

# ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานทางการเงิน กรณีบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของประเทศไทย

## The Relationship between Working Capital Management Efficiency and Financial Performance: The Case of Listed Companies in Agro and Food Industry in Thailand

พเนิน อินทะระ<sup>1</sup> และ ปณณวัฒน์ วังอนุสรณ์<sup>2\*</sup>

Panern Intara<sup>1</sup> and Bhannawat Wanganusorn<sup>2\*</sup>

วันที่รับบทความ : 27/07/2565  
วันแก้ไขบทความ : 24/09/2565  
วันตอบรับบทความ : 25/11/2565

### บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวัดประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนและเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหมวดอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารจำนวน 53 บริษัท ระยะเวลา 11 ปี (พ.ศ. 2550 – 2561) ข้อมูลที่ใช้ศึกษาถูกรวบรวมจากฐานข้อมูล SETSMART ประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนประกอบด้วย Performance Index (PI), Utilization Index (UI) และ Efficiency Index (EI) of Working Capital Management ขณะที่ผลการดำเนินงานทางการเงินประกอบด้วยอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพจากการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ การวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 3 ส่วน คือ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์ค่าเฉลี่ย และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ ผลการศึกษาพบว่าประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทมีค่าดัชนีมากกว่า 1 แสดงถึงการมีประสิทธิภาพในการจัดการเงินทุนหมุนเวียน และพบความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างประสิทธิภาพของการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานทางการเงิน ผลการศึกษาได้ตอกย้ำความสำคัญของการจัดการเงินทุนหมุนเวียน โดยเฉพาะการจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งมีบทบาทในการเพิ่มผลการดำเนินงานทางการเงิน ดังนั้นผู้บริหารกิจการควรให้ความสำคัญและมุ่งสร้างประสิทธิภาพในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนให้เพิ่มขึ้น

**คำสำคัญ:** ประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียน อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

ประสิทธิภาพการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ อุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร

<sup>1</sup> อาจารย์ประจำสาขาการเงินและการลงทุน คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์

Lecturer, Finance and Investment Program, Faculty of Management Sciences, Prince of Songkla University

<sup>2</sup> อาจารย์ประจำสาขาวิชาการบริหารการเงินและการลงทุน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้

Lecturer, Financial Management and Investment Program, Faculty of Business Administration, Maejo University

\* Corresponding author: E-mail address: sommai\_w@mju.ac.th

## Abstract

This study aims to measure the efficiency of working capital management and examine the relationship between working capital management efficiency and the financial performance of listed companies in the Thai agricultural and food industries. The study's sample group consisted of 53 companies in the agricultural and food industry listed on the Thai Stock Exchange over 11 years (2007-2018). The SETSMART database was employed to collect the data for the study. Working capital efficiency includes the performance index (PI), utilization index (UI), and efficiency index (EI) of working capital management, whereas financial performances include efficiency of asset ratios and return on assets. Data analysis was divided into descriptive statistical analysis, mean analysis, and multiple regression analysis. The results indicated that the company's working capital management had an index value larger than one, showing the efficiency of working capital management, and there was a significant positive relationship between management of working capital efficiency and financial performance. The study's findings emphasize the significance of working capital management, especially effective working capital management, which contributes to improved financial performance. As a result, corporate executives should concentrate on improving working capital management efficiency.

**Keywords:** Working Capital Management Efficiency, Return on Assets, Efficiency of Assets, Agro and Food Industry

## บทนำ

การจัดการเงินทุนหมุนเวียนเป็นหนึ่งในหน้าที่ที่สำคัญของการบริหารการเงิน การจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพนอกจากจะช่วยการรักษาสภาพคล่องของกิจการให้สามารถดำเนินกิจการได้อย่างราบรื่นแล้ว ยังมีส่วนในการควบคุมระดับความเสี่ยงของกิจการให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม (Zariyawati et al., 2009) นอกจากนี้การจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่ดียังมีส่วนในการเพิ่มโอกาสทางธุรกิจโดยเฉพาะโอกาสในการหารายได้และโอกาสในการลงทุนเพิ่มเติมรวมทั้งลดโอกาสที่กิจการจะเผชิญกับปัญหาระยะสั้นต่าง ๆ ได้ อย่างไรก็ตาม การจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพไม่ได้หมายถึงการมุ่งรักษาระดับเงินทุนหมุนเวียนให้อยู่ในระดับที่สูงที่สุดเนื่องจากการตัดสินใจในลักษณะดังกล่าวย่อมนำไปสู่ต้นทุนหรือปัญหาบางประการได้ เช่น การรักษาสภาพคล่องมากเกินไปจนเกิดความจำเป็น แม้ว่าจะสามารถรักษาระดับสภาพคล่องของกิจการให้สามารถดำเนินต่อไปได้อย่างราบรื่นและรักษาความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นของกิจการได้ แต่การเก็บเงินสดไว้เกินความจำเป็นย่อมทำให้กิจการเสียโอกาสในการนำเงินสดไปสร้างผลตอบแทนซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการได้ (Afza & Nazir, 2008) ขณะที่การรักษาสภาพคล่องไว้ต่ำกว่าความจำเป็นแม้ว่าจะลดต้นทุนค่าเสียโอกาสของกิจการ แต่อาจจะมีผลต่อความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นของกิจการ (Brigham & Gapenski, 1997) ซึ่งอาจจะกระทบภาพลักษณ์ ชื่อเสียงหรือความสามารถในการเข้าถึงเงินทุนของกิจการในอนาคตได้ กรณีของลูกหนี้ การมีนโยบายการขายเชื่อที่เข้มงวดเกินไป แม้ว่าจะสามารถคัดกรองลูกหนี้ที่มีคุณภาพและลดโอกาสการเกิดหนี้เสียได้ แต่การตัดสินใจในลักษณะดังกล่าวอาจจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการสร้างยอดขาย

การสร้างรายได้และอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการได้ ในทางตรงกันข้าม การมีนโยบายการขายเชื่อที่ผ่อนคลายเป็นที่น่าพอใจ แม้ว่าจะเพิ่มโอกาสในการสร้างรายได้ของกิจการ แต่กิจการต้องเผชิญกับลูกหนี้ด้วยคุณภาพและก่อให้เกิดต้นทุนต่าง ๆ และอาจจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรได้เช่นกัน ดังนั้นการตัดสินใจเพื่อจัดการเงินทุนหมุนเวียนจึงเป็นการตัดสินใจที่สำคัญอย่างมาก โดยเฉพาะในภาวะการณ์ที่มีการแข่งขันทางธุรกิจเพิ่มมากขึ้น รวมทั้งมีการเปลี่ยนแปลงในพฤติกรรมผู้บริโภคที่คาดการณ์ได้ยากมากขึ้น

บทบาทและความสำคัญที่มีต่อเศรษฐกิจและสังคม คือปัจจัยสำคัญที่ทำให้ภาคการเกษตรเป็นหนึ่งในภาคการผลิตที่ได้รับความสนใจเสมอมา ถึงแม้ว่าในช่วงระยะเวลาหลายปีที่ผ่านมา ภาคการเกษตรมีบทบาทต่ออัตราการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจไทยลดลงอย่างต่อเนื่องเมื่อเปรียบเทียบกับภาคเศรษฐกิจสาขาอื่น ๆ เช่น ภาคอุตสาหกรรมภาคบริการ (Jaroensathapornkul, 2010) ถึงแม้ว่าการเกษตรมีส่วนในการสร้างมูลค่าผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศเพียงร้อยละ 10 (Chantararat, Attavanich, Mahasuweerachai, Thampanichvong & Chenphuengpawon, 2019) แต่เป็นภาคการผลิตที่ยังน่าสนใจและยังคงมีความสำคัญต่อประเทศไทยเนื่องจากเป็นภาคการผลิตที่ก่อให้เกิดการผลิตและการจ้างงานประมาณร้อยละ 30 ของกำลังแรงงานทั้งประเทศ (Lekuthai, 2010; Chantararat, et al., 2019) จึงเป็นแหล่งสร้างรายได้ที่สำคัญแก่ครัวเรือนของประชากรจำนวนมาก (Jaroensathapornkul, 2010) อีกทั้งภาคการเกษตรยังทำหน้าที่เป็นเป็นเครื่องป้องกันการสะท้อนจากวิกฤตทางเศรษฐกิจได้เป็นอย่างดี

