



ความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนที่ย้ายการจดทะเบียนจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Sustainability of Listed Companies Moving from Market for Alternative Investment to the Stock Exchange of Thailand

พัฒนกิจ ศักดิ์บุญยมาลย์¹ และ วินัย หอมสมบัติ²

บัณฑิตวิทยาลัยการจัดการและนวัตกรรม มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าธนบุรี

Pattanakit Sakboonyamal¹ and Winai Homsombat²

Graduate School of Management and Innovation, King Mongkut's University of Technology Thonburi

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาถึงความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนที่ย้ายการซื้อขายจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ไปสู่การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยพิจารณาผลการดำเนินงานของกิจการจากอัตราส่วนทางการเงินทั้ง 5 ด้าน ประกอบด้วย อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนการดำเนินงาน อัตราส่วนหนี้สิน อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร และอัตราส่วนมูลค่าตลาด รวมทั้งศึกษาปัจจัยด้านธรรมาภิบาลและความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัทจดทะเบียน งานวิจัยนี้เก็บรวบรวมปัจจัยข้างต้นทั้งหมดแล้วนำมาวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองทางเศรษฐมิติเพื่อศึกษาผลกระทบต่อความยั่งยืน การเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์และความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์ ผลการวิจัย พบว่าอัตราส่วนทางการเงินทั้ง 5 ด้านที่แสดงถึงผลการดำเนินงานที่ดีส่งผลต่อความยั่งยืนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติและการมีธรรมาภิบาลที่ดีภายในองค์กรและความรับผิดชอบต่อสังคมส่งผลในทางบวกต่อความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนด้วยเช่นกัน นอกจากนี้ การเติบโตและความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทมีแนวโน้มดีขึ้นหลังจากมีการย้ายตลาดซื้อขาย

คำสำคัญ: 1) ความยั่งยืน 2) ธรรมาภิบาล 3) อัตราส่วนทางการเงิน 4) การย้ายตลาดการซื้อขายหลักทรัพย์

Abstract

This paper studied the sustainability of listed companies that moved from the Market for Alternative Investment (mai) to the Stock Exchange of Thailand (SET), based on five financial ratio groups, namely liquidity ratio, activity ratio, debt ratio, profitability ratio, and market value ratio, as well as the factors reflecting good governance and corporate social responsibility of the listed companies. The researcher collected all the aforementioned variables and analyzed them by using econometric models for capturing the influence on company sustainability, and growth and volatility of the common stock price. The five financial ratios, in good direction, had statistically positive effects on sustainability. Growth and volatility of stock price were found to be improved from the move to the new-matured trading market.

Keywords: 1) Sustainability 2) Corporate governance 3) Financial ratio 4) Trading market movement

¹ นักศึกษาปริญญาโท หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการจัดการ (Graduate Student in Master of Science Program Management) Email: napattana@hotmail.com

² อาจารย์ประจำหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการจัดการ (Lecturer in Master of Science Program Management) Email: winai.hom@mail.kmutt.ac.th



บทนำ (Introduction)

ภาคเอกชนในปัจจุบันนับว่ามีความสำคัญในการขับเคลื่อนระบบเศรษฐกิจของประเทศเป็นอย่างมาก มาตรการส่งเสริมและสนับสนุนจึงมีอย่างต่อเนื่องเพื่อให้เกิดความยั่งยืนในภาคธุรกิจ อันจะนำมาซึ่งการเติบโตของระบบเศรษฐกิจในภาพรวม อย่างไรก็ตาม สถานประกอบการแต่ละประเภท หรือขนาดต่างกัน มักมีข้อจำกัดในการดำเนินงานที่แตกต่างกัน สถานประกอบการขนาดใหญ่มักมีความพร้อมในเกือบทุกด้าน การแสวงหาช่องทางในการลดข้อจำกัดจึงสามารถดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ ต่างกับธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กที่มีข้อจำกัดค่อนข้างมาก แต่กลับพบว่าเป็นส่วนสำคัญในการขับเคลื่อนระบบเศรษฐกิจของประเทศด้วยจำนวนการจ้างงาน และสัดส่วนการผลิตต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม, 2557, หน้า 36) ดังนั้น การให้ความช่วยเหลือและอำนวยความสะดวกจึงนับเป็นมาตรการที่สำคัญเพื่อให้ธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กสามารถดำเนินกิจการได้อย่างยั่งยืน หนึ่งในกลไกที่สำคัญอย่างยิ่ง คือ การส่งเสริมการเข้าถึงแหล่งเงินทุน หรือการระดมเงินทุนผ่านตลาดทุน

เดิมประเทศไทยมีตลาดซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อกิจกรรมการระดมเงินทุนเพียงตลาดเดียว คือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ต่อมาในวันที่ 21 มิถุนายน 2542 ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้เปิดอย่างเป็นทางการ ในขณะนั้นใช้ชื่อว่าตลาดหลักทรัพย์ใหม่และต่อมาได้ทำการเปลี่ยนชื่อเป็นตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) เมื่อวันที่ 25 พฤษภาคม 2548 เพื่อมุ่งเน้นการเปิดโอกาสให้กับบริษัทที่ดำเนินธุรกิจขนาดกลางและเล็กให้มีช่องทางในการเข้าถึงเงินทุนระยะยาวในการดำเนินงาน เพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันทางธุรกิจและการเติบโตอย่างยั่งยืน การระดมทุนที่ผ่านตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เติบโตขึ้นอย่างมากตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555 เป็นต้นมา และมีบริษัทเข้ามาจดทะเบียนอย่างต่อเนื่อง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ควรศึกษาและเดินตามแนวทางที่บริษัทขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการดำเนินแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืน โดยบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับธรรมาภิบาลขั้นสูงสุคนั้นจะต้องให้

ความสำคัญกับ 5 หมวดใหญ่ ได้แก่ 1) สิทธิของผู้ถือหุ้น 2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นเท่าเทียมกัน 3) บทบาทของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย 4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และ 5) ความรับผิดชอบต่อสังคม (สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย, 2558, หน้า 4)

หากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถทำได้ถึงเกณฑ์การจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้วก็สามารถขอขายการซื้อขายสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ โดยทั่วไปบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นั้นขาดแต่เพียงขนาดของทุนจดทะเบียน เมื่อมีคุณสมบัติผ่านเกณฑ์ข้อนี้แล้วจึงขอขายตลาดการซื้อขาย ซึ่งจะส่งผลดีกับภาพลักษณ์ของบริษัท เนื่องจากภาพลักษณ์เดิมของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เป็นตลาดของธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก การย้ายตลาดจึงส่งผลต่อภาพลักษณ์ด้านการเติบโตของบริษัทที่สามารถเข้ามาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้นักลงทุนก็จะเข้ามาศึกษาและลงทุนมากขึ้น

อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันกลับพบว่าบริษัทที่ย้ายตลาดซื้อขายมาสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้ประสบผลสำเร็จเสมอไป ทั้งนี้อาจเนื่องจากกิจการยังอยู่ในช่วงขยายงาน การปรับเปลี่ยนรูปแบบการบริหารงาน จากการบริหารงานแบบครอบครัวเป็นหลัก ทำให้การปรับกลยุทธ์ทิศทางธุรกิจไม่ประสบผลสำเร็จเท่าที่ควร ดังนั้น ในการพิจารณาซื้อขายตลาดซื้อขายจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ควรมีการพิจารณาเงื่อนไขอื่นๆ ประกอบด้วยนอกเหนือจากทุนจดทะเบียนเป็นหลัก เช่น อัตราส่วนทางการเงินที่สะท้อนผลการดำเนินงานที่ดีอย่างต่อเนื่อง การให้ความสำคัญในเรื่องของธรรมาภิบาลต่อผู้เกี่ยวข้องในทุกด้าน และความรับผิดชอบต่อสังคม เป็นต้น เพื่อให้การคัดกรองบริษัทจดทะเบียนที่จะทำการย้ายการซื้อขายจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ และประสบผลสำเร็จต่อบริษัทและผู้เกี่ยวข้องในระยะยาว จากเหตุผลที่กล่าวมาจึงนำมาสู่ที่มาของงานวิจัยนี้



วัตถุประสงค์ของการวิจัย (Objectives)

1. เพื่อศึกษาผลการดำเนินงาน และปัจจัยด้านธรรมาภิบาลที่มีผลต่อความยั่งยืนของบริษัทที่มีการย้ายการซื้อขายจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) สู่การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)
2. เพื่อเปรียบเทียบการเติบโตและความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์ ก่อนและหลังการย้ายการซื้อขายจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) สู่การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Related Literature)

การเข้าถึงแหล่งเงินทุนนับเป็นปัจจัยสำคัญของการดำเนินธุรกิจสำหรับภาคเอกชนไม่ว่าจะเป็นธุรกิจขนาดใด ทั้งนี้กลับพบว่าประเภทธุรกิจที่ประสบปัญหาการเข้าถึงแหล่งเงินทุนมักเป็นวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก Batra, et al. (2003, p. 6) และ Paulson and Townsend (2004, p. 259; 2005, p. 39) ได้ศึกษาข้อจำกัดที่สำคัญในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนพบว่า เกิดขึ้นเนื่องจาก

1) ลักษณะการบริหารงานส่วนใหญ่เป็นแบบครอบครัวทำให้การพิจารณาการปล่อยสินเชื่อมองว่าเป็นการผูกติดความอยู่รอดของธุรกิจไว้กับบุคคลเพียงคนเดียว

2) ขาดการจัดเก็บเอกสารทางการเงินที่สำคัญ

3) ต้นทุนทางการเงินสูง (อัตราดอกเบี้ย)

หากสถานประกอบการสามารถแก้ปัญหาตามที่กล่าวมาได้ การดำเนินงาน และการเติบโตของธุรกิจก็จะสามารถเป็นไปอย่างได้เต็มที่มากขึ้น อีกทั้งปัจจุบันภาครัฐได้ให้การสนับสนุนประเด็นนี้ค่อนข้างมาก เพราะเชื่อว่าการที่กิจการสามารถเข้าสู่กระบวนการระดมเงินทุนผ่านตลาดทุนได้ ย่อมเป็นการช่วยให้เข้าถึงแหล่งเงินทุนระยะยาวจากประชาชนได้โดยตรง เพิ่มช่องทางระดมทุนเพื่อช่วยในการบริหารเงินให้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ เสริมสร้างชื่อเสียงและภาพลักษณ์ที่ดีให้แก่บริษัท ผ่านกลไกการเปิดเผยข้อมูลที่มีความน่าเชื่อถือ สร้างความภาคภูมิใจและผลตอบแทนที่ดีให้แก่พนักงาน สร้างความรับผิดชอบ และการบริหารงานแบบมีอาชีพต่อองค์กร และการดำรงอยู่ของธุรกิจในระยะยาว (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ,

2552, หน้า 5) นอกจากมาตรการสนับสนุนการเข้าถึงแหล่งเงินทุนแล้ว ปัจจุบัน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2557) ได้จัดทำแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน (Sustainability Development Roadmap) ด้วย เพื่อให้การดำเนินงานของบริษัทมีความน่าเชื่อถือ และเป็นไปเพื่อความยั่งยืนของทั้งกิจการและสังคมโดยรวม

ผลการดำเนินงานกับการดำรงอยู่ของธุรกิจ

เมื่อกิจการสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมได้แล้ว กลยุทธ์การดำเนินงานขององค์กรเพื่อให้ได้ผลประโยชน์ที่คืนเป็นอีกปัจจัยที่มีความสำคัญ Beaver (1966, p. 71) ได้ทำการศึกษาอัตราส่วนทางการเงินเพื่อพยากรณ์และจำแนกความสำเร็จและล้มเหลวทางการเงินของกิจการโดยใช้ข้อมูลเป็นบริษัทที่ประสบความสำเร็จทางการเงินจำนวน 79 บริษัท และที่ล้มเหลวทางการเงินจำนวน 79 บริษัท ที่มาจาก 38 กลุ่มอุตสาหกรรมของสหรัฐอเมริกา ผลการวิจัยพบว่า อัตราส่วนทางการเงินสามารถพยากรณ์ความล้มเหลวทางการเงินได้อย่างน้อย 5 ปีก่อนที่กิจการจะล้มเหลวทางการเงิน โดยข้อมูลอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อหนี้สินรวมสามารถใช้พยากรณ์ได้แม่นยำที่สุด

ต่อมา Altman (1968, p. 594) ได้ทำการศึกษาการทำนายสถานะการล้มละลายโดยใช้ข้อมูลอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งพบว่ามี 5 ปัจจัยที่ส่งผลมากที่สุด ได้แก่ เงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม กำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม กำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์รวม มูลค่าตลาดต่อหนี้สินรวม และยอดขายต่อสินทรัพย์รวม แบบจำลองของ Altman (1968, p. 597) เป็นที่นิยมในการใช้พยากรณ์สถานะความล้มเหลวทางการเงินในปัจจุบัน เนื่องจากเป็นแบบจำลองที่มีความแม่นยำและนำไปใช้ได้ง่าย

ธรรมาภิบาลกับความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดทุน

นอกจากผลการดำเนินงานที่พิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงินแล้ว ในปัจจุบัน พบว่า ธรรมภิบาลองค์กร (Corporate Governance) และ ความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (Corporate Social



Responsibility) นับว่าเป็นอีกปัจจัยที่มีความสำคัญต่อการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน เนื่องจากเป็นปัจจัยที่ช่วยให้บริษัทมีความน่าเชื่อถือ และการดำเนินงานเป็นไปเพื่อความยั่งยืนของทั้งบริษัทและสังคมในภาพรวม

Gompers et al. (2003, p. 107) ได้ศึกษาและหาความสัมพันธ์ของผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทที่ให้ความสำคัญและไม่ให้ความสำคัญในเรื่องธรรมาภิบาล โดยการสร้างดัชนีธรรมาภิบาล (Govenance Index) ที่มาจากข้อมูล 1,500 บริษัทในช่วงปี 1990 ผลที่ได้พบว่า บริษัทที่ให้ความสำคัญในเรื่องธรรมาภิบาลให้อัตราผลตอบแทนที่ 23.3% แต่บริษัทที่ไม่ให้ความสำคัญในเรื่องธรรมาภิบาลให้อัตราผลตอบแทนอยู่ที่ 14% ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ให้ความสำคัญในเรื่องธรรมาภิบาลจะส่งผลทำให้มูลค่าตลาดของกิจการมีการเติบโตมากกว่า ส่วน Brown and Caylor (2006, p. 409) ได้ทำการศึกษาต่อยอดถึงผลของธรรมาภิบาลกับการเพิ่มมูลค่ากิจการโดยใช้ข้อมูลกิจการในประเทศสหรัฐอเมริกา จำนวน 2,327 กิจการ ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีการจัดการด้านธรรมาภิบาลที่ดีมีแนวโน้มในการเติบโตที่ดีกว่า

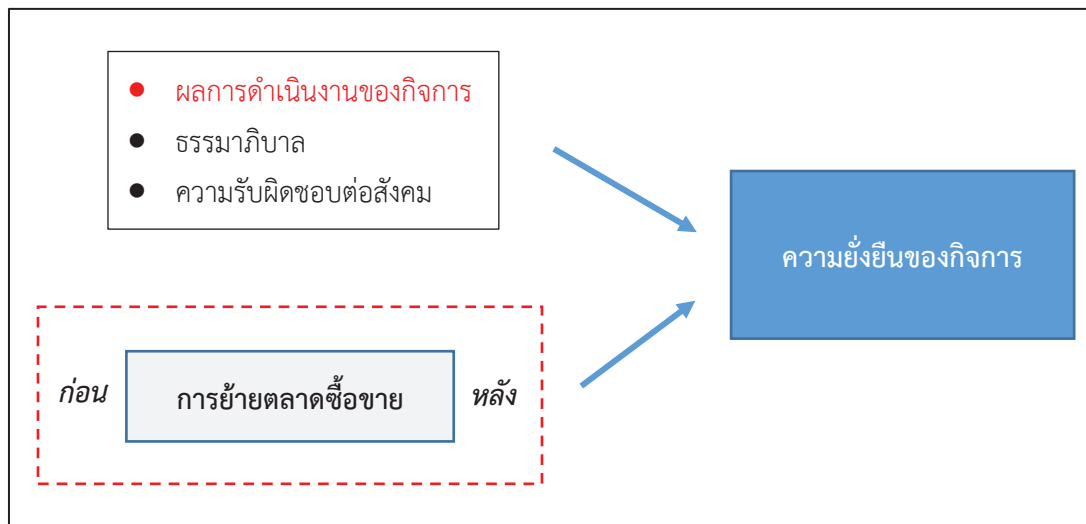
สำหรับงานศึกษาเกี่ยวกับธรรมาภิบาลในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย Puksamatanan and Nittayagasetwat (2012, p. 35) ได้ทำการศึกษาธรรมาภิบาลกับมูลค่าหลักทรัพย์โดยใช้กรณีศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2006 - 2011 และการจัดอันดับธรรมาภิบาล (CG Score) เข้ามาศึกษาด้วยโดยใช้แบบจำลอง CAPM แบบ Four-factor พบว่า บริษัทที่ได้รับการจัดอันดับธรรมาภิบาลที่สูงไม่ได้ช่วยลดความเสี่ยงของตลาด แต่จะช่วยลดความเสี่ยงในด้านอื่นๆ ได้ดีกว่าบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับว่ามีระดับธรรมาภิบาลต่ำ และเมื่อเปรียบเทียบผลตอบแทนของการลงทุนพบว่ามูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีผลการจัดอันดับธรรมาภิบาลสูงนั้นมีความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์น้อยกว่า และให้ผลตอบแทนสูงที่กว่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงที่เกิดสภาวะวิกฤตเศรษฐกิจ เช่นเดียวกับ อาณัติ ลีหมัดเดช (2556, หน้า 27) ที่ศึกษาการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าหลักทรัพย์ในช่วงปี 2006 - 2011 ในกลุ่มบริษัทที่มีการทำกิจกรรมการรับผิดชอบต่อสังคม ผลการศึกษา

พบว่า กิจกรรมการรับผิดชอบต่อสังคมส่งผลในทางบวกต่อกิจการและทำให้สภาพคล่องเพิ่มขึ้นด้วย แต่ในทางกลับกัน กิจกรรมการรับผิดชอบต่อสังคมก็สามารถส่งผลในทางลบต่อบริษัทได้เช่นกัน หากเป็นกลุ่มบริษัทที่มีปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย

จากงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง แสดงให้เห็นว่าปัจจัยด้านธรรมาภิบาลเริ่มเข้ามามีผลต่อความยั่งยืนของกิจการมากขึ้น รวมทั้งนักลงทุนด้วยเช่นกัน พิจารณาได้จากผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์หรือการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ที่มีการให้ความสำคัญในเรื่องธรรมาภิบาลที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าและมีความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์น้อยกว่าในช่วงเวลาเดียวกัน สำหรับงานศึกษาประเทศไทย พบว่างานวิจัยส่วนมากในประเด็นความยั่งยืนและความสำคัญของธรรมาภิบาลส่วนใหญ่นิยมศึกษาบริษัทขนาดใหญ่ งานวิจัยชิ้นนี้จึงได้ทำการศึกษาปัจจัยอัตราส่วนทางการเงินและปัจจัยด้านธรรมาภิบาลกับกลุ่มตัวอย่างที่เติบโตมาจากการเป็นกิจการขนาดกลางและขนาดเล็กเป็นหลัก โดยเพิ่มเติมปัจจัยทางด้านความรับผิดชอบต่อสังคมร่วมด้วย เพื่อนำผลที่ได้จากการศึกษามาเป็นแนวทางและข้อมูลสำหรับธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กที่มีอยู่ในปัจจุบันในการช่วยวางรากฐานในการพัฒนาธุรกิจให้เติบโตอย่างยั่งยืน ทั้งยังจะส่งผลดีต่อกองทุน และระบบเศรษฐกิจในภาพรวมด้วย

วิธีดำเนินการ (Methods)

งานวิจัยนี้ประกอบด้วยงานศึกษา 2 ส่วน ในส่วนแรกจะพิจารณาผลของ 3 ตัวแปรหลัก ได้แก่ อัตราส่วนทางการเงินที่สะท้อนผลการดำเนินงานของกิจการ และปัจจัยด้านธรรมาภิบาล รวมทั้งความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร ที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกิจการ และส่วนที่ 2 เป็นการศึกษาผลของการย้ายตลาดซื้อขายจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ไปสู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าก่อให้เกิดผลกระทบต่อราคาและค่าตอบแทนของมูลค่าหลักทรัพย์หรือไม่ อย่างไร กรอบแนวคิดในการวิจัยเป็นไปตามภาพ 1



ภาพ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ขอบเขตการวิจัย (Scope of study)

การวัดผลกระทบต่อความยั่งยืนขององค์กร พิจารณาจากอัตราส่วนการเงิน 5 ด้าน ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) อัตราส่วนการดำเนินงาน (Activity Ratio) อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio) และอัตราส่วนมูลค่าตลาด (Market Value Ratio) โดยเก็บข้อมูลจากงบการเงินรายไตรมาส ประกอบกับข้อมูลด้านธรรมาภิบาลจากการจัดอันดับธรรมาภิบาล (CG Score) และข้อมูลด้านความรับผิดชอบต่อสังคมจากการถูกเสนอชื่อเพื่อรับรางวัลบริษัทจดทะเบียนด้านความรับผิดชอบต่อสังคมดีเด่น

จากข้อมูลการย้ายการซื้อขายหลักทรัพย์จากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 - 2555 พบว่ามีบริษัททั้งสิ้นจำนวน 10 บริษัท งานวิจัยนี้จึงใช้ข้อมูลจากบริษัทเหล่านี้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาซึ่งประกอบด้วย

- 1) BROCK: บริษัท บ้านร็อคคาร์เด็น จำกัด (มหาชน)
- 2) DEMCO: บริษัท เด็มโก้ จำกัด (มหาชน)
- 3) MATCH: บริษัท แม็ทซิ่ง แม็กซิไมซ์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)
- 4) MILL: บริษัท มิลล์คอน สตีล จำกัด (มหาชน)

5) MPIC: บริษัท เอ็ม พิคเจอร์ส อินเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)

6) OFM: บริษัท ออฟฟิศเมท จำกัด (มหาชน)

7) SF: บริษัท สยามฟิวเจอร์ ดีเวลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)

8) SPCG: บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)

9) STHAI: บริษัท ชันไทยอุตสาหกรรมถุงมือยาง จำกัด (มหาชน)

10) TEAM: บริษัท ทีมพีริซิชั่น จำกัด (มหาชน)

เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา (Research Instrument)

การศึกษาผลของการดำเนินงาน ปัจจัยธรรมาภิบาล และความรับผิดชอบต่อสังคม ที่มีต่อความยั่งยืนขององค์กร งานวิจัยชิ้นนี้วัดความยั่งยืนขององค์กรจากระดับสินทรัพย์ถาวรสุทธิของบริษัท เนื่องจากเป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับการเติบโตของบริษัท ช่วยส่งเสริมการเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่ดีจากที่สามารถใช้เป็นหลักทรัพย์ค้ำประกันได้ และการเติบโตของกิจการจากโครงการลงทุนระยะยาว (Bradley, et al., 1984, p. 857; Agiomirgianakis, et al., 2006, p. 232) แบบจำลองทางเศรษฐมิติที่ใช้ในการศึกษาบริษัทกลุ่มตัวอย่างทั้ง 10 มีการย้ายการซื้อขายจากตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ สู่การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ



$$y_i = \alpha + \sum_{j=1}^k \beta_j x_{ij} + \delta CG_i + \phi CSR_i + \sum_{j=1}^n \chi_j D_{ij} + \varepsilon_i$$

เมื่อ y_i คือ ความยั่งยืนของกิจการ (วัดจากมูลค่าของสินทรัพย์ถาวรสุทธิ หน่วยพันบาท)

x_i คือ ตัวแปรอัตราส่วนทางการเงิน

CG_i คือ การจัดอันดับธรรมาภิบาล

CSR_i คือ ตัวแปรหุ่นการถูกเสนอชื่อเพื่อรับรางวัลบริษัทจดทะเบียนด้านความรับผิดชอบต่อสังคมดีเด่น

D_i คือ ตัวแปรหุ่นของบริษัท

ตามงานศึกษา Altman (1968, p. 594) Gompers, et al. (2003, p. 107) Brown and Caylor (2006, p. 409) Puksamatanan and Nittayagasetwat (2012, p. 35) และอาณัติ ลีมีคเดช (2556, หน้า 27) ผลการวิจัยคาดว่าปัจจัยด้านธรรมาภิบาลและความรับผิดชอบต่อสังคมจะส่งผลต่อความยั่งยืนควบคู่ไปกับปัจจัยด้านอัตราส่วนทางการเงิน แต่หากกิจการมีการรักษาสมดุลระหว่างการสร้างผลตอบแทนควบคู่กับความรับผิดชอบต่อสังคมตามแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืน ก็จะส่งผลต่อความยั่งยืนได้ดีขึ้น แต่ทั้งนี้อาจไม่เสมอไปเนื่องจากกลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้เป็นบริษัทจดทะเบียนที่ทำการย้ายตลาดซื้อขายไปยังตลาดที่มีขนาดใหญ่ขึ้น ผลดังกล่าวอาจยังสะท้อนไม่ชัดเจนภายใต้สภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนไป จึงจำเป็นต้องอาศัยงานวิจัยเชิงประจักษ์ในการทดสอบสมมติฐานดังกล่าว

ด้านการเติบโตของมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ที่อาจเปลี่ยนแปลงไปเนื่องจากการย้ายตลาดซื้อขายของกิจการ แบบจำลองที่ใช้ คือ

$$\ln SecurityValue_i = \alpha + \sum_{j=1}^n \chi_j D_{ij} + \sum_{j=1}^k \gamma_j Status_{ij} + \beta_3 \ln Value_i + \varepsilon_i$$

เมื่อ $SecurityValue_i$ คือ มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์

D_i คือ ตัวแปรหุ่นของบริษัท

$Status_i$ คือ ตัวแปรหุ่นก่อนและหลังย้ายตลาดการซื้อขายหลักทรัพย์ และ

$Value_i$ คือ มูลค่าหลักทรัพย์จดทะเบียนเข้าใหม่

ด้านความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์ ทำการศึกษาตามวิธีของ Bollerslev (1986, p. 307) ที่พัฒนามาจาก Engle (1982, p. 987) เพื่อให้ค่าพยากรณ์มีความถูกต้องมากยิ่งขึ้น แบบจำลองที่ใช้ คือ Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (GARCH) ซึ่งตัวแบบจำลองที่พัฒนาในงานวิจัยชิ้นนี้ คือ

$$h_t = \gamma + \sum_{i=1}^q \gamma_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^p \theta_j h_{t-j} + \sum_{j=1}^n \chi_j D_{ij}$$

เมื่อ h_t คือ ความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์

ε_{t-i}^2 คือ ผลของปัจจัยอื่นที่มีต่อความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์ และ

D_i คือ ตัวแปรหุ่นของบริษัท

เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เปิดดำเนินการและมีพัฒนาการมากว่า 40 ปี เสถียรภาพตลาดจึงควรอยู่ระดับที่เหมาะสมมากกว่า ดังนั้น มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์และความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์ของกลุ่มบริษัทที่ย้ายตลาดซื้อขายมายังตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงควรได้รับประโยชน์จากสภาวะตลาดในด้านนี้ อย่างไรก็ตามพบว่าผลดังกล่าวไม่เป็นจริงเสมอไป มีบางบริษัทที่ไม่ประสบผลสำเร็จจากการย้ายตลาดซื้อขาย การเติบโตและความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์ จึงอาจไม่ได้เป็นไปในทิศทางที่ดีขึ้นเสมอไป ผลสรุปที่แน่ชัดจึงควรมีการทดสอบด้วยการศึกษาเชิงประจักษ์ตามแบบจำลองข้างต้น

