

ผลกระทบของวงจรเงินสดต่อผลการดำเนินงาน: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

เบญจมาศ จันอ่ำรุ่ง^{1*}

Received 8 September 2025

Revised 4 June 2026

Accepted 17 June 2026

บทคัดย่อ

การบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นปัจจัยสำคัญที่เชื่อมโยงกับสภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไรของกิจการ งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของวงจรเงินสดต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานสองมิติ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และกำไรต่อหุ้น พร้อมควบคุมขนาดกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยข้อมูลบริษัทจดทะเบียนทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มการเงิน จำนวน 2,444 ข้อมูลบริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2563–2567 และวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ข้อมูลใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณโดยอาศัยข้อมูลแบบรวมหน่วยสังเกต ผลการวิจัยพบว่า วงจรเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับทั้งอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และกำไรต่อหุ้น สะท้อนว่าการลดระยะเวลาการผูกเงินทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนช่วยส่งเสริมผลการดำเนินงานของกิจการ นอกจากนี้ ผลการทดสอบความสัมพันธ์เชิงไม่เป็นเส้นตรงพบว่า วงจรเงินสดและอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์แบบโค้งนูนลง สอดคล้องกับแนวคิด Trade-off Theory ขณะที่ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสดและกำไรต่อหุ้นมีลักษณะเชิงเส้นตรงเชิงลบ งานวิจัยนี้มีส่วนช่วยขยายองค์ความรู้ด้านการบริหารเงินทุนหมุนเวียน โดยยืนยันความเหมาะสมของ Trade-off Theory ในบริบทของประเทศไทยกำลังพัฒนา และชี้ให้เห็นว่าการเลือกใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่แตกต่างกันอาจนำไปสู่ข้อสรุปเชิงวิชาการที่แตกต่างกัน ในเชิงปฏิบัติ ข้อค้นพบสามารถใช้เป็นแนวทางแก่ผู้บริหารในการกำหนดนโยบายการบริหารวงจรเงินสดที่เหมาะสมเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพทางการเงินของกิจการ

คำสำคัญ: วงจรเงินสด การบริหารเงินทุนหมุนเวียน อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ กำไรต่อหุ้น

¹ สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช เลขที่ 9/9 หมู่ 5 ตำบลบางพูด อำเภอปากเกร็ด จังหวัดนนทบุรี 11120

* Corresponding author email: jbbenjamas@gmail.com

THE IMPACT OF CASH CONVERSION CYCLE ON PERFORMANCE: EVIDENCE FROM LISTED COMPANIES ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

Benjamas Janamrung^{1*}

Abstract

Working capital management is a critical factor associated with corporate liquidity and profitability. This study examines the impact of the cash conversion cycle on the performance of firms listed on the Stock Exchange of Thailand. Firm performance is measured using two dimensions, return on assets (ROA) and earnings per share (EPS), while controlling for firm size and debt-to-equity ratio. The sample consists of 2,444 firm-year observations from listed companies across all industries, excluding the financial sector, during the period 2020–2024. Data were analyzed using descriptive statistics, correlation analysis, and multiple regression analysis based on pooled firm-year observations. The results indicate that the cash conversion cycle is significantly and negatively associated with both return on assets and earnings per share, suggesting that shortening the period during which capital is tied up in working capital enhances firm performance. Furthermore, the nonlinear analysis reveals an inverted U-shaped relationship between the cash conversion cycle and return on assets, consistent with Trade-off Theory. In contrast, the relationship between the cash conversion cycle and earnings per share is found to be linearly negative. This study contributes to the working capital management literature by providing evidence supporting the applicability of Trade-off Theory in the context of developing countries and by demonstrating that the use of different financial performance measures may lead to different academic conclusions. Practically, the findings offer useful guidance for managers in formulating optimal cash conversion cycle policies to improve firms' financial performance.

Keywords: Cash Conversion Cycle, Working Capital Management, Return on Assets, Earnings per Share

¹ School of Management Science, Sukhothai Thammathirat Open University 9/9 moo 9 Tambon Bang Phut, Amphoe Pak Kret, Nonthaburi 11120

* Corresponding author email: jbbenjamas@gmail.com

บทนำ

การจัดการเงินทุนหมุนเวียนเป็นองค์ประกอบสำคัญของการบริหารการเงินที่ส่งผลโดยตรงต่อสภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยเฉพาะภายใต้สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่มีความผันผวนและไม่แน่นอน การบริหารเงินทุนหมุนเวียนอย่างมีประสิทธิภาพช่วยให้องค์กรสามารถรักษาเสถียรภาพทางการเงินและเสริมสร้างความสามารถในการแข่งขันอย่างยั่งยืน (Deloof, 2003; Kieschnick et al., 2013) ในบริบทดังกล่าว วงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) ได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางว่าเป็นตัวชี้วัดสำคัญของประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียน เนื่องจากสะท้อนระยะเวลาที่กิจการใช้ในการแปลงการลงทุนในสินค้าคงคลังและลูกหนี้การค้าให้กลับมาเป็นเงินสด โดยวงจรเงินสดที่สั้นเป็นการบ่งชี้ถึงความสามารถในการหมุนเวียนเงินสดที่รวดเร็ว ลดการพึ่งพาเงินทุนจากภายนอก และเพิ่มความสามารถในการรักษาสภาพคล่องของกิจการ (Ebben & Johnson, 2011)

ในเชิงทฤษฎี ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการสามารถอธิบายได้ผ่านกรอบแนวคิดสำคัญ ได้แก่ ทฤษฎีมุมมองเชิงทรัพยากร (Resource-Based View: RBV) ซึ่งมองว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนอย่างมีประสิทธิภาพเป็นทรัพยากรเชิงกลยุทธ์ที่ช่วยสร้างความได้เปรียบในการแข่งขัน (Barney, 1991) และทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) อธิบายว่าการบริหารวงจรเงินสดต้องสร้างสมดุลระหว่างต้นทุนและประโยชน์ของการถือครองสินทรัพย์หมุนเวียน กล่าวคือการลดวงจรเงินสดมากเกินไปอาจจำกัดโอกาสในการขายจากการลดเครดิตทางการค้าแก่ลูกค้า ขณะที่การยืดวงจรเงินสดมากเกินไปจะเพิ่มต้นทุนทางการเงินและความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (Baños-Caballero et al., 2014)

หลักฐานเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่สนับสนุนว่าระยะเวลาวงจรเงินสดที่ยาวขึ้นสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ลดลง เนื่องจากกิจการต้องใช้เวลาเพิ่มขึ้นในการเปลี่ยนสินค้าคงคลังและลูกหนี้การค้าเป็นเงินสด ส่งผลให้เกิดการพึ่งพาเงินทุนจากภายนอกและต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น (Ebben & Johnson, 2011) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษายังแตกต่างกันตามบริบทของแต่ละประเทศ บางงานวิจัยศึกษาในประเทศพัฒนาแล้ว พบว่าการถือครองสินค้าคงคลังในระดับสูงอาจไม่ส่งผลเสียต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานเสมอไป เนื่องจากมีระบบโลจิสติกส์และการจัดการห่วงโซ่อุปทานที่มีประสิทธิภาพ ตลอดจนมีตลาดทุนที่เอื้อต่อการเข้าถึงแหล่งเงินทุน (Kiyamaz et al., 2024) ในทางตรงกันข้าม ประเทศกำลังพัฒนาโดยส่วนมากมักเผชิญข้อจำกัดด้านสภาพคล่องและต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่า ส่งผลให้วงจรเงินสดที่ยาวมีผลกระทบเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรอย่างชัดเจนมากขึ้น (Jalal & Khaksari, 2020; Mansilla-Fernández & Martín-Bogas, 2023)

นอกจากนี้ งานวิจัยปัจจุบันเสนอว่าความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสดและผลการดำเนินงานอาจไม่ได้เป็นเชิงเส้นตรง แต่มีลักษณะเชิงไม่เป็นเส้นตรงตามแนวคิด Trade-off Theory โดยกิจการที่มีวงจรเงินสด สั้นเกินไป อาจสูญเสียโอกาสทางการขายจากการจำกัดเครดิตแก่ลูกค้า ขณะที่วงจรเงินสด ยาวเกินไป จะเพิ่มภาระทางการเงินและความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง งานวิจัยในประเทศพัฒนาแล้ว เช่น Baños-Caballero et al. (2014) และ Aktas et al. (2015) พบความสัมพันธ์แบบโค้งนูนลง (inverted U-shape) ระหว่างวงจรเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการ อย่างไรก็ตามหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความสัมพันธ์เชิงไม่เป็นเส้นตรงดังกล่าวในบริบทของประเทศกำลังพัฒนาและตลาดเกิดใหม่ยังมีอยู่อย่างจำกัด

อีกประเด็นหนึ่งที่วรรณกรรมยังให้ความสำคัญค่อนข้างจำกัด คือการเลือกใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของกิจการ งานวิจัยส่วนใหญ่เกี่ยวกับวงจรเงินสดนิยมใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) เป็นตัวแทนของผลการดำเนินงาน ขณะที่งานวิจัยเพียงบางส่วนเริ่มนำกำไรต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) มาใช้เพื่อสะท้อนผลลัพธ์ทางบัญชีจากมุมมองของผู้ถือหุ้น โดยมีหลักฐานว่าการลดวงจรเงินสดสามารถเพิ่มกำไรต่อหุ้นผ่านการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้เงินทุนหมุนเวียนและการลดต้นทุนทางการเงิน

(Karim et al., 2024; Ghabban et al., 2024) อย่างไรก็ตาม การใช้ EPS ในการศึกษาประเด็นดังกล่าวยังพบได้ไม่มาก โดยเฉพาะในบริบทของตลาดทุนเกิดใหม่

จากข้อจำกัดของวรรณกรรมดังกล่าว งานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาผลกระทบของวงจรเงินสดต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ยกเว้นกลุ่มการเงิน) โดยวิเคราะห์ทั้งความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงและเชิงไม่เป็นเส้นตรงของวงจรเงินสดกับผลการดำเนินงานผ่านตัวชี้วัดสองมิติ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) เพื่อสะท้อนถึงประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการและผลการดำเนินงานจากมุมมองผู้ถือหุ้น ซึ่งจะช่วยขยายองค์ความรู้เกี่ยวกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในบริบทของตลาดเกิดใหม่ และให้ข้อเสนอเชิงนโยบายต่อผู้บริหารในการกำหนดระดับวงจรเงินสดที่เหมาะสมเพื่อเพิ่มผลการดำเนินงานของกิจการ

วัตถุประสงค์ในการวิจัย

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของวงจรเงินสดต่อผลการดำเนินงานของกิจการในสองมิติ ได้แก่ ประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการและผลการดำเนินงานจากมุมมองผู้ถือหุ้น โดยใช้ ROA และ EPS เป็นตัวชี้วัด
2. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างวงจรเงินสดกับผลการดำเนินงานของกิจการในมิติของ ROA และ EPS
3. เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงไม่เป็นเส้นตรงระหว่างวงจรเงินสดกับผลการดำเนินงานของกิจการในมิติของ ROA และ EPS

สมมติฐานของงานวิจัย

- H1a: วงจรเงินสด (CCC) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)
 H1b: วงจรเงินสด (CCC) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับกำไรต่อหุ้น (EPS)
 H2a: ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสด (CCC) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) มีลักษณะเชิงไม่เป็นเส้นตรงแบบโค้งงอกลับ (inverted U-shaped relationship) ตามแนวคิด Trade-off Theory
 H2b: วงจรเงินสด (CCC) มีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงเชิงลบกับกำไรต่อหุ้น (EPS)

กรอบแนวคิดในการวิจัย

กรอบแนวคิดของการศึกษานี้ กำหนดให้วงจรเงินสดเป็นตัวแปรอิสระหลักในการอธิบายผลการดำเนินงานของกิจการ โดยพิจารณาผลการดำเนินงานในสองมิติ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ทั้งนี้ การศึกษาพิจารณาความเป็นไปได้ของความสัมพันธ์เชิงไม่เป็นเส้นตรงระหว่างวงจรเงินสดกับ ROA ตามแนวคิด Trade-off Theory ขณะที่ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสดกับ EPS คาดว่าจะมีลักษณะเชิงเส้นตรงเชิงลบตามหลักฐานเชิงประจักษ์จากวรรณกรรมก่อนหน้า โดยควบคุมผลกระทบของขนาดกิจการและอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการเงินทุนหมุนเวียนและวงจรเงินสด

การจัดการเงินทุนหมุนเวียน เป็นองค์ประกอบสำคัญของการบริหารการเงินระยะสั้นที่มุ่งรักษาสมดุลระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียนและหนี้สินหมุนเวียน เพื่อให้กิจการสามารถดำเนินงานได้อย่างต่อเนื่อง

ควบคู่กับการรักษาสภาพคล่องและเพิ่มความสามารถในการทำกำไรในระยะยาว การบริหารเงินทุนหมุนเวียนอย่างมีประสิทธิภาพช่วยลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง ลดต้นทุนทางการเงิน และสนับสนุนความมั่นคงทางการเงินของกิจการ (DeLoof, 2003; Kumar et al., 2024)

หนึ่งในตัวชี้วัดที่ใช้ประเมินประสิทธิภาพของการจัดการเงินทุนหมุนเวียนอย่างแพร่หลายคือ วงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) ซึ่งสะท้อนระยะเวลาที่กิจการใช้ในการแปลงการลงทุนในสินค้าคงคลังและลูกหนี้การค้าให้กลับมาเป็นเงินสด โดยคำนวณจากผลรวมของระยะเวลาเก็บหนี้การค้า (Days Sales Outstanding: DSO) และระยะเวลาถือครองสินค้าคงคลัง (Days Inventory Outstanding: DIO) หักด้วยระยะเวลาการชำระหนี้การค้า (Days Payable Outstanding: DPO) (Richards & Laughlin, 1980) วงจรเงินสดที่สั้นโดยทั่วไปสะท้อนถึงความสามารถในการหมุนเวียนเงินสดที่รวดเร็ว ลดการพึ่งพาเงินทุนภายนอก และเพิ่มความคล่องตัวทางการเงิน ขณะที่วงจรเงินสดที่ยาวเกินไปอาจบ่งชี้ถึงการผูกเงินลงทุนไว้ในสินทรัพย์หมุนเวียนมากเกินไปจนเป็นภาระต้นทุนทางการเงินของกิจการ

กรอบแนวคิดทางทฤษฎี

ทฤษฎีมุมมองเชิงทรัพยากร (Resource-Based View: RBV) เสนอว่าความได้เปรียบเชิงการแข่งขันอย่างยั่งยืนของกิจการเกิดจากการครอบครองและบริหารทรัพยากรภายในที่มีคุณค่า หายาก เลียนแบบได้ยาก และไม่สามารถทดแทนได้ (Barney, 1991) ในบริบทของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน การจัดการวงจรเงินสดอย่างมีประสิทธิภาพสามารถมองได้ว่าเป็นความสามารถเชิงองค์กรที่ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ลดข้อจำกัดด้านสภาพคล่อง และเสริมสร้างศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้น กิจการที่บริหารวงจรเงินสดได้อย่างมีประสิทธิภาพย่อมมีแนวโน้มที่จะสร้างผลการดำเนินงานทางการเงินได้ดีกว่ากิจการที่มีการบริหารเงินทุนหมุนเวียนด้อยประสิทธิภาพ

ทฤษฎีการแลกเปลี่ยน (Trade-off Theory) ทฤษฎีการแลกเปลี่ยนอธิบายว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพต้องอาศัยการสร้างสมดุลระหว่างต้นทุนและประโยชน์ของการถือครองสินทรัพย์หมุนเวียน คือ การลดวงจรเงินสดสามารถช่วยเพิ่มสภาพคล่องและลดต้นทุนทางการเงินได้ แต่หากลดลงมากเกินไปอาจกระทบต่อโอกาสในการขายจากการจำกัดเครดิตทางการค้าแก่ลูกค้า ในทางกลับกัน การยืดวงจรเงินสดอาจช่วยกระตุ่นยอดขายและสร้างความยืดหยุ่นในการดำเนินงาน แต่หากยาวเกินไปจะเพิ่มภาระทางการเงินและความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง (Ebben & Johnson, 2011; Weidemann, 2018) ภายใต้แนวคิดดังกล่าว ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการจึงอาจไม่ได้เป็นเชิงเส้นตรง หากแต่อาจมีลักษณะเป็นความสัมพันธ์เชิงโค้งงอกลับ (Inverted U-shaped Relationship) ซึ่งสะท้อนการมีอยู่ของระดับวงจรเงินสดที่เหมาะสม (Optimal Cash Conversion Cycle)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

วรรณกรรมเชิงประจักษ์ส่วนใหญ่สนับสนุนว่าการบริหารวงจรเงินสดอย่างมีประสิทธิภาพมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของกิจการ โดยงานศึกษาจำนวนมากพบว่าวงจรเงินสดที่สั้นลงช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไร เนื่องจากลดการผูกเงินลงทุนไว้ในสินทรัพย์หมุนเวียนและลดการพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอก ตัวอย่างเช่น DeLoof (2003) พบว่าบริษัทในเบลเยียมที่มีวงจรเงินสดสั้นกว่ามีความสามารถในการทำกำไรสูงกว่า ขณะที่ Ebben and Johnson (2011) รายงานผลในทำนองเดียวกันสำหรับกิจการขนาดเล็กในสหรัฐอเมริกา โดยชี้ว่าการบริหารวงจรเงินสดอย่างมีประสิทธิภาพช่วยเพิ่มทั้งสภาพคล่องและผลตอบแทนทางการเงิน

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยบางส่วนเสนอว่าความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสดและผลการดำเนินงานอาจไม่ได้เป็นเชิงเส้นตรงเสมอไป ขึ้นอยู่กับบริบททางเศรษฐกิจและโครงสร้างตลาดทุนของแต่ละประเทศ โดยเฉพาะในประเทศพัฒนาแล้ว ซึ่งกิจการมีการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายและมีระบบห่วงโซ่อุปทานที่มี

ประสิทธิภาพ ระยะเวลาการถือครองสินค้าคงคลังหรือการให้เครดิตทางการค้าในระดับหนึ่งอาจส่งผลเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ (Kiyamaz et al., 2024) สอดคล้องกับแนวคิดดังกล่าว Baños-Caballero et al. (2014) และ Aktas et al. (2015) พบหลักฐานสนับสนุนความสัมพันธ์แบบโค้งนูนลงระหว่างวงจรเงินสดและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยชี้ว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในระดับที่เหมาะสมสามารถเพิ่มผลการดำเนินงานได้ แต่การมีวงจรเงินสดที่ยาวเกินไปจะเริ่มส่งผลเสียต่อความสามารถในการทำกำไร ทั้งนี้ข้อค้นพบดังกล่าวสนับสนุนแนวคิด Trade-off Theory ว่ากิจการต้องสร้างสมดุลระหว่างสภาพคล่องความสามารถในการขาย และต้นทุนทางการเงิน

