

ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรการสร้าง กระแสเงินสดและการวัดมูลค่าราคาตลาด ของหลักทรัพย์: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดร.จิรัฏฐติกา วุฒิพันธุ์

อาจารย์ประจำสาขาการบัญชี
คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี
Email: Jiradtikhan.wu@rmuti.ac.th

ดร.จิราภา ชาลาราวาน์

อาจารย์ประจำสาขาการบัญชี
คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี
*Corresponding author. Email: Jirapa.ch@rmuti.ac.th

เข็มพร สุ่มมัตย์

อาจารย์ประจำสาขาการบัญชี
คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี
Email: Khemporn.su@rmuti.ac.th

Jiradtikhan Wutipphan, Ph.D

Lecturer of Accounting
Faculty of Business Administration and Information Technology
Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus
Email: Jiradtikhan.wu@rmuti.ac.th

Jirapa Chalatharawat, Ph.D

Lecturer of Accounting
Faculty of Business Administration and Information Technology
Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus
*Corresponding author. Email: Jirapa.ch@rmuti.ac.th

Khemporn Summart

Lecturer of Accounting
Faculty of Business Administration and Information Technology
Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus
Email: Khemporn.su@rmuti.ac.th

ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรการสร้างความตระหนักและการวัดมูลค่า
ราคาตลาดของหลักทรัพย์: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดร.จิรัชติกา วุฒิพันธุ์

อาจารย์ประจำสาขาการบัญชี

คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน
วิทยาเขตขอนแก่น

Email: Jiradtikhan.wu@rmuti.ac.th

ดร.จิราภา ชาลาธราวัฒน์

อาจารย์ประจำสาขาการบัญชี

คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน
วิทยาเขตขอนแก่น

*Corresponding author. Email: Jirapa.ch@rmuti.ac.th

เข็มพร สุ่มมาตย์

อาจารย์ประจำสาขาการบัญชี

คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลอีสาน
วิทยาเขตขอนแก่น

Email: Khemporn.su@rmuti.ac.th

วันที่ได้รับบทความต้นฉบับ: 1 พฤศจิกายน 2568

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ: 3 สิงหาคม 2569

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ: 4 สิงหาคม 2569

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาวงจรกระแสเงินสดและการวัดมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นข้อมูลในงบการเงินและรายงานประจำปี พ.ศ. 2563-2565 เป็นระยะเวลา 3 ปี จำนวน 965 รายปีบริษัท สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล คือ สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน และการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณแบบ Pooled OLS Fixed Effects และ Random Effects โดยใช้การทดสอบของ Hausman เพื่อเลือกแบบจำลองที่เหมาะสม

ผลการศึกษาพบว่าวงจรกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV) บ่งชี้ว่าบริษัทที่มีวงจรกระแสเงินสดสั้นแสดงถึงการบริหารเงินทุนหมุนเวียนอย่างมีประสิทธิภาพ ลดการผูกเงินสดไว้กับลูกหนี้การค้าและสินค้าคงคลังมากเกินไป ทำให้บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรซึ่งสะท้อนในมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชี อย่างไรก็ตามการศึกษานี้ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างวงจรกระแสเงินสดกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio: P/E) อันเป็นผลมาจากค่า P/E สะท้อนความคาดหวังของนักลงทุนต่อการเติบโตของกำไรในอนาคตมากกว่าผลประกอบการปัจจุบัน ซึ่งวงจรกระแสเงินสดเป็นตัวชี้วัดเชิงผลการดำเนินงานในระยะสั้นจึงทำให้ไม่ส่งผลต่อ P/E อย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ : วงจรกระแสเงินสด อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น

The Relationship between Cash Conversion Cycle and the Stock Market Valuation: Evidence from Firms Listed in the Stock Exchange of Thailand

Jiradtikhan Wutipphan, Ph.D

Lecturer of Accounting

Faculty of Business Administration and Information Technology

Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus

Email: Jiradtikhan.wu@rmuti.ac.th

Jirapa Chalatharawat, Ph.D

Lecturer of Accounting

Faculty of Business Administration and Information Technology

Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus

*Corresponding author. Email: Jirapa.ch@rmuti.ac.th

Khemporn Summart

Lecturer of Accounting

Faculty of Business Administration and Information Technology

Rajamangala University of Technology Isan Khonkaen Campus

Email: Khemporn.su@rmuti.ac.th

Received: November 1, 2025

Revised: August 3, 2026

Accepted: August 4, 202

Abstract

This study investigates the relationship between cash conversion cycle and the stock market valuation: evidence from firms listed in the Stock Exchange of Thailand. The study utilizes secondary data derived from financial statements and annual reports covering the period 2020–2022, totaling 965 firm-year observations. The statistical techniques employed include descriptive statistics, pearson correlation analysis, and multiple regression analysis using Pooled OLS, Fixed Effects and Random Effects models, with the Hausman test applied to identify the most appropriate model.

The empirical findings reveal that the cash conversion cycle exhibits a statistically significant negative association with the price to book value ratio (P/BV). This indicates that firms with shorter cash conversion cycles demonstrate more efficient working capital management by minimizing excessive cash tied up in accounts receivable and inventories, thereby enhancing profitability and contributing to a higher market valuation relative to book value. However, this study does not find a statistically significant relationship between cash conversion cycle and price to earnings ratio (P/E). This outcome can be attributed to the fact that P/E ratios primarily reflect the expectations of investors regarding future earnings growth rather than current performance. Since the cash conversion cycle represents a short-term operational efficiency measure, it does not exert a statistically significant influence on the P/E ratio.

Key word: Cash Conversion Cycle, Price to Book Value Ratio, Price to Earnings Ratio



การบริหารการเงินขององค์กรนั้นการให้ความสำคัญกับเป้าหมายระยะยาวมีวัตถุประสงค์เพิ่มความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น โดยใช้เครื่องมือสำคัญในการบรรลุเป้าหมายทางธุรกิจระยะยาวคือการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน การจัดทำงบประมาณ การตัดสินใจเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลและอื่นๆ อย่างไรก็ตามเป้าหมายระยะยาวของบริษัทจะสำเร็จนั้นต้องผ่านการดำเนินงานตามแผนงานระยะสั้นก่อน ดังนั้นการบริหารเงินทุนหมุนเวียน (Working capital management: WCM) จึงเป็นการวัดสภาพคล่องธุรกิจที่สำคัญในลำดับแรก ซึ่งการเลือกวัดผลการดำเนินงานในระยะสั้น Richards และ Laughlin เสนอทฤษฎีตามแบบจำลองวงจรการสร้างความร่ำรวย (Richards & Laughlin, 1980) ถือเป็นองค์ประกอบของการบริหารเงินทุนหมุนเวียน โดยเฉพาะอย่างยิ่งวงจรการสร้างความร่ำรวยเป็นตัวแปรสำคัญในการสร้างสภาพคล่องความสามารถในการชำระหนี้และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (Panigrahi, 2013)

วงจรการสร้างความร่ำรวย (Cash Conversion Cycle: CCC) เป็นหนึ่งในตัวชี้วัดเชิงปริมาณที่ช่วยให้เข้าใจความสามารถในการดำเนินงานและการจัดการของบริษัท วงจรการสร้างความร่ำรวยเป็นตัวชี้วัดที่นิยมใช้เพื่อประเมินการบริหารสภาพคล่องโดยการเปรียบเทียบความเสี่ยงกับผลตอบแทน (Aldubhani et al., 2022) ซึ่งตัวชี้วัดวงจรการสร้างความร่ำรวยมีความสำคัญเนื่องจากเชื่อมโยงตั้งแต่การนำวัตถุดิบเข้ามาสู่กระบวนการผลิต ผู้จำหน่ายสินค้าและการส่งสินค้า กิจกรรมการขายและการรักษาความสัมพันธ์กับลูกค้า ดังนั้นวงจรการสร้างความร่ำรวยจึงเป็นสิ่งสำคัญที่ผู้บริหารต้องมีความเข้าใจและนำมาพิจารณาทั้งในมุมมองทางการเงินและห่วงโซ่อุปทาน (Farris & Hutchison, 2002) วงจรการสร้างความร่ำรวยมูลค่าเพิ่มขึ้นคือบริษัทมีความต้องการเงินทุนหมุนเวียนมากขึ้น (Abuzayed, 2012) ซึ่งวงจรการสร้างความร่ำรวย (CCC) วัดค่าจากระยะเวลาในการหมุนเวียนเงินสดจากระยะเวลาจ่ายเงินสดไปจนกระทั่งได้รับเงินสดกลับมาซึ่งประกอบด้วยระยะเวลาขายสินค้าคือ ระยะเวลาในการเปลี่ยนวัตถุดิบเป็นสินค้าและสามารถขายสินค้านั้นได้ ระยะเวลาเก็บหนี้คือระยะเวลาที่ใช้ในการเก็บเงินจากการขาย และระยะเวลาย่อยชำระหนี้คือระยะเวลาดังแต่การซื้อวัตถุดิบจนชำระเป็นเงินสด โดยหากผลลัพธ์ของวงจรการสร้างความร่ำรวยเป็นลบแสดงว่าบริษัทสามารถจัดการเงินทุนหมุนเวียนโดยใช้เพียงแค่แหล่งเงินทุนจากภายใน แต่หากวงจรการสร้างความร่ำรวยเป็นบวกแสดงว่าบริษัทต้องชำระหนี้ก่อนที่จะได้รับเงินจากลูกค้า อาจต้องจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกเข้ามาช่วยลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง โดยทั่วไปแล้วบริษัทจึงมีเป้าหมายการบริหารให้วงจรเงินสดสั้นที่สุด เพื่อแสดงถึงประสิทธิภาพการบริหารเงินสดของบริษัทที่ดี (Karim et al., 2023)

อย่างไรก็ตามลักษณะการประกอบธุรกิจที่แตกต่างกันทำให้วงจรการสร้างความร่ำรวย (CCC) ของแต่ละกิจการแตกต่างกันไปตามปริมาณการลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนและนโยบายสินเชื่อทางการค้า ธุรกิจที่บริหารวงจรเงินสดได้อย่างมีประสิทธิภาพย่อมพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอกน้อยลงและลดความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง ขณะที่วงจรเงินสดที่ยาวเกินไปอาจสะสมเป็นปัญหาเรื้อรังจนถึงขั้นวิกฤตทางการเงิน ทว่าความสำคัญของ CCC ไม่ได้จำกัดอยู่เพียงมิติการดำเนินงานภายในเท่านั้น แต่ยังส่งผ่านไปถึงมุมมองของตลาดทุนด้วย โดยมีหลักฐานเชิงประจักษ์ยืนยันว่าการบริหาร CCC อย่างมีประสิทธิภาพส่งผลให้ราคาหุ้นและความสามารถในการทำกำไรของกิจการสูงขึ้น (Zeidan & Shapir, 2017) เช่นเดียวกับที่พบว่าประสิทธิภาพในการบริหาร CCC และองค์ประกอบของ CCC มีนัยสำคัญต่อมูลค่าตลาดและผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Chen et al., 2022) ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนจึงมักประเมินสภาพคล่องของกิจการผ่านอัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งเป็นที่ยอมรับมาอย่างยาวนานว่าสามารถใช้พยากรณ์ทิศทางการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ได้ (Ou & Penman, 1989) โดยอัตราส่วนที่นิยมใช้มากที่สุดสองอัตราส่วนคืออัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (Price to Earnings Ratio: P/E) และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV) เนื่องจากสะท้อนถึงผลการดำเนินงานในปัจจุบันและความคาดหวังของตลาดต่อการเติบโตในอนาคต การใช้ข้อมูลทางการเงินประกอบการตัดสินใจลงทุนในลักษณะนี้จึงมีความเสี่ยงน้อยกว่าการซื้อขายตามการขึ้นลงของราคาหุ้นเพียงอย่างเดียว

งานวิจัยในบริบทไทยที่ผ่านมาเชื่อมโยง CCC กับผลการดำเนินงานเชิงบัญชีเป็นหลัก เช่น การศึกษาบริษัทไทย 371 บริษัทช่วงปี 2012-2018 พบว่า CCC มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ROA และ ROE แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตรากำไรขั้นต้น (Rattanacharuenchai & Chaiwong, 2019) และการศึกษากลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารก็พบความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญระหว่าง CCC กับความสามารถในการทำกำไรเช่นกัน (Linh & Mohanlingam, 2018) แม้แต่งานล่าสุดที่ขยายไปถึงมูลค่ากิจการก็ยังวัดด้วย Tobin's Q และจำกัดเฉพาะบริษัท 100 อันดับแรกในช่วงการระบาดของโควิด-19 (Phunnarungsi, 2024) ยังไม่มีงานใดในบริบทไทยที่ทดสอบ CCC กับตัวชี้วัดมูลค่าตลาดที่นักลงทุนใช้ประเมินหุ้นโดยตรงอย่าง P/E และ P/BV

ในระดับสากลก็พบช่องว่างทำนองเดียวกัน การศึกษาของ Wang (2019) เป็นหนึ่งในงานแรกที่ใช้ว่าพอร์ตหุ้น CCC ทำให้ผลตอบแทนสูงกว่าพอร์ตหุ้น CCC สูงอย่างมีนัยสำคัญ และงานของ Chen et al. (2022) ที่ศึกษา 47 ตลาดทั่วโลกระบุชี้ว่าหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับความเชื่อมโยงระหว่าง CCC กับการตั้งราคาสินทรัพย์ยังมีอยู่อย่างจำกัดมาก และงานวิจัยเหล่านี้เน้นที่ผลตอบแทนหุ้น ไม่ได้ใช้ตัวชี้วัดมูลค่าเชิงเปรียบเทียบอย่าง P/E และ P/BV ซึ่งเป็นเครื่องมือหลักที่นักลงทุนไทยใช้จริง

งานวิจัยฉบับนี้จึงมุ่งเติมช่องว่างดังกล่าวโดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง CCC กับ P/E และ P/BV ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยภายใต้กรอบ Agency Theory ซึ่งยังไม่เคยถูกศึกษาในบริบทนี้มาก่อน ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของ CCC ต่อการวัดมูลค่าของหลักทรัพย์ด้วย P/E Ratio และ P/BV Ratio ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้งนี้เพื่อเติมเต็มช่องว่างทางวิชาการและเพื่อเป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุน ส่งเสริมความมั่นคงและการเติบโตอย่างยั่งยืนในตลาดทุนไทยต่อไป

■ การทบทวนวรรณกรรมและการพัฒนาสมมติฐาน

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) อธิบายความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นอันก่อให้เกิดต้นทุนตัวแทน โดยเฉพาะเมื่อทรัพยากรของกิจการอยู่ภายใต้ดุลยพินิจของผู้บริหารเกินความจำเป็นต่อการลงทุนที่สร้างมูลค่าเพิ่ม ผู้บริหารมีแนวโน้มใช้ทรัพยากรเพื่อประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผู้ถือหุ้น (Jensen, 1986) แนวคิดดังกล่าวอธิบายพฤติกรรมการบริหารรอบเวลาแปลงเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) ได้อย่างสอดคล้อง เนื่องจาก CCC สะท้อนเงินทุนที่ผูกพันอยู่ในลูกหนี้การค้าและสินค้าคงเหลือตามดุลยพินิจของผู้บริหารโดยตรง กิจการที่มี CCC ยาวนานจึงสะท้อนต้นทุนตัวแทนที่สูงกว่า สอดคล้องกับ Aktas et al. (2015) ที่พบว่าประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ทฤษฎีตัวแทนนำเสนอว่านักลงทุนปรับลดมูลค่าที่ยินดีจ่ายเมื่อรับรู้สัญญาณต้นทุนตัวแทนที่สูง กิจการที่มี CCC ยาวนานจึงมีแนวโน้มถูกประเมินมูลค่าต่ำกว่า สะท้อนผ่านอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) และราคาต่อกำไรต่อหุ้น (PE) ที่ลดลง สอดคล้องกับ Chang (2018) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่าง CCC กับมูลค่ากิจการในกลุ่มตัวอย่างนานาชาติ ดังนั้นทฤษฎีตัวแทนจึงเป็นกรอบที่เชื่อมโยงตัวแปรอิสระ CCC เข้ากับตัวแปรตาม PBV และ PE ของการศึกษานี้

แนวคิดเกี่ยวกับวงจรกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC)

การบริหารสภาพคล่องถือเป็นปัจจัยสำคัญต่อการดำเนินงานของกิจการ เนื่องจากสะท้อนถึงความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้นและรองรับค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน ซึ่งส่งผลโดยตรงต่อเสถียรภาพทางการเงินและการดำเนินงานต่อเนื่องของกิจการ ในวรรณกรรมที่ผ่านมา การศึกษาส่วนใหญ่ได้ให้ความสำคัญกับการบริหารทุนหมุนเวียน (Working Capital Management: WCM) โดยมุ่งวิเคราะห์ปัจจัยที่กำหนดระดับสภาพคล่องและผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ (Lazaridis & Tryfonidis, 2006; Panigrahi, 2013) WCM มุ่งเน้นการศึกษาปัจจัยต่าง ๆ ที่เป็นตัวบ่งชี้สภาพคล่องและอิทธิพลที่มีต่อผลประกอบการทางการเงินของกิจการ ในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมา นักวิจัยได้เลือกใช้เทคนิคการวิเคราะห์วงจรกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) ซึ่งเป็นเทคนิคที่ปรับตามการเปลี่ยนแปลงของรูปแบบธุรกิจที่แตกต่างกันหรือเทคนิคการวิเคราะห์เชิงพลวัตและเป็นการวัดระดับสภาพคล่องที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Karim et al., 2023) ทั้งนี้ CCC ได้รับการยอมรับว่าเป็นหนึ่งในเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพในการศึกษาการบริหารสภาพคล่องของกิจการ และเทคนิค CCC ได้รับการยอมรับว่าเป็นหนึ่งในปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อความสามารถในการทำกำไรของกิจการ

อย่างไรก็ตาม แนวทางการวัดสภาพคล่องสามารถจำแนกได้เป็น 2 มิติหลัก ได้แก่ 1) แนวทางการวิเคราะห์อัตราส่วนเชิงสถิติ (Static Ratio Analysis Approach) และ 2) แนวทางการวิเคราะห์เชิงพลวัตหรือแนวทาง CCC (Jose et al., 1996) สำหรับแนวทางเชิงสถิติจะใช้อัตราส่วนต่าง ๆ เช่น Current Ratio (CR), Quick Ratio (QR) ซึ่งคำนวณจากข้อมูลทางบัญชีเพื่อสะท้อนระดับสภาพคล่อง ณ ช่วงเวลาหนึ่ง ขณะที่แนวทางเชิงพลวัตซึ่งใช้ดัชนี CCC ช่วยให้กิจการสามารถประเมินสภาพคล่องอย่างต่อเนื่องในช่วงระยะเวลาที่ยาวขึ้น

งานวิจัยเชิงประจักษ์หลายฉบับได้สำรวจความสัมพันธ์ระหว่าง CCC กับความสามารถในการทำกำไร และพบว่าทั้งสองตัวแปรมีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ (Anser & Malik, 2013; Chowdhury et al., 2018) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Rizky & Mayasari (2018); Carmona et al. (2024) พบว่า CCC มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความสามารถในการทำกำไร กล่าวคือ การลดระยะเวลาของวงจรกระแสเงินสดสะท้อนถึงการบริหารทุนหมุนเวียนที่มีประสิทธิภาพและการใช้ทรัพยากรอย่างเหมาะสม ซึ่งช่วยลดต้นทุนทางการเงินและเพิ่มผลตอบแทนให้แก่กิจการ ทั้งนี้ความสามารถในการทำกำไรก็จะส่งผลต่อการตัดสินใจในการซื้อหลักทรัพย์ของนักลงทุน โดยนักลงทุนจะใช้เครื่องมือประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยอัตราส่วนทางการเงิน

แนวคิดเกี่ยวกับการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ด้วยอัตราส่วน P/E Ratio และ P/BV Ratio

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ (Equity Valuation) เป็นกระบวนการที่สำคัญในการวิเคราะห์การลงทุนในตลาดทุน โดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อระบุว่าหลักทรัพย์มีราคาสูงหรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) หรือไม่ ตัวชี้วัดเชิงปริมาณที่ได้รับความนิยมในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถสะท้อนมูลค่าตลาดของบริษัทเมื่อเปรียบเทียบกับปัจจัยพื้นฐานด้านผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงิน ประกอบด้วยอัตราส่วนทางการเงิน ดังนี้

1. อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (Price to Earnings Ratio: P/E Ratio)

อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (Price to Earnings Ratio: P/E Ratio) เป็นหนึ่งในตัวชี้วัดทางการเงินที่ได้รับความนิยมมากที่สุดในการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ในตลาดทุน โดยสะท้อนความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหลักทรัพย์ (Stock price) กับกำไรสุทธิต่อหุ้น (Earnings per Share: EPS) ของกิจการ (Damodaran, 2012) ซึ่งนักลงทุนใช้เป็นเกณฑ์ในการวิเคราะห์ความคุ้มค่าของการลงทุนและการคาดการณ์ความสามารถในการสร้างผลกำไรในอนาคต ค่า P/E Ratio ที่อยู่ในระดับสูงบ่งชี้ถึงความคาดหวังของนักลงทุนต่อโอกาสในการเติบโตของผลกำไรในอนาคต ขณะที่ค่า P/E Ratio ที่ต่ำอาจสะท้อนความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงหรือการชะลอตัวของผลการดำเนินงาน (Fathima Sajeetha et al., 2023) อย่างไรก็ตาม นักลงทุนควรพิจารณาองค์ประกอบอื่นประกอบด้วย เนื่องจากค่า P/E Ratio เพียงอย่างเดียวอาจไม่สะท้อนความเหมาะสมของราคาหลักทรัพย์ได้อย่างครอบคลุม (Ghaeli, 2016) ในเชิงปฏิบัติ ค่า P/E Ratio ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายว่าเป็นเครื่องมือประเมินมูลค่าที่นักลงทุนและนักวิเคราะห์ใช้มากที่สุดในการบวกราคาตัดสินใจลงทุน (Graham & Harvey, 2001) สาเหตุที่ทำให้อัตราส่วนนี้ได้รับความนิยมสูง เนื่องจากมีความเรียบง่ายในการคำนวณและความเข้าใจง่ายในเชิงความหมาย (Anjaria & Saurav, 2025) โดย P/E Ratio เป็นหนึ่งในวิธีที่ผู้เชี่ยวชาญด้านการลงทุนเลือกใช้มากที่สุดในการประเมินมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ความนิยมของ P/E Ratio เกิดจากคุณลักษณะที่เข้าใจง่ายและสอดคล้องกับแนวคิดการวิเคราะห์เชิงเปรียบเทียบในตลาดทุน (Penman, 2013) โดย Wang et al. (2017) ยังสนับสนุนข้อสังเกตนี้ โดยระบุว่า P/E Ratio เป็นอัตราส่วนที่ได้รับความนิยมสูงสุดเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราส่วนทางการเงินอื่น ๆ ด้วยเหตุนี้ P/E Ratio จึงถือเป็นตัวชี้วัดที่นักลงทุนใช้เป็นเกณฑ์สำคัญในการพิจารณามูลค่าหลักทรัพย์ โดยเฉพาะเมื่อต้องการเปรียบเทียบความคุ้มค่าและความสามารถในการทำกำไรของกิจการระหว่างบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกันหรือต่างอุตสาหกรรม (Carmona et al., 2024)

2. อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV Ratio)

P/BV Ratio เป็นอีกหนึ่งตัวชี้วัดที่นิยมใช้ในการประเมินมูลค่าหุ้น โดยสะท้อนความสัมพันธ์ระหว่างราคาตลาดของหุ้นกับมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (Penman, 2013) ค่า P/BV Ratio ที่สูงอาจแสดงถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนว่าบริษัทมีศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่มีอยู่ หรือสะท้อนถึงมูลค่าที่ไม่ปรากฏในงบดุล เช่น ชื่อเสียง (Goodwill) หรือสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนอื่น ๆ ในขณะที่ค่า P/BV Ratio ที่ต่ำอาจบ่งชี้ถึงความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจหรือผลการดำเนินงานที่ไม่สอดคล้องกับทรัพยากรที่มีอยู่ การวิเคราะห์อัตราส่วน P/BV เพื่อใช้วิเคราะห์ราคาหุ้น Sorongan & Yatna (2018) กล่าวว่า “ยิ่งบริษัทมีค่า P/BV สูงเท่าใด ยิ่งสะท้อนถึงความคาดหวังของบุคคลภายนอกที่มีต่อศักยภาพในอนาคตของบริษัทมากขึ้น” โดยนักลงทุนสามารถใช้ค่า P/BV ในการพิจารณาว่าหุ้นของบริษัทนั้นควรค่าแก่การลงทุนหรือไม่ (Rizky & Mayasari, 2018) ทำให้นักลงทุนสามารถใช้ค่า P/BV เพื่อวิเคราะห์โดยตรงว่าราคาตลาดของหุ้นนั้นมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าทางบัญชีอยู่ที่เท่าใด ซึ่งข้อมูลดังกล่าวสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการประเมินแนวโน้มการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในอนาคตได้ในระดับหนึ่ง โดยอัตราส่วน P/BV อาจมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหุ้น (Inrico et al., 2023) ทั้งนี้อัตราส่วนดังกล่าวมักถูกนำมาใช้เพื่อประเมินว่าหุ้นนั้นมีราคาถูกหรือแพงในเชิงเปรียบเทียบ ซึ่งกระบวนการนี้เรียกว่า “การประเมินมูลค่าหุ้น” (Stock Valuation) โดยทั่วไปแล้วหากบริษัทมีค่า P/BV ต่ำกว่า 1 มักจะถูกพิจารณาว่าราคาหุ้น ณ ปัจจุบัน ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Undervalued) ในขณะที่หุ้นที่มีค่า P/BV สูงกว่า 1 อาจสะท้อนถึงหุ้นที่มีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overvalued) นอกจากนี้ ค่า P/BV ยังสะท้อนถึงจำนวนเงินที่ผู้ถือหุ้นให้การสนับสนุนหรือเป็นแหล่งเงินทุนของสินทรัพย์สุทธิของกิจการ ด้วยเหตุนี้การมีวงจรกระแสเงินสดที่เหมาะสมของกิจการมีสภาพคล่องกระแสเงินสดย่อมส่งผลเชิงบวกต่อราคาหุ้นตามบัญชี

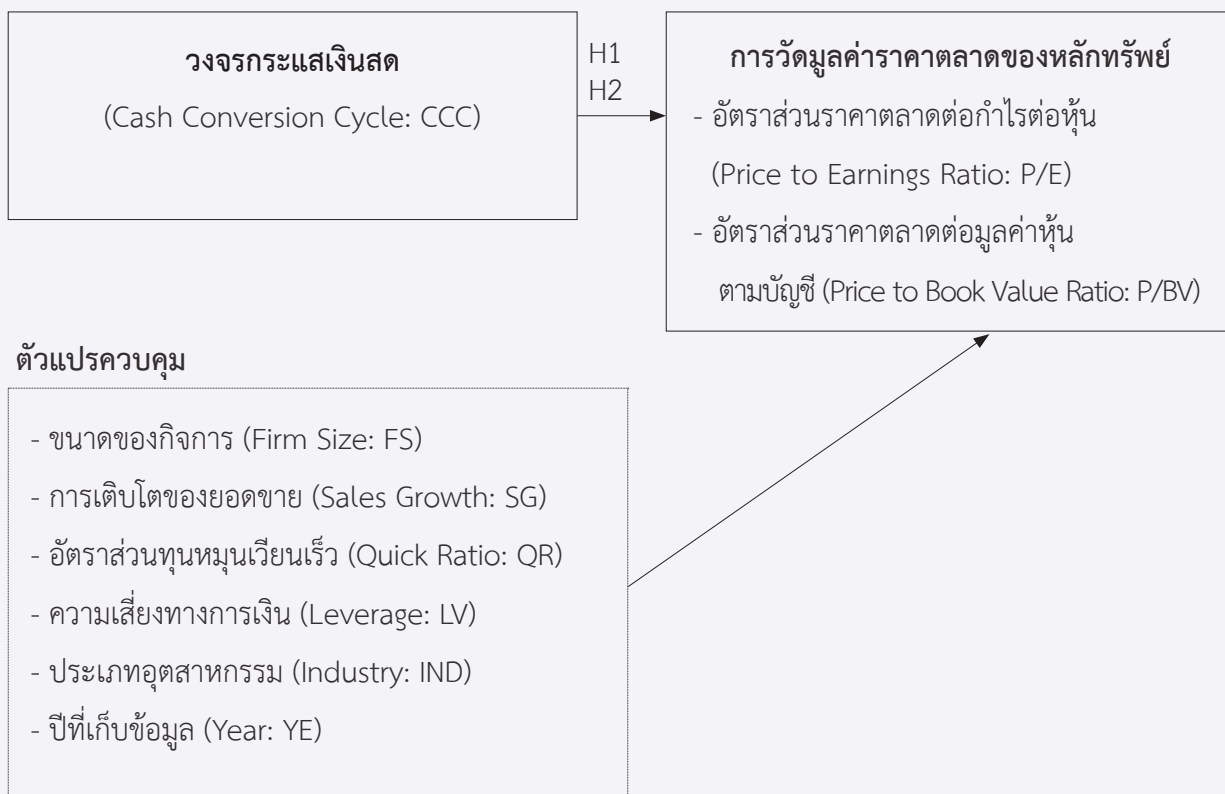
วงจรกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) มีความเชื่อมโยงทั้งกับความสามารถในการทำกำไรและมูลค่าของกิจการในตลาดทุน กล่าวคือวงจรกระแสเงินสดเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนที่สะท้อนระยะเวลาตั้งแต่การลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนจนสามารถเปลี่ยนกลับมาเป็นเงินสดได้ งานวิจัยจำนวนมากพบว่าการลดระยะเวลาของวงจรกระแสเงินสดช่วยเพิ่มสภาพคล่อง ลดต้นทุนทางการเงิน และเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของกิจการ (Linh & Mohanlingam, 2018; Rattanacharuenchai & Chaiwong, 2019) นอกจากนี้ Phunnarungsi (2024) พบว่าสภาพคล่องและผลการดำเนินงานทางการเงินมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ ขณะที่ Wang (2019) และ Chen et al. (2022) พบว่าประสิทธิภาพในการบริหารวงจรกระแสเงินสดได้รับการตอบสนองจากตลาดทุนผ่านผลตอบแทนของหลักทรัพย์และมูลค่ากิจการ ซึ่งส่งผลเชิงบวกต่อกำไรและสะท้อนผ่านค่า P/E Ratio (Carmona et al., 2024) ในขณะเดียวกันประสิทธิภาพในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนยังมีผลต่อการใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์สูงสุด อันนำไปสู่การเพิ่มมูลค่าทางเศรษฐกิจของกิจการเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชี ซึ่งสะท้อนผ่านค่า P/BV Ratio (Abuzayed, 2012) สอดคล้องกับการศึกษาของ Chowdhury et al. (2018) พบว่า ในส่วนมุมมองนักลงทุนให้ความสำคัญกับการวัดผลการดำเนินงานด้านการตลาดผ่านอัตราส่วนทางการเงินการวัดมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ เช่น P/E Ratio และ P/BV Ratio ทั้งนี้วงจรกระแสเงินสดที่สั้นลงสะท้อนถึงประสิทธิภาพในการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ซึ่งช่วยเพิ่มสภาพคล่อง ลดต้นทุนทางการเงิน และเพิ่มความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดในอนาคต ส่งผลให้นักลงทุนรับรู้ถึงศักยภาพในการทำกำไรและการเติบโตของกิจการ ดังนั้นการศึกษาค้นคว้าจึงมุ่งตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างวงจรกระแสเงินสดกับมูลค่าตลาดของกิจการ เพื่อนำไปสู่การตั้งสมมุติฐานการวิจัยดังนี้

H1: วงจรกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น

H2: วงจรกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี

■ กรอบแนวคิดในการวิจัย

จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง งานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาศึกษาความสัมพันธ์ของวงจรกระแสเงินสดต่อการวัดมูลค่าของหลักทรัพย์ด้วยอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นและอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีตัวแปรควบคุม ประกอบด้วย ขนาดของกิจการ การเติบโตของยอดขาย อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว ความเสี่ยงทางการเงิน ประเภทอุตสาหกรรม และปีที่เก็บข้อมูล โดยแสดงตามกรอบแนวคิดการวิจัยแสดงได้ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวความคิดในการวิจัย

■ วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) ในรูปแบบเหตุผลเชิงนิรนัย (Deductive Reasoning) โดยการรวบรวมข้อมูลวงจรกระแสเงินสดและราคาตลาดของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีรายละเอียด ดังนี้

ประชากรที่ใช้ในการวิจัย

ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เผยแพร่ในเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2563 ถึง 2565 เป็นระยะเวลา 3 ปี จำนวน 2,239 รายปีบริษัท

กลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ.2563 ถึง พ.ศ.2565 จำนวน 965 รายปีบริษัท ที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด 31 ธันวาคม โดยไม่รวมบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตามสมมติฐานการวิจัย และต้องเป็นบริษัทที่มีค่าผิดปกติ (Outliers) ที่อาจส่งผลกระทบต่อ การวิเคราะห์ ดังในตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	รวม
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี 2563 -2565	2,239
หัก บริษัทจดทะเบียนฯ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน กองทุนรวม อสังหาริมทรัพย์ และบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ	753
บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	485
บริษัทที่มีค่าข้อมูลผิดปกติ (Outliers)	36
ข้อมูลทั้งหมดที่ใช้ในกลุ่มตัวอย่าง	965

ข้อมูล ณ วันที่ 23 เมษายน พ.ศ.2569

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

รายงานทางการเงินและ แบบฟอร์ม 56-1 นำข้อมูลเชิงปริมาณมาวิเคราะห์ด้วยสถิติพื้นฐานได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าต่ำสุด (Minimum) และสถิติอ้างอิงเพื่อทดสอบสมมติฐานได้แก่ การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยใช้แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี 56-1 รวมถึงข้อมูลในรายงานการเงิน และข้อมูลอื่นๆ ที่เก็บรวบรวมอยู่ในระบบเผยแพร่ข้อมูลจากฐานข้อมูลอิเล็กทรอนิกส์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) ตั้งแต่ปี พ.ศ.2563 ถึง พ.ศ.2565 รวมจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 965 รายปีบริษัท

การวัดค่าตัวแปรและแบบจำลอง

การศึกษาเรื่อง วงจรการสร้างกระแสเงินสดที่มีผลต่อการวัดมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อทดสอบสมมติฐานและหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยมีการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย ดังตารางที่ 2 และแบบจำลองดังสมการต่อไปนี้

Price to Earnings Ratio = $\beta_0 + \beta_1 (CCC) + \beta_2 (Size) + \beta_3 (SG) + \beta_4(QR) + \beta_5(LV) + \sum_n IND + \sum_n Ye + \epsilon$ (1)

Price to Book Value Ratio = $\beta_0 + \beta_1 (CCC) + \beta_2 (Size) + \beta_3 (SG) + \beta_4(QR) + \beta_5(LV) + \sum_n IND + \sum_n Ye + \epsilon$ (2)

ตารางที่ 2 การวัดมูลค่าของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	ความหมาย	การวัดมูลค่า	ที่มา
CCC	วงจรกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle)	ระยะเวลาขายสินค้า + ระยะเวลาเก็บเงินลูกหนี้ – ระยะเวลาที่ต้องจ่ายเงินเจ้าหนี้	Karim et al. (2023)
P/E	ราคาตลาดของหุ้นอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio)	ราคาตลาดต่อหุ้น / กำไรต่อหุ้น	Wang et al. (2017)
P/BV	อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Price to Book Value Ratio)	ราคาตลาดต่อหุ้น / มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น	Inrico et al. (2023)
SIZE	โดยคำนวณจากค่า Log ของขนาดของสินทรัพย์รวมของธุรกิจ $\ln(\text{Total Assets})$	โดยคำนวณจากค่า Log ของขนาดของสินทรัพย์รวมของธุรกิจ $\ln(\text{Total Assets})$	Beiner et al. (2006)
QR	อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio)	สินทรัพย์หมุนเวียน - สินค้าคงเหลือ / หนี้สินหมุนเวียน	Karim et al. (2023)
SG	การเติบโตของยอดขาย (Sales Growth)	$[(\text{ยอดขายปีล่าสุด} - \text{ยอดขายปีที่แล้ว}) / \text{ยอดขายปีที่แล้ว}] * 100$	Chan et al. (2003)
Lev	ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage)	ใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม	Beiner et al. (2006)
Ind	ประเภทอุตสาหกรรม (Industry)	ตัวแปรหุ่น โดยกำหนด 1 = อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม 0 ไม่ได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม โดยผู้วิจัยจำแนกเป็น 7 อุตสาหกรรมดังนี้ 1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 2. สินค้าอุปโภคบริโภค 3. สินค้าอุตสาหกรรม 4. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง 5. ทรัพยากร 6. บริการ และ 7. เทคโนโลยี	Chan et al. (2003)
YE	ปีที่เก็บข้อมูล	ตัวแปรหุ่น โดยกำหนด 1 = อยู่ในปีที่ทำการศึกษา 0 ไม่ได้อยู่ในปีที่ทำการศึกษา โดยผู้วิจัยจำแนกเป็น 3 ปี คือ 2563 - 2565	Carmona et al., 2024

การทดสอบข้อตกลงในการวิเคราะห์เส้นถดถอย

สถิติที่ใช้ในการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นของตัวแปร (Assumptions Statistics) เป็นการทดสอบเงื่อนไขเกี่ยวกับข้อตกลงเบื้องต้น (Assumption) ของข้อมูลที่จะนำมาวิเคราะห์ด้วยสถิติทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple regression analysis) ได้แก่ ปัญหาความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) โดยใช้ค่า Variance Inflation Factor (VIF) การแจกแจงปกติของค่าคลาดเคลื่อนโดยใช้การทดสอบ Kolmogorov-Smirnov ปัญหา Autocorrelation ของค่าคลาดเคลื่อนในแบบจำลองการถดถอย โดยใช้ค่า Durbin-Watson และปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่ (Heteroskedasticity) โดยใช้ Distribution-free Wald test

ผลการทดสอบพบว่า ตัวแปรอิสระแต่ละตัวมีค่า VIF ไม่เกิน 10 (อยู่ระหว่าง 1.062 - 2.625) ค่า Durbin-Watson แบบจำลองที่ 1 มีค่าเท่ากับ 2.069 แบบจำลองที่ 2 มีค่าเท่ากับ 1.883 ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 1.5 - 2.5 ดังนั้นจึงไม่ละเมิดเงื่อนไข (Greene, 2018) นอกจากนี้การทดสอบ Kolmogorov-Smirnov แสดงให้เห็นว่าข้อมูลที่ใช้การศึกษามีการแจกแจงไม่ปกติ ($P < 0.05$) และการทดสอบ Distribution-free Wald test ให้ค่า Chi-square = 628.496 และ p-value = 0.000 ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แสดงถึงการปฏิเสธสมมติฐานว่างของความแปรปรวนคงที่ กล่าวคือ แบบจำลองมีปัญหา Heteroskedasticity

เนื่องจากเงื่อนไขการแจกแจงของข้อมูลและค่าความแปรปรวนไม่เป็นไปตามข้อตกลงในการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ งานวิจัยนี้จึงปรับวิธีการประมาณค่าโดยใช้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานแบบทนทาน (Heteroskedasticity-robust standard errors) ตามแนวทางของ White (1980) โดยใช้การปรับแบบ HC1 เพื่อแก้ไขปัญหา Heteroskedasticity และเพิ่มความน่าเชื่อถือของผลการประมาณค่า ทั้งนี้ ค่า Standard error, t-statistic และ p-value ดังรายงานในตารางที่ 6 เป็นค่าที่ปรับแล้วตามแนวทางดังกล่าว

■ ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาเพื่อคุณลักษณะข้อมูล และการแจกแจงข้อมูล (Data Distribution) เพื่อประเมินความเหมาะสมของข้อมูลและตรวจสอบเบื้องต้นตามเงื่อนไขของการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ ตามตารางที่ 3 ดังนี้

ตารางที่ 3 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรในการศึกษา

ตัวแปร	N	Min	Max	Mean	S.D
CCC	965	-382.86	999.61	97.50	177.34
P/BV	965	0.24	152.47	2.73	5.59
PE	965	0.85	932.54	30.11	61.40
Total Asset	965	270.489	3,415,632.29	41,969.82	204,158.64
Size (ln)	965	5.60	15.04	8.72	1.61
SG	965	-66.73	746.22	13.16	42.96
QR	965	0.01	51.84	1.54	2.37
Lev	965	0.01	1.13	0.40	0.20

จากตารางที่ 3 พบว่า สถิติเชิงพรรณนาสำหรับค่าสังเกต 965 รายปีบริษัท เมื่อพิจารณาตัวแปรอิสระ ได้แก่ วงจรกระแสเงินสด (CCC) พบว่า มีค่าสูงสุดเท่ากับ 999.61 วัน ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -382.86 วัน โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 97.50 วัน และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 177.34 วัน ส่วนตัวแปรตาม อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (P/BV) พบว่า มีค่าสูงสุดเท่ากับ 152.47 เท่า ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.24 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 2.73 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 5.59 เท่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) พบว่า มีค่าสูงสุดเท่ากับ 932.54 เท่า ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.85 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 30.11 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 61.40 เท่า

ตัวแปรควบคุมพบว่า สินทรัพย์รวม (Total Asset) พบว่า มีค่าสูงสุดเท่ากับ 3,415,632.29 ล้านบาท ค่าต่ำสุดเท่ากับ 270.489 ล้านบาท โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 41,969.82 ล้านบาท ขนาดของกิจการ (lnSize) พบว่า การใช้ขนาดกิจการในรูปของลอการิทึม (SIZE) สามารถช่วยลดความกระจายของข้อมูลได้โดยพบว่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรนี้ลดลงเหลือเพียง 1.61 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 15.04 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 5.60 และค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 8.72 การเติบโตของยอดขาย (SG) พบว่า มีค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 746.22 ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -66.73โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 13.16 และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 42.96 อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (QR) พบว่า ค่าสูงสุดเท่ากับร้อยละ 51.84 ค่าต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 0.01 โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 1.54และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับร้อยละ 2.37 ความเสี่ยงทางการเงิน (Lev) พบว่า มีค่าสูงสุดเท่ากับ 1.13 เท่า ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.01 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 0.40 เท่า และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.20 เท่า

โดยสรุป แม้ว่าตัวแปรบางตัวเช่น วงจรกระแสเงินสด (CCC) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) จะมีค่ากระจายตัวสูง แต่ค่าดังกล่าวสะท้อนลักษณะทางเศรษฐกิจของธุรกิจที่ความแตกต่างกันของอุตสาหกรรม มิได้เกิดจากความผิดพลาดของข้อมูล (Data entry error) จึงยังคงไว้ในการวิเคราะห์ (Greene, 2018; Wooldridge, 2020)

■ **วิเคราะห์ทดสอบสมมติฐาน สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistic)**

การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรเพื่อตรวจสอบระดับและทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ โดยผลการวิเคราะห์ แสดงในตารางที่ 4

ตารางที่ 4 แสดงผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (ข้อมูลรายปี ปี พ.ศ.2563-2365)

Variable	CCC	QR	PBV	PE	SIZE	SG	LEV
CCC	1	0.021	-0.114**	-0.047	0.041	-0.010	-0.055
QR	0.028	1	-0.048	-0.005	-0.181**	-0.061	-0.466**
PBV	-0.271**	-0.056	1	0.327**	-0.013	0.336**	0.110**
PE	-0.156**	-0.071*	0.398**	1	-0.032	.073*	0.045
SIZE	-0.073*	-0.344**	-0.059	-0.077*	1	0.058	0.381**
SG	-0.033	-0.046	0.119**	-0.102**	0.092**	1	0.082*
LEV	-0.134**	-0.731**	0.161**	0.075*	0.359**	0.126**	1

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (2-tailed)

จากตารางที่ 4 เนื่องจากผลการทดสอบการแจกแจงปกติด้วยวