

ความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่อง ประสิทธิภาพ ในการใช้สินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร และมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน

ฉัตรลดา จุญวัฒน์เลาะห์

บัณฑิตมหาบัณฑิต คณะบัญชี

บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

ผู้จัดการฝ่ายบัญชีอาวุโส โรงแรมรีสอร์ทและสปา เครือซีเคชั่นส์

ดร.กิตติมา อัครนพวงศ์

รองศาสตราจารย์ประจำกลุ่มวิชาการรายงานการเงินและการให้ความเชื่อมั่น

คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

(ผู้ประพันธ์บรรณกิจ)

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 19 กุมภาพันธ์ 2568

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 7 เมษายน 2568

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 6 พฤษภาคม 2568

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไร และความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน (SETTHSI Index) โดยใช้ข้อมูลงบการเงินรายปีและอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562-2564 จำนวน 86 บริษัท ซึ่งมีจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 233 ตัวอย่าง และใช้สมการถดถอยเชิงพหุคูณในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไร และวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ

ผลการศึกษาพบว่า อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมมีพบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตรากำไรสุทธิ แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนทุนหมุนเวียนไม่สัมพันธ์กับอัตรากำไรสุทธิและอัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ (ซึ่งวัดโดย Tobin's Q) ในทิศทางเดียวกัน ผลการศึกษาแสดงว่า ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรและความสามารถในการทำกำไรส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งเป็นการให้

หลักฐานสนับสนุนทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีการส่งสัญญาณและทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย และยังให้ข้อเสนอแนะแก่ผู้บริหาร ในการวางแผนการบริหารสินทรัพย์ให้มีประสิทธิภาพ เพื่อสามารถสร้างกำไรที่ยั่งยืนและสร้างมูลค่ากิจการสูงสุด

คำสำคัญ: สภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร มูลค่ากิจการ
กลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน

The Relationship between Liquidity, Asset Utilization Efficiency, Profitability, and Firm Value of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand in the SETTHSI Index

Chatlada Jaroonwattanalao

*Master of Accountancy, School of Accountancy,
Graduate School, University of the Thai Chamber of Commerce
Senior Accounting Manager, Sixsenses Hotels Resorts and Spas*

Received: February 19, 2025

Revised: April 7, 2025

Accepted: May 6, 2025

Dr.Kittima Acaranupong

*Associate Professor of Financial Reporting and Assurance Group,
School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce
(Corresponding Author)*

ABSTRACT

The objectives of this study are to examine the relationship between liquidity, asset utilization efficiency and profitability and the relationship between profitability and firm value of listed companies on the Stock Exchange of Thailand in the SETTHSI Index. The data is collected from the annual financial statements and financial ratios of companies listed in the SETTHSI Index during the years 2019–2021. The total number of samples is 86 companies or 233 firms-years. The research instrument is multiple regression for the analysis of the relationship between liquidity, asset utilization efficiency, and profitability and the relationship between profitability and firm value.

The results of this study indicate that total assets turnover is negatively related to net profit margin, but it is positively related to return on equity. However, the current ratio is not related to net profit margin and return on equity. The return on equity is positively correlated with firm value (measured by Tobin's Q). The findings suggest that asset utilization efficiency has an impact on the profitability and then the profitability affect the value of firm. This provides the evidence supporting the Agency Theory, Signaling

Theory and Stakeholder Theory. The results also give the suggestions for managers for planning the asset utilization efficiently in order to generate the sustainable profit and the maximization of firm value.

Keywords: Liquidity, Asset Utilization Efficiency, Profitability, Firm Value, SETTHSI Index

1. บทนำ (Introduction)

หลังจากปี พ.ศ. 2564 เป็นปีที่เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวและมีแนวโน้มกลับเข้าสู่ภาวะปกติหลังการแพร่ระบาดของโควิด-19 ในปีดังกล่าวประเทศไทยมีภาวะการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ โดยมีอัตราการเติบโตของภาวะเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2564 ร้อยละ 1.50 (The Bank of Thailand, 2021) อย่างไรก็ตามเป็นปีที่ภาวะเศรษฐกิจโลกยังมีปัญหาห่วงโซ่อุปทานหยุดชะงัก (Global Supply Disruption) เกิดปัญหาความไม่สมดุลของอุปสงค์และอุปทานของตลาดสินค้าโลก ปัญหาคอขวดในการผลิตสินค้าทั่วโลก (Supply Bottlenecks) และปัญหาการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ (Climate Change) ดังนั้นผู้บริหารจึงจำเป็นต้องมีการปรับตัว เพื่อให้ธุรกิจสามารถดำเนินงานต่อไปได้อย่างเนื่อง ซึ่งไม่ใช่เพียงการมุ่งเน้นหาผลกำไร แต่ยังต้องรักษาสภาพคล่องของกิจการให้เพียงพอต่อการดำเนินธุรกิจ ประกอบกับการใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อสร้างกำไรและเพิ่มมูลค่ากิจการในอนาคต

การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratios Analysis) เป็นเครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์ทางการเงิน โดยสามารถนำงบการเงินไปวิเคราะห์เพื่อเปรียบเทียบฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทตนเองในแต่ละปี เพื่อพิจารณาแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงของฐานะการเงินหรือผลการดำเนินงานในปัจจุบันเทียบกับอดีต หรือเปรียบเทียบกับคู่แข่งที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน โดยอัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratios) ที่ใช้ในการวิเคราะห์ แบ่งออกเป็น 5 กลุ่ม ดังนี้ อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) อัตราส่วนประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ (Asset Utilization Efficiency Ratio or Activity Ratio) อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio) อัตราส่วนความเสี่ยงในการก่อหนี้ (Leverage Ratio) และอัตราส่วนมูลค่าตลาด (Market Value Ratio) (Fridson & Alvarez, 2022) ซึ่งจากการศึกษางานวิจัยในอดีตพบว่า สภาพคล่อง (Liquidity) มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร โดยพบทั้งความสัมพันธ์เชิงบวก ความสัมพันธ์เชิงลบ และไม่สัมพันธ์กัน (e.g., Azam & Haider, 2011; Alarussi & Gao, 2021; Tan & Tuluca, 2023) งานวิจัยส่วนใหญ่พบว่า ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ (Asset Utilization Efficiency) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร (e.g., Alarussi & Alhaderi, 2018; Dwaikat, Oubbaj, & Queiri, 2023) นอกจากนี้ งานวิจัยส่วนใหญ่ยังพบว่า ความสามารถในการทำกำไรส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q ในทิศทางเดียวกัน (e.g., Chen & Chen, 2011; Kontesa, 2015; Sudiyatno, Pusputasari, Nurhayati, & Riganti, 2021; Jihadi et al., 2021)

จากกระแสการเติบโตอย่างยั่งยืนส่งผลกระทบไปยังการลงทุนทั่วโลก ทั้งแนวโน้มและทิศทางเกี่ยวกับการลงทุนที่มุ่งไปยังบริษัทที่มีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคม ทำให้ทุกบริษัทจำเป็นต้องมีการบริหารจัดการเพื่อความยั่งยืน จึงจะสามารถก่อให้เกิดการได้เปรียบทางการแข่งขันและสามารถอยู่รอดในยุคปัจจุบัน (Sustainable Capital Market Development of the Stock Exchange of Thailand, 2024) ในปี พ.ศ. 2558 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงได้มีการจัดตั้งกลุ่มหุ้นยั่งยืน ซึ่งมีบริษัทที่ผ่านการคัดเลือกให้อยู่ในกลุ่มหุ้นยั่งยืนทั้งหมด 58 บริษัท และในปี พ.ศ. 2565 มีบริษัทที่ผ่านการคัดเลือกทั้งสิ้น 170 บริษัท เพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2558 จำนวน 112 บริษัท (The Stock Exchange of Thailand, 2022) และมีการจัดทำดัชนีหุ้นยั่งยืน (SETTHSI) ครั้งแรกในปี พ.ศ. 2561 แสดงให้เห็นว่า บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมุ่งมั่นที่จะดำเนินธุรกิจภายใต้แนวทางการพัฒนาและเติบโตอย่างยั่งยืน โดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม (Environment) มีความรับผิดชอบต่อสังคม (Social Responsibility) และดำเนินงานตามหลักธรรมาภิบาล (Governance) (The Stock Exchange of Thailand, 2018) อีกทั้งการลงทุนในดัชนีหุ้นยั่งยืน ได้รับความสนใจ

จากนักลงทุนในประเทศและต่างประเทศเป็นอย่างมาก จากรายงานของ Morning Star (2021) พบว่า ในปี พ.ศ. 2564 มีเม็ดเงินลงทุนในธุรกิจยั่งยืนมากกว่า 2.8 ล้านล้านดอลลาร์ เพิ่มขึ้นจากปี พ.ศ. 2563 ที่ 1.8 ล้านล้านดอลลาร์ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561–2565 การลงทุนในดัชนี THSI มีผลตอบแทนเฉลี่ย 3% สูงกว่าดัชนีอื่นที่มีผลตอบแทนติดลบ 18–19% สะท้อนให้เห็นชัดเจนว่า ดัชนี SETTHSI สามารถสร้างผลตอบแทนที่ดี นอกจากนี้ในช่วงปี พ.ศ. 2563 ที่ตลาดหลักทรัพย์ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด ทุกดัชนีปรับตัวลดลงอย่างมาก แต่ดัชนี SETTHSI ปรับตัวลงไม่แรงเท่ากับดัชนีอื่น ๆ สะท้อนว่า ธุรกิจที่ดำเนินงานโดยคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแล สามารถปรับตัวและรับมือกับความผันผวนในภาวะวิกฤตได้ (Sustainable Capital Market Development of the Stock Exchange of Thailand, 2024) ดังนั้นจึงเป็นที่น่าสนใจที่จะวิเคราะห์ฐานการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน (SETTHSI Index) โดยอัตราส่วนทางการเงินที่ผู้วิจัยใช้ในการศึกษาค้างนี้ มี 4 หมวดคือ สภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ สาเหตุที่เลือกศึกษา 4 หมวด เนื่องจากการศึกษานี้ให้ความสำคัญกับนโยบายด้านการลงทุน (Investment Policies) ของผู้บริหารเป็นหลัก โดยสัดส่วนการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่อง เช่น เงินสดและลูกหนี้การค้า ถือเป็นส่วนหนึ่งของนโยบายการบริหารสินทรัพย์สภาพคล่องและถือเป็นส่วนหนึ่งของประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมดด้วย อีกทั้งงานวิจัยในอดีตที่มุ่งเน้นศึกษาเฉพาะนโยบายการลงทุนอย่างเดียว (e.g. Gunawan & Tobing, 2018; Dim, Kim, & Zhang, 2018) โดยมีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องและประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไร และศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ ในลักษณะเชื่อมโยงต่อเนื่องกัน อีกทั้งงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวของบริษัทในกลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน ยังมีค่อนข้างน้อย จากการทบทวนวรรณกรรมพบงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการในกลุ่มนี้ มีเพียง 2 งานวิจัยคือ Choomnirat and Ritthidach (2023) และ Moolkham (2025) โดยผลที่ได้จากการศึกษานี้คาดว่า จะให้ประโยชน์เชิงทฤษฎีในแง่ของการให้หลักฐานสนับสนุนทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) และทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) และเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารในการวางแผนการใช้สินทรัพย์เพื่อการดำรงสภาพคล่อง และในขณะเดียวกัน ผู้บริหารสามารถนำผลการวิจัยไปใช้ เพื่อบริหารสินทรัพย์ให้สามารถสร้างผลกำไรให้แกกิจการอย่างยั่งยืนและมูลค่ากิจการที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง อีกทั้งยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการนำผลการวิจัยไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

2. วัตถุประสงค์ของการศึกษา (Research Objectives)

1. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน (SETTHSI Index)
2. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน (SETTHSI Index)

3. แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Related Concepts, Theories and Research)

3.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) คิดค้นโดย Jensen and Meckling (1976) เป็นทฤษฎีที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลหรือกลุ่มบุคคล 2 กลุ่มคือ ตัวการ (Principal) และตัวแทน (Agent) ตัวการ (เจ้าของกิจการหรือผู้ถือหุ้น) ว่าจ้างตัวแทนในการบริหารกิจการแทนตนเอง ตัวการจะพยายามควบคุมการดำเนินงานของตัวแทน เพื่อให้สามารถสร้างมูลค่าของกิจการได้สูงสุด ในทฤษฎียังมีการระบุถึงความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interests) ระหว่างตัวการและตัวแทน เช่น ผู้ถือหุ้นต้องการให้ราคาหลักทรัพย์หรือมูลค่ากิจการสูงสุด ในขณะที่ผู้บริหารหรือตัวแทนต้องการให้ผลตอบแทนของตนเองสูงสุด ไม่ว่าจะเป็นในรูปแบบของเงินเดือนหรือโบนัส หากเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างคน 2 กลุ่มนี้ จะเกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) รวมถึงเกิดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ซึ่งเป็นต้นทุนในการตรวจสอบการดำเนินงานของตัวแทน หากมีปัญหาความขัดแย้งของผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทน นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะทราบถึงปัญหาดังกล่าว ซึ่งส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทลดลง นอกจากนี้ ทฤษฎีนี้ยังระบุว่าตัวแทนมีหน้าที่ดำเนินการบริหารบริษัท โดยคำนึงถึงความรับผิดชอบต่อผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย ความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนสามารถลดลงได้ผ่านกลไกการกำกับดูแลกิจการ อีกทั้งยังเป็นการผลักดันให้ผู้มีส่วนได้เสียในการตรวจสอบการปฏิบัติงานของตัวแทน เพื่อสร้างความยั่งยืนให้กับกิจการ (Clarke, 2004; Low & Cowton, 2004) นอกจากนี้ การบริหารสภาพคล่องที่เหมาะสม การบริหารงานสินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ ประกอบการมีความสามารถในการทำกำไรสูง ยังช่วยลดปัญหาตัวแทน เนื่องจากสภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไรเปรียบเสมือนเกราะป้องกันทางการเงินและลดโอกาสในการล้มละลายของกิจการ (Alshubiri, 2022)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เป็นทฤษฎีที่แสดงถึงกลไกในการถ่ายโอนข้อมูลของบุคคลกลุ่มหนึ่งไปยังผู้ใช้ข้อมูลอีกกลุ่มหนึ่ง (Spence, 1973) ดังนั้นการดำรงสภาพคล่องในระดับที่เหมาะสม การบริหารงานที่มีประสิทธิภาพและความสามารถในการทำกำไรที่ดีของกิจการจะส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งถือเป็นกลไกในการส่งสัญญาณให้นักลงทุนทราบถึงศักยภาพในการบริหารงานของบริษัท (Ross, 1977; Chatiwong, 2017) Ross (1977) ระบุว่า ทฤษฎีการส่งสัญญาณจะสัมพันธ์กับการเลือกใช้นโยบายในการบริหารงานของผู้บริหาร โดยผู้บริหารมีข้อมูลมากกว่าบุคคลภายนอก ซึ่งเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) สัญญาณที่ผู้บริหารสามารถส่งไปยังผู้มีส่วนได้เสีย ได้แก่ การบริหารสภาพคล่อง การตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์หรือประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนและการตัดสินใจเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล โดยความสามารถในการบริหารงานของกิจการจะถือเป็นสัญญาณสำคัญที่ผู้บริหารส่งไปยังผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย

ทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) คิดค้นโดย Freeman (1984) ทฤษฎีนี้ระบุว่า ผู้บริหารกิจการมีหน้าที่สร้างความพึงพอใจและมีความรับผิดชอบต่อบุคคลที่มีส่วนได้เสียต่อกิจการหลายฝ่าย Post, Preston, and Sachs (2002) ได้นิยามคำว่า ผู้มีส่วนได้เสีย หมายถึง บุคคลหรือกลุ่มบุคคลที่มีผลกระทบหรือได้รับผลกระทบจากความสำเร็จของกิจการ ผลกระทบดังกล่าวเกิดจากการดำเนินงานของกิจการ การตัดสินใจของผู้บริหาร นโยบายต่าง ๆ ของผู้บริหาร โดยผู้มีส่วนได้เสีย ประกอบด้วยผู้มีส่วนได้เสียภายในกิจการ เช่น ผู้บริหาร พนักงาน และผู้มีส่วนได้เสียภายนอกกิจการ เช่น ลูกค้า นักลงทุน ชุมชนรอบโรงงาน รัฐบาล อีกทั้งแนวทางการบริหารงานของกิจการได้เปลี่ยนแปลงไปจากแนวคิดเดิมที่มุ่งเน้นการสร้างมูลค่าให้กับกิจการสูงสุดเป็นแนวคิดในการบริหารงานที่ต้องคำนึงถึงความต้องการของผู้มีส่วนได้เสีย

(Stakeholder Needs) ดังนั้นทฤษฎีนี้จึงเป็นรากฐานของการพัฒนาแนวคิดความรับผิดชอบต่อสังคม (Corporate Social Responsibility: CSR) และแนวคิดการดำเนินธุรกิจอย่างยั่งยืน (Sustainability)

3.2 แนวคิดเกี่ยวกับสภาพคล่อง (Liquidity) ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ (Asset Utilization Efficiency) และความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratio Analysis) เป็นเครื่องมือวิเคราะห์ทางการเงินเพื่อช่วยให้ผู้ใช้งบการเงินประเมินฐานะการเงิน ผลการดำเนินงานของกิจการและความเสี่ยงของบริษัท โดยการนำตัวเลขจากงบการเงินที่เกี่ยวข้องกันมาหาอัตราส่วนต่าง ๆ ประโยชน์ของการวิเคราะห์ทางการเงิน เพื่อช่วยให้เข้าใจฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยเปรียบเทียบอัตราส่วนทางการเงินในปัจจุบันกับอัตราส่วนทางการเงินในอดีตของบริษัทตนเอง รวมไปถึงการเปรียบเทียบกับอัตราส่วนทางการเงินของคู่แข่ง หรือเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม (Fridson & Alvarez, 2022) ซึ่งในที่นี้ จะกล่าวถึงการใช้อัตราส่วนทางการเงินเพื่อวัดสภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ และความสามารถในการทำกำไร (Fridson & Alvarez, 2022) ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

การวัดสภาพคล่อง (Liquidity) เป็นการวัดการบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน อัตราส่วนทางการเงินที่นิยมใช้ในการวัดสภาพคล่องของกิจการ ได้แก่ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio) และอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (Quick Ratio) ทั้ง 2 อัตราส่วนเป็นการเปรียบเทียบว่า บริษัทมีสินทรัพย์หมุนเวียนสูงกว่าหนี้สินหมุนเวียนกี่เท่า หรือบริษัทมีสินทรัพย์หมุนเวียนที่ไม่รวมสินค้าคงเหลือและค่าใช้จ่ายจ่ายล่วงหน้าเป็นกี่เท่าของหนี้สินหมุนเวียน หากทั้งสองอัตราส่วนนี้มีค่าสูง หมายถึงว่า กิจการมีสภาพคล่องสูงและมีความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้นได้มาก

การวัดประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ (Asset Utilization Efficiency) เป็นการวัดว่า บริษัทสามารถนำสินทรัพย์ที่มีอยู่ทั้งหมด (สินทรัพย์รวม) หรือสินทรัพย์ถาวรไปใช้เพื่อสร้างยอดขายหรือรายได้ได้มากหรือน้อย โดยอัตราส่วนที่นิยมในการวัดประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ ได้แก่ อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover) และอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Turnover) ซึ่งหากสองอัตราส่วนนี้มีค่าสูง หมายถึง กิจการสามารถนำสินทรัพย์รวมหรือสินทรัพย์ถาวรไปใช้เพื่อก่อให้เกิดยอดขายหรือรายได้ได้สูง หรืออาจกล่าวได้ว่า เป็นการใช้สินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

การวัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability) เป็นการวัดความสามารถในการบริหารงานของกิจการ โดยใช้แหล่งเงินทุนภายในและภายนอกกิจการมาลงทุนแล้วสร้างผลกำไรให้แก่กิจการและสร้างผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นมากน้อยเพียงใด โดยอัตราส่วนที่นิยมในการวัดความสามารถในการทำกำไร ได้แก่ อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin: NPM) เป็นอัตราส่วนที่เปรียบเทียบระหว่างกำไรสุทธิต่อยอดขายและอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) เป็นอัตราส่วนที่เปรียบเทียบระหว่างกำไรสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หากอัตราส่วน 2 อัตราส่วนนี้สูง หมายถึง บริษัทสามารถสร้างกำไรจากยอดขายหรือสร้างกำไรจากการจัดหาเงินทุนภายในได้สูง แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทสูง

3.3 แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่ากิจการ (Firm Value) ซึ่งวัดโดย Tobin's Q

Tobin's Q เป็นแนวคิดที่นำเสนอโดย Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์ของ Yale University Tobin's Q เป็นตัววัดผลการปฏิบัติงานที่เกิดจากแนวคิดการใช้ข้อมูลทั้งจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด ซึ่งคำนวณจากราคาตลาด (Market Value) ของสินทรัพย์ โดยใช้ราคาเปลี่ยนแทน (Replacement Cost) ของสินทรัพย์ ซึ่งราคาตลาดของสินทรัพย์จะวัดจากมูลค่าทางการตลาดของหุ้นที่ถือโดยผู้ถือหุ้นและมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน

Tobin's Q ถือเป็นตัววัดที่สะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าของบริษัท โดยหากบริษัทมีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 หมายถึงมูลค่าทางการตลาดของบริษัทมีค่าสูงกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่ใช้ไป เพื่อก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัท แต่หากบริษัทมีค่า Tobin's Q น้อยกว่า 1 ถือว่า บริษัทไม่สามารถใช้สินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ การคำนวณหา Tobin's Q มีหลากหลายแนวคิด เช่น Lindenberg and Ross (1981) คำนวณมูลค่าของกิจการโดยแบ่งประเภทของหลักทรัพย์ของบริษัทออกเป็น 3 กลุ่มคือ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิและหนี้สิน อีกทั้งมีการใช้ราคาเปลี่ยนแทนของสินทรัพย์ (Replacement Cost) โดยแบ่งสินทรัพย์ออกเป็น 3 กลุ่มคือ ที่ดิน อาคาร อุปกรณ์ สินค้าคงเหลือและสินทรัพย์อื่น โดยตั้งสมมติฐานว่าราคาเปลี่ยนแทนของสินทรัพย์เท่ากับมูลค่าตามบัญชี อีกทั้งการคิดค่าเสื่อมราคาของสินทรัพย์ทุกประเภทใช้อัตราค่าเสื่อมราคาเดียวกัน สำหรับสินทรัพย์ทุกประเภท โดยไม่คำนึงถึงว่า สินทรัพย์ต่างประเภทกัน อายุครบกำหนดแตกต่างกันและวันที่ได้มาของสินทรัพย์แตกต่างกัน เนื่องจากการคำนวณ Tobin's Q ตามแนวคิดของ Lindenberg and Ross (1981) ใช้เวลาค่อนข้างมากและการลงทุนที่ค่อนข้างสูง ประกอบกับต้องมีการเก็บข้อมูลจำนวนมาก ทำให้ Chung and Pruitt (1994) ได้นำแนวคิดของ Lindenberg and Ross (1981) มาปรับปรุงให้การคำนวณง่ายขึ้น นอกจากนี้ Chung and Pruitt (1994) ได้ทำวิจัยโดยเปรียบเทียบการคำนวณค่า Tobin's Q ของ Lindenberg and Ross (1981) กับ Chung and Pruitt (1994) ค่าที่ได้ใกล้เคียงกันมาก (Phadoogsith, 2005) อีกทั้งมีงานวิจัยในอดีตที่วัดมูลค่ากิจการนิยมคำนวณ Tobin's Q ตาม Chung and Pruitt (1994) (e.g., Chen, 2006; Wongyai, Chaikhet, & Neerapattanakul, 2017; Choomnirat & Ritthidach, 2023; Salaphai, Kannarong, Somnuek, & Yampaka, 2024) ซึ่งในการวิจัยนี้เลือกใช้วิธีการคำนวณ Tobin's Q ตาม Chung และ Pruitt (1994) โดยมีการปรับปรุงให้คำนวณ Tobin's Q ให้ง่ายขึ้น โดยสามารถคำนวณ Tobin's Q ได้ดังนี้

$$\text{Tobin's Q (เท่า)} = \frac{\text{มูลค่าทางการตลาดทั้งหมดของกิจการ}}{\text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์}}$$

3.4 แนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) คือ ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สะท้อนข้อมูล ข่าวสาร รวมไปถึงความคาดหวังที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นั้นอย่างรวดเร็ว ทุกคนสามารถเข้าถึงและรับรู้ข้อมูลได้ในลักษณะเดียวกันและพร้อมกัน ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ตอบสนองต่อข้อมูลได้อย่างรวดเร็ว ทั้งนี้ สามารถแบ่งสมมติฐานความมีประสิทธิภาพของตลาด (Market Efficiency Hypothesis) ได้ 3 ระดับ (Fama, 1991) ดังนี้ 1) ความมีประสิทธิภาพในระดับต่ำ (Weak-form Efficiency) ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ นักลงทุนจะไม่สามารถใช้ข้อมูลในอดีตที่เกี่ยวข้องกับราคาหรือปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์มาใช้ในการพยากรณ์ราคาในอนาคต เนื่องจากราคาของหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้สะท้อนถึงข้อมูล

ข่าวสารทั้งหมดที่เกี่ยวกับการเคลื่อนไหวของราคาและปริมาณการซื้อขายในอดีตไว้แล้ว 2) ความมีประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi Strong-form Efficiency) ตลาดมีประสิทธิภาพในระดับกลางก็ต่อเมื่อราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เป็นข้อมูลสาธารณะไว้อย่างเต็มที่แล้ว และ 3) ความมีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong-form Efficiency) ตลาดมีประสิทธิภาพในระดับสูงก็ต่อเมื่อราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เป็นข้อมูลสาธารณะ รวมถึงข้อมูลข่าวสารส่วนบุคคลและข้อมูลภายใน (Fama, 1991)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น จัดอยู่ในตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ เนื่องจากราคาในอดีตของหลักทรัพย์นั้นไม่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ในอนาคต (Banchuenvijit & Choochuen, 2013) แต่ในบางงานวิจัยกลับพบว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง โดยราคาของหลักทรัพย์จะมีการปรับเปลี่ยนเพื่อตอบสนองต่อข่าวสารที่เกี่ยวกับการดำเนินนโยบายการเงินของอเมริกาอย่างรวดเร็ว เหมาะสมและไม่มีค่าล่าช้า (Wadhanapatee, Bialowas, & Phuangsup, 2012)

3.5 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องและการพัฒนาสมมติฐาน (Related Research and Hypotheses Development)

3.5.1 ความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องกับความสามารถในการทำกำไร

