

# The Impact of Working Capital Management on Firm Value of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand in SET100 Index Group

Suranai Chuairuang<sup>1,\*</sup>

*Received: July 27, 2024 Revised: November 15, 2024 Accepted: November 21, 2024*

## Abstract

This research investigates the impact of working capital management on the firm value of 51 listed companies in the Stock Exchange of Thailand's SET100 Index group, using secondary data from their financial reports (306 observations) spanning 2017–2022. Firm value was measured using Enterprise Value and Tobin's Q ratio. Employing descriptive statistics, correlation analysis, and multiple regression (fixed-effects model), we found a significant positive impact of average collection period on Tobin's Q ratio and a significant negative impact of the current ratio on Enterprise Value. No significant impact was found for inventory period, payment period, or working capital requirement on firm value. These findings suggest that listed companies may enhance firm value by extending customer credit terms and maintaining a low current ratio.

**Keywords:** working capital management, firm value, listed companies in the Stock Exchange of Thailand in SET100 index group

<sup>1</sup> Accountancy Program, Faculty of Commerce and Management, Prince of Songkla University, Trang Campus

\*Corresponding author. E-mail: suranai.c@psu.ac.th

# ผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อมูลค่ากิจการของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100

สุรนัย ช่วยเรือง<sup>1,\*</sup>

วันรับบทความ: July 27, 2024 วันแก้ไขบทความ: November 15, 2024 วันตอบรับบทความ: November 21, 2024

## บทคัดย่อ

การวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100 โดยใช้ข้อมูลitudinal จากรายงานทางการเงิน ช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2560 – ปี พ.ศ. 2565 จำนวน 51 บริษัท 306 ค่าสังเกต สถิติที่ใช้การวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ สถิติเชิงพรรณนา การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์และการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ โดยในการศึกษาครั้งนี้มูลค่ากิจการประเมินได้จากมูลค่าสุทธิของกิจการ (Enterprise value) และอัตราส่วน Tobin's Q จากวิธีการวิเคราะห์แบบ Fixed-effect แสดงให้เห็นถึงผลกระทบทางบวกอย่างมีนัยสำคัญของระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้ที่มีต่ออัตราส่วน Tobin's Q นอกจากนี้ยังพบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าสุทธิของกิจการ งานวิจัยนี้ไม่ได้พบผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญของระยะเวลาการขายสินค้า ระยะเวลาการจ่ายชำระให้เจ้าหนี้ และความต้องการเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งผลการศึกษาในครั้งนี้ชี้ให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนสามารถเพิ่มมูลค่าให้กิจการได้ด้วยการมีเงื่อนไขระยะเวลาการให้สินเชื่อแก่ผู้ซื้อที่ยาวนาน และการดำรงอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนที่ต่ำ

**คำสำคัญ:** การบริหารเงินทุนหมุนเวียน มูลค่ากิจการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
ไทยกลุ่มดัชนี SET100

<sup>1</sup> หลักสูตรบัญชีบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ วิทยาเขตตรัง

\*Corresponding author. E-mail: suranai.c@psu.ac.th

## บทนำ

การดำรงสภาพคล่องทางการเงินในระยะสั้นถือเป็นหน้าที่แขนงหนึ่งของผู้จัดการทางการเงินที่เกี่ยวกับการตัดสินใจลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนรวมถึงการจัดหาเงินทุนระยะสั้นจากหนี้สินหมุนเวียนที่เรียกว่า เงินทุนหมุนเวียน ซึ่งความเข้าใจอย่างถ่องแท้ถึงบทบาทและความสำคัญของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรและการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นนั้นจะเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อกิจการในสภาวะสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่ต้องเผชิญกับการแข่งขันที่สูงมากดังเช่นในปัจจุบัน ดังนั้น หนทางหนึ่งที่จะช่วยขับเคลื่อนให้กิจการมีการเติบโตก้าวหน้าไปได้ด้วยดีก็คือผลจากการกำหนดกลยุทธ์ และการวางหมากด้านการจัดการเงินทุนหมุนเวียนอย่างเหมาะสม (Kundu et al., 2022) โดยทั่วไปแล้วมีปัจจัยหลายประการที่มีอิทธิพลต่อความต้องการเงินทุนหมุนเวียน ได้แก่ ปัจจัยภายในที่มาจากอัตราการใช้เงินปันผล โครงสร้างองค์กร และความสามารถในการก่อหนี้ รวมถึงปัจจัยภายนอก ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด สภาวะเศรษฐกิจ การแข่งขันในอุตสาหกรรม และการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีใหม่ ๆ เป็นต้น (The Stock Exchange of Thailand [SET], Professional Education Development Division, 2021) ทั้งนี้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนให้มีประสิทธิภาพก็คือ การกำกับดูแลการจัดสรรเงินลงทุนไปในสินทรัพย์หมุนเวียนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เพื่อให้กิจการมีสภาพคล่องทางการเงินและยังสามารถสร้างผลตอบแทนได้ในระดับหนึ่ง (Dalci et al., 2019) อันจะทำให้ธุรกิจประสบความสำเร็จ อยู่รอดต่อไปในระยะยาว ลดความเสี่ยงต่อการประสบปัญหาทางการเงินและภาวะล้มละลาย (Simon et al., 2017) และเพิ่มมูลค่าให้แก่เจ้าของกิจการได้ในท้ายที่สุด

การสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้เป็นเจ้าของกิจการที่แท้จริงหรือผู้ถือหุ้นนั้นสามารถทำได้หลายหนทาง หนทางหนึ่งคือ การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งเมื่อเกิดสมดุระหว่างความเสี่ยงภัยกับความสามารถในการทำกำไรก็จะส่งผลสืบเนื่องต่อการเพิ่มมูลค่ากิจการต่อไปได้ (Oseifuah & Gyekye, 2017) สำหรับธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และมีการซื้อขายหุ้นสาธารณะนั้น การมีมูลค่ากิจการที่สูงคือ เป้าหมายสูงสุดขององค์กร อันเป็นดัชนีชี้วัดความสำเร็จขององค์กร โดยมุมมองที่สะท้อนมาจากฝั่งนักลงทุนมักจะเป็นตัวแปรสำคัญที่ใช้ประเมินถึงมูลค่ากิจการได้เป็นอย่างดี Arachchi et al. (2017); Kundu et al. (2022) แนะนำว่า สามารถวัดมูลค่ากิจการได้จากมูลค่าทางการตลาด (Market capitalization) ของหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายและอยู่ในมือผู้ถือหุ้นแล้ว โดยอาศัยการคำนวณหามูลค่าของบริษัทต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่ายและภาษี ค่าเสื่อมและค่าตัดจำหน่าย (Enterprise value per EBITDA; EV/EBITDA) และ Tobin's Q ratio เป็นต้น ซึ่งการวัดด้วยมูลค่าทางการตลาดนี้เป็นผลมาจากความเชื่อมั่นที่สะท้อนมาจากนักลงทุนในตลาดหุ้น และมักจะถูกนำมาใช้เพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุนอีกด้วย กล่าวคือ ผลการดำเนินงานทางการเงินทั้งในอดีตที่ผ่านมาและแนวโน้มผลประกอบการในอนาคตย่อมจะส่งผลต่อราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น และยังส่งผลต่อไปยังมูลค่ากิจการได้

ที่ผ่านมาการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานด้านการเงินมากมายในบริบทของตลาดที่พัฒนาแล้ว เช่น จากงานวิจัยของ Boisjoly et al. (2020); Deloof (2003); Enqvist et al. (2014); Gill et al. (2010); Sensini (2020); Usman et al. (2017) โดยจากปัญหาของการแข่งขันเพื่อช่วงชิงกำไรหรือยอดขาย ส่งผลให้ต้องมีการเปลี่ยนแปลงกลยุทธ์การลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน เพื่อมุ่งหวังให้มีการดำรงสภาพคล่องทางการเงินในระยะสั้นอย่างเหมาะสม ถึงแม้ความสามารถในการทำกำไร ถือเป็นปัจจัยสำคัญในการประเมินผลการดำเนินงานของฝ่ายจัดการ อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นก็ยังคงยึดมั่นกับความมั่งคั่งสูงสุด และให้ความสำคัญกับมูลค่ากิจการอยู่ ดังนั้น การพิจารณาถึงผลกระทบต่อมูลค่ากิจการจึงน่าจะสะท้อนภาพของความอยู่รอดในระยะยาวได้ดีกว่าการพิจารณาเพียงผลประกอบการที่วัดมาจากกำไรทางบัญชี หรือผลการดำเนินงานจากข้อมูลในอดีตเพียงอย่างเดียว (Wasiuzzaman, 2015) นอกจากนี้ นโยบายลงทุนและวิธีการจัดการต่อเงินทุนหมุนเวียนจะส่งผลต่อความเสี่ยงทางธุรกิจที่อาจส่งผลต่อไปยังผลทางการตลาดได้อีกด้วย (Arachchi et al., 2017; Usman et al., 2017) โดยที่ Soukhakian และ Khodakarami (2019) สนับสนุนว่า การใช้ตัวชี้วัดที่เชื่อมโยงกับมูลค่าตลาดสามารถอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงในความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นได้แม่นยำกว่าการวัดด้วยความสามารถในการทำกำไร อีกทั้งผลลัพธ์ของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนให้มีประสิทธิภาพจะส่งผลเชิงบวกต่อการสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ

งานวิจัยนี้ทำการศึกษาในบริบทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100 เนื่องจากเป็นกลุ่มธุรกิจที่มีมูลค่าตลาดที่สูงและมีการซื้อขายอย่างสม่ำเสมอ มีความคล่องตัวดี แสดงถึงเสถียรภาพและโอกาสในการเติบโต ทั้งยังสะท้อนถึงแนวโน้มการเคลื่อนไหวของตลาดหลักทรัพย์ในระดับมหภาคของประเทศได้ดี จึงน่าจะเป็นตัวแทนของกิจการทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยได้ ซึ่งงานวิจัยนี้ระบุถึงผลกระทบด้านมูลค่ากิจการที่มาจากการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน เป็นการเพิ่มหลักฐานเชิงประจักษ์ของแนวทางการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมต่อการเพิ่มมูลค่าแก่กิจการและผู้ถือหุ้นได้ ซึ่งนักลงทุนสามารถนำมุมมองด้านการบริหารเงินทุนหมุนเวียนนี้ไปใช้สนับสนุนการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจในการลงทุนได้ต่อไป รวมถึงยังมีการศึกษาในบริบทนี้ไม่มากเท่าที่ควร โดยงานวิจัยนี้ได้ศึกษาต่อจากจากการศึกษาในประเทศไทยที่ศึกษาโดย Chancharat และ Kumpamool (2022); Puriboriboon (2021); Rattanacharuenchai และ Chaiwong (2019) ที่ครอบคลุมถึงตัววัดด้านการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนและสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้น บูรณาการตัววัดมูลค่าตลาดของกิจการจากมุมมองที่หลากหลายขึ้น ขยายระยะเวลาการศึกษาที่ยาวนานขึ้น และขยายกลุ่มที่ศึกษาจากกลุ่มดัชนี SET50 มาใช้จำนวนธุรกิจและกลุ่มอุตสาหกรรมที่มากขึ้น

## วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100

## ทบทวนวรรณกรรมและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

### 1. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

#### การบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Management)

หน้าที่หลักของผู้จัดการทางการเงิน นอกจากการตัดสินใจในด้านการจัดหาเงินทุนและการตัดสินใจลงทุนในระยะยาวแล้ว จะพบว่า การตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินงานในแต่ละวันของธุรกิจก็นับว่าเป็นประเด็นสำคัญต่อการนำพาธุรกิจไปสู่ความสำเร็จตามเป้าหมายได้ นั่นคือ การจัดการเงินทุนหมุนเวียนเพื่อให้ธุรกิจได้มีสภาพคล่องทางการเงินในระยะสั้นที่จะช่วยลดความเสี่ยงจากการดำเนินงานลงไปได้ เงินทุนหมุนเวียน (Working capital) คือ ผลต่างระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน ซึ่งอาจเรียกว่า เงินทุนหมุนเวียนสุทธิ (Net working capital) (Ang et al., 2021) โดยเป็นเงินทุนที่จัดหามาใช้จ่ายเพื่อให้เกิดความราบรื่นในการดำเนินธุรกิจตามปกติวิสัย รวมถึงการชำระภาระผูกพันระยะสั้น (Delima, 2023; Kundu et al., 2022) ซึ่งแนวคิดและทฤษฎีมากมายที่ใช้อธิบายถึงการตัดสินใจทางการเงินทั้ง 2 ประการข้างต้นนั้น ยังสามารถใช้อธิบายถึงการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและเชื่อมถึงความสัมพันธ์ต่อไปยังมูลค่ากิจการได้เช่นกัน อันได้แก่ ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน ทฤษฎีตัวแทน และทฤษฎีการส่งสัญญาณ

#### ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory)

ในที่นี้ คือ ทฤษฎีการแลกเปลี่ยนระหว่างผลกำไรและสภาพคล่องที่อยู่ภายใต้ข้อสมมติว่า ธุรกิจจะตัดสินใจเลือกระดับการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสมที่สุด โดยพิจารณาถึงต้นทุนส่วนเพิ่มและผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน (Adam & Quansah, 2019) ดังนั้น การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นการลงทุนเพื่อให้เกิดความสมดุลระหว่างสภาพคล่องทางการเงินในระยะสั้น และความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ (Usman et al., 2017) ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) โดยการเกิดรายได้จากยอดขายนั้นจำเป็นต้องลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนเพื่อการดำเนินงาน ซึ่งหากลงทุนมากเกินไปจนเกินความจำเป็นต้องใช้เงินลงทุนสูง เกิดค่าเสียโอกาสอันจะก่อให้เกิดความไม่มีประสิทธิภาพได้ อย่างไรก็ตามหากลงทุนน้อยเกินไปก็จะส่งผลกระทบต่อการเพิ่มขึ้นของยอดขายและอาจขาดสภาพคล่องได้ โดย Ang et al. (2021) ระบุว่า นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์เพื่อการดำเนินงานแบ่งออกเป็น 3 รูปแบบ คือ 1) นโยบายการลงทุนแบบความเสี่ยงปานกลาง (Moderate Approach) 2) นโยบายการลงทุนแบบค่อนข้างเสี่ยงสูง (Relatively Aggressive Approach) และ 3) นโยบาย

การลงทุนแบบความเสี่ยงต่ำ (Conservative Approach) ที่จะกระทบผลการดำเนินงานที่แตกต่างกันออกไป ดังนั้น การคำนึงถึงจุดสมดุลระหว่างสภาพคล่องที่เพียงพอและความสามารถทำกำไร จะส่งผลดีต่อผลตอบแทนจากการลงทุน อันจะทำให้มูลค่าหุ้นเพิ่มขึ้นได้ (Suwannaphak et al., 2018)

### ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เป็นกรอบแนวความคิดทางเศรษฐศาสตร์ที่มีความสำคัญ และถูกนำมาประยุกต์ใช้ในการจัดการทางธุรกิจอย่างแพร่หลาย กระทั่งปัจจุบันที่นำเสนอขึ้นโดย Jensen และ Meckling (1976) ซึ่งได้อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวการหรือเจ้าของกิจการ (Principal) กับตัวแทน (Agent) โดยมีพื้นฐานของแนวคิดที่ว่า ตัวแทนที่ถูกว่าจ้างให้เข้ามาบริหารงานในองค์กรแทนตัวการนั้นอาจดำเนินการใด ๆ อันไม่สอดคล้องกับผลประโยชน์และความคาดหวังของเจ้าของ จึงเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interests) ที่ถือเป็นที่มาของปัญหาตัวแทน (Agency Problem) นั่นเอง โดยความขัดแย้งนี้จะก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายในการติดตาม ดูแล และตรวจสอบพฤติกรรมของตัวแทนที่จัดเป็นต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) (Ungphakorn, 2023) อย่างไรก็ตาม การบริหารองค์กรที่เป็นไปด้วยความโปร่งใส และมีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยลดความขัดแย้งซึ่งจะช่วยบรรเทาปัญหานี้ลงไปได้ (Panda & Leepsa, 2017) ทั้งนี้ ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ที่กล่าวข้างต้น อาจกระทบต่อการตัดสินใจในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของผู้บริหาร ซึ่งอาจส่งผลต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการได้

### ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) อธิบายถึงการส่งสัญญาณจากธุรกิจไปยังตลาดหรือบุคคลภายนอก เนื่องจากการมีข้อมูลแตกต่างกัน (Spence, 1973) อันช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลได้ ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณนั้น ผลจากการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและระดับการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน สามารถส่งสัญญาณไปยังตลาดและนักลงทุนเกี่ยวกับความสามารถในการดำเนินงาน ความเสี่ยง และศักยภาพของธุรกิจ ที่อาจส่งผลต่อมูลค่ากิจการได้ ซึ่งการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่สะท้อนด้วยระดับการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนและสภาพคล่องจากรายงานทางการเงินของธุรกิจ สามารถส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่ช่วยเพิ่มชื่อเสียงแก่ธุรกิจ (Dang et al., 2019) เป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกไปยังตลาดและกระทบต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วยมูลค่าตลาดได้ต่อไป

### มูลค่ากิจการ (Firm Value)

มูลค่ากิจการ คือ มูลค่าโดยรวมของธุรกิจที่ใช้ประเมินสถานะของธุรกิจ ซึ่งขึ้นอยู่กับประสิทธิภาพในการดำเนินงานของธุรกิจ และสะท้อนถึงความน่าดึงดูดใจของนักลงทุนในตลาดต่อตัวธุรกิจได้ (Piromsod et al., 2023) ทั้งนี้ จะมีปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ อาทิ ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท แนวโน้มการเติบโต ความเสี่ยงภัย สถานะทางการตลาด ความได้เปรียบในการแข่งขัน สภาพเศรษฐกิจ



และอุตสาหกรรมโดยรวม (Pangestuti & Tindangen, 2020) โดยที่นักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียต่อธุรกิจจากมุมมองอันหลากหลายนั้น อาจใช้แนวทางในการคำนวณและมีวิธีการประเมินมูลค่ากิจการที่แตกต่างกันออกไปตามวัตถุประสงค์ของการใช้ประโยชน์และความคาดหวังที่ไม่เหมือนกัน

ตัวชี้วัดมูลค่ากิจการที่นิยมนำมาใช้กันสามารถวัดได้ด้วยวิธีการประเมินมูลค่าจากสินทรัพย์ของกิจการ (Assets-based valuation) ที่วัดได้จากมูลค่าตามมูลค่าทางบัญชี มูลค่าสินทรัพย์ตามราคาตลาด กรณีที่มีการซื้อทดแทน มูลค่าชำระบัญชี และมูลค่าสินทรัพย์สุทธิ (SET, Thailand Securities Institute, 2018) หรือวิธีการประเมินมูลค่าโดยวิธีคิดลดกระแสเงินสดในอนาคต (Brigham & Houston, 2016) และวิธีการใช้ตัวคูณราคาหุ้น (Titman et al., 2017) เป็นต้น รวมถึงวิธีการประเมินมูลค่ากิจการโดยใช้มูลค่าตลาด ซึ่งคำนวณได้จากการใช้ราคาตลาดของหลักทรัพย์คูณกับจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่าย (Fama & French, 1998) โดยการศึกษาครั้งนี้จะวัดมูลค่ากิจการโดยใช้มูลค่าสุทธิของกิจการ (Enterprise Value: EV) และอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) (Chung & Pruitt, 1994; Phadoongsitthi, 2005) ซึ่งมูลค่ากิจการเป็นการวัดผลการดำเนินงานระยะยาวของธุรกิจและเป้าหมายสูงสุดของการดำเนินธุรกิจ นั่นคือ การทำให้มูลค่าของกิจการสูงที่สุด โดยการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่คืนนั้น ทำให้กระแสเงินสดอิสระเพิ่มขึ้น อันจะส่งผลไปยังการประเมินมูลค่าของกิจการได้

## 2. การพัฒนาสมมติฐานการวิจัย

### ความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่ากิจการ

ที่ผ่านมาวรรณกรรมเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนได้มุ่งเน้นไปที่การศึกษาถึงผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อผลประกอบการหรือความสามารถในการสร้างกำไรของธุรกิจเป็นหลัก โดยจากงานในอดีตพบว่าความสามารถในการทำกำไรและผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ดีขึ้นได้เนื่องมาจากผลของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพ (Dalci et al., 2019; Soukhakian & Khodakarami, 2019) ทั้งนี้ ความสามารถในการทำกำไรและผลการดำเนินงานล้วนมีส่วนส่งผลกระทบต่อเนื่องไปยังการประเมินมูลค่ากิจการได้ (Usman et al., 2017) โดยการบริหารเงินทุนหมุนเวียนก็อาจมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดได้ดังผลการศึกษาในอดีต ไม่ว่าจะเป็น Shah และ Arif (2018) ที่นำเสนอว่า การบริหารเงินทุนหมุนเวียนอย่างมีประสิทธิภาพ โดยลดปริมาณการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนลงจะส่งผลให้มีมูลค่ากิจการที่สูงขึ้นในธุรกิจที่มีข้อจำกัดทางการเงิน ซึ่งเป็นไปแนวทางเดียวกับ Wasiuzzaman (2015) ที่ศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงของการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนต่อมูลค่ากิจการในประเทศมาเลเซียที่พบว่า การลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงผกผันต่อมูลค่ากิจการ

กล่าวคือ นักลงทุนในตลาดทุนชอบหรือพึงพอใจกับการใช้นโยบายการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนแบบ  
เคร่งครัดนั่นเอง

Oseifuah และ Gyekye (2017) ที่เก็บข้อมูลจากธุรกิจจดทะเบียนของแอฟริกาใต้พบว่า การมี  
ระยะเวลาการขายสินค้า (Inventory Period) ที่ยาวนาน ทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกับ Gupta et  
al. (2023) ที่ศึกษาจากธุรกิจอุตสาหกรรมในประเทศอินเดีย แต่ในทางกลับกัน Arachchi et al. (2017);  
Kayani et al. (2024); Nguyen et al. (2020); Puwanenthiren (2020) ต่างก็พบว่า ระยะเวลาการขายสินค้า  
มีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งอธิบายได้ว่า การขายสินค้าได้เร็ว แสดงถึงประสิทธิภาพในการบริหาร  
เงินทุนหมุนเวียน ส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น จากผลการศึกษาในอดีตข้างต้นนำไปสู่สมมติฐานการวิจัย  
ดังนี้

**สมมติฐานการวิจัยที่ 1:** ระยะเวลาการขายสินค้ามีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัท  
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100

นอกจากนั้น จากผลการวิจัยก่อนหน้าแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างระยะเวลาเฉลี่ย  
ในการเก็บเงินจากลูกหนี้ (Average Collection Period) กับมูลค่ากิจการ ซึ่งอธิบายไว้ว่า การรับชำระหนี้เร็ว  
ส่งผลดีต่อสภาพคล่องในระยะสั้น ทำให้มีการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนน้อยลง นำไปสู่ความมีประสิทธิภาพ  
และมูลค่ากิจการที่สูงขึ้นได้ (Arachchi et al., 2017; Essel & Brobbey, 2021; Loo & Lau, 2019;  
Puwanenthiren, 2020) อย่างไรก็ตาม ยังมีการศึกษาที่พบว่า ระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้ที่  
ยาวนานส่งผลดีต่อมูลค่ากิจการด้วยเหตุผลที่ว่า การขยายระยะเวลาการจ่ายชำระให้ลูกค้าช่วยหนุนให้  
ได้รับโอกาสจากการเพิ่มยอดขาย และจะส่งผลดีในสายตาผู้ถือหุ้นที่มีต่อมูลค่ากิจการ (Nadeem et al.,  
2020; Oseifuah & Gyekye, 2017; Simon et al., 2018) จากผลการวิจัยที่ผ่านมาจึงไม่สามารถหาข้อสรุป  
ไปในทิศทางเดียวกัน จึงนำมาสู่การกำหนดสมมติฐาน คือ

**สมมติฐานการวิจัยที่ 2:** ระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของ  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100

ทั้งนี้ Sawarni et al. (2020) ศึกษาอิทธิพลของระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้ให้เจ้าหนี้ (Payment  
Period) ที่มีต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งผลการศึกษาระบุว่า ระยะเวลาการจ่ายชำระหนี้ให้เจ้าหนี้ที่ยาวส่งผลในเชิง  
ผกผันกับมูลค่ากิจการ เนื่องจากการจ่ายชำระหนี้ช้ามักเกิดกับธุรกิจที่มีกำไรน้อย อันจะส่งผลด้านลบต่อ  
มูลค่าตลาดของธุรกิจได้ ซึ่งไม่ตรงกับผลการวิจัยที่พบโดย Puwanenthiren (2020) ที่พบว่า ยิ่งธุรกิจยืด  
ระยะเวลาจ่ายชำระแก่เจ้าหนี้ยาวนานเท่าใดก็ยิ่งทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามพบว่า มีงานวิจัย  
บางส่วนค้นพบโดย Assey et al. (2020); Gupta et al. (2023); Nadeem et al. (2020); Simon et al. (2018)



ระบุว่า ระยะเวลาการจ่ายชำระให้เจ้าหนี้ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้นจึงเสนอเป็นสมมติฐานของงานวิจัย ดังนี้

**สมมติฐานการวิจัยที่ 3:** ระยะเวลาการจ่ายชำระให้เจ้าหนี้มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100

Puriboriboon (2021) และ Delima (2023) พบว่า การมีวงจรมูลค่าที่สั้นส่งผลให้มีมูลค่าตลาดที่สูงขึ้น รวมถึง Kundu et al. (2022) ที่ยืนยันว่า การมีวงจรมูลค่าที่สั้นส่งผลให้มูลค่ากิจการซึ่งวัดด้วย Enterprise value per EBITDA สูงขึ้นในอินเดีย ซึ่งวงจรมูลค่าที่สั้น ส่งผลให้มีความต้องการเงินทุนน้อยลง นอกจากนี้ ความต้องการเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Requirement) หรือเงินทุนหมุนเวียนเพื่อการดำเนินงานสุทธิ (Net Operating Working Capital) ที่ติดลบ หมายความว่า ธุรกิจมีหนี้สินหมุนเวียนเพื่อการดำเนินงานมากกว่าสินทรัพย์หมุนเวียนเพื่อการดำเนินงาน อันจะกลายเป็นแหล่งที่มาซึ่งเงินทุนโดยไม่ต้องจัดหาเงินทุนหมุนเวียนเพิ่ม (Hawawini & Viallet 2019) จึงน่าจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและมูลค่าตลาดของกิจการได้ (Baños-Caballero et al., 2020) ดังนั้นจึงนำมาสู่สมมติฐานต่อไปนี้

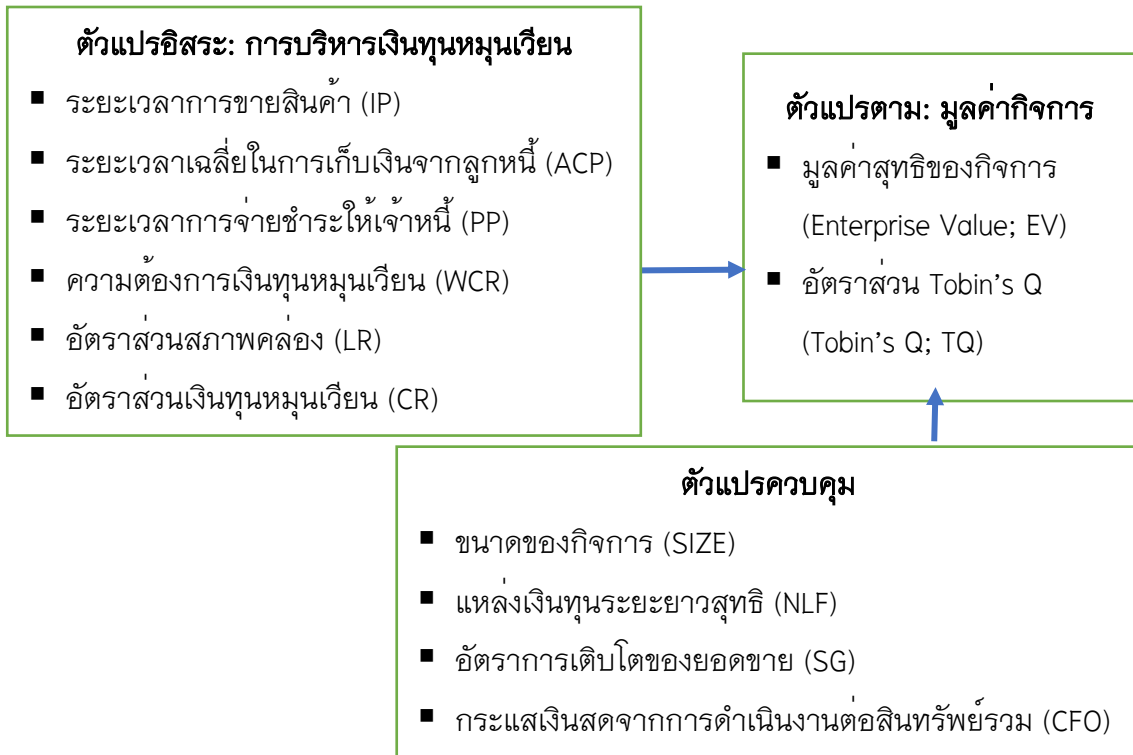
**สมมติฐานการวิจัยที่ 4:** ความต้องการเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100

ในด้านของการพิจารณาถึงสภาพคล่องจากอัตราส่วนทางการเงินที่เกี่ยวข้อง Hawawini และ Viallet (2019) นำเสนอดัชนีวัดสถานะความคล่องตัวทางการเงินในระยะสั้นของธุรกิจด้วยอัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) ซึ่งหากธุรกิจมีสัดส่วนของแหล่งเงินทุนระยะยาวเทียบกับความต้องการเงินทุนหมุนเวียนในสัดส่วนที่สูงจะสะท้อนถึงสภาพคล่องที่ดี เนื่องจากมีแหล่งเงินทุนที่เพียงพอ นอกจากนี้งานวิจัยในอดีตมากมายได้นำเสนอตัววัดสภาพคล่องที่เกี่ยวข้องกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนด้วยอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio) สัมพันธ์กับผลกระทบเชิงบวกระหว่างอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่ากิจการที่วัดด้วยราคาตลาด โดยยืนยันว่า กิจการที่มีอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) สูงแสดงว่ามีสินทรัพย์หมุนเวียนและสภาพคล่องมากเพียงพอที่ทำให้เกิดผลดีต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ (Essel & Brobbey, 2021; Mardianti & Sunandar, 2022) แต่อย่างไรก็ตาม จากงานวิจัยของ Assey et al. (2020); Damayanti และ Sucipto (2022) นั้น กลับมีข้อสรุปที่ชี้ให้เห็นถึงความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่ากิจการ โดยได้ให้เหตุผลสนับสนุนว่าธุรกิจไม่ควรต้องมีสภาพคล่องในระยะสั้นในระดับสูงเกินไป เพื่อเพิ่มศักยภาพในการประกอบการ จึงนำมาสู่การกำหนดสมมติฐานการวิจัยเพื่อนำมาทดสอบและหาข้อสรุปในการศึกษาครั้งนี้ ดังนี้

