อิทธิพลของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

The Influence of Working Capital Management on Profitability and Firm Value of Companies Listed on the Market for Alternative Investment (MAI)

ณัชร์สมิน จินดาสรรค์[1] และ ปรียานุช กิจรุ่งโรจน์เจริญ[2]

Natsamin Jindasan[1] and Preyanuch Kijrungrojjarean[2]

[1,2]หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี มหาวิทยาลัยธนบุรี

[1,2]Master of Accountancy Program, Faculty of Accounting, Thonburi University, Thailand

Corresponding Author E-mail: natsaminjindasan@gmail.com[1], preyanuch1935@gmail.com[2]

Received: May 1, 2026	**Revised:** July 4, 2026	**Accepted:** July 8, 2026

บทคัดย่อ

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา 1) การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อความสามารถในการทำกำไร และ 2) การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ การวิจัยนี้เป็นวิจัยเชิงปริมาณ ใช้ข้อมูลทุติยภูมิของกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 101 บริษัท รวม 303 ตัวอย่าง ในช่วงปี พ.ศ. 2565 ถึง พ.ศ.2567 โดยการคัดเลือกแบบเจาะจง สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ โดยกำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ .05 ผลการศึกษาพบข้อค้นพบสำคัญ คือ ระยะเวลาการเก็บหนี้และระยะเวลาการชำระหนี้เป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลร่วมกันต่อทั้งความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยในด้านความสามารถในการทำกำไร ระยะเวลาถือครองสินค้าและระยะเวลาการชำระหนี้ส่งผลเชิงบวกต่ออัตรากำไรขั้นต้น ขณะที่ระยะเวลาการเก็บหนี้ส่งผลเชิงลบ สำหรับอัตรากำไรสุทธิพบเพียงระยะเวลาการชำระหนี้ที่ส่งผลเชิงบวก อย่างไรก็ตาม การบริหารเงินทุนหมุนเวียนไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น สำหรับด้านมูลค่ากิจการพบว่า ระยะเวลาการเก็บหนี้ส่งผลเชิงลบ ขณะที่ระยะเวลาการชำระหนี้ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ผลการศึกษาชี้ให้นัยเชิงบริหารสำคัญว่า ธุรกิจ SMEs ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ควรให้ความสำคัญกับประสิทธิภาพวงจรหมุนเวียนเงินสดจริงมากกว่าระดับสภาพคล่องเชิงปริมาณ โดยต้องลดวงจรลูกหนี้การค้าให้กระชับควบคู่กับการใช้กลยุทธ์ยืดระยะเวลาชำระหนี้กับเจ้าหนี้การค้าเพื่อรักษากระแสเงินสดพร้อมใช้และสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการในระยะยาว

คำสำคัญ: การบริหารเงินทุนหมุนเวียน, ความสามารถในการทำกำไร, มูลค่ากิจการ, ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

Abstract

This study aimed to 1) examine the effect of working capital management on profitability, and 2) investigate the effect of working capital management on firm value of companies listed on the Market for Alternative Investment (MAI). This research employed a quantitative approach using secondary data obtained from companies listed on the Market for Alternative Investment (MAI). The sample consisted of 101 companies, yielding a total of 303 observations during the period from 2022 to 2024, selected through purposive sampling. Data were analyzed using descriptive statistics, correlation analysis, and multiple regression analysis, with the statistical significance level set at .05. The empirical findings revealed that the accounts receivable collection period and accounts payable period were the critical factors concurrently influencing both profitability and firm value (Tobin's Q). Regarding profitability, the inventory holding period and accounts payable period exerted a positive effect on the gross profit margin, whereas the accounts receivable collection period had a negative effect. For the net profit margin, only the accounts payable period exhibited a statistically significant positive effect. However, working capital management did not significantly affect the return on assets (ROA) or return on equity (ROE). Regarding firm value, the accounts receivable collection period had a negative effect, while the accounts payable period had a statistically significant positive effect on Tobin's Q. These results offer important managerial implications, suggesting that SMEs listed on the MAI should prioritize cash velocity over quantitative liquidity ratios. Financial managers should strategically shorten the accounts receivable collection cycle and extend the accounts payable period to optimize cash flow availability and maximize long-term firm value.

Keywords: Working Capital Management, Profitability, Firm Value, Market for Alternative Investment (MAI)

บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment: MAI) จัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นแหล่งระดมทุนสำหรับธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ที่มีศักยภาพพร้อมเติบโตและต้องการแหล่งเงินทุนผ่านตลาดทุน โดยสิ้นปี พ.ศ. 2567 มีบริษัทจดทะเบียนจำนวนมากและมีผลการดำเนินงานที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง สะท้อนบทบาทสำคัญของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในการสนับสนุนการระดมทุนและการเติบโตของธุรกิจ SMEs ของประเทศ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2568)

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนคือ การบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมเพื่อให้กิจการมีสภาพคล่องเพียงพอต่อการดำเนินงาน สามารถชำระหนี้สินระยะสั้นได้ตามกำหนด และใช้ทรัพยากรของกิจการได้อย่างคุ้มค่า นำไปสู่การสร้างผลตอบแทนและการเติบโตอย่างยั่งยืน (ฐาปนา ฉิ่นไพศาล, 2567) ทั้งนี้ งานวิจัยเกี่ยวกับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ยังชี้ให้เห็นว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานของธุรกิจ SMEs อย่างมีนัยสำคัญ โดยการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นปัจจัยสำคัญต่อความสำเร็จของธุรกิจ SMEs เนื่องจากผู้ประกอบการให้ความสำคัญกับการบริหารกระแสเงินสดควบคู่กับการสร้างผลกำไร มีผลให้กิจการสามารถดำเนินงานได้อย่างต่อเนื่องและรองรับการขยายตัวของธุรกิจ (ศิริวรรณ ว่องวีรวุฒิ และอารมณ์ ริ้วอินทร์, 2556) ขณะที่ความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดศักยภาพในการดำเนินธุรกิจและความอยู่รอดของกิจการ (พัชรพล ศรีเพชร, 2566) นอกจากนี้ ความสามารถในการทำกำไรยังเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการ สะท้อนความสามารถสร้างผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ เงินลงทุน และส่วนของผู้ถือหุ้น โดยอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรเป็นเครื่องมือประเมินประสิทธิภาพการดำเนินงาน ความสามารถในการควบคุมต้นทุน และศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนในอนาคตของกิจการ ซึ่งเป็นข้อมูลสำคัญสำหรับผู้บริหาร นักลงทุน และผู้มีส่วนได้เสียในการประเมินฐานะทางการเงินและศักยภาพในการแข่งขันของกิจการ (Issah & Ngmenipuo, 2015; Hayes, 2026)

เมื่อตรวจสอบงานวิจัยการประเมินมูลค่ากิจการในอดีต มักมีการใช้ตัวชี้วัดทางบัญชี เช่น อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร เพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานของกิจการในระยะสั้น แต่ตัวชี้วัดดังกล่าวไม่อาจสะท้อนมูลค่ากิจการในมุมมองของตลาดทุนได้อย่างครบถ้วน เพราะไม่ได้คำนึงถึงความคาดหวังของนักลงทุนในอนาคต (Brigham & Ehrhardt, 2017; Ross et al., 2019) ดังนั้น การเลือกใช้ Tobin’s Q เป็นตัวแทนการประเมินมูลค่ากิจการ (Firm Value) เป็นตัวชี้วัดเชิงผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าทางการตลาด ซึ่งสะท้อนถึงการประเมินศักยภาพการเติบโตในอนาคต สินทรัพย์ไม่มีตัวตน และความคาดหวังของตลาดทุนที่มีต่อความเสี่ยงและประสิทธิภาพในการบริหารจัดการเงินสดขององค์กร ซึ่งอัตราส่วนกำไรทางบัญชีดั้งเดิมไม่สามารถสะท้อนได้ (อุราภรณ์ รักมิตร และฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์, 2567) นอกจากนี้ Tobin’s Q ยังได้รับความนิยมในการใช้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่ากิจการในงานวิจัยทางการเงินอย่างแพร่หลาย

แม้ว่าจะมีงานวิจัยจำนวนมากที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไร หรือศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่ากิจการ แต่ผลการศึกษาส่วนใหญ่มุ่งเน้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) หรือศึกษาความสัมพันธ์เพียงสองตัวแปร เช่น การบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไร หรือการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่ากิจการ (Deloof, 2003; Mohamad & Saad, 2010; Vuković & Jakšić, 2019; สาฟีนา ลาเต๊ะ, 2562) ขณะที่การศึกษาที่เชื่อมโยงการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ความสามารถในการทำกำไร และมูลค่ากิจการพร้อมกันในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีจำกัด โดยเฉพาะเมื่อบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีลักษณะเฉพาะตัวของธุรกิจ SMEs ที่เผชิญ

ข้อจำกัดด้านเงินทุนและการบริหารสภาพคล่องแตกต่างจากบริษัทขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพื่ออธิบายอิทธิพลขององค์ประกอบการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแต่ละด้านที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ เพื่อประโยชน์สำหรับผู้บริหารในการกำหนดนโยบายบริหารเงินทุนหมุนเวียนให้เหมาะสม และเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนในการประเมินศักยภาพของบริษัท และเป็นองค์ความรู้ที่ช่วยสนับสนุนการพัฒนาธุรกิจ SMEs ให้เติบโตและสร้างมูลค่ากิจการได้อย่างยั่งยืน

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาอิทธิพลขององค์ประกอบการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแต่ละด้านที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
2. เพื่อศึกษาอิทธิพลขององค์ประกอบการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแต่ละด้านที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ (วัดด้วย Tobin’s Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 การบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่ออัตรากำไรขั้นต้น
สมมติฐานที่ 2 การบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่ออัตรากำไรสุทธิ
สมมติฐานที่ 3 การบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์
สมมติฐานที่ 4 การบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น
สมมติฐานที่ 5 การบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่อมูลค่ากิจการวัดด้วย Tobin’s Q

การทบทวนวรรณกรรม

1. แนวคิดการบริหารเงินทุนหมุนเวียน

เงินทุนหมุนเวียน หมายถึง เงินทุนที่กิจการใช้ในการดำเนินงานประจำ เพื่อให้กิจการสามารถผลิตสินค้าขายและให้บริการลูกค้าได้ตามเป้าหมาย (ศิริวรรณ ว่องวีรวุฒิ และอารมณ์ ริ้วอินทร์, 2556; เฉลิมขวัญ ครุธบุญยางค์, 2556) ในเชิงบัญชี หมายถึง ผลต่างระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน ซึ่งสะท้อนระดับสภาพคล่องของกิจการ (ศิลปพร ศรีจั่นเพชร และคณะ, 2565; ปรียานุช กิจรุ่งโรจน์เจริญ, 2558) การบริหารเงินทุนหมุนเวียนจึงเป็นการบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมตามทัศนคติต่อความเสี่ยงของฝ่ายบริหาร (สาฟีนา ลาเต๊ะ, 2562; ฐาปนา ฉิ่นไพศาล, 2567) ในเชิงทฤษฎีของประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ระยะสั้นสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีวงจรเงินสด ซึ่งมีรากฐานมาจากแนวคิดการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของ Gitman (1974) ได้รับการพัฒนาเป็นแบบจำลองที่สมบูรณ์โดย Richards และ Laughlin (1980) เพื่อใช้ประเมินประสิทธิภาพสภาพคล่องเชิงพลวัต วงจรเงิน

สดชี้ให้เห็นว่าเงินทุนถูกผูกจมไว้ในกระบวนการดำเนินงานผ่านองค์ประกอบสำคัญ 3 ส่วน ได้แก่ ระยะเวลาถือครองสินค้า ระยะเวลาการเก็บหนี้ และระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้

2. แนวคิดความสามารถในการทำกำไร

ความสามารถในการทำกำไร หมายถึง ระดับความสามารถของกิจการในการสร้างผลตอบแทนจากการดำเนินงาน เพื่อดึงดูดเงินลงทุนจากภายนอกและประเมินประสิทธิภาพของฝ่ายบริหาร (สิริสุดา เนียมนาค, 2556; ศุลีพร คำเครื่อง, 2563) อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรเป็นดัชนีชี้วัดผลรวมของสภาพคล่อง การบริหารสินทรัพย์ และการบริหารหนี้สิน (Brigham & Houston, 2007) ในทฤษฎีการจัดหาเงินทุน ทฤษฎีลำดับขั้นการระดมทุนของ Myers & Majluf (1984) อธิบายว่า ภายใต้ภาวะข้อมูลไม่สมมาตร (Asymmetric Information) กิจการจะจัดลำดับความต้องการใช้แหล่งเงินทุนภายใน เช่น กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรสะสมเป็นอันดับแรกเนื่องจากมีต้นทุนต่ำที่สุดและลดความเสี่ยงจากการถูกตลาดประเมินมูลค่าหุ้นสูงเกินจริง (Overvalued) ดังนั้น การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ดีจะช่วยลดการจมของเงินทุนและเพิ่มกระแสเงินสดภายในองค์กร ส่งผลเชิงบวกโดยตรงต่ออัตราส่วนกำไรทางบัญชี