ประเด็นท้าทายในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารคือ การดำเนินธุรกิจในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารมีความแตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่นอย่างชัดเจนโดยเฉพาะการจัดการวัตถุดิบที่ได้จากภาคเกษตรกรรม การแปรรูป การประมงและจากธรรมชาติซึ่งเสื่อมสภาพและเน่าเสียได้ง่าย ดังนั้นกิจการในอุตสาหกรรมนี้จำเป็นต้องให้ความสำคัญกับการเก็บรักษาวัตถุดิบเพื่อเข้าสู่กระบวนการผลิตมากกว่าการเก็บรักษาวัตถุดิบในอุตสาหกรรมอื่น ๆ ส่งผลให้มีต้นทุนการเก็บรักษาวัตถุดิบสูงและอาจจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการได้ (Suwannaphak et al., 2018) การขาดประสิทธิภาพในการจัดการเงินทุนหมุนเวียน เช่น การขาดความแม่นยำในการพยากรณ์ความต้องการ การสำรองวัตถุดิบสินค้าหรือเงินสดในระดับที่ไม่เหมาะสม อาจส่งผลกระทบต่อต้นทุนค่าเสียโอกาสหรือกระทบต่อต้นทุนการผลิตและผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรได้ นอกจากนี้ความผันผวนด้านปริมาณ คุณภาพและราคาของสินค้าเกษตรและอาหารต้องเผชิญ ตอกย้ำให้เห็นถึงความเปราะบางของอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร (Suwannaphak et al., 2018) ซึ่งก่อให้เกิดความท้าทายในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนสำหรับธุรกิจในอุตสาหกรรมดังกล่าวประกอบกับความผันผวนในตลาดโลกส่งผลกระทบอย่างมากต่อห่วงโซ่อุปทานของกิจการโดยเฉพาะกิจการที่เกี่ยวข้องกับการจัดการวัตถุดิบและสินค้าคงเหลือรวมทั้งสภาพคล่องจัดเป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดที่ทำให้กิจการอยู่รอดได้ในช่วงที่มีความผันผวนในของเศรษฐกิจ (Ceylan, 2020)

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและความสามารถในการทำกำไรในประเทศไทยส่วนใหญ่วัดความสามารถหรือวัดประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนโดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน โดยเฉพาะอัตราส่วนที่เกี่ยวข้องกับสภาพคล่องและอัตราส่วนที่แสดงความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ระยะสั้น (Pestonji & Donkwa, 2018; Pestonji & Wichitsatian, 2019; Tongpoon, 2019) เช่น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ ขณะที่การศึกษาต่างประเทศ เช่น การศึกษาของ Bieniasz and Golas (2011) ซึ่งได้ศึกษาประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อความสามารถในการทำกำไรซึ่ง

วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets) ของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารในประเทศไทยปี 2005 – 2009 ผลการศึกษาพบว่าการจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นส่งผลกระทบทางบวกต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการ กล่าวคือหากกิจการมีความสามารถในการจัดการเงินสด ลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือดีขึ้นจะส่งผลให้วงจรเงินสดลดลงและก่อให้เกิดการเพิ่มขึ้นในความสามารถในการทำกำไรของกิจการ รวมทั้งพบความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทในอุตสาหกรรมเกษตรของไนจีเรีย กล่าวคืออายุลูกหนี้มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร ขณะที่ระยะเวลาในการชำระหนี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความสามารถในการทำกำไร (Otekunrin, et al., 2021)

การศึกษาในประเทศไทยที่วัดการวัดความสามารถในการจัดการเงินทุนหมุนเวียนโดยใช้ดัชนีประสิทธิภาพในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Bhattacharya, 1997) มีจำกัดอย่างมากทั้ง ๆ ที่ดัชนีประสิทธิภาพดังกล่าวน่าจะเป็นตัววัดที่ดีและสามารถสะท้อนประสิทธิภาพและความสามารถในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของกิจการได้ครอบคลุมมากขึ้น เนื่องจากการใช้ดัชนีประสิทธิภาพในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Bhattacharya, 1997) เพื่อวัดประสิทธิภาพของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของกิจการนั้น ไม่ได้สนใจเพียงระยะเวลาในการบริหารสินค้าที่สิ้นลงหรืออายุลูกหนี้การค้าที่สิ้นลงเพียงเท่านั้น แต่ดัชนีดังกล่าวคำนึงถึงผลที่เกิดขึ้นจากการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพด้วย เช่น การรักษายอดขายให้เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับการเพิ่มขึ้นของการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน ข้อได้เปรียบความสามารถในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนภายใต้ดัชนีนี้จะไม่เกิดขึ้นหากใช้การวัดแบบอัตราส่วนทางการเงินแบบดั้งเดิม การศึกษานี้จึงแตกต่างจากการศึกษาในอดีตเนื่องจากการศึกษานี้มุ่งใช้ดัชนี (Index) เพื่อวัดประสิทธิภาพแทนการใช้อัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งการศึกษาในประเทศไทยโดยการใช้ตัวชี้วัดนี้มีจำกัด อีกทั้งการศึกษานี้เป็นการศึกษางานแรกที่ใช้ดัชนีประสิทธิภาพของ Bhattacharya (1997) เพื่อวัดระดับประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของประเทศไทย

จากความสำคัญและความท้าทายของการดำเนินธุรกิจให้อุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของประเทศไทยรวมทั้งความสำคัญของการจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่อาจจะส่งผลต่อการสร้างความได้เปรียบในการแข่งขันให้ธุรกิจ ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาความสัมพันธ์ของประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนและผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของประเทศไทย โดยการศึกษาครั้งนี้มุ่งวัดความสามารถในการจัดการเงินทุนหมุนเวียน โดยใช้ดัชนีประสิทธิภาพในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแทนการใช้อัตราส่วนทางการเงิน ผลการศึกษาที่คาดว่าจะได้รับอาจจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่สนใจลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทที่ดำเนินกิจการในอุตสาหกรรมดังกล่าว รวมทั้งเป็นประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียนในการต่อยอดให้เห็นความสำคัญของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและเป็นฐานในการศึกษาในอนาคตโดยเฉพาะการวัดความสามารถการบริหารเงินทุนหมุนเวียนโดยวิธีการอื่น ๆ ซึ่งอาจจะวัดความสามารถได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

## คำถามวิจัย

1. บริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของประเทศไทยมีประสิทธิภาพในการจัดการเงินทุนหมุนเวียนหรือไม่
2. ประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์อย่างไรกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของประเทศไทย

## วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาระดับประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของประเทศไทย
2. เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของประเทศ

## ทบทวนวรรณกรรม

### แนวคิดเกี่ยวกับเงินทุนหมุนเวียน

เงินทุนหมุนเวียน หมายถึง เงินทุนที่กิจการต้องจัดหาเพื่อนำมาใช้หมุนเวียนในกิจกรรมต่าง ๆ เช่น การจ่ายเงินสดสำหรับชำระค่าวัตถุดิบหรือสินค้าสำเร็จรูปหรือการชำระหนี้แก่เจ้าหนี้การค้ารวมทั้งการจ่ายค่าใช้จ่ายดำเนินงานต่าง ๆ จนกระทั่งกิจการได้รับเงินสดจากการขายสินค้าหรือบริการหรือรับชำระหนี้จากลูกหนี้การค้า (Vahid et al., 2012) การบริหารเงินทุนหมุนเวียน คือ การจัดการสินทรัพย์หมุนเวียน เช่น เงินสด ลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือ ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม แนวคิดการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับการจัดสรรเงินทุนซึ่งมีความสำคัญและมีผลกระทบกับโอกาสในการเติบโตในระยะยาวของกิจการ นอกจากนี้แนวคิดการบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีบทบาทต่อการกำหนดกลยุทธ์ของกิจการ (Sagan, 1955) เช่นเดียวกับการศึกษาของ Filbeck and Krueger (2005) ซึ่งได้กล่าวไว้ว่า แนวคิดการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเป็นปัจจัยสำคัญสู่ความสำเร็จของกิจการเนื่องจากมีบทบาทต่อการบริหารเชิงกลยุทธ์ของกิจการ กล่าวคือ หากกิจการสามารถรักษาระดับสินค้าคงเหลือ ลูกหนี้การค้า เจ้าหนี้การค้าให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมและสอดคล้องกับลักษณะการประกอบธุรกิจแล้ว กิจการสามารถลดต้นทุนทั้งต้นทุนภายในและต้นทุนภายนอกได้และนำไปสู่การเพิ่มกำไรให้กิจการได้ ความสำคัญของการจัดการเงินทุนหมุนเวียนข้างต้นสอดคล้องกับข้อสรุปของ Kasiran et al., (2016) ซึ่งสรุปว่ากิจการอาจจะเสียโอกาสในการเติบโตหรือโอกาสในการขยายธุรกิจหากกิจการประสบปัญหาสภาพคล่องระยะสั้นและถูกปรับลดการจัดอันดับเครดิต อีกทั้งการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่ขาดประสิทธิภาพอาจจะเป็นสาเหตุของความล้มเหลวของ SME ขณะที่ประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้นได้