**สมมติฐานการวิจัยที่ 5:** อัตราส่วนสภาพคล่องมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100

**สมมติฐานการวิจัยที่ 6:** อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100

### กรอบแนวคิดการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการศึกษาผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อมูลค่ากิจการ

### วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 จำนวน 100 บริษัท โดยใช้ข้อมูลรายปีในช่วงระยะเวลาทั้งสิ้น 6 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560 – ปี พ.ศ. 2565 ทำให้ประชากรทั้งหมดเท่ากับ 600 บริษัท – ปี (Firm-Year) [100 บริษัท (Firm) X 6 ปี (Year)] ซึ่งเป็นช่วงระยะเวลาครอบคลุมเหตุการณ์ก่อนเกิดภาวะแพร่ระบาดของ COVID-19 และช่วงฟื้นตัวทางเศรษฐกิจหลังจากนั้น อีกทั้งมีความเพียงพอสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลทางการเงินและสะท้อนถึงแนวโน้มผลการดำเนินงานได้ ทั้งนี้ บริษัทที่นำมาใช้ในการศึกษาจะมีเงื่อนไขดังต่อไปนี้ คือ จะต้องมีการดำเนินงานย้อนหลังระหว่างปี พ.ศ. 2560 – ปี พ.ศ. 2565 ทำการปิดบัญชีทุกวันที่ 31 ธันวาคมของทุกปี โดยจะไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากมีรูปแบบงบการเงินที่แตกต่างจากกิจการอื่น รวมถึง ไม่รวมบริษัทที่มี

ข้อมูลไม่ครบถ้วนในการวัดค่าตัวแปรตามวัตถุประสงค์ของการวิจัย และบริษัทที่มีข้อมูลผิดปกติ เพื่อให้ข้อมูลสามารถเปรียบเทียบกันได้ จากนั้นจึงได้บริษัทที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เท่ากับ 306 บริษัท - ปี (Firm-Year) จาก 51 บริษัท โดยรายละเอียดการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแสดงในตารางที่ 1

**ตารางที่ 1** การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	บริษัท
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100	100
หัก บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์	19
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน ไม่ตรงตามเกณฑ์การเลือกตัวอย่าง	30
จำนวนบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง	51

การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากแบบรายงาน 56-1 ของบริษัท รายงานประจำปีของบริษัท และฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ SET SMART โดยเป็นการศึกษาแบบระยะยาว ลักษณะ Panel Data เพื่อการสังเกตตัวแปรเดียวกันในช่วงระยะเวลาต่างกัน โดยได้กำหนดตัวแปรอิสระ คือ การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่วัดค่าได้จากระยะเวลาการขายสินค้า ระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้ ระยะเวลาการจ่ายชำระให้เจ้าหนี้ ความต้องการเงินทุนหมุนเวียน อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน ส่วนตัวแปรตาม คือ มูลค่ากิจการ โดยวัดค่าได้จาก (1) มูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) (ใช้ลอการิทึม) และ (2) อัตราส่วน Tobin's Q (TQ) และเนื่องจากการศึกษาความสัมพันธ์ของตัวแปรข้างต้นมีตัวแปรที่อาจส่งผลกระทบต่อตัวแปรอิสระ ซึ่งอาจส่งผลให้การวัดค่าตัวแปรคลาดเคลื่อนได้ การศึกษาครั้งนี้จึงกำหนดให้ขนาดของกิจการ (ใช้ลอการิทึม) แหล่งเงินทุนระยะยาวสุทธิ อัตราการเติบโตของยอดขาย และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวแปรควบคุม ดังแสดงวิธีการวัดตัวแปรไว้ในตารางที่ 2

โดยในการศึกษาครั้งนี้ได้กำหนดแบบจำลอง (Model) ดังนี้

**Model 1:**

$$EV_{it} = \beta_0 + \beta_1 LP_{it} + \beta_2 ACP_{it} + \beta_3 PP_{it} + \beta_4 WCR_{it} + \beta_5 LR_{it} + \beta_6 CR_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 NLF_{it} + \beta_9 SG_{it} + \beta_{10} CFO_{it} + \epsilon_{it}$$

**Model 2:**

ผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
กลุ่มดัชนี SET100

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 IP_{it} + \beta_2 ACP_{it} + \beta_3 PP_{it} + \beta_4 WCR_{it} + \beta_5 LR_{it} + \beta_6 CR_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 NLF_{it} + \beta_9 SG_{it} + \beta_{10} CFO_{it} + \epsilon_{it}$$

ตารางที่ 2 ตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์จากข้อมูลทุติยภูมิ

ตัวแปร	สัญลักษณ์	วิธีการวัด
มูลค่าสุทธิของ กิจการ Enterprise Value (EV)	EV	ลอการิทึมของมูลค่าสุทธิของกิจการ (ราคาหุ้น X จำนวนหุ้น) + หนี้สินรวม - เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด (Hung et al., 2018)
อัตราส่วน Tobin's Q (TQ)	TQ	[(ราคาหุ้น X จำนวนหุ้น) + หนี้สินรวม] / สินทรัพย์รวม (Phadoongsitthi, 2005)
ระยะเวลาการขาย สินค้า	IP	จำนวนวันใน 1 ปี / อัตราการหมุนเวียนของ สินค้า (Ross, et al., 2022)
ระยะเวลาเฉลี่ยใน การเก็บเงินจาก ลูกหนี้	ACP	จำนวนวันใน 1 ปี / อัตราการหมุนเวียนของ ลูกหนี้การค้า (Ross, et al., 2022)
ระยะเวลาการจ่าย ชำระให้เจ้าหนี้	PP	จำนวนวันใน 1 ปี / อัตราการหมุนเวียนของ เจ้าหนี้การค้า (Ross, et al., 2022)
ความต้องการเงินทุน หมุนเวียน	WCR	[ลูกหนี้การค้า + สินค้าคงเหลือ + ค่าใช้จ่ายล่วงหน้า] - [เจ้าหนี้การค้า + ค่าใช้จ่ายค้างจ่าย] (Hawawini & Viallet, 2019)
อัตราส่วนสภาพ คล่อง	LR	[(หนี้สินระยะยาว + ส่วนของผู้ถือหุ้น) - สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนสุทธิ] / ความ ต้องการเงินทุนหมุนเวียน (Hawawini & Viallet, 2019)

ตัวแปร	สัญลักษณ์	วิธีการวัด
อัตราส่วนเงินทุน หมุนเวียน	CR	สินทรัพย์หมุนเวียน/หนี้สินหมุนเวียน (Ross, et al., 2022)
ขนาดของกิจการ	SIZE	ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม (Kayani et al., 2024)
แหล่งเงินทุนระยะ ยาวสุทธิ	NLF	[(หนี้สินระยะยาว + ส่วนของผู้ถือหุ้น)] – สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนสุทธิ (Hawawini & Viallet, 2019)
อัตราการเติบโตของ ยอดขาย	SG	(ยอดขายปีปัจจุบัน – ยอดขายปีก่อน) / ยอดขายปีก่อน (Puriboriboon, 2021)
กระแสเงินสดจาก การ ดำเนินงานต่อ สินทรัพย์รวม	CFO	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน / สินทรัพย์รวม (Christian & Dewi, 2022)

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น 3 ส่วน คือ 1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา เพื่ออธิบายลักษณะพื้นฐานของข้อมูลเกี่ยวกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและมูลค่ากิจการ ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุดและค่าสูงสุด 2) การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน เพื่อใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและมูลค่ากิจการ และ 3) การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ ซึ่งเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการกับตัวแปรที่วัดการบริหารเงินทุนหมุนเวียน อันเป็นตัวแทนของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนข้างต้น ซึ่งจากที่ได้กล่าวไปเนื่องด้วยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็น Panel Data ในการประมาณค่าพารามิเตอร์ของสมการถดถอยแบบพหุคูณนั้น อาจเกิดปัญหาสหสัมพันธ์เชิงอนุกรม (Serial correlation) ได้ (Piriyakul, 2014) จึงยึดตามข้อเสนอแนะของ Hausman และ Taylor (1981) ที่ระบุว่า หากตัวแปรภายนอกไม่ผันแปรตามเวลา และมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ ให้ใช้การวิเคราะห์แบบ Fixed-effects Model แต่ในกรณีตัวแปรภายนอกไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระให้ใช้วิธีวิเคราะห์แบบ Random-effect Model และเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมกว่าด้วยการทดสอบ Hausman Test นั้นเอง

## ผลการวิจัย

ผลการศึกษาผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100 จากตารางที่ 3 สรุปผลของสถิติเชิงพรรณนาสำหรับตัวแปรค่าต่อเนื่องที่ใช้ในการศึกษา พบว่า มูลค่ากิจการที่วัดค่าได้จากลอการิทึมของมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 5.1461 ทั้งนี้ มูลค่าสุทธิของกิจการที่เป็นจำนวนเงินเท่ากับ 262,612.60 ล้านบาท โดยเฉลี่ย อัตราส่วน Tobin's Q (TQ) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.9503 เท่า ระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้ 46.8057 วัน ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนสภาพคล่อง 2.3695 เท่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 8.1248 0.1665 และ 1.6372 เท่า ตามลำดับ

ตารางที่ 3 ค่าสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของตัวแปร

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
EV	5.1461	0.4757	4.3493	6.3965
TQ	1.9503	1.3123	0.6859	7.1219
IP	163.9631	324.1407	0.0000	1692.0653
ACP	46.8057	70.1359	0.0671	1101.1765
PP	89.2538	122.8989	5.4444	1198.5498
LR	2.3695	16.2483	-74.4653	175.0115
CR	1.6372	1.1288	0.1665	8.1248
SIZE	4.9530	0.5667	3.6947	6.5335
CFO	0.0909	0.0714	-0.1669	0.3797

หมายเหตุ: ตัวแปร EV ลดขนาดมาจากตัวแปรมูลค่าสุทธิของกิจการ (Enterprise value) และตัวแปร SIZE ลดขนาดมาจากตัวแปรขนาดของกิจการที่วัดด้วยสินทรัพย์รวม โดยใช้ Natural logarithm

ผลการตรวจสอบภาวะร่วมของตัวแปรในแบบเส้นตรง (Multicollinearity) จากตารางที่ 4 เพื่อทดสอบความเกี่ยวพันและความสอดคล้องของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาทุกตัวว่าเป็นตัวแปรเดียวกันหรือไม่ พบว่า ตัวแปรอิสระในแต่ละคู่มีความสัมพันธ์กันอยู่ระหว่าง -0.2937 ถึง 0.7393 ซึ่งถือว่ามี ความสัมพันธ์กันไม่สูงเกินไป เพราะไม่เกิน +/- 0.8 (Gujarati, 1995) รวมทั้งค่า VIF สูงสุดมีค่าเท่ากับ 2.9435 (โดยค่า VIF ไม่ควรเกิน 10) (Hair et al., 2010) ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่า การศึกษาครั้งนี้ไม่เกิด ปัญหาภาวะร่วมของตัวแปรในแบบเส้นตรง สามารถนำทุกตัวแปรไปทดสอบด้วยวิธีการวิเคราะห์สมการ ถดถอยแบบพหุคูณได้ต่อไป



ตารางที่ 4 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation among Independent Variable)

	EV	TQ	IP	ACP	PP	WCR	LR	CR	SIZE	NLF	SG	CFO
EV	1.0000											
TQ	-0.1150*	1.0000										
IP	- 0.2405**	- 0.2084**	1.0000									
ACP	0.0000	0.2093**	-0.1879**	1.0000								
PP	0.0636	0.0010	-0.0409	0.5660**	1.0000							
WCR	0.2094**	- 0.2658**	0.2448**	-0.1370*	- 0.2790**	1.0000						
LR	0.0012	-0.0214	-0.0493	0.4235**	0.2444**	-0.0225	1.0000					
CR	- 0.1958**	-0.0724	0.3167**	-0.0177	-0.2122**	- 0.2322**	-0.0541	1.0000				
SIZE	0.8976**	- 0.5206**	-0.1129*	-0.0726	0.0539	0.3240**	0.0074	-0.0941	1.0000			
NLF	0.3089**	- 0.1898**	0.0394	-0.0909	-0.1531**	0.7393**	- 0.0297	0.3380**	0.3766**	1.0000		
SG	0.0528	-0.0462	-0.1089	-0.2179**	-0.1309*	0.0564	- 0.0607	-0.0451	0.0723	0.0432	1.0000	
CFO	0.0340	0.5039**	- 0.2937**	0.1102	0.0896	-0.2118**	0.0269	-0.0693	-0.1991**	-0.0501	0.0663	1.0000
Toleranc e			0.6355	0.4951	0.5327	0.3397	0.8125	0.6786	0.7197	0.3411	0.9172	0.8257
VIF			1.5735	2.0198	1.8736	2.9435	1.2308	1.4735	1.3895	2.9315	1.0903	1.2112

หมายเหตุ: \* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ \*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ผลการศึกษาในส่วนต่อมา คือ ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ เพื่อหาผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งวัดโดยมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) และอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) โดยพบว่า Hausman test statistic ของ Random-effect ในตัวแบบที่ 1 ที่ตัวแปรตามคือ มูลค่ากิจการ ที่วัดด้วย Enterprise value (EV) นั้น มีค่า Chi-Square Statistic เท่ากับ 52.4736 และ p-Value เท่ากับ 0.000 ส่วนตัวแบบที่ 2 ที่ตัวแปรตามคือ มูลค่ากิจการที่วัดด้วยอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) มีค่า Chi-Square Statistic เท่ากับ 33.1392 และ p-Value เท่ากับ 0.0003 ซึ่งมีค่าน้อยกว่า 0.05 จึงพิจารณาว่า Fixed-effects Model มีความเหมาะสมกับชุดข้อมูลมากกว่าแบบ Random-effect Model สำหรับแบบจำลองทั้ง 2 ตัวแบบ นอกจากนี้ยังได้มีการแก้ไขปัญหา Heteroscedasticity และ Serial correlation ด้วยวิธีการ Robust Standard Error ในการทดสอบแบบจำลอง ดังนั้น ดังตารางที่ 5 และตารางที่ 6 คือ ผลของการทดสอบ Fixed-effects Model ภายหลังจากกระบวนการข้างต้น ซึ่งถูกควบคุมผลกระทบของตัวแปรที่ไม่สามารถสังเกตได้ซึ่งคงที่ภายในหน่วย ในที่นี้คือ แต่ละบริษัท (Firm) ในชุดข้อมูล

จากตารางที่ 5 แสดงผลลัพธ์การทดสอบวิธี Fixed-effect ของ Model 1 ที่ตัวแปรตาม คือ มูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) โดยตัวแปรอิสระ คือ ตัวแปรที่วัดการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและชุดของตัวแปรควบคุม พบว่าตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) มีเพียงตัวแปรอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ  $-0.0198$  มีนัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ  $0.0192^*$  แสดงให้เห็นว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วยมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV)

ทั้งนี้ ตัวแปรควบคุมจำนวน 3 ตัวแปร คือ ขนาดของกิจการ (SIZE) ซึ่งมีค่าคาดหวังเป็นบวก โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ  $0.4776$  มีนัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ  $0.000^{**}$  รวมถึงอัตราการเติบโตของยอดขาย (SG) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO) นั้น ล้วนมีค่าคาดหวังเป็นบวก และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ  $0.05$  จึงแสดงว่า ขนาดของกิจการ (SIZE) อัตราการเติบโตของยอดขาย (SG) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO) ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วยมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) ทั้งนี้ ตัวแปรอิสระ คือ ระยะเวลาการขายสินค้า (IP) ระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้ (ACP) ระยะเวลาการจ่ายชำระให้เจ้าหนี้ (PP) ความต้องการเงินทุนหมุนเวียน (WCR) และอัตราส่วนสภาพคล่อง (LR) รวมถึงแหล่งเงินทุนระยะยาวสุทธิ (NLF) ที่เป็นตัวแปรควบคุมนั้น ล้วนมีค่า p-value มากกว่า  $0.05$  แสดงว่า ตัวแปรข้างต้นไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วยมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV)

ตารางที่ 5 การทดสอบวิธี Fixed-effect ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV)

Model 1: ตัวแปรตาม: EV				
ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน	t-ratio	p-value
IP	0.0000	0.0000	0.3855	0.7002
ACP	0.0001	0.0001	0.9719	0.3321
PP	0.0000	0.0000	0.3014	0.7633
WCR	0.0000	0.0000	0.6702	0.5033
LR	0.0000	0.0003	0.3261	0.7446
CR	-0.0198	0.0084	-2.3570	0.0192*
SIZE	0.4776	0.0454	10.5239	0.0000**
NLF	0.0000	0.0000	0.4266	0.6700
SG	0.0004	0.0002	2.1550	0.0325*
CFO	0.2259	0.0893	2.5302	0.0120*
Constant	2.7711	0.2243	12.3602	0.0000**
Observations	306			

**หมายเหตุ:** \* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ \*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากตารางที่ 6 คือ ผลลัพธ์จากการทดสอบวิธี Fixed-effect ของ Model 2 ที่ตัวแปรตามคือ อัตราส่วน Tobin's Q (TQ) โดยตัวแปรอิสระ คือ ตัวแปรที่วัดการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและชุดของตัวแปรควบคุม พบว่า ระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้ (ACP) เท่านั้น ที่มีผลกระทบต่ออัตราส่วน Tobin's Q (TQ) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0022 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ 0.0021\*\* และค่าคาดหวังเป็นบวก ส่วนทางด้านของตัวแปรควบคุมนั้น ขนาดของกิจการ (SIZE) มีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จากค่าคาดหวังเป็นลบ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ คือ -2.0504

นอกจากนี้ตัวแปรควบคุมอีก 2 ตัวแปร คือ อัตราการเติบโตของยอดขาย (SG) และกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO) ที่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วน Tobin's Q (TQ) ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0024 และ 1.1798 ตามลำดับ และมีค่า p-value น้อยกว่า 0.05 ทั้งนี้ ตัวแปรอิสระประกอบด้วย ระยะเวลาการขายสินค้า (IP) ระยะเวลาการจ่ายชำระให้เจ้าหนี้ (PP) ความต้องการเงินทุนหมุนเวียน (WCR) อัตราส่วนสภาพคล่อง (LR) และอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) รวมถึงตัวแปรควบคุมแหล่งเงินทุนระยะยาวสุทธิ (NLF) ล้วนแต่มีค่า p-value มากกว่า 0.05 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรเหล่านี้ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการที่วัดอัตราส่วน Tobin's Q (TQ) นั่นเอง

**ตารางที่ 6** การทดสอบวิธี Fixed-effect ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราส่วน Tobin's Q (TQ)

Model 2: ตัวแปรตาม: TQ				
ตัวแปรอิสระ	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน	t-ratio	p-value
IP	0.0001	0.0004	0.3274	0.7436
ACP	0.0022	0.0007	3.1126	0.0021**
PP	0.0002	0.0004	0.4347	0.6641
WCR	0.0000	0.0000	0.6641	0.5072
LR	-0.0020	0.0019	-1.027	0.3055
CR	-0.0195	0.0539	-0.3628	0.7170
SIZE	-2.0504	0.2904	-7.0610	0.0000**
NLF	0.0000	0.0000	0.1623	0.8712
SG	0.0024	0.0011	2.1690	0.0311*
CFO	1.1798	0.5711	2.0664	0.0399*

Constant	11.8357	1.4345	8.2512	0.0000**
Observations	306			

**หมายเหตุ:** \* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ \*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากที่ได้กำหนดสมมติฐานการวิจัยไว้ทั้งหมด 6 สมมติฐาน เกี่ยวกับตัวแปรอิสระซึ่งเป็นตัวแทนของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ในการศึกษาครั้งนี้พบผลการทดสอบสมมติฐานว่า ยอมรับ 2 สมมติฐาน และปฏิเสธ 4 สมมติฐานดังแสดงในตารางที่ 7

### ตารางที่ 7 ผลการทดสอบสมมติฐานการวิจัย

สมมติฐาน	ผลลัพธ์
<b>สมมติฐานการวิจัยที่ 1:</b> ระยะเวลาการขายสินค้ามีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100	ปฏิเสธ
<b>สมมติฐานการวิจัยที่ 2:</b> ระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100	ยอมรับ
<b>สมมติฐานการวิจัยที่ 3:</b> ระยะเวลาการจ่ายชำระให้เจ้าหนี้มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100	ปฏิเสธ
<b>สมมติฐานการวิจัยที่ 4:</b> ความต้องการเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100	ปฏิเสธ
<b>สมมติฐานการวิจัยที่ 5:</b> อัตราส่วนสภาพคล่องมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100	ปฏิเสธ
<b>สมมติฐานการวิจัยที่ 6:</b> อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100	ยอมรับ

### สรุปและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อมูลค่ากิจการ โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET100 ครอบคลุมระยะเวลาทั้งสิ้น 6 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560 – ปี พ.ศ. 2565 ทำการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน และการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณสำหรับข้อมูล Panel Data ผลการวิจัยทำให้ทราบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET 100 มีระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้ 46.8057 วัน ระยะเวลาการจ่ายชำระให้เจ้าหนี้โดยเฉลี่ย 89.2538 วัน ซึ่งว่า ธุรกิจมีช่วงเวลาจ่ายชำระแก่เจ้าหนี้ยาวนานกว่าการเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้ อัตราส่วนสภาพคล่องเฉลี่ยเท่ากับ 2.3695 เท่า โดยมีอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนโดยเฉลี่ยเท่ากับ 1.6372 เท่า ซึ่งมีค่าสูงกว่า 1 เท่า ซึ่งให้เห็นถึงการสามารถดำรงสภาพคล่องทางการเงินในระยะสั้นได้อย่างเพียงพอ อย่างไรก็ตามก็ดียังไม่อยู่ในเกณฑ์ที่สูงมากนัก

ในด้านของมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q (TQ) นั้น มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.9503 แสดงให้เห็นว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET 100 นั้น มีมูลค่ากิจการที่วัดจากมูลค่าตลาดที่ค่อนข้างสูง ซึ่งให้เห็นถึงการมีผลการดำเนินงานกิจการที่มีประสิทธิภาพ มีอัตราการเติบโตอย่างรวดเร็ว จึงส่งผลสะท้อนที่ดีในสายตานักลงทุน ซึ่งค่าเฉลี่ยของมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) คือ 262,612.60 ล้านบาท ผลการวิจัยพบว่า มีตัวแปรอิสระที่ใช้วัดการบริหารเงินทุนหมุนเวียน 2 ตัวแปรที่มีผลต่อมูลค่ากิจการ นั้น คือ ระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้ (ACP) ในสมมติฐานการวิจัยที่ 2 และอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) ในสมมติฐานการวิจัยที่ 6 รวมถึงตัวแปรควบคุม คือ ขนาดของกิจการ (SIZE) อัตราการเติบโตของยอดขาย (SG) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO) นั้น ส่งผลกระทบท่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสามารถอภิปรายผลการศึกษาดังนี้

ระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้มีอิทธิพลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q (TQ) จึงอภิปรายได้ว่า เมื่อระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้ยาวนานขึ้น จะส่งผลให้มูลค่ากิจการที่วัดด้วย Tobin's Q (TQ) สูงขึ้น โดยระยะเวลาที่รอรับชำระเงินนานส่งผลดีต่อกิจการ อาจเป็นเพราะการสามารถขยายฐานผู้ซื้อสินค้าได้จากยอดขายที่สูงขึ้น และการเอาชนะคู่แข่งในตลาด ทำให้ลูกค้าให้ความสนใจมากขึ้น จึงส่งผลทางบวกต่อราคาตลาดของหุ้นได้ ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Nadeem et al. (2020) ที่พบว่า เมื่อวงจรของสินเชื่อทางการค้ายาวนานขึ้นจากการขยายระยะเวลาการให้สินเชื่อแก่ลูกค้า จะส่งเสริมให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นจากการสามารถเข้าถึงกลุ่มลูกค้าที่มากขึ้น จึงมียอดขายที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้มีโอกาสได้รับกำไรมากขึ้น และมูลค่าตลาดของกิจการก็จะสูงขึ้น ทั้งยังถือเป็นโอกาสจากการขยายฐานลูกค้า/ผู้ซื้อที่สามารถบุกเจาะตลาดเป้าหมายได้มากขึ้น และยังได้รับประโยชน์จากการได้ระบายสินค้าคงเหลือ เพื่อส่งผลให้ต้นทุนเกี่ยวกับสินค้าคงเหลือลดลงไปได้ (Simon et al., 2018) โดยเป็นไปในทิศทางเดียวกับข้อค้นพบของ Oseifuah และ Gyekye (2017) ที่ระบุว่า นโยบายการให้เครดิตควรเป็นการผ่อนปรนเพื่อเอื้ออำนวยแก่ลูกค้ามากกว่าการใช้นโยบายที่ให้ข้อเสนอส่วนลดเงินสด (กรณีชำระหนี้เร็ว) เพราะการให้ผู้ซื้อยืยระยะเวลาจ่ายชำระออกไปจะส่งผลดีต่อกิจการจากกำไรที่มากขึ้นและส่งผลไปยังมูลค่ากิจการได้

อย่างไรก็ตามผลจากการวิจัยครั้งนี้เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับการศึกษาที่ได้พบความสัมพันธ์เชิงผกผันระหว่าง Tobin's Q (TQ) กับระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้ โดย Arachchi et al. (2017); Essel และ Brobbey (2021) ที่ต่างก็พบว่า เมื่อกิจการเสนอระยะเวลาของเงื่อนไขการชำระเงินแก่ลูกหนี้ที่นานขึ้นจะส่งผลให้มูลค่าตลาดของกิจการลดลง ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดของการจัดการเงินทุนระยะสั้นสมัยใหม่ที่ระบุว่า การลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนมากเกินไปจะส่งผลด้านลบต่อการดำเนินงาน ด้วยเหตุผลที่ว่า การมีลูกหนี้ค้างชำระมากอันเกิดจากการด้อยประสิทธิภาพในการเรียกเก็บหนี้ (Loo & Lau, 2019) ทำให้นักลงทุนในตลาดการเงินประเมินว่ามีการบริหารสภาพคล่องได้ไม่ดีเท่าที่ควร ทั้งยังสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Puwanenthiren (2020) ที่อธิบายไว้ว่า ยิ่งระยะเวลาเก็บเงินจากลูกหนี้ยาวนานเท่าใดจะทำให้ความสามารถทำกำไรและมูลค่าตลาดของกิจการลดลง เนื่องจากการมีเงินทุนจมอยู่ในลูกหนี้การค้ามีต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้นจากการจัดหาเงินทุนเพิ่มเติม ความเสี่ยงในการเกิดหนี้สูญ และการเสียโอกาสลงทุนในโครงการที่น่าสนใจใหม่ ๆ ซึ่งทั้งหมดนี้นำมาซึ่งการมีต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นอันส่งผลต่อความสามารถในการทำกำไรและการเพิ่มความมั่งคั่งแก่ผู้ถือหุ้นได้

อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการที่วัดด้วยมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) ซึ่งกล่าวได้ว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่าของกิจการที่วัดด้วยมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) ซึ่งขัดแย้งกับข้อค้นพบจากการศึกษาในอดีตและแนวคิดของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่อธิบายว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนนั้นส่งผลกระทบในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าตลาดของกิจการ เพราะแสดงถึงการมีสภาพคล่องที่สูงและมีเงินทุนเพียงพอในการดำเนินงาน การลงทุนรวมถึงความสามารถชำระหนี้สินระยะสั้น ทำให้ส่งผลดีในมุมมองของนักลงทุนถึงความมีประสิทธิภาพของการจัดการ (Mardianti & Sunandar, 2022) นอกจากนี้ หากสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนสูงกว่าปริมาณของหนี้สินหมุนเวียนแล้ว จะส่งผลให้การดำเนินงานเป็นไปด้วยความราบรื่นซึ่งจะส่งผลดีต่อผลประโยชน์ (Usman et al., 2017) อีกทั้ง การมีสภาพคล่องที่ดีส่งผลด้านบวกแก่เจ้าหนี้ในมุมมองของการมีเครดิตที่ดี ยอดขายเติบโตยิ่งขึ้น ซึ่งในที่สุดจะทำให้มูลค่าตลาดของกิจการเพิ่มขึ้นได้ (Puriboriboon, 2021)

แต่อย่างไรก็ตามผลการศึกษาครั้งนี้พบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนที่ลดลงจะส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นสอดคล้องกับการตรวจสอบแล้วว่า ในเนื้อความที่อ้างถึงนั้นแสดงผลวิจัยเป็นไปในทางเดียวกันกับข้อค้นพบจากงานวิจัยของ Damayanti และ Sucipto (2022) ซึ่งพบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงผกผันกับมูลค่ากิจการ โดยเหตุผลที่สนับสนุนผลลัพธ์นี้มาจากการมีสภาพคล่องที่เกินความจำเป็นจากการมีเงินสดส่วนเกินที่มีได้ใช้ประโยชน์ใด ๆ ซึ่งไม่ได้นำไปใช้ชำระหนี้ จะส่งผลให้ความสามารถสร้างรายได้ลดลง และแม้ว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนที่มากจะส่งผลดีต่อความสามารถชำระภาระผูกพันระยะสั้น และส่งผลดีไปยังระดับความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่มีต่อมูลค่ากิจการก็ตาม แต่หากฝ่ายจัดการมิได้ใช้ประโยชน์อย่างเต็มที่จากสินทรัพย์หมุนเวียนและเงินสดส่วนเกินที่มีเหล่านั้นก็อาจ



ทำให้มูลค่ากิจการลดลงได้นั่นเอง นอกจากนี้ Wasiuzzaman (2015) ยังสนับสนุนว่า การลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนสุทธิที่ต่ำจะส่งผลดีในสายตานักลงทุนที่มีต่อมูลค่าตลาดของกิจการ โดยการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนในระดับต่ำสามารถนำไปสู่ระดับของการมีเงินทุนที่จะนำไปใช้ลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่ดีกลับคืนมา อันเป็นสัญญาณทางบวกที่สร้างความน่าสนใจแก่นักลงทุนได้นั่นเอง (Delima, 2023)

สำหรับผลการศึกษาที่พบว่า ระยะเวลาการขายสินค้า (IP) ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการนั้นต่างจากงานในอดีตของ Kayani et al. (2024); Nguyen et al. (2020); Puwanenthiren (2020) ที่ยืนยันว่าสามารถเพิ่มมูลค่ากิจการได้ โดยการทำให้ระยะเวลาการขายสินค้าสั้นลง นอกจากนี้ ผลการวิจัยครั้งนี้ที่พบว่าระยะเวลาการจ่ายชำระให้เจ้าหนี้ (PP) ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการนั้นเช่นเดียวกันกับข้อค้นพบของ Assey et al. (2020); Gupta et al. (2023); Nadeem et al. (2020); Simon et al. (2018) แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของ Sawarni et al. (2020) ที่พบผลกระทบในทิศทางตรงข้ามระหว่างระยะเวลาการจ่ายชำระให้เจ้าหนี้และมูลค่ากิจการ ซึ่งได้อธิบายว่า ธุรกิจที่มีความสามารถในการดำเนินงานหรือสภาพคล่องต่ำ มักจะจ่ายชำระให้เจ้าหนี้ช้า ซึ่งเป็นการส่งสัญญาณเชิงลบต่อมูลค่าตลาดที่สะท้อนจากมุมมองของนักลงทุนได้ ทั้งนี้ ผลการศึกษาพบว่า มูลค่ากิจการไม่ได้รับผลกระทบจากความต้องการเงินทุนหมุนเวียน (WCR) และอัตราส่วนสภาพคล่อง (LR) แสดงให้เห็นว่า ปริมาณการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนสุทธิไม่เกี่ยวข้องกับการเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการ ซึ่งไม่สอดคล้องกับผลวิจัยของ Baños-Caballero et al. (2020) ที่ระบุว่า การลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนนั้นช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่ธุรกิจได้

โดยตัวแปรควบคุมที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ขนาดของกิจการ (SIZE) มีผลกระทบเชิงบวกกับมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) จึงอธิบายได้ว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่กว่าจะมีมูลค่าสุทธิของกิจการที่สูงกว่า ซึ่งสอดคล้องกับข้อค้นพบในงานวิจัยของ Essel และ Brobbey (2021) ซึ่งนำเสนอว่า ด้วยขนาดของกิจการที่ใหญ่ขึ้นแสดงถึงความมั่นคง สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้น ทำให้มีการลงทุนในโครงการอันจะก่อให้เกิดรายได้สูงขึ้น เป็นผลให้ความสามารถทำกำไรดีขึ้น จึงดึงดูดให้นักลงทุนมีโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในอนาคตที่มากขึ้น นอกจากนี้ ยังได้รับประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดที่จะผลักดันให้เกิดผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ ดังนั้น จึงเป็นการส่งผลไปในทางบวกต่อมูลค่าสุทธิของกิจการ

อัตราการเติบโตของยอดขาย (SG) มีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ ทั้งที่วัดจากมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) และ Tobin's Q (TQ) ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับงานวิจัยของ Gupta et al. (2023); Nguyen et al. (2020) ที่พบว่า การเพิ่มขึ้นของยอดขายจะส่งผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มสูงขึ้นด้วย นอกจากนี้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO) ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ทั้งที่วัดจากมูลค่าสุทธิของกิจการ (EV) และ Tobin's Q (TQ) ซึ่งสามารถสนับสนุนเหตุผลนี้ด้วยงานวิจัยของ Christian และ Dewi

(2022) ที่อธิบายว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานนั้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อ Tobin's Q (TQ) เนื่องด้วย กระแสเงินสดจากการดำเนินงานถือเป็นแหล่งที่มาของรายได้หลักของกิจการ หากกระแสเงินสดนี้เพิ่มมากขึ้นก็จะส่งผลให้กำไรที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับเพิ่มขึ้นตามไปด้วย

## ประโยชน์ที่ได้รับ

จากผลการวิจัยข้างต้นที่ทำให้เข้าใจถึงความสำคัญและผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อการสร้างมูลค่าให้กับกิจการ ซึ่งพิจารณาจากการตอบสนองของตลาดทุนด้วยมูลค่าตลาดที่พบผลกระทบทั้งในทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงกันข้าม ระหว่างตัวแปรของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่ากิจการ ทำให้เกิดประโยชน์ดังนี้

### ประโยชน์เชิงทฤษฎีของงานวิจัย

ประโยชน์เชิงทฤษฎีของการวิจัยครั้งนี้ คือ การขยายหลักฐานเพิ่มเติม และช่วยให้เกิดความเข้าใจที่มากยิ่งขึ้นในผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อมูลค่าตลาดของกิจการ ด้วยการขยายจากงานในอดีตที่มุ่งศึกษาถึงการส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรเท่านั้น จากที่พบผลกระทบของระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้ที่มีต่อมูลค่ากิจการนั้น แสดงว่าระดับการลงทุนในลูกหนี้การค้าส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ อย่างไรก็ตาม การวัดด้านการบริหารเงินทุนหมุนเวียนด้วยอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนนั้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ จึงสะท้อนว่าสภาพคล่องที่ต่ำจากระดับของสินทรัพย์หมุนเวียนที่ต่ำเมื่อเทียบกับหนี้สินหมุนเวียนนั้นส่งผลดีต่อมูลค่าตลาดของกิจการ อาจด้วยจากโอกาสที่ช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการสร้างผลตอบแทนที่มากขึ้น ที่จะเป็นแรงหนุนในสายตาของนักลงทุน ช่วยให้เกิดการเพิ่มขึ้นแก่มูลค่ากิจการได้

### ประโยชน์ในเชิงปฏิบัติของงานวิจัย

ประโยชน์ในเชิงปฏิบัติ สามารถแยกเป็นประโยชน์จากการนำข้อค้นพบที่เป็นหลักฐานเพิ่มเติมที่ได้จากงานวิจัยนี้ไปประยุกต์ใช้ในการวางแผนทาง กำหนดกลยุทธ์ และนำไปประกอบการตัดสินใจเชิงเศรษฐกิจกับบุคคล หน่วยงาน และกลุ่มองค์กรต่าง ๆ ดังนี้

ด้านบริษัทจดทะเบียนและผู้บริหารของธุรกิจ สามารถใช้เป็นแนวทางในการจัดการการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียน เพื่อให้การดำเนินงานเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและมีความเหมาะสม อันจะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นด้วยการตระหนักถึงองค์ประกอบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน คือ ระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้ และอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน โดยใช้ผลของงานวิจัยนี้ช่วยในการกำหนดนโยบายการให้สินเชื่อและการจัดสรรการลงทุนในลูกหนี้การค้า

นอกจากนี้ผลของการศึกษาครั้งนี้ นักลงทุนยังสามารถนำข้อค้นพบที่ระบุถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการอันครอบคลุมถึงระยะเวลาเฉลี่ยในการเก็บเงินจากลูกหนี้ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน ขนาดของกิจการ อัตราการเติบโตของยอดขาย และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมไปประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ด้วยข้อมูลที่ครบถ้วนและมีความเกี่ยวข้องมากขึ้น

ทางด้านหน่วยงานกำกับดูแลและกำกับนโยบายภาครัฐนั้น สามารถนำผลของการศึกษาครั้งนี้ไปเพื่อเป็นแนวทางในการออกระเบียบและข้อบังคับ เพื่อพัฒนารูปแบบการกำกับดูแลกิจการสำหรับธุรกิจจดทะเบียนในประเทศไทยให้มีความเหมาะสมกับบริบทของการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจ

## ข้อเสนอแนะและข้อจำกัดการวิจัย

### ข้อเสนอแนะ

#### ข้อเสนอแนะที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้

ผู้บริหารของธุรกิจจดทะเบียนสามารถนำผลที่ได้จากการวิจัยในครั้งนี้มาใช้เป็นแนวทางในการกำหนดเงื่อนไขการให้สินเชื่อ เพื่อให้เกิดความได้เปรียบทางการแข่งขันในตลาด ด้วยนโยบายการผ่อนปรนด้านการให้สินเชื่อแก่ผู้ซื้อที่ไม่เคร่งรัดจนเกินไป นโยบายเรียกเก็บเงินที่ไม่สิ้นจนเกินไป ซึ่งกลไกนี้อาจสร้างความพึงพอใจแก่ลูกค้า เพราะนโยบายการเพิ่มระยะเวลาการให้สินเชื่อนี้ ทำให้สามารถรักษารฐานลูกค้าและผู้ซื้อไว้ได้ อันเป็นสิ่งที่ชี้ให้เห็นว่า ผู้ถือหุ้นจะให้มูลค่ามากขึ้นหากกิจการให้นโยบายสินเชื่อที่ยาวนานแก่ลูกค้า รวมไปถึงการตัดสินใจเลือกระดับของการลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนที่ไม่มากจนเกินไป ซึ่งอาจดำเนินการในลักษณะกล้าได้กล้าเสีย มุ่งสร้างการเจริญเติบโต เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการ อันจะนำไปสู่ระดับของเงินทุนเพื่อการดำเนินงานที่จะเอื้อให้เกิดประโยชน์จากกระแสเงินสดภายในจำนวนมากขึ้น และช่วยให้มีเงินทุนเพิ่มขึ้นที่จะช่วยส่งสัญญาณที่ดีแก่นักลงทุน ให้สนใจต่อหลักทรัพย์ของกิจการมากขึ้น และก่อให้เกิดการเพิ่มขึ้นของมูลค่ากิจการได้ต่อไป

สำหรับนักลงทุนและผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์นั้น สามารถใช้ผลจากการวิจัยไปประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนให้เกิดประสิทธิภาพ และได้รับผลตอบแทนอย่างเหมาะสมจากการพิจารณาถึงผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งเป็นข้อมูลที่อาจใช้คาดการณ์มูลค่าของกิจการที่จะลงทุน และช่วยลดความเสี่ยงในการลงทุนได้ นอกจากนี้ผู้กำหนดนโยบายภาครัฐและหน่วยงานกำกับดูแล อาทิ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) สามารถนำผลการศึกษาครั้งนี้ ไปกำหนดนโยบายที่เอื้ออำนวยให้ธุรกิจมีศักยภาพในการดำเนินงานจากการบริหารเงินทุนหมุนเวียนอย่างมีประสิทธิภาพ ทั้งนโยบายด้านการลงทุนและนโยบาย

ด้านการเงินที่ช่วยส่งเสริมให้ธุรกิจสามารถแข่งขันได้ อันจะส่งผลให้มีการเติบโตของระบบเศรษฐกิจมหภาคต่อไป

### ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

การศึกษาครั้งนี้จำกัดเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มดัชนี SET 100 เท่านั้น เพื่อต่อยอดความรู้ การศึกษาในครั้งต่อไปสามารถขยายขอบเขตให้ครอบคลุมถึงกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด รวมถึงตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) ด้วย โดยขยายระยะเวลาของการศึกษาในช่วง 10 ปี เพื่อให้สามารถระบุทิศทาง การเปลี่ยนแปลงที่อาจส่งผลต่อมูลค่ากิจการได้อย่างชัดเจนยิ่งขึ้น อย่างไรก็ตามข้อจำกัดที่น่าสนใจที่ศึกษาต่อยอดไปจากการศึกษาครั้งนี้คือ การพบความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาในการเรียกเก็บหนี้ ซึ่งสะท้อนถึงปริมาณลูกหนี้การค้ากับมูลค่ากิจการที่อาจยังไม่เพียงพอที่จะระบุถึงระดับของการลงทุนในลูกหนี้การค้าที่เหมาะสมที่จะส่งผลดีต่อมูลค่ากิจการได้ จึงควรขยายการศึกษาให้ครอบคลุมถึงตัวแปรอิสระอื่น ๆ ที่คาดว่าจะมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ เช่น การกำกับดูแลกิจการ สภาพะทางการเมืองและเศรษฐกิจ รวมถึงทักษะความเข้าใจการใช้เทคโนโลยีดิจิทัลของผู้บริหารกิจการอันคาดว่าจะสามารถนำผลการศึกษาไปเป็นประโยชน์กับการจัดการธุรกิจได้ดีขึ้น