แม้ว่าหลักฐานจากประเทศพัฒนาแล้วจะสนับสนุนความสัมพันธ์เชิงไม่เป็นเส้นตรงดังกล่าว แต่ในบริบทของประเทศกำลังพัฒนา งานวิจัยส่วนใหญ่ยังคงพบเพียงความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างวงจรเงินสดและผลการดำเนินงาน ตัวอย่างเช่น Gill et al. (2010), Nazir and Afza (2009), Afeef (2011), Phuong and Hung (2020) และ Kumar (2024) รายงานว่าวงจรเงินสดที่ยาวขึ้นสัมพันธ์กับความสามารถในการทำกำไรที่ลดลงของกิจการในประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งสะท้อนว่าข้อจำกัดด้านสภาพคล่องและต้นทุนทางการเงินในตลาดเกิดใหม่อาจทำให้กิจการไม่สามารถได้รับประโยชน์จากการยืดวงจรเงินสดในลักษณะเดียวกับประเทศพัฒนาแล้ว

นอกจากนี้ งานวิจัยส่วนใหญ่ในวรรณกรรมยังนิยมใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานในมิติของกำไร เช่น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) หรืออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นหลัก ขณะที่การใช้กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) ซึ่งสะท้อนผลตอบแทนจากมุมมองผู้ถือหุ้นโดยตรงยังมีอยู่อย่างจำกัด ทั้งที่มีหลักฐานว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนสามารถส่งผลต่อกำไรต่อหุ้นผ่านการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้เงินทุนและการลดต้นทุนทางการเงิน (Karim et al., 2024; Ghabban et al., 2024)

สำหรับบริบทประเทศไทย งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสดและผลการดำเนินงานยังมีจำนวนจำกัด และส่วนใหญ่ยังคงมุ่งวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงโดยใช้ตัวชี้วัดด้านกำไรแบบดั้งเดิม เช่น ROA และ ROE ขณะที่การศึกษาที่เปรียบเทียบผลของวงจรเงินสดต่อผลการดำเนินงานผ่านตัวชี้วัดหลายมิติ รวมถึงการทดสอบความสัมพันธ์เชิงไม่เป็นเส้นตรงตามแนวคิด Trade-off Theory ยังพบได้ไม่มาก จากช่องว่างของวรรณกรรมดังกล่าว งานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาผลกระทบของวงจรเงินสดต่อผลการดำเนินงานของกิจการในบริบทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยวิเคราะห์ทั้งความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงและเชิงไม่เป็นเส้นตรงผ่านตัวชี้วัดสองมิติ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) เพื่อขยายองค์ความรู้เกี่ยวกับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในตลาดเกิดใหม่และเพิ่มความเข้าใจเกี่ยวกับความแตกต่างของผลลัพธ์ตามตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่เลือกใช้

ระเบียบวิธีการวิจัย

การศึกษานี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อศึกษาผลกระทบของวงจรเงินสดต่อผลการดำเนินงานของกิจการ การวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ข้อมูลใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณโดยอาศัยข้อมูลแบบรวมหน่วยสังเกต เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานการวิจัยและตรวจสอบความสอดคล้องกับกรอบแนวคิดทางทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรของการศึกษานี้ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทประกันภัย และสถาบันการเงิน เนื่องจากธุรกิจดังกล่าวมีลักษณะโครงสร้างทางการเงิน รูปแบบการดำเนินงาน และองค์ประกอบของสินทรัพย์

หมุนเวียนแตกต่างจากธุรกิจทั่วไปอย่างมีนัยสำคัญ ส่งผลให้วงจรเงินสดไม่สามารถสะท้อนรอบการดำเนินงานได้อย่างเหมาะสม

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างใช้เกณฑ์คุณสมบัติ ดังนี้

1. บริษัทต้องมีข้อมูลทางการเงินครบถ้วนตลอดช่วงเวลาที่ศึกษา
2. บริษัทต้องไม่ถูกเพิกถอนจากตลาดหลักทรัพย์ระหว่างช่วงเวลาการศึกษา

ช่วงเวลาที่ศึกษาอยู่ระหว่างปี พ.ศ. 2563-2567 รวมระยะเวลา 5 ปี เพื่อครอบคลุมทั้งช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติและช่วงที่มีความผันผวนทางเศรษฐกิจ โดยมีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้นจำนวน 2,629 ข้อมูล

การวัดตัวแปรวิจัย

ตัวแปรอิสระ

ตัวแปรอิสระหลักของการศึกษาคือ วงจรเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) คำนวณดังนี้

$$CCC = DSO + DIO - DPO$$

1. ระยะเวลาเก็บหนี้การค้า (Days Sales Outstanding: DSO) = (ลูกหนี้การค้า/ขาย)*365
2. ระยะเวลาถือครองสินค้าคงคลัง (Days Inventory Outstanding: DIO) = (สินค้าคงเหลือ/ต้นทุนขาย)*365
3. ระยะเวลาการชำระหนี้การค้า (Days Payable Outstanding: DPO) = (เจ้าหนี้การค้า/ต้นทุนขาย)*365

เพื่อทดสอบความสัมพันธ์เชิงไม่เป็นเส้นตรงตามแนวคิด Trade-off Theory การศึกษานี้ได้สร้างตัวแปรกำลังสองของวงจรเงินสด (CCC²) เพิ่มเติมในแบบจำลอง

ตัวแปรตาม

การศึกษาวัดผลการดำเนินงานของกิจการในสองมิติ ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) ใช้แทนประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการ

$$ROA = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

2. กำไรต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) ใช้แทนผลการดำเนินงานจากมุมมองผู้ถือหุ้น

$$EPS = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ชำระแล้ว}}$$

ตัวแปรควบคุม

เพื่อควบคุมผลกระทบของปัจจัยอื่นที่อาจมีอิทธิพลต่อผลการดำเนินงานของกิจการ การศึกษานี้กำหนดตัวแปรควบคุม ดังนี้