เงินทุนหมุนเวียนมีความสำคัญ 2 ประการ ประการแรกคือ การทำหน้าที่เป็นเครื่องป้องกันทางการเงิน (Financial Buffer) เพราะหากธุรกิจมีเงินทุนหมุนเวียนที่เพียงพอ สามารถป้องกันความไม่แน่นอนที่อาจจะเกิดขึ้นได้ โดยเฉพาะความไม่แน่นอนที่เกี่ยวข้องกับความต้องการของลูกค้าและผู้ที่เกี่ยวข้องอื่น ๆ เช่น ผู้ขายปัจจัยการผลิต ประการที่สองคือ การเพิ่มโอกาสในการสร้างผลตอบแทนให้กิจการในกรณีที่กิจการมีการบริหารเงินทุนหมุนเวียนให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม (Bierman et al., 1975) การบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพมีความสำคัญมากเนื่องจากการบริหารที่มักจะมีผลกระทบต่อความเสี่ยงและความสามารถในการทำกำไรของกิจการและมักจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ (Solano & Teruel, 2007)

นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน แบ่งเป็น 3 รูปแบบ รูปแบบแรกคือ นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนแบบความเสี่ยงต่ำ (Relaxed Current Asset Investment Policy) กิจการจะลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนจำนวนมากเมื่อเทียบกับยอดขาย ทำให้มีความเสี่ยงด้านสภาพคล่องที่ค่อนข้างต่ำแต่มีอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่ต่ำเช่นกัน นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนแบบความเสี่ยงปานกลาง (Moderate CA Investment Policy) เน้นความเหมาะสมในการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนเมื่อเทียบกับยอดขายทำให้มีความเสี่ยงด้านสภาพคล่องและอัตราผลตอบแทน

จากการลงทุนในระดับปานกลาง และนโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนแบบความเสี่ยงสูง (Restricted CA Investment Policy) โดยมีการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนในจำนวนที่ต่ำเมื่อเทียบกับยอดขายทำให้มีความเสี่ยงด้านสภาพคล่องค่อนข้างสูงแต่มีอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงเช่นกัน อย่างไรก็ตามการตัดสินใจใช้นโยบายการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนแบบใด ขึ้นกับหลาย ๆ ปัจจัย เช่น ความแม่นยำในการพยากรณ์เกี่ยวกับปริมาณเงินสดที่ต้องใช้ ยอดขาย ยอดการใช้วัตถุดิบ รวมทั้งความแน่นอนของระยะเวลาการขนส่งสินค้าและระยะเวลาการได้รับเครดิต เป็นต้น

สำหรับนโยบายการจัดหาเงินสำหรับลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียน สามารถแบ่งเป็น 3 รูปแบบได้เช่นกันประกอบด้วย รูปแบบที่ 1 คือ นโยบายการจัดหาแหล่งเงินทุนให้สอดคล้องกันระหว่างแหล่งที่มาและแหล่งที่นำเงินทุนไปใช้หรือ Maturity Matching กล่าวคือ แหล่งเงินทุนระยะยาว เช่น การกู้ยืมระยะยาว การระดมเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ จะถูกใช้สำหรับลงทุนในสินทรัพย์ถาวรและเงินทุนหมุนเวียนสุทธิส่วนถาวร ขณะที่แหล่งเงินทุนระยะสั้น เช่น การกู้ยืมระยะสั้น เจ้าหนี้การค้า จะถูกใช้สำหรับลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนสุทธิส่วนชั่วคราว เนื่องจากระยะเวลาการชำระคืนเงินมีความสอดคล้องกับกับสินทรัพย์ที่ลงทุน ทำให้กิจการเผชิญกับความเสี่ยงสภาพคล่องในระดับต่ำ อย่างไรก็ตามการจับคู่ให้สอดคล้องกันระหว่างเงินที่นำมาลงทุนและสินทรัพย์ที่จะลงทุนทำได้ค่อนข้างยากเพราะอายุของสินทรัพย์ไม่แน่นอน ขณะที่รูปแบบที่ 2 คือ นโยบายการจัดหาแหล่งเงินทุนแบบความเสี่ยงสูงหรือนโยบายเชิงรุกหรือ Aggressive Financing Approach คือการมุ่งเน้นจัดหาเงินทุนระยะสั้นโดยนำเงินทุนระยะสั้นบางส่วนไปลงทุนในเงินทุนหมุนเวียนส่วนถาวรเพราะคาดหวังต้นทุนของเงินที่ต่ำกว่ากิจการมีโอกาสได้กำไรสูงเนื่องจากกิจการใช้เงินทุนระยะยาวในสัดส่วนน้อยส่งผลให้ต้นทุนลดลง อย่างไรก็ตามอาจเกิดปัญหาสภาพคล่องได้ กิจการไม่สามารถชำระคืนแหล่งเงินทุนระยะสั้นได้ตามเงื่อนไข เพราะนำเงินไปลงทุนในสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนหรือเงินทุนหมุนเวียนส่วนถาวร นอกจากนี้ อาจทำให้กิจการไม่สามารถจัดหาเงินทุนระยะสั้นรอบใหม่ได้หรืออาจจะเผชิญกับอัตราดอกเบี้ยเพิ่มสูงขึ้นได้ รูปแบบสุดท้ายคือ การจัดหาแหล่งเงินทุนแบบความเสี่ยงต่ำ หรือ Conservative Financing Approach เป็นการจัดหาแหล่งเงินทุนมาใช้ในการลงทุนโดยไม่ชอบความเสี่ยง ผู้บริหารมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนระยะยาวเป็นส่วนใหญ่ เพื่อการลงทุนในสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน สินทรัพย์หมุนเวียนแบบถาวรและสินทรัพย์หมุนเวียนแบบชั่วคราวบางส่วนและใช้แหล่งเงินทุนระยะสั้นสำหรับการลงทุนสินทรัพย์หมุนเวียนแบบชั่วคราวส่วนที่เหลือ นโยบายนี้มีข้อดีคือ กิจการสามารถชำระหนี้ได้ตรงตามกำหนด สภาพคล่องสูงและไม่เผชิญกับความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย อย่างไรก็ตามกิจการมีโอกาสได้กำไรต่ำเนื่องจากมีเงินทุนระยะยาวในสัดส่วนมาก ทำให้มีต้นทุนสูง อีกทั้งถึงแม้ว่าจะสามารถนำเงินทุนเหลือ (บางช่วง) ไปลงทุนได้ แต่ผลตอบแทนที่ได้อาจไม่สามารถชดเชยกับต้นทุนจากการใช้เงินทุนระยะยาวได้

#### **ประสิทธิภาพในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานทางการเงิน**

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่ามีการศึกษาความสัมพันธ์ของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงาน โดยวัดผลการดำเนินงานที่หลากหลายเช่น Tobin's Q (Wang, 2002) อัตรากำไรสุทธิจากการดำเนินงาน (Raheman, Afza, Qayyum & Bodla, 2010) อัตราผลตอบแทนของส่วนผู้ถือหุ้น (Ahmed, Awan, Safdar, Hasnain, & Kamran, 2016; Azam & Haider, 2011) อัตราผลตอบแทนจากการลงทุน (Ahmed et al., 2016) ประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ (Valipour & Jamshidi, 2012) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Lyngstadaas & Berg, 2016; Delima, 2020; Mansoori & Muhammad, 2012)

Wang (2002) ศึกษาผลกระทบของการจัดการเงินทุนหมุนเวียนต่อความสามารถในการทำกำไรของของบริษัทในประเทศญี่ปุ่นและไต้หวัน ผลการศึกษาพบว่าความสามารถในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนซึ่งวัดด้วยจำนวนวันที่ลดลงของวงจรเงินสดส่งผลกระทบต่อ Tobin's Q การเพิ่มขึ้นในประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนทำให้ราคาตลาดของสินทรัพย์ไม่มีตัวตน เช่น ลิขสิทธิ์ ค่าความนิยม เพิ่มขึ้นและสะท้อนในการเพิ่มขึ้นในมูลค่าของผู้ถือหุ้นส่งผลให้ Tobin's Q เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับข้อสรุปของ Solano and Teruel (2007) ซึ่งระบุว่าความสามารถในการทำกำไรซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สามารถเพิ่มขึ้นได้โดยการลดจำนวนสินค้าคงเหลือที่ต้องสำรองรวมทั้งลดอายุเฉลี่ยของสินค้าคงเหลือเนื่องจากการสำรองสินค้าคงเหลือที่เกินความจำเป็นจะส่งผลต่อต้นทุนการจัดการและกระทบกำไร นอกจากนี้จำนวนวันของวงจรเงินสดที่ลดลงมีส่วนช่วยในการปรับปรุงความสามารถในการทำกำไรของกิจการได้ ขณะที่ Deloof (2003) ค้นพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างวงจรเงินสดและความสามารถในการทำกำไรของกิจการในประเทศเบลเยียม กล่าวคือ กิจการสามารถเพิ่มผลกำไรได้โดยการลดอายุลูกหนี้และอายุสินค้า นำไปสู่การลดลงของวงจรเงินสดส่งผลให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานเพิ่มขึ้น ต้นทุนการดำเนินงานลดลงและกำไรของกิจการเพิ่มขึ้น และยังสอดคล้องกับการศึกษาของ Padachi (2006) ซึ่งระบุว่า การเพิ่มการลงทุนในสินค้าคงเหลือและลูกหนี้การค้า ทำให้กิจการจำเป็นต้องจัดหาเงินทุนหมุนเวียนเพิ่มมากขึ้นอาจจะกระทบต้นทุนดำเนินงานโดยภาพรวมของกิจการได้ เช่นเดียวกันกับการศึกษาของ Ahmed et al., (2016) ซึ่งสรุปว่าความสามารถในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนซึ่งวัดโดยจำนวนวันของวงจรเงินสดมีผลกระทบทางลบต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอุตสาหกรรมยาของประเทศปากีสถาน กล่าวคือความสามารถในการทำกำไรของกิจการจะเพิ่มมากขึ้น หากกิจการสามารถลดต้นทุนการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องลงได้ ซึ่งการลดต้นทุนการดำเนินงานเป็นผลมาจากการลดอายุเฉลี่ยของสินค้าคงเหลือ อายุเฉลี่ยของลูกหนี้การค้าและการเพิ่มขึ้นของอายุเฉลี่ยของเจ้าหนี้การค้า นั่นคือ การลดลงของวงจรเงินสดนั่นเอง

