

นโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

บรรจงรัตน์ พรหมสุวรรณศิริ¹, วนิดา ชูติมากุล^{2,*}, สุรินทร์ พรหมนุรักษ์กิจ³

^{1,2,3} คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลตะวันออก

Received: 29 April 2022

Revised: 14 November 2022

Accepted: 15 November 2022

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) จากแหล่งข้อมูลทศตวรรษที่ 5 ปี ตั้งแต่ปี 2560 - 2564 จำนวน 730 บริษัท-ปี ซึ่งตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ นโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา และการวิเคราะห์เส้นทางเพื่อคำนวณค่าสัมประสิทธิ์ของเส้นทางด้วยการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุในการหาค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรเพื่อจำแนกอิทธิพลทางตรงและอิทธิพลทางอ้อมของเส้นทาง ผลการศึกษา พบว่า กลุ่มตัวอย่างมีนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมและมีผลต่อความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น ที่ระดับนัยสำคัญ .05 โดยนโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันที่ค่าสัมประสิทธิ์ 0.183 ในขณะที่นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามที่ค่าสัมประสิทธิ์ -0.313 และผลการวิเคราะห์เส้นทาง พบว่า นโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านความสามารถในการทำกำไรที่เป็นตัวแปรคั่นกลางแบบสมบูรณ์ โดยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมมีอิทธิพลทางตรงที่ค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐาน 0.169 และนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางอ้อม ประกอบด้วย นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนมีค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐาน 0.031 และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐาน -0.053

คำสำคัญ: นโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไร อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน
ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

* ผู้ประสานงานหลัก, อีเมล: wanida_ch@rmutto.ac.th

Working Capital Management Policies Affecting Profitability and Sustainable Growth Rate of the Listed Companies on the Market for Alternative Investment (MAI)

Bunjongrut Phromsuwansiri¹, Wanida Chutimagul^{2*}, Surin Promnurakkij³

^{1,2,3} Faculty of Business Administration and Information Technology,
Rajamangala University of Technology Tawan-ok

Received: 29 April 2022

Revised: 14 November 2022.

Accepted: 15 November 2022

Abstract

The purpose of this study was to study the relationship between working capital management policies that affect profitability and sustainable growth rates of 730 companies listed on the Market for Alternative Investment (MAI) by collecting secondary data for a period of 5 years from 2017 - to 2021 of 730 firm-years. The variables used in the study were working capital management policy, profitability, size of business, total asset turnover rate, and sustainable growth rate by using descriptive analysis statistics and path analysis techniques for calculating path coefficients with multiple regression analysis to determine coefficients of variables to direct effect and indirect effect. The results of the study showed that the samples had a conservative working capital management policy which affected the profitability at significance of .05, the current asset investment policy had the same direction at a coefficient of 0.183, while the working capital policy had the opposite direction at a coefficient of -0.313. And the results of the factor path analysis revealed that working capital management policy impacts sustainable growth rate through profitability as a full mediator variable. The return on total assets has a direct effect at the standard coefficient of 0.169, and the working capital management policy has an indirect effect, consisting of the current asset investment policy having a standard coefficient of 0.031 and the working capital financing policy having a standard coefficient of -0.053.

Keywords: Working Capital Management Policy, Profitability, Sustainable Growth Rate, MAI

* Corresponding Author; E-mail: wanida_ch@rmutto.ac.th

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในปัจจุบันการบริหารกิจการให้อยู่รอดและเติบโตได้อย่างต่อเนื่องนั้น การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพเป็นสิ่งที่ผู้บริหารควรให้ความสำคัญอย่างมาก เนื่องด้วยนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการ (Kitrungrotcharoen, 2015) จากการที่กิจการจำเป็นต้องอาศัยเงินทุนมาใช้ในการดำเนินงานเพื่อสร้างรายได้ รวมถึงการบริหารวงจรเงินสดให้เปลี่ยนสินทรัพย์หมุนเวียนเป็นเงินสดและชำระหนี้สินหมุนเวียนภายใน 1 ปี อย่างมีประสิทธิภาพและสอดคล้องกับรูปแบบการดำเนินงาน โดยผู้บริหารควรพิจารณากำหนดนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนอย่างรอบคอบ เพราะมีบทบาทสำคัญต่อความสำเร็จหรือล้มเหลวของกิจการได้ (Chaichan and Wichitsathian, 2019)

นโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นการกำหนดสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนกับการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้น โดยรูปแบบของนโยบายอาจแบ่งออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ ได้แก่ นโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative Working Capital Management Policy) เป็นวิธีการที่ผู้บริหารต้องการให้กิจการมีสภาพคล่องสูงและความเสี่ยงจากการชำระหนี้สินระยะสั้นอยู่ในระดับต่ำ จึงเน้นจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนระยะยาวมาลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าแหล่งเงินทุนระยะสั้น (Adam et al., 2017) และนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก (Aggressive Working Capital Management Policy) เน้นจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนระยะสั้นมาใช้ในการดำเนินงานมากกว่าแหล่งเงินทุนระยะยาว ซึ่งเป็นผลจากความคาดหวังของผู้บริหารที่ต้องการผลตอบแทนในระดับสูง โดยยอมรับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นได้ (Tauringana and Afrifa, 2013) ซึ่งการศึกษาทั้งในประเทศและต่างประเทศเกี่ยวกับรูปแบบของนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไร พบว่า นโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมมีความสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรของกิจการ (Raheman et al., 2010; Al-Shubiri, 2011; Mwangi et al., 2014; Sunardi et al., 2021; Chaichan and Wichitsathian, 2019)

แม้ว่านโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร ซึ่งอาจเป็นมุมมองการเติบโตและมุ่งเน้นการสร้างผลกำไรในระยะสั้น แต่กิจการต้องตระหนักและให้ความสำคัญต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการมากขึ้น เนื่องจากผู้ลงทุนในปัจจุบันให้ความสำคัญกับเสถียรภาพและการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการที่สะท้อนโอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนจากการการลงทุนมากกว่าการพิจารณาเพียงผลกำไร การเติบโตอย่างยั่งยืนเป็นเครื่องมือสำคัญในการประเมินความแข็งแกร่ง ศักยภาพ และเป็นเป้าหมายหนึ่งในการอยู่รอดของกิจการในระยะยาว (Manchusri, 2015) การเติบโตอย่างยั่งยืน จึงมีบทบาทสำคัญในการเพิ่มอัตราการเติบโตสูงสุดโดยกิจการไม่ต้องจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกเพิ่มเติม (Mat et al., 2020)

การศึกษานี้จึงผู้วิจัยทำการศึกษานโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยผ่านกลไกความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีโอกาสเติบโตเป็นบริษัทขนาดใหญ่ได้ในอนาคต ซึ่งสามารถเป็นแนวทางให้แก่ผู้บริหารในการวางแผนจัดการนโยบายหรือกลยุทธ์ต่างๆ ของกิจการ รวมทั้งเป็นประโยชน์สำหรับผู้ลงทุนใช้เป็นข้อมูลและปัจจัยในการวิเคราะห์ลงทุนได้

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง เพื่อนำมาใช้กำหนดกรอบแนวคิดและวิธีการดำเนินการศึกษาในครั้งนี้ ประกอบด้วยแนวคิดทฤษฎีและงานวิจัยจากแหล่งข้อมูลต่างๆ ได้แก่

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไร (Working Capital Management Policies and Profitability)

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนขึ้นอยู่กับบริษัทเลือกที่จะใช้นโยบายใด โดยนโยบายเงินทุนหมุนเวียนนั้น เกี่ยวข้องกับสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน และสัดส่วนการจัดหาเงินทุนระยะสั้น (Gitman and Chad, 2012) การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ไม่มีประสิทธิภาพ นอกจากจะลดความสามารถในการทำกำไรของกิจการแล้ว อาจนำไปสู่การประสบปัญหาวิกฤตทางการเงินของกิจการได้ ซึ่งมีผลอย่างมากต่อการอยู่รอดของกิจการ (Mansoori and Muhammad, 2012) การบริหารเงินทุนหมุนเวียนด้วยการใช้นโยบายอย่างระมัดระวังจะมีสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมที่มีแนวโน้มสูงขึ้น และมีสัดส่วนของหนี้สินระยะสั้นต่ำ หากเลือกใช้นโยบายนี้ กิจการจะมีความเสี่ยงด้านสภาพคล่องต่ำ แต่อาจส่งผลให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรต่ำ (Islam and Mili, 2012; Hassani and Tavosi, 2014) อย่างไรก็ตามนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแบบเชิงรุก มีผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรและทำให้ผลกำไรของกิจการเพิ่มขึ้น (Al-Shubiri, 2011; Puraghejani et al., 2014; Kishore and Pai, 2014)

ความสามารถในการทำกำไรของกิจการเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพของการบริหารในการควบคุมค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งก็คือค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร และยังเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงผลกำไรที่สามารถวัดจากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (Return on Asset Ratio: ROA) ที่เป็นตัวชี้วัดที่มีความสำคัญในการวัดความสามารถในการทำกำไร และยังเป็นอัตราส่วนที่มีความสัมพันธ์กับประสิทธิภาพในการบริหารเงินทุนและการบริหารสินทรัพย์ทั้งหมด ในแง่ของผู้ลงทุนและเจ้าหนี้ให้ความสนใจลงทุนในกิจการที่มีผลตอบแทนสูง การที่กิจการจะสามารถเติบโตและอยู่รอดได้ในระยะยาว กิจการต้องมีรายได้ที่สามารถครอบคลุมค่าใช้จ่ายและมีกำไรที่เพียงพอต่อการจ่ายชำระหนี้พร้อมดอกเบี้ย รวมทั้งการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้อีกด้วย (Tongpoon, 2021) โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันดังนั้น การเพิ่มประสิทธิภาพในระดับการจัดการเงินทุนหมุนเวียนและการรักษาสภาพคล่องให้เพียงพอต่อการดำเนินงานจะมีส่งผลให้ระดับความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น (Hassana and Shrivastava, 2019)

อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR)

อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน คือ อัตราการเติบโตสูงสุดของยอดขายหรือรายได้ที่กิจการสามารถทำได้โดยไม่ต้องออกหุ้นใหม่ หรือเปลี่ยนแปลงนโยบายการดำเนินงาน หรือนโยบายการจัดหาเงินทุน (Hawawini and Viallet, 2007) ซึ่งการเติบโตไม่จำเป็นต้องทำให้สูงที่สุด แต่กิจการควรมีการเติบโตที่สามารถควบคุมนโยบายทางการเงินให้เกิดความแข็งแกร่งที่สุด โดยกำหนดให้สัดส่วนของเงินทุนไม่เปลี่ยนแปลง (Higgins, 1977)

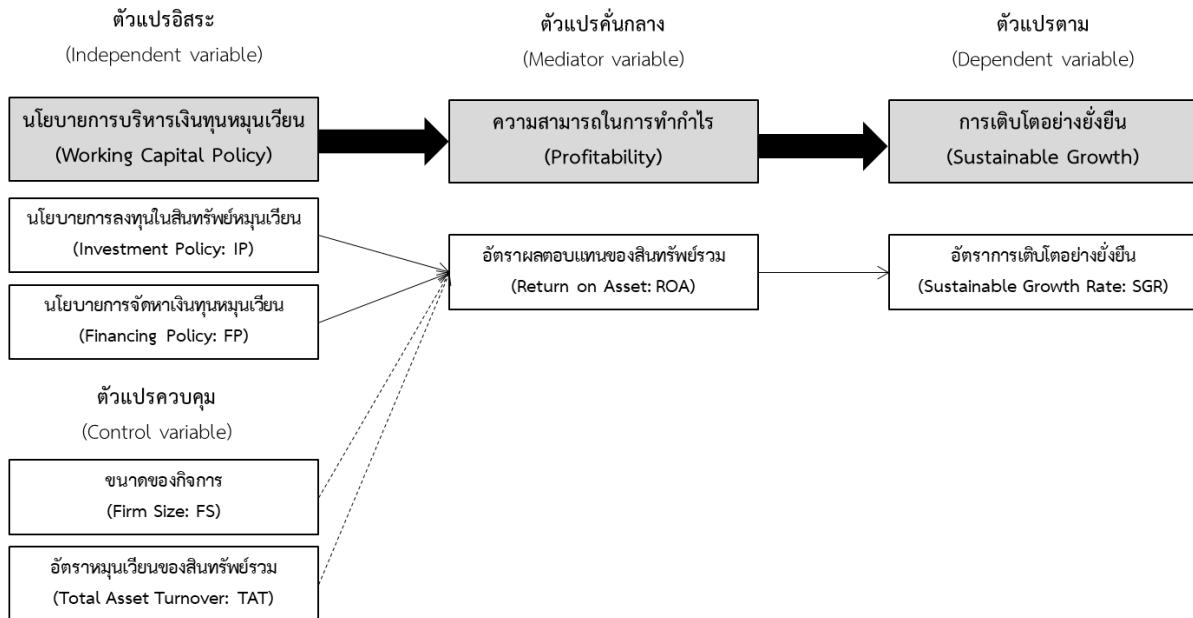
สำหรับการศึกษาความเกี่ยวข้องกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร และ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน มีผู้ทำการศึกษาเพื่อสร้างแบบจำลองที่สามารถใช้กำหนดอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนอย่างต่อเนื่อง อาทิ ได้นำการจ่ายเงินปันผล อัตรากำไร อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ และโครงสร้างเงินทุน มาวิเคราะห์ความสัมพันธ์เพื่อสร้างแบบจำลองในการอธิบายการอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Yang and Gan, 2019) และ Fonseka, Ramos and Tian (2012) ศึกษาการพัฒนาแบบจำลอง Horne ในการวิเคราะห์เพื่อวัดอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน โดยนำอัตราส่วนทางการเงิน 4 อัตราส่วน ได้แก่ (1) อัตรากำไรสุทธิ (2) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ (3) อัตราการรักษาค่าตอบแทน และ (4) อัตราสินทรัพย์รวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่า ปริมาณอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนมีความแปรปรวนกับรายได้จากการขาย ซึ่งปัจจัยที่กำหนดการเติบโตของยอดขายนั้นคงที่กับสภาพจริงของบริษัทและตลาดเงิน ต่อมา De Wet (2004) ได้ศึกษาแบบจำลองที่ Zakon จาก Boston Consulting Group ได้พัฒนาแบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน พบว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนนี้ถูกกำหนดจากความสามารถในการทำกำไรของกิจการ รวมทั้งนโยบายทางการเงินที่เกี่ยวกับการจัดหาเงินและการจ่ายเงินปันผล และ Mumu et al. (2019) ได้มีการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนและผลการดำเนินงานของบริษัท พบว่า อัตราส่วนการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน ในขณะที่โครงสร้างทางการเงินและขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Rahim, 2017) โดยรูปแบบการบริหารเงินทุนหมุนเวียนด้วยนโยบายแบบอนุรักษ์นิยมกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน (Sunardi et al., 2021)