1. ขนาดบริษัท (Firm Size: SIZE) วัดจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม

$$SIZE = \ln(\text{สินทรัพย์รวม})$$

2. อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt to Equity Ratio: DE) คำนวณโดย $DE = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิที่รวบรวมจากฐานข้อมูล SETSMART, Refinitiv (Thomson Reuters Eikon/Datastream) และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1 One Report) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลตามตัวแปรที่กำหนดสำหรับช่วงปี พ.ศ. 2563-2567

แบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย การศึกษานี้กำหนดแบบจำลองการวิเคราะห์ดังนี้

แบบจำลองเชิงเส้นตรง

$$Performace_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DE_{it} + \epsilon_{it}$$

แบบจำลองเชิงไม่เป็นเส้นตรง

$$Performace_{it} = \beta_0 + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 CCC_{it}^2 + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 DE_{it} + \epsilon_{it}$$

โดยที่

$Performace_{it}$ แทน ROA หรือ EPS ของบริษัท i ในปี t

CCC_{it} แทน วงจรเงินสด

CCC_{it}^2 แทน ตัวแปรกำลังสองของวงจรเงินสด

$SIZE_{it}$ แทน ขนาดของกิจการ

DE_{it} แทน อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน

ϵ_{it} แทน ค่าความคลาดเคลื่อน

วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ใช้ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด และค่าสูงสุด เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูล

2. การวิเคราะห์ความสัมพันธ์เบื้องต้น (Correlation Analysis) ตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรด้วยสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson correlation)

3. ตรวจสอบปัญหาความสัมพันธ์เชิงพหุ (Multicollinearity) ประเมินค่าด้วย Variance Inflation Factor (VIF)

4. การวิเคราะห์ข้อมูลใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณโดยอาศัยข้อมูลแบบรวมหน่วยสังเกต (Pooled Firm-Year Observations) ทั้งในรูปแบบเชิงเส้นตรงและเชิงกำลังสอง เพื่อทดสอบสมมติฐานการวิจัย

ผลการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างเริ่มต้นของการศึกษานี้ประกอบด้วยข้อมูลบริษัทจำนวน 2,629 ข้อมูล ภายหลังการตรวจสอบความครบถ้วนของข้อมูล พบว่ามีข้อมูลบางรายการไม่สมบูรณ์ตามเกณฑ์ที่กำหนดเนื่องจากบางบริษัทไม่มีการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นต่อการคำนวณวงจรเงินสดในบางปี จึงตัดออกจำนวน 131 ข้อมูล ส่งผลให้เหลือข้อมูลสำหรับการวิเคราะห์เบื้องต้นจำนวน 2,498 ข้อมูล จากนั้นได้ตรวจสอบค่าผิดปกติ (Outliers) ด้วยเกณฑ์ standardized Z-score โดยกำหนดให้ค่าที่มีค่า $|Z| > 3$ เป็นค่าผิดปกติ และตัดออกเพิ่มเติมจำนวน 54 ข้อมูล ทำให้เหลือข้อมูลบริษัท-ปีสำหรับการวิเคราะห์ขั้นสุดท้ายจำนวนทั้งสิ้น 2,444 ข้อมูล

ตารางที่ 1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

Variable	Mean	Minimum	Maximum	Std. Deviation	N
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	
CCC	140.42	-371.81	2029.15	285.02	2444
ROA	5.84	-31.38	44.30	8.10	2444
EPS	0.82	-15.93	24.16	2.52	2444
SIZE	8.86	5.41	13.74	1.48	2444
DE	1.16	0.02	15.35	1.32	2444

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาแสดงดังตารางที่ 1 โดยใช้ข้อมูลบริษัท-ปีจำนวน 2,444 ข้อมูล ภายหลังจากตัดค่าผิดปกติ (Outliers) พบว่า วงจรเงินสด (CCC) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 140.42 วัน และมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 285.02 วัน สะท้อนถึงความแตกต่างของระดับการบริหารเงินทุนหมุนเวียนระหว่างกิจการในกลุ่มตัวอย่าง โดยค่าต่ำสุดของ CCC เท่ากับ -371.81 วัน ขณะที่ค่าสูงสุดอยู่ที่ 2,029.15 วัน สำหรับผลการดำเนินงานของกิจการ พบว่า ROA มีค่าเฉลี่ย 5.84% และ EPS มีค่าเฉลี่ย 0.82 บาทต่อหุ้น ขณะที่ขนาดกิจการ (SIZE) มีค่าเฉลี่ย 8.86 และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE) มีค่าเฉลี่ย 1.16 เท่า ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความหลากหลายของลักษณะกิจการและโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง

การตรวจสอบข้อสมมติของแบบจำลอง

ก่อนการทดสอบสมมติฐาน ได้ตรวจสอบข้อสมมติพื้นฐานของแบบจำลองการถดถอย พบว่าค่าความเบ้ (Skewness) และค่าความโด่ง (Kurtosis) ของตัวแปรอยู่ในเกณฑ์ที่ยอมรับได้ สะท้อนว่าข้อมูลมีการแจกแจงใกล้เคียงปกติ นอกจากนี้ ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรอิสระทั้งหมดต่ำกว่า 5 และค่า Tolerance สูงกว่า 0.10 แสดงว่าไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์พหุคูณ (Multicollinearity) อย่างมีนัยสำคัญ ขณะเดียวกัน ผลการตรวจสอบ Scatterplot ของค่าคงเหลือพบว่าการกระจายตัวแบบสุ่ม และค่าดัชนี Durbin-Watson มีค่าใกล้เคียง 2 สะท้อนว่าแบบจำลองไม่มีปัญหา Autocorrelation

ตารางที่ 2 สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

Variable	CCC	ROA	EPS	SIZE	DE
CCC	1				
ROA	-.064**	1			
EPS	-.070**	.296**	1		
SIZE	.066**	0.037	.134**	1	
DE	0.013	-.226**	-.094**	.327**	1