นอกจากนี้ Lazaridis and Tryfonidis (2006) ได้ทดสอบผลกระทบของความสามารถในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนใน the Athens Stock Exchange โดยมีข้อสรุปว่าผู้บริหารสามารถเพิ่มความสามารถในการทำกำไรให้กิจการได้โดยการถือครองเงินสดให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมอันจะนำไปสู่การลดลงของวงจรเงินสด รวมทั้งมุ่งรักษาระดับของลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือ และเจ้าหนี้การค้าให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมเช่นกัน เช่นเดียวกับ Azam and Haider (2011) ซึ่งทดสอบผลกระทบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนต่อผลการดำเนินงานของกิจการบริษัทที่จดทะเบียนใน Karachi Stock Exchange (KSE30) โดยค้นพบว่าการบริหารเงินทุนหมุนเวียนส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการ รวมทั้งผู้บริหารสามารถสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นได้โดยการลดการสำรองสินค้าคงเหลือ การลดวงจรเงินสด นอกจากนี้การเพิ่มขึ้นของจำนวนวันที่ได้รับสินเชื่อการค้า ยังมีส่วนในการเพิ่มสภาพคล่องให้กิจการและมีส่วนในการเพิ่มผลการดำเนินงานทางการเงินอีกด้วย ขณะที่ Shin and Soenen (1998) ใช้ Net Trading Cycle (NTC) เป็นตัววัดความสามารถในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแทนวงจรเงินสดและค้นพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่าง NTC กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในสหรัฐอเมริกา อีกทั้ง Afza and Nazir (2011) ได้ทดสอบประสิทธิภาพของการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของธุรกิจซีเมนต์ในประเทศปากีสถาน โดยใช้ดัชนีประสิทธิภาพของ Bhattacharya (1997) ซึ่งประกอบด้วย performance index of WCM, utilization index of WCM และ efficiency index of WCM ผลการศึกษาระบุว่ากิจการซีเมนต์ของประเทศปากีสถานมีการจัดการเงินทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพ กล่าวคือ มีความสามารถในการบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนเพื่อก่อให้เกิดยอดขาย

สำหรับการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับประสิทธิภาพในการทำกำไรของกิจการในประเทศไทย Suwannaphak et al., (2018) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียนกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของไทย อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นถูกใช้เพื่อวัดความสามารถในการทำกำไร ผลการศึกษาพบว่าวงจรเงินสดมีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไร กล่าวคือ ความสามารถในการทำกำไรของกิจการจะเพิ่มขึ้นหากกิจการปรับปรุงหรือพัฒนาประสิทธิภาพในการจัดการลูกหนี้ สินค้าคงเหลือและเจ้าหนี้การค้า รวมทั้งพบความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญระหว่างอัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมกับความสามารถในการทำกำไร (Pestonji & Donkwa, 2018; Pestonji & Wichitsatian, 2019; Tongpoon, 2019) ขณะเดียวกัน Chaichan (2019) ได้ศึกษาการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระหว่างปี พ.ศ. 2556-2560 ผลการศึกษาพบว่าภายในองค์ประกอบของการจัดการเงินทุนหมุนเวียนซึ่งประกอบไปด้วยระยะเวลาเฉลี่ยเก็บหนี้ อายุเฉลี่ยสินค้าและระยะเวลาในการจ่ายชำระหนี้ มีเพียงอายุลูกหนี้เท่านั้นที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ขณะที่วงจรเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่นเดียวกับการศึกษาของ Lateh (2019) ซึ่งใช้วงจรเงินสด อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวม เป็นตัววัดความสามารถในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร และค้นพบว่าวงจรเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับ Tobin's Q อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขณะที่อัตราส่วนสินทรัพย์หมุนเวียนต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ Tobin's Q

จากการทบทวนการศึกษาข้างต้นจะพบว่าการศึกษาโดยส่วนใหญ่ ทั้งการศึกษาในต่างประเทศและการศึกษาในประเทศไทย มุ่งใช้อัตราส่วนทางการเงินเป็นตัววัดความสามารถในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน เช่น วงจรเงินสด ซึ่งประกอบด้วยอายุเฉลี่ยของสินค้าคงเหลือ อายุเฉลี่ยของลูกหนี้การค้าและอายุเฉลี่ยของเจ้าหนี้การค้า รวมทั้งใช้อัตราส่วนที่แสดงสภาพคล่องระยะสั้นเป็นตัววัดความสามารถในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Nia et al., 2012) ทั้งนี้ Bhattacharya (1997) ได้พัฒนาดัชนีที่ใช้วัดประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนซึ่งประกอบด้วย Performance Index (PI) และ Utilization Index (UI) และต่อมาได้พัฒนา Total Efficiency index (EI) ซึ่งคำนวณโดยผลคูณระหว่าง PI และ UI หลังจากนั้นมีการศึกษาที่นำดัชนีของ Bhattacharya (1997) ไปประยุกต์ใช้ คือ การศึกษาของ Prasad and Lakshmi (2018) ซึ่งศึกษาในอุตสาหกรรมการผลิตยาในประเทศอินเดีย พบว่าการจัดการเงินทุนหมุนเวียนของกิจการขนาดกลางและใหญ่มีประสิทธิภาพ ( $PI > 1$ ) กิจการมียอดขายเพิ่มขึ้นเป็นสัดส่วนมากกว่าเงินทุนหมุนเวียนที่ได้ใช้ไป และค้นพบว่ากิจการขนาดเล็กขาดประสิทธิภาพในการจัดการเงินทุนหมุนเวียน ( $PI < 1$ ) การศึกษาที่มุ่งวัดความสามารถในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนโดยใช้ดัชนีประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีค่อนข้างจำกัดโดยเฉพาะการศึกษาในประเทศไทย

การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องพบว่ามีปัจจัยอื่น ๆ ที่อาจจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรและมูลค่ากิจการได้ เช่น chanchart and Kumpamool (2021) ได้ใช้ขนาดของกิจการ อัตราการเติบโตของยอดขายและโครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปรควบคุม เช่นเดียวกับ Syaharani and Chalid (2020) และ Solano and Teruel (2007) ซึ่งได้ใช้ขนาดกิจการและโครงสร้างเงินทุนเป็นตัวแปร



ควบคุมเพื่อใช้ทดสอบผลกระทบที่มีต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์และมูลค่ากิจการซึ่งวัดโดย Tobin's q รวมทั้ง Deloof (2003) ซึ่งใช้ขนาดกิจการ อัตราการเติบโตของยอดขายเป็นตัวแปรควบคุม ดังนั้นผู้วิจัยจึงสนใจความสัมพันธ์ของประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของประเทศไทย จากการศึกษาวิจัยที่เกี่ยวข้องสามารถสร้างกรอบแนวคิดการวิจัยได้ดังนี้

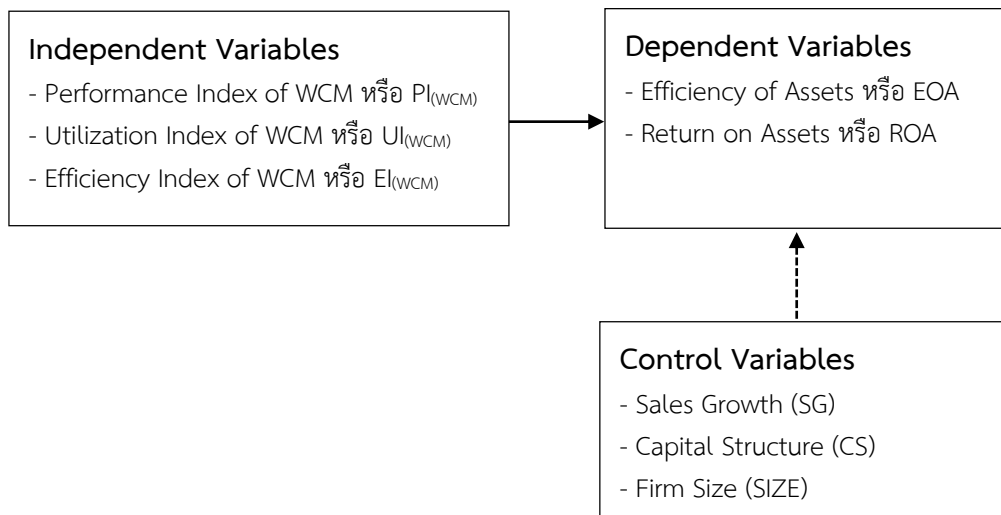


Figure 1 Conceptual Framework

## ระเบียบวิธีการศึกษา

### ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษานี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) ข้อมูลมีลักษณะ Unbalanced Panel Data ประชากรที่ใช้ในการศึกษา คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร ผู้วิจัยเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง (Purposive Sampling) โดยใช้ดุลยพินิจของผู้วิจัย คือ เลือกบริษัทที่จดทะเบียนในอุตสาหกรรมดังกล่าวซึ่งมีข้อมูลฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานครบถ้วนรวมทั้งมีตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครบตามที่กำหนด ดังนั้นกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้ประกอบด้วยกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรจำนวน 11 บริษัท และกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารจำนวน 42 บริษัท รวมทั้งสิ้น 53 บริษัท ระยะเวลา 11 ปี (พ.ศ. 2550 – 2561) โดยผู้วิจัยนำทุก ๆ บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารมาเป็นกลุ่มตัวอย่าง การศึกษานี้เก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### ตัวแปรและสมมติฐาน

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษานี้ ตัวแปรอิสระประกอบด้วย Performance Index of Working Capital Management หรือ  $PI_{(WCM)}$ , Utilization Index of Working Capital Management หรือ  $UI_{(WCM)}$  และ Efficiency Index of Working Capital Management หรือ  $EI_{(WCM)}$  ขณะที่ตัวแปรตามประกอบด้วยอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพจากการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ (Efficiency of Assets : EOA) และ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets : ROA) และตัวแปรควบคุมประกอบด้วย การเติบโตของยอดขาย (Chanchart & Kumpamool, 2021; Deloof, 2003) โครงสร้างเงินทุน

(DeLoof, 2003; Syaharani & Chalid, 2020) และขนาดกิจการ (Firm Size: SIZE) (Syaharani & Chalid, 2020; Solano & Teruel, 2007) ซึ่งตัวแปรต่าง ๆ สามารถวัดค่าได้โดยสูตรต่อไปนี้

$PI_{(WCM)} = \frac{I_s \sum_{i=1}^n \frac{W_{i(t-1)}}{W_{i(t)}}}{N}$ $UI_{(WCM)} = \frac{A_{(t-1)}}{A_{(t)}}$ $EI_{(WCM)} = PI_{(WCM)} \times UI_{(WCM)}$ $EOA = \frac{\text{Earning before interest and tax}}{\text{Total Assets}}$ $ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$ $SG = \frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}}$ $CS = \frac{\text{Long term Debt}}{\text{Total Assets}}$ $SIZE = \ln(\text{Total Assets})$	<p>โดยที่ :</p> <p><math>I_s</math> = Sales Index = <math>S_t / S_{(t-1)}</math></p> <p><math>W_i</math> = individual group of current assets</p> <p><math>N</math> = number of current asset group</p> <p><math>I</math> = 1, 2, 3...,N</p> <p><math>A</math> = Current Assets / Sales</p> <p><math>EOA</math> = Efficiency of Asset Ratio</p> <p><math>ROA</math> = Return on Total Assets</p> <p><math>SG</math> = Sales Growth</p> <p><math>CS</math> = Capital Structure</p> <p><math>SIZE</math> = Firm Size</p>
--	--

#### สมมติฐานเพื่อทดสอบความมีประสิทธิภาพของการจัดการเงินทุนหมุนเวียน

ค่าดัชนี  $PI_{(WCM)}$ ,  $UI_{(WCM)}$  และ  $EI_{(WCM)}$  จะแสดงว่ากิจการมีประสิทธิภาพในการจัดการเงินทุนหมุนเวียนก็ต่อเมื่อมีค่ามากกว่า 1 การมีประสิทธิภาพในการเงินทุนหมุนเวียนคือการที่กิจการสามารถลดการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนหรือควบคุมการระดับการใช้สินทรัพย์หมุนเวียนโดยไม่ส่งผลกระทบต่อยอดขาย หรือการที่กิจการสามารถเพิ่มยอดขายได้มากกว่าการเพิ่มขึ้นของการลงทุนสินทรัพย์หมุนเวียน ดังนั้นผู้วิจัยกำหนดสมมติฐานสำหรับทดสอบความมีประสิทธิภาพของการจัดการเงินทุนหมุนเวียนดังนี้

H<sub>1</sub>: บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร มีค่าดัชนีประสิทธิภาพของการจัดการเงินทุนหมุนเวียนมากกว่าหนึ่ง

#### สมมติฐานเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีประสิทธิภาพของการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานทางการเงิน

H<sub>2</sub>: Performance Index of Working Capital Management หรือ  $PI_{(WCM)}$

มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานทางการเงิน

H<sub>3</sub>: Utilization Index of Working Capital Management หรือ  $UI_{(WCM)}$

มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานทางการเงิน

H<sub>4</sub>: Efficiency Index of Working Capital Management หรือ  $EI_{(WCM)}$

มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงานทางการเงิน

ผู้วิจัยคาดว่า Performance Index of WCM หรือ  $PI_{(WCM)}$  มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงิน ( $H_2$ ) เนื่องจากการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนย่อมเกิดต้นทุนประเภทต่าง ๆ ตามลักษณะของสินทรัพย์หมุนเวียนแต่ละประเภท เช่น ต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการถือครองเงินสด ต้นทุนจมจากการลงทุนในลูกหนี้การค้าหรือสินค้าคงเหลือ เป็นต้น หากกิจการสามารถจัดการกับสินทรัพย์หมุนเวียนโดยทำให้ยอดขายมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น ขณะที่สินทรัพย์หมุนเวียนแต่ละประเภทมีการลงทุนเพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่น้อยกว่าการเติบโตของยอดขายได้ ย่อมส่งผลต่อรายได้และผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ

สำหรับ Utilization Index of WCM หรือ  $UI_{(WCM)}$  ผู้วิจัยคาดว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงิน ( $H_3$ ) เนื่องจาก  $UI_{(WCM)}$  วัดความสามารถของกิจการในการบริหารสินทรัพย์ระยะสั้นทั้งหมดเพื่อก่อให้เกิดยอดขายซึ่งเป็นรายได้หลักของกิจการ การเพิ่มขึ้นในสินทรัพย์หมุนเวียนเพื่อรองรับการเติบโตของยอดขายบ่งบอกว่าสินทรัพย์หมุนเวียนถูกนำไปใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ หากสินทรัพย์หมุนเวียนรวมเพิ่มขึ้นน้อยกว่าการเพิ่มขึ้นของยอดขาย แสดงว่าระดับของการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ (degree of utilization) อยู่ในระดับสูง ซึ่งจะแสดงในค่า  $UI_{(WCM)}$  ที่มากกว่า 1 แม้ว่าจะมีการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนประเภทต่าง ๆ เพิ่มมากขึ้น แต่กิจการสามารถจัดการสินทรัพย์ดังกล่าวได้อย่างมีประสิทธิภาพซึ่งสะท้อนในยอดขายที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้วงจรการดำเนินงาน (Operating cycle) ลดลงได้ ต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับการจัดการสินค้าคงเหลือหรือลูกหนี้การค้าจะลดลง ซึ่งส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของการโดยภาพรวม ในทางตรงกันข้ามหากค่าดัชนีน้อยกว่า 1 สามารถสรุปได้ว่ากิจการสามารถสร้างยอดขายได้น้อยกว่าการลงทุนเพิ่มเติมในสินทรัพย์หมุนเวียน แสดงถึงการขาดประสิทธิภาพในการจัดการเงินทุนหมุนเวียน เช่นเดียวกันกับ Efficiency Index of WCM หรือ  $EI_{(WCM)}$  ซึ่งผู้วิจัยคาดว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ ( $H_4$ ) เนื่องจากเป็นดัชนีที่เกิดจากผลคูณระหว่าง  $PI_{(WCM)}$  และ  $UI_{(WCM)}$  ดังนั้น การเพิ่มขึ้นในค่า  $EI_{(WCM)}$  แสดงถึงประสิทธิภาพในการจัดการสินทรัพย์หมุนเวียนซึ่งคาดว่าจะส่งผลกระทบทางบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการได้

#### วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล แบ่งเป็น 3 ส่วน ดังนี้

ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ความเบ้ (Skewness) ความโด่ง (Kurtosis) และการวิเคราะห์ความนิ่งข้อมูล (Stationary Analysis)