สำหรับการศึกษาวิจัยในประเทศไทย Amatyakul et al. (2021) ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกลุ่มหุ้นยั่งยืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) และ อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Chumaungphan and Chuacoo (2020) พบว่า โครงสร้างเงินทุน และการจัดการกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน และยังพบว่า คุณภาพของงานสอบบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการจัดการกำไร นอกจากนี้ Pestonji and Wichitsatian (2019) ได้ศึกษาปัจจัยของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า นโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีสภาพคล่องสูง ทำให้กิจการสามารถเพิ่มความสามารถในการทำกำไร เช่นเดียวกับการศึกษาของ Suwannaphak et al. (2018)

จากการทบทวนวรรณกรรมส่วนใหญ่เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไร และความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ โดยผลการศึกษาอาจแตกต่างกันตามบริบทของแต่ละประเทศและปัจจัยแวดล้อมของกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษาในขณะนั้น จึงนำมาสู่คำถามการวิจัยว่าอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนได้รับอิทธิพลจากนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนผ่านกลไกของความสามารถในการทำกำไรได้หรือไม่อย่างไร สำหรับแบบจำลองอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยใช้แนวทางของ Higgins (1977) มาใช้วิเคราะห์ โดยกำหนดให้ขนาดของกิจการและอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมเป็นตัวแปรควบคุม

กรอบแนวคิดในการวิจัย

ผู้วิจัยกำหนดกรอบแนวคิดการวิจัยที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ประกอบด้วย ตัวแปรอิสระหรือตัวแปรปัจจัยสาเหตุ ตัวแปรคั่นกลาง ตัวแปรตามหรือตัวแปรปัจจัยผล และตัวแปรควบคุม ซึ่งสามารถสรุปกรอบแนวคิดในงานวิจัยได้ดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

แบบแผนการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research)

ตัวอย่างในการวิจัย

ตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน บริษัทที่มีข้อมูลผิดปกติ (Outlier data) และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนสมบูรณ์ (Missing data) จาก SETSMART และข้อมูลเผยแพร่ในเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th) รวม 730 บริษัท-ปี (Firm-Year)

ตารางที่ 1 ข้อมูลบริษัทที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลบริษัทที่ใช้ศึกษา	จำนวนบริษัท-ปี (Firm-Year)					
	2560	2561	2562	2563	2564	รวม
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI	141	156	167	183	182	829
หัก ธุรกิจการเงิน	8	9	10	10	10	47
บริษัทที่มีข้อมูลผิดปกติ	5	3	5	1	2	16
บริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์	3	8	6	12	7	36
จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น	125	136	146	160	163	730

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลใช้วิธีการเก็บจากข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) จากงบการเงินและแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) เป็นระยะเวลา 5 ปี ระหว่างปี 2560 – 2564 ของบริษัท ทำให้ได้

การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยในครั้งนี้ผู้วิจัยใช้เทคนิคการวิเคราะห์เส้นทาง (Path analysis) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเชิงสาเหตุและผลตามกรอบแนวคิดของการวิจัยที่ได้กำหนดไว้ โดยการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วย

1. การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive analysis) เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรประกอบด้วย ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)
2. การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางปัจจัยโดยอาศัยการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ในการหาค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรจำแนกออกเป็นอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) และอิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effect) ตามแนวทางของ Pedhazurc (1997) เพื่อนำมาวิเคราะห์อิทธิพลของนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลกระทบต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านความสามารถในการทำกำไร โดยเขียนเป็นแบบจำลองในการวิเคราะห์ ดังนี้

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IP_{i,t} + \beta_2 FP_{i,t} + \beta_3 FS_{i,t} + \beta_4 TAT_{i,t} + \varepsilon \quad \dots\dots\dots(1)$$

$$SGR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 FS_{i,t} + \beta_3 TAT_{i,t} + \varepsilon \quad \dots\dots\dots(2)$$

$$SGR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 IP_{i,t} + \beta_3 FP_{i,t} + \beta_4 FS_{i,t} + \beta_5 TAT_{i,t} + \varepsilon \quad \dots\dots\dots(3)$$

กำหนดให้

- $ROA_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม บริษัท i ปีที่ t
 $SGR_{i,t}$ = อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน บริษัท i ปีที่ t
 $IP_{i,t}$ = นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน บริษัท i ปีที่ t
 $FP_{i,t}$ = นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน บริษัท i ปีที่ t
 $FS_{i,t}$ = ขนาดของกิจการ (ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม) บริษัท i ปีที่ t
 $TAT_{i,t}$ = อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม บริษัท i ปีที่ t
 β = ค่าสัมประสิทธิ์
 ε = ค่าความคลาดเคลื่อน

ผลการวิจัย

1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐาน

ผู้วิจัยได้ทำการตรวจสอบข้อมูลที่เก็บรวบรวมให้เป็นไปตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์เส้นทาง โดยตัดข้อมูลที่มีการกระจายแบบผิดปกติ (Outlier Data) ออกจากการวิเคราะห์ทำให้มีข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์จำนวน 730 ตัวอย่าง สำหรับผลการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติระหว่างตัวแปรตาม คือ อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (Sustainable Growth Rate: SGR) กับ ตัวแปรอิสระ นโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งประกอบด้วย นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน (Investment Policy: IP) นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน (Financing Policy: FP) และความสามารถในการทำกำไร (Profitability) ที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) โดยกำหนดตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการ (Firm Size: FS) และอัตราหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover: TAT) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐานทางสถิติและความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 สรุปผลการวิเคราะห์ข้อมูลพื้นฐาน

Variable		n	Min.	Max.	Mean	SD
Working Capital Policy	IP	730	-1.150	0.590	0.029	0.116
	FP	730	0.060	7.070	0.566	0.448
Profitability	ROA	730	0.020	3.560	0.321	0.224
Sustainable Growth Rate	SGR	730	-1,223.820	173.720	-3.902	55.374
Control Variable	FS	730	4.630	9.490	6.940	0.783
	TAT	730	0.000	7.040	0.896	0.613

จากตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างจำนวน 730 ตัวอย่าง พบว่า นโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งประกอบด้วย นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน (IP) มีค่าต่ำสุด เท่ากับ -1.150 ค่าสูงสุด เท่ากับ 0.590 ค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.029 (SD = 0.116) และนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน (FP) มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.060 ค่าสูงสุด เท่ากับ 7.070 ค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.566 (SD = 0.448) ความสามารถในการทำกำไรที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.020 ค่าสูงสุด เท่ากับ 3.560 ค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.321 (SD = 0.224) และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) มีค่าต่ำสุด เท่ากับ -1,223.820 ค่าสูงสุด เท่ากับ 173.720 ค่าเฉลี่ย เท่ากับ -3.902 (SD = 55.374) ในขณะที่ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ (FS) มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 4.630 ค่าสูงสุด เท่ากับ 9.490 ค่าเฉลี่ย เท่ากับ 6.940 (SD = 0.783) และอัตราหมุนเวียนสินทรัพย์รวม (TAT) มีค่าต่ำสุด เท่ากับ 0.000 ค่าสูงสุด เท่ากับ 7.040 ค่าเฉลี่ย เท่ากับ 0.896 (SD = 0.613)

ตารางที่ 3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlations Coefficient)

	IP	FP	ROA	FS	TAT	SGR
IP	1.000					
FP	.367**	1.000				
ROA	.080*	-.193**	1.000			
FS	-.087**	.138**	-.028**	1.000		
TAT	.071	.140**	.234**	-.222**	1.000	
SGR	.031**	-.053**	.169**	-.016**	.048**	1.000

** ระดับนัยสำคัญ .01 (2-tailed)

* ระดับนัยสำคัญ .05 (2-tailed)

จากตารางที่ 3 แสดงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlations Coefficient) เพื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พบว่า นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน (IP) กับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันที่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ 0.080 ที่ระดับนัยสำคัญ .05 ในขณะที่นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียน (FP) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามที่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.193 ที่ระดับนัยสำคัญ .01 และความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) กับอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.169 ที่ระดับนัยสำคัญ .01 โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทุกตัวไม่เกิน 0.80 แสดงว่าไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ร่วมเชิงเส้น (Multicollinearity) (Bepari, 2015) ซึ่งสอดคล้องกับการตรวจสอบค่า VIF ที่คำนวณได้มีค่าไม่เกิน 10 ตามหลักเกณฑ์ของ Hair et al. (2006)

นอกจากนั้น ผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์อิทธิพลของตัวแปรคั่นกลาง (Mediator Variable) ที่กำหนดไว้ตามกรอบแนวคิดในการวิจัยครั้งนี้ คือ ความสามารถในการทำกำไรที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) ว่ามีความสามารถในการเป็นกลไกถ่ายทอดอิทธิพลของนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนไปสู่อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน (SGR) ได้หรือไม่ โดยอาศัยหลักการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) มาใช้ในการพิจารณาตามแนวทางของ Baron and Kenny (1986) ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ตัวแปรคั่นกลาง

Path	Adjusted R ²	F	P-Value
1) (IP + FP) → ROA	0.135	29.332	0.000*
2) ROA → SGR	0.027	21.503	0.000*
3) (IP + FP) + ROA → SGR	0.022	4.316	0.001*
4) (IP + FP) → SGR	0.001	0.736	0.568

* ระดับนัยสำคัญ .05

จากตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยของแต่ละเส้นทางเพื่อสรุปอิทธิพลของตัวแปรคั่นกลาง พบว่า เส้นทางที่ 1-3 เป็นเส้นทางที่ตัวแปรที่เป็นปัจจัยสาเหตุมีอิทธิพลต่อตัวแปรผลที่ระดับนัยสำคัญ .05 ในขณะที่เส้นทางที่ 4 ตัวแปรปัจจัยสาเหตุ (IP และ FP) ไม่มีอิทธิพลต่อตัวแปรผล (SGR) ที่ระดับนัยสำคัญ .05 จึงสามารถสรุป

ได้ว่า ความสามารถในการทำกำไรมีลักษณะเป็นตัวแปรคั่นกลางแบบสมบูรณ์ (Full Mediator Variable) หรืออาจกล่าวได้ว่านโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนจะมีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านความสามารถในการทำกำไร

2. ผลการวิเคราะห์เส้นทางปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน

จากการวิเคราะห์เส้นทางปัจจัย (Path analysis) โดยพิจารณาจากขนาดอิทธิพลของเส้นทางปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนด้วยค่าสัมประสิทธิ์เส้นทางจำแนกตามตัวแปรเพื่อวิเคราะห์หาค่าสัมประสิทธิ์รวม (Total Effect: TE) ของอิทธิพลทางตรง (Direct Effect: DE) และอิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effect: IE) ระหว่างตัวแปรตามกรอบแนวคิดการวิจัย แสดงดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐานของเส้นทางปัจจัย

Variable	Path Coefficient					
	ROA			SGR		
	DE	IE	TE	DE	IE	TE
IP	0.183	-	0.183	-	0.031	0.031
FP	-0.313	-	-0.313	-	-0.053	-0.053
FS	0.095	-	0.095	-	0.016	0.016
TAT	0.286	-	0.286	-	0.048	0.048
ROA	-	-	-	0.169	-	0.169

จากตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐานของเส้นทางปัจจัยนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) ต่อความสามารถในการทำกำไรที่วัดด้วยอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม โดยกำหนดให้ขนาดของกิจการและอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวมให้เป็นตัวแปรควบคุมตามแบบจำลองที่ 1 พบว่า นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลต่อความสามารถในการทำกำไรสูงสุดในทิศทางตรงกันข้ามที่ค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐานเท่ากับ -0.313 ในขณะที่นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันที่ค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐานเท่ากับ 0.183 สำหรับผลการวิเคราะห์อิทธิพลของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนตามแบบจำลองที่ 2 มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางเดียวกันที่ค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐานเท่ากับ 0.169

เมื่อวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐานของเส้นทางปัจจัยตามแบบจำลองที่ 3 เพื่อพิจารณาอิทธิพลของนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งเป็นตัวแปรปัจจัยสาเหตุที่มีอิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effect) ต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านความสามารถในการทำกำไรที่เป็นตัวแปรคั่นกลาง พบว่า นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนสูงสุดในทิศทางตรงกันข้ามที่ค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐานเท่ากับ -0.053 ในขณะที่นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันที่ค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐานเท่ากับ 0.031

อภิปรายผล

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร และอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี 2560-2564 รวมจำนวน 730 ตัวอย่าง

จากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า นโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรงต่อความสามารถในการทำกำไร เมื่อพิจารณาแยกตามตัวแปร พบว่า นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันที่ค่าสัมประสิทธิ์ 0.183 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากมีการเปลี่ยนแปลงนโยบาย การลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนไป 1 หน่วยมาตรฐาน จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมในทิศทางเดียวกัน 0.183 หน่วยมาตรฐาน เมื่อกำหนดให้ตัวแปรอื่นๆ คงที่ ในขณะที่นโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามที่ค่าสัมประสิทธิ์ -0.313 หรืออาจกล่าวได้ว่าหากมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนไป 1 หน่วยมาตรฐาน จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้าม 0.313 หน่วยมาตรฐาน เมื่อกำหนดให้ตัวแปรอื่นๆ คงที่ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ที่ศึกษาในครั้งนี้มีนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีลักษณะสอดคล้องกับรูปแบบนโยบายแบบอนุรักษ์นิยม (Conservative Working Capital Management Policy) สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Chaichan and Wichitsathian (2019) ที่ศึกษาเปรียบเทียบบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์ SET กับ MAI พบว่า กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาใช้นโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบอนุรักษ์นิยมและส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกันทั้งสองกลุ่ม Al-Shubiri (2011) ที่ทำการศึกษานโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมของประเทศจอร์แดน และ Raheman et al. (2010) ศึกษาความสัมพันธ์ของนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรมการผลิตในประเทศปากีสถาน ที่พบว่า นโยบายการบริหารเงินทุนแบบอนุรักษ์นิยมมีผลต่อความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มขึ้น