อีกประการหนึ่ง คือ การศึกษาเปรียบเทียบแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งจะให้ประโยชน์กับผู้สนใจลงทุนในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน จะได้ทราบถึงความแตกต่างของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม อันอาจเกิดจากอิทธิพลของพลวัตเฉพาะอุตสาหกรรม ซึ่งอาจกำหนดเป็นตัวแปรควบคุมในตัวแบบการวิจัยในครั้งต่อไป ประการสุดท้าย ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจเพิ่มการวิจัยเชิงคุณภาพด้วยการสัมภาษณ์เชิงลึก หรืออาจเป็นการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ในการค้นหาความสัมพันธ์เชิงเหตุผลระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับมูลค่ากิจการ เพื่อให้ได้ข้อมูลเชิงลึกลงไปในแต่ละบริบทของธุรกิจ รวมถึงทำให้ทราบถึงความคิดเห็นต่อปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจส่งผลต่อการเพิ่มมูลค่ากิจการอย่างยั่งยืน เช่น วิธีการในการบริหารลูกหนี้การค้าและสภาพคล่องทางการเงินในระยะสั้น และการใช้ประโยชน์จากบัญชีลูกหนี้การค้าในการจัดหาเงินทุนระยะสั้น เป็นต้น

### กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยนี้ได้ผ่านการพิจารณาจริยธรรมการวิจัยในมนุษย์ และได้ผ่านการรับรองในลักษณะของการยกเว้นการพิจารณาจริยธรรมการวิจัยในมนุษย์ (Exempt Determination Research) จากคณะกรรมการจริยธรรมการวิจัยในมนุษย์ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ เมื่อวันที่ 25 พฤษภาคม 2567

## บรรณานุกรม

- Adam, A. M. & Quansah, E. (2019). Effects of working capital management policies on shareholders' value: Evidence from listed manufacturing firms in Ghana. *PANOECONOMICUS*, 66(5), 659–686.
- Ang, S. K., Hong, J., Koh, A., Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2021). *Financial management: Theory and practice* (2nd ed.). Cengage Learning.
- Arachchi, A. N. H., Perera, W., & Vijayakumaran, R. (2017). The impact of working capital management on firm value: Evidence from a frontier market. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 9(2), 399–413.
- Assey, L. H., Su, X., & Parveen, S. (2020). Effect of working capital management on financial performance: Evidence from listed firms at Dare S Salaam Stock of Exchange. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, 22(4), 1–8.
- Baños–Caballero, S., García–Teruel, P. J., & Martínez–Solano, P. (2020). Net operating working capital and firm value: A cross–country analysis. *BRQ Business Research Quarterly*, 23(3), 234–251.
- Boisjoly, R. P., Conine Jr, T. E., & McDonald IV, M. B. (2020). Working capital management: Financial and valuation impacts. *Journal of Business Research*, 108, 1–8.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2016). *Fundamentals of financial management* (14th ed.). Cengage.
- Chancharat, N., & Kumpamool, C. (2022). Working capital management, board structure and Tobin's q ratio of Thai listed firms. *Managerial Finance*, 48(4), 541–556.
- Christian, A., & Dewi, K. (2022). The effect of corporate governance, cash flow, and dividend policy on company performance with family ownership as moderating variables on manufacturing companies listed on Indonesia Stock Exchange. *Journal Of Applied Finance And Accounting*, 9(1), 11–20.

- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), 70–74.
- Dalci, I., Tanova, C., Ozyapici, H., & Bein, M. A. (2019). The Moderating impact of firm size on the relationship between working capital management and profitability. *Prague Economic Papers*, 28(3), 296–312.
- Damayanti, R., & Sucipto, A. (2022). The effect of profitability, liquidity, and leverage on firm value with dividend policy as intervening variable (case study on finance sector In Indonesian Stock Exchange 2016–2020 period). *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR)*, 6(2), 863–876.
- Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. (2019). Study the impact of growth, firm size, capital structure, and profitability on enterprise value: Evidence of enterprises in Vietnam. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 144–160.
- Delima, V. J. (2023). Working capital management and working capital policies on firm's value: A special reference to the listed companies in Sri Lanka. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 23(20), 122–137.
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573–588.
- Enqvist, J., Graham, M., & Nikkinen, J. (2014). The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland. *Research in International Business and Finance*, 32, 36–49.
- Essel, R., & Brobbey, J. (2021). The impact of working capital management on the performance of listed firms: Evidence of an emerging economy. *International Journal of Industrial Management*, 12(1), 389–407.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *The Journal of Finance*, 53(3), 819–843.
- Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2010). The relationship between working capital management and profitability: Evidence from the United States. *Business and economics journal*, 10(1), 1–9.



- Gujarati, D.N. (1995). *Basic econometrics* (4th ed.). United State Military Academy.
- Gupta, R., Jatav, S., & Prakash, G. (2023). Does management of working capital enhance firm value? Empirical analysis of manufacturing enterprises in India. *Investment Management & Financial Innovations*, 20(3), 224–238.
- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., & Anderson, R.E. (2010). *Multivariate data analysis* (7th ed.). Pearson.
- Hausman, J. A., & Taylor, W. E. (1981). Panel data and unobservable individual effects. *Econometrica*, 49(6), 1377–1398.
- Hawawini, G., & Viallet, C. (2019). *Finance for executives: Managing for value creation* (6th ed.). Cengage.
- Hung, D. N., Cuong, P. D., & Ha, V. T. B. (2018). Effects of financial statements information on firms' value: Evidence from Vietnamese listed firms. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(4), 210–218.
- 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.
- Kayani, U. N., Gan, C., Rabbani, M. R., & Trichilli, Y. (2024). Is short-term firm performance an indicator of a sustainable financial performance? Empirical evidence. *Studies in Economics and Finance*, 41(3), 619–637.
- Kundu, S., Quddus, K., & Sharma, N. J. (2022). Does halo effect of innovative firms moderate the impact of working capital efficiency on firm value? Evidence from India. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 2068240.
- Loo, P., & Lau, W. (2019). Key components of working capital management: Investment performance in Malaysia. *Management Science Letters*, 9(12), 1955–1964.
- Mardianti, A., & Sunandar, N. (2022). Influence of liquidity, profitability, and leverage on company value. In *International Conference on Economics, Management and Accounting (ICEMAC 2021)* (pp. 35–43). Atlantis Press.

- 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.
- 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.
- Oseifuah, E. K., & Gyekye, A. (2017). Working capital management and shareholders' wealth creation: Evidence from nonfinancial firms listed on the Johannesburg Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 14(1), 80–88.
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of theory and evidence on problems and prospectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74–95.
- Pangestuti, D. C., & Tindangen, A. M. L. (2020). The influence of internal and external factors on firm value. *European Journal of Business and Management Research*, 5(5), 1–6.
- Phadoongsitthi, M. (2005). Performance evaluation: the Tobin concept – Tobin's Q. *Journal of Business Administration*, 28(106), 13–22. [in Thai]
- Piriyakul, M. (2014). Panel data analysis. *Ramkhamhaeng Research Journal of Sciences and Technology*, 30(2), 41–54. [in Thai]
- Piromsod, S., Vilalai, P., & Thaneerananon, A. (2023). Working capital management and financial structure that affect firm value of agro-industry and food industry group listed on the Stock Exchange of Thailand during the COVID-19 pandemic. *Journal of Management Science Nakhon Pathom Rajabhat University*, 9(2), 282–293. [in Thai]
- Puriboriboon, P. (2021). The Relationship between working capital Management and Firm performance of the SET50 Index in Thailand. *University of the Thai Chamber of Commerce Journal Humanities and Social Sciences*, 41(1), 163–180.
- Puwanenthiren, P. (2020). Working capital management and firm value in emerging markets: the case of Sri Lanka. *Journal of Management*, 15(2), 22–29.

- Rattanacharuenchai, C., & Chaiwong, K. (2019). The relationship between cash conversion cycle and financial performance: Evidence from firms listed in the Stock Exchange of Thailand. *Journal of the University of the Thai Chamber of Commerce in Humanities and Social Sciences*, 39(4), 55–68. [in Thai]
- Ross, S. A., Westerfield, R.W., & Jordan, B.D. (2022). *Essentials of corporate finance* (11th ed.). McGraw–Hill.
- Sawarni, K. S., Narayanasamy, S., & Ayyalusamy, K. (2020). Working capital management, firm performance and nature of business: An empirical evidence from India. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(1), 179–200.
- Sensini, L. (2020). Working capital management and performance: Evidence from Italian SME's. *International Journal of Business Management and Economic Research (IJBMER)*, 11(2), 1749–1755.
- Shah, B., & Arif, M. (2018). Working capital efficiency and firm value: Evidence form Pakistani firms. *Journal of Business & Financial Affairs*, 7(1), 1–10.
- Simon, S., Sawandi, N., & Abdul–Hamid, M. A. (2017). The quadratic relationship between working capital management and firm performance: Evidence from the Nigerian economy. *Journal of Business Retail Management Research*, 12(1), 94–108.
- Simon, S., Sawandi, N., & Abdul–Hamid, M. A. (2018). A reassessment of the relationship between working capital management and firm performance: Evidence from non–financial companies in Nigeria. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(3), 249–266.
- Soukhakian, I., & Khodakarami, M. (2019). Working capital management, firm performance and macroeconomic factors: Evidence from Iran. *Cogent Business & Management*, 0(1), 1–24.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- The Stock Exchange of Thailand, Professional Education Development Division. (2021). *Investment analysis tools: Foundation of business finance*. Author. [in Thai]

- The Stock Exchange of Thailand, Thailand Securities Institute. (2018). *The knowledge of capital market products: Basic instruments* (2nd ed.). Author. [in Thai]
- Suwannaphak, S., Tewongsa, A., Chancharat, S., & 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]
- Titman, S., Keown, A. J., & Martin, J. D. (2017). *Financial management: Principles and applications* (13th ed.). Pearson.
- Ungphakorn, T. (2023). *Financial management* (3rd ed.). Phum Kao Bin Studio.
- Usman, M., Shaikh, S. A., & Khan, S. (2017). Impact of working capital management of firm profitability: Evidence from Scandinavian countries. *Journal of Business Strategies*, 11(1), 99–112.
- Wasiuzzaman, S. (2015). Working capital and firm value in an emerging market. *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), 60–79.