ส่วนที่ 2 การทดสอบดัชนีของประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนโดย T-test เพื่อทดสอบว่า Working Capital Management Efficiency Index มีค่ามากกว่า 1 หรือไม่

ส่วนที่ 3 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมาน สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล คือ การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนและผลการดำเนินงานทางการเงิน ทั้งนี้สมการที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์แสดงได้ดังนี้

$$Performance_{i,t} = B_0 + B_1PI_{i,t} + B_2SG_{i,t} + B_3CS_{i,t} + B_4SIZE_{i,t} + e_{i,t} \quad \dots\dots\dots(1)$$

$$Performance_{i,t} = B_0 + B_1UI_{i,t} + B_2SG_{i,t} + B_3CS_{i,t} + B_4SIZE_{i,t} + e_{i,t} \quad \dots\dots\dots(2)$$

$$Performance_{i,t} = B_0 + B_1EI_{i,t} + B_2SG_{i,t} + B_3CS_{i,t} + B_4SIZE_{i,t} + e_{i,t} \quad \dots\dots\dots(3)$$

$$Performance_{i,t} = B_0 + B_1PI_{i,t} + B_2UI_{i,t} + B_3SG_{i,t} + B_4CS_{i,t} + B_5SIZE_{i,t} + e_{i,t} \quad \dots\dots\dots(4)$$

ทั้งนี้ตัวแปรที่ใช้วัดผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการประกอบด้วย 2 ตัวแปร ประกอบด้วยอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพจากการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ (Efficiency of Assets : EOA) และ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets : ROA)

## ผลการศึกษา

### ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

จากตารางที่ 1 แสดงลักษณะข้อมูลตัวแปร พบว่าผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งประกอบด้วย EOA และ ROA มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.604% และ 4.738% ตามลำดับ ขณะที่ดัชนีประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนซึ่งประกอบด้วย  $PI_{(WCM)}$ ,  $UI_{(WCM)}$  และ  $EI_{(WCM)}$  มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.08461, 1.04038 และ 0.90812 ตามลำดับ นอกจากนี้พบว่าข้อมูลตัวแปรที่ใช้วัดประสิทธิภาพของการจัดการเงินทุนหมุนเวียนทั้ง 3 ตัว ไม่มีการแจกแจงแบบปกติ โดยที่ตัวแปร  $PI_{(WCM)}$  และ  $UI_{(WCM)}$  ข้อมูลมีความโด่ง (Leptokurtic) เล็กน้อย ส่วนตัวแปร  $EI_{(WCM)}$  มีลักษณะเบ้เชิงบวกหรือ Positively Skewed ดังนั้นผู้วิจัยได้ปรับปรุงข้อมูลเพื่อให้ข้อมูลมีความพร้อมสำหรับการทดสอบ กรณีตัวแปรที่มีความโด่ง ผู้วิจัยได้ปรับข้อมูลโดยใช้ 1 หารด้วยค่าตัวแปรเดิม ส่วนข้อมูลที่มีลักษณะเบ้เชิงบวก ข้อมูลถูกปรับปรุงโดยวิธีถอดลำดับรากที่สองของตัวแปรเดิม (Hair et al., 1998) จากนั้นนำข้อมูลตัวแปรที่ปรับปรุงแล้วไปทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Stationary) โดยการทดสอบ Unit Root สำหรับข้อมูลที่เป็น Panel ด้วยวิธีการของ Levin et al., (2002) โดยมีสมมติฐานหลักคือ ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา (ตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม) มี Unit Root (Non-stationary) ผลการทดสอบ คือ ปฏิเสธสมมติฐานหลัก (ค่า P-value < 0.05) แสดงว่าตัวแปรที่จะใช้ในการศึกษาเป็น stationary ที่ระดับ Level Form ดังตารางที่ 1 ซึ่งสามารถนำไปใช้สำหรับการศึกษาต่อไปได้ นอกจากนี้ได้มีการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างคู่ตัวแปรอิสระโดยการทดสอบค่า correlation พบว่าค่า correlation มีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.7632 ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ระหว่าง PI และ EI ค่าดังกล่าวถึงแม้ว่าจะไม่อยู่ในระดับ serious แต่ใกล้เคียงค่า 0.80 (Rangkakulnuwat, 2013) ประกอบกับที่มาของ EI ซึ่งเท่ากับผลคูณระหว่าง PI และ UI ดังนั้นผู้วิจัยจึงตัดตัวแปร EI ออกจากสมการที่ (4)

**Table 1** Descriptive Statistical Analysis, Mean, Standard Deviation, Kurtosis, Skewness, and Stationary of Data of Listed Companies in the Agro and Food Industry in Thailand.

Variable	Descriptive statistic					Normality test	Stationary Form
	Mean	S.D.	Kurtosis	Skewness	N	Jarque-Bera Probability	Level Form
EOA	0.07604	0.1188	37.7481	-20.390	520	0.00	-10.0917 * 0.0000**
ROA	0.04738	0.0643	3.5167	-20.520	520	0.00	-6.6360 * 0.0000**
$PI_{(WCM)}$	1.08461	1.1380	26.8352	4.4573	520	0.00	-25.0460 * 0.00000**
$UI_{(WCM)}$	1.04038	0.5956	2.8685	-0.4846	520	0.00	-17.9544 * 0.0000**-

Table 1 (Continue)

Variable	Descriptive statistic					Normality test	Stationary Form
	Mean	S.D.	Kurtosis	Skewness	N	Jarque-Bera Probability	Level Form
El <sub>(WCM)</sub>	0.90812	0.6056	4.3711	0.4601	520	0.00	-24.1535 * 0.0000**
SG	0.66332	6.3004	240.2393	14.6816	520	0.00	-13.8535 * 0.0000**
CS	0.46400	0.6774	116.5179	9.8600	520	0.00	-10.0098 * 0.0000**
SIZE	22.2137	1.5064	16.5627	-1.0990	520	0.00	-6.5909 * 0.0000**

t - test Statistic

\*\*MacKinnon (1996) one-sided p-values

### ผลการทดสอบประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียน

การทดสอบประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียน ใช้การทดสอบสมมติฐานว่าค่าเฉลี่ยดัชนี  $PI_{(WCM)}$ ,  $UI_{(WCM)}$  และ  $El_{(WCM)}$  มีค่ามากกว่า 1 หรือไม่ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 ซึ่งหากดัชนีนี้ มีค่ามากกว่า 1 จะแสดงถึงการมีประสิทธิภาพในการจัดการเงินทุนหมุนเวียน จากตารางที่ 2 พบว่า มีการปฏิเสธสมมติฐานหลัก (Reject  $H_0$ ) แสดงว่าค่าดัชนีประสิทธิภาพทั้ง 3 ค่ามีค่ามากกว่า 1 อธิบายได้ว่า บริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของไทยโดยภาพรวมมีความสามารถในการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์หมุนเวียน กล่าวคือ มีประสิทธิภาพในการจัดการเงินทุนหมุนเวียน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

Table 2 The Results of Working Capital Management Efficiency Measurements (PI, UI, and EI)

Index of WCM	t-test Statistic	Standard Deviation	Probability
$PI_{(WCM)}$	34.200	0.605511	0.0000*
$UI_{(WCM)}$	39.836	0.595545	0.0000*
$El_{(WCM)}$	19.044	1.425629	0.0000*

\* significance at 5%

### ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานทางการเงิน

จากผลการทดสอบความเหมาะสมของตัวแบบที่ใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานทางการเงิน สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลที่เป็นอนุกรมเวลา ที่มีลักษณะเป็นแบบ Panel Data โดยการทดสอบ Lagrange Multiplier โดย Breusch-Pagan (Naeem & Khan, 2012) พบว่าทั้ง 2 โมเดล (ROA และ EOA) ไม่มีผลกระทบของหน่วยที่ให้อ้างอิง (Cross-section) (P-value = 0.1795, 0.4154) ของเวลา (Time) (P-value =

0.9906, 0.9521) และผลกระทบโดยภาพรวม (P-value = 0.1794, 0.4141) ดังตารางที่ 3 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตัวแบบ Pooled OLS Regression มีความเหมาะสมในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานทางการเงิน

Table 3 The Appropriateness of the Models Fit: Panel Data

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects by Breusch-Pagan	Test Hypotheses (Hull: No effect)		
	Cross-section	Time	Both
ROA-Dependent V.	1.802072 (0.1795)	0.000138 (0.9906)	1.802210 (0.1794)
EOA-Dependent V.	0.663390 (0.4154)	0.003611 (0.9521)	0.667001 (0.4141)

จากผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนและผลการดำเนินงานทางการเงินในตารางที่ 4 ซึ่งสมการที่ 1-4 วัดผลการดำเนินงานทางการเงินโดย ROA ขณะที่สมการที่ 5-8 วัดผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งวัดโดย EOA