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่อง (Liquidity) กับความสามารถในการทำกำไร (Profitability) พบแนวคิดที่ขัดแย้งกัน 2 แนวคิด (Ahangar, 2020) โดยงานวิจัยจำนวนหนึ่งพบว่า การมีสภาพคล่องสูงจะส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทลดลง โดยผู้บริหารต้องแลกเปลี่ยน (Trade-off) ระหว่างสภาพคล่องกับความสามารถในการทำกำไร กล่าวคือ หากบริษัทต้องการดำรงสินทรัพย์สภาพคล่องสูง โดยมีการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนในสัดส่วนที่สูงและลงทุนในสินทรัพย์ที่สร้างรายได้ เช่น สินทรัพย์ถาวร ในสัดส่วนที่ต่ำ ส่งผลให้บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรต่ำ (Dutta, 2013) หรืออาจกล่าวได้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องกับความสามารถในการทำกำไรเป็นลบ มีงานวิจัยจากบริษัทจดทะเบียนในหลายตลาดหลักทรัพย์สนับสนุนแนวคิดนี้ เช่น งานวิจัยของ Tan and Tuluca (2023) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อเมริกา กลุ่มดัชนี S&P 500 พบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่อง ซึ่งวัดจากวงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) กับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดจากมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ (Economic Value Added: EVA) เป็นลบ ผลดังกล่าวสอดคล้องกับการศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง ประเทศจีน พบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่อง (วัดจากอัตราส่วนทุนหมุนเวียน) กับความสามารถในการทำกำไร (วัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และกำไรต่อหุ้น) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามเช่นกัน (Alarussi & Gao, 2021) อีกทั้งผลการศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในหลายงานวิจัย (e.g., Jarungklin, 2012; Boonphongha, 2019; Paengsawat, 2021) ได้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับตลาดหลักทรัพย์อเมริกาและตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง กล่าวคือ สภาพคล่องกับความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงลบ

อีกแนวคิดหนึ่งเป็นข้อโต้แย้งกับแนวคิดแรก โดยระบุว่า การมีสภาพคล่องสูงส่งผลให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรสูงตามไปด้วย หรือกล่าวว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องกับความสามารถในการทำกำไรเป็นบวก หากกิจการมีสินค้าคงเหลือจำนวนมาก เพื่อป้องกันการขาดทุนจากการสูญเสียยอดขายจากการที่สินค้าขาดมือและเป็นการป้องกันความสูญเสียจากการหยุดชะงักของกระบวนการผลิต (Production Interruptions) หากกิจการมีสินค้าเพื่อขายอย่าง

เพียงพอส่งผลให้กิจการสามารถสร้างยอดขายและทำกำไรได้ต่อเนื่อง (Gill, Biger, & Mathur, 2010) งานวิจัยที่พบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องกับความสามารถในการทำกำไรเป็นบวก มีหลายตลาดหลักทรัพย์ เช่น Larthey, Antwi, and Boadi (2013) พบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่อง ซึ่งวัดจากอัตราส่วนเงินลงทุนชั่วคราว (Temporary Investment Ratio) กับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นบวกของธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กานา Azam and Haider (2011) พบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่อง (วัดจากวงจรเงินสด ระยะเวลาในการเก็บหนี้ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน) กับความสามารถในการทำกำไร (วัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น) เป็นบวก เช่นกัน ซึ่งศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปากีสถาน ในกลุ่มดัชนี KSE-30

อย่างไรก็ตาม ความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องกับความสามารถในการทำกำไร อาจมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่นัยสำคัญทางสถิติขึ้นอยู่กับอุตสาหกรรมและหมวดธุรกิจที่ศึกษาและขึ้นอยู่กับคุณลักษณะเฉพาะของกิจการ (Tan & Tuluca, 2023) อีกทั้ง ยังมีงานวิจัยอีกส่วนหนึ่งที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องกับความสามารถในการทำกำไร (e.g., Alarussi & Alhaderi, 2018; Singwarach, 2019; Yindeephoj, 2021; Moolkham, 2025) Alarussi and Alhaderi (2018) ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อสภาพคล่องของบริษัทจดทะเบียนในประเทศมาเลเซียพบว่า อัตราส่วนสภาพคล่องที่วัดโดยอัตราส่วนทุนหมุนเวียนไม่ส่งต่อความสามารถในการทำกำไร Singwarach (2019) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องกับความสามารถในการทำกำไรพบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนกำไรขั้นต้นและอัตราส่วนกำไรสุทธิ ซึ่งเป็นการศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 เช่นเดียวกับ Yindeephoj (2021) พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนไม่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม Moolkham (2025) พบว่า สภาพคล่องไม่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มหุ้นยั่งยืน ผลดังกล่าวไม่สนับสนุนแนวคิดทั้งสองแนวคิดข้างต้น

จากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่ระบุว่า ความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนจะลดลงได้จากการที่กิจการมีสภาพคล่อง เนื่องจากสภาพคล่องจะเป็นเกราะป้องกันทางการเงินและลดโอกาสในการล้มละลาย (Alshubiri, 2022) และในการศึกษาครั้งนี้ เป็นการศึกษาบริษัทที่อยู่ในกลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน ซึ่งบริหารงานโดยมุ่งเน้นความรับผิดชอบต่อสังคมและผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งตามทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ระบุว่า หากกิจการมีการบริหารสภาพคล่องที่เหมาะสม บริษัทดังกล่าวจะมีโอกาสในการทำกำไรได้ดี อย่างไรก็ตาม เนื่องจากผลการศึกษาในอดีตให้ผลการศึกษาที่ขัดแย้งกัน ผู้วิจัยจึงไม่สามารถตั้งสมมติฐานแบบคาดการณ์ทิศทางได้ สมมติฐานในการวิจัยจึงเป็นสมมติฐานแบบไม่ระบุทิศทาง (Non-Directional Hypothesis) โดยกำหนดสมมติฐานที่ 1 เป็นดังนี้

H1: สภาพคล่องมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร

3.5.2 ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไร

ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ เป็นตัววัดว่า บริษัทสามารถใช้ทรัพยากรที่มีอยู่ในการสร้างกำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพระดับใด ซึ่งการใช้สินทรัพย์ขึ้นกับนโยบายของผู้บริหารและการบริหารสินทรัพย์เป็นพื้นฐานในการวิเคราะห์ฐานะการเงิน โดยมีวัตถุประสงค์หลักคือ การสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นสูงสุด (Maximization of shareholders' wealth)

หากบริษัทสามารถบริหารสินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล จะสามารถนำสินทรัพย์ที่มีอยู่มาสร้างยอดขายซึ่งท้ายสุด ผลที่ได้กลับมาคือ ผลกำไรขององค์กร (Vijayakumar, 2012; Osamor, Abata, & Adebajo, 2021) Ray and Chakraborty (2014) กล่าวว่า ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ (Asset Utilization) หมายถึง การใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพซึ่งจะก่อให้เกิดยอดขายและได้กำไรในระดับที่เหมาะสม โดยประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ สามารถพิจารณาได้หลายมุมมอง เช่น อายุการให้ประโยชน์เชิงเศรษฐกิจของสินทรัพย์ สัดส่วนการดำรงสินทรัพย์ สภาพคล่อง การเลือกใช้ราคาทุนเดิมหรือราคาตีราคาใหม่สำหรับที่ดิน อาคารและอุปกรณ์

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไร ให้ผลในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์เป็นบวก (e.g., Alarussi & Alhaderi, 2018; Rahayu, 2019; Akinleye & Dadebo, 2019; Dwaikat et al., 2023) โดย Alarussi & Alhaderi (2018) ศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย (Bursa Malaysia) พบว่า อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรเป็นบวก และ Rahayu (2019) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในประเทศอินโดนีเซีย ผลการศึกษาพบว่า อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ Akinleye and Dadebo (2019) ศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมการผลิตในตลาดหลักทรัพย์ไนจีเรีย พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นบวก ซึ่งผลที่ได้นี้สอดคล้องกับ Dwaikat et al. (2023) ซึ่งพบความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไรเป็นบวกสำหรับบริษัทจดทะเบียนในประเทศปาลาเลสัน

แม้ว่าผลการศึกษาในต่างประเทศจะพบผลการศึกษาในทิศทางเดียวกัน แต่ผลการศึกษาในประเทศไทย พบผลการศึกษาที่แตกต่างกัน โดยงานวิจัยส่วนใหญ่ในไทย พบความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรเป็นบวก (e.g., Chaidamrong & Wattanawarangkoon, 2023; Thaneerananon, 2024; Galajak, Suttitam, & Saesuk, 2024) Chaidamrong and Wattanawarangkoon (2023) ศึกษาบริษัทที่กำลังเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับผลการดำเนินงานที่คาดการณ์ (Predicted Performance) ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นและกำไรต่อหุ้น Thaneerananon (2024) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) พบว่า อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น Inlom and Seangkhiew (2023) พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตรากำไรสุทธิและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ซึ่งเป็นการศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และอุตสาหกรรมทรัพยากร

อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยที่พบความสัมพันธ์เป็นลบระหว่างอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมกับอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ ซึ่งศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 (Wongwean & Mokhavesa, 2021) และยังมีงานวิจัยที่พบว่า อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมไม่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (Galajak et al., 2024)

จากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งระบุว่า ความขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ของตัวการและตัวแทนก่อให้เกิดต้นทุนตัวแทน (Agency costs) ซึ่งเป็นต้นทุนที่เกิดจากการตรวจสอบการบริหารงานของตัวแทน อัตราส่วนประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ถือเป็นตัววัดของต้นทุนตัวแทน (Ang, Cole, & Lin, 2000; Zulvia & Serly, 2020) หากบริษัทมีการใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ จะทำให้สินทรัพย์สามารถสร้างยอดขายได้สูงขึ้น ซึ่งส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการเพิ่มขึ้นด้วยและจากทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ที่ระบุว่า ผู้บริหารมีความรับผิดชอบในการบริหารงาน เพื่อสร้างความพึงพอใจให้กับผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย โดยมีกลยุทธ์ในการดำเนินงานเพื่อความยั่งยืน ดังนั้นผู้บริหารจึงต้องบริหารสินทรัพย์ให้สามารถสร้างความมั่งคั่งและสร้างคุณค่าให้กับผู้มีส่วนได้เสีย (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004) และจากผลการศึกษาในอดีตส่วนใหญ่ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศที่ให้ผลสอดคล้องกัน ผู้วิจัยจึงคาดการณ์ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรเป็นบวก จึงตั้งสมมติฐานแบบระบุทิศทาง (Directional Hypothesis) โดยกำหนดเป็นสมมติฐานที่ 2 ดังนี้

H2: ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรเชิงบวก

3.5.3 ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ

ผลการดำเนินงานของกิจการเป็นตัวที่สะท้อนถึงความสามารถในการจัดสรรและบริหารทรัพยากรของกิจการและยังสะท้อนถึงนโยบายในการบริหารและดำเนินงานธุรกิจ (Sudiyatno et al., 2021) ผลการดำเนินงานจึงเป็นข้อมูลสำคัญในการประเมินประสิทธิภาพในการตัดสินใจลงทุนของกิจการ (Widagdo et al., 2020) หากกิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี ถือเป็นตัวชี้วัดที่นักลงทุนจะตอบสนองต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยการเข้าไปซื้อหลักทรัพย์มากขึ้น ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทดังกล่าวเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งราคาหลักทรัพย์หรือมูลค่ากิจการเป็นตัววัดที่สะท้อนถึงความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น (Shareholder's wealth) กล่าวโดยสรุปมูลค่าของกิจการเป็นการแสดงถึงมุมมองของนักลงทุนที่มีต่อผลการดำเนินงานของบริษัท (Miles & Covin, 2000)

ผลการศึกษาจากงานวิจัยในต่างประเทศส่วนใหญ่ให้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกัน กล่าวคือ ความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานหรือความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการเป็นบวก (e.g., Chen & Chen, 2011; Kontesa, 2015; Sudiyatno et al., 2021; Jihadi et al., 2021) ผลการศึกษาในต่างประเทศมีทั้งการศึกษา โดยระบุอุตสาหกรรมและการศึกษาทั้งตลาดหลักทรัพย์ โดย Chen and Chen (2011) พบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการเป็นบวกสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศจีน กลุ่มบริษัทในหมวดพลังงานสีเขียว (Green Energy Companies) ระหว่างปี 2008-2017 Kontesa (2015) พบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไร (วัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์) และมูลค่ากิจการ (วัดจาก Tobin's Q) เป็นบวก เป็นการศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมภาคการผลิตในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย ซึ่งสอดคล้องกับ Jihadi et al. (2021) และ Sudiyatno et al. (2021) พบว่า ผลการดำเนินงาน (วัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น) ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ (วัดจากอัตราส่วนราคาหลักทรัพย์ต่อมูลค่าตามบัญชีและ Tobin's Q) ในเชิงบวกสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (IDX) เช่นกัน Keter, Cheboi, and Kosegi (2024) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงาน การเปิดเผยข้อมูลทางปัญญาและมูลค่ากิจการ (วัดโดย Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศเคนยา ผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยอื่นที่กล่าวข้างต้น อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัย

ที่พบว่า ความสามารถในการทำกำไรไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ เช่น Komara, Ghozali, and Januarti (2020) พบว่า ความสามารถในการทำกำไรไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งเป็นการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย อีกทั้งยังมีงานวิจัยที่พบความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการเป็นลบ เช่น Purwohandoko (2017) ซึ่งเป็นการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซียเช่นกัน แต่ต่างอุตสาหกรรมกัน

ผลการศึกษาในประเทศไทยส่วนใหญ่พบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการเป็นบวก (e.g., Inlom & Seangkhiew, 2023; Choomnirat & Ritthidach, 2023; Salaphai et al., 2024; Phunnarungsri, 2024). Inlom and Seangkhiew (2023) พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างอัตรากำไรขั้นต้นกับมูลค่ากิจการ ซึ่งวัดจากราคาหลักทรัพย์เป็นบวกสำหรับบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และอุตสาหกรรมทรัพยากร Choomnirat & Ritthidach (2023) พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q สำหรับบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มหุ้นยั่งยืนในประเทศไทย Salaphai et al. (2024) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยความสามารถในการทำกำไรวัดจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และมูลค่ากิจการวัดจาก Tobin's Q ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรเชิงบวก Phunnarungsri (2024) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ก็พบความสัมพันธ์เป็นบวกเช่นกัน

จากทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) และทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่ระบุว่า การส่งสัญญาณเกี่ยวข้องกับการเลือกนโยบายในการดำเนินงานของบริษัท โดยผู้บริหารมีข้อมูลมากกว่าบุคคลภายนอกองค์กร หรือเกิดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) ระหว่างผู้บริหารกับผู้มีส่วนได้เสียอื่น ๆ สัญญาณที่ผู้บริหารสามารถส่งข้อมูลไปยังผู้มีส่วนได้เสียมี 4 ประเภทคือ การตัดสินใจดำรงสภาพคล่อง การตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์ การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนและการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล (Ross, 1977) ดังนั้นความสามารถในการบริหารสินทรัพย์และการดำรงสภาพคล่องที่เหมาะสมจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัท โดยการเพิ่มขึ้นของความสามารถในการทำกำไรจะเป็นสัญญาณที่เป็นบวกต่อการประสบความสำเร็จในระยะยาวขององค์กร (Fali, 2023) และผลการดำเนินงานของบริษัทที่ดี ย่อมส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้น และจากผลการศึกษาในอดีตส่วนใหญ่ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศพบผลการศึกษาที่สอดคล้องกัน ผู้วิจัยจึงคาดการณ์ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการเป็นบวก จึงตั้งสมมติฐานแบบระบุทิศทาง (Directional Hypothesis) โดยกำหนดเป็นสมมติฐานที่ 3 ดังนี้

H3: ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการเชิงบวก

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น จึงสามารถสังเคราะห์ได้สรุป โดยเลือกใช้อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้วัดสภาพคล่องประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 สรุปงานวิจัยในอดีตที่สนับสนุนการเลือกใช้อัตราส่วนทางการเงิน

ตัวแปร	ตัวอย่างงานวิจัย
ความสามารถในการทำกำไรวัดโดยอัตราส่วนกำไรสุทธิ (NPM) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	Azam and Haider (2011), Lartey et al. (2013), Singwarach (2019), Boonphongha (2019), Yindeephoj (2021), Wongwean and Mokhavesa (2021)
มูลค่ากิจการวัดโดย TBQ (Tobin’s Q)	Konetsa (2015), Jihadi et al. (2021), Sudiyatno et al. (2021), Keter et al. (2024), Salaphai et al. (2024), Phunnarungsri (2024)
สภาพคล่องวัดโดยอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) และอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (QR)	Gill et al. (2010), Azam and Haider (2011), Alarussi and Alhaderi (2018), Alarussi and Gao (2021), Tan and Tuluca (2023)
ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ วัดโดยอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) และอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FAT)	Alarussi & Alhaderi (2018), Rahayu (2019), Akinleye and Dadebo (2019), Wongwean and Mokhavesa (2021), Dwaikat et al. (2023), Inlom and Seangkhiew (2023), Chaidamrong and Wattanawarangkoon (2023), Thaneerananon (2024), Galajak et al. (2024)

4.ระเบียบวิธีการศึกษา (Research Methodology)

4.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง (Population and Samples)

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน (SETTHSI Index) ณ วันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ.2564 มีจำนวนทั้งสิ้น 157 บริษัท โดยสุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง (Purposive Sampling) บริษัทที่จะเป็นตัวอย่างในการศึกษานี้ ต้องมีคุณลักษณะ ดังนี้ 1) ต้องมีข้อมูลครบถ้วนตลอดระยะเวลาที่ศึกษา (พ.ศ. 2562–2564) เหตุผลที่ศึกษาจากงบการเงินในปี พ.ศ. 2562–2564 เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้จัดทำดัชนีหุ้นยั่งยืนครั้งแรกในปี พ.ศ. 2561 จึงใช้ปี พ.ศ. 2562 เป็นปีเริ่มต้น เนื่องจากเป็นระยะเวลา 1 ปีหลังจากที่มีการจัดทำดัชนีหุ้นยั่งยืน เพื่อให้ได้จำนวนบริษัทที่จัดอยู่ในดัชนีกลุ่มนี้ให้มากขึ้นและเพียงพอที่จะใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง นอกจากนี้ เลือกศึกษาใช้ระยะเวลา 3 ปี จนถึงปี พ.ศ. 2564 ซึ่งเป็นปีที่การแพร่ระบาดของโควิด-19 ได้ผ่านคลายลง และเป็นปีที่ภาวะเศรษฐกิจโลกมีความผันผวนและเผชิญกับปัญหาห่วงโซ่อุปทานหยุดชะงัก (Global Supply Disruption) และปัญหาภาวะอากาศเปลี่ยนแปลง (Climate Change) อย่างมาก ซึ่งส่งผลให้บริษัทต่าง ๆ ตระหนักถึงปัญหาในการบริหารจัดการที่คำนึงถึงสิ่งแวดล้อม สังคมและการกำกับดูแลกิจการมากขึ้น (The Stock Exchange of Thailand, 2018) 2) เป็นบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน และ 3) เป็นบริษัทที่ปิดงบการเงิน ณ วันที่ 31 ธันวาคมของทุกปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2562–2564 รายละเอียดของจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา แสดงได้ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

คุณลักษณะของตัวอย่าง	จำนวน
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและผ่านเกณฑ์การคัดเลือกให้อยู่ในกลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน (SETTHSI Index) ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2564	157 บริษัท
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน (ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562–2564)	43 บริษัท
หัก บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน	8 บริษัท
หัก บริษัทที่ไม่ได้ปีงบ ณ 31 ธันวาคม	20 บริษัท
รวมจำนวนบริษัทที่เข้าเงื่อนไขการเป็นตัวอย่าง	86 บริษัท
ระยะเวลาที่ศึกษาระหว่างปี พ.ศ. 2562–2564	3 ปี
จำนวนตัวอย่าง	258 ตัวอย่าง
ตัด ตัวอย่างที่มีค่าสูงสุด ต่ำสุดของตัวแปร*	16 ตัวอย่าง
ตัด ตัวอย่างที่มีค่าคลาดเคลื่อน (Error Term) มากกว่า ± 3 เท่า ของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)*	9 ตัวอย่าง
จำนวนตัวอย่างที่นำมาศึกษาทั้งสิ้น	233 ตัวอย่าง

หมายเหตุ : * การตัดค่าผิดปกติ (Outlier) โดยตัดค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดของตัวแปรและตัดตัวอย่างที่มีค่าคลาดเคลื่อนมากกว่า ± 3 เท่า ของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2018; Sullivan, Warkentin, & Wallace, 2021)

จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา มีทั้งหมด 86 บริษัท ระยะเวลาที่ศึกษา 3 ปี และตัดจำนวนตัวอย่างที่มีค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดของตัวแปรทุกตัวออกไป 16 ตัวอย่างและตัดตัวอย่างที่มีค่าคลาดเคลื่อน (Error Term) มากกว่า ± 3 เท่า ของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ดังนั้นจึงเหลือตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 233 ตัวอย่าง

4.2 ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา (Research Models)

ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ประกอบด้วยตัวแบบที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่อง (LIQ) ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ (EFF) กับความสามารถในการทำกำไร (PROF) ซึ่งวัดโดยอัตรากำไรสุทธิ (NPM) เป็นตัวแปรตามในแบบที่ 1 (A) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวแปรตามในแบบที่ 1 (B) นอกจากนี้ ยังมีการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไร (PROF) ซึ่งวัดด้วยอัตรากำไรสุทธิ (NPM) หรืออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับมูลค่ากิจการ (TBQ) โดยแสดงเป็นแบบที่ 2 ได้ดังนี้

ตัวแบบที่ 1

$$\begin{aligned} \text{NPM}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{LIQ}_{it} + \beta_2 \text{EFF}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{INDUS1}_{it} + \beta_6 \text{INDUS2}_{it} + \beta_7 \text{INDUS3}_{it} \\ & + \beta_8 \text{INDUS4}_{it} + \beta_9 \text{INDUS5}_{it} + \beta_{10} \text{INDUS6}_{it} + \beta_{11} \text{YEAR62} + \beta_{12} \text{YEAR63} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1A)$$

$$\begin{aligned} \text{ROE}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{LIQ}_{it} + \beta_2 \text{EFF}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{INDUS1}_{it} + \beta_6 \text{INDUS2}_{it} + \beta_7 \text{INDUS3}_{it} \\ & + \beta_8 \text{INDUS4}_{it} + \beta_9 \text{INDUS5}_{it} + \beta_{10} \text{INDUS6}_{it} + \beta_{11} \text{YEAR62} + \beta_{12} \text{YEAR63} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1B)$$

ตัวแบบที่ 2

$$\begin{aligned} \text{TBQ}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{PROF}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{GDP}_t + \beta_4 \text{INDUS1}_{it} + \beta_5 \text{INDUS2}_{it} + \beta_6 \text{INDUS3}_{it} \\ & + \beta_7 \text{INDUS4}_{it} + \beta_8 \text{INDUS5}_{it} + \beta_9 \text{INDUS6}_{it} + \beta_{10} \text{YEAR62} + \beta_{11} \text{YEAR63} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

โดย

- NPM_{it} = อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin: NPM) ของบริษัทที่ i ในปี t คำนวณจาก กำไรสุทธิ / ยอดขาย $\times 100$;
- ROE_{it} = อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ของบริษัทที่ i ในปี t คำนวณจาก กำไรสุทธิ / ส่วนของผู้ถือหุ้นถัวเฉลี่ย $\times 100$;
- TBQ_{it} = มูลค่ากิจการ ของบริษัท i ในปี t คำนวณจาก Tobin's Q;
- LIQ_{it} = อัตราส่วนสภาพคล่องของบริษัท i ในปี t วัดโดยอัตราส่วนหมุนเวียน (Current Ratio: CR) คำนวณจาก สินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน หรืออัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (Quick Ratio: QR) คำนวณจาก สินทรัพย์หมุนเวียนสภาพคล่องสูง / หนี้สินหมุนเวียน;
- EFF_{it} = อัตราส่วนประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ของบริษัท i ในปี t วัดโดยอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover Ratio: TAT) คำนวณจาก ยอดขาย / สินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย หรือ อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Turnover Ratio: FAT) คำนวณจาก ยอดขาย / สินทรัพย์ถาวรถัวเฉลี่ย;
- PROF_{it} = ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ i ในปี t วัดโดยอัตราส่วนกำไรสุทธิ (Net Profit Margin: NPM) หรืออัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE);
- SIZE_{it} = ขนาดของกิจการ (Size) คำนวณจาก ลอการิทึมฐานธรรมชาติของสินทรัพย์รวม;
- LEV_{it} = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น คำนวณจาก หนี้สินรวม / ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม;
- GDP_t = ร้อยละของการเปลี่ยนแปลงผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ ในปี t คำนวณจาก $\text{GDP}_t - \text{GDP}_{t-1} / \text{GDP}_{t-1} \times 100$;
- INDUS1_{it} คือ บริษัทที่ i ในปี t หากเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี = 1, บริษัทที่ i ในปี t หากเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น = 0;
- INDUS2_{it} คือ บริษัทที่ i ในปี t หากเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม = 1, บริษัทที่ i ในปี t หากเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น = 0;

INDUS3_{it} คือ บริษัทที่ i ในปีที่ t หากเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง =1,
บริษัทที่ i ในปีที่ t หากเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น = 0;
INDUS4_{it} คือ บริษัทที่ i ในปีที่ t หากเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร =1,
บริษัทที่ i ในปีที่ t หากเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น = 0;
INDUS5_{it} คือ บริษัทที่ i ในปีที่ t หากเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร =1,
บริษัทที่ i ในปีที่ t หากเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น = 0;
INDUS6_{it} คือ บริษัทที่ i ในปีที่ t หากเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค =1,
บริษัทที่ i ในปีที่ t หากเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น = 0;
YEAR62 คือ ปีที่ใช้ในการศึกษา หากข้อมูลเป็นปี พ.ศ. 2562 =1, หากเป็นข้อมูลปีอื่น = 0;
YEAR63 คือ ปีที่ใช้ในการศึกษา หากข้อมูลเป็นปี พ.ศ. 2563 =1, หากเป็นข้อมูลปีอื่น = 0;
 ϵ คือ ค่าความคลาดเคลื่อน
 i คือ บริษัทที่ และ t คือ ปีที่ t

ทั้งนี้ การคัดเลือกตัวแปรด้านสภาพคล่อง (LIQ) จะใช้อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio: CR) หรืออัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (Quick Ratio: QR) และการคัดเลือกตัวแปรด้านประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ (EFF) จะใช้อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Assets Turnover Ratio: TAT) หรืออัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Turnover Ratio: FAT) มาเป็นตัวแปรอิสระในตัวแบบที่ 1 (A) และตัวแบบที่ 1 (B) จะคัดเลือกจากตัวแปรที่มีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) สูงสุดกับความสามารถในการทำกำไรและการคัดเลือกตัวแปรด้านความสามารถในการทำกำไร (PROF) จะใช้อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin: NPM) หรืออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) มาเป็น ตัวแปรอิสระในตัวแบบที่ 2 จะคัดเลือกจากตัวแปรที่มีค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) สูงสุดกับมูลค่ากิจการ (TBQ) เพื่อนำมาใช้ในการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณข้างต้น เช่นกัน

4.3 การเลือกใช้ตัวแปรควบคุมในตัวแบบที่ 1 (A) ตัวแบบที่ 1 (B) และตัวแบบที่ 2

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตพบว่า ขนาดกิจการกับความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน (Jarungklin, 2012; Boonphongha, 2019) และความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Leverage: LEV) ซึ่งวัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt to Total Asset Ratio) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Total Equity Ratio) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไร (Wongtanasarasasin & Chancharat, 2021) อีกทั้งกลุ่มอุตสาหกรรม (INDUS) มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร โดยเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนกำไรสุทธิ (NPM) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (Namphon, 2019) แสดงว่า อุตสาหกรรมส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและเนื่องจากการศึกษานี้ใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562–2564 ซึ่งในแต่ละปีมีสภาพเศรษฐกิจ สภาพสังคมและการเมืองที่มีความแตกต่างกัน ซึ่งอาจส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ (Jitkham & Yarana, 2022) ดังนั้น จึงใช้ปี (YEAR) เป็นตัวแปรควบคุมและจากงานวิจัยในอดีตพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างร้อยละของการเปลี่ยนแปลง

ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) กับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) (Charoonroch Na Ayudhya, 2013) จึงใช้ร้อยละของการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) เป็นตัวแปรควบคุมในตัวแบบที่ 2 ที่มีมูลค่ากิจการเป็นตัวแปรตาม

5. ผลการศึกษา (Empirical Results)

ผลการศึกษา แบ่งออกเป็น 3 ส่วนคือ ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ

5.1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตารางที่ 3 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตารางที่ 3 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	หน่วย	ค่าต่ำสุด (Minimum)	ค่าสูงสุด (Maximum)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)
TBQ	เท่า	0.71	6.09	1.67	1.03
NPM	ร้อยละ	-34.87	68.56	11.94	13.83
ROE	ร้อยละ	-19.50	45.75	12.98	10.52
CR	เท่า	0.35	5.67	1.66	1.00
QR	เท่า	0.04	4.91	0.88	0.81
TAT	เท่า	0.07	4.07	0.74	0.65
FAT	เท่า	0.14	94.90	6.50	15.59
TA (สินทรัพย์รวม)	ล้านบาท	2,585	2,544,182	137,987.73	285,557.17
SIZE	ไม่มีหน่วย	14.77	21.66	17.62	1.90
LEV	เท่า	1.13	7.32	2.25	1.14
GDP	ร้อยละ	-6.20	2.20	-0.81	3.81

หมายเหตุ: นิยามของตัวแปรทั้งหมดเป็นไปตามที่ระบุไว้ท้ายตัวแบบที่ 1 (A) ตัวแบบที่ 1 (B) และตัวแบบที่ 2

จากตารางที่ 3 พบว่า มูลค่ากิจการ (TBQ) วัดโดย Tobin's Q มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.67 เท่า ค่าเฉลี่ยของ Tobin's Q มากกว่า 1 แสดงว่า บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืนมีมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญบวกกับมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินมากกว่ามูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ อัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 11.94 แสดงว่า บริษัทในกลุ่มนี้

มีผลการดำเนินงานเป็นกำไรและอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 12.98 หมายถึง บริษัทสามารถสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น โดยเฉลี่ยสามารถสร้างกำไรสุทธิได้ร้อยละ 12.98 ของส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.66 เท่า แสดงว่า บริษัทในกลุ่มนี้ โดยเฉลี่ยมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าหนี้สินหมุนเวียน อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (QR) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.88 เท่า แสดงว่า บริษัทในกลุ่มนี้โดยเฉลี่ยมีสินทรัพย์หมุนเวียนที่มีสภาพคล่องสูง (ไม่รวมสินค้าคงเหลือและค่าใช้จ่ายจ่ายล่วงหน้า) น้อยกว่าหนี้สินหมุนเวียนเพียงเล็กน้อย

อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.74 เท่า แสดงว่า บริษัทในกลุ่มนี้สามารถสร้างยอดขายได้น้อยกว่ามูลค่าสินทรัพย์รวม อย่างไรก็ตาม อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FAT) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.50 เท่า แสดงว่า บริษัทในกลุ่มนี้สามารถนำสินทรัพย์ถาวรมาสร้างยอดขายหรือรายได้ได้ถึง 6.50 เท่าของการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset)

ขนาดของกิจการ (SIZE) วัดโดยสินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 137,987.73 ล้านบาท ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) วัดโดยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.25 เท่า แสดงว่า บริษัทในกลุ่มดัชนีหุ้นยังขึ้นมีการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ในสัดส่วนที่สูงกว่าการจัดหาเงินทุนจากภายในโดยใช้ส่วนของผู้ถือหุ้น และร้อยละของการเปลี่ยนแปลงของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศต่อปี (GDP) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ -0.81 ปีที่มีอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศสูงสุดคือ ปี พ.ศ. 2562 และปีที่มีอัตราการเติบโตของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศต่ำสุดคือ ปี พ.ศ. 2563

ตารางที่ 4 จำนวนตัวอย่างจำแนกตามอุตสาหกรรม (INDUS)

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนตัวอย่าง	ร้อยละ
กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (INDUS1)	21	9.01
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS2)	21	9.01
กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (INDUS3)	43	18.45
กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (INDUS4)	35	15.02
กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (INDUS5)	59	25.32
กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (INDUS6)	3	1.29
กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ*	51	21.89
รวม	233	100.00

* กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีค่าตัวแปร INDUS1-INDUS6 = 0 การศึกษาใช้กลุ่มอุตสาหกรรมบริการเป็นกลุ่มอ้างอิง (Baseline) เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีลักษณะการดำเนินงานที่ต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น เช่น มูลค่าสินค้าคงเหลือของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้จะน้อยมาก ซึ่งส่งผลต่ออัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้สูงกว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

จากตารางที่ 4 แสดงจำนวนตัวอย่างจำแนกตามอุตสาหกรรม (INDUS) ได้ดังนี้ กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนตัวอย่างมากที่สุดคือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร มีจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 59 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 25.32 รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ จำนวน 51 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 21.89 ลำดับที่ 3 คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง จำนวน 43 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 18.45 และกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนตัวอย่างน้อยที่สุดคือ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค ซึ่งมีจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 3 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 1.29

จำนวนตัวอย่างจำแนกตามปีที่ใช้ในการศึกษา (YEAR) เป็นดังนี้ ปี พ.ศ. 2562 มีจำนวนตัวอย่างทั้งหมด 79 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 33.90 ปี พ.ศ. 2563 และปี พ.ศ. 2564 มีจำนวนตัวอย่างเท่ากันคือ ปีละ 77 ตัวอย่าง คิดเป็นร้อยละ 33.05

5.2 ผลวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ก่อนที่จะทำการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบว่า ตัวแปรมีการแจกแจงแบบปกติหรือไม่ โดยใช้ Kolmogorov Smirnov Test (KS Test) ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรทุกตัวมีการแจกแจงไม่ปกติ (Non-Normality Distribution) ยกเว้นขนาดของบริษัทที่มีการแจกแจงปกติ ดังนั้นผู้ศึกษาจึงเลือกใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์สหสัมพันธ์ของสเปียร์แมน (Spearman's Correlation Coefficient) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ซึ่งผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์สหสัมพันธ์ แสดงได้ตามตารางที่ 5 ดังนี้

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์สหสัมพันธ์ของสเปียร์แมน (Spearman's Correlation Coefficient)

Variables	TBQ	NPM	ROE	CR	QR	TAT	FAT	SIZE	LEV	GDP	INDUS1	INDUS2	INDUS3	INDUS4	INDUS5	INDUS6	YEAR62	YEAR63
TBQ	1.000	0.249***	0.480***	-0.124*	0.118*	0.186***	0.067	-0.324***	0.107	0.031	-0.089	0.105	0.222***	-0.117*	0.049	-0.052	0.016	-0.039
NPM		1.000	0.471***	0.193***	0.118*	-0.428***	-0.061	-0.074	0.280***	0.040	0.111*	-0.087	0.120*	-0.002	-0.103	-0.096	-0.003	-0.073
ROE			1.000	0.014	-0.080	0.394***	0.361***	-0.290***	0.030	0.083	-0.005	-0.054	0.112*	-0.129**	0.008	-0.027	0.027	-0.117*
CR				1.000	0.503***	0.076	0.020	-0.102	0.534***	-0.007	0.134**	-0.118*	-0.147**	-0.086	0.037	-0.144**	-0.007	0.005
QR					1.000	0.254***	-0.301***	-0.025	0.490***	0.017	0.106	0.039	-0.020	-0.093	-0.018	-0.155**	0.019	-0.011
TAT						1.000	0.547***	-0.341***	0.161**	0.095	-0.098	-0.050	-0.062	-0.091	0.105	0.028	0.102	-0.063
FAT							1.000	-0.228***	0.057	0.066	-0.038	-0.090	-0.196***	0.016	0.006	-0.087	0.068	-0.046
SIZE								1.000	-0.386***	-0.027	0.055	0.136**	0.122*	0.067	-0.083	-0.076	-0.051	-0.004
LEV									1.000	0.055	0.127*	-0.072	-0.068	-0.119*	0.006	-0.144**	0.057	-0.038
GDP										1.000	-0.040	0.033	0.035	-0.004	0.006	-0.001	0.870***	-0.864***
INDUS1											1.000	-0.099	-0.152**	-0.132**	-0.181***	-0.036	-0.035	0.034
INDUS2												1.000	-0.152**	-0.132**	-0.181***	-0.036	0.028	-0.030
INDUS3													1.000	-0.203***	-0.278***	-0.055	0.025	-0.036
INDUS4														1.000	-0.242***	-0.048	0.003	0.011
INDUS5															1.000	-0.066	0.007	-0.004
INDUS6																1.000	-0.001	0.001
YEAR62																	1.000	-0.508**
YEAR63																		1.000

หมายเหตุ : นิยามของตัวแปรทั้งหมดเป็นไปตามที่ระบุไว้ท้ายตารางที่ 1 (A) และตารางที่ 2
*** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (2-tailed), ** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 (2-tailed), * ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 (two-tailed test)

จากตารางที่ 5 สามารถสรุปค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระได้ดังนี้ มูลค่ากิจการ (TBQ) วัดโดย Tobin's Q มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตรากำไรสุทธิ (NPM) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 อีกทั้งมูลค่ากิจการ (TBQ) กับอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (QR) มีความสัมพันธ์กันเป็นบวก ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 แต่กลับพบว่า มูลค่ากิจการ (TBQ) มีความสัมพันธ์เป็นลบกับอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10

อัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 แต่อัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) และอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FAT) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 แต่อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) ไม่สัมพันธ์กันและอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่สัมพันธ์กับอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (QR) ด้วยเช่นกัน

อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) มีความสัมพันธ์กับอัตราสภาพคล่องหมุนเร็ว (QR) เป็นบวกที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 แต่อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FAT) กลับมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (QR) ในทิศทางตรงกันข้าม ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (QR) ในทิศทางเดียวกัน ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 อีกทั้งอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) และอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์กันเป็นบวก ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 เช่นกัน

นอกจากนี้ การศึกษาได้ตัดตัวแปรร้อยละของการเปลี่ยนแปลงผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ออกจากตัวแบบที่ 2 เนื่องจากผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) มีความสัมพันธ์กับตัวแปรปีที่ใช้ในการศึกษา (YEAR62, YEAR63) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (r) สูงกว่า 0.80 และนำไปสู่การเกิดปัญหาตัวแปรอิสระสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) (Hair et al., 2018) นอกจากนี้ ผลจากตารางที่ 5 แสดงให้เห็นว่า ร้อยละของการเปลี่ยนแปลงผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ จึงสามารถตัดตัวแปรร้อยละของการเปลี่ยนแปลงผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ออกจากตัวแบบที่ 2 ได้ และค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรคู่อื่นทั้งหมดในตารางที่ 5 ไม่มีค่าสหสัมพันธ์เกินกว่า 0.80 ดังนั้นจึงไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ในการศึกษา

5.2.1 การคัดเลือกตัวแปรอิสระเข้าสมการถดถอยเชิงพหุคูณ

การคัดเลือกตัวแปรอิสระเข้าสมการถดถอยเชิงพหุคูณ ผู้ศึกษาพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของสเปียร์แมน (r) ของตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์สูงสุดกับตัวแปรตามและมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสามารถแสดงผลของค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของสเปียร์แมนได้ตามตารางที่ 6 ดังนี้

ตารางที่ 6 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของสเปียร์แมน (Spearman's Correlation) ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ

ส่วนที่ 1 : ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนสภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไร

ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม			
	ตัวแบบที่ 1 (A) NPM		ตัวแบบที่ 2 ROE	
	Correlation (r)	p-value	Correlation (r)	p-value
1. ด้านสภาพคล่อง (LIQ)				
CR	0.193	0.003***	0.014	0.836
QR	0.118	0.072*	-0.080	0.224
2. ด้านประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ (EFF)				
TAT	-0.428	0.000***	0.394	0.000***
FAT	-0.061	0.355	0.361	0.000***

ส่วนที่ 2 : ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ

ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม	
	ตัวแบบที่ 2 TBQ	
	Correlation (r)	p-value
ด้านความสามารถในการทำกำไร (PROF)		
NPM	0.249	0.000***
ROE	0.480	0.000***

หมายเหตุ : นิยามของตัวแปรทั้งหมดเป็นไปตามที่ระบุไว้ท้ายตัวแบบที่ 1 (A) ตัวแบบที่ 1 (B) และตัวแบบที่ 2

*** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, ** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, * ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 (two-tailed test)

จากตารางที่ 6 ส่วนที่ 1 พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) เป็นตัวแทนอัตราส่วนด้านสภาพคล่องและอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) เป็นตัวแทนอัตราส่วนด้านประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ ซึ่งจะใช้ทั้ง 2 อัตราส่วนเป็นตัวแปรอิสระในตัวแบบที่ 1 (A) เนื่องจากมีค่า r สูงสุดและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) เป็นตัวแทนอัตราส่วนด้านประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ ซึ่งจะนำมาเป็นตัวแปรอิสระในตัวแบบที่ 1 (B) เนื่องจากมีค่า r สูงสุดและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แต่ไม่สามารถคัดเลือกอัตราส่วนด้านสภาพคล่อง

มาเป็นตัวแทนตัวแปรอิสระในตัวแบบที่ 1 (B) ได้เนื่องจากไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนด้านสภาพคล่องกับความสามารถในการทำกำไร

