

นโยบายเงินทุนหมุนเวียนและความสามารถในการทำกำไร  
ของบริษัทกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมในประเทศไทย  
WORKING CAPITAL POLICIES AND PROFITABILITY  
OF LISTED INDUSTRIALS FIRMS IN THAILAND

เอกกศักดิ์ ชัยชาญ

TAKERNGSAK CHAICHAN

สรียา วิจิตรเสถียร

SAREEYA WICHITSATHIAN

มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี

SURANAREE UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

นครราชสีมา

NAKHON RATCHASIMA

รับบทความต้นฉบับ : 21 พฤศจิกายน 2561

ตอบรับการตีพิมพ์บทความ : 5 มีนาคม 2562

### บทคัดย่อ

การจัดการเงินทุนหมุนเวียนมีบทบาทสำคัญในการกำหนดความสำเร็จหรือความล้มเหลวของกิจการ เนื่องจากสามารถส่งผลกระทบต่อผลกำไรได้ ดังนั้นผู้บริหารทางการเงินควรพิจารณานโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมกับเพื่อที่จะสามารถเพิ่มผลกำไรให้กับกิจการต่อไป โดยการวิจัยนี้เป็นการศึกษาถึงผลกระทบของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อกำไรของกิจการในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากกลุ่มตัวอย่างจำนวนทั้งสิ้น 115 บริษัท ซึ่งบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 82 บริษัท และ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ 33 บริษัท เก็บข้อมูลระหว่างปี 2556-2560 และทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน โดยการวิเคราะห์การถดถอย เพื่อดูผลกระทบของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลต่อกำไร

ตัวแปรอิสระในการวิจัยนี้คือนโยบายเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งประกอบด้วย นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนทางการเงิน โดยนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนวัดจากสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และนโยบายทางการเงินจัดการเงินทุนหมุนเวียนวัดจากหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม และใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เป็นตัวแทนของผลกำไร ผลการวิจัยพบว่านโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลกำไร แต่นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับการทำกำไรของกิจการ โดยสรุปอาจกล่าวได้ว่า กิจการที่ใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนและนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนอย่างระมัดระวังจะสามารถเพิ่มผลกำไรให้กับกิจการได้

**คำสำคัญ :** เงินทุนหมุนเวียน, นโยบายเงินทุนหมุนเวียน, ความสามารถในการทำกำไร, สินค้าอุตสาหกรรม

## ABSTRACT

Working capital management plays an important role in determining the success or failure of a business due to its impact on profitability. Therefore, financial executives should consider the appropriate working capital policy for the company in order to increase its profitability. This research investigates the impacts of working capital policy on firm's profitability. Data is gathered from 115 companies, listed in industrials sector in Thailand. There are 82 companies in the stock exchange of Thailand (SET) and 33 companies in the market for alternative investment (mai) covering industrial sector. Data collected from 2013 to 2017 are analyzed by using regression analysis to evaluate the impacts of working capital policy on profitability.

The independent variable in this study is the working capital policy which is consisted of working capital investment policy and financing policy. Investment policy is measured by total current assets to total assets ratio. Financing policy is measured by total current liabilities to total assets ratio. In this study, returning on assets ratio is the proxy of profitability. The result reveals a statistically significant positive relationship between working capital investment policy and profitability. However, there is significant negative impact of working capital financing policy on profitability. Overall, it can be implied that companies, which adopt conservative working capital investment policy and conservative working capital financing policy can increase their profitability.

**Keywords :** Working capital management, Working capital policy, Profitability, Industrials sector

## บทนำ

กิจกรรมการสร้างรายได้ถือเป็นสิ่งสำคัญในการดำเนินธุรกิจ โดยให้เงินทุนหมุนเวียน (Working capital) ถือเป็นเงินทุนที่จำเป็นในการจัดหาเงินทุนให้กับกิจกรรมการสร้างรายได้ ซึ่งเกี่ยวกับการดำเนินงานขององค์กร (Mwangi et al., 2014, p. 195) การจัดการเงินทุนหมุนเวียน (Working capital management) เป็นการจัดการทั้งสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนที่มีการชำระบัญชีภายในหนึ่งปี (Kesimli & Gunay, 2011, p. 52) โดยมีบทบาทสำคัญในการกำหนดความสำเร็จหรือความล้มเหลวของธุรกิจ เนื่องจากมีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความสามารถของผู้จัดการการเงินในการกำหนดนโยบายเงินทุนหมุนเวียนให้เหมาะสมกับลักษณะของธุรกิจ (Filbeck & Krueger, 2005, p. 11) ถึงแม้ว่าการจัดการเงินทุนหมุนเวียนจะมีความสำคัญต่อผลการดำเนินงานในธุรกิจ แต่ปัญหาการจัดการเงินทุนหมุนเวียนไม่ได้รับความสนใจเท่าที่ควรเมื่อเทียบกับการตัดสินใจลงทุนและการจัดหาเงินทุนระยะยาว (Sabri, 2012, p. 28)

ในการจัดการเงินทุนหมุนเวียนสามารถแบ่งนโยบายออกเป็น 2 นโยบาย คือ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน (Working capital investment policy) และ นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน (Working capital financing policy) และทั้ง 2 นโยบายยังสามารถจำแนกออกเป็น 2 รูปแบบ คือ นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative working capital management policy) และ นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive working capital management policy) โดยนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกเกี่ยวข้องกับผลตอบแทนและความเสี่ยงที่สูงขึ้น แต่นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมเกี่ยวข้องกับความเสี่ยงและผลตอบแทนที่ลดลง

อย่างไรก็ตาม การศึกษาวิจัยในอดีตที่ผ่านมา พบว่า นโยบายเงินทุนหมุนเวียน ทั้งนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษนิยมและแบบเชิงรุกส่งผลถึงความสามารถในการกำไรของกิจการ โดยในการศึกษาของ Raheman et al. (2010, p. 151) ที่ศึกษาในประเทศปากีสถาน พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียน แบบอนุรักษนิยม (Conservative) ส่งผลให้ธุรกิจมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวได้สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศจอร์แดนของ Shubiri (2011, p. 287) แต่ทั้งนี้ การศึกษาในประเทศเคนย่า กลับพบว่านโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive) จะนำไปสู่ความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้น (Mwangi et al., 2014, p. 195) จึงทำให้เกิดประเด็นคำถามในการวิจัยว่าในบริบทของประเทศไทยควรมีการกำหนดนโยบายเงินทุนหมุนเวียนในรูปแบบใดเพื่อไปสู่ความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้น โดยจะศึกษาทั้งนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน และนโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียน

กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมเป็นธุรกิจเกี่ยวกับการผลิตและจัดจำหน่ายวัตถุดิบทั่วไปที่สามารถนำไปใช้ได้ ในหลายอุตสาหกรรม สินค้าขั้นต้นหรือสินค้าขั้นกลาง เครื่องมือและเครื่องจักรต่าง ๆ ที่นำไปใช้ต่อในอุตสาหกรรม การผลิตต่าง ๆ รวมถึงอุตสาหกรรมยานยนต์ ซึ่งประกอบด้วย 6 หมวดธุรกิจ คือ ธุรกิจยานยนต์ ธุรกิจวัสดุอุตสาหกรรม และเครื่องจักร ธุรกิจบรรจุภัณฑ์ ธุรกิจกระดาษและวัสดุการพิมพ์ ธุรกิจปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ และธุรกิจเหล็ก (Stock Exchange of Thailand, 2018a, online) สำหรับประเทศไทยนั้น พบว่า กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมมีความสามารถในการทำกำไรที่เติบโตขึ้นตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 เป็นต้นมา จนกระทั่งปี พ.ศ. 2561 มีการรายจากสำนักข่าวดิจีทัลเฉพาะด้าน เอ็ม รีพอร์ต ว่าการส่งออกสินค้าอุตสาหกรรมไทยขยายตัวที่ร้อยละ 7.70 ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 17 และภาพรวม 7 เดือนแรกของปี 2561 กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมขยายตัวถึงร้อยละ 10.90 ดังนั้น กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม จึงเป็นอุตสาหกรรมที่น่าสนใจในการศึกษาถึงการกำหนดนโยบายเงินทุนหมุนเวียน ว่ามีการกำหนดนโยบายอย่างไร ให้ไปสู่ความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้น โดยการศึกษาในครั้งนี้เป็นการศึกษาข้อมูลกิจการทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) เพื่อให้ได้องค์ความรู้ที่ครอบคลุมทั้งบริษัทขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็ก ซึ่ง SET ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวของบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ซึ่งมีทุนชำระแล้ว หลังการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนในครั้งแรก (IPO) ตั้งแต่ 300 ล้านบาทขึ้นไป ในขณะที่ mai เป็นแหล่งระดมทุนของธุรกิจที่มีศักยภาพขนาดกลางและเล็ก ซึ่งมีทุนชำระแล้วหลัง IPO ตั้งแต่ 50 ล้านบาทขึ้นไป โดยเน้นธุรกิจที่มีการเติบโตสูง และมีแนวโน้มการเติบโตดีในอนาคต (Stock Exchange of Thailand, 2018a, online) โดยประโยชน์ที่จะได้รับจากการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้คือ ได้องค์ความรู้ที่สามารถนำไปประยุกต์ใช้ในการวางแผนนโยบายเงินทุนหมุนเวียน สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมต่อไป

## วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษานโยบายการลงทุนและนโยบายการจัดการหาเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร

## ประโยชน์การวิจัย

ผลจากการวิจัยแสดงให้เห็นถึงอิทธิพลของนโยบายเงินทุนหมุนเวียน ที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม ก่อเกิดประโยชน์ทั้งทางวิชาการและการนำไปปฏิบัติทางวิชาการเป็นการเพิ่มองค์ความรู้เรื่องเงินทุนหมุนเวียนในมิติของการเรียนรู้แนวคิดทฤษฎีกับสิ่งที่เกิดขึ้นจริง โดยเฉพาะในมุมมองต่อกิจการ

กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ขณะที่งานวิจัยสามารถใช้เป็นตัวช่วยอย่างในการศึกษาวิจัยกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นต่อไปได้ ด้านการนำไปปฏิบัติ การที่องค์ความรู้เกิดจากหลักฐานเชิงประจักษ์ โดยศึกษาข้อมูลจริงจากตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 2 แห่งของประเทศไทย ทำให้สามารถอ้างอิงเฉพาะลงไปถึงบริบทการดำเนินงานของกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้บริหารสามารถใช้ผลงานวิจัยเป็นแนวทางในการนำไปกำหนดนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของกิจการได้อย่างเหมาะสมมากขึ้น ซึ่งจะเป็ประโยชน์ต่อการสร้างความสามารถในการทำกำไรของกิจการให้เพิ่มมากขึ้น

### บททวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

การจัดการเงินทุนหมุนเวียน (Working capital management) เป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างหนึ่งของธุรกิจ เนื่องจากเกี่ยวข้องกับการสร้างรายได้ของกิจการ โดยเป็นการบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนซึ่งสามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ภายในหนึ่งปี และบริหารหนี้สินหมุนเวียนซึ่งเป็นหนี้สินที่มีการชำระบัญชีภายในหนึ่งปี (Abiodun & Samuel, 2014, p. 356; Kesimli & Gunay, 2011, p. 52) ทั้งนี้ การจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพจะนำไปสู่การเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของกิจการ ในขณะที่การจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่ไม่มีประสิทธิภาพ ไม่เพียงแต่จะลดความสามารถในการทำกำไร แต่อาจนำไปสู่การเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินของกิจการ ซึ่งเป็นผลกระทบต่อการอยู่รอดของกิจการ (Siddiquee & Khan, 2009, online) ดังนั้น ผู้จัดการด้านการเงินควรมีการกำหนดนโยบายเงินทุนหมุนเวียนให้เหมาะสมกับลักษณะของกิจการ