ผลการศึกษา (Results)

ความยั่งยืนของบริษัทจดทะเบียนที่ย้ายการซื้อขาย

การประมาณค่าแบบจำลองการศึกษาผลของการดำเนินงาน ปัจจัยด้านธรรมาภิบาล และความรับผิดชอบต่อสังคม ที่มีผลต่อความยั่งยืนของกิจการ สามารถประมาณค่าได้ 4 แบบจำลองตามตาราง 1 เพื่อพิจารณาถึงความสอดคล้องของผลการประมาณที่ได้จากแต่ละแบบจำลอง ความแตกต่างของทั้ง 4 แบบจำลองอยู่ที่การพิจารณาใส่ตัวแปรหุ่นด้านธรรมาภิบาล และตัวแปรปฏิสัมพันธ์ (Interactive Variable) กล่าวคือ แบบจำลองที่ 1 เพิ่มตัวแปรความ



รับผิดชอบต่อสังคมดีเด่น และอันดับธรรมาภิบาลแบบจำลองที่ 2 เพิ่มตัวแปรความรับผิดชอบต่อสังคมดีเด่น และตัวแปรปฏิสัมพันธ์ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์กับความรับผิดชอบต่อสังคมดีเด่น แบบจำลองที่ 3 เพิ่มตัวแปรอันดับธรรมาภิบาล และตัวแปรปฏิสัมพันธ์ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์กับการจัดอันดับธรรมาภิบาล และแบบจำลองที่ 4 เพิ่มตัวแปรทุกตัวที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยด้านธรรมาภิบาลและความรับผิดชอบต่อสังคม ผลการประมาณค่าที่ได้จากแต่ละแบบจำลองมีความสอดคล้องกันทั้งทิศทาง ขนาดของค่าสัมประสิทธิ์ที่ใกล้เคียงกัน และค่า R-Square ที่มีค่าอยู่ระหว่าง 0.6232 - 0.6430 โดยแบบจำลองที่ 4 มีค่า R-Square สูงสุดและสามารถอธิบายผลของตัวแปรต่างๆ ได้อย่างครบถ้วนกว่าอีก 3 แบบจำลอง

ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ตามตาราง 1 ด้านผลการดำเนินงานที่วัดจากอัตราส่วนทางการเงินพบว่า อัตราส่วนสภาพคล่องประกอบด้วย อัตราส่วนหมุนเวียนและอัตราส่วนหมุนเวียนเร็ว ส่งผลในเชิงลบต่อความยั่งยืนของกิจการตามมูลค่าของสินทรัพย์ถาวรที่บริษัทลงทุนลดลงประมาณ 20,000 - 40,000 บาท และ 290,000 - 369,000 บาท ตามลำดับ เนื่องจากการที่กิจการคงไว้ซึ่งสินทรัพย์หมุนเวียน (สภาพคล่อง) มากเกินความจำเป็นในการดำเนินกิจการทำให้สูญเสียโอกาสในการสร้างผลตอบแทนทางธุรกิจในระยะยาว สำหรับผลของอัตราส่วนการดำเนินงานจากอัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวมในแบบจำลอง แม้ทิศทางจะสอดคล้องกับอัตราส่วนสภาพคล่อง แต่พบว่าไม่นัยสำคัญทางสถิติต่อความยั่งยืนของกิจการ

ด้านอัตราส่วนหนี้สิน พบว่า อัตราส่วนแสดงความสามารถในการชำระดอกเบี้ยไม่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนส่งผลในทิศทางบวกที่ประมาณ 173,000 - 194,000 บาท เพราะการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสะท้อนให้เห็นถึงการขยายกิจการด้วยวิธีการกู้ยืมโดยมีระยะเวลาการกู้ยืมที่เหมาะสมและต้นทุนทางการเงินที่ถูกกว่าการระดมทุนผ่านส่วนของเจ้าของ ส่งผลให้กิจการมีต้นทุนทางการเงินถัวเฉลี่ยที่ลดลง อีกทั้งดอกเบี้ยที่จ่ายไปสามารถนับรวมเป็นค่าใช้จ่ายส่วนหนึ่งของบริษัทที่ทำให้การจ่ายภาษีลดลงเมื่อเทียบกับการระดมทุนจากส่วนของเจ้าของเพียงอย่างเดียว นั่นคือ

กิจการมีความสามารถในการทำกำไรได้เพิ่มขึ้น แม้ความสัมพันธ์ของอัตราส่วนด้านความสามารถในการทำกำไรจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สอดคล้องกับการคาดการณ์ดังกล่าว แต่พบว่าไม่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติต่อความยั่งยืนของกิจการ

ในส่วนของอัตราส่วนมูลค่าตลาดจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อกำไรต่อหุ้นและอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น ผลการศึกษาพบว่า มีเพียงอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นที่ส่งผลในทางลบต่อความยั่งยืนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ประมาณ 35,000 - 40,000 บาท เนื่องจากการที่บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ทำให้กำไรสะสมเพิ่มขึ้น และมูลค่าทางบัญชีที่มากขึ้นตามไปด้วย (นั่นคือ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นลดลง) กิจการจึงมีความสามารถในการลงทุนเพื่อสร้างการเติบโตและความยั่งยืนให้แก่กิจการได้ดียิ่งขึ้น

สำหรับผลของปัจจัยด้านธรรมาภิบาล และความรับผิดชอบต่อสังคม พบว่า ปัจจัยทั้งสองส่งผลในทิศทางบวกต่อความยั่งยืนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตามมูลค่าของสินทรัพย์ถาวรที่ลงทุนเพิ่มขึ้นประมาณ 1.00 - 1.36 ล้านบาท เนื่องจากการที่บริษัทได้รับการจัดอันดับที่ดี รวมทั้งได้รับการเสนอชื่อรางวัลบริษัทจดทะเบียนด้านความรับผิดชอบต่อสังคมดีเด่น ล้วนเป็นกิจการที่ดำเนินการอย่างสอดคล้องกับหลักเกณฑ์การพิจารณาของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการไทยตามแนวทางการพัฒนาอย่างยั่งยืน ทั้งนี้ นอกจากสิ่งที่กิจการได้ทำจะสร้างประโยชน์ต่อสังคมในภาพรวมแล้ว ประโยชน์ดังกล่าวยังส่งผลมาสู่ความยั่งยืนของกิจการด้วยเช่นกัน นอกจากนี้ จากการคาดการณ์ว่ากิจการที่มีธรรมาภิบาลและความรับผิดชอบต่อสังคมที่ดีกว่ากิจการอื่นๆ ในอุตสาหกรรม เมื่อมีผลตอบแทนที่ดี อาจส่งผลต่อความยั่งยืนของกิจการมากกว่ากิจการอื่นๆ งานวิจัยนี้จึงพัฒนาแบบจำลองโดยเพิ่มตัวแปรปฏิสัมพันธ์เข้าไปเป็นตัวแปรต้นเพิ่มเติมในแบบจำลอง ได้แก่ ตัวแปรปฏิสัมพันธ์ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์กับความรับผิดชอบต่อสังคมดีเด่น และตัวแปรปฏิสัมพันธ์ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์กับการจัดอันดับธรรมาภิบาล ซึ่งผลการวิเคราะห์ล้วนสนับสนุนหรือสอดคล้องการคาดการณ์ดังกล่าว