จากตารางที่ 6 ส่วนที่ 2 ในตัวแบบที่ 2 จะใช้อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวแปรอิสระด้านความสามารถในการทำกำไร เนื่องจากมีค่า r สูงสุดและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากผลการคัดเลือกตัวแปรอิสระในตารางที่ 6 ส่วนที่ 1 และส่วนที่ 2 ดังนั้นตัวแบบของสมการถดถอยเชิงพหุคูณที่ใช้เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนสภาพคล่องและอัตราส่วนประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไร (ตัวแบบที่ 1(A) และ 1 (B)) และอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ (ตัวแบบที่ 2) เป็นดังนี้

$$\begin{aligned} \text{NPM}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{CR}_{it} + \beta_2 \text{TAT}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{INDUS1}_{it} + \beta_6 \text{INDUS2}_{it} + \beta_7 \text{INDUS3}_{it} \\ & + \beta_8 \text{INDUS4}_{it} + \beta_9 \text{INDUS5}_{it} + \beta_{10} \text{INDUS6}_{it} + \beta_{11} \text{YEAR62} + \beta_{12} \text{YEAR63} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad 1(A)$$

$$\begin{aligned} \text{ROE}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{TAT}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{INDUS1}_{it} + \beta_5 \text{INDUS2}_{it} + \beta_6 \text{INDUS3}_{it} + \beta_7 \text{INDUS4}_{it} \\ & + \beta_8 \text{INDUS5}_{it} + \beta_9 \text{INDUS6}_{it} + \beta_{10} \text{YEAR62} + \beta_{11} \text{YEAR63} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad 1(B)$$

$$\begin{aligned} \text{TBO}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ROE}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{INDUS1}_{it} + \beta_4 \text{INDUS2}_{it} + \beta_5 \text{INDUS3}_{it} + \beta_6 \text{INDUS4}_{it} \\ & + \beta_7 \text{INDUS5}_{it} + \beta_8 \text{INDUS6}_{it} + \beta_9 \text{YEAR62} + \beta_{10} \text{YEAR63} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

นิยามของตัวแปรและการวัดค่าตัวแปรทั้งหมดอยู่ท้ายตัวแบบที่ 1(A) ตัวแบบที่ 1 (B) และตัวแบบที่ 2

5.3 ผลการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Results of Multiple Regression Analysis)

ก่อนที่จะวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ ผู้วิจัยได้ทดสอบข้อสมมติเบื้องต้นในการวิเคราะห์สมการถดถอย (Assumption of Regression Model) ของตัวแบบที่ 1 (A) 1 (B) และตัวแบบที่ 2 ได้ผลสรุปดังนี้

1) ค่าเฉลี่ยของค่าคลาดเคลื่อน (Mean of Error term) เท่ากับ 0 โดยใช้ One-sample t test ผลที่ได้พบว่า ข้อสมมตินี้ผ่านในทุกตัวแบบ 2) การทดสอบว่า ค่าคลาดเคลื่อนกระจายปกติหรือไม่ โดยใช้ Kolmogorov-Smirnov (KS test) โดยพบว่า ค่าคลาดเคลื่อนกระจายไม่ปกติในทุกตัวแบบ (ค่านัยสำคัญทางสถิติของ KS น้อยกว่า 0.10 ในทุกตัวแบบ) 3) การทดสอบว่า ค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระจากกันหรือไม่ ใช้ค่า Durbin Watson (DW) ได้ค่า Durbin Watson เท่ากับ 2.242, 1.980 และ 1.978 ในตัวแบบที่ 1(A) 1(B) และตัวแบบที่ 2 ตามลำดับ ซึ่งค่า Durbin Watson (DW) อยู่ระหว่าง 1.5–2.5 แสดงว่าค่าคลาดเคลื่อนเป็นอิสระจากกัน ข้อสมมตินี้จึงผ่านในทุกตัวแบบ 4) การทดสอบว่า ค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนคงที่หรือไม่ โดยใช้ Scatterplot ระหว่าง Zresidual กับ Zpredicted ผลที่ได้จากกราฟพบว่า ตัวแบบที่ 1(A) และตัวแบบที่ 2 มีค่าความเคลื่อนที่กระจุกตัวที่ค่า 0 ถึง -2 แต่ตัวแบบที่ 1(B) แผนภาพ Scatterplot ไม่ได้แสดงแผนภาพไว้ ณ ที่นี้ แสดงค่าความเคลื่อนที่กระจายตัวไม่มีรูปแบบ ซึ่งถือว่า เฉพาะตัวแบบที่ 1(B) ที่ผ่านข้อสมมติที่ว่า ค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนคงที่

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ กับอัตรากำไรสุทธิ (ตัวแบบที่ 1 (A)) และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ตัวแบบที่ 1 (B)) แสดงไว้ในตารางที่ 7 และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ (ตัวแบบที่ 2) แสดงไว้ตามตารางที่ 8

ตารางที่ 7 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไร (ตัวแบบที่ 1 (A) และตัวแบบที่ 1 (B))

ตัวแปร	ตัวแบบที่ 1 (A) – NPM เป็นตัวแปรตาม			ตัวแบบที่ 1 (B) – ROE เป็นตัวแปรตาม		
	B	t	Sig.	B	t	Sig.
Constant	39.605	3.165	0.002	39.525	4.243	0.000
CR	-0.107	-0.106	0.916	–	–	–
TAT	-7.426	-5.400	0.000***	5.525	5.386	0.000***
SIZE	-1.454	-2.233	0.027**	-1.528	-3.181	0.002***
LEV	1.245	1.317	0.189	-1.237	-2.056	0.041**
INDUS1	10.854	3.275	0.001***	0.648	0.262	0.793
INDUS2	3.538	1.031	0.304	0.819	0.327	0.744
INDUS3	4.050	1.492	0.137	3.680	1.854	0.065*
INDUS4	2.013	0.707	0.480	-1.568	-0.741	0.460
INDUS5	-1.182	-0.478	0.633	0.372	0.204	0.839
INDUS6	-6.422	-0.843	0.400	-3.687	-0.653	0.515
YEAR62	-0.437	-0.215	0.830	-1.512	-0.995	0.321
YEAR63	-3.213	-1.575	0.117	-3.210	-2.109	0.036**
F-Statistics = 4.807		Sig. F = 0.000***		F-Statistics = 6.135		Sig. F = 0.000***
R ² = 0.208		Adjust R ² = 0.165		R ² = 0.234		Adjust R ² = 0.196

หมายเหตุ: นิยามของตัวแปรทั้งหมดเป็นไปตามที่ระบุไว้ท้ายตัวแบบที่ 1 (A) ตัวแบบที่ 1 (B) และตัวแบบที่ 2

*** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, ** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, * ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10

(two-tailed test)

จากตารางที่ 7 ผลการทดสอบการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของตัวแบบที่ 1 (A) พบค่า F-Statistics เท่ากับ 4.807 ซึ่งมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (Sig. F = 0.000) และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R²) มีค่าเท่ากับ 0.165 หมายความว่า ตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร ซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) และตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตรากำไรสุทธิ (NPM) ได้ร้อยละ 16.50 และส่วนที่เหลือร้อยละ 83.50 เป็นผลมาจากปัจจัยอื่นที่ไม่ได้ใช้ในการศึกษา

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับอัตรากำไรสุทธิ (NPM) ในตัวแบบที่ 1 (A) จากตารางที่ 7 แสดงว่า อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตรากำไรสุทธิ (NPM) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (ทั้งการทดสอบแบบสองทางและทางเดียว) โดยมีค่า B เท่ากับ -7.426 (Sig. t = 0.000) ซึ่งอธิบายได้ว่า หากอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตรากำไรสุทธิลดลง 7.426 หน่วย ส่วนอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรากำไรสุทธิ (NPM) ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรควบคุมแต่ละตัวกับอัตรากำไรสุทธิ ในตัวแบบที่ 1 (A) ที่มีนัยสำคัญทางสถิติพบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตรากำไรสุทธิ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 (Sig. t = 0.027) บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (INDUS1) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตรากำไรสุทธิ (NPM) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (Sig. t = 0.001) หมายความว่า บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีสามารถสร้างอัตรากำไรสุทธิได้สูงกว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (อุตสาหกรรมบริการมีค่า INDUS1-INDUS6 = 0) ส่วนตัวแปรควบคุมอื่น ซึ่งประกอบด้วย ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น (INDUS2, INDUS3, INDUS4, INDUS5, INDUS6) และปีที่ใช้ในการศึกษา (YEAR62, YEAR63) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรากำไรสุทธิ (NPM)

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของตัวแบบที่ 1 (B) พบค่า F-Statistics เท่ากับ 6.135 ซึ่งมีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (Sig. F = 0.000) และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R²) มีค่าเท่ากับ 0.196 หมายความว่า ตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร ซึ่งประกอบด้วย อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) และตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ได้ร้อยละ 19.60 และส่วนที่เหลือร้อยละ 80.40 เป็นผลมาจากปัจจัยอื่นที่ไม่ได้ใช้ในการศึกษา

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในตัวแบบที่ 1 (B) จากตารางที่ 7 แสดงว่า อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในทิศทางเดียวกัน ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (Sig. t = 0.000) (ทั้งการทดสอบแบบสองทางและแบบทางเดียว) โดยมีค่า B เท่ากับ 5.525 ซึ่งหมายถึง หากอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้น 5.525 หน่วย ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรควบคุม ในตัวแบบที่ 1 (B) พบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นในทิศทางตรงกันข้าม ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (Sig. t = 0.002) และความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในทิศทางตรงกันข้าม ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 (Sig. t = 0.041) บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (INDUS3) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในทิศทางเดียวกัน ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 (Sig. t = 0.065) ซึ่งอธิบายได้ว่า บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นได้สูงกว่าบริษัทที่อยู่ใน

กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (อุตสาหกรรมบริการมีค่า $INDUS1-INDUS6 = 0$) ในขณะที่บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ($INDUS1, INDUS2, INDUS4, INDUS5, INDUS6$) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) นอกจากนี้ ปี พ.ศ. 2563 (YEAR63) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Sig. t = 0.036) หรือกล่าวได้ว่า ในปี พ.ศ. 2563 เป็นปีที่มีค่า ROE น้อยกว่าปี พ.ศ. 2564 (ปี พ.ศ. 2564 เป็นปีฐาน เนื่องจากปี พ.ศ. 2564 มีค่าตัวแปร YEAR62 และ YEAR63 = 0)

ตารางที่ 8 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ (ตัวแบบที่ 2)

ตัวแปร	สมการที่ 2 – TBQ		
	B	t	Sig.
Constant	3.967	5.192	0.000
ROE	0.033	5.483	0.000***
SIZE	-0.167	-3.970	0.000***
INDUS1	0.024	0.1012	0.920
INDUS2	0.829	3.451	0.001***
INDUS3	0.505	2.638	0.009***
INDUS4	0.129	0.640	0.523
INDUS5	0.204	1.165	0.245
INDUS6	-0.385	-0.715	0.476
YEAR62	-0.059	-0.407	0.684
YEAR63	-0.016	-0.111	0.911
	F-Statistics= 7.939	Sig. F = 0.000***	
	R ² = 0.263	Adjust R ² = 0.230	

หมายเหตุ: นิยามของตัวแปรทั้งหมดเป็นไปตามที่ระบุไว้ท้ายตัวแบบที่ 1 (A) ตัวแบบที่ 1 (B) และตัวแบบที่ 2

*** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, ** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05, * ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 (two-tailed test)

ผลการทดสอบการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณของตัวแบบที่ 2 แสดงในตารางที่ 8 โดยค่า F-Statistics เท่ากับ 7.939 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (Sig. F = 0.000) และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ (Adjusted R²) มีค่าเท่ากับ 0.230 หมายความว่า ตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร ซึ่งประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และ ตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่ากิจการ (TBQ) ได้ร้อยละ 23.00 และส่วนที่เหลือร้อยละ 77.00 เป็นผลมาจากปัจจัยอื่นที่ไม่ได้ใช้ในการศึกษา

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับมูลค่ากิจการ (TBQ) ในตัวแบบที่ 2 พบว่า อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ (TBQ) ในทิศทางเดียวกัน ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (ทั้งการทดสอบแบบสองทางและทางเดียว) โดยมีค่า Sig. t เท่ากับ 0.000 และมีค่า B เท่ากับ 0.033 ซึ่งหมายความว่า หากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้น 1 หน่วย จะส่งผลให้มูลค่ากิจการ (TBQ) เพิ่มขึ้น 0.033 หน่วย

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมกับมูลค่ากิจการ ในตัวแบบที่ 2 พบว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ (TBQ) ในทิศทางตรงกันข้าม ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (Sig. t = 0.000) บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS2) และอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (INDUS3) พบว่า มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการในทิศทางเดียวกัน ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (Sig. t = 0.001 และ 0.009 ตามลำดับ) ซึ่งอธิบายได้ว่า บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมและอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง สามารถสร้างมูลค่ากิจการได้มากกว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (อุตสาหกรรมบริการมีค่า INDUS1-INDUS6 = 0) ในขณะที่บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น (INDUS1, INDUS4, INDUS5, INDUS6) และปีที่ศึกษา (YEAR62, YERA63) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ (TBQ)

การทดสอบเพื่อยืนยันผลการศึกษา (Robustness test)

ผู้วิจัยเปลี่ยนการวัดความสามารถในการทำกำไรจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ในตัวแบบที่ 2 เป็นอัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin: NPM) ผลที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอย ไม่ได้แสดงไว้ในตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์เป็นดังนี้ ค่า F Statistics = 4.803 (Sig. F = 0.000) แสดงว่า ตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร ซึ่งประกอบด้วย อัตรากำไรสุทธิ และตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของมูลค่ากิจการได้ โดยมีค่า Adjusted R² เท่ากับ 0.141 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพบว่า อัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ (TBQ) เป็นบวก และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (ทั้งการทดสอบแบบทางเดียวและสองทาง) โดยมีค่า B = 0.008 (t statistics = 2.240) ขนาดกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์เป็นลบกับมูลค่ากิจการ (TBQ) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS2) และอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (INDUS3) มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ ส่วนตัวแปรอุตสาหกรรมอื่น (INDUS1, INDUS4, INDUS5, INDUS6) ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับตัวแบบที่ 2 ซึ่งใช้อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรอิสระ ผลที่ได้จึงสรุปได้ว่า ไม่ว่าจะวัดความสามารถในการทำกำไรด้วยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตรากำไรสุทธิ ให้ผลในทิศทางเดียวกันคือ ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการในเชิงบวก

6. สรุปผล อภิปรายผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ (Conclusion, Discussion, and Suggestion)

6.1 สรุปและอภิปรายผลการศึกษา (Conclusion and Discussion)

ในส่วนนี้สามารถสรุปและอภิปรายผล โดยแบ่งออกเป็น 4 ประเด็นย่อย ซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรและตัวแปรควบคุม

อัตราส่วนสภาพคล่อง การศึกษานี้พบว่า อัตราส่วนสภาพคล่องที่วัดด้วยอัตราส่วนหมุนเวียนไม่มีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดด้วยอัตรากำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน (SETTHSI Index) ซึ่งเป็นการปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 ผลวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต Alarussi and Alhaderi (2018), Singwarach (2019), และ Yindeephoj (2021) แต่ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ที่ระบุว่า หากบริษัทมีการบริหารสภาพคล่องที่เหมาะสม จะเป็นการลดต้นทุนของตัวแทน อีกทั้งบริษัทที่ศึกษาเป็นบริษัทที่อยู่ในดัชนีหุ้นยั่งยืน มุ่งเน้นความรับผิดชอบต่อสังคมและการบริหารสภาพคล่องที่เหมาะสม จะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเพิ่มขึ้น (Post et al., 2002) และผลที่ได้ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตหลายวิจัย เช่น Lartey et al. (2013) และ Alarussi and Gao (2021) อาจเกิดขึ้น เนื่องจากกลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน ประกอบด้วยบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมหลากหลายอุตสาหกรรมที่ให้ความสำคัญกับนโยบายการลงทุนในสินทรัพย์ที่สร้างรายได้หรือสินทรัพย์ถาวรหรือเทคโนโลยี (Capital Intensive Industries) ซึ่งบริษัทในกลุ่มนี้ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนใน 3 อุตสาหกรรมหลักที่มุ่งเน้นการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมากกว่าสินทรัพย์หมุนเวียนคือ กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร บริการ อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง คิดเป็นร้อยละ 65.67 ของบริษัทในกลุ่มนี้ทั้งหมด เนื่องจากสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนค่อนข้างน้อย เป็นเหตุผลที่ทำให้สภาพคล่องไม่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไร โดยงานวิจัยในอดีตในประเทศไทยที่ศึกษาเฉพาะกลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน (Moolkham, 2025) พบว่า สภาพคล่องไม่ส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการเช่นกัน

อัตราส่วนประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ จากการศึกษาพบว่า อัตราส่วนประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ที่วัดด้วยอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไรที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นการยอมรับสมมติฐานที่ 2 ที่ระบุว่า ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Alarussi and Alhaderi (2018), Rahayu (2019), Akinleye and Dadeipo (2019), Dwaikat et al. (2023), Chaidamrong & Wattanawarangkoon (2023), Choomnirat and Ritthidach (2023), Thaneerananon (2024) และ Galajak et al. (2024) และเป็นการสนับสนุนทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Theory) ที่ระบุอัตราส่วนประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ถือเป็นตัววัดของต้นทุนตัวแทน (Ang et al., 2007; Zulvia & Serly, 2020) หากบริษัทมีการใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ จะทำให้สินทรัพย์สามารถสร้างยอดขายได้สูงขึ้น ซึ่งส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการเพิ่มขึ้นด้วย และถือเป็นความรับผิดชอบต่อผู้บริหารในการบริหารงานให้เกิดความพึงพอใจของผู้มีส่วนได้เสีย

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตรากำไรสุทธิ เป็นการปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 เมื่อความสามารถในการทำกำไรวัดด้วยอัตรากำไรสุทธิ แต่ผลการศึกษาดังกล่าวยังสอดคล้องกับ Azam and Haider (2011) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงินในดัชนี KSE-30 ในประเทศปากีสถาน และสอดคล้องกับ Wongwean

and Mokhavesa (2021) ที่พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมกับอัตรากำไรสุทธิเป็นลบของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ซึ่งเกิดขึ้นอันเนื่องมาจากบริษัทในกลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงและเทคโนโลยีสูง (Capital Intensive Industries) ตามที่กล่าวข้างต้น ซึ่งจะทำให้อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวรและอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมต่ำกว่าอุตสาหกรรมอื่น อีกทั้งกลุ่มอุตสาหกรรมเหล่านี้มีอำนาจในการตั้งราคาขายได้สูง (High Pricing Power) ทำให้แม้ว่าอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมต่ำ แต่กลับสามารถทำกำไรได้สูง

อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร จากการศึกษาพบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ ซึ่งเป็นการยอมรับสมมติฐานที่ 3 ที่ระบุว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ และผลการศึกษาดังกล่าวยังสอดคล้องกับงานวิจัยทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ เช่น Chen & Chen (2011), Kontesa (2015), Sudiyatno et al. (2021), Jihadi et al. (2021), Inlom and Seangkhiew (2023), Choomnirat and Ritthidach (2023), Salaphai et al. (2024) และ Phunnarungsri (2024) ผลการศึกษาดังกล่าวยังเป็นการให้หลักฐานเพิ่มเติมและสนับสนุนทฤษฎีการส่งสัญญาณและทฤษฎีตัวแทน ที่ระบุว่า การส่งสัญญาณเกี่ยวข้องกับการเลือกนโยบายในการดำเนินงานของบริษัท เช่น นโยบายในการบริหารสินทรัพย์และการดำรงสภาพคล่องจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานหรือความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยการเพิ่มขึ้นของความสามารถในการทำกำไรจะเป็นสัญญาณที่เป็นบวกต่อมูลค่ากิจการและการประสบความสำเร็จในระยะยาวขององค์กร (Fali, 2023)

ตัวแปรควบคุม ผลการศึกษานี้พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับในทิศทางตรงข้ามกับความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดโดยอัตรากำไรสุทธิและอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งขัดแย้งกับ Jarungklin (2012) และ Boonphongha (2019) ซึ่งอาจเกิดขึ้นเนื่องจากการศึกษานี้ใช้บริษัทในกลุ่มดัชนีหุ้นยั่งยืน ซึ่งประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในหลากหลายอุตสาหกรรม งานวิจัยในอดีตเป็นการศึกษาจากบริษัทเพียงอุตสาหกรรมเดียว การที่ขนาดของกิจการสัมพันธ์เป็นลบกับความสามารถในการทำกำไรยังสอดคล้องกับทฤษฎีการบัญชีเชิงบวก (Positive Accounting Theory: PAT) ในส่วนสมมติฐานเกี่ยวกับขนาด (Size Hypothesis) ที่ระบุว่า กิจการขนาดใหญ่มักเลือกใช้นโยบายการบัญชีที่ลดกำไร (Income-Decreasing Policy) เพื่อหลีกเลี่ยงต้นทุนทางการเมือง (Political Cost) (Watts & Zimmerman, 1986)

นอกจากนี้ ผลการศึกษานี้ยังพบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เป็นลบกับมูลค่ากิจการ ความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์เป็นลบกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับ Wongtanasarasasin and Chancharat (2021) และผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตรากำไรสุทธิ (NPM) บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ (TBO) อีกทั้งบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ โดยผลการศึกษายืนยันว่า กลุ่มอุตสาหกรรมมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ ผลดังกล่าวเป็นไปตามผลการวิจัยของ Namphon (2019) ปีที่ใช้ศึกษา ปี พ.ศ. 2563 (YEAR63) พบว่า มีความสัมพันธ์เป็นลบกับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับ Jitkham & Yarana (2022)

6.2 ข้อเสนอแนะ (Suggestion)

6.2.1 ข้อเสนอแนะจากการศึกษาค้างนี้

จากผลการศึกษาค้างนี้แสดงให้เห็นว่า อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในทิศทางเดียวกันและอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ (TBQ) เป็นบวก ซึ่งผู้บริหารควรนำผลจากการศึกษาไปวางแผนการบริหารสินทรัพย์ให้มีประสิทธิภาพ เพื่อให้สามารถใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ได้อย่างเต็มที่และเพื่อสร้างผลกำไรให้กับกิจการ หากกิจการสามารถเพิ่มอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นได้ก็จะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นด้วยและนักลงทุนสามารถนำผลที่ได้ไปใช้เป็นแนวทางในการประกอบการตัดสินใจลงทุนจากสภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์และความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยควรเลือกลงทุนในบริษัทที่มีการบริหารสินทรัพย์ที่สร้างยอดขายหรือรายได้ได้สูง จึงจะสามารถสร้างกำไรเพื่อเพิ่มมูลค่าของบริษัทได้อย่างต่อเนื่องและยั่งยืน นอกจากนี้ ผลการศึกษายังให้หลักฐานที่สนับสนุนหรือให้ประโยชน์ในเชิงทฤษฎี โดยเป็นการขยายองค์ความรู้ในส่วนหนึ่งของทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีการส่งสัญญาณและทฤษฎีผู้มีส่วนได้เสียในบริบทของบริษัทที่ให้ความสำคัญกับการดำเนินงานเพื่อความยั่งยืนในประเทศไทยอีกด้วย

6.2.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

ข้อจำกัดของการศึกษาค้างนี้คือ ข้อสมมติในการวิเคราะห์สมการถดถอยที่พบว่า ค่าตลาดเคลื่อนไหวมีการกระจายไม่ปกติ และค่าความแปรปรวนของค่าตลาดเคลื่อนไหวไม่คงที่ในตัวอย่างที่ 1(A) ตัวอย่างที่ 2 และการศึกษาข้อมูลจากงบการเงินเพียง 3 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562–2564 ซึ่งในการศึกษาในอนาคต ควรเพิ่มจำนวนตัวอย่าง โดยเก็บข้อมูลถึงปัจจุบัน ซึ่งจะช่วยลดปัญหาในเรื่องค่าความเคลื่อนไหวที่กระจายไม่ปกติ ดังนั้นผู้ที่สนใจศึกษาอาจเพิ่มระยะเวลาในการศึกษาในอนาคต หรือศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินด้านสภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ โดยเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น หรืออาจใช้การวิเคราะห์เส้นทาง (Path Analysis) ซึ่งเป็นวิธีการเชิงสถิติที่ช่วยในการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรในเชิงเหตุและผล โดยเชื่อมโยงสภาพคล่อง ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไรและเชื่อมโยงความสามารถในการทำกำไรกับมูลค่ากิจการ อาจทำให้ได้ผลการศึกษาที่แตกต่างจากเดิมและทราบถึงสาเหตุของผลการศึกษามากขึ้น รวมทั้งอาจมีการกำหนดตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษาเพิ่มเติม โดยเพิ่มอัตราส่วนทางการเงินอื่น ๆ เช่น อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ หรือเพิ่มปัจจัยมหภาค เช่น อัตราเงินเฟ้อ อัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น

REFERENCES

- Ahangar, N. (2020). Working capital efficiency and firm profitability: Narrative literature review. *Library Philosophy and Practice*. 3811. Retrieved from <https://digitalcommons.unl.edu/libphilprac/3811>
- Akinleye, G.T., & Dadebo, A.O. (2019). Asset utilization and performance of manufacturing firms in Nigeria. *International Journal of Business Management*. 14(4), 107–115. DOI:10.5539/ijbm.v14n4p107
- Alarussi, A.S., & Alhaderi, S.M. (2018). Factors affecting profitability in Malaysia, *Journal of Economic Studies*, 45(3), 442–458. DOI: 10.1108/JRS-05-2017-0124

- Alarussi, A.S., & Gao, X. (2021). Determinants of profitability in Chinese companies. *International Journal of Emerging Markets*, 18(10), 4232–4251. DOI: 10.1108/IJOEM-04-2021-0539
- Alshubiri, F. (2022). The financial competition, concentration and structure of financial performance nexus in the financial sector of Oman. *Economic Change and Restructuring*, 55(2), 681–714. DOI: 10.1007/s10644-021-09326-8
- Ang, J.S., Cole, R., & Lin, J.W. (2000). Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*, 55(1), 81–106. DOI: 10.1111/0022-1082.00201
- Azam, M., & Haider, S. I. (2011). Impact of working capital management on firms' performance: Evidence from on-financial institutions of KSE-30 index. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(5), 481–492. Retrieved from <https://api.semanticscholar.org/CorpusID:168369107>
- Banchuenvijit, W., & Choochuen, S. (2013). Market Efficiency of the Stock Exchange of Thailand. *University of the Thai Chamber of Commerce Journal Humanities and Social Science*, 33(1), 69–80. Retrieved from <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/utccjournalhs/article/view/242059>
- Boonphongha, S. (2019). *Factors affecting the profitability of listed companies on the Information Technology and Communications in the Stock Exchange of Thailand*. (Master's Independent Study). University of the Thai Chamber of Commerce, Graduate School. Retrieved from <https://scholar.utcc.ac.th/entities/publication/681c36b7-c71f-4bda-910b-f93065bdf022>
- Chaidamrong, N., & Wattanawarangkoon, T. (2023). Financial performance prediction model based on firms' internal capacity determinants: Evidence from listed firms in Thailand during the transition period of going public. *Cogent Engineering*, 10, 1–28. DOI: 10.1080/23311916.2023.2216860
- Charoonroch Na Ayudhya, C. (2013). *Effect of firm valuation after IFRS implementation on Thailand publicity listed companies by using Tobin's Q*. (Master's thesis). Thammasat University, Faculty of Economics. Retrieved from https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:96878
- Chatiwong, T. (2017). Accounting theory research: From the past to the future. *Journal of Business Administration The Association of Private Higher Education Institutions of Thailand*, 6(2), 203–212.
- Chen, M.Y. (2006). Managerial ownership and firm performance: An analysis using switching simultaneous-equations models. *Applied Economics*, 38(2), 161–181. DOI: 10.1080/00036840500368136
- Chen, L.J., & Chen, S.Y. (2011). The influence of profitability on firm value with capital structure as the mediator and firm size and industry as moderators. *Investment Management Finance Innovations*, (3), 121–129. DOI: 10.21831/economia.v16i230405

- Choomnirat, R., & Ritthidach, P. (2023). Relationship between operating efficiency and firm value of the listed companies in Thailand Sustainability Investment. *University of the Thai Chamber of Commerce Journal of Humanities and Social Sciences*, 43(2), 39–60. Retrieved from <https://so06.tci-haijo.org/index.php/utccjournalhs/article/view/263111>
- Chung, K.H., & Pruitt, S.W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), 70–74.
- Clarke, T. (2004). *Theories of corporate governance: The philosophical foundations of corporate governance*. Routledge.
- Dim, S., Kim, M., & Zhang, X. (2018). Do firms care about investment opportunities? Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 52, 214–237. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2018.07.003
- Dutta, A. (2013). *Working Capital Management: A Managerial Approach*. Ludhiana: Kalyani.
- Dwaikat, N., Oubbaj, I.S., & Queiri, A. (2023). Mediation effects of financial performance between assets utilization and the market value of Palestinian listed firms. *Global Business and Finance Review*, 28(5), 99–108. DOI: 10.17549/gbfr.2023.28.5.99
- Fali, I.M. (2023). Moderating effect of dividend policy on the relationship between profitability and firm value listed banks in Nigeria. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 10(11), 904–923. DOI: 10.5281/zenodo.10473127
- Fama, E.F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.X
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, MA: Pitman.
- Freeman, R.E., Wicks, A.C., & Parmar, B. (2004). Stakeholder theory and the corporate objectives revisited: A reply. *Organization Science*, 15(3), 364–379. DOI: 10.1287/orsc.1040.0066
- Fridson, M.S., & Alvarez, F. (2022). *Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide*. 5th ed. Wiley.
- Galajak, P., Suttitam, N., & Saesuk, S. (2024), Asset management that affects profit quality Industrial Product Group in the Stock Exchange of Thailand. *International Journal of Innovative Science & Research Technology*, 9(3), 2110–2118. DOI: 10.38124/ijisrt/IJISRT24MAR1912
- Gill, A., Biger, N., Mathur, N. (2010). The relationship between working capital management and profitability: Evidence from the United States. *Business and Economics Journal*, 10(1), 1–9. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/284875433_The_Relationship_Between_Working_Capital_Management_And_Profitability_Evidence_From_The_United_States
- Gunawan, F.S., & Tobing, W.R.L. (2018). The effect of profitability, liquidity, and investment opportunities on dividend policy. *South East Asia Journal of Contemporary Business, Economic and Law*, 15(5), 189–195. Retrieved from <https://seajbel.com/wp-content/uploads/2018/06/seajbel-238.pdf>

- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., & Anderson, R.E. (2018). *Multivariate Data Analysis*. 8th ed. Hampshire: Cengage.
- Inlom, K., & Seangkhiew, P. (2023). The influence of asset management efficiency and profitability on stock prices and dividend yields of companies listed on the Stock Exchange of Thailand Agro-industry and Food industry and Resource industry. *Journal of Management and Local Innovation*, 5(7), 48–61. Retrieved from <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/jmli/article/view/264256>
- Jarungklin, J. (2012). *The factors determining profitability of food and beverage businesses listed in the Stock Exchange of Thailand*. (Master's Independent Study). Bangkok University, Faculty of Business and Administration. Retrieved from <http://dspace.bu.ac.th/jspui/handle/123456789/919>
- Jihadi, M., Vilantika, E., Hashemi, S.M., Arfin, Z., Bachtiar, Y., & Sholichah, F. (2021). The effect of liquidity, leverage, and profitability on firm value: Empirical evidence from Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 423–431. DOI: 10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0423
- Jitkham, T., & Yarana, C. (2022). The relationship of tax planning and earnings management to firm performance of listed companies on the Market for Alternative Investment (MAI). *Journal of Accounting Profession*, 8(58), 30–52. DOI: 10.14456/jap.2022.7
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Management behavior, agency costs, and ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. DOI: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Keter, C.K.S., Cheboi, J.Y., & Kosegi, D. (2024). Financial performance, intellectual capital disclosure, and firm value: the winning edge. *Cogent Business and Management*, 11(1), 1–26. DOI: 10.1080/23311975.2024.2303468
- Komara, A., Ghozali, I., & Januarti, I. (2020). Examining the firm value based on Signaling Theory. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 123, 1–4. DOI: 10.2991/aebmr.k.200305.001
- Kontesa, M. (2015). Capital structure, profitability, and firm value. Whats new? *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(20), 185–192. Retrieved from <https://www.iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/26331>
- Lartey, V.C., Antwi, S., & Boadi, E.K. (2013). The relationship between liquidity and profitability of listed banks in Ghana. *International Journal of Business and Social Sciences*, 4(3), 48–56. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/284428785_The_Relationship_between_Liquidity_and_Profitability_of_Listed_Banks_in_Ghana
- Lindenbarg, E.B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's Q ratio and industrial organization. *Journal of Business*, 54(1), 1–32. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/2352631>
- Low, C., & Cowton, C. (2004). Beyond stakeholder engagement: the challenges of stakeholder participation in corporate governance. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 1(1), 45–55. DOI: 10.1504/IJBGE.2004.004896

- Miles, M.P., & Covin, J. (2020). Environmental marketing: A source of reputational, competitive, and financial advantage. *Journal of Business Ethics*, 23(3): 299–311. DOI:10.1023/A:1006214509281
- Moolkham M. (2025) SET ESG ratings and firm value: The new sustainability performance assessment tool in Thailand. *PLoS ONE*, 20(2), 1–23. DOI: 10.1371/journal.pone.0315935
- Morning Star. (2021). *Morning Star Sustainable Investing Analysis*. Retrieved from <https://www.morningstarthailand.com/th/topics/172927/theme/esg.aspx>
- Namphon, K. (2019). *Factors affecting the profitability of initial public offering stocks of the Stock Exchange of Thailand*. (Master's Independent Study). Ramkhamhaeng University, Faculty of Business Administration. Retrieved from http://www.advancedmba.ru.ac.th/advanced-mba-2559/homeweb/096-IS/Publish/2_2562/huamark27/no-6114184021-AD27.pdf.
- Osamor, J., Abata, M., & Adebajo, A. (2021), Effects of asset utilization on firms' financial performance: A study of selected oil and gas firms in Nigeria. *The USV Annals of Economics and Public Administration*, 21(2), 172–180. Retrieved from [https://ideas.repec.org/a/scm/ usvaep/v21y2021i2\(34\) p172-180.html](https://ideas.repec.org/a/scm/ usvaep/v21y2021i2(34) p172-180.html)
- Paengsawat, S. (2021). *Factors affecting the profits of companies in Transportation and Logistics sector in the Stock Exchange of Thailand*. (Master's Independent Study). Bangkok University, Faculty of Business Administration. Retrieved from <http://dspace.bu.ac.th/jspui/handle/123456789/5106?mode=full>
- Phadoogsith, M. (2005). Performance evaluation using Tobin-Tobin's Q. *Journal of Business Administration*, 28(106), 13–22. Retrieved from <http://www.jba.tbs.tu.ac.th/index.php?page=Article-List&sub=1&txt=301>
- Phunnarungsri, V. (2024). Liquidity and profitability: An investigation of firm value and financial performance of Thai listed firms during COVID-19 Pandemics. *Business Administration and Management Journal Review*, 16(2), 135–153. Retrieved from <https://so01.tci-thaijo.org/index.php/bahcuojs/article/view/256046>
- Post, J.E., Preston, L.E., & Sachs, S. (2002). Managing the extended enterprises: The new stakeholder view *California Management Review*, 45(1), 6–28. DOI:10.2307/41166151
- Purwohandoko, P. (2017). The influence of firms' size, growth, and profitability on firm value with capital structure as the moderator: A study on the agricultural firms listed in the Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 9(8), 103–110. Retrieved from <https://ideas.repec.org/a/ibn/ijefaa/v9y2017i8p103-110.html>
- Rahayu, S.M. (2019). Mediation Effects Financial Performance Toward Influences of Corporate Growth and Asset Utilization. *International Journal of Productivity and Performance Measurement*, 68(5), 981–996. DOI: 10.1108/IIDPM-05-2018-0199
- Ray, N., & Chakraborty, K. (2014). Asset utilization ratio. *Handbook of Research on Strategic Business Infrastructure Development and Contemporary Issues in Finance*. DOI:10.4018/978-1-4666-5154-8

- Ross, S.A. (1977). The determinant of financial structure: The incentive signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. DOI: 10.2307/3003485
- Salaphai, T., Kannarong, N., Somnuek, S., & Yampaka, T. (2024). The impact of corporate governance, financial performance, and technology investment on firm value of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Rajapark Journal*, 18(58), 517–532. Retrieved from <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RJPJ/article/view/272993>
- Singwarach, S. (2019). *The effects of operating efficiency ratios on profitability of the listed companies in Thailand: SET100*. (Master's independent study). DhurakijPundit University. College of Innovative Business and Accountancy. Retrieved from <https://libdoc.dpu.ac.th/thesis/Saranya.Sin.pdf>
- Spence, M.I. (1973). Job marketing signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374. DOI: 10.2307/1882010
- Sudiyatno, B., Pusputasari, E., Nurhayati, J., & Riganti, T. (2021). The relationship between profitability and firm Value: Evidence from manufacturing industry in Indonesia. *International Journal of Financial Research*, 12(3), 466–476. DOI: 10.5430/ijfr.v12n3p466
- Sullivan, J.H., Warkentin, M., & Wallace, L. (2021). So many ways for assessing outliers: What really works and does it matter? *Journal of Business Research*, 132, 530–543. DOI: 10.1016/j.jbusres.2021.03.066
- Sustainable Capital Market Development of the Stock Exchange of Thailand. (2024). *Return from Sustainability Index Investment*. Retrieved from <https://setsustainability.com/libraries/1203/item/-sustainability-index-returns?type=&search=>
- Tan, X., & Tuluca, S. (2023). Liquidity and profitability: Not a “one size fits all” proposition. *Accounting and Management Information Systems*, 22(1), 42–58. Doi: 10.24818/jamis.2023.01003
- Thaneerananon, A. (2024). Agency cost and asset management efficiency influence the profitability of Companies listed on the Market for Alternative Investment (mai). *Rajapark Journal*, 18(58), 491–502. Retrieved from <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/RJPJ/article/view/272889>
- The Bank of Thailand. (2021). *Summary of Economics and Finance of Foreign Countries and Thailand Year 2021*. Retrieved from <https://www.bot.or.th/documents/annual-reports.pdf>
- The Stock Exchange of Thailand. (2018). *Preparation of SET THSI Index by the Stock Exchange of Thailand in the First Time*. Retrieved from <https://setsustainability.com//download/tn7olbdfuck5yj1>
- The Stock Exchange of Thailand. (2022). *Listed Companies in Thailand Sustainability Investment (THSI) Year 22*. Retrieved from <https://setsustainability.com/libraries/710/item/thailand-sustainability-investment-lists>
- Vijayakumar, A. (2012). The asset utilization and firm's profitability: Empirical evidence from Indian automobile firms. *International Journal of Financial Management*, 2(2), 32–44. Retrieved from <https://i-scholar.in/index.php/ijfm/article/view/40900>

- Wadhanapatee, S., Bialowas, P., & Phuangsup, W. (2012). Tests of market efficiency in the Stock Exchange of Thailand in the perspective of US monetary policy announcements. *Suthiparithat Journal*, 26(79), 109–128. Retrieved from <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/DPUsthiparithatJournal/article/view/245666/166988>
- Watts, R.L. & Zimmerman, J.L. (1986) *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs.
- Widagdo, B., Jihadi, M., Bachitar, Y., Safitri, O.E., & Singh, S.K. (2020). Financial ratio, macro economy, and investment risk on Sharia stock return. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(12), 919–926. Retrieved from <https://koreascience.kr/article/JAKO202034651879480.page>
- Wongtanasarsin, W., & Chancharat, N. (2021). The role of capital structure on financial performance: An empirical study of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of Modern Learning Development*, 6(1), 1–15. Retrieved from <https://kkbsrs.kku.ac.th/jspui/handle/123456789/135>
- Wongwean, A., & Mokhavesa, B. (2021). Intangible assets and asset management efficiency that affect profitability of listed companies on SET100. *Journal of Social Science for Local Rajabhat Mahasarakham University*, 5(4), 235–244. Retrieved from: <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/soc-rmu/article/view/250980>
- Wongyai, S., Chaikhet, N., & Neerapattanakul, D. (2017). The relationship between capital structure and firm value: A case study of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. *KKBS Journal of Business Administration and Accountancy*, 1(3), 1–17. Retrieved from <https://so04.tci-thaijo.org/index.php/kkbsjournal/article/view/161227>
- Yindeephoj, S. (2021). *The relationship between financial ratios and return on equity and profitability of Food and Beverage sector in the Stock Exchange of Thailand*. (Master's independent study). Thammasat University, Faculty of Commerce and Accountancy. Retrieved from https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:271853
- Zulvia, Y., Serly, V. (2020). Capital structure, ownership structure, and firm size: It's implementation on agency Cost. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 124, 873–882. DOI: 10.2991/aebmr.k.200305.153