นโยบายเงินทุนหมุนเวียนสามารถแบ่งได้ 2 นโยบาย คือ นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน (Working capital investment policy) ซึ่งเกี่ยวข้องกับการบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนของกิจการ และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน (Working capital financing policy) เป็นนโยบายที่เกี่ยวข้องกับการบริหารหนี้สินหมุนเวียน ในการจัดหาแหล่งเงินทุนสำหรับเงินทุนหมุนเวียน (Nazir & Afza, 2009, p. 23) นอกจากนี้ นโยบายเงินทุนหมุนเวียนยังสามารถจำแนกได้เป็น 2 รูปแบบ คือ นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative working capital management policy) และนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive working capital management policy) สามารถอธิบายได้ดังนี้

1. นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน; นโยบายการลงทุนแบบเชิงรุก (Aggressive investment policy) เป็นการกำหนดให้สินทรัพย์หมุนเวียนอยู่ในระดับต่ำสุดเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ถาวร เพื่อลดการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน เพื่อนำเงินทุนไปลงทุนเพิ่มในกิจกรรมอื่น ๆ เพื่อเพิ่มรายได้ และส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นในทางกลับกัน นโยบายการลงทุนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative investment policy) เป็นการลงทุนในแนวทางการระมัดระวัง โดยกำหนดระดับของสินทรัพย์หมุนเวียนให้สูงขึ้น เพื่อลดความเสี่ยงในการมีสินทรัพย์หมุนเวียนไม่เพียงพอต่อการดำเนินงาน แต่อาจทำให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการลดลง (Adam et al., 2017, p. 60) อย่างไรก็ตาม Garcia-Teruel and Martinez-Solano (2007, p. 175) มีความเห็นด้านการกำหนดนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมว่า นโยบายดังกล่าวไม่ได้ทำให้ลดความสามารถในการทำกำไรเสมอไป แต่ใช้เพื่อกระตุ้นยอดขายโดยการเพิ่มลูกหนี้การค้า นอกจากนี้ยังเพิ่มสินค้าคงเหลือเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดผลลิตหยุดชะงัก

นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนสามารถวัดได้ด้วยอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (Total current assets to total assets ratio) โดยอัตราส่วนที่ต่ำหมายความว่ากิจการมีการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนที่ต่ำ ซึ่งหมายความว่านโยบายที่เป็นไปในทางเชิงรุก ในขณะที่อัตราส่วนที่สูงบ่งบอกถึงนโยบายที่เป็นไปในทางอนุรักษ์นิยม (Adam et al., 2017, p. 260)

2. นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน; นโยบายการจัดหาเงินทุนแบบเชิงรุก (Aggressive financing policy) เป็นการใช้หนี้สินหมุนเวียนในระดับสูงเพื่อลดต้นทุนในการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน ในทางกลับกัน นโยบายการจัดหาเงินทุนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative financing policy) เน้นการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินระยะยาว เพื่อลดความเสี่ยงในการไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนด

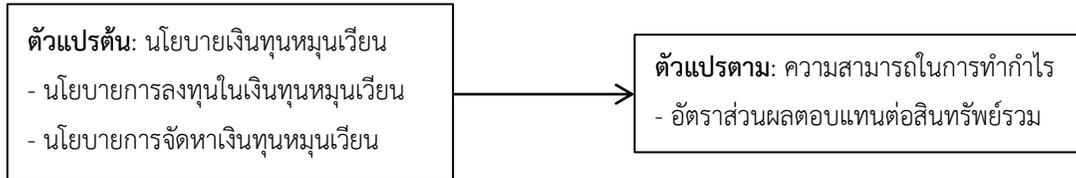
นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนสามารถวัดได้ด้วยอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (Total current liabilities to total assets ratio) โดยอัตราส่วนที่ต่ำหมายความว่ากิจการมีการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินหมุนเวียนในปริมาณที่ต่ำ แสดงถึงนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่เป็นไปในทางอนุรักษ์นิยม ในขณะที่อัตราส่วนที่สูงหมายถึงนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนที่เป็นไปในทางเชิงรุก (Adam et al., 2017, p. 260)

การทบทวนวรรณกรรมเชิงประจักษ์แสดงให้เห็นถึงผลการวิจัยที่หลากหลายเกี่ยวกับนโยบายเงินทุนหมุนเวียนและความสามารถในการทำกำไร โดยการศึกษาของ Raheman et al. (2010, p.151) ที่ศึกษาในประเทศปากีสถานพบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ส่งผลให้ธุรกิจมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น โดยวัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวได้สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศจอร์แดนของ Shubiri (2011, p. 287) ที่พบผลกระทบเชิงบวกของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไร และพบว่านโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงลบกับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ผลการศึกษาดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนที่สูงขึ้นจะนำไปสู่ความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้น เนื่องจาก ลดความเสี่ยงจากการที่มีสินทรัพย์หมุนเวียนไม่เพียงพอต่อการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งกิจการสามารถระงับยอดขายจากการให้สินเชื่อทางการเงิน โดยเป็นผลมาจากการเพิ่มลูกหนี้การค้า และเพิ่มปริมาณสินค้าคงเหลือให้มากเพียงพอต่อความต้องการของลูกค้า ทำให้กิจการมีสินค้าพร้อมจำหน่ายต่อลูกค้าในทุก ๆ ช่วงของการดำเนินงาน

แต่ทั้งนี้ การศึกษาในประเทศอิหร่านของ Hassani and Tavosi (2014, p.30) พบผลกระทบเชิงลบของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets : ROA) และพบว่านโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกกับอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งหมายความว่านโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกและนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกจะนำไปสู่อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่สูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศเคนยาที่พบว่านโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุกจะนำไปสู่อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่สูงขึ้น (Mwangi et al., 2014, p. 195) ทั้งนี้ ผลการศึกษาดังกล่าวสนับสนุนการเลือกนโยบายเงินทุนหมุนเวียนตามทฤษฎีของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่กล่าวไว้ว่า นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive working capital management policy) เกี่ยวข้องกับผลตอบแทนและความเสี่ยงที่สูงขึ้น

การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องพบว่าการศึกษาถึงนโยบายเงินทุนหมุนเวียนเน้นการวัดตัวแปรตามซึ่งเป็นความสามารถในการทำกำไรจาก อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) (Hassani & Tavosi, 2014, p. 33; Mwangi et al., 2014, p. 198; Shubiri, 2011, p. 298; Raheman et al., 2010, p. 155) เนื่องจาก การจัดการเงินทุนหมุนเวียนมีความเกี่ยวข้องกับการบริหารสินทรัพย์หมุนเวียน อีกทั้งนโยบายเงินทุนหมุนเวียนยังเกี่ยวข้องกับการเปรียบเทียบระดับของสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนกับสินทรัพย์รวม ดังนั้น อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (กำไรสุทธิหาร สินทรัพย์รวม) จึงถูกนำมาใช้เป็นตัวแปรตามสำหรับการศึกษาลงถึงนโยบายเงินทุนหมุนเวียนอย่างแพร่หลาย โดยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมเป็นอัตราส่วน

ที่แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการบริหารงานของกิจการว่าสามารถบริหารสินทรัพย์ทั้งหมดที่มีอยู่ให้ได้ผลตอบแทนมากนักน้อยเพียงใด (Foerster, 2015, p. 105) ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงกำหนดการวัดความสามารถในการทำกำไรจากอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม และจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องข้างต้น จึงได้กำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยดังรูปภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

### วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาเรื่อง นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมในประเทศไทย มีประชากรคือ อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) รวมทั้งสิ้น 122 บริษัท ประกอบด้วย บริษัทใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 88 บริษัท และ บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ 34 บริษัท (Stock Exchange of Thailand, 2018b, online)

การเก็บรวบรวมข้อมูลในการศึกษานี้ได้เก็บข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2560 และทำการเฉลี่ยอัตราส่วนทางการเงินที่กำหนดเป็นตัวแปรในการศึกษาเพื่อวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษา ทั้งนี้จะไม่รวมบริษัทที่เข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ไม่ถึง 5 ปี เข้ามาร่วมในการวิเคราะห์ข้อมูล จึงทำให้เหลือบริษัทที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลทั้งสิ้น 115 บริษัท ประกอบด้วย บริษัทใน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 82 บริษัท และ บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ 33 บริษัท

วิเคราะห์ผลการวิจัยจากการเก็บข้อมูลจากงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปีใน [www.set.or.th](http://www.set.or.th) และ [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com) และแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลการวิจัยออกเป็น 2 ส่วน คือ

1. วิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) โดยหาค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation : S.D.) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าเฉลี่ย (Mean)
2. วิเคราะห์ด้วยสถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics) โดยการวิเคราะห์การถดถอย (Regression analysis) ซึ่งมีตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาตามตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรในการศึกษา	การคำนวณ
ตัวแปรต้น : นโยบายเงินทุนหมุนเวียน	
1) นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน	สินทรัพย์หมุนเวียน/สินทรัพย์รวม
2) นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน	หนี้สินหมุนเวียน/สินทรัพย์รวม
ตัวแปรตาม : ความสามารถในการทำกำไร	
1) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม	กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม

## ผลการวิจัย

ผลการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ มีการนำเสนอ 2 ส่วน คือ ส่วนของการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา และส่วนของการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานเพื่อตอบวัตถุประสงค์การวิจัย

ตารางที่ 2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	SET				Mai			
	S.D.	Min	Max	Mean	S.D.	Min	Max	Mean
นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน	0.20	0.03	0.90	0.47	0.18	0.10	1.00	0.52
นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน	0.18	0.01	0.74	0.28	0.13	0.13	0.69	0.38
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม	7.12	-17.22	20.70	4.69	5.92	-8.14	17.79	4.61

ตารางที่ 2 แสดงส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation : S.D.) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าเฉลี่ย (Mean) ของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีค่าเฉลี่ยของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนอยู่ที่ 0.47 (S.D.=0.20, Min=0.03, Max=0.90) และในส่วนของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) มีค่าเฉลี่ยของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนอยู่ที่ 0.52 (S.D.=0.19, Min=0.10, Max=1.00)

สำหรับผลการวิเคราะห์นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน พบว่า อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีค่าเฉลี่ยของนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนอยู่ที่ 0.28 (S.D.=0.18, Min=0.01, Max=0.74) และในส่วนของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) มีค่าเฉลี่ยของนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนอยู่ที่ 0.38 (S.D.=0.13, Min=0.13, Max=0.69)

ในส่วนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม พบว่า อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมคือ 4.69% (S.D.=7.12, Min=-17.22, Max=20.70) และสำหรับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) มีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมคือ 4.61% (S.D.=5.92, Min=-8.14, Max=17.79)

ตารางที่ 3 ตัวแปรพยากรณ์ของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ในอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม

ตัวแปรอิสระ	SET			Mai		
	t	B	p-value	t	B	p-value
นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน	5.64	0.52	0.00**	3.38	0.50	0.00**
นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน	-4.27	-0.39	0.00**	-3.06	-0.45	0.01**
	R <sup>2</sup> =0.35 Adj.R <sup>2</sup> =0.33			R <sup>2</sup> =0.37 Adj.R <sup>2</sup> =0.33		

\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยของนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ซึ่งหมายความว่า การกำหนดนโยบายการลงทุนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative investment policy) ส่งผลให้อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงขึ้น

จากผลการวิเคราะห์ส่วนของนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน สามารถอธิบายได้ว่าเมื่อนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีการเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วยมาตรฐาน จะทำให้อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน 0.52 หน่วยมาตรฐาน สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน 0.50 หน่วยมาตรฐาน สำหรับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) เมื่อควบคุมตัวแปรอิสระอื่น ๆ ให้คงที่

สำหรับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนได้พบผลกระทบเชิงลบต่ออัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ซึ่งหมายความว่า การกำหนดนโยบายการจัดการเงินทุนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative financing policy) ส่งผลให้อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมสูงขึ้น

จากผลการวิเคราะห์ส่วนของนโยบายการจัดการเงินทุน สามารถอธิบายได้ว่าเมื่อนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนมีการเปลี่ยนแปลงไป 1 หน่วยมาตรฐาน จะทำให้อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมในอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม 0.40 หน่วยมาตรฐาน สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางตรงกันข้าม 0.45 หน่วยมาตรฐาน สำหรับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เมื่อควบคุมตัวแปรอิสระอื่น ๆ ให้คงที่

## อภิปรายผล

การศึกษาเรื่อง นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมในประเทศไทย ได้เน้นการศึกษาทั้งในบริษัทขนาดเล็ก ขนาดกลาง และขนาดใหญ่ เพื่อให้ได้บทสรุปของการกำหนดนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรที่ครอบคลุมในทุกขนาดบริษัท โดยทำการศึกษาในอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) 82 บริษัท และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) 33 บริษัท รวมทั้งสิ้น 115 บริษัท โดยเก็บข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2560 และทำการเฉลี่ยอัตราส่วนทางการเงินที่กำหนดเป็นตัวแปรในการศึกษาเพื่อวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษา

ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า การกำหนดนโยบายการลงทุนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative investment policy) ส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ดังนั้น ไม่ว่าจะขนาดของบริษัทจะเป็นขนาดเล็ก ขนาดกลาง หรือขนาดใหญ่ สามารถกำหนดนโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนได้ในรูปแบบเดียวกัน โดยเน้นการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนปริมาณสูง เพื่อให้กิจการมีเงินทุนหมุนเวียนเพียงพอในการดำเนินงาน ซึ่งในอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมมีลักษณะเป็นอุตสาหกรรมการผลิต จึงมีความต้องการเงินทุนหมุนเวียนในปริมาณที่สูง นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมจึงเหมาะสมกับลักษณะของธุรกิจ โดยผลการวิจัยได้สอดคล้องกับแนวคิดการสนับสนุนการเพิ่มทุนในเงินทุนหมุนเวียนของ Garcia-Teruel and Martinez-Solano (2007, p. 164) ที่กล่าวไว้ว่า การกำหนดนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์

นิยมใช้เพื่อกระตุ้นยอดขายโดยการเพิ่มลูกหนี้การค้า นอกจากนี้ยังเพิ่มสินค้าคงเหลือเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการผลิตหยุดชะงัก และผลการศึกษายังสอดคล้องกับการศึกษาของ Shubiri (2011, p. 287) ซึ่งศึกษาในอุตสาหกรรมผลิตประเทศจอร์แดน พบว่า นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม ส่งผลให้ธุรกิจมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกับผลการศึกษาในประเทศปากีสถานของ Raheman et al. (2010, p. 153)

สำหรับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่าการกำหนดนโยบายการจัดการเงินทุนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative financing policy) ส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมสูงขึ้นไปทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และ ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ดังนั้นไม่ว่าจะเป็นบริษัทขนาดใดในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม สามารถเลือกกำหนดนโยบายการจัดการเงินทุนแบบอนุรักษ์นิยมให้แกกิจการเพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไรขึ้นได้ โดยผลการศึกษาได้สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศปากีสถานของ Raheman et al. (2010, p. 153) ที่พบว่า การเลือกใช้นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมจะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น อีกทั้งยังสอดคล้องกับการศึกษาในอุตสาหกรรมผลิตประเทศจอร์แดนของ Shubiri (2011, p. 287) ที่สนับสนุนการใช้นโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์ โดยเน้นการจัดการเงินทุนหมุนเวียนจากแหล่งเงินทุนระยะยาว เพื่อลดความเสี่ยงที่กิจการอาจชำระหนี้ไม่ทันระยะเวลาที่กำหนด