จากการวิเคราะห์เส้นทางปัจจัย (Path analysis) เพื่อพิจารณาอิทธิพลของนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนผ่านความสามารถในการทำกำไร ซึ่งเป็นตัวแปรคั่นกลางแบบสมบูรณ์ (Full Mediator Variable) ที่ทำหน้าที่เป็นกลไกถ่ายทอดอิทธิพลดังกล่าว โดยผลการวิเคราะห์หาค่าสัมประสิทธิ์รวม (Total Effect) ของอิทธิพลทางตรง (Direct Effect) และอิทธิพลทางอ้อม (Indirect Effect) พบว่า อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืน มีอิทธิพลทางตรงในทิศทางเดียวกันที่ค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐานเท่ากับ 0.169 และนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งเป็นตัวแปรปัจจัยสาเหตุที่มีอิทธิพลทางอ้อม โดยนโยบายการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนในทิศทางตรงกันข้ามที่ค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐานเท่ากับ -0.053 และนโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนมีอิทธิพลในทิศทางเดียวกันที่ค่าสัมประสิทธิ์มาตรฐานเท่ากับ 0.031

จึงสามารถสรุปผลการศึกษาในครั้งนี้ได้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียน มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและอัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Pacurari (2012) ที่พบว่า อัตราการเติบโตอย่างยั่งยืนนี้ถูกกำหนดจากความสามารถในการทำกำไรของกิจการ รวมทั้งนโยบายทางการเงินที่เกี่ยวกับการจัดหาเงินทุนของกิจการ

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะในการนำผลวิจัยไปใช้

1.1 ข้อเสนอแนะสำหรับกิจการ กิจการควรให้ความสำคัญในการกำหนดนโยบายการบริหารเงินทุนที่เหมาะสมกับการดำเนินงาน เนื่องจากผลการศึกษได้สะท้อนให้เห็นว่า นโยบายการบริหารเงินทุนนั้นส่งผลทางตรงต่อการเพิ่มความสามารถในการทำกำไรและยังมีผลในทางอ้อมต่อการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการที่จะมีผลต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุน ตลอดจนต้องคำนึงถึงระดับความเสี่ยงที่เกิดจากการจัดหาเงินทุนที่อาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรในระยะยาว เพื่อให้กิจการเติบโตและมีความเข้มแข็ง สามารถยกระดับเป็นกิจการขนาดใหญ่ในอนาคตได้

1.2 ข้อเสนอแนะสำหรับผู้ลงทุน สำหรับผู้ลงทุนสามารถนำไปใช้เป็นแนวทางเพื่อตัดสินใจลงทุนนอกเหนือจากการใช้อัตราส่วนทางการเงินในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน โดยควรให้ความสำคัญต่่อนโยบายการบริหารเงินทุนและการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการด้วย

2. ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

ควรพิจารณานำปัจจัยอื่นๆ ที่อาจส่งผลกระทบหรือมีความเกี่ยวข้องมาทำการศึกษาเพิ่มเติม ซึ่งอาจเป็นปัจจัยเชิงคุณภาพนอกเหนือจากปัจจัยเชิงปริมาณ เช่น กลไกการกำกับดูแลกิจการ และศึกษาวิเคราะห์ข้อมูลจำแนกรายกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อให้ได้ข้อมูลที่สอดคล้องกับรูปแบบและลักษณะของอุตสาหกรรมนั้นๆ และอาจศึกษาเปรียบเทียบกับบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET เพิ่มเติม

เอกสารอ้างอิง

- Adam, A. M., Quansah, E., and Kawor, S. (2017). Working Capital Management Policy and Return of Listed Manufacturing Firms in Ghana. *Scientific Annals of Economics and Business*, 64(2), 255-269.
- Al-Shubiri, F.N. (2011). Analysis the Relationship between Working Capital Policy and Operating Risk: An Empirical Study on Jordanian Industrial Firms. *Hebron University Research Journal*, 6(1), 287-306.
- Amatyakul, K., Pongsupatt. T., and Pongsupatt. A. (2021) Factors Affecting Sustainable Growth of Sustainable Investment Group in The Stock Exchange of Thailand. *Journal of Buddhist Education and Research*, 7(3), 76-91. (in Thai)
- Baron, R. and Kenny, D. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51, 1173-1182.
- Bepari, M. K. (2015). Relative and Incremental Value Relevance of Book Value and Earnings during: The Global Financial Crisis. *International Journal of Commerce and Management*, 25(4), 531-556.
- Chaichan, T., and Wichitsathian, S. (2019). Working Capital Policies and Profitability of Listed Industrials Firm in Thailand. *NRRU Community Research Journal*, 13(2), 91-100. (in Thai)

- Chumaungphan, O., and Chuacoo, M. (2020). The Analysis of Causal Factors Influencing Sustainable Growth of Listed in the Stock Exchange of Thailand: Real Estate and Construction Business Group. *Journal of Legal Entity Management and Local Innovation*, 4(6), 1-13. (in Thai)
- De Wet, J. H. (2004). *Growth sales and value creation terms of the financial strategy matrix: Chapter 6*. Hatfield: University of Pretoria etd.
- Fonseka, M. M., Ramos, C. G., and Tian, G. L. (2012). The Most Appropriate Sustainable Growth Rate Model for Managers and Researchers. *The Journal of Applied Business Research*, 28(3), 481-500.
- Gitman, L. J., and Chad, J. Z. (2012). *Principles of Managerial Finance*. 13th ed. Boston, USA: Pearson Education.
- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., Anderson, R.E. and Tatham, R.L. (2006). *Multivariate Data Analysis (Vol. 6)*. Boston, USA: Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River.
- Hassana, M., and Shrivastava, S. K. (2019). Working Capital Management and Its Impact on the Profitability of Tata Motors. *The Proceedings of 10th International Conference on Digital Strategies for Organizational Success*, 5 January 2019.
- Hassani, M., and Tavosi, A. R. (2014). To Survey the Effect of Working Capital Policies (Investing and Financing) on Profitability Risk (Evidence from Tehran Stock Exchange). *Journal of Investment and Management*, 3(1), 30-36.
- Hawawini G., and Viallet C. (2007). *Finance for executives: Managing for value creation*. Florida: South-Western Cengage Learning.
- Higgins, R. (1977). How Much Growth Can A Firm Afford?. *Financial Management*, 6(3), 7-16.
- Islam, M.N., and Mili, S.A. (2012). Working Capital Investment and Financing Policies of Selected Pharmaceutical Firms in Bangladesh. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(4), 1-7.
- Kishore, B., and Pai, R.J. (2014). Impact of Aggressive and Conservative Working Capital Management Policy on Firms Profitability. *Research Journal of Social Science and Management*, 4(1), 105-110.
- Kitrungrotcharoen, P. (2015) Working Capital Management. *Journal of Information*, 14(2), 7-19. (in Thai)
- Manchusri. K. (2015). Sustainable Growth. [Online]. Retrieved from: <http://www.set.or.th>. (in Thai)
- Mansoori, E., and Muhammad, D. (2012). Determinants of Working Capital Management: Case of Singapore Firms. *Research Journal of Finance and Accounting*, 11(3), 15-23.
- Mat Nor, F., Ramli, N. A., Marzuki, A., and Rahim, N. (2020). Corporate Sustainable Growth Rate: The Potential Impact of COVID-19 on Malaysian Companies. *The Journal of Muamalat and Islamic Finance Research*, 17(3), 25-38.

- Mumu, S., Susanto, S., and Gainau. P. (2019). The Sustainable Growth Rate and The Firm Performance: Case Study of Issuer at Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Management, IT and Engineering*, 9(12), 10-18.
- Mwangi, L. W., Makau, M. S., and Kosimbei, G. (2014). Effects of Working Capital Management on Performance of Non-Financial Companies Listed In NSE, Kenya. *European Journal of Business and Management*, 6(11), 195-205.
- Pacurari, D. (2012). Models for Assessing the Profitability and Sustainable Growth of the Enterprise. *Economy Transdisciplinarity Cognition*, 15(1), 112-118.
- Pai, R. J., and Kishore, B. (2014). Impact of aggressive and conservative working capital management policy on firm's profitability. *International research journal of social science and management*, 4(1), 105-110.
- Pedhazur, E.J. (1997). *Multiple Regression in Behavioral Research: An Explanation and Prediction*. New York, USA: Holt, Rinehart and Winston.
- Pestonji, C. and Wichitsatian, S. (2019) Determinants of Working Capital Management Impacting on Profitability: Evidence from Agro and Food Industry in Stock Exchange of Thailand. *Suranaree J. Soc. Sci*, 13(1), 89-104. (in Thai)
- Puraghajan, A., Ramzani, A.A., and Bin, I.E. (2014). Effect of Aggressive Working Capital on the Performance of Listed Firms in Tehran Stock Exchange. Kuwait Chapter of Arabian *Journal of Business and Management Review*, 3(7), 71-84.
- Raheman, A., Afza, T., Qayyum, A., and Bodla, M. A. (2010). Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 47, 157-169.
- Rahim, N. (2017). Sustainable Growth Rate and Firm Performance: a Case Study in Malaysia. *International Journal of Management, Innovation and Entrepreneurial Research*, 3(2), 48-60.
- Sunardi, S., Asti, P., and Supramono. S. (2021) Conservative Working Capital Policy: Can it Increase Profitability and Sustainable Growth Rate?. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education*, 12(3), 5630-5637.
- Suwannaphak, S., Tewongsa, A., Chancharat, S., and Chancharat, N. (2018). The Relationship Between Working Capital Management and Profitability: The Case of Listed Companies in Agro and Food Industry in Thailand. *Nida Business Journal*, 23, 92-113. (in Thai)
- Tauringana, V., and Afrifa, G. A. (2013). The Relative Importance of Working Capital Management and Its Components to SME's Profitability. *Journal of Small Enterprise Development*, 20(3), 453-469.

- Tongpoon, T. (2021). *The Relationship between Working Capital Management and Profitability of Automotive Companies*. Independent Study of the Degree of Master of Business Administration. Pathum Thani: Bangkok University. (in Thai)
- Yang, W., and Gan, S. (2019). Can Asset Quality Promote the Sustainable Development of Enterprises?. *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 347, 48-53.