระทั่งเดือนกรกฎาคม พ.ศ. 2559 ได้เข้าศึกษาหลักสูตรปรัชญาดุษฎีบัณฑิต (การจัดการ) มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี



มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี