อิทธิพลของสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลต่อการบริหารจัดการเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ศุภราภรณ์ สวาสุ[1*] นวลปรางค์ แจบไธสง[2] และ สมใจ บุญหมื่นไวย[3]

รับบทความ 26 มกราคม 2569 แก้ไขบทความ 21 มิถุนายน 2569 ตอบรับบทความ 25 มิถุนายน 2569

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้น ส่งผลต่อการบริหารจัดการเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการศึกษาเชิงปริมาณโดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2566–2567 จำนวน 634 บริษัท รวบรวมข้อมูลทั้งหมด 1,268 ข้อมูล โดยยกเว้นบริษัทกลุ่มธุรกิจการเงินที่มีหลักเกณฑ์และแนวทางปฏิบัติที่แตกต่างจากกลุ่มบริษัททั่วไป รวมถึงบริษัทที่มีข้อมูลงบการเงินไม่ครบถ้วนและข้อมูลไม่สมบูรณ์ จำนวน 227 ข้อมูล รวบรวมข้อมูลทั้งสิ้น 1,041 ข้อมูล ผลการศึกษาโดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณพบว่า สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นทั้ง 5 ประเภท ได้แก่ ผู้ถือหุ้นสถาบัน ภาครัฐ นักลงทุนต่างชาติ บุคคลธรรมดา และกลุ่มครอบครัวหรือกรรมการผู้บริหารส่งผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (R^2=0.537, Adjusted R^2=0.536, F-statistic=856.380) โดยสัดส่วนผู้ถือหุ้นภาครัฐมีอิทธิพลเชิงบวกมากที่สุด (β=0.076, p<.05) รองลงมาคือกลุ่มนักลงทุนต่างชาติ (β=0.057, p<.10) ผลการวิจัยสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในไทยภายใต้โครงสร้างการถือหุ้นที่หลากหลายมีแนวโน้ม กำหนดนโยบายการบริหารจัดการแบบระมัดระวัง โดยการรักษาระดับสินทรัพย์หมุนเวียนในสัดส่วนที่สูงเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากสภาพคล่องและรองรับความผันผวนทางเศรษฐกิจ ตามแนวคิดการถือครองสภาพคล่องเพื่อป้องกันความเสี่ยง (Risk Prevention Hypothesis) และสอดคล้องกับกรอบทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ข้อค้นพบนี้สนับสนุนสมมติฐานเพื่อป้องกันความเสี่ยง และชี้ให้เห็นว่าประเภทของเจ้าของกิจการเป็นปัจจัยเชิงกลยุทธ์สำคัญที่กำหนดนโยบายสภาพคล่องขององค์กร เพื่อสร้างความเชื่อมั่นและความอยู่รอดในระยะยาวท่ามกลางสภาวะเศรษฐกิจที่มีความไม่แน่นอนสูง

คำสำคัญ: โครงสร้างผู้ถือหุ้น , การบริหารจัดการเงินทุนหมุนเวียน, บริษัทจดทะเบียน, ทฤษฎีตัวแทน

[1]นักศึกษาหลักสูตรบัณฑิตศึกษา, คณะบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน

[2]อาจารย์, คณะบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน

[3]ผู้ช่วยศาสตราจารย์, คณะบริหาร, มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน

[*]ผู้ประสานงานหลัก : suparaporna.sa@rmuti.ac.th

The Influence of Ownership Structure on Working Capital Management of Listed Companies in the Stock Exchange of Thailand

Suparaporn Sawasu[1*] Nualprang Chaepthaisong[2] and Somjai Boonmuenwai[3]

Received 26 January 2026.; Revised 21 June 2026; Accepted 25 June 2026

Abstract

This study employs a quantitative research design utilizing secondary data to analyze the influence of ownership structure on the working capital management of companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET). The initial sample comprised listed companies during the fiscal years 2023 to 2024, yielding a baseline of 1,268 observations from 634 firms. After applying explicit exclusion criteria specifically omitting financial institutions due to their distinct regulatory frameworks and operational guidelines, alongside companies with incomplete or deficient financial records totaling 227 observations the final analytical framework consisted of 1,041 observations. The empirical findings from multiple regression analysis indicate that all five dimensions of ownership structure namely institutional, government, foreign, individual, and family/executive ownership exert a statistically significant positive impact on the working capital to total assets ratio (R^2=0.537, Adjusted R^2=0.536, F-statistic=856.380)Notably, government ownership exhibits the most substantial positive influence on the ratio (β=0.076, p<.05), followed by foreign ownership (β=0.057, p<.10). These results demonstrate that under diverse corporate ownership structures, Thai listed companies tend to adopt conservative liquidity policies, maintaining a high proportion of current assets to mitigate liquidity risks and absorb economic volatility. This operational behavior strictly aligns with the risk prevention hypothesis and agency theory. Conclusively, these findings substantiate the risk prevention framework, indicating that corporate ownership characteristics serve as a pivotal strategic determinant of organizational liquidity policies, thereby fostering market confidence and long-term survival amidst highly uncertain macroeconomic conditions.

Keywords: Ownership Structure, Working Capital Management, Listed Companies, Agency Theory

[1]Graduate students, Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Isan.

[2]Lecturer, Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Isan.

[3]Assistant Professor, Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Isan.

[*]Corresponding Author : suparaporna.sa@rmuti.ac.th

บทนำ

ในปัจจุบันสภาวะเศรษฐกิจโลกมีความผันผวน การที่กิจการสามารถกำหนดนโยบายทางการเงินและการบริหารเงินทุนหมุนเวียนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ถือเป็นหนึ่งปัจจัยสามารถเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับองค์กรได้ บริษัทที่กำหนดระดับการถือครองเงินสดที่เหมาะสมที่สุดเพื่อลดความเสี่ยงจากภาวะวิกฤตทางการเงินของบริษัท และสามารถรักษาโอกาสในการลงทุนของบริษัท แม้ว่าบริษัทจะมีต้นทุนค่าเสียโอกาสที่สูงกว่าในการถือครองสินทรัพย์สภาพคล่อง และหรือมีต้นทุนเงินทุนภายนอกที่สูงกว่า (Phaiboonvessawat & Thanatawee, 2020) การตัดสินใจว่าบริษัทควรมีเงินทุนหมุนเวียนมากหรือน้อยเพียงใดมักขึ้นอยู่กับนโยบายและความเสี่ยงที่ยอมรับได้ที่กำหนดโดยคณะกรรมการและผู้ถือหุ้น โดย Chamaiporn Kumpamool (2025) ได้ศึกษาโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ส่งผลต่อ ประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียน (WCM) อย่างไร พบว่า การเป็นเจ้าของโดยครอบครัวที่สูงขึ้นส่งผลให้ประสิทธิภาพการบริหารจัดการเงินทุนหมุนเวียนลดลง ซึ่งอาจเป็นผลมาจากความขัดแย้งที่เพิ่มขึ้นระหว่างครอบครัวและผู้ถือหุ้นรายย่อยในบริษัทที่เป็นเจ้าของโดยครอบครัว เนื่องจากผู้ถือหุ้นที่เป็นเจ้าของโดยครอบครัวแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังพบว่าการเป็นเจ้าของโดยรัฐที่สูงขึ้นก็ลดประสิทธิภาพการบริหารจัดการเงินทุนหมุนเวียนเช่นกัน ซึ่งอาจเป็นเพราะผู้ถือหุ้นที่เป็นรัฐจำเป็นต้องแสวงหาเป้าหมายทางสังคมและการเมืองหลายประการ นำไปสู่ความขัดแย้งที่เพิ่มขึ้นกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นๆ ตามทฤษฎีตัวแทน ซึ่งนอกจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวและผู้ถือหุ้นโดยรัฐแล้ว ยังมีผู้ถือหุ้นประเภทอื่นที่อาจมีนโยบายเกี่ยวกับการบริหารเงินทุนที่แตกต่างกัน

การบริหารจัดกการเงินทุนหมุนเวียนคือการรักษาสภาพคล่องทางการเงินในช่วงระยะเวลาหนึ่งของกิจการช่วยลดความเสี่ยงจากการดำเนินงาน และเพิ่มความสามารถในการทำกำไรให้กับกิจการ ซึ่งความเข้าใจอย่างถ่องแท้ถึงบทบาทและความสำคัญของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรและการสร้างความมั่งคั่งสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นนั้นจะเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อกิจการในสภาวะสภาพแวดล้อมทางธุรกิจที่ต้องเผชิญกับการแข่งขันที่สูงมากดังเช่นในปัจจุบัน ดังนั้นหนทางหนึ่งที่จะช่วยขับเคลื่อนให้กิจการมีการเติบโตก้าวหน้าไปได้ด้วยดีก็คือผลจากการกำหนดกลยุทธ์และการวางหมากด้านการจัดการเงินทุนหมุนเวียนอย่างเหมาะสม (สุรนัย ช่วยเรือง 2567)

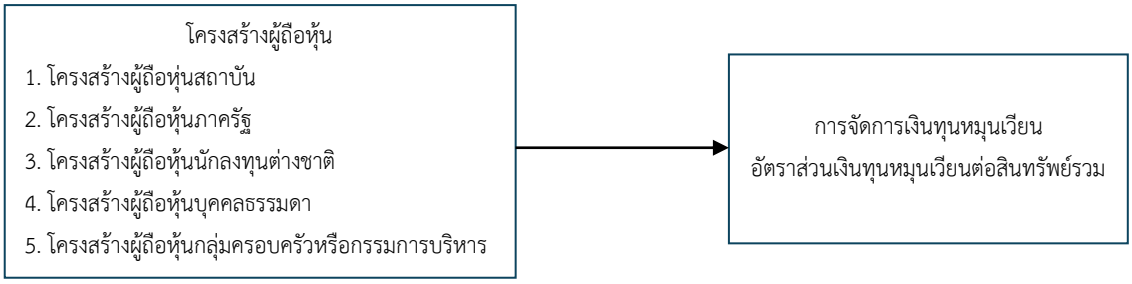
โครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นหนึ่งในปัจจัยในการกำหนดทิศทางของนโยบายการเงิน โดยเฉพาะในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งมีความหลากหลายของโครงสร้างผู้ถือหุ้น ซึ่งโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่แตกต่างกัน ทำให้แนวทางและวิธีการบริหารงานที่ต่างกันตามทฤษฎีตัวแทน เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแตกต่างกัน ดังนั้นผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาว่า โครงสร้างของผู้ถือหุ้นแต่ละประเภทมีอิทธิพลต่อการบริหารจัดการเงินทุนหมุนเวียนอย่างไร

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อวิเคราะห์อิทธิพลของสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลต่อการบริหารจัดการเงินทุนหมุนเวียน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กรอบแนวคิด

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลต่อการบริหารจัดการเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีกรอบแนวคิดดังนี้



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2566 – 2567 จำนวน 634 บริษัท จำนวน 634 บริษัท รวบรวมข้อมูลทั้งหมด 1,268 ข้อมูล โดยยกเว้นบริษัทกลุ่มธุรกิจการเงินที่มีหลักเกณฑ์และแนวทางปฏิบัติที่แตกต่างจากกลุ่มบริษัททั่วไป รวมถึงบริษัทที่มีข้อมูลงบการเงินไม่ครบถ้วนและข้อมูลไม่สมบูรณ์ จำนวน 227 ข้อมูล รวบรวมข้อมูลทั้งสิ้น 1,041 ข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูล ผู้วิจัยได้เก็บรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ใช้ข้อมูลเพื่อการศึกษาจากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยศึกษาเอกสาร ตำรา บทความ บทวิเคราะห์ข้อมูลต่าง ๆ แนวคิดทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องรวบรวมข้อมูลจากรายงานทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นรายปีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2566 - 2567 (ระยะเวลา 2 ปี) จำนวน 634 บริษัท รวบรวมข้อมูลจากสรุปข้อมูลหลักทรัพย์ของบริษัทที่ซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันสิ้นปี ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2566 - 2567 จำนวน 634 บริษัท เมื่อเก็บรวบรวมข้อมูลครบแล้ว ผู้วิจัยนำข้อมูลที่รวบรวมได้มาตรวจสอบความสมบูรณ์ของข้อมูล นำข้อมูลที่ตรวจสอบความถูกต้องเรียบร้อยมาทำการประมวลผลข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

1. การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) โดยการนำข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามโครงสร้างสัดส่วนผู้ถือหุ้น โดยดูจากผู้ถือหุ้น 10 อันดับแรกมาแจกแจงความถี่ ค่าร้อยละ ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เพื่อนำมาอธิบายลักษณะทั่วไปของกลุ่มตัวอย่าง

2. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาณ ด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างสัดส่วนผู้ถือหุ้นส่งผลกับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม โดยการนำข้อมูลไปประมวลผลด้วยโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ ซึ่งก่อนก่อนการทดสอบการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบข้อมูลให้เป็นไปตามข้อตกลงของการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณดังนี้ 1) ค่าเฉลี่ยของความคลาดเคลื่อน = 0 2) ค่าความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติ 3) ความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระจากกัน ผลการ

ทดสอบด้วยค่า Durbin-Watson มีค่าอยู่ที่ 1.959 ถือว่าความคลาดเคลื่อนเป็นอิสระจากกัน 4) ค่าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนต้องคงที่ (กัลยา วานิชย์บัญชา, 2559) ซึ่งผู้วิจัยได้ตรวจสอบการกระจายของข้อมูลพบว่าการกระจายของค่าความคลาดเคลื่อนไม่มีรูปแบบใด ๆ แสดงว่าค่าความแปรปรวนคงที่ 5) การทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) พบว่า ค่า VIF อยู่ระหว่าง 1.095 – 2.992 และค่า Tolerance มีค่าอยู่ระหว่าง 0.334 – 0.913 ซึ่งเป็นไปตามข้อกำหนด ผลการทดสอบพบว่าข้อมูลทั้งหมดในการนำมาวิเคราะห์เป็นไปตามข้อตกลงทุกเงื่อนไขจึงนำข้อมูลมาวิเคราะห์

ผลการวิจัย

จากการวิเคราะห์อิทธิพลของสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลต่อการบริหารจัดการเงินทุนหมุนเวียน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามาถนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้

ตารางที่ 1แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด Minimum	ค่าสูงสุด Maximum	ค่าเฉลี่ย Mean	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน Std. Deviation
โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน (x1)	0.00	91.24	20.43	24.19
โครงสร้างผู้ถือหุ้นภาครัฐ (x2)	0.00	77.39	1.02	6.11
โครงสร้างผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ (x3)	0.00	88.00	10.06	16.53
โครงสร้างผู้ถือหุ้นบุคคล(x4)	0.00	80.52	8.28	10.16
โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกรรมการผู้บริหารหรือครอบครัว (x5)	0.00	90.00	28.81	25.56
อัตราส่วนทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม	-76.48	0.84	0.10	2.39

จากตารางที่ 1 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาตั้งแต่ปีพ.ศ. 2566 -2567 สรุปได้ดังนี้อัตราส่วน จำนวน 1,041 ตัวอย่าง พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน (x1) มีค่าสูงสุด 91.24 เปอร์เซ็นต์ ค่าเฉลี่ย 20.43 เปอร์เซ็นต์ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 24.19 โครงสร้างผู้ถือหุ้นภาครัฐ (X2) มีค่าสูงสุด 77.39 เปอร์เซ็นต์ ค่าเฉลี่ย 1.0226 เปอร์เซ็นต์ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 6.11 โครงสร้างผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ (X3) มีค่าสูงสุด 88.00 เปอร์เซ็นต์ ค่าเฉลี่ย 10.06 เปอร์เซ็นต์ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 16.53 โครงสร้างผู้ถือหุ้นบุคคล (x4) มีค่าสูงสุด 80.52 เปอร์เซ็นต์ ค่าเฉลี่ย 8.2781 เปอร์เซ็นต์ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 10.16 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกรรมการผู้บริหารหรือครอบครัว(x5) มีค่าสูงสุด 90.00เปอร์เซ็นต์ ค่าเฉลี่ย 28.81 เปอร์เซ็นต์ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 25.56 และอัตราส่วนทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (WCR) มีค่าต่ำสุด -76.48 เท่า มีค่าสูงสุด 0.84 เท่า ค่าเฉลี่ย .10 เปอร์เซ็นต์ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 20.43

ตารางที่ 2 การทดสอบหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation)

	Y (WCR)	X1 (IO)	X2 (GO)	X3 (FO)	X4 (PO)	X5 (FAO)	Tolerance	VIF
Y (WCR)	1	.111**	.831**	.336**	-.005	-.360**	.356	2.809
X1 (IO)		1	.038	-.135**	-.265**	-.576**	.913	1.095

	Y (WCR)	X1 (IO)	X2 (GO)	X3 (FO)	X4 (PO)	X5 (FAO)	Tolerance	VIF
X2 (GO)			1	-.012	-.093**	-.181**	.592	1.690
X3 (FO)				1	-.206**	-.349**	.618	1.619
X4 (PO)					1	-.066*	.334	2.992
X5 (FAO)						1		

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

จากตารางที่ 2 การทดสอบหาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson Correlation) ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (WCR) มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทุกตัว คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน (r=0.111, p<.01) สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นภาครัฐ (r=0.831, p<.01) สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ (r=0.336, p<.01) สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นบุคคล (r=-0.005, p>.05) สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกรรมการผู้บริหารหรือครอบครัว (r=-0.360,P<0.01) และนอกจากนี้พบว่า ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ระหว่างกัน (r=-0.206, p<.01) (r=-0.093, p<.01) (r=-0.265, p<.01) (r=-0.135, p<.01) เพื่อป้องกันปัญหาความสัมพันธ์ที่มากเกินไป(Multicollinearity) ผู้วิจัยจึงทำการทดสอบค่า VIF ผลการทดสอบพบว่า ค่า VIF อยู่ระหว่าง 1.095 – 2.992 และค่าTolerance มีค่า VIF อยู่ระหว่าง 0.334 – 0.913 ซึ่งเป็นไปตามข้อกำหนดของค่า VIF ที่สามารถนำไปวิเคราะห์ข้อมูลได้อย่างน่าเชื่อถือ โดยจะต้องมีค่าไม่เกิน 10 และค่า Tolerance ไม่ควรเกิน 1 ซึ่งจากการทดสอบพบว่าข้อมูลเป็นไปตามเงื่อนไขดังนั้นจึงไม่เกิดปัญหา Multicollinearity (Hair et al., 2019)

ตารางที่ 3 ตารางแสดงค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยของตัวแปรอิสระ

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1	ค่าคงที่ (Constant)	.028	.444		.063	.950
	สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน(x1)	.050	.006	.182	7.743	.000**
	สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นภาครัฐ (x2)	2.247	.039	.843	57.593	.000**
	สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ (x3)	.202	.009	.410	22.571	.000**
	สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นบุคคล(x4)	.106	.012	.152	8.541	.000**
	สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกรรมการผู้บริหารหรือครอบครัว(x5)	.014	.006	.055	2.292	.022*

a. Dependent Variable: Y

b. F-statistics 856.380***

c. R-square 0.537

d. Adjusted r-square 0.536

* p<.05, ** p<.01

จากการศึกษาความสัมพันธ์พบว่า:

สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน (x1) (B=.050, p<.05) ส่งผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (WCR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 1

สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นภาครัฐ (x2) (B=2.247, p<.05) ส่งผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (WCR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 2

สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ (x3) (B=.202, p<.05) ส่งผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (WCR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 3

สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นบุคคล (x4) (B=.106, p<.05) ส่งผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (WCR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 4

สัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกรรมการผู้บริหารหรือครอบครัว (x5) (B=.014, p<.05) ส่งผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (WCR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ 5

อภิปรายผลการวิจัย

จากการศึกษาพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นทั้ง 5 ประเภท มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน กับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (WCR) โดยกลุ่มที่มีอิทธิพลสูงที่สุดคือ ผู้ถือหุ้นภาครัฐ รองลงมาคือผู้ถือหุ้นนักลงทุนต่างชาติ และผู้ถือหุ้นบุคคล ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนทุกกลุ่ม ให้ความสำคัญกับการมีเงินทุนหมุนเวียนที่เพียงพอเพื่อลดความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Distress Risk) และสร้างความมั่นใจได้ว่ากิจการจะสามารถการดำเนินงานต่อไปได้อย่างต่อเนื่อง

โดยการที่ภาครัฐถือหุ้นสูงมักเชื่อมโยงกับรัฐวิสาหกิจหรือบริษัทที่มีความมั่นคงสูงซึ่งจะถูกถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นสถาบัน มักจะมีนโยบายการสำรองเงินทุนหมุนเวียนที่รัดกุม หรือได้รับสิทธิพิเศษในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน ทำให้มี WCR สูงกว่ากลุ่มอื่นอย่างเห็นได้ชัด สอดคลองกับ Ben-Nasr (2016) ได้ทำการตรวจสอบว่าการถือหุ้นโดยรัฐและการถือหุ้นโดยชาวต่างชาติ ส่งผลต่อลักษณะของเส้นกราฟความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการและเงินทุนหมุนเวียนสุทธิ (Net Working Capital: NWC) หรือไม่ พบว่าการมีผู้ถือหุ้นต่างชาติช่วยเพิ่มมูลค่าของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน และ Phaiboonvessawat & Thanatawee (2020) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือครองหุ้นโดยสถาบันต่างชาติและการถือครองเงินสดของบริษัทในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลสำหรับช่วงปี 2556-2559 ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่า การถือครองหุ้นโดยสถาบันต่างชาติที่มากขึ้นมีความสัมพันธ์กับการถือครองเงินสดที่สูงขึ้น ข้อค้นพบนี้ชี้ให้เห็นว่าการถือครองหุ้นโดยสถาบันต่างชาติส่งผลกระทบสำคัญต่อการตัดสินใจในการถือครองเงินสดของบริษัทไทย นอกจากนี้ดูเหมือนว่าจะกระตุ้นให้ผู้บริหารถือครองเงินสำรองเพียงพอเพื่อใช้ในการลงทุน ลดต้นทุนโอกาสจากการละทิ้งโครงการลงทุนที่มีคุณค่า และครอบคลุมความเสี่ยงจากการขาดแคลนเงินสดในอนาคต Kieschnick, Laplante & Mardan (2013) ระบุว่าผู้ถือหุ้นสถาบันที่มีการกำกับดูแลที่ดีจะช่วยให้บริษัทรักษาระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม เพื่อเพิ่มมูลค่ากิจการ และการมีเงินทุนหมุนเวียนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมจะช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะในบริษัทที่มีข้อจำกัดทางการเงิน แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะช่วยให้การบริหารจัดการเงินทุนหมุนเวียนมีประสิทธิภาพมากขึ้น เชื่อมโยงกับบทบาทของผู้ถือหุ้นสถาบันมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อ

สินทรัพย์รวม (WCR) เนื่องจากการมีสัดส่วนหุ้นสถาบันสูง ทำให้บริษัทต้องรักษา "สภาพคล่อง" (Liquidity) ให้อยู่ในระดับที่ปลอดภัยเพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน

ในขณะเดียวกัน ผู้ถือหุ้นแบบกรรมการผู้บริหารหรือครอบครัว แม้จะมีอิทธิพลน้อยที่สุด แต่ยังเป็นบวก แสดงให้เห็นว่าการมีส่วนร่วมของเจ้าของช่วยลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ทำให้มีการบริหารจัดการเงินทุนที่ระมัดระวัง ไม่ปล่อยให้สภาพคล่องต่ำเกินไปจนเสี่ยงต่อการขาดสภาพคล่อง สอดคลองกับงานวิจัยของ Vieira (2018) ได้ศึกษาเรื่องลักษณะของคณะกรรมการบริษัทและการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ผลการวิจัยพบว่าการถือหุ้นโดยครอบครัวความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการรักษาระดับเงินทุนหมุนเวียน โดยผู้ถือหุ้นครอบครัว จึงเลือกใช้ "นโยบายแบบระมัดระวัง" (Conservative Policy) โดยการสำรองสินทรัพย์หมุนเวียน (WCR) ไว้ในระดับสูง เพื่อเป็นเกาะป้องกันหากเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ จะได้ไม่ต้องพึ่งพาเงินกู้ภายนอกที่อาจมีเงื่อนไขยากลำบากเนื่องจากต้องการรักษาความอยู่รอดของธุรกิจในระยะยาว (Long-term Survival) เพื่อส่งต่อมรดกและชื่อเสียงของตระกูล