ตาราง 1 ผลการดำเนินงาน ปัจจัยด้านธรรมาภิบาล และความรับผิดชอบต่อสังคมที่มีผลต่อความยั่งยืนของกิจการ

ตัวแปร ¹⁾	แบบจำลองที่ 1		แบบจำลองที่ 2		แบบจำลองที่ 3		แบบจำลองที่ 4	
	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.
ตัวแปรด้านผลการดำเนินงานอัตราส่วนทางการเงิน ²⁾								
อัตราส่วนหมุนเวียน	-39.83 (-1.96)	20.35	-35.37 (-1.59)	22.21	-23.14 (-1.14)	20.30	-40.50* (-1.99)	20.38
อัตราส่วนหมุนเวียนเร็ว	-311.96*** (-4.79)	65.07	-290.87*** (-4.32)	67.36	-369.26*** (-5.25)	70.40	-299.51*** (-4.68)	64.04
อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม	-874.68 (-1.40)	624.80	-655.92 (-0.98)	671.22	-1,233.04 (-1.93)	637.77	-866.49 (-1.26)	690.25
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน	172.99* (2.29)	75.54	194.25* (2.43)	79.82	189.43* (2.35)	80.731	182.24* (2.36)	77.1238
อัตราส่วนแสดงความสามารถในการชำระดอกเบี้ย	0.01 (1.83)	0.01	0.02* (2.50)	0.01	0.002 (0.33)	0.01	0.01 (1.67)	0.01
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์	1,016.70 (0.67)	1,521.41	-2,504.10 (-1.35)	1,861.06	-3,175.16 (-1.70)	1,872.51	-4,204.95 (-1.76)	2,393.35
อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อกำไรต่อหุ้น	42.16 (1.05)	40.13	44.716 (1.01)	44.40	33.38 (0.83)	40.17	40.31 (0.92)	43.95
อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น	-35.01* (-2.34)	14.97	-40.07** (-2.60)	15.40	-38.07* (-2.53)	15.05	-38.04** (-2.60)	14.66
ตัวแปรด้านธรรมาภิบาล								
ความรับผิดชอบต่อสังคมดีเด่น	1,133.31* (2.38)	476.70	1,361.10** (2.63)	517.12			1,299.06** (2.71)	478.52
อันดับธรรมาภิบาล	1,272.36* (2.44)	522.30			1,251.22* (2.19)	571.80	1,009.29* (1.97)	511.72
ตัวแปรปฏิสัมพันธ์ (Interactive Variable)								
ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์กับความรับผิดชอบต่อสังคมดีเด่น			15,117.41* (2.15)	7,035.77 1			7,799.32 (1.51)	5,175.990
ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์กับการจัดอันดับธรรมาภิบาล					21,514.78*** (3.34)	6,439.561	19,743.03** (2.61)	7,552.906
ค่าคงที่	2,965.35*** (3.83)	774.09	3,439.02*** (4.08)	842.46	3,480.92*** (4.04)	860.58	2,975.73*** (3.77)	789.61
จำนวนข้อมูล	399		399		399		399	
P-Value (F-Statistics)	0.000		0.000		0.000		0.000	
R-Square	0.6232		0.6256		0.6305		0.6430	

หมายเหตุ 1) แบบจำลองทั้ง 4 ประมวลค่าด้วย Fixed Effect Model โดยแสดงค่า t-statistics ไว้ในวงเล็บ เมื่อ *p<0.05 **p<0.01 และ ***p<0.001

2) ผลการดำเนินงานของกิจการจากอัตราส่วนทางการเงินทั้ง 5 ด้าน ประกอบด้วย

- อัตราส่วนสภาพคล่อง ได้แก่ อัตราส่วนหมุนเวียน และอัตราส่วนหมุนเวียนเร็ว
- อัตราส่วนการดำเนินงาน ได้แก่ อัตราส่วนหมุนเวียนสินทรัพย์รวม
- อัตราส่วนหนี้สิน ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราส่วนแสดงความสามารถในการชำระดอกเบี้ย
- อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์
- อัตราส่วนมูลค่าตลาด ได้แก่ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อกำไรต่อหุ้น และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น



ตาราง 2 การเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์หลังการย้ายตลาดการซื้อขาย

	Coef.	Std. Err.
รายชื่อบริษัท ¹⁾		
DEMCO	1.914*** (11.335)	0.169
MATCH	1.045*** (7.168)	0.146
MILL	0.771*** (4.645)	0.166
MPIC	0.053 (0.378)	0.144
OFM	3.361*** (17.607)	0.191
SF	1.342*** (9.265)	0.145
SPCG	2.170*** (13.313)	0.163
STHAI	-0.757*** (-5.267)	0.144
TEAM	0.428** (2.993)	0.143
สถานะบริษัทจดทะเบียน		
ช่วงย้ายตลาด	0.582** (2.717)	0.215
หลังการย้ายตลาด	0.462*** (5.372)	0.086
มูลค่าหลักทรัพย์เข้าใหม่	0.138*** (4.182)	0.033
ค่าคงที่	-1.845*** (-5.302)	0.348
จำนวนข้อมูล		399
P-value (F-Statistics)		0.0000
R-squared		0.711

หมายเหตุ เมื่อ * $p \leq 0.05$ ** $p \leq 0.01$ *** $p \leq 0.001$ และค่าในวงเล็บแสดง z-statistics ของตัวแปรในแบบจำลอง ทั้งนี้ การประมาณค่าสามารถรวมบริษัทตัวอย่างได้เพียง 9 บริษัทเท่านั้นจากทั้งหมด 10 บริษัท เนื่องจากตัวแปรที่ใช้ในการประมาณค่าเป็นตัวแปรหุ่น เพื่อป้องกันการเกิดปัญหา Perfect Multicollinearity ซึ่งจะทำให้ไม่สามารถประมาณค่าแบบจำลองได้



ตาราง 3 ความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์หลังการย้ายตลาดการซื้อขาย

	Coef.	Std. Err.
บริษัทจดทะเบียน		
BROCK	-0.005 (-0.129)	0.042
DEMCO	0.027 (0.514)	0.053
MATCH	0.052 (1.235)	0.042
MILL	-0.023 (-0.493)	0.047
MPIC	0.690*** (10.946)	0.063
OFM	0.076 (1.190)	0.064
SF	0.362*** (8.671)	0.042
SPCG	-0.079 (-1.780)	0.045
STHAI	-0.019 (-0.432)	0.044
หลังการย้ายตลาด	-0.106*** (-4.034)	0.026
ค่าคงที่	0.1351*** (3.518)	0.038
AARCH	1.271*** (5.995)	0.212
GARCH	0.245*** (3.828)	0.064
จำนวนข้อมูล 399, P-value (Wald chi-square) 0.0000, R-squared 0.129		