3. แนวคิดมูลค่ากิจการ

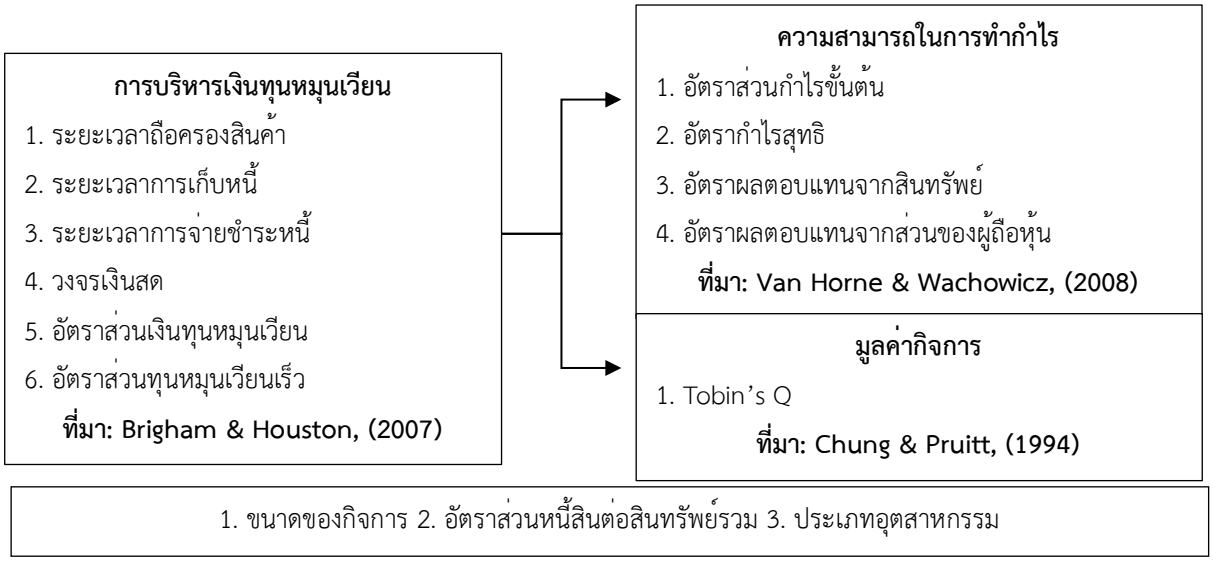
มูลค่ากิจการ หมายถึง มูลค่าปัจจุบันสุทธิของกระแสเงินสดในอนาคตที่กิจการจะสร้างขึ้นได้ (โชติกา ภิรมย์สด, 2564) ซึ่งสะท้อนถึงระดับความพึงพอใจของนักลงทุนและราคาหุ้นในตลาด (สาฟีนา ลาเต๊ะ, 2562) ในการศึกษาวิจัยนี้ใช้ Tobin’s Q เป็นตัววัดมูลค่ากิจการ เนื่องจากเป็นดัชนีที่ผสมผสานข้อมูลจากงบการเงินและมูลค่าตลาดเข้าด้วยกัน (มนวิกา ผดุงสิทธิ์, 2548) ในเชิงทฤษฎีอิทธิพลจากเงินทุนหมุนเวียนและกำไรที่ส่งผ่านไปยังมูลค่าตลาดอธิบายได้ด้วยทฤษฎีการส่งสัญญาณของ Ross (1977) ที่ชี้ว่าประสิทธิภาพการดำเนินงานที่เด่นชัดจะทำหน้าที่ส่งสัญญาณเชิงบวกดึงดูดนักลงทุน และทฤษฎีต้นทุนตัวแทนของ Jensen และ Meckling (1976) ที่ระบุว่าการจัดสรรทรัพยากรหมุนเวียนที่โปร่งใสจะช่วยลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์กับผู้ถือหุ้นและเพิ่มมูลค่าเชิงตลาดในระยะยาว

4. การสังเคราะห์งานวิจัยที่เกี่ยวข้องและช่องว่างขององค์ความรู้

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบข้อค้นพบที่สำคัญเกี่ยวกับอิทธิพลของการบริหารจัดการสภาพคล่องระยะสั้นที่มีต่อผลประกอบการของธุรกิจ โดยการศึกษาบนรากฐานทฤษฎีวงจรเงินสดของ Gitman (1974) รวมถึง Richards และ Laughlin (1980) ชี้ให้เห็นว่า การจัดการองค์ประกอบระยะเวลาทางการค้าให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมเป็นกลไกในการรักษาเสถียรภาพทางการเงินขององค์กร สอดรับกับแนวคิดของสาฟีนา ลาเต๊ะ (2562) ที่ระบุว่า การเลือกนโยบายเงินทุนหมุนเวียนที่สมดุลระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนจะช่วยป้องกันสภาวะขาดแคลนสภาพคล่องและส่งผลโดยตรงต่อระดับกำไรของกิจการ สำหรับพฤติกรรมในตลาดทุนยุคปัจจุบัน พัชรพล ศรีเพชร (2566) ยืนยันว่าขีดความสามารถในการจัดสรรเงินทุนหมุนเวียนภายในเป็นปัจจัยที่กำหนดระดับความอยู่รอดและสร้างผลกำไรให้แก่ธุรกิจ SMEs สอดคล้องกับโชติกา ภิรมย์สด (2564) ที่พบว่า นโยบายการจัดการกระแสเงินสดและโครงสร้างหนี้สินหมุนเวียนมีอิทธิพลโดยตรงต่อราคาหุ้นและการประเมินมูลค่ากิจการของนักลงทุนในตลาดทุนเนื่องจากส่งผลต่อระดับความเสี่ยงขององค์กร

ในส่วนของประสิทธิภาพรายตัวแปร Lee (2023) รวมถึง Oktafiona et al. (2025) พบข้อค้นพบสอดคล้องกันว่า ประสิทธิภาพของอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเวียนเร็ว และการควบคุมระยะเวลาหมุนเวียนของลูกหนี้การค้าให้กระชับ มีผลโดยตรงต่อการสนับสนุนขีดความสามารถในการสร้างอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิ เนื่องจากช่วยลดต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการจมของเงินทุน แต่ในบริบทของบริษัทขนาดใหญ่ สุรนัย ช่วยเรือง (2567) กลับพบว่า ระยะเวลาเครดิตเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้การค้าส่งผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ของบริษัทในกลุ่มดัชนี SET100 ซึ่งสะท้อนว่าตลาดทุนอาจมองการผ่อนปรนสินเชื่อทางการค้าเพื่อกระตุ้นยอดขายของบริษัทขนาดใหญ่เป็นสัญญาณเชิงบวก ซึ่งข้อค้นพบดังกล่าวมีความผันแปรและแตกต่างจากลักษณะเฉพาะของธุรกิจขนาดเล็ก

จากการประมวลวรรณกรรมข้างต้นชี้ให้เห็นช่องว่างความรู้สำคัญ 2 ประการ คือ ประการแรก งานวิจัยส่วนใหญ่มักมุ่งเน้นศึกษาบริษัทขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งมีความยืดหยุ่นทางการเงินสูง แต่อัตราการพึ่งพาทรัพยากรและข้อจำกัดทางการเงินของธุรกิจ SMEs ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีลักษณะเฉพาะตัวที่แตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ และประการที่สอง งานวิจัยในอดีตมักศึกษาแยกส่วนแบบสองมิติ เช่น เงินทุนหมุนเวียนกับกำไร หรือเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่ากิจการแยกกัน ขณะที่การศึกษาเชิงบูรณาการที่เชื่อมโยงอิทธิพลขององค์ประกอบการบริหารเงินทุนหมุนเวียนรายด้านส่งผ่านไปยังความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการพร้อมกันภายใต้บริบทของตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ยังมีอยู่อย่างจำกัด ดังนั้น ผู้วิจัยจึงมุ่งศึกษาองค์ประกอบการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแต่ละด้าน ได้แก่ ระยะเวลาถือครองสินค้า ระยะเวลาการเก็บหนี้ ระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้ วงจรเงินสด อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว ที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร (กำไรขั้นต้น กำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากทรัพย์สินและจากส่วนของผู้ถือหุ้น) และมูลค่ากิจการ (วัดด้วย Tobin's Q) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพื่อเติมเต็มองค์ความรู้เพื่อปิดช่องว่างดังกล่าว



ภาพที่ 1 *กรอบแนวคิดในการวิจัย*

ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรและวิธีการวัดค่าของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ดังแสดงรายละเอียดในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 การกำหนดตัวแปร สัญลักษณ์ และเกณฑ์การวัดมูลค่าในแบบจำลองการวิจัย

ตัวแปร	วิธีการวัดค่า
ตัวแปรอิสระ:	
ระยะเวลาถือครองสินค้า (ICP)	สินค้าคงเหลือเฉลี่ย / ต้นทุนขายต่อวัน
ระยะเวลาการเก็บหนี้ (ACP)	ลูกหนี้การค้าเฉลี่ย / ยอดขายต่อวัน
ระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้ (PDP)	เจ้าหนี้การค้าเฉลี่ย / ต้นทุนขายต่อวัน
วงจรเงินสด (CCC)	(ICP + ACP) - PDP
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR)	สินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน
อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (QR)	(สินทรัพย์หมุนเวียน - สินค้าคงเหลือ) / หนี้สินหมุนเวียน
ตัวแปรตาม:	
อัตรากำไรขั้นต้น (GPM)	(กำไรขั้นต้น / ยอดขาย) x100
อัตรากำไรสุทธิ (NPM)	(กำไรสุทธิ / ยอดขาย) x100
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)	(กำไรสุทธิ / สินทรัพย์รวมเฉลี่ย) x100
อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	(กำไรสุทธิ / ส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย) x100
มูลค่ากิจการ วัดด้วย Tobin's Q (TQ)	(MVE + MVP + DEBT) / TA โดย MVE = มูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นสามัญ MVP = มูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ DEBT = มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน TA = มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม
ตัวแปรควบคุม:	
ขนาดของกิจการ (SIZE)	In(สินทรัพย์รวม)
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (DA)	หนี้สินรวม / สินทรัพย์รวม
ประเภทอุตสาหกรรม (IND)	ใช้ตัวแปร Dummy Variable กำหนดค่า 1 = บริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่กำหนด และ 0 = บริษัทที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าว ทั้งนี้ ใช้กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) เป็นกลุ่มฐาน

วิธีดำเนินการวิจัย

รูปแบบการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากงบการเงินรวมในแบบแสดงรายงานประจำปี ร่วมกับข้อมูลราคาหุ้นย้อนหลังของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลในลักษณะข้อมูลแผง (Panel Data) ครอบคลุมระยะเวลา 3 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2565 ถึง พ.ศ. 2567 โดยมุ่งเน้นการวิเคราะห์เพื่อศึกษาอิทธิพลของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ ทั้งนี้ การเลือกใช้ช่วงเวลาดังกล่าวเพราะเป็นช่วงที่ระบบเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวเข้าสู่สภาวะปกติ ซึ่งช่วยให้ผลการศึกษาสามารถสะท้อนพฤติกรรมการบริหารสภาพคล่องและโครงสร้างต้นทุนที่แท้จริงของธุรกิจในปัจจุบันได้ดีที่สุด โดยปราศจากสิ่งรบกวนจากความผันผวนรุนแรงในอดีต

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 230 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูล ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2568) ใช้การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง เพื่อให้ได้ข้อมูลที่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์การวิจัย โดยกำหนดเกณฑ์คัดเข้า คือ บริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม มีข้อมูลทางการเงินและราคาหุ้นครบถ้วนตามตัวแปรที่ศึกษา ไม่อยู่ในกลุ่มที่อาจถูกเพิกถอนและไม่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน รวมทั้งได้มีการตรวจสอบและคัดกรองค่าผิดปกติ (Outliers) เพื่อป้องกันความคลาดเคลื่อนและลดการบิดเบือนของแบบจำลองจากค่าสถิติที่พิกัดสุดโต่ง โดยจัดการข้อมูลผิดปกติ (Outliers Separation) ด้วยเกณฑ์สถิติวินิจฉัย พิจารณาคัดเลือกกิจการที่มีฐานะทางการเงินหรือโครงสร้างผลกำไรที่ผิดปกติขั้นรุนแรงออกจากการวิเคราะห์ตั้งแต่ต้น เช่น อัตรากำไรสุทธิติดลบขั้นรุนแรงเกินกว่าเกณฑ์ปกติ หรือมีค่าความเบี่ยงเบนสถิติเกินกว่า 3 เท่าของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน โดยใช้เกณฑ์การพิจารณาคะแนนมาตรฐาน (Z-Score) ของค่าเศษเหลือสะสม เพื่อคัดกรองตัวอย่างที่เป็นค่าผิดปกติอย่างเป็นระบบ ส่งผลให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่นำมาวิเคราะห์ในลักษณะข้อมูล (Balanced Panel Data) จำนวน 101 บริษัท รวมทั้งสิ้น 303 ตัวอย่าง

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย โปรแกรม Microsoft Excel สำหรับการรวบรวมและจัดเตรียมข้อมูลทุติยภูมิ รวมถึงการคำนวณอัตราส่วนทางการเงินและตัวแปรต่าง ๆ และโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ SPSS Version 25 สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติและการทดสอบสมมติฐาน

การรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิจากแหล่งข้อมูล ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เพื่อเก็บรวมรวมข้อมูลงบการเงิน รวมถึงรวบรวมข้อมูลราคาหุ้นย้อนหลังรายปีจากฐานข้อมูล Investing.com เพื่อให้ผลการวิจัยมีความน่าเชื่อถือและสามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ

การวิเคราะห์ข้อมูล

ผู้วิจัยแบ่งกระบวนการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ส่วนหลัก โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ SPSS Version 25 ดังนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) วิเคราะห์ข้อมูลค่าสถิติเบื้องต้น เพื่ออธิบายลักษณะและการแจกแจงค่าทางสถิติพื้นฐานของตัวแปร ได้แก่ ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ได้แก่ การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบอิทธิพลของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อตัวแปรตาม โดยการวิเคราะห์ได้นำตัวแปรอิสระหลักมาพิจารณาร่วมกับตัวแปรควบคุม ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ .05 ทั้งนี้ ผู้วิจัยตรวจสอบข้อกำหนดเบื้องต้นของการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ ได้แก่ การทดสอบภาวะพหุสัมพันธ์ (Multicollinearity) การแจกแจงแบบปกติ (Normality) และความคงที่ของความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อน (Heteroscedasticity) เพื่อยืนยันความเที่ยงตรงของตัวประมาณค่าก่อนการทดสอบสมมติฐาน โดยกำหนดแบบจำลองความถดถอยพหุคูณตั้งต้น (Full Model) ดังนี้

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 ICP_{it} + \beta_2 ACP_{it} + \beta_3 PCP_{it} + \beta_4 CCC_{it} + \beta_5 CR_{it} + \beta_6 QR_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 DA_{it} + \beta_9 IND_{it} + \varepsilon_{it}$$

โดยที่ Y_{it} แทนกลุ่มตัวแปรตามที่จะถูกนำมาทดสอบสลับกันในแต่ละแบบจำลอง ประกอบด้วย อัตรากำไรขั้นต้น (GPM) อัตรากำไรสุทธิ (NPM) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ตามลำดับ

i แทนบริษัทจดทะเบียนรายบริษัท

t แทนกรอบเวลารายปี

β คือ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย

ε คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

ทั้งนี้ ในการตรวจสอบข้อกำหนดเบื้องต้นของการวิเคราะห์ความถดถอยพหุคูณ (Econometric Assumptions) ผู้วิจัยได้กำหนดเกณฑ์มาตรฐานที่ยอมรับได้ คือ ค่าความอดทน (Tolerance) ต้องมีค่ามากกว่า 0.10 และปัจจัยการขยายตัวของความแปรปรวน (VIF) ต้องมีค่าไม่เกิน 10.00 ส่วนการทดสอบการแจกแจงแบบปกติ (Normality) และความคงที่ของความแปรปรวน (Heteroscedasticity) มีผลการทดสอบทางสถิติผ่านเกณฑ์การยอมรับ และได้เลือกใช้เครื่องมือ Robust Standard Errors ในโปรแกรมสำเร็จรูปเพื่อปรับแต่งค่าเศษเหลือให้มีความเที่ยงตรง (Unbiased Estimator) ก่อนการทดสอบสมมติฐานจริง

ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา

ผลการวิเคราะห์พบว่า ในด้านการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ระยะเวลาถือครองสินค้ามีค่าเฉลี่ย 86.22 วัน ขณะที่ระยะเวลาการเก็บหนี้ และระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้มีค่าเฉลี่ย 61.66 วัน และ 48.53 วัน ตามลำดับ ส่งผลให้วงจรเงินสดมีค่าเฉลี่ย 99.35 วัน โดยพบว่าบางบริษัทมีวงจรเงินสดติดลบ ซึ่งสะท้อนความสามารถในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนได้อย่างมีประสิทธิภาพ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนและอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วมีค่าเฉลี่ย 2.69 และ 2.05 เท่า ตามลำดับ แสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นของบริษัทโดยรวมอยู่ในระดับเหมาะสม แม้ยังมีความแตกต่างระหว่างกิจการบางส่วน

ในด้านความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการ พบว่า อัตรากำไรขั้นต้นมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 26.11 ขณะที่อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 3.71, 3.57 และ 4.92 ตามลำดับ สะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรในระดับปานกลางถึงค่อนข้างต่ำของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง สำหรับด้านมูลค่ากิจการวัดด้วย Tobin's Q มีค่าเฉลี่ย 1.38 เท่า ซึ่งมากกว่า 1 สะท้อนว่าตลาดมีประเมินมูลค่าบริษัทสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี

ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์และการถดถอยพหุคูณ

ผลการวิเคราะห์พบว่า บางคู่ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กันในระดับสูง (> .80) ได้แก่ วงจรเงินสดกับระยะเวลาถือครองสินค้า และอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ในการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ดังนั้น ผู้วิจัยจึงพิจารณาตัดตัวแปรวงจรเงินสดและอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนออกจากการวิเคราะห์ และจากการตรวจสอบค่าความอดทน (Tolerance) และปัจจัยการขยายตัวของความแปรปรวน (VIF) พบว่าตัวแปรอิสระที่เหลือมีความเหมาะสมและไม่มีปัญหาความสัมพันธ์ซ้ำซ้อนกันอย่างมีนัยสำคัญ จึงนำเข้าสู่การทดสอบสมมติฐานในลำดับถัดไป ส่งผลให้แบบจำลองการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณฉบับปรับปรุงที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐานจริง (Reduced Model) คงเหลือตัวแปรอิสระหลัก 4 ตัวแปร ดังโครงสร้างแบบจำลองต่อไปนี้

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 ICP_{it} + \beta_2 ACP_{it} + \beta_3 PCP_{it} + \beta_4 QR_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 DA_{it} + \beta_7 IND_{it} + \varepsilon_{it}$$

ภายหลังจากการทดสอบข้อกำหนดเบื้องต้นและปรับปรุงแบบจำลองถดถอยพหุคูณเรียบร้อยแล้ว ผู้วิจัยได้ทดสอบอิทธิพลของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งผลการทดสอบสมมติฐานหลักทั้ง 5 ข้อ สรุปข้อค้นพบสำคัญ ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 แบบจำลองรองรับสมมติฐานบางส่วน โดยมีตัวแปรอิสระจำนวน 3 ตัวแปรที่ส่งอิทธิพลต่ออัตรากำไรขั้นต้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p < .05$) ได้แก่ ระยะเวลาถือครองสินค้าและระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้มีอิทธิพลเชิงบวก ขณะที่ระยะเวลาการเก็บหนี้มีอิทธิพลเชิงลบ ส่วนอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วไม่มีอิทธิพลต่ออัตรากำไรขั้นต้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานที่ 2 แบบจำลองรองรับสมมติฐานบางส่วน โดยมีเพียงระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้เท่านั้นที่มีอิทธิพลเชิงบวกต่ออัตรากำไรสุทธิอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p < .05$) ขณะที่ระยะเวลาถือครองสินค้า ระยะเวลาการเก็บหนี้ และอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วไม่ส่งอิทธิพลต่ออัตรากำไรสุทธิอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สมมติฐานที่ 3 ไม่รองรับสมมติฐาน โดยพบว่าตัวแปรอิสระทั้ง 4 ตัวแปร ได้แก่ ระยะเวลาถือครองสินค้า ระยะเวลาการเก็บหนี้ ระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้ และอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว ไม่ส่งอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p < .05$)

สมมติฐานที่ 4 ไม่รองรับสมมติฐาน โดยพบว่าตัวแปรอิสระทั้ง 4 ตัวแปร ได้แก่ ระยะเวลาถือครองสินค้า ระยะเวลาการเก็บหนี้ ระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้ และอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว ไม่ส่งอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p < .05$)

สมมติฐานที่ 5 แบบจำลองรองรับสมมติฐานบางส่วน โดยมีตัวแปรอิสระจำนวน 2 ตัวแปรที่ส่งอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p < .05$) ได้แก่ ระยะเวลาการเก็บหนี้มีอิทธิพลเชิงลบ และระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ ขณะที่ระยะเวลาถือครองสินค้าและอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วไม่ส่งอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้ประมวลและสรุปภาพรวมผลการทดสอบสมมติฐานทั้งหมดที่เกิดขึ้นจากการวิเคราะห์ทางสถิติ (ตารางที่ 2)

ตารางที่ 2 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของงานวิจัย

สมมติฐาน	ผลการทดสอบ (ทิศทางที่พบ)
H1: การบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่ออัตรากำไรขั้นต้น	ICP (+), ACP (-), PDP (+)
H 2: การบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่ออัตรากำไรสุทธิ	DPD (+)
H 3: การบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ
H4: การบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น	ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ
H5: การบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่อมูลค่ากิจการวัดด้วย Tobin's Q	ACP (-), PDP (+)

จากผลการทดสอบในตารางที่ 2 ข้อค้นพบสำคัญในเชิงบริหารชี้ให้เห็นว่า ประสิทธิภาพของวงจรหมุนเวียนเงินสดผ่านระยะเวลาการเก็บหนี้และระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้ คือ กลไกหลักที่ส่งอิทธิพลร่วมกันทั้งต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการของธุรกิจ SMEs ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยการลดระยะเวลาเก็บหนี้ให้สั้นลงและการยืดระยะเวลาชำระหนี้อย่างมีกลยุทธ์ จะช่วยเพิ่มกระแสเงินสดพร้อมใช้ ลดต้นทุนค่าเสียโอกาส และสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนในการประเมินมูลค่าเชิงตลาดของกิจการให้สูงขึ้นในระยะยาว

อภิปรายผล

จากการศึกษาอิทธิพลของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีประเด็นสำคัญนำมาอภิปรายผลตามวัตถุประสงค์ได้ ดังนี้

1. การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร ผลการวิเคราะห์พบว่า อัตรากำไรขั้นต้น ด้านระยะเวลาถือครองสินค้าและระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้มีอิทธิพลเชิงบวก ขณะที่ระยะเวลาการเก็บหนี้มีอิทธิพลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p < .05$) สอดคล้องกับทฤษฎีวงจรเงินสด เนื่องจากบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ส่วนใหญ่เป็นธุรกิจ SMEs ซึ่งมีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอก การเร่งรัดจัดเก็บเงินจากลูกหนี้ร่วมกับการขยายเครดิตเทอมกับเจ้าหนี้ จึงเป็นกลไกวิกฤตในการเพิ่มกระแสเงินสดและลดการจมของเงินทุนในสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทน ผลลัพธ์นี้ขัดแย้งกับงานวิจัยของ Nijam (2016) และ Lee (2023) ซึ่งสะท้อนว่า บริบทของธุรกิจ SMEs ต้องให้ความสำคัญกับการบริหารวงจรเงินสดเชิงรุกมากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ที่มีความยืดหยุ่นทางการเงินสูงกว่า

ขณะที่อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ไม่พบอิทธิพลจากตัวแปรการบริหารเงินทุนหมุนเวียนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p < .05$) สะท้อนว่าผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัดที่ถูกกำหนดโดยปัจจัยอื่นนอกเหนือจากวงจรเงินสดประจำวัน ผลลัพธ์นี้สอดคล้องกับงานวิจัยของอัศวิณี เทพสวัสดิ์ (2562) และ Nijam (2016) แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของ Madushanka และ Jathurika (2018) รวมถึง Nadeem et al. (2020) ซึ่งอาจเกิดจากข้อจำกัดด้านต้นทุนทางการเงิน หรือมีโครงสร้างที่เน้นการใช้ส่วนทุนในสัดส่วนที่สูง หรือถูกกำหนดด้วยนโยบายการก่อหนี้ และการบริหารจัดการกำไรสะสมเป็นสำคัญ ทำให้ประสิทธิภาพจากวงจรเงินสดเพียงอย่างเดียวไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นได้อย่างชัดเจน

2. การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลต่อมูลค่ากิจการวัดด้วย Tobin’s Q ผลการวิเคราะห์พบว่าระยะเวลาการเก็บหนี้มีอิทธิพลเชิงลบ และระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการวัดด้วย Tobin’s Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p < .05$) ขณะที่อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วไม่ส่งผลกระทบ ซึ่งสอดคล้องกับสาฟีนา ลาเต๊ะ (2562) และขัดแย้งบางส่วนกับสุรนัย ช่วยเรือง (2567) Nadeem et al. (2020) และ Nguyen et al. (2020) เมื่ออธิบายเชิงลึกผ่านทฤษฎีการส่งสัญญาณ และทฤษฎีต้นทุนตัวแทน ชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ประเมินมูลค่ากิจการจาก “ความฉับไวในการหมุนเวียนและเปลี่ยนสินทรัพย์เป็นกระแสเงินสดจริง” มากกว่าปริมาณสภาพคล่องที่จอดนิ่งอยู่ในงบการเงิน การลดระยะเวลาเก็บหนี้เป็นการส่งสัญญาณว่ากิจการมีความเสี่ยงต่ำและไร้ปัญหาหนี้สูญ ขณะที่การยืดระยะเวลาชำระหนี้แสดงถึงอำนาจต่อรองทางการค้าที่สูงในห่วงโซ่อุปทาน สิ่งเหล่านี้สร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนในตลาดทุนในการเข้ามาผลักดันราคาหุ้นและประเมินมูลค่าเชิงตลาด (Tobin’s Q) ให้สูงขึ้น

นอกจากนี้ แบบจำลองยังปรากฏค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจปรับปรุง (Adjusted R2) ในระดับปานกลาง ซึ่งความผันแปรของตัวแปรตามในส่วนที่เหลือที่ยังไม่สามารถอธิบายได้นั้น ผู้วิจัยวิเคราะห์ว่าเกิดจากอิทธิพลของปัจจัยเชิงโครงสร้างภายในและปัจจัยเชิงคุณภาพอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาร่วมวิเคราะห์ในครั้งนี้ เช่น คุณลักษณะและประสบการณ์ของคณะกรรมการบริหาร นโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate

Governance) โครงสร้างการถือหุ้นของบริษัท ตลอดจนปัจจัยระดับมหภาคอย่างอัตราดอกเบี้ยนโยบายและสภาวะเงินเฟ้อ ซึ่งจะเป็นเสนอแนะสำหรับการวิจัยในครั้งต่อไป

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะในการนำไปใช้ประโยชน์

1. เพื่อใช้เป็นแนวทางวางแผนและตัดสินใจกลยุทธ์ทางการเงิน จากผลการศึกษาที่พบว่า ระยะเวลาการเก็บหนี้มีอิทธิพลเชิงลบต่อต่ออัตรากำไรขั้นต้น และมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น *ผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ* ควรให้ความสำคัญสูงสุดกับการพัฒนาประสิทธิภาพการบริหารจัดการภายใน โดยพิจารณานำเทคโนโลยีดิจิทัลหรือระบบวิเคราะห์ข้อมูล (Data Analytics) มาใช้ประเมินความเสี่ยงเครดิตและควบคุมเครดิตเทอมของคู่ค้าแบบเรียลไทม์เพื่อลดวงจรลูกหนี้และป้องกันเงินทุนจม ประกอบกับผลวิจัยที่พบว่า ระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้มีอิทธิพลเชิงบวก ผู้บริหารควรใช้ประโยชน์จากเครดิตทางการค้าเป็นแหล่งเงินทุนหมุนเวียนระยะสั้นที่ไม่มีต้นทุนดอกเบี้ย และปรับปรุงระบบการจัดการสินค้าคงเหลือร่วมกับเทคโนโลยีซัพพลายเชนให้สมดุลกับความต้องการตลาด เพื่อเร่งอัตราหมุนเวียนสินทรัพย์และสนับสนุนกำไรขั้นต้นในระยะยาว

2. จากผลวิจัยระบุว่าระยะเวลาการเก็บหนี้และระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้มีอิทธิพลโดยตรงต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้น *นักลงทุน นักวิเคราะห์ และผู้ใช้งบการเงินทั่วไป* ควรนำระยะเวลาการเก็บหนี้ และระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้มาใช้เป็นดัชนีภาคปฏิบัติที่สำคัญในการประเมินคุณภาพกำไรและกระแสเงินสดเชิงดำเนินงาน ควบคู่กับการวิเคราะห์นโยบายการชำระหนี้ร่วมกับอัตรากำไรขั้นต้น เพื่อประเมินศักยภาพของฝ่ายบริหารในการต่อรองกับคู่ค้าในห่วงโซ่อุปทาน ตลอดจนวิเคราะห์ตัวชี้วัดวงจรเงินสดเชิงบูรณาการร่วมกับผลตอบแทนทางการเงิน เพื่อให้เห็นภาพรวมประสิทธิภาพและการสร้างมูลค่าเพิ่มของบริษัทประกอบการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพและแม่นยำยิ่งขึ้น

3. ข้อเสนอแนะสำหรับ*ผู้ประกอบการธุรกิจ SMEs ที่เตรียมเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ* ควรมุ่งเน้นนโยบายการบริหารกระแสเงินสดภายในองค์กรเป็นกลไกหลักในการขับเคลื่อนมูลค่า โดยนำข้อมูลภาพรวมอุตสาหกรรมจากงานวิจัยไปใช้เป็นเกณฑ์มาตรฐาน (Benchmark) ในการคุมวงจรเงินสดเชิงรุก เร่งรัดการเรียกเก็บหนี้ให้เร็วขึ้นเพื่อเพิ่มสภาพคล่องภายใน และใช้ประโยชน์จากเครดิตทางการค้าอย่างมีกลยุทธ์เพื่อลดภาระต้นทุนทางการเงินและขจัดความเสี่ยงจากการขาดแคลนทุนหมุนเวียนภายใต้ข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอก เพื่อเตรียมความพร้อมของขีดความสามารถทางการแข่งขันก่อนเข้าจดทะเบียนในตลาดทุน

ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

1. ควรขยายขอบเขตระยะเวลาในการศึกษาให้ครอบคลุมช่วงเวลาที่ยาวขึ้น (เช่น 5 – 10 ปี) เพื่อวิเคราะห์แนวโน้มในระยะยาวและลดอิทธิพลความผันผวนเฉพาะช่วงเวลาที่มีผลต่อตัวแปรทางการเงิน

2. ควรมีการศึกษาเปรียบเทียบระหว่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ รวมถึงการวิเคราะห์แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมอย่างเฉพาะเจาะจง เพื่อให้เห็นความแตกต่างของโครงสร้างการบริหารจัดการเงินทุนหมุนเวียนตามขนาดและลักษณะของธุรกิจ

3. ควรเพิ่มตัวแปรเชิงคุณภาพและโครงสร้างภายใน เช่น นโยบายธรรมาภิบาลองค์กร (Corporate Governance) และกลยุทธ์ทางการเงิน ร่วมกับตัวแปรด้านเศรษฐกิจมหภาค เช่น อัตราดอกเบี้ย อัตราเงินเฟ้อ หรือ GDP เพื่อให้แบบจำลองสถิติสามารถอธิบายผลการดำเนินงานได้รอบด้านมากยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

เฉลิมขวัญ ครุฑบุญยงค์. (2554). *การวิเคราะห์รายงานทางการเงิน.* ซีเอ็ดยูเคชั่น.

โชติกา ภิรมย์สด. (2564). *การบริหารเงินทุนหมุนเวียนและโครงสร้างทางการเงิน ที่ส่งผลต่อมูลค่าของกิจการกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในสถานการณ์โรค COVID-19* [สารนิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์].

ฐาปนา ฉิ่นไพศาล. (2567). *การเงินธุรกิจ (Business Finance)* (พิมพ์ครั้งที่ 33). ธนธัชการพิมพ์.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2568). *บจ. mai รายงานผลการดำเนินงาน ปี 2567 ยอดขายรวม 209,453 ล้านบาท กำไรเติบโต 5.5%*. https://www.set.or.th/th/about/mediacenter/news-release/article/687--mai-listed-companies-report-55-percent-growth-in-net-profit-with-total-sales-of-thb-20945-billion-in-2024?rand=113154

ปรียานุช กิจรุ่งโรจน์เจริญ. (2558). การบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Management). *วารสารสารสนเทศ*, *14*(2), 7-19.

พัชรพล ศรีเพชร. (2566). *การบริหารการจัดการเงินทุนคลังความรู้วิชาการ มหาวิทยาลัยศรีปทุม.* https://www2.spu.ac.th/award/34435/academic

มนวิกา ผดุงสิทธิ์. (2548).การประเมินผลการปฏิบัติงานตามแนวคิด Tobin-Tobin's Q. *วารสารบริหารธุรกิจ, 28*(106), 13-22.

ศิริวรรณ ว่องวีรวุฒิ และอารมณ์ ริ้วอินทร์. (2556). เงินทุนหมุนเวียน ทางเลือกและทางรอด SME. *วารสารนักบริหาร, 33*(1), 9-14.

ศิลปพร ศรีจั่นเพชร, เกรียงไกร บุญเลิศอุทัย, และอนุวัฒน์ ภักดี. (2565). *รายงานทางการเงินและการวิเคราะห์* (พิมพ์ครั้งที่ 2). ทีพีเอ็น เพรส.

ศุลีพร คำเครื่อง. (2563). *อิทธิพลของสภาพคล่องและความสามารถในการบริหารหนี้สินที่มีต่อราคาหุ้นและอัตราเงินปันผลตอบแทนของกลุ่มอุตสาหกรรมบริการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* [การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยศรีปทุม].

สาฟีนา ลาเต๊ะ. (2562). *ความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร* [การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยศรีปทุม].

สิริสุดา เนียมนาค. (2556). *การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* [การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี].

สุรนัย ช่วยเรือง. (2567). ผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100. *วารสารวิชาการ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย (มนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์), 44*(4), 26-55.

อัศวิณี เทพสวัสดิ์. (2562). *ความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100* [การค้นคว้าอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยศรีปทุม].

อุราภรณ์ รักมิตร และ ฐิตาภรณ์ สินจรูญศักดิ์. (2567). เครื่องมือในการวิเคราะห์ความมั่นคงทางการเงิน. *สหวิทยาการและความยั่งยืนปริทรรศน์ไทย, 13*(1), 172-183.

Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2017). *Financial management: Theory & practice* (15th ed.). Cengage Learning.

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2007). *Fundamentals of Financial Management* (11th ed.). Thomson South-Western.

Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management, 23*(3), 70–74. https://doi.org/10.2307/3665623

Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting, 30*(3-4), 573-588. https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008

Gitman, L. J. (1974) Estimating Corporate Liquidity Requirements: A Simplified Approach. Financial Review, 9, 79-88. https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1974.tb01453.x

Hayes, A. (2026). *Profitability Ratios: What They Are, Common Types, and How Businesses Use Them*. https://www.investopedia.com/terms/p/profitabilityratios.asp

Issah, O., & Ngmenipuo, I. M. (2015). An empirical study of the relationship between profitability ratios and market share prices of publicly traded banking financial institutions in Ghana. *International Journal of Economics, Commerce and Management, 3*(12), 27–42.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Lee, C. C. (2023). Analyses of the operating performance of information service companies based on indicators of financial statements. *Asia Pacific Management Review, 28*(4), 410–419. https://doi.org/10.1016/j.apmrv.2023.01.002

Madushanka, K. H. I., & Jathurika, M. (2018). The impact of liquidity ratios on profitability (with special reference to listed manufacturing companies in Sri Lanka). *International Research Journal of Advanced Engineering and Science, 3*(4), 157–161.

Mohamad, N. E. A. B., & Saad, N. B. M. (2010). Working capital management: The effect of market valuation and profitability in Malaysia. *International Journal of Business and Management, 5*(11), 140–147. https://doi.org/10.5539/ijbm.v5n11p140

Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firm have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics, 13*(2), 187–221.

Nadeem M, Waris M, Asadullah M, & Kamran M. (2020). Impact of working capital policies on firm's performance: Evidence from Pakistan. *Journal of International Business and Management, 3*(1), 1–20. https://doi.org/10.37227/jibm-2020-01-26

Nguyen, A. H., Pham, H. T., & Nguyen, H. T. (2020). Impact of working capital management on firm's profitability: Empirical evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business, 7*(3), 115–125. https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.115

Nijam, H. M. (2016). Cash conversion cycle, its properties and profitability: Evidence from listed hotel companies in Sri Lanka. *Research Journal of Finance and Accounting, 7*(1), 23–32.

Oktafiona, G., Roza, S., Nurhayati. (2025). The effect of fixed asset turnover and quick ratio on net profit margin in the property and real estate subsector in Indonesia. *Journal of Humanities, Social Sciences and Business, 4*(2), 293–303. https://doi.org/10.55047/jhssb.v4i2.1478

Richards, V. D. and Laughlin, E. J. (1980) A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis. Financial Management, 9, 32-38. https://doi.org/10.2307/3665310

Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics, 8*(1), 23-40. https://doi.org/10.2307/3003485

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2019). *Corporate finance* (12th ed.). McGraw-Hill Education.

Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M., Jr. (2008). *Fundamentals of Financial Management* (13th ed.). FT Prentice Hall.

Vuković, B., & Jakšić, D. (2019). The effect of working capital management on profitability: Evidence from Southeast Europe. *Economics of Agriculture, 66*(1), 159–172. https://doi.org/10.5937/ekoPolj1901159V