กรณีของ ROA จะพบว่าประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนซึ่งวัดโดย PI, UI และ EI มีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0026, 0.0395 และ 0.0055 ตามลำดับ อธิบายได้ว่าหากค่าประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนมีเพิ่มขึ้น ผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งวัดโดย ROA จะเพิ่มขึ้นด้วย ทั้งนี้สมการที่ใช้วัดประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนโดย UI มีค่า Adjusted R<sup>2</sup> สูงที่สุดคือ 0.1406 แสดงว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายความผันผวนในตัวแปรตามได้ 14.06% อย่างไรก็ตามหากนำค่าดัชนีที่ใช้วัดประสิทธิภาพทั้ง 2 ค่า คือ PI และ UI มาทดสอบความสัมพันธ์พร้อมกันดังแสดงในสมการที่ 4 จะพบว่า PI และ UI มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ ROA โดยตัวแปรอิสระทุกตัวสามารถอธิบายความผันผวนในผลการดำเนินงานทางการเงิน (ROA) ได้ 14.82% (Adjusted R<sup>2</sup> = 0.1482)

สำหรับกรณีที่ผลการดำเนินงานทางการเงินถูกวัดโดย EOA จะพบว่าประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนซึ่งวัดโดย PI, UI และ EI มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานทางการเงิน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0034, 0.0564 และ 0.0080 ตามลำดับ อธิบายได้ว่าหากค่าประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนมีเพิ่มขึ้น ผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งวัดโดย EOA จะเพิ่มขึ้นด้วย ทั้งนี้สมการที่ใช้วัดประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนโดย PI มีค่า Adjusted R<sup>2</sup> สูงที่สุดคือ 0.0873 แสดงว่าตัวแปรอิสระสามารถอธิบายความผันผวนในตัวแปรตามได้ 8.73% อย่างไรก็ตาม หากนำค่าดัชนีที่ใช้วัดประสิทธิภาพทั้ง 2 ค่า คือ PI และ UI มาทดสอบความสัมพันธ์พร้อมกันดังแสดงในสมการที่ 8 จะพบว่า PI และ UI มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งวัดโดย EOA โดยตัวแปรอิสระทุกตัวสามารถอธิบายความผันผวนในผลการดำเนินงานทางการเงิน (EOA) ได้ 8.98% (Adjusted R<sup>2</sup> = 0.0898) กรณีตัวแปรควบคุมพบว่า อัตราการเติบโตของยอดขายและโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งวัดโดย ROA และ EOA แต่ขนาดของกิจการซึ่งวัดโดยขนาดของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อ ROA และ EOA แสดงว่ากิจการที่มีขนาดสินทรัพย์เพิ่มมากขึ้นส่งผลให้มีการลดลงในค่า ROA และ EOA

**Table 4** The Relationship between Working Capital Management Efficiency and Financial Performance.

Equation	Independent Variables			Control Variables			Adj R <sup>2</sup>
	PI	UI	EI	SIZE	SG	CS	
ROA	1	0.0026*		0.00002	-0.00060	-0.00739	0.0128
	2		0.0395*	-0.00194	-0.00036	-0.00479	0.1406
	3		0.0055*	-0.00009	0.0008	-0.00630	0.0178
	4	0.0052*	0.0406*	-0.00213	-0.00017	-0.00519	0.1482
EOA	5	0.0034*		-0.0095*	-0.00081	-0.00348	0.0104
	6		0.0564*	-0.0123*	-0.00045	0.00021	0.0873
	7		0.0080*	-0.0097*	-0.00110	-0.00196	0.0187
	8	0.0070*	0.0579*	-0.01261*	-0.00020	-0.00036	0.0898

### สรุปและการอภิปรายผล

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานทางการเงิน กรณีบริษัทจดทะเบียนในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารของประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า Performance Index of Working Capital Management หรือ PI, Utilization Index of Working Capital Management หรือ UI และ Efficiency Index of Working Capital Management หรือ EI มีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets : ROA) และ อัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพจากการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ (Efficiency of Assets : EOA) ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับ Afza and Nazir (2011) ในประเด็นสำคัญคือ หากกิจการมีความสามารถในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนเพื่อสร้างยอดขายแล้ว ผลดังกล่าวจะสะท้อนในการเพิ่มขึ้นของผลการดำเนินงานทางการเงิน นอกจากนี้ ผลการศึกษานี้ยังสอดคล้องกับการศึกษาของ Kasiran et., al (2016) ที่ระบุว่าผลการดำเนินงานทางการเงินจะเพิ่มขึ้นหากกิจการสามารถเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียน อีกทั้งแม้ว่าการวัดประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนในการศึกษานี้อาจจะแตกต่างจากการศึกษาในอดีต แต่ผลการศึกษาก็ตอกย้ำให้เห็นถึงความสำคัญของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Solano and Teruel (2007), Deloof (2003) และ Padachi (2006) ที่ระบุว่าความสามารถในการบริหารสินค้าคงเหลือและลูกหนี้การค้ามีส่วนทำให้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เพิ่มขึ้นได้ การลดลงของวงจรเงินสดมีส่วนในการปรับปรุงความสามารถในการทำกำไรของกิจการได้ และการเพิ่มการลงทุนในสินค้าคงเหลือและลูกหนี้การค้า ทำให้กิจการจำเป็นต้องจัดหาเงินทุนหมุนเวียนเพิ่มมากขึ้น อาจจะกระทบต้นทุนดำเนินงานและกระทบผลการดำเนินงานทางการเงินได้ ในมุมมองผู้วิจัยมองว่า รายได้หลักสำหรับกิจการในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารคือยอดขายซึ่งเกิดจากการขายสินค้าที่จำเป็นและมีความต้องการสูงทั้งจากในประเทศและต่างประเทศ ดังนั้นแม้ว่ากิจการในอุตสาหกรรมดังกล่าวต้องเผชิญกับความท้าทายในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนแต่ละประเภทให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม รวมทั้งมีต้นทุนในการจัดการเงินทุนหมุนเวียนค่อนข้างสูง เช่น ต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการถือครองเงินสด ต้นทุนจมจากการลงทุนในลูกหนี้การค้าหรือสินค้าคงเหลือ แต่หากกิจการสามารถสร้างยอดขายให้เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นมากกว่าการเพิ่มขึ้นในมูลค่าของเงินทุนหมุนเวียนหรือมากกว่าการ

เพิ่มขึ้นในต้นทุนจากการจัดการเงินทุนหมุนเวียนได้แล้ว แสดงว่ากิจการมีประสิทธิภาพในการจัดการสินทรัพย์ระยะสั้น ในขณะเดียวกัน ถึงแม้ว่ากิจการอาจจะไม่สามารถสร้างการเปลี่ยนแปลงในยอดขายให้เพิ่มมากขึ้น แต่หากกิจการสามารถมีจุดตัดสินใจที่เป็นประโยชน์ไปสู่การลดลงของต้นทุนต่าง ๆ เช่น การลดการสำรองสินค้าเกินความจำเป็น การปรับปรุงนโยบายการขายเชื่อหรือการเก็บหนี้ เป็นต้น การตัดสินใจดังกล่าวสามารถลดต้นทุนของเงินที่จมในสินค้าคงเหลือหรือเจ้าหนี้การค้า รวมทั้งมีส่วนทำให้ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยลดลง ต้นทุนในการเก็บรักษาสินค้าและความเสี่ยงของบริษัทในภาพรวมของกิจการได้ ซึ่งแสดงถึงประสิทธิภาพในการจัดการเงินทุนหมุนเวียนของกิจการ ประสิทธิภาพในการจัดการเงินทุนหมุนเวียนในรูปแบบต่าง ๆ ข้างต้นย่อมส่งผลต่อรายได้จากการขาย ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน รวมทั้งค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและในที่สุดย่อมส่งผลต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการ

## ข้อเสนอแนะ

### ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้

ผลการศึกษาซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนกับผลการดำเนินงานทางการเงิน คาดว่าจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้บริหารกิจการ นักลงทุนอาจใช้ข้อค้นพบจากการศึกษาสำหรับการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ความสำคัญกับประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียน เช่นเดียวกับประโยชน์ที่มีต่อผู้บริหาร ผู้บริหารกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร รวมทั้งกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ และครอบคลุมถึงกิจการที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และกิจการขนาดกลางและขนาดย่อม ซึ่งล้วนมีบทบาทในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ จะตระหนักถึงความสำคัญของประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนและใช้ผลการศึกษาไปประกอบการกำหนดนโยบายการบริหารเงินทุนหมุนเวียนและการบริหารสภาพคล่องซึ่งจะมีส่วนทำให้กิจการเติบโตได้อย่างยั่งยืน

### ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งถัดไป

เพื่อให้การศึกษามีความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการจัดการเงินทุนหมุนเวียนและผลการดำเนินงานทางการเงินเป็นประโยชน์มากยิ่งขึ้น การศึกษาในอนาคตสามารถวัดความสามารถหรือประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนโดยใช้อัตราส่วนทางการเงินและดัชนีประสิทธิภาพในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนควบคู่กัน ทั้งนี้หากผลการศึกษาแตกต่างกัน ผลการศึกษาดังกล่าวอาจจะเป็นหลักฐานเชิงประจักษ์เพื่อตอกย้ำความสำคัญหรือจุดเด่นของการวัดประสิทธิภาพการจัดการเงินเงินทุนหมุนเวียนโดยใช้ดัชนี นอกจากนี้การศึกษานี้ในอนาคตอาจวัดผลการดำเนินงานทางการเงินโดยตัววัดตามมูลค่าตลาด (Market Value-based Measurement) เช่น Tobin's Q ควบคู่กับตัววัดตามมูลค่าบัญชีเช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets : ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) และอัตราส่วนแสดงประสิทธิภาพจากการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ (Efficiency of Assets : EOA)



## เอกสารอ้างอิง

- Afza, T., & Nazir, M. S. (2008). Working Capital Approaches and Firm's Returns in Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 1(1), 25-36.
- Afza, T., & Nazir, M. S. (2011). Working Capital Management Efficiency of Cement Sector of Pakistan. *Journal of Economics and Behavioral studies*, 2(5), 223-235.
- Ahmed, Z., Awan, M. Z., Safdar, M. Z., Hasnain, T., & Kamran, M. (2016). A Nexus between Working Capital Management and Profitability: A Case Study of Pharmaceutical Sector in Pakistan. *International Journal of Economics and Financial*, 6(S3), 153-160.
- Azam, M., & Haider, S. I. (2011). Impact of Working Capital Management on Firms' Performance: Evidence from Non- Financial Institutions of KSE- 30 index. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(5), 481-492.
- Bhattacharya, H. (1997). *Total Management by Ratios*, Sage Publication India Pvt. Ltd., New Delhi.
- Bierman, H., Chopra, K., & Thomas, J. (1975). Ruin Considerations: Optimal Working Capital and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 10(1), 119-128.
- Brigham, E. F., & Gapenski, L. C. (1997). *Financial Management: Theory and Practice* (1<sup>st</sup> ed.). Chicago: USA.
- Ceylan, I. E. (2020). *Measuring Efficiency of Working Capital Management: Index Method*. Proceeding of the Third Economics Business and Organization Research (EBOR) (pp. 238-246). Rome, Italy: *Journal of Economics Business and Organization Research*.
- Chaichan, T. (2019). *Working Capital Management Policy, Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in Stock Exchange of Thailand (SET) and Market of Alternative Investment( MAI)*. Master's thesis. Nakhonratchasima: Suranaree University of Technology.
- Chancharat, N., Kumpamool, C. (2021) Working Capital Management, Board Structure and Tobin's q Ratio of Thai Listed Firms. *Managerial Finance*, 48(4), 541-556.
- Chantararat, S. , & Attavanich, W. , Mahasuweerachai, P. , Thampanichvong, K. , & Chenphuengpaw, J. (2019). *Farms, Farmers and Farming: A Perspective through Data and Behavioral Insights*. BOT Symposium 2019: Competitive Thailand. Bangkok: Bank of Thailand.
- Delima, V. J. (2020). Impact of Working Capital Management on Firm's Profitability: A Study on Listed Companies in Sri Lanka. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 20(1), 42-58.
- DOI: 10.9734/AJEBA/2020/v20i130318

- Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573-587.  
DOI: 10.1111/1468-5957.00008
- Filbeck, G., & Krueger, T. M. (2005). An Analysis of Working Capital Management Results. *American journal of business*, 20(2), 11-18.
- Gołas, Z., & Bieniasz, A. (2011). The Influence of Working Capital Management on the Food Industry Enterprises Profitability. *Contemporary Economics*, 5(4), 68-81.  
DOI: 10.5709/ce.1897-9254.29
- Hair, J. F., Tatham, R. L., Anderson, R. E., & Black, W. (1998). *Multivariate Data Analysis: International Edition* (5<sup>th</sup> ed.). New Jersey: Prentice-Hall.
- Jaroensathapornkul, J. (2010). Role of Agricultural Sector in Thailand's Aggregate Business Cycle Volatility. *Thammasat Economic Journal*, 28(1), 84-121.
- Kasiran, F. W., Mohamed, N. A., & Chin, O. (2016). *Working Capital Management Efficiency: A Study on the Small Medium Enterprise in Malaysia*. 7<sup>th</sup> International Economics & Business Management Conference, 5<sup>th</sup> & 6<sup>th</sup> October 2015. 35, 297-303. Pahang: *Procedia Economics and Finance*.
- Lateh, S. (2019). The Relationship between Working Capital Management and Firm's Value of Companies in the Stock Exchange of Thailand Agro and Food Industry. Bangkok: *Sripatum University*.
- Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). Relationship between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, 19(1), 1-12.
- Lekuthai, S. (2010). *Importance of Food Industry to Thai Economy*. Bangkok: Public Debt Management Office Ministry of Finance.
- Levin, A., Lin, C., & Chu, C. (2002). Unit root tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-sample Properties. *Journal of Econometrics*, 180(1), 1-24.
- Lyngstadaas, H., & Berg, T. (2016). Working Capital Management: Evidence from Norway. *International Journal of Managerial Finance*, 12(3), 295-313.  
DOI: 10.1108/IJMF-01-2016-0012
- Mansoori, E., & Muhammad, J. D. (2012). The Effect of Working Capital Management on Firms' Profitability: Evidence from Singapore. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(5), 472-486.
- Naeem, M. A., & Khan, A. J. (2012). Firm's Characteristics and Capital Structure: A Panel Data Analysis of Pakistan's Insurance Sector. *African Journal of Business Management*, 6(14), 4939-4947.
- Nia, N. M., Alouj, H. A., Gezelbash, A., & Amiri, S. M. S (2012). An Analytical Review of the Effect of Working Capital Development on Financial Performance Measures. *American Journal of Scientific Research*, 77(1), 110-122.  
DOI:10.2139/ssrn.2007821

- Otekunrin, A. O., Nwanji, T. I., Olowookere, J. K., & Adenike, O. (2021). Does Working Capital Management Impact an Enterprise's Profitability? Evidence from selected Nigerian Firms. *Business Perspective*, 19(1), 477-486.
- Padachi, K. (2006). Trends in Working Capital Management and Its Impact on Firms' Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms. *International Review of Business Research Papers*, 2(2), 45-58.
- Pestonji, C., & Donkwa, K. (2018). Profitability of Food and Beverage Sector in the Thailand Stock Exchange. *Journal of Accountancy and Management*, 10(2), 42-55.
- Pestonji, C., & Wichitsatian, S. (2019). Determinants of Working Capital Management Impacting on Profitability: Evidence from Agro and Food Industry in Stock Exchange of Thailand. *Suranaree Journal of Social Science*, 13(1), 89-104.
- Raheman, A., Afza, T., Qayyum, A., & Bodla, M. A. (2010). Working Capital Management and Corporate Performance of Manufacturing Sector in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 47(2010), 151-163.
- Rangakulnuwat, B. (2013). *Time Series Analysis for Economics and Business*. Bangkok: Chulalongkorn University.
- Sagan, J. (1955). Toward a Theory of Working Capital Management. *The Journal of Finance*, 10(2), 121-129.  
DOI: 10.2307/2976040
- Shin, H. H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability. *Financial Practice and Education*, 8(2), 37-45.
- Solano, P. M., & Teruel, P. J. (2007). Effects of Working Capital Management on SME Profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164-177.  
DOI: 10.1108/17439130710738718
- Suwannaphak, S., Tewongsa, A., Chancharat, S., & Chancharat, N. (2018). The Relationship Between Working Capital Management and Profitability: The Case of Listed Companies in Agro and Food Industry in Thailand. *NIDA Business Journal*, 23(2018), 92-113.
- Syahrani, A., & Chalid, D. A. (2020) Working Capital Management Effect in Indonesia and Thailand Manufacturing Sector. *Advance in Economics, Business and Management Research*, 187(1), 145-152.  
DOI: 10.2991/aebmr.k.210831.030
- Tongpoon, T. (2019). *The Relationship between Working Capital Management and Profitability of Automotive Companies in Thailand*. Bangkok: Graduates School Bangkok University.
- Vahid, T. K., Mohsen, A. K., & Mohammadreza, E. (2012). The Impact of Working Capital Management Policies on Firm's Profitability and Value: Evidence from Iranian Companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, 88(1), 155-162.

- Valipour, H., & Jamshidi, A. (2012). Determining the Optimal Efficiency Index of Working Capital Management and its Relationship with Efficiency of Assets in Categorized Industries: Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE). *Advances in Management & Applied Economics*, 2(2), 191-209.
- Wang, Y. J. (2002). Liquidity Management, Operating Performance, and Corporate Value: Evidence from Japan and Taiwan. *Journal of Multinational Financial Management*, 12(2), 159-169.  
DOI: 10.1016/S1042-444X(01)00047-0
- Zariyawati, M., Annuar, M., Taufiq, H., & Abdul Rahim, A. (2009). Working Capital Management and Corporate Performance: Case of Malaysia. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 5(11), 47-54.