หมายเหตุ: เมื่อ * $p \leq 0.05$ ** $p \leq 0.01$ *** $p \leq 0.001$ และค่าในวงเล็บแสดง z-statistics ของตัวแปรในแบบจำลอง ทั้งนี้ การประมาณค่าสามารถรวมบริษัทตัวอย่างได้เพียง 9 บริษัทเท่านั้นจากทั้งหมด 10 บริษัท เนื่องจากตัวแปรที่ใช้ในการประมาณค่าเป็นตัวแปรหุ่น เพื่อป้องกันการเกิดปัญหา Perfect Multicollinearity ซึ่งจะทำให้ไม่สามารถประมาณค่าแบบจำลองได้



การเติบโตและความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์หลังการย้ายตลาดการซื้อขาย

ด้านการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์หลังการย้ายตลาดการซื้อขาย ผลการศึกษาจากตาราง 2 แสดงให้เห็นว่า บริษัทในกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่ที่ทำการศึกษามีผลตอบแทนที่ดีขึ้นหลังจากมีการย้ายตลาดการซื้อขายจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีการเข้าถึงแหล่งเงินทุนโดยใช้เครื่องมือทางการเงินที่ดี สะดวก และมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น ส่งผลให้บริษัทมีการเติบโตและสร้างผลตอบแทนได้ดีขึ้นดังแสดงได้จากการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยที่ประมาณ 58% ในช่วงย้ายตลาด และประมาณ 46% ในช่วงหลังการย้ายตลาดในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา

จากผลการศึกษาตามตาราง 3 พบว่า ความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์หลังการย้ายตลาดการซื้อขายลดลงจากช่วงก่อนย้ายตลาด เพราะบริษัทที่สามารถย้ายตลาดซื้อขายได้มีทุนจดทะเบียนที่สูงผ่านเกณฑ์ และเมื่อย้ายตลาดซื้อขายส่งผลต่อความสนใจของนักลงทุนให้เข้ามาลงทุนมากขึ้น สัดส่วนการถือครองของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free float) เพิ่มขึ้นกว่าเดิม ส่งผลให้มีความอ่อนไหวของมูลค่าลดลง ความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์จึงลดลงตามไปด้วย จากข้อมูลของกลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษพบว่าโดยเฉลี่ยความผันผวนของมูลค่าหลักทรัพย์ลดลงจากเดิมโดยเฉลี่ยที่ประมาณ 11%

สรุปและอภิปรายผล (Conclusion and Discussion)

การวิจัยนี้ได้ศึกษาผลการดำเนินงานของกิจการจากอัตราส่วนทางการเงิน 5 ด้าน ได้แก่ อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนการดำเนินงาน อัตราส่วนหนี้สิน อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร และอัตราส่วนด้านมูลค่าตลาด โดยใช้ข้อมูลในงบการเงินรายไตรมาสของกลุ่มบริษัทที่ย้ายการจดทะเบียนจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546 ถึง พ.ศ. 2555 จำนวน 10 บริษัท รวมทั้งสิ้นจำนวน 399 กลุ่มตัวอย่าง ประกอบกับ ปัจจัยด้านธรรมาภิบาลจากการได้รับการจัดอันดับธรรมาภิบาล (CG Score) และการได้รับการเสนอชื่อรางวัลบริษัทจดทะเบียนด้าน

ความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR Award) ที่ส่งผลต่อความยั่งยืนของกิจการที่วัดจากระดับมูลค่าของสินทรัพย์ถาวร เนื่องจาก สินทรัพย์ถาวรเป็นสินทรัพย์ที่มีอายุมากกว่า 1 ปี และเป็นสินทรัพย์ที่แท้จริงที่สามารถก่อให้เกิดรายได้ต่อกิจการในระยะยาว

จากการศึกษาที่มีความแตกต่างกันกับ Altman (1968, p. 589) เนื่องจากได้ใช้กรณีศึกษาเป็นบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งมีลักษณะการดำเนินงานที่แตกต่างจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่ ผลการศึกษา พบว่า อัตราส่วนทางการเงินส่งผลต่อความยั่งยืนของกิจการแตกต่างกันไป อัตราส่วนสภาพคล่องจะส่งผลในทิศทางตรงกันข้าม เพราะในแต่ละช่วงเวลา กิจการโดยทั่วไปมักให้ความสำคัญกับสินทรัพย์แต่ละประเภทแตกต่างกัน จึงทำให้สินทรัพย์หมุนเวียนกับสินทรัพย์ถาวรแปรผันกันในทิศทางตรงกันข้าม เช่นเดียวกับอัตราส่วนการดำเนินงานในทางกลับกันด้านอัตราส่วนหนี้สินส่งผลในทางบวก เนื่องจาก การก่อหนี้สินช่วยให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไร จึงส่งผลต่อความยั่งยืนของกิจการในท้ายที่สุด เช่นเดียวกับอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร และอัตราส่วนมูลค่าตลาด ซึ่งพิจารณาจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น พบว่าส่งผลกันในทิศทางตรงกันข้าม ทั้งนี้หากค่าอัตราส่วนลดลงเนื่องจากมูลค่าทางบัญชีเพิ่มขึ้น นั่นหมายความว่ากิจการมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น ความยั่งยืนของกิจการจึงเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

ด้านปัจจัยธรรมาภิบาล และความรับผิดชอบต่อสังคม พบว่า ทั้ง 2 ปัจจัยส่งผลในทางบวกต่อความยั่งยืนของกิจการทั้งสิ้น จึงนับได้ว่าเป็นอีกปัจจัยที่ส่งผลต่อความสำเร็จและความยั่งยืนของกิจการที่ทำการย้ายตลาดซื้อขาย เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Altman (1968, p. 594); Gompers et al. (2003, p. 107); Brown and Caylor (2006, p. 409); Puksamatanan and Nittayagasetwat (2012, p. 35); อาณัติ ลีมีคเดช (2556, หน้า 27)

ด้านการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ พบว่า บริษัทที่ย้ายการซื้อขายจากตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สู่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงไตรมาสที่ทำการย้ายตลาด มูลค่าของหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นจากช่วงที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์



เอ็ม เอ ไอ เนื่องจากนักลงทุนให้ความสนใจเลือก
ลงทุน ทำให้มูลค่าหลักทรัพย์สูงขึ้นจากความต้องการ
ของนักลงทุนในช่วงนี้ หลังจากนั้นมูลค่าหลักทรัพย์
ยังคงอยู่ในระดับที่สูง ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงผลตอบแทน
ที่ดีกว่า นอกจากนี้ ยังพบว่าหลังจากมีการย้ายตลาด
การซื้อขายแล้วมูลค่าหลักทรัพย์มีความผันผวนของ
มูลค่าหลักทรัพย์ลดลง จากการที่บริษัทจดทะเบียน
มีขนาดใหญ่ขึ้น การเคลื่อนไหวของมูลค่าหลักทรัพย์
จึงมีความผันผวนลดลงตามไปด้วย

จากผลการวิจัยทั้งหมดทำให้ทราบถึงปัจจัยที่มี
ผลต่อความยั่งยืนของกิจการ เพื่อให้บริษัทสามารถ
นำไปพัฒนาใช้จริงในทางปฏิบัติควบคู่กับการดำเนิน
กิจการเพื่อให้เกิดความยั่งยืนในระยะยาว โดยเฉพาะ
อย่างยิ่งสำหรับบริษัทที่มีแนวคิดจะย้ายตลาดการ
ซื้อขาย ไม่เพียงแต่เน้นการเพิ่มทุนจดทะเบียนเพื่อทำ
ให้บริษัทเติบโตเพียงอย่างเดียว การรับเอาแนวคิด
ธรรมาภิบาลในการบริหารงาน และการคำนึงถึงความ
รับผิดชอบต่อสังคมก็สามารถส่งผลให้กิจการสามารถ

ดำรงอยู่และมีความยั่งยืนต่อไปได้ในระยะยาวด้วย
เช่นกัน ด้านนักลงทุนเองก็สามารถนำผลจาก
การศึกษาไปเลือกลงทุนในบริษัทที่สร้างผลตอบแทน
อย่างยั่งยืนควบคู่ไปกับการดำเนินงานที่มีธรรมาภิบาล
และคำนึงถึงสังคม

จะเห็นได้ว่านอกจากผลการดำเนินงานที่ดีแล้ว
ปัจจัยด้านธรรมาภิบาล และความรับผิดชอบต่อ
สังคมของบริษัทจดทะเบียนล้วนมีความสำคัญด้วย
เช่นกัน หน่วยงานภาครัฐหรือผู้ดำเนินนโยบายที่
เกี่ยวข้องควรให้ความสำคัญกับประเด็นนี้ โดยอาจ
ทำการศึกษากฎเกณฑ์ระเบียบที่เกี่ยวข้องในการย้าย
ตลาดการซื้อขายโดยเพิ่มเติมปัจจัยดังกล่าว เพื่อให้
กิจการมีความยั่งยืน ประสบผลสำเร็จไปพร้อมๆ กับ
สังคมและตลาดทุน อันสอดคล้องตามแผนพัฒนา
ความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน (Sustainability
Development Roadmap) ที่สำนักงานคณะกรรมการ
กำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ดำเนินการ

บรรณานุกรม (Bibliography)

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. (2552). **Going Public Guide**. สืบค้นเมื่อ
2 กันยายน 2557, จาก https://www.set.or.th/th/products/listing/files/Going_Public_Guide_2009.pdf
- สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย. (2558). **หลักเกณฑ์การสำรวจโครงการสำรวจการกำกับดูแล
กิจการบริษัทจดทะเบียนไทย (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies)**.
สืบค้นเมื่อ 1 เมษายน 2558, จาก <http://www.thai-iod.com/imgUpload/file/CGR%202015/CGR%202015Criteria.pdf>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2557). **แผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัท
จดทะเบียน**. สืบค้นเมื่อ 15 กันยายน 2557, จาก http://www.sec.or.th/TH/Pages/sd_roadmap/sd_roadmap.aspx
- สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม. (2557). **รายงานสถานการณ์วิสาหกิจขนาดกลางและ
ขนาดย่อมปี 2557**. สืบค้นเมื่อ 2 ธันวาคม 2557, จาก <http://www.sme.go.th/th/index.php/data-alert/alert/report-smes-year/report-year/report-year-2557>
- อาณัติ ลิ้มคเดช. (2556). การส่งสัญญาณด้วยรางวัลรับผิดชอบต่อสังคม: กรณีศึกษาของบริษัทจดทะเบียนใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **วารสารบริหารธุรกิจ**, 36(139), 27-42.
- Agiomirgianakis, G., Voulgaris, F., and Papadogonas, T. (2006). **Financial Factors Affecting
Profitability and Employment Growth: the Case of Greek Manufacturing**.
International Journal of Financial Services Management, 1(2-3), 232-242.
- Altman, E.I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate
bankruptcy. **The journal of finance**, 23(4), 589-609.



- Batra, G., Kaufmann, D., and Stone, A.H. (2003). The firms speak: What the world business environment survey tells us about constraints on private sector development. In **Pathways Out of Poverty**, (pp. 193-214). Netherlands: Springer.
- Beaver, W.H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. **Journal of accounting research**, 4, 71-111.
- Bollerslev, T. (1986). Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity. **Journal of econometrics**, 31(3), 307-327.
- Bradley, M., Jarrell, G.A., and Kim, E. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. **The journal of Finance**, 39(3), 857-878.
- Brown, L.D., and Caylor, M.L. (2006). Corporate governance and firm valuation. **Journal of accounting and public policy**, 25(4), 409-434.
- Engle, R.F. (1982). Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation. **Econometrica**, 50(4), 987-1007.
- Gompers, P.A., Ishii, J.L., and Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. **The Quarterly Journal of Economics**, 118(1), 107-156.
- Paulson, A.L., and Townsend, R. (2004). Entrepreneurship and financial constraints in Thailand. **Journal of Corporate Finance**, 10(2), 229-262.
- Paulson, A.L., and Townsend, R. (2005). Financial constraints and entrepreneurship: evidence from the Thai financial crisis. **Economic Perspectives**, 29(3), 34-48.
- Puksamatanan, J., and Nittayagasetwat, A. (2012). Determinants of Corporate Governance and Equality Returns: Evidence from the Thai Market. **Journal of International Finance and Economics**, 12(2), 35-49.

Translated Thai References

- Arnat Leemakdej. (2013). Corporate Social Responsibility as a Signal: Case Study of the Stock Exchange of Thailand. **Thammasat Business Journal: Journal of Business Administration**, 36(139), 27-42.
- Securities and Exchange Commission, Thailand. (2014). **Sustainability Development Roadmap of Thai Listed Company**. Retrieved September 15, 2557, from http://www.sec.or.th/TH/Pages/sd_roadmap/sd_roadmap.aspx.
- Thai Institute of Directors. (2015). **Corporate Governance Report of Thai Listed Companies**. Retrieved April 1, 2558, from <http://www.thai-iod.com/imgUpload/file/CGR%202015/CGR%202015Criteria.pdf>.
- The Office of SMEs Promotion. (2014). **White Paper on Small and Medium Enterprises of Thailand in 2014**. Retrieved December 2, 2557, from <http://www.sme.go.th/th/index.php/data-alert/alert/report-smes-year/report-year/report-year-2557>.
- The Stock Exchange of Thailand (SET), and The Market for Alternative Investment (mai). (2009). **Going Public Guide**. Retrieved September 2, 2557, from https://www.set.or.th/th/products/listing/files/Going_Public_Guide2009.pdf.