

อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินของความสัมพันธ์ระหว่างการบริหาร
เงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร
ที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
**The Moderating Role of Financial Leverage in the Relationship between
Working Capital Management and Financial Performance of the Agro &
Food Industry on the Stock Exchange of Thailand**

สุนันตา ปาสาเลา^{1*}, พิทยา ผ่อนกลาง² และศันสนีย์ มีพร้อม³
Sunanta Pasalao^{1*}, Pittaya Ponkang² and Sansanee Meeprom³

Received: August 11, 2025; Revised: April 07, 2026; Accepted: April 08, 2026

บทคัดย่อ

การศึกษามีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงาน และศึกษาบทบาทกำกับของความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) ในฐานะเป็นตัวแปรกำกับ กลุ่มตัวอย่างคือกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 51 บริษัท ข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2563 - 2567 รวมทั้งสิ้น 233 ตัวอย่าง การวิเคราะห์ด้วยการถดถอยแบบพหุคูณ และการวิเคราะห์อิทธิพลกำกับด้วยโปรแกรม PROCESS MACRO ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ แต่ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ขณะที่ระยะเวลาของสินค้าคงเหลือ ระยะเวลาในการเก็บหนี้ ระยะเวลาในการชำระหนี้ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานทั้งอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ นอกจากนี้เมื่อพิจารณาบทบาทตัวแปรกำกับ พบว่าความเสี่ยงทางการเงินมีอิทธิพลกำกับของความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และระยะเวลาของสินค้าคงเหลือกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ โดยความสัมพันธ์ปรากฏชัดในระดับความเสี่ยงทางการเงินระดับปานกลางและระดับสูง และยังคงส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นด้วย ผลการศึกษาสะท้อนได้ว่าในบริษัทที่มีระดับหนี้สินสูงสามารถที่จะใช้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนโดยเฉพาะการจัดการสินค้าคงเหลืออย่างมีประสิทธิภาพเพื่อเปลี่ยนข้อจำกัดจากภาระหนี้สินให้เป็นการเพิ่มโอกาสการสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่าบริษัทที่มีระดับหนี้สินต่ำ

คำสำคัญ: การบริหารเงินทุนหมุนเวียน กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร ความเสี่ยงทางการเงิน ผลการดำเนินงาน

¹ หลักสูตรบัญชีบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยวงษ์ชวลิตกุล, Bachelor of Accountant Program, Faculty of Business Administration, Vongchavalitkul University.

² หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยวงษ์ชวลิตกุล, Master of Business Administration, Faculty of Business Administration, Vongchavalitkul University

³ คณะเทคโนโลยีการจัดการ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน วิทยาเขตสุรินทร์, Faculty of Management Technology, Rajamangala University of Technology Isan Surin Campus

*Corresponding author e-mail: Sunanta_pas@vu.ac.th

Abstract

This study examines the relationship between working capital management and financial performance, with financial leverage serving as a moderating variable. The sample comprises 51 companies listed in the Agro & Food Industry sector on the Stock Exchange of Thailand, covering the period 2020–2024 and yielding a total of 233 firm-year observations. Data were analyzed using multiple regression analysis and moderation analysis via the PROCESS MACRO. The findings indicate that the current ratio has a significant effect on return on assets; however, no significant effect on return on equity was observed. Meanwhile, inventory turnover period, accounts receivable turnover period, and accounts payable turnover period showed no significant relationship with either return on equity or return on assets. Regarding the moderating role of financial leverage, the results demonstrate that financial leverage significantly moderates the relationships between the current ratio and inventory turnover period and return on assets, with the moderating effect becoming pronounced at moderate and high leverage levels. Financial leverage was also found to moderate the relationship with return on equity. These findings suggest that highly leveraged firms are better positioned to utilize working capital management, especially effective inventory control, to convert debt obligations into opportunities for generating superior returns on equity, compared with compared with low-leverage firms.

Key words: Working Capital Management, Agro & Food Industry, Financial Leverage, Firm Performance

บทนำ

การบริหารจัดการทางการเงินถือเป็นกลไกที่สำคัญที่กำหนดประสิทธิภาพขององค์กร โดยเฉพาะอย่างยิ่งในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital Management) ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยรักษาสภาพคล่องในระยะสั้นให้ธุรกิจสามารถดำเนินงานได้อย่างต่อเนื่อง ดังนั้นการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพจะสามารถลดต้นทุนได้อีกทั้งยังสามารถช่วยเพิ่มกระแสเงินสด ทำให้ส่งเสริมความสามารถในการทำกำไรสำหรับกิจการได้ การลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่องในสภาวะเศรษฐกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ทั้งทางด้านเทคโนโลยี และความไม่มั่นคงทางการเมือง ความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจและการแข่งขันระหว่างประเทศที่ซับซ้อนขึ้น (Kiymaz et al., 2024) อีกทั้งการบริหารจัดการเงินทุนหมุนเวียนมีบทบาทสำคัญอย่างยิ่งต่อความต่อเนื่องและเสถียรภาพทางการเงินของธุรกิจ ทำให้เกิดความมั่นคงทางการเงินของธุรกิจ ความสำคัญในภาคธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม ซึ่งในอุตสาหกรรมนี้ บริษัทต่าง ๆ มักจัดการกับสินค้าที่เน่าเสียง่าย (Deloof, 2003) โดยแนวโน้มช่วงปีไตรมาส 2/2568 มีโอกาสเติบโต และเริ่มฟื้นตัวมีแนวโน้มเติบโตร้อยละ 15 ซึ่งได้รับผลมาจากต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง และจากสภาวะการเพาะปลูกที่ดี การบริหารจัดการอุปทานที่ดีขึ้นซึ่งราคาเนื้อสัตว์ในประเทศดีขึ้น ราคาในประเทศเวียดนามค่อนข้างทรงตัวจากอุปสงค์และอุปทานที่มากขึ้น โดยภาพรวมของกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรแสดงสัญญาณการเติบโต ไม่ว่าจะเป็นราคาของวัตถุดิบอาหารที่ลดลง และราคาขายในตลาดที่แข็งแกร่งขึ้น ส่งผลโดยตรงต่อความสามารถในการทำกำไร (Settrade, 2025) แม้ว่ากลุ่มนี้จะเติบโตในช่วงรอบปลายปี กลุ่มเกษตรและอาหารจะมีผลกระทบโดยตรงกับวัฏจักรทางด้านราคาอย่างรุนแรง การกลับตัวของราคาจึงส่งผลต่อผลกำไรของบริษัทและความสามารถในการบริหารสินค้าคงคลังอย่างมีประสิทธิภาพ (Efinancethai, 2025) เห็นได้ว่าในธุรกิจอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารนั้นมีลักษณะเฉพาะ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในด้านราคาของวัตถุดิบอาจเป็นไปตามฤดูกาล ในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนอาจมีความซับซ้อนทำให้มีส่งผลต่อการดำเนินงานได้มากกว่าธุรกิจอื่น

ปัจจัยภายนอกก็มีความสำคัญที่เกี่ยวข้องกับการกู้ยืมในระยะสั้นหรือระยะยาว เงินลงทุนหมุนเวียนถือเป็นการนำมาช่วยในการตัดสินใจทางการเงินที่เป็นสิ่งสำคัญอย่างยิ่ง เนื่องจากการกู้ยืมระยะสั้นและระยะยาวมีทั้งข้อดีและข้อเสียที่จะส่งผลกระทบต่อกำไรและความเสี่ยงอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ความเสี่ยงทางการเงินหรืออัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่สะท้อนความสามารถของบริษัทในการชำระและการผูกพันทางการเงิน ที่วัดระดับของการใช้หนี้เทียบกับจำนวนทุนที่บริษัทมี หากบริษัทมีการบริหารเงินทุนหมุนเวียนควบคู่กับความเสี่ยงทางการเงินได้อย่างเหมาะสมจะช่วยสนับสนุนให้ผลกำไรเพิ่มขึ้นได้เช่นกัน (Mahmood et al., 2019) อย่างไรก็ตาม การจัดหาเงินทุนเพื่อรองรับ

การลงทุนเป็นปัจจัยสำคัญต่อการเพิ่มผลกำไรสูงสุด การศึกษาประเด็นนี้ ไม่ได้เพียงแค่อธิบายถึงการลงทุนเท่านั้น แต่ยังอธิบายถึงวิธีการจัดหาเงินทุนที่เหมาะสมอีกด้วย ด้านการจัดหาเงินทุนเป็นการตัดสินใจมีบทบาทสำคัญที่ส่งผลต่อประสิทธิภาพในการดำเนินกิจการได้ ทั้งยังเชื่อมโยงกับระดับความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทที่สะท้อนถึงรายละเอียดในการจัดหาเงินทุนของบริษัทเพื่อประเมินการดำเนินงานบริษัทด้วย (Dalci & Ozyapici, 2018)

แม้ว่าการในงานวิจัยเกี่ยวกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลต่อการดำเนินงานจะมีการศึกษาหลากหลายบริบทมาแล้ว แต่ในบริบทด้านความเสี่ยงทางการเงินส่วนใหญ่จะจำกัดอยู่ในฐานะของตัวแปรควบคุมในด้านการปฏิสัมพันธ์ถึงระดับของหนี้สินที่เข้ามามีบทบาทในฐานะการกำกับที่สามารถเปลี่ยนความแรงหรือผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานได้อย่างไร รวมถึงในบริบทของกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของประเทศไทย ดังนั้น ผู้วิจัยจึงมุ่งเน้นศึกษาถึงความเสี่ยงทางการเงินเชิงลึกในบทบาทตัวแปรกำกับเพื่อให้เข้าใจถึงผลกระทบที่แท้จริงต่อการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อผลการดำเนินงาน ซึ่งเป็นความท้าทายสำหรับศึกษาในปัจจุบันเนื่องจากปัจจัยทางเศรษฐกิจ อีกทั้งจะช่วยให้บริษัทต่าง ๆ ได้ประโยชน์ในการประเมินเงินทุนหมุนเวียนได้ชัดเจนยิ่งขึ้นสำหรับเป็นข้อมูลในการวิเคราะห์การลงทุนแก่ผู้ลงทุนได้

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาบทบาทกำกับของความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัท โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. เพื่อศึกษาบทบาทกำกับของความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทบทวนวรรณกรรม

1. แนวคิดทฤษฎีทางเลือก (Trade-off Theory)

ทฤษฎีทางเลือก Trade-off Theory มีที่มาจาก Modigliani and Miller (1958, 1963) ที่กล่าวถึงการก่อหนี้มีประโยชน์ในทางภาษีจากดอกเบี้ย แต่ในความจริงอาจเกิดต้นทุนจากการล้มละลาย และต้นทุนตัวแทนที่เกิดจากการชำระหนี้มากเกินไป ดังนั้นควรหาจุดที่สมดุล และต่อมาเมื่อมีการนำปัจจัยภาษีนิติบุคคลมาพิจารณา พบว่าการก่อหนี้ช่วยประหยัดภาษีได้ ซึ่งหากนำภาษีมูลค่าของบริษัทยังคงก่อหนี้มากเกินไปยิ่งส่งผลต่อมูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นเท่านั้น เกิดจากดอกเบี้ยที่นำมาหักภาษีของบริษัทที่ต้องชำระได้ จากทฤษฎีได้กล่าวไว้หากบริษัทได้รักษาระดับหนี้สินที่เหมาะสมจะช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการและสร้างผลตอบแทนสูงสุดให้กับกิจการได้

2. แนวคิดการบริหารเงินทุนหมุนเวียน

เงินทุนหมุนเวียนถือเป็นเงินทุนที่กิจการต้องจัดหาเพื่อใช้ในการประจำวัน ที่ครอบคลุมการจ่ายชำระค่าวัตถุดิบ สินค้าสำเร็จรูปรวมถึงการชำระหนี้ทางการค้า ตลอดจนการขายสินค้าหรือบริการทั้งเป็นเงินสดและการเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้การค้า อันเป็นแนวคิดที่สำคัญเกี่ยวกับการจัดสรรเงินทุนให้เหมาะสม (Osei et al., 2023) โดย

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนนั้น มีความสำคัญอย่างยิ่งเนื่องจากส่งผลโดยตรงต่อการตัดสินใจของกิจการ และมีผลต่อผลการดำเนินงานมากที่สุด (Umar & Al-Faryan, 2024) การบริหารเงินทุนหมุนเวียนจึงเป็นประเด็นสำคัญอันดับแรกของผู้บริหาร โดยการวิจัยเกี่ยวกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่วนใหญ่จะเน้นไปที่ผลการดำเนินงานและผลกำไรของบริษัทที่แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญของการนำการบริหารเงินทุนหมุนเวียนไปใช้ก่อให้เกิดผลกำไรบริษัทเพิ่มขึ้น ต่อการตัดสินใจซึ่งมีผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินมากที่สุด (Lefebvre, 2022; Umar & Al-Faryan, 2024) และในเชิงกลยุทธ์การบริหารเงินทุนหมุนเวียนถือเป็นการเพิ่มโอกาสในการสร้างมูลค่ากิจการ หากผู้ซื้อและผู้ขายให้ความสำคัญผ่านแผนเพิ่มมูลค่าที่เหมาะสม เช่น การเน้นการลงทุนในสินค้าคงเหลือและลูกหนี้การค้าในระดับสูง จะช่วยลดการผันผวนของราคาและต้นทุนที่ส่งผลให้กิจการมีความเสี่ยงในการดำเนินงานที่ต่ำกว่า (Habib, 2022) สำหรับตัวชี้วัดที่ประเมินประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนนั้น สำหรับตัวชี้วัดของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนประกอบด้วยวงจรเงินสด การจัดการสินค้าคงคลัง ลูกหนี้การค้า และระยะเวลาการชำระหนี้ของเจ้าหนี้การค้า เป็นองค์ประกอบสำคัญที่ได้รับการศึกษาวิจัย และผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่มีการเก็บหนี้และวงจรเงินสดที่ระยะสั้นจะมีผลต่อผลการดำเนินงานมากกว่า (Almomani et al., 2021)

3. อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio)

Aldubhani et al. (2022) และ Alsulayhim (2019) พบว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญสถิติ และ Shaik et al. (2023) ได้ศึกษาผลกระทบของเงินทุนหมุนเวียน (วัดจากอัตราส่วนสภาพคล่อง) ที่ส่งผลต่อผลการดำเนินงานจากภาคพลังงานของบริษัทในซาอุดีอาระเบีย ในระหว่างปี 2012 ถึง 2019 ผลการศึกษาพบว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่งผลในเชิงบวกอย่างมากต่อผลการดำเนินงานของบริษัท อีกทั้ง Kulvijit and Yangklan (2024) พบว่า อัตราส่วนสภาพคล่องทางการเงินส่งผลกระทบในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี 2563 - 2565 Jia et al. (2020) และ Phuribiboon (2019) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกเช่นกัน Suwannaphak et al. (2018) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วง 16 ปี ระหว่างปี 2544 - 2559 จากการวิจัยพบว่าอัตราหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความสามารถในการทำกำไร แสดงให้เห็นว่าหากธุรกิจมีเงินสดหมุนเวียนในระยะสั้นทำให้ได้รับเงินจากการขายสินค้าเร็วขึ้น และธุรกิจจะดำเนินหมุนเวียนได้เอง โดยที่ไม่ต้องอาศัยแหล่งเงินทุนจากภายนอก และสามารถลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนได้เพิ่มขึ้น ในขณะที่ Akartwipart (2023) พบว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญสถิติของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. ระยะเวลาของสินค้าคงเหลือ (Inventory of the period)

กระบวนการจัดการของสินค้าคงเหลือถือเป็นประเด็นที่สำคัญของการจัดการผลิต ซึ่งฝ่ายบริหารของบริษัทมีหน้าที่สำหรับการบริหารและจัดหาเงินทุนต่อการรักษาสินค้าคงคลัง หากสินค้าไม่เพียงพอก็จะมีผลต่อการขายสินค้าซึ่งเป็นแหล่งของรายได้ที่สำคัญที่สุดของบริษัท ซึ่งจะส่งผลต่อกำไรของบริษัทได้ (Aldubhani et al., 2022) อีกทั้ง Yosak et al. (2023) ได้ศึกษาถึงเงินทุนหมุนเวียนของระยะเวลาของสินค้าคงเหลือมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันทั้งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และยังพบว่าอัตราสินค้าคงเหลือต่อยอดขายมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งหมายความว่าในการบริหารสินค้าคงเหลือที่ดีจะทำให้การบริหารเงินทุนหมุนเวียนนั้นมีประสิทธิภาพส่งผลให้กิจการมีผลการดำเนินงานหรืออัตราผลตอบแทนของกำไรที่สูงขึ้น ขณะที่ Krissadee et al. (2023) พบว่า ระยะเวลาของสินค้าคงเหลือส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับทั้งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้

Tawong and Channgam (2022) ได้ศึกษาผลกระทบของการจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของไทย ในปี 2559 - 2563 พบว่าการศึกษาการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของระยะเวลาของสินค้าคงเหลือไม่มีผลกระทบเชิงบวกทั้งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น จึงเห็นได้ว่าระยะเวลาของสินค้าคงเหลือมีผลการศึกษาที่ขัดแย้งกัน จึงเป็นการพัฒนาสมมติฐาน

5. ระยะเวลาในการเก็บหนี้ (Receivable Turnover Period)

ระยะเวลาในการเก็บหนี้ เป็นตัวแปรที่แสดงถึงระยะเวลาในการรับชำระหนี้สินจากลูกหนี้ นั่นว่ามีระยะเวลาเท่าใด คุณภาพของลูกหนี้เป็นอย่างไร และประสิทธิภาพของการเรียกเก็บหนี้ว่าได้เป็นไปตามนโยบายของการให้สินเชื่อหรือไม่ หากกิจการมีผลการคำนวณระยะเวลาในการเก็บหนี้ในระยะสั้น แสดงถึงคุณภาพลูกหนี้ว่าสามารถชำระหนี้ได้เร็ว และเป็นปัจจัยหนึ่งในการกระตุ้นยอดขายเพื่อบริหารกำไร ซึ่งการให้เครดิตแก่ลูกค้าที่ยาวนานจะเป็นการสะท้อนให้เห็นลูกหนี้ที่ส่งผลให้กิจการมีความมั่นคงทางการเงิน และเพิ่มขีดความสามารถในการทำกำไร ซึ่งจากงานวิจัย Kanjanalai et al. (2024) ได้ศึกษาการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจเกษตรและอาหารในช่วงก่อนและหลังโควิด จากการวิจัยในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนนั้น มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร ด้วยการลดระยะเวลาในการเก็บหนี้และการเพิ่มของระยะเวลาในการชำระหนี้ นั่นถือว่าสำคัญต่อการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ทำให้ความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นมากโดยเฉพาะในช่วงหลังเกิดโควิด-19 และ Sakaew and Chotkunakitti (2024) ก็พบว่าในระหว่างก่อนโควิด-19 และในระหว่างเกิดสถานการณ์โควิด-19 การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ได้แก่ ระยะเวลาในการรับชำระหนี้ส่งผลในทิศทางตรงกันข้ามกับความสามารถในการทำกำไร คืออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ นอกจากนี้ Akartwipart (2023) พบว่าผลการวิจัยระยะเวลาในการเก็บหนี้ มีอิทธิพลต่ออัตรากำไรสุทธิกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเช่นกัน ซึ่งสามารถนำไปช่วยในการปรับปรุงกลยุทธ์ในการเก็บหนี้ให้มีการบริหารเงินทุนหมุนเวียนได้ดีขึ้น

6. ระยะเวลาในการชำระหนี้ (Payable Turnover Period)

ระยะเวลาในการชำระหนี้เป็นตัววัดเครดิตสำหรับจ่ายเงินให้กับเจ้าหนี้ว่ากิจการมีความสามารถที่จะชำระหนี้ในระยะเวลาเท่าใด และสามารถนำเครดิตจากการซื้อสินค้ามาบริหารหมุนเวียนเพื่อสร้างผลกำไรได้ดีเพียงใด หากระยะเวลาในการชำระหนี้สูงแสดงได้ว่ากิจการนั้นมีเครดิตดีเพื่อใช้ในการหมุนเวียนกิจการ จากงานวิจัยเกี่ยวข้องที่ผ่านมาในการชำระหนี้มีผลต่อความสามารถในการทำกำไร Jia et al. (2020) และ Mitaliani and Rasyid (2023) พบว่า ระยะเวลาในการชำระหนี้มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มอุตสาหกรรมเคมีในประเทศอินโดนีเซีย แต่ในทางตรงกันข้ามงานวิจัยในไทย Tawong and Channgam (2022) พบว่าระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ไม่มีผลกระทบในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร ระหว่าง 1 มกราคม พ.ศ.2559 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ.2563 นอกจากนี้ Krissadee et al. (2023) พบว่า ระยะเวลาในการชำระหนี้ไม่มีอิทธิพลทั้งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่ Sakaew and Chotkunakitti (2024) พบว่า ระยะเวลาในการชำระหนี้มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ระหว่างปี 2561 - 2565 เป็นช่วงระหว่างก่อนและระหว่างเกิดสถานการณ์ระบาดของโควิด-19

7. ขนาดบริษัท (Firm Size)

ขนาดบริษัททำหน้าที่เป็นตัวแปรควบคุม โดยวัดได้จากสินทรัพย์รวม บริษัทที่มีขนาดใหญ่เท่าใดก็จะยังสามารถระดมทุนมาจากภายนอกได้ง่ายขึ้นบริษัทก็จะมีขนาดใหญ่ขึ้น นักลงทุนก็จะสนใจในบริษัทที่ให้ผลตอบแทนสูง ดังนั้น ในการลงทุนเงินลงทุนเหล่านี้ทำให้บริษัทต่าง ๆ ได้ใช้ประโยชน์จากโอกาสในการลงทุนง่ายขึ้น Shaik et al. (2023) ศึกษาในกลุ่มพลังงานในซาอุดีอาระเบีย โดยมีตัวแปรกำกับคือความเสี่ยงทางการเงินพบว่าการบริหารเงินทุน

หมุนเวียนส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในเชิงบวก รวมถึงขนาดของบริษัทผลในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ Sakaew and Chotkunakitti (2024) พบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และในทางตรงกันข้าม Intara and Wanganusorn (2023) ศึกษาความสัมพันธ์ของประสิทธิภาพของการจัดการเงินทุนหมุนเวียนต่อการดำเนินงานพบว่าขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

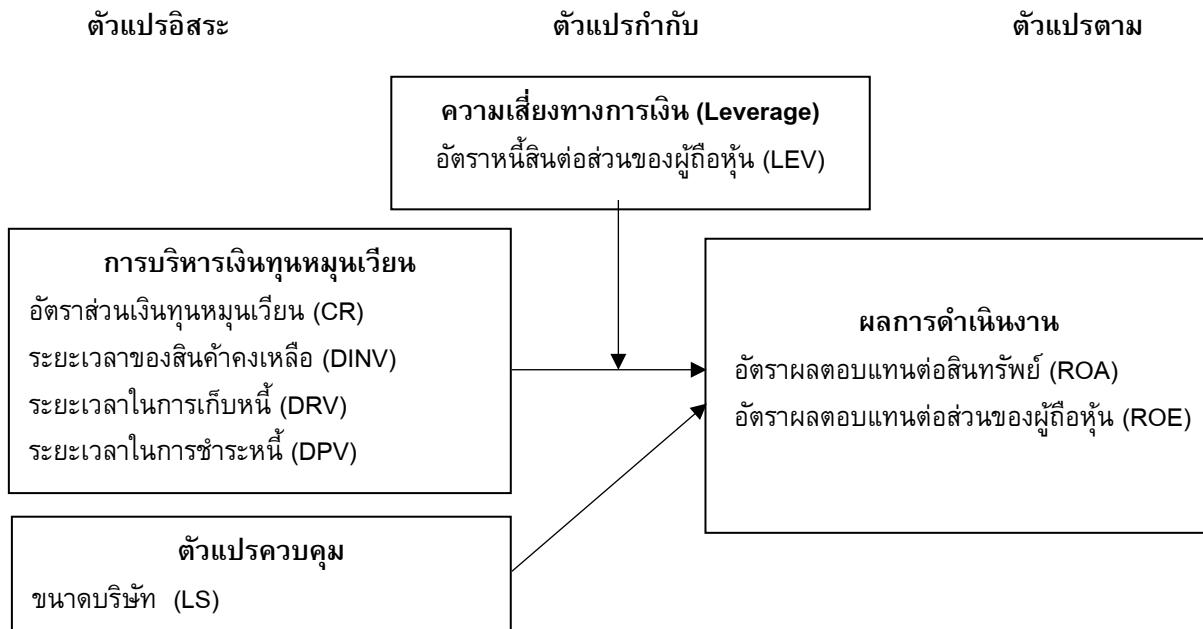
8. อิทธิพลกำกับของความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage)

Mahmood et al. (2019) กล่าวถึง ความเสี่ยงทางการเงินเป็นตัววัดความสามารถชำระหนี้ของบริษัท ประกอบด้วยหนี้ระยะสั้นและหนี้ระยะยาว โดยอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นนั้น คืออัตราส่วนที่ใช้ประเมินการชำระหนี้เทียบกับจำนวนสินทรัพย์ หากบริษัทมีการจัดการการเงินทุนหมุนเวียนได้อย่างเหมาะสมก็จะก่อให้เกิดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่อาจจะเพิ่มขึ้นเช่นกัน โดยอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นนั้น ถือว่ามีบทบาทที่สำคัญต่อการบริหารการเงินทุนหมุนเวียนที่จะส่งผลต่อกำไรหรือผลการดำเนินงานได้เช่นกัน นอกจากนี้ Kulvijit and Yangklan (2024) ศึกษาในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นหรือความเสี่ยงทางการเงินส่งผลในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อีกทั้ง Shaik et al. (2023) พบว่า เงินทุนหมุนเวียนมีผลเชิงบวกกับผลการดำเนินงานบริษัท อย่างไรก็ตามอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกลับส่งผลในเชิงลบต่อผลการดำเนินงาน และเมื่อระดับหนี้สินดังกล่าวถูกนำมาใช้เป็นตัวแปรกำกับ ยังพบว่ามีอิทธิพลในเชิงบวกของเงินทุนหมุนเวียนต่อผลการดำเนินงานเปลี่ยนเป็นมีผลเชิงลบ สะท้อนว่าระดับความเสี่ยงทางการเงินมีบทบาทสำคัญต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว Krissadee et al. (2023) ระบุว่าความเสี่ยงทางการเงินส่งผลในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท แต่ไม่ส่งผลกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ Mitaliani and Rasyid (2023) พบว่าอิทธิพลกำกับของความเสี่ยงทางการเงินไม่ได้ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารการเงินทุนหมุนเวียนและผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเคมีในประเทศอินโดนีเซีย สะท้อนให้เห็นว่าแม้ระดับความเสี่ยงทางการเงินจะเป็นปัจจัยสำคัญในหลายอุตสาหกรรม แต่ในบางอุตสาหกรรมการใช้หนี้หรือระดับภาระทางการเงินก็ไม่ได้ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนหมุนเวียนกับผลประกอบการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญสร้างผลตอบแทนให้กับกิจการได้ ดังนั้นเมื่อความเสี่ยงทางการเงินมากำกับจึงคาดว่าจะส่งผลอย่างมากต่อความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการการเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานเมื่อนำผลการวิจัยมาพิจารณาจะเห็นได้ว่าหลักฐานเชิงประจักษ์ในการนำความเสี่ยงทางการเงินในการทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานเป็นช่องว่างงานวิจัยถึงระดับหนี้สินของบริษัทที่เป็นตัวกำหนดขีดความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน โดยในงานวิจัย Mitaliani and Rasyid (2023) ไม่เพียงให้ความสำคัญของความเสี่ยงทางการเงินในฐานะตัวแปรกำกับ แต่ยังเน้นย้ำถึงทิศทางของบทบาทกำกับดังกล่าว ถือได้ว่าเป็นช่องว่างงานวิจัยในบริบทที่หลากหลายยิ่งขึ้นโดยเฉพาะในประเทศไทย

สรุปได้ว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงทางการเงินมากจะพบปัญหานี้สินที่มีจำนวนมาก และตามด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายทำให้บริษัทเหล่านี้มีความเสี่ยงทางการเงินสูง จึงอาจมีโอกาที่จะลงทุนเพิ่มค่อนข้างจำกัดหรือผลตอบแทนน้อย ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีทางเลือก Trade-off Theory ว่าการก่อหนี้ทำให้เกิดประโยชน์ในทางภาษีจากการจ่ายดอกเบี้ย กล่าวถึงการก่อหนี้มีประโยชน์ในทางภาษีจากการจ่ายดอกเบี้ยแต่หากบริษัทมีหนี้สินที่เหมาะสมจะเพิ่มมูลค่าของกิจการ

กรอบแนวคิดการวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับอิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินของความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานของบริษัทคณะผู้วิจัยได้มีกรอบแนวคิดในการวิจัย ดังนี้



รูปที่ 1 : กรอบแนวคิดการวิจัย
ที่มา : คณะผู้วิจัย

สมมติฐานการวิจัย

สมมติฐานที่ 1 การบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่อผลการดำเนินงาน วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 2 อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงาน วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

สมมติฐานที่ 3 การบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่อผลการดำเนินงาน วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

สมมติฐานที่ 4 อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงาน วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยเป็นการวิจัยในเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ผู้วิจัยใช้วิธีการเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive Sampling) ของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร (Agro&Foods) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีจำนวน 70 บริษัท เป็นการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง ของบริษัทที่มีข้อมูลในระหว่างปี 2563 - 2567 โดยมีเกณฑ์ในการคัดเลือกดังนี้

1.1 ได้พิจารณาจากข้อมูลของบริษัทที่ครบถ้วนเพื่อใช้ศึกษาย้อนหลัง 5 ปี ตามที่กำหนด

1.2 ไม่รวมบริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการในตลาดหลักทรัพย์ในระหว่างปีที่ศึกษา

ดังนั้น ผู้วิจัยได้คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างเป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนดจึงมีบริษัทที่สามารถนำมาวิเคราะห์จำนวน 51 บริษัท ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 กลุ่มตัวอย่างการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	จำนวนบริษัท
บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร	70
หัก บริษัทข้อมูลที่ไม่ครบถ้วน	(19)
จำนวนบริษัทที่ศึกษา	51
จำนวนข้อมูลรายปี 5 ปี	255
หัก ข้อมูลค่าผิดปกติ (Outlier Data)	(22)
จำนวนชุดข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น	233

2. เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษานี้เป็นการใช้ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากรายงานประจำปี ได้แก่ งบฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุน ในฐานข้อมูล SETSMART โดยรวบรวมข้อมูลในระหว่างปี 2563 - 2567 ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. การเก็บรวบรวมข้อมูลในการวิจัย

การเก็บรวบรวมข้อมูลจากที่ศึกษาอัตราส่วนทางการเงินการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและผลการดำเนินงาน รวมถึงตัวแปรกำกับ คือ ความเสี่ยงทางการเงิน และตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท จากรายงานประจำปีของแต่ละบริษัทตามแบบรายงานประจำปี (แบบ 56-1) โดยประกอบด้วยการวัดค่าตัวแปรดังนี้

ตารางที่ 2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า
ตัวแปรตาม: ผลการดำเนินงาน		
อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (%)	ROA	กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม*100
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (%)	ROE	กำไรสุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้น*100
ตัวแปรอิสระ: การบริหารเงินทุนหมุนเวียน		
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (เท่า)	CR	สินทรัพย์หมุนเวียน/หนี้สินหมุนเวียน
ระยะเวลาของสินค้าคงเหลือ (วัน)	DINV	สินค้าคงเหลือ/ต้นทุนขาย* 365
ระยะเวลาในการเก็บหนี้ (วัน)	DRV	ลูกหนี้การค้า/ขายสุทธิ*365
ระยะเวลาในการชำระหนี้ (วัน)	DPV	เจ้าหนี้การค้า/ต้นทุนขาย*365

ตารางที่ 2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย (ต่อ)

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่า
ตัวแปรกำกับ		
ความเสี่ยงทางการเงิน (เท่า)	LEV	หนี้สินรวม/ส่วนของผู้ถือหุ้น
ตัวแปรควบคุม		
ขนาดของบริษัท	LS	ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ผลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อวิเคราะห์ ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

การวิเคราะห์ผลด้วยสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยใช้การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันก่อนนำตัวแปรทดสอบแบบจำลองการถดถอยเชิงพหุคูณ และการทดสอบแบบจำลองของตัวแปรกำกับ ตามลำดับด้วยโปรแกรม PROCESS MACRO (Hayes, 2022) โดยผ่านการทดสอบเงื่อนไขทางสถิติเพื่อให้ข้อมูลน่าเชื่อถือ ด้วยค่า Variance Inflation Factor (VIF) เพื่อวินิจฉัยปัญหาความสัมพันธ์ในเชิงเส้นพหุ (Multicollinearity) และค่า Durbin-Watson Statistic (DW) เพื่อตรวจสอบค่าความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

1. ผลการวิจัย

1.1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาประกอบด้วย ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D) ตามตารางที่ 3 ดังนี้

ตารางที่ 3 ผลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด (Minimum)	ค่าสูงสุด (Maximum)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D)
CR	0.12	12.65	2.26	2.29
DINV	15.05	210.67	66.29	35.57
DRV	2.52	132.31	38.32	21.36
DPV	2.09	216.70	48.85	32.51
LEV	0.11	5.83	0.98	0.97
LS	6.55	13.74	8.93	1.33
ROA	-123.95	40.50	6.98	19.50
ROE	0.12	12.65	2.26	2.29

หมายเหตุ : 1) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) 2) ระยะเวลาของสินค้าคงเหลือ (DINV) 3) ระยะเวลาในการเก็บหนี้ (DRV) 4) ระยะเวลาในการชำระหนี้ (DPV) 5) ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) 6) ขนาดบริษัท (LS) 7) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) 8) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

จากตารางที่ 3 ผลข้อมูลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในวิจัย พบว่า ตัวแปรอิสระเงินทุนหมุนเวียน ได้แก่ ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR), ระยะเวลาของสินค้าคงเหลือ (DINV), ระยะเวลาในการเก็บหนี้ (DRV), ระยะเวลาในการชำระหนี้ (DPV) มีค่าเฉลี่ย 2.26, 66.29, 38.32 และ 48.85 ตามลำดับ ตัวแปรกำกับความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) และขนาดของบริษัท (LS) ในฐานะของตัวแปรควบคุม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.98 และ 8.93 ตามลำดับ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ในฐานะตัวแปรตาม พบว่าค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.98 และ 2.26 ตามลำดับ

1.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมานแสดงผลการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient Analysis) ดังตารางนี้

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน

Variable	CR	DINV	DRV	DPV	DE	LS	ROA	ROE	VIF
CR	1								1.429
DINV	0.199***	1							1.182
DRV	0.215***	0.166**	1						1.148
DPV	-0.199***	-0.141**	0.115	1					1.204
LEV	-0.469***	0.046	-0.017	0.333***	1				1.487
LS	-0.101	0.218***	-0.0182***	-0.095	0.184***	1			1.157
ROA	0.364***	0.088	-0.027	-0.267***	-0.435***	0.175***	1		
ROE	0.232***	0.147**	-0.112	-0.273***	-0.409***	0.224***	0.789***	1	

หมายเหตุ: **, *** กำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 และ 0.01 1) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน(CR) 2) ระยะเวลาของสินค้าคงเหลือ (DINV) 3) ระยะเวลาในการเก็บหนี้ (DRV) 4) ระยะเวลาในการชำระหนี้ (DPV) 5) ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) 6) ขนาดบริษัท (LS) 7) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) 8) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

จากตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พบว่าแต่ละตัวแปรไม่มีความสัมพันธ์กันเองโดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน อยู่ระหว่าง -0.469 ถึง 0.789 ซึ่งน้อยกว่า 0.8 (Stevens,1992) และในการตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์กันระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ด้วยค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าค่า VIF ของทุกตัวแปรมีค่าอยู่ระหว่าง 1.148 ถึง 1.487 ซึ่งน้อยกว่า 10 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์ไม่ก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity ซึ่งอยู่ในเกณฑ์ที่กำหนด (Hair et al. (2010) ขณะที่ค่า Durbin-Watson (DW) มีค่าเข้าใกล้ 2 โดยอยู่ระหว่าง 1.5 - 2.5 จึงไม่เกิดปัญหา Autocorrelation จึงยืนยันให้เห็นว่าสามารถวิเคราะห์การถดถอยแบบพหุคูณเพื่อตอบปัญหาการวิจัย ในตารางที่ 5 และตารางที่ 8

1.3 ผลการทดสอบสมมติฐาน

ผลการวิเคราะห์อิทธิพลกับความเสี่ยงทางการเงินของความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงาน

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินของความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

Variables	ROA									
	Main Effect Model (H1)				LEV Moderation Model: By Process Macro (H2)					
	Model 1		Model 2: CR		Model 3: DINV		Model 4: DRV		Model 5: DPV	
	B(t)	p	B(t)	p	B(t)	p	B(t)	p	B(t)	p
Constant	-5.065 (-1.251)	0.212	-1.908 (-0.442)	0.658	-6.417 (-1.829)	0.686	-9.521 (-2.498)	0.013***	-7.822 (-1.991)	0.047**
Control Variable										
LS	1.741 (4.175)	0.000***	1.367 (3.215)	0.001***	1.606 (3.869)	0.000***	1.915 (4.527)	0.000***	1.724 (3.996)	0.000***
Main Effect										
CR	0.857 (3.172)	0.002***	3.098 (3.720)	0.000***						
DINV	0.000 (0.010)	0.099			0.042 (2.062)	0.040**				
DRV	-0.010 (-0.394)	0.694					0.100 (0.391)	0.696		
DPV	-0.023 (-1.309)	0.192							-0.026 (-1.427)	0.154
LEV	-3.403 (-5.237)	0.000***	1.000 (.5676)	0.571	-4.497 (-8.137)	0.000***	-4.762 (-7.896)	0.000***	-42.81 (-6.452)	0.000***
Interaction Model										
CR*LEV			2.635 (2.830)	0.001***						
DINV*LEV					0.042 (2.063)	0.040**				
DRV*LEV							0.018 (0.0316)	0.569		
DPV*LEV									-0.000 (-0.064)	0.948
R	0.546		0.561		0.523		0.5208		0.514	
R ²	0.298		0.315		0.273		0.258		0.264	
VIF	1.148-1.204									
Durbin-Watson	1.893									
F-statistic	15.978***		26.268***		21.458***		19.845***		20.510***	