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้สรุปได้ว่า อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) สามารถเลือกใช้นโยบายเงินทุนหมุนเวียนได้ในรูปแบบเดียวกัน โดยพิจารณาใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมร่วมกับนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม เพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

## ข้อเสนอแนะ

1. การศึกษาในอนาคตสามารถนำการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ไปประยุกต์ใช้กับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ทั้งใช้บริษัทขนาดเล็ก ขนาดกลาง และขนาดใหญ่ เพื่อตรวจสอบว่าควรมีการกำหนดนโยบายเงินทุนหมุนเวียนอย่างไรเพื่อให้เพิ่มความสามารถในการทำกำไรของกิจการ
2. ผู้จัดการฝ่ายการเงินของบริษัทในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม สามารถนำผลการวิจัยไปประกอบการพิจารณาการกำหนดนโยบายการจัดการเงินทุนหมุนเวียน เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการทำกำไรของกิจการ

## เอกสารอ้างอิง

- Abiodun, S. A., & 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.
- Adam, A. M., Quansah, E., & 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.
- Filbeck, G., & Krueger, T. M. (2005). An Analysis of Working Capital Management Results Across Industries. *Mid-American Journal of Business*, 20(2), 10-17.
- Foerster, S. (2005). *Financial Management: Concepts and Applications*. United Kingdom : Pearson Education.

- Garcia-Teruel, P. J., & Martinez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3, 164-177.
- Hassani, M., & 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.
- Kesimli, I. G., & 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.
- Mwangi, L. W., Makau, M. S., & 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.
- Nazir, M. S., & Afza, T. (2009). Working Capital Requirements and the Determining Factors in Pakistan. *IUP Journal of Applied Finance*, 15(4), 28-38.
- Raheman, A., Afza, T., Qayyum, A., & 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.
- Sabri, T. B. (2012). The impact of working capital on the value of the company in light of differing size, growth, and debt. *Peer-reviewed and Open access journal*, 7(1), 27-41.
- 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., & Khan, S. M. (2009). *Analyzing Working Capital Performance: Evidence from Dhaka Stock Exchange (DSE) Ltd.* Retrieved April 7, 2009, from SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1374210>
- Stock Exchange of Thailand. (2018a). *Industry Grouping and Business Sector*. Retrieved July, 2018, from [https://www.set.or.th/TH/regulation/simplified\\_regulations/industry\\_sector\\_p1.html](https://www.set.or.th/TH/regulation/simplified_regulations/industry_sector_p1.html) (In Thai)
- Stock Exchange of Thailand. (2018b). *Securities Registration*. Retrieved July, 2018, from [https://www.set.or.th/th/faqs/listing\\_p1.html](https://www.set.or.th/th/faqs/listing_p1.html) (In Thai)

## ผู้เขียนบทความ

น.ต.เกิ่งศักดิ์ ชัยชาลุม

นักศึกษาระดับปริญญาเอก หลักสูตรดุซงกีบัณฑิต  
สาขาวิชาเทคโนโลยีการจัดการ สำนักวิชาเทคโนโลยีสังคม  
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี  
111 ถนนมหาวิทยาลัย ตำบลสุรนารี อำเภอเมือง  
จังหวัดนครราชสีมา 30000

E-mail: kerngsak@sut.ac.th

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สรียา วิจิตรเสถียร

อาจารย์ที่ปรึกษาหลักวิทยานิพนธ์  
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีสุรนารี  
E-mail: sareeya@sut.ac.th