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

ผลการวิเคราะห์ด้วยสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's correlation) ระหว่างตัวแปรแสดงดังตาราง พบว่า วงจรเงินสด (CCC) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ($r = -0.064$, $p < 0.01$) และกำไรต่อหุ้น (EPS) ($r = -0.070$, $p < 0.01$) สะท้อนว่าบริษัทที่ใช้เวลานานขึ้นในการเปลี่ยนสินค้าคงเหลือและลูกหนี้การค้าเป็นเงินสด มีแนวโน้มที่จะมีความสามารถในการทำกำไรและผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นต่ำลง ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดด้านการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพจะช่วยส่งเสริมผลการดำเนินงานทางการเงิน (Ebben & Johnson, 2011)

สำหรับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) อย่างมีนัยสำคัญ ($r = 0.296$, $p < 0.01$) แสดงถึงความสอดคล้องระหว่างการสร้างผลตอบแทนจากสินทรัพย์และกำไรต่อหุ้น ขณะที่ ขนาดกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับวงจรเงินสด ($r = 0.066$, $p < 0.01$) และอัตรากำไรต่อหุ้น ($r = 0.134$, $p < 0.01$) แต่ไม่มีนัยสำคัญกับ ROA ($r = 0.037$) ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะสร้างกำไรต่อหุ้นได้มากกว่า แม้ว่าจะมีรอบการแปลงเงินสดยาวกว่า

นอกจากนี้ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ($r = -0.226$, $p < 0.01$) และ อัตรากำไรต่อหุ้น ($r = -0.094$, $p < 0.01$) สะท้อนว่าบริษัทที่มีหนี้สินสูงมักมี

ประสิทธิภาพในการสร้างผลตอบแทนจากสินทรัพย์และกำไรต่อหุ้นต่ำลง อย่างไรก็ตามอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับขนาดของกิจการ (SIZE) ($r = 0.327$, $p < 0.01$) ซึ่งแสดงว่าบริษัทขนาดใหญ่มักพึ่งพาโครงสร้างทุนที่มีหนี้สินมากกว่า

โดยสรุป ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์บ่งชี้ว่าวงจรเงินสด ขนาดกิจการ และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนมีความเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทในทิศทางที่สอดคล้องกับกรอบแนวคิดการวิจัย

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ

Dependent Variable	Variable	B	Beta	t	Sig.	VIF	Adj. R ²	F	Sig.
ROA	CCC	-0.002	-0.069	-3.531	<.001**	1.004	0.210	61.123	<.001**
	SIZE	0.708	0.129	6.253	<.001**	1.125			
	DE	-1.644	-0.268	-12.966	<.001**	1.120			
EPS	CCC	-0.001	-0.056	-2.822	.005**	1.004	0.045	39.066	<.001**
	SIZE	0.198	0.125	4.488	<.001**	1.125			
	DE	-0.076	-0.049	-2.071	.039*	1.120			

หมายเหตุ: * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$

ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณเพื่อทดสอบผลกระทบเชิงเส้นตรงของวงจรเงินสดต่อการดำเนินงานทางการเงินแสดงดังตารางที่ 3 พบว่า แบบจำลองที่ใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัวแปรตามมีนัยสำคัญทางสถิติในภาพรวม ($F = 61.123$, $p < 0.001$) และสามารถอธิบายความแปรปรวนของ ROA ได้ร้อยละ 21.0 (Adjusted $R^2 = 0.210$) โดยพบว่าวงจรเงินสด (CCC) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($\beta = -0.069$, $p < 0.001$) แสดงให้เห็นว่าเมื่อวงจรเงินสดยาวขึ้น ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของกิจการมีแนวโน้มลดลง สะท้อนว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนอย่างมีประสิทธิภาพผ่านการลดระยะเวลาการผูกเงินทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนสามารถช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ของกิจการได้

ในส่วนของแบบจำลองที่ใช้กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรตาม พบว่าแบบจำลองมีนัยสำคัญทางสถิติในภาพรวมเช่นกัน ($F = 39.066$, $p < 0.001$) และสามารถอธิบายความแปรปรวนของ EPS ได้ร้อยละ 4.5 (Adjusted $R^2 = 0.045$) โดยวงจรเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับกำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($\beta = -0.056$, $p = 0.005$) สะท้อนว่าการยืดระยะเวลาวงจรเงินสดสัมพันธ์กับการลดลงของผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับ

สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่าขนาดกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับทั้ง ROA และ EPS อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับทั้งสองตัวชี้วัด สะท้อนว่ากิจการขนาดใหญ่มีแนวโน้มสร้างผลการดำเนินงานได้ดีกว่า ในขณะที่กิจการที่มีภาระหนี้สูงมักมีผลการดำเนินงานลดลง ทั้งนี้ ค่า VIF ของตัวแปรอิสระทุกตัวต่ำกว่า 5 แสดงว่าไม่พบปัญหา multicollinearity ในระดับที่น่ากังวล

ดังนั้น ผลการวิเคราะห์จากตารางที่ 3 จึงสนับสนุนสมมติฐาน H1a และ H1b ที่ระบุว่าวงจรเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และกำไรต่อหุ้น

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงกำลังสอง โดยใช้ ROA และ EPS เป็นตัวแปรตาม

Dependent Variable	Variable	B	Beta	t	Sig.	VIF	Adj. R ²	F	Sig.
ROA	CCC	0.005	0.145	2.917	.004**	1.085	0.069	46.009	<.001**
	CCC ²	-0.000	-0.112	-2.654	.008**	1.080			
	SIZE	0.664	0.121	5.627	<.001**	1.134			
	DE	-1.531	-0.255	-12.347	<.001**	1.125			
EPS	CCC	-0.001	-0.159	-3.188	.001**	6.360	0.045	30.060	<.001**
	CCC ²	6.014	0.086	1.717	.086	6.404			
	SIZE	0.322	0.189	9.013	<.001**	1.126			
	DE	-0.307	-0.161	-7.601	<.001**	1.142			

หมายเหตุ: *p < 0.05, **p < 0.01

ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงกำลังสอง แสดงในตารางที่ 4 พบว่าแบบจำลองที่ใช้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัวแปรตามมีนัยสำคัญทางสถิติ ($F = 46.009$, $p < 0.001$) และสามารถอธิบายความแปรปรวนของ ROA ได้ร้อยละ 6.9 (Adjusted $R^2 = 0.069$) โดยวงจรเงินสด (CCC) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ($\beta = 0.145$, $p < 0.01$) ขณะที่ตัวแปรกำลังสองของวงจรเงินสด (CCC²) มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ ($\beta = -0.112$, $p < 0.01$) แสดงถึงความสัมพันธ์เชิงไม่เป็นเส้นตรงแบบโค้งงอ (Inverted U-shaped Relationship) ระหว่างวงจรเงินสดและ ROA ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน H2a และสอดคล้องกับแนวคิด Trade-off Theory ที่เสนอว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในระดับที่เหมาะสมสามารถเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานได้ แต่การยืดระยะเวลาวงจรเงินสดมากเกินไปจะเพิ่มต้นทุนการถือครองและภาระทางการเงิน จนส่งผลลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

สำหรับแบบจำลองที่ใช้กำไรต่อหุ้น (EPS) เป็นตัวแปรตาม พบว่าแบบจำลองมีนัยสำคัญทางสถิติ ($F = 30.060$, $p < 0.001$) สามารถอธิบายความแปรปรวนของ EPS ได้ร้อยละ 4.5 (Adjusted $R^2 = 0.045$) โดยวงจรเงินสด (CCC) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับ EPS ($\beta = -0.159$, $p < 0.01$) ขณะที่ตัวแปร CCC² ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ($\beta = 0.086$, $p = 0.086$) สะท้อนว่าความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสดและ EPS มีลักษณะเชิงเส้นตรงเชิงลบ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน H2b ที่กำหนดว่าการเพิ่มขึ้นของวงจรเงินสดสัมพันธ์กับการลดลงของกำไรต่อหุ้นอย่างต่อเนื่อง

ผลการศึกษาดังกล่าวชี้ให้เห็นว่า รูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างวงจรเงินสดกับผลการดำเนินงานของกิจการแตกต่างกันตามตัวชี้วัดที่ใช้ โดยความสัมพันธ์เชิงไม่เป็นเส้นตรงตามแนวคิด Trade-off Theory ปรากฏชัดเมื่อวัดผลการดำเนินงานด้วย ROA ซึ่งสะท้อนประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ของกิจการ ขณะที่เมื่อวัดด้วย EPS ซึ่งสะท้อนผลตอบแทนจากมุมมองผู้ถือหุ้น ความสัมพันธ์มีลักษณะเป็นเชิงเส้นตรงเชิงลบมากกว่า ทั้งนี้ข้อค้นพบดังกล่าวสนับสนุนแนวคิดที่ว่าผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนอาจแตกต่างกันตามมิติของผลการดำเนินงานที่พิจารณา

ตารางที่ 5 สรุปผลการวิจัย

สมมติฐาน	รายละเอียดสมมติฐาน	หลักฐานเชิงประจักษ์	ผลการทดสอบ
H1a	CCC มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA	$\beta = -0.069, p < 0.01$	สนับสนุน
H1b	CCC มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ EPS	$\beta = -0.056, p < 0.01$	สนับสนุน
H2a	CCC และ ROA มีความสัมพันธ์แบบ Inverted U-shape	CCC (+), CCC ² (-), $p < 0.01$	สนับสนุน
H2b	CCC มีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงเชิงลบกับ EPS	$\beta = -0.159, p < 0.01$	สนับสนุน

ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่าความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรเงินสดและ ROA มีลักษณะเป็นโค้งนูนลง (Inverted U-shaped Relationship) ซึ่งสนับสนุนแนวคิด Trade-off Theory ว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในระดับที่เหมาะสมสามารถส่งเสริมประสิทธิภาพการดำเนินงานได้ แต่เมื่อวงจรรเงินสดยาวเกินระดับที่เหมาะสม ผลการดำเนินงานจะเริ่มลดลง ในทางตรงกันข้าม ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรเงินสดและ EPS มีลักษณะเชิงเส้นตรงเชิงลบ สะท้อนว่าการเพิ่มขึ้นของวงจรรเงินสดสัมพันธ์กับการลดลงของผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นอย่างต่อเนื่อง

สรุปและอภิปรายผล

ผลการวิจัยพบว่า วงจรรเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ ทั้งในมิติของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) และกำไรต่อหุ้น (EPS) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน H1a และ H1b และสอดคล้องกับแนวคิดการบริหารเงินทุนหมุนเวียนอย่างมีประสิทธิภาพ ที่เสนอว่าการลดระยะเวลาการผูกเงินทุนไว้ในสินค้าคงเหลือและลูกหนี้การค้าจะช่วยเพิ่มสภาพคล่อง ลดการพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอกและส่งเสริมความสามารถในการทำกำไรของกิจการ (DeLoof, 2003; Enqvist et al., 2014) ในทางตรงกันข้าม การมีวงจรรเงินสดที่ยาวเกินไปย่อมทำให้กิจการแบกรับต้นทุนโอกาส ต้นทุนทางการเงินและความเสี่ยงด้านเครดิตเพิ่มขึ้น ซึ่งอาจลดทอนผลการดำเนินงานทางการเงินโดยรวม

สำหรับสมมติฐาน H2a ผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรเงินสดและ ROA มีลักษณะเชิงไม่เป็นเส้นตรงแบบโค้งนูนลง (Inverted U-shaped Relationship) โดย CCC มีค่าสัมประสิทธิ์เชิงบวก ขณะที่ CCC² มีค่าสัมประสิทธิ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ สะท้อนว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีระดับที่เหมาะสม (Optimal Working Capital Level) ซึ่งสามารถสร้างประโยชน์สูงสุดต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานของกิจการ ผลลัพธ์ดังกล่าวสนับสนุนแนวคิด Trade-off Theory และสอดคล้องกับข้อค้นพบของ Baños-Caballero et al. (2014) และ Aktas et al. (2015) ที่รายงานความสัมพันธ์ลักษณะเดียวกันในบริบทของตลาดพัฒนาแล้ว

สำหรับสมมติฐาน H2b ผลการศึกษาพบว่าวงจรรเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงเชิงลบกับกำไรต่อหุ้น (EPS) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สะท้อนว่าการยืดระยะเวลาวงจรรเงินสดสัมพันธ์กับการลดลงของผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นอย่างต่อเนื่อง ข้อค้นพบดังกล่าวบ่งชี้ว่าผลของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อกำไรต่อหุ้นมีลักษณะเป็นเชิงเส้นมากกว่าความสัมพันธ์แบบโค้ง ทั้งนี้อาจเนื่องจาก EPS เป็นตัวชี้วัดที่สะท้อนผลตอบแทนในระดับผู้ถือหุ้นและได้รับอิทธิพลจากปัจจัยอื่นเพิ่มเติม เช่น โครงสร้างเงินทุน ภาระดอกเบี้ย และจำนวนหุ้นสามัญ ส่งผลให้ trade-off effect ไม่ปรากฏเด่นชัดเช่นเดียวกับกรณีของ ROA