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

1. สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (WCR) พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นทั้ง 5 ประเภท ได้แก่ ผู้ถือหุ้นภาครัฐ, ผู้ถือหุ้นต่างชาติ, ผู้ถือหุ้นบุคคล, ผู้ถือหุ้นสถาบัน และผู้ถือหุ้นผู้ถือหุ้นกรรมการผู้บริหารหรือครอบครัว มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม (WCR) อย่างมีนัยสำคัญ โดยกลุ่มผู้ถือหุ้นภาครัฐมีอิทธิพลต่อการกำหนดระดับเงินทุนหมุนเวียนสูงที่สุด ในขณะที่กลุ่มผู้ถือหุ้นครอบครัวแม้จะมีอิทธิพลน้อยที่สุดแต่ยังคงรักษาความสัมพันธ์ในทิศทางบวก ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าโครงสร้างการถือหุ้นที่แตกต่างกันมีบทบาทสำคัญต่อการกำหนดนโยบายสภาพคล่องของกิจการ และแสดงให้เห็นว่าบริษัทในประเทศไทยให้ความสำคัญกับการสร้างเสถียรภาพทางการเงิน โดยการสำรองสินทรัพย์หมุนเวียน ไว้ในระดับที่เหมาะสมเพื่อให้กิจการยังคงมีสภาพคลองและสามารถดำเนินต่อไปได้

จากผลการวิจัยสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจัดอยู่ในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) มีข้อจำกัดทางการเงิน (Financial Constraints) และความผันผวนของกระแสเงินสดในระดับสูง การกำหนดนโยบายเงินทุนหมุนเวียนแบบระมัดระวัง (Conservative Working Capital Policy) โดยการถือครองสินทรัพย์หมุนเวียนสุทธิในสัดส่วนที่สูง จึงเป็นกลไกเชิงกลยุทธ์ทางเศรษฐศาสตร์ในการสร้าง "เบาะรองรับทางการเงิน (Financial Buffer)" เพื่อป้องกันต้นทุนที่เกิดจากการขาดแคลนสภาพคล่อง (Cost of Liquidity Shortage) ในการดำเนินงานประจำวัน

จากการศึกษานี้การค้นพบว่าภายใต้บริบทของตลาดทุนไทย โครงสร้างผู้ถือหุ้น ทุกรูปแบบไม่ได้ทำหน้าที่เพียงแค่กลไกในการลดหรือเพิ่มต้นทุนตัวแทนในลักษณะทั่วไปเท่านั้น แต่ยังเป็นส่วนสำคัญ ในการกำหนดทิศทางนโยบายการบริหารสภาพคล่องขององค์กรอย่างมีนัยสำคัญ งานวิจัยชิ้นนี้ได้ทำลายข้อจำกัดของวรรณกรรมเดิมที่มักศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นเพียงประเภทใดประเภทหนึ่งโดด ๆ โดยการพิสูจน์ให้เห็นภาพรวมเชิงเปรียบเทียบ (Comparative Framework) ของอิทธิพลจากผู้ถือหุ้นทั้ง 5 ประเภทพร้อมกัน ซึ่งข้อค้นพบเชิงประจักษ์ที่ชี้ว่าผู้ถือหุ้นภาครัฐ มีอิทธิพลต่อการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมมากที่สุด ซึ่งอาจสะท้อนให้เห็นว่าทฤษฎีตัวแทนดั้งเดิมของตะวันตก อาจไม่สามารถอธิบายพฤติกรรมองค์กรในตลาดเกิดใหม่ได้ทั้งหมด หากแต่ต้อง

พิจารณาผ่านมุมมองความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และรายย่อย (Principal-Principal Conflict) และเป้าหมายเชิงสังคมควบคู่กันไป ซึ่งถือเป็นองค์ความรู้ใหม่ที่ช่วยขยายขอบเขตของทฤษฎีบรรษัทภิบาลและการเงินองค์กรให้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

2. ข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้มีข้อจำกัดบางประการคือใช้ข้อมูลในการศึกษาเพียง 2 ปี ซึ่งถือเป็นช่วงเวลาที่สั้นส่งผลให้ผลการวิเคราะห์ถดถอยสะท้อนพฤติกรรมขององค์กรในชั่วระยะเวลาหนึ่งเท่านั้น และการวิจัยนี้มุ่งเน้นการศึกษาอิทธิพลโดยตรงของโครงสร้างการถือครองหุ้นทั้ง 5 ประเภทที่มีต่อสัดส่วนการหมุนเวียนของเงินทุน เพื่อตอบคำถามวิจัยหลักว่ากลุ่มผู้ถือหุ้นแต่ละประเภทมีนโยบายที่แตกต่างกันอย่างไรในบริบทของตลาดไทย จึงไม่ได้มีการกำหนดตัวแปรควบคุมและไม่ได้แยกผลตามอุตสาหกรรม อาจส่งผลผู้ใช้ข้อมูลต่อการตัดสินใจในการใช้ข้อมูล

3. ข้อเสนอแนะสำหรับผู้บริหาร นักลงทุน และหน่วยงานกำกับดูแล

ประการที่หนึ่ง ผลการวิจัยสะท้อนให้เห็นว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อระดับเงินทุนหมุนเวียนสุทธิของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น ผู้บริหารควรให้ความสำคัญกับการบริหารสภาพคล่องให้สอดคล้องกับลักษณะและความคาดหวังของกลุ่มผู้ถือหุ้นหลัก ในกรณีที่บริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นโดยภาครัฐหรือนักลงทุนต่างชาติในระดับสูง ผู้บริหารควรให้ความสำคัญกับการรักษาระดับสินทรัพย์หมุนเวียนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม อย่างไรก็ตาม แม้ว่านโยบายการถือครองสภาพคล่องในระดับสูงจะช่วยลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่องและเพิ่มความสามารถในการรองรับความไม่แน่นอนทางธุรกิจ แต่การถือครองสินทรัพย์หมุนเวียนมากเกินไปอาจก่อให้เกิดต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการไม่ได้ใช้ทรัพยากรดังกล่าวเพื่อสร้างผลตอบแทน ดังนั้น ผู้บริหารควรมีการประเมินและกำหนดระดับเงินทุนหมุนเวียนที่เหมาะสม (Optimal Working Capital) อย่างต่อเนื่อง เพื่อสร้างสมดุลระหว่างความปลอดภัยทางการเงินและประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรขององค์กร ประการที่สอง นักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญในการประเมินนโยบายทางการเงินและระดับความเสี่ยงของบริษัท โดยเฉพาะในด้านการบริหารสภาพคล่องและเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นสามารถสะท้อนแนวโน้มการดำเนินนโยบายทางการเงินของกิจการได้

เอกสารอ้างอิง

จารุวรรณ เอกสะพัง และพิเชษฐ์ โสภาพงษ์ (2563). *การวิเคราะห์อิทธิพลของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อมูลค่าข้อมูลทางบัญชีของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.* รายงานวิจัย. มหาวิทยาลัยศรีปทุม. กรุงเทพฯ

ฐิติพร โตรอด (2563). *ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.* รายงานวิจัย. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. กรุงเทพฯ:

พรปวีณ์ เล็กสุธี (2567). *ปัจจัยที่มีผลต่อความต้องการเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง.* รายงานวิจัย. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. กรุงเทพฯ.

พรรณาภา มหากิจ (2557). *สัดส่วนการถือหุ้นของครอบครัวกับคุณภาพกำไร.* รายงานวิจัย. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. กรุงเทพฯ.

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

Abramov, A., Radugina, R., Chernova, M., & Akhmedov, A. (2017). State-owned enterprises in the Russian market: Ownership structure and their performance. *Russian Journal of Economics, 3*(2), 175-197.

Attig, N., Boubakri, N., El Ghoul, S., & Guedhami, O. (2016). The governance value of family ownership: Evidence from working capital management. *International Journal of Corporate Governance*, *7*(2), 119-142.

Ben-Nasr, Hamdi. (2016). State and foreign ownership and the value of working capital management. *Journal of Corporate Finance, Elsevier, 41*(C), 114–140.

Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., and Anderson, R.E. (2019). *Multivariate and analysis.* (8th ed.) Cengage.

Jensen, Michael C., and William H. Meckling. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics 3, 4*(1976): 305-360.

Kieschnick, R., Laplante, M., & Mardan, N. M. (2013). Working capital management and shareholder wealth. *Review of Finance, 17*(5), 1827–1852.

Kumpamool, C. (2025). Do family and state ownership impact working capitalmanagement? Evidence from Thailand. *Management Research Review*, *48*(7), 1043- 1063.

Phaiboonvessawat, W., & Thanatawee, Y. (2020). Foreign institutional ownership and cash holdings in Thai capital market. *Development Economic Review, 14*(1), 40–56.

Vieira, E. S. (2018). Board of directors' characteristics and working capital management. *International Journal of Managerial and Financial Accounting, 10*(1), 1–18.

Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of Management Studies*, *45*(1), 196-220.