หมายเหตุ : **, *** กำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05, 0.01 ตามลำดับ 1) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) 2) ระยะเวลาของสินค้าคงเหลือ (DINV) 3) ระยะเวลาในการเก็บหนี้ (DRV) 4) ระยะเวลาในการชำระหนี้ (DPV) 5) ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) 6) ขนาดบริษัท (LS)

จากตารางที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์ (Model 1) พบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทางตรง (Main Effect) ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) พบว่า ค่า R² เท่ากับ 0.298 หรือคิดเป็นร้อยละ 29.8 สะท้อนให้เห็นว่าสภาพคล่องในระยะสั้นมีส่วนที่สามารถสร้างผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ได้ ในขณะที่ระยะเวลาของสินค้าคงเหลือ (DINV), ระยะเวลาในการเก็บหนี้ (DRV), ระยะเวลาในการชำระหนี้ (DPV), ไม่แสดงความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทน

ต่อสินทรัพย์ ส่วนอิทธิพลกำกับของความเสียหายทางการเงิน (LEV) ส่งผลในเชิงลบมีค่าเท่ากับ -3.403 ในทางกลับกัน ตัวแปรควบคุมคือขนาดบริษัทส่งผลในเชิงบวก มีค่าเท่ากับ 1.741 มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

สำหรับบทบาทของอิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงิน พบว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลร่วม (Interaction) ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ($\beta = 2.635$) โดยมีค่า $R^2 = 0.315$ หรือร้อยละ 31.5 (Model 2) และระยะเวลาของสินค้าย่อยมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีระดับนัยสำคัญที่ 0.05 ($\beta = 0.042$) โดยมีค่า $R^2 = 0.273$ หรือร้อยละ 27.3 (Model 2) ส่วนอิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินของความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาในเก็บหนี้, ระยะเวลาในการชำระหนี้ไม่ส่งผลกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Model 4,5) สรุปผลชี้ให้เห็นว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนและระยะเวลาของสินค้าย่อยมีความสำคัญกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ โดยแตกต่างกันตามระดับความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ ถือว่าเป็นองค์ประกอบสำคัญในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน โดยแสดงผลการวิเคราะห์ของอิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินระหว่างอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนกับผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เป็นไปตามเงื่อนไขค่าของตัวแปร ดังตารางที่ 6

ตารางที่ 6 อิทธิพลอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ตามเงื่อนไขของตัวแปรกำกับความเสี่ยงทางการเงิน ($CR \cdot LEV$)

Interaction levels of LEV		Effect	SE	t	p	LLCI	ULCI
ต่ำ	-0.876	0.787	0.252	3.116	0.002***	0.289	1.284
ปานกลาง	0.000	3.098	0.832	3.720	0.000***	1.457	4.739
สูง	0.970	5.656	1.716	3.295	0.001***	2.274	9.038

หมายเหตุ : ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) ระดับต่ำ = -0.876, ระดับปานกลาง = 0.000, ระดับสูง = 0.970

จากตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลของตัวแปรกำกับความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) ของความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ทั้งในระดับต่ำ ปานกลางและสูง พบว่าอิทธิพลกำกับของความเสียหายทางการเงินอยู่ในระดับต่ำ ($LEV = -0.876$) ของอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ effect = 0.787 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($t = 3.116$, $P < 0.01$) ระดับปานกลาง ($LEV = 0.000$) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนส่งผลกระทบในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ effect = 3.098 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($t = 3.720$, $P < 0.01$) และในระดับสูง ($LEV = 0.970$) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีผลกระทบในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ effect = 5.656 มีนัยสำคัญทางสถิติ ($t = 3.295$, $P < 0.01$) จากการวิจัยแสดงให้เห็นว่าหากบริษัทที่มีหนี้สินต่ำ มีการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่เพียงพอและในระดับปานกลางแสดงว่าบริษัทสามารถสร้างสมดุลในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนได้ดีต่อบริษัท ส่วนในภาวะหนี้สินระดับสูงมีประสิทธิภาพจากการบริหารเงินทุนหมุนเวียนสามารถเพิ่มผลตอบแทนได้สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน

ตารางที่ 7 ผลอิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินของความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาของสินค้าย่อยกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ($DINV \cdot LEV$)

Interaction levels of LEV		Effect	SE	t	p	LLCI	ULCI
ต่ำ	-0.876	-0.019	0.022	-0.869	0.385	-0.063	0.024
ปานกลาง	0.000	0.018	0.015	1.183	0.237	-0.011	0.047
สูง	0.970	0.059	0.026	2.240	0.026**	0.007	0.111

หมายเหตุ : ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage): ระดับต่ำ = -0.876, ระดับปานกลาง = 0.000 และ ระดับสูง = 0.970

จากตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) ของความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาของสินค้ำคงเหลือ (DINV) ต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ทั้งในระดับต่ำ ปานกลางและสูง พบว่าอิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินในระดับต่ำ (LEV = -0.876) และระดับปานกลาง (LEV = 0.000) ของระยะเวลาของสินค้ำคงเหลือไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ส่วนในระดับสูง (LEV = 0.970) ระยะเวลาของสินค้ำคงเหลือส่งผลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ effect = 0.059 มีนัยสำคัญทางสถิติ ($t = 2.240$, $P < 0.05$) สรุปได้ว่าความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทในระดับต่ำและปานกลาง ไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ แต่เมื่อบริษัทเกิดความเสี่ยงทางการเงินในระดับสูง โดยเฉพาะระยะเวลาของสินค้ำคงเหลือทำให้เกิดผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าหากบริษัทมีภาวะหนี้ที่สูงการบริหารสินค้ำคงเหลือที่เหมาะสมก็จะสร้างอัตราผลตอบแทนได้มากขึ้น

ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินของความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

Variables	ROE									
	Main Effect Model (H3)				LEV Moderation Model: By Process Macro (H4)					
	Model 6		Model 7: CR		Model 8: DINV		Model 9: DRV		Model 10: DPV	
	B (t)	p	B (t)	p	B (t)	p	B (t)	p	B (t)	p
Constant	-17.907 (-2.086)	0.038**	-8.170 (-0.911)	0.632	-25.558 (-3.354)	0.000***	-29.182 (-3.673)	0.000***	-32.786 (-3.984)	0.000***
Control Variable										
LS	3.785 (4.279)	0.000***	0.535 (3.152)	0.001***	3.615 (4.272)	0.000***	4.046 (4.589)	0.000***	4.440 (4.911)	0.000***
Main Effect										
CR	-17.907 (.703)	0.483	8.489 (4.906)	0.000***						
DINV	0.058 (1.176)	0.088			0.072 (2.321)	0.021**				
DRV	-0.045 (-1.519)	0.130					-0.084 (-1.525)	0.128		
DPV	3.785 (-1.227)	0.221							-0.068 (-1.760)	0.079
Moderator Variable										
LEV	-3.403 (-6.054)	0.000***	7.883 (2.152)	0.032**	-8.856 (-7.864)	0.000***	-8.622 (-6.858)	0.000***	-8.923 (0.506)	0.000***
Interaction Model										
CR*LEV			-1.610 (8.848)	0.000***						
DINV*LEV					0.166 (3.952)	0.000***				
DRV*LEV							-0.096 0.149			

ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินของความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงาน ด้านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) (ต่อ)

Variables	ROE									
	Main Effect Model (H3)		LEV Moderation Model: By Process Macro (H4)							
	Model 6		Model 7: CR		Model 8: DINV		Model 9: DRV		Model 10: DPV	
	B (t)	p	B (t)	p	B (t)	p	B (t)	p	B (t)	p
Interaction Model										
							(-1.446)			
DPV*LEV									0.012	0.613
									(0.506)	
R	0.534		0.319		0.576		0.520		0.519	
R ²	0.285		0.076		0.331		0.271		0.269	
VIF	1.070-2.054									
Durbin-Watson	1.905									
F-statistic	15.026***		26.494***		28.252***		21.167***		21.061***	

หมายเหตุ : **, ***กำหนดระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ 1) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) 2) ระยะเวลาของสินค้าคงเหลือ (DINV) 3) ระยะเวลาในการเก็บหนี้ (DRV) 4) ระยะเวลาในการชำระหนี้ (DPV) 5) ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) 6) ขนาดบริษัท (LS)

จากตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์ (Model 6) พบว่าอิทธิพลทางตรง (Main Effect) การบริหารเงินทุนหมุนเวียน ได้แก่ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) ระยะเวลาของสินค้าคงเหลือ (DINV) ระยะเวลาในการเก็บหนี้ (DRV) ระยะเวลาในการชำระหนี้ (DPV) ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ส่วนความเสี่ยงทางการเงินส่งผลในเชิงลบมีค่าเท่ากับ -3.403 และขนาดบริษัทส่งผลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเท่ากับ 3.785 ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

สำหรับการวิเคราะห์อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินพบว่ามีอิทธิพลร่วม (interaction) ต่ออัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ -1.610 ($p < 0.01$) ส่วนความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) และขนาดบริษัทส่งผลในเชิงบวกมีค่าเท่ากับ 7.883 ($p < 0.05$) และ 0.535 ($p < 0.01$) (Model 7) ตามลำดับ โดยมีค่า $R^2 = 0.076$ หรือร้อยละ 7.6 สำหรับอิทธิพลร่วม (Interaction) ระยะเวลาของสินค้าคงเหลือที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.166 ($p < 0.01$) โดยมีค่า $R^2 = 0.331$ หรือ ร้อยละ 33.1 (Model 8) ส่วนอิทธิพลร่วม (Interaction) ระหว่างระยะเวลาในการเก็บหนี้และระยะเวลาในการชำระหนี้ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ (Model 9,10) กล่าวโดยสรุปการบริหารเงินทุนหมุนเวียนไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตามความเสี่ยงทางการเงินรวมทั้งขนาดของบริษัทนั้นมีบทบาทที่สำคัญต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เมื่อความเสี่ยงทางการเงินมีบทบาทในการกำกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนทำให้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน และระยะเวลาของสินค้าคงเหลือเปลี่ยนแปลงมีผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่วนระยะเวลาในการเก็บหนี้และระยะเวลาในการชำระหนี้ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แสดงให้เห็นว่าไม่ได้ขึ้นอยู่กับระดับของความเสี่ยงทางการเงิน

โดยแสดงผลการวิเคราะห์ของอิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินระหว่างอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนกับผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นไปตามเงื่อนไขค่าของตัวแปร แสดงดังตารางนี้

ตารางที่ 9 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินของความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (CR*LEV)

Interaction levels of LEV		Effect	SE	t	p	LLCI	ULCI
ต่ำ	-0.876	0.262	0.524	0.499	0.617	-0.771	1.296
ปานกลาง	0.000	8.488	1.730	4.906	0.000***	5.079	11.898
สูง	0.970	17.594	3.565	4.934	0.000***	10.568	24.621

หมายเหตุ : ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) ระดับต่ำ = -0.876 ระดับปานกลาง = 0.000 ระดับสูง = 0.970

จากตารางที่ 9 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) ของความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ทั้งในระดับต่ำ ปานกลางและสูงพบว่าอิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินในระดับต่ำ (LEV = -0.876) ของอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีนัยสำคัญทางสถิติ ($t = 4.999$, $P > 0.05$), ในระดับปานกลาง (LEV = 0.000) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนส่งผลกระทบในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น effect = 8.488 มีนัยสำคัญทางสถิติ ($t = 4.906$, $P < 0.01$) และในระดับสูง (LEV = 0.970) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนส่งผลกระทบในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น effect = 17.594 มีนัยสำคัญทางสถิติ ($t = 4.934$, $P < 0.01$) สรุปได้ว่าอิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินมีบทบาทเป็นตัวแปรกำกับโดยหากบริษัทมีระดับความเสี่ยงทางการเงินสูงก็ทำให้สร้างผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงและเด่นชัดมากขึ้น

ตารางที่ 10 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินของความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาของสินค้าคงเหลือกับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) (DINV*LEV)

Interaction levels of LEV		Effect	SE	t	p	LLCI	ULCI
ต่ำ	-0.876	−0.074	0.045	−1.628	0.104	−0.163	0.015
ปานกลาง	0.000	0.071	0.030	2.322	0.021**	0.010	0.132
สูง	0.970	0.233	0.053	4.324	0.000***	0.127	0.339

หมายเหตุ : ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) ระดับต่ำ = -0.876 ระดับปานกลาง = 0.000 ระดับสูง = 0.970

จากตารางที่ 10 ผลการวิเคราะห์อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) ของความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาของสินค้าคงเหลือ (DINV) กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่าอิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินในระดับต่ำ (LEV = -0.876) ของอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($t = -1.628$, $P = 0.104 > 0.05$), ในระดับกลาง (LEV = 0.000) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนส่งผลกระทบในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) effect = 0.071 มีนัยสำคัญทางสถิติ ($t = 2.322$, $P < 0.05$) และในระดับสูง (LEV = 0.970) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนส่งผลกระทบในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) effect = 0.233 มีนัยสำคัญทางสถิติ ($t = 4.324$, $P < 0.01$) แสดงให้เห็นว่าบทบาทของความเสี่ยงทางการเงินทำหน้าที่เสริมความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารสินค้าคงเหลือกับผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น หากมีระดับความเสี่ยงสูงเท่าใดระยะเวลาของสินค้าคงเหลือก็จะยิ่งสร้างผลตอบแทนได้มากขึ้น สะท้อนให้เห็นการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในเชิงลึกในภาวะที่มีความเสี่ยงหรือหนี้สินที่สูงขึ้น

อภิปรายผล

ผลการศึกษาอิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินของความสัมพันธ์ระหว่างบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการบริหารเงินทุนหมุนเวียนประกอบด้วย อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) ระยะเวลาของสินค้าคงเหลือ (DINV) ระยะเวลาในการเก็บหนี้ (DRV) ระยะเวลาในการชำระหนี้ (DPV) ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 : การบริหารเงินทุนหมุนเวียนด้านอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน ระยะเวลาของสินค้าคงเหลือ ระยะเวลาในการเก็บหนี้ และระยะเวลาในการชำระหนี้ส่งผลต่อผลการดำเนินงานวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) พบว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนส่งผลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Aldubhani et al. (2022) Jia et al. (2020) Kulvijit and Yangklan (2024) Phuribiboon (2019) และ Shaik et al. (2023) สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทสามารถใช้สินทรัพย์หมุนเวียนเพื่อสร้างยอดขายก่อให้เกิดกำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพก่อให้เกิดสภาพคล่องลดการกู้ยืม และเพิ่มประสิทธิภาพผลการดำเนินงานต่อสินทรัพย์โดยรวม ส่วนระยะเวลาของสินค้าคงเหลือ (DINV) ระยะเวลาในการเก็บหนี้ (DRV) ระยะเวลาในการชำระหนี้ (DPV) ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ สอดคล้องกับ Krissadee et al. (2023) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าองค์ประกอบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนไม่ส่งผลต่อผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ นอกจากนี้ยังสนับสนุนผลการวิจัยของ Sakaew and Chotkunakitti (2024) โดยพบว่าในช่วงก่อนและระหว่างโควิด-19 ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เช่นกัน ส่วนขนาดบริษัทส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ แสดงให้เห็นว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนขึ้นอยู่กับเงื่อนไขของอุตสาหกรรมและภาวะเศรษฐกิจ ดังนั้นสรุปว่ายอมรับสมมติฐานที่ 1 บางส่วน

สมมติฐานที่ 2 : อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงาน วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

ผลการวิเคราะห์อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) พบว่าความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) มีอิทธิพลร่วม (Interaction Effect) ต่อความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งสอดคล้องกับ Shaik et al. (2023) และ Mahmood et al. (2019) ที่พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่อผลการดำเนินงานขึ้นอยู่กับระดับความเสี่ยงทางการเงินโดยความเสี่ยงทางการเงินอยู่ในระดับต่ำ ปานกลางและสูงส่งผลให้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนส่งผลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อธิบายได้ว่าการบริหารสภาพคล่องที่ดีสามารถสร้างผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ได้ และความเสี่ยงในระดับปานกลางและระดับสูง จะสามารถเปลี่ยนสภาพคล่องให้เป็นผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ได้มากขึ้น แม้จะมาพร้อมกับระดับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นเช่นกัน

นอกจากนี้อิทธิพลของความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) ยังมีบทบาทกำกับในการเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาของสินค้าคงเหลือ (DINV) กับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) สอดคล้องกับ Aldubhani et al. (2022) และ Yosak et al. (2023) ที่พบว่าการบริหารสินค้าคงเหลืออย่างเหมาะสมสามารถส่งเสริมผลตอบแทนทางการเงินได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในธุรกิจที่ต้องพึ่งพาวัตถุดิบในการผลิตสินค้าเพื่อแปรรูปเป็นสินค้าสำเร็จรูป จากผลการวิเคราะห์ยังชี้ให้เห็นว่าในระดับความเสี่ยงทางการเงินต่ำและในระดับปานกลาง ระยะเวลาของสินค้าคงเหลือไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ผลการวิจัยแสดงได้ว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนไม่ได้ส่งผลต่อที่มีหนี้สินที่อยู่ในระดับต่ำถึงปานกลาง การบริหารสินค้าคงเหลือจึงไม่ได้เป็นปัจจัยหลักที่สร้าง

ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อย่างไรก็ตามเมื่อความเสี่ยงทางการเงินในระดับสูง พบว่าระยะเวลาของสินค้าน่าคงเหลือส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสนับสนุนแนวคิด Trade-of Theory (Modigliani & Miller, 1963) ซึ่งให้เห็นไว้ว่าการก่อหนี้ในระดับสูงจะเพิ่มภาระดอกเบี้ย แต่หากมีการจัดการสินทรัพย์หมุนเวียนให้มีประสิทธิภาพจะสามารถเปลี่ยนความเสี่ยงทางการเงินให้กลายเป็นโอกาสที่จะสร้างผลตอบแทนได้สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงทางการเงินสูงหากมีการบริหารสินทรัพย์คงเหลือได้มีประสิทธิภาพ จะสามารถสร้างผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ได้มากขึ้น เนื่องจากสินทรัพย์คงเหลือช่วยให้บริษัทมีโอกาสในการขายสินค้าได้มากขึ้นให้เป็นผลกำไรจากยอดขายที่ต่อเนื่องได้

ส่วนอิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) ต่อความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาในการเก็บหนี้ (DRV), ระยะเวลาในการชำระหนี้ (DPV) ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) แสดงให้เห็นว่าไม่ว่าบริษัทจะมีความเสี่ยงในระดับใด ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการให้เครดิตลูกหนี้หรือเจ้าหนี้กับผลการดำเนินงานก็ไม่เปลี่ยนแปลงซึ่งไม่มีบทบาทหรือกลไกที่จะสามารถสร้างผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ดังกล่าว ดังนั้นจึงสรุปได้ว่ายอมรับสมมติฐานที่ 2 บางส่วน

สมมติฐานที่ 3 : การบริหารเงินทุนหมุนเวียนด้านอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน ระยะเวลาของสินค้าน่าคงเหลือ ระยะเวลาในการเก็บหนี้และระยะเวลาในการชำระหนี้ส่งผลต่อผลการดำเนินงาน วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ผลการวิเคราะห์พบว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนได้แก่อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR), ระยะเวลาของสินค้าน่าคงเหลือ (DINV) ระยะเวลาในการเก็บหนี้ (DRV) และระยะเวลาในการชำระหนี้ (DPV) ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สอดคล้องกับ Akartwipart (2023) Krissadee et al. (2023) และ Tawong and Channgam (2022) ซึ่งทำให้เห็นว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนไม่ทำให้ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น รวมถึงระยะเวลาในการเก็บหนี้ ระยะเวลาของสินค้าน่าคงเหลือ และระยะเวลาในการชำระหนี้ สะท้อนให้เห็นถึงอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารเป็นอุตสาหกรรมที่มีการหมุนเวียนในระยะสั้นเป็นหลักจึงไม่ส่งผลต่อกำไรมากนัก ในขณะที่ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) ส่งผลเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับ Shaik et al. (2023) และ Mahmood et al. (2019) และขนาดของบริษัทส่งผลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับ Kulvijit and Yangkian (2024) และ Shaik et al. (2023) แสดงให้เห็นว่าขนาดของบริษัทมีศักยภาพในการทำกำไรและสร้างผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นได้ ดังนั้นจึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 3

สมมติฐานที่ 4 : อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงินส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงาน วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

ผลการวิเคราะห์อิทธิพลกำกับความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงาน วัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น(ROE) พบว่า ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) มีบทบาทในการเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น โดยเมื่อระดับความเสี่ยงทางการเงินอยู่ในระดับปานกลางและระดับสูง พบว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีการก่อหนี้ในระดับสูง หากสามารถบริหารสภาพคล่องได้อย่างมีประสิทธิภาพจะสามารถเปลี่ยนภาระหนี้ให้เป็นแรงสนับสนุนในการสร้างผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นได้มากกว่าบริษัทที่มีระดับการก่อหนี้สินต่ำ ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) มีบทบาทกำกับ (Moderator) ทำให้เงินทุนหมุนเวียนมีผลต่อผลตอบแทนมากขึ้นตามระดับของหนี้สิน ซึ่งสอดคล้องกับ Shaik et al. (2023) ที่ได้ศึกษาบริษัทในอุตสาหกรรมพลังงานของบริษัทจดทะเบียนในซาอุดีอาระเบีย พบว่าความเสี่ยง

ทางการเงินมีบทบาทสำคัญต่อสภาพคล่องและผลการดำเนินงาน นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับ Mahmood et al. (2019) ที่ระบุว่าอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัดสำคัญในการกำหนดประสิทธิภาพของบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่สร้างความสามารถในการกำไร และ Kulvijit and Yangklan (2024) ที่พบว่าการก่อหนี้ในระดับที่เหมาะสมจะสามารถสร้างผลตอบแทนผู้ถือหุ้นได้เช่นกัน อีกทั้งยังสนับสนุนแนวคิด ทฤษฎีทางเลือก Trade-off Theory ที่บ่งชี้ว่าการใช้หนี้ช่วยสร้างประโยชน์ในทางภาษี แต่หากมากเกินไปอาจก่อให้เกิดต้นทุนทางการเงินและความเสี่ยงล้มละลายได้ ดังนั้นจากผลการวิจัยที่พบว่าผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงขึ้นตามระดับของความเสี่ยงทางการเงิน หากบริษัทมีการจัดการสภาพคล่องที่ดีจะสร้างสมดุลระหว่างประโยชน์และต้นทุนของหนี้เป็นไปตามทฤษฎีที่ได้อธิบายไว้

สำหรับข้อค้นพบอิทธิพลกำกับของความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) มีบทบาทในการเปลี่ยนแปลงความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาของสินค้ำคงเหลือ (DINV) กับอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) พบว่าระดับความเสี่ยงทางการเงินในระดับต่ำ ระยะเวลาของสินค้ำคงเหลือไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีหนี้สินต่ำในการบริหารสินค้ำคงเหลืออาจไม่ได้เป็นปัจจัยที่สร้างผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ในขณะที่ความเสี่ยงทางการเงินอยู่ในระดับปานกลางและสูง ระยะเวลาของสินค้ำคงเหลือส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้นผลการวิจัยสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทที่มีภาระหนี้สินในระดับสูง หากสามารถบริหารสินค้ำคงเหลือได้อย่างมีประสิทธิภาพก็สามารถที่จะเปลี่ยนต้นทุนทางการเงินที่สูงกลายเป็นผลตอบแทนผู้ถือหุ้นได้มากกว่าบริษัทที่มีหนี้ต่ำ สอดคล้องกับผลการศึกษา Aldubhani et al. (2022) และ Yosak et al. (2023) พบว่าการบริหารสินค้ำคงเหลือส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สอดคล้องแนวคิดทฤษฎีทางเลือก Trade-off Theory ที่ระบุว่าในการก่อหนี้ในระดับสูงอาจเพิ่มภาระดอกเบี้ยและความเสี่ยง และหากมีการจัดการสินทรัพย์หมุนเวียนหรือการบริหารสินค้ำคงเหลือที่เหมาะสมสามารถเพิ่มยอดขายและกำไรที่เกิดจากการขายอันเป็นผลทำให้บริษัทจะสามารถบริหารเพื่อใช้หนี้และเป็นเครื่องมือในการสร้างผลตอบแทนผู้ถือหุ้นได้ จากผลการวิจัยดังกล่าว สรุปได้สมมติฐานที่ 4 ยอมรับบางส่วน

สรุปและข้อเสนอแนะ

1. สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยมีวัตถุประสงค์มุ่งวิเคราะห์อิทธิพลกำกับของความเสี่ยงทางการเงินของความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผลการวิจัยสรุปได้ว่า อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนส่งผลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีสภาพคล่อง สามารถบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนได้ดีและมีประสิทธิภาพทำให้เกิดผลตอบแทนสูงขึ้น ส่วนองค์ประกอบอื่นของเงินทุนหมุนเวียนได้แก่ ระยะเวลาของสินค้ำคงเหลือระยะเวลาในการเก็บหนี้ และระยะเวลาในชำระหนี้ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ สะท้อนได้ว่าปัจจัยด้านระยะเวลาในการหมุนเวียนของสินทรัพย์นั้นไม่ใช่กลไกที่จะสร้างผลตอบแทนให้แก่อุตสาหกรรมนี้ได้ ส่วนผลการศึกษาด้านบริหารเงินทุนหมุนเวียนไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อาจหมายความว่า การบริหารเงินทุนอย่างเดียวยังไม่เพียงพอที่จะเพิ่มผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ได้ ส่วนอิทธิพลของความเสี่ยงทางการเงินมีความสำคัญทั้งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนในส่วนของผู้ถือหุ้น พบว่าส่งผลในเชิงลบต่อผลการดำเนินงานโดยตรง แต่เมื่อทำหน้าที่ในการเป็นตัวแปรกำกับมีผลทำให้อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนมีอิทธิพลทั้งผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างชัดเจนเมื่อระดับความเสี่ยงทางการเงินอยู่ในระดับปานกลางจนถึงระดับสูง อีกทั้งระยะเวลาของสินค้ำคงเหลือยังส่งผลต่อผลการดำเนินงานทั้งหมดเช่นกัน ในกรณีที่บริษัทเกิดความเสี่ยง

ทางการเงินในระดับสูงสะท้อนว่าสถานการณ์บริษัทมีหนี้สินสูงในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน โดยเฉพาะในด้านการจัดการสินค้าคงเหลืออย่างมีประสิทธิภาพ จะสามารถเปลี่ยนภาระของหนี้สินให้กลายเป็นโอกาสที่สร้างผลตอบแทนได้

2. ข้อเสนอแนะ

2.1 ข้อเสนอแนะเชิงทฤษฎี

2.1.1 ทฤษฎี Trade-of Theory ผลการวิจัยได้ขยายถึงโครงสร้างเงินทุนหรือความเสี่ยงทางการเงินให้เกิดความสมดุลระหว่างหนี้สินและต้นทุนอันเกิดจากความเสี่ยงทางการเงิน โดยเห็นได้ว่าการบริหารสินค้าคงเหลือให้มีประสิทธิภาพโดยมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูงจะทำให้มีผลต่อผลการดำเนินงาน ที่สะท้อนให้เห็นระดับของความเสี่ยงทางการเงินที่เหมาะสม แต่ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความสามารถของกิจการในการควบคุมการบริหารเงินทุนหมุนเวียน

2.2 ข้อเสนอแนะในการนำไปใช้

2.2.1 การบริหารเงินทุนหมุนเวียนผู้บริหารควรให้ความสำคัญจากสภาพคล่องหรือการประเมินจากสินค้าคงเหลือโดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริษัทที่มีหนี้สินในระดับสูง เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการเปลี่ยนภาระหนี้สินให้เป็นการสร้างผลตอบแทนได้ โดยหากมีการบริหารสินค้าคงเหลือไม่ให้มีสินค้าเสียหาย สินค้าคงเหลือสูงหรือต่ำเกินไป โดยเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมและอาหาร ควรควบคุมปริมาณของสินค้าคงเหลือที่เหมาะสมก็จะเพิ่มโอกาสขายได้มากขึ้นสามารถเกิดผลกำไรจากการขายต่อเนื่องได้

2.2.2 นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นนำผลจากการวิจัยนี้เป็นข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจในการลงทุน อีกทั้งยังเป็นแนวทางในการประเมินความมั่นคงของบริษัทจากผลของระดับหนี้สินและการบริหารเงินทุนหมุนเวียน

2.3 ข้อเสนอแนะในเชิงนโยบาย

2.3.1 หน่วยงานกำกับดูแล ควรมีการส่งเสริมให้บริษัทที่จดทะเบียนได้เปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับนโยบายของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน และในระดับความเสี่ยงทางการเงินเพื่อให้เกิดความโปร่งใสมากขึ้น และนักลงทุนสามารถใช้ประโยชน์และสามารถประเมินศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนและความเสี่ยงได้อย่างรอบด้าน

2.2.3 สถาบันการเงินใช้ในการกำหนดเงื่อนไขในการปล่อยสินเชื่อได้ใช้ในการประเมินคุณภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในการจัดการสภาพคล่อง นอกจากนี้ควรพิจารณาถึงระดับหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ที่แสดงให้เห็นถึงคุณภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทอีกด้วย

2.4 ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

2.4.1 จากงานวิจัยที่ศึกษาครั้งนี้เน้นที่บทบาทกำกับของความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage) งานวิจัยในอนาคตควรเพิ่มตัวแปรกำกับที่สำคัญด้านอื่น เช่น คุณภาพกำไร การกำกับดูแลกิจการที่ดี ขนาดของกิจการเพื่อให้อธิบายถึงการบริหารเงินทุนหมุนเวียนนั้นความสำคัญต่อผลการดำเนินงานมากขึ้นในบริบทที่แตกต่างกัน รวมถึงปัจจัยภายนอกที่มีต่อการบริหารเงินทุนหมุนเวียน อาทิ นโยบายของรัฐบาลต่อการบริหารเงินทุนหมุนเวียน เช่น มาตรการพักชำระหนี้

2.4.2 ควรมีการศึกษาตัวแปรอื่นเพิ่มเติมที่แสดงถึงตัวชี้วัดของผลการดำเนินงานที่จะสะท้อนให้เห็นผลตอบแทนทางการเงินและผลตอบแทนทางด้านการตลาด อาทิ Tobin' Q, ราคาหลักทรัพย์ เป็นต้น

2.4.3 จากการศึกษาที่มุ่งเน้นเฉพาะในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร จึงเป็นข้อจำกัด และการวิจัยในอนาคตจึงควรพิจารณาขยายขอบเขตการศึกษาในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ที่ครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด หรือการเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ช่วยให้สรุปและประยุกต์ใช้ได้กว้างขวางและชัดเจนยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- Akartwipart, A. (2023). Influence of Working Capital Management on Profitability of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand in the Real Estate Industry. *Humanity and Social Science Journal, Ubon Ratchathani University*, 14(2), 261–290.
- Aldubhani, M. A., Wang, J., Gong, T., & Maudhah, R. A. (2022). Impact of Working Capital Management on Profitability: Evidence from Listed Companies in Qatar. *Journal of Money and Business*, 2(1), 70–81.
- Almomani, T. M., Almomani, M. A., & Obeidat, M. I. (2021). The Relationship Between Working Capital Management and Financial Performance: Evidence from Jordan. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(6), 713-720.
- Alsulayhim, N. (2019). The Relationship between Working Capital Management and Profitability. *International Business Research*, 12(8), 142-152.
- Dalci, I., & Ozyapici, H. (2018). Working Capital Management Policy in Health Care: The Effect of Leverage. *Health Policy*, 122(11), 1266–1272.
- Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573-588.
- Efinancethai. (2025). *Insight into Thai Stocks after Q3/2025: Which Stocks Have Soaring Profits and Which are Slowing Down?* (In Thai). <https://www.efinancethai.com/recommended-for-you/thai-stock-q3-2025-winners-losers>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate Data Analysis: A Global Perspective* (7th ed.). Pearson Education.
- Habib, A. M. (2022). Does the Efficiency of Working Capital Management and Environmental, Social, and Governance Performance Affect a Firm's Value? Evidence From the United States. *Financial Markets, Institutions and Risks*, 6(3), 18–25.
- Hayes, A. F. (2022). *Introduction to Mediation, Moderation, and Conditional Process Analysis: A Regression-Based Approach* (3rd ed.). The Guilford Press.
- Intara, P., & Wanganusorn, B. (2023). The Relationship between Working Capital Management Efficiency and Financial Performance: The Case of Listed Companies in Agro and Food Industry in Thailand. *Economics and Business Administration Journal Thaksin University*, 15(4), 73–92.
- Jia, H., Mohammed, M., & Elizabeth, S. A. (2020). The Impact of Working Capital and Debt Financing on the Profitability of Licensed Banks in Ghana. *International Journal of Trend in Scientific Research and Development*, 5(1), 90–102.
- Kanjanalai, P., Davivongs, K., & Limsombunchai, V. (2024). Working Capital Management and Profitability of Agro and Food Business in the Stock Exchange of Thailand During Pre and Post COVID-19. *Journal of Humanities and Social Sciences Thonburi University*, 18(1), 48–59.
- Kiyamaz, H., Haque, S., & Choudhury, A. A. (2024). Working Capital Management and Firm Performance: A Comparative Analysis of Developed and Emerging Economies. *Borsa Istanbul Review*, 24(3), 634–642.

- Krissadee, P., Thebpanya, S., & Rungseriruch, G. (2023). The Impact of Working Capital Management on the Profitability of Listed Food Companies in Thailand. *Executive Journal*, 43(2), 22–36.
- Kulvijit, T., & Yangklan, P. (2024). Factors of Capital Structure and Working Capital Management that Affect Profitability of Companies in the Property and Construction Industry Listed in the Stock Exchange of Thailand. *Academic Journal of Management Technology*, 5(2), 1–14.
- Lefebvre, V. (2022). Performance, Working Capital Management, and the Liability of Smallness: A Question of Opportunity Costs?. *Journal of Small Business Management*, 60(3), 704–733.
- Mahmood, F., Han, D., Ali, N., Mubeen, R., & Shahzad, U. (2019). Moderating Effects of Firm Size and Leverage on the Working Capital Finance–Profitability Relationship: Evidence from China. *Sustainability*, 11(7), Article 2029. <https://doi.org/10.3390/su11072029>
- Mitaliani, R., & Rasyid, R. (2023). The Impact of Working Capital Management on Profitability with Leverage as a Moderating Variable in Basic Industrial and Chemical Sectors. In *Proceedings of the Ninth Padang International Conference on Economics Education, Economics, Business and Management, Accounting and Entrepreneurship (PICEEBA 2022)* (pp. 586–594). Springer. https://doi.org/10.2991/978-94-6463-158-6_51
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–296.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Osei, A., Osei Agyemang, A., Amoah, J. O., & Sulemana, I. (2023). Empirical Study on the Impact of Working Capital Management on Going Concern of Manufacturing Firms in Ghana. *Cogent Business & Management*, 10(2), 2218177. <http://doi.org/10.1080/23311975.2023.2218177>
- Phuribiboon, P. (2019). Relationship Between Working Capital Management and Operating Results of Companies in the SET50 Group, The Stock Exchange of Thailand. *Academic Journal University of the Thai Chamber of Commerce Humanities and Social Sciences*, 41(1), 163–180.
- Sakaew, J., & Chotkunakitti, P. (2024). Relationship between Working Capital Management and Profitability of Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand: Before and During the COVID-19 Pandemic. *Business Administration and Economics Review*, 20(1), 36–49.
- Settrade. (2025). *Livestock Feed Business Trends (Updated)*. <https://www.settrade.com/th/news-and-articles/articles/628-krungthai-compass-animal-feed-agro-update>
- Shaik, A. R., Ali, A., & Alanazi, I. D. (2023). Working Capital and Financial Performance in the Energy Sector of Saudi Arabia: Moderating Role of Leverage. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 13(3), 158–163.
- Stevens, P. (1992). *Applied Multivariate Statistics for the Social Sciences*. Lawrence Erlbaum Associates.
- Suwannaphak, S., Tewongsa, A., Chancharat, S., & Chancharat, N. (2018). The Relationship Between Working Capital Management and Profitability: The Case of Listed Companies in Argo and Food Industry in Thailand. *NIDA Business Journal*, 23, 92–113.

- Tawong, J., & Channgam, J. (2022). Effects of Working Capital Management on Profitability of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand: Resources Industry Group. *NEU Academic and Research Journal*, 12(1), 159–171.
- Umar, U. H., & Al-Faryan, M. A. S. (2024). The Impact of Working Capital Management on the Profitability of Listed Halal Food and Beverage Companies. *Managerial Finance*, 50(3), 534–557.
- Yosak, O., Akarak, P., & Chuamaunphan, O. (2023). The Relationship Between Inventory Management and Working Capital and Profitability of Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand the Food and Beverage Business. *Interdisciplinary Academic and Research Journal*, 3(2), 739–752.