ข้อค้นพบดังกล่าวสะท้อนให้เห็นว่าผลกระทบของวงจรรเงินสดต่อผลการดำเนินงานของกิจการอาจแตกต่างกันตามตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่เลือกใช้ โดย ROA ซึ่งมุ่งวัดประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ของกิจการมีแนวโน้มสะท้อน trade-off effect ได้ชัดเจนกว่า EPS ที่เป็นตัวชี้วัดผลตอบแทนในระดับผู้ถือหุ้น ข้อค้นพบนี้ช่วยอธิบายความแตกต่างของผลการศึกษาก่อนหน้านี้ในวรรณกรรมที่ใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงาน

แตกต่างกัน และช่วยขยายองค์ความรู้เกี่ยวกับบทบาทของตัวชี้วัดทางการเงินในการศึกษาการบริหารเงินทุนหมุนเวียน โดยเฉพาะในบริบทของประเทศกำลังพัฒนา

ในเชิงปฏิบัติ ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าผู้บริหารควรกำหนดนโยบายการบริหารวงจรเงินสดให้สอดคล้องกับเป้าหมายเชิงกลยุทธ์ขององค์กร โดยหากมุ่งเพิ่มประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ ควรบริหารวงจรเงินสดให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมตามแนวคิด trade-off ขณะที่หากมุ่งเพิ่มผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น การลดวงจรเงินสดอย่างต่อเนื่องอาจเป็นแนวทางที่เหมาะสมกว่า นอกจากนี้ นักลงทุนควรใช้ตัวชี้วัดหลายมิติร่วมกันในการประเมินผลการดำเนินงาน เพื่อให้สะท้อนผลกระทบของนโยบายบริหารเงินทุนหมุนเวียนได้อย่างรอบด้าน

ข้อเสนอแนะในการวิจัยในอนาคต

การวิจัยในอนาคตอาจขยายผลโดยการใช้ตัวชี้วัดผลการดำเนินงานเพิ่มเติม เช่น ตัวชี้วัดเชิงตลาด เพื่อเปรียบเทียบผลลัพธ์ในมิติที่แตกต่างกัน รวมถึงศึกษาผลกระทบขององค์ประกอบย่อยของวงจรเงินสดแยกตามระยะเวลาเก็บหนี้การค้า ระยะเวลาถือครองสินค้าคงคลัง และระยะเวลาชำระหนี้การค้า นอกจากนี้ อาจพิจารณาใช้แบบจำลองเศรษฐกิจมิติขั้นสูงเพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือของข้อสรุปเชิงสาเหตุ

เอกสารอ้างอิง

- Afeef, M. (2011). Analyzing the impact of working capital management on the profitability of SMEs in Pakistan. **International Journal of Business and Social Science**, 2(22), 173-183.
- Aktas, N., Croci, E., & Petmezas, D. (2015). Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments. **Journal of Corporate Finance**, 30, 98-113. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.008>
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2014). Working capital management, corporate performance, and financial constraints. **Journal of Business Research**, 67(3), 332-338. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.01.016>
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of Management**, 17(1), 99-120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. **Journal of Business Finance and Accounting**, 30(3-4), 573-588. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>
- Ebben, J. J., & Johnson, A. C. (2011). Cash conversion cycle management in small firms: Relationships with liquidity, invested capital, and firm performance. **Journal of Small Business & Entrepreneurship**, 24(3), 381-396. <https://doi.org/10.1080/08276331.2011.10593545>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2014.03.005>
- Ghabban, M. O., Alsughayyi, Y. A., Alghanmi, M. A., AlGhamdi, S. M., & Owaidhah, E. S. (2024). **Impact of Cash Conversion Cycle on Firm's Profitability by Applying to Companies Listed on the Saudi Stock Market**. Arab Journal of Sciences and Research Publishing.

- 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, 1–9.
- Jalal, A. M., & Khaksari, S. (2020). Cash cycle: A cross-country analysis. **Financial Management**, 49(3), 635–671. <https://doi.org/10.1111/fima.12273>
- Karim, R., Mamun, M. A. A., & Kamruzzaman, A. S. M. (2024). Cash conversion cycle and financial performance: Evidence from manufacturing firms of Bangladesh. **Asian Journal of Economics and Banking**, 8(1), 67–82. <https://doi.org/10.1108/AJEB-03-2022-0033>
- Kieschnick, R., Laplante, M., & Moussawi, R. (2013). Working capital management and shareholders' wealth. **Review of Finance**, 17(5), 1827–1852. <https://doi.org/10.1093/rof/rfs043>
- Kiyamaz, H., Habbash, 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. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2024.03.004>
- Kumar, S. S., Sawarni, K. S., Roy, S., & G, N. (2024). Influence of working capital efficiency on firm's composite financial performance: Evidence from India. **International Journal of Productivity and Performance Management**. Advance online publication. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-07-2023-0374>
- Mansilla-Fernández, J. M., & Martín-Bogas, J. (2023). Working capital management, financial constraints and exports: Evidence from European and US manufacturers. **Empirical Economics**, 64, 1769–1810. <https://doi.org/10.1007/s00181-022-02295-5>
- Nazir, M. S., & Afza, T. (2009). Impact of aggressive working capital management policy on firms' profitability. **IUP Journal of Applied Finance**, 15(8), 19–30.
- Phuong, T. T. N., & Hung, N. D. (2020). Impact of working capital management on firm profitability: Empirical study in Vietnam. **Journal of Management Accounting**, 6(3), 259–266. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.3.001>
- Richards, V. D., & Laughlin, E. J. (1980). A cash conversion cycle approach to liquidity analysis. **Financial Management**, 9(1), 32–38. <https://doi.org/10.2307/3665310>
- Weidemann, J. F. (2018). A state-of-the-art review of corporate cash holding research. **Journal of Business Economics**, 88(6), 765–797. <https://doi.org/10.1007/s11573-017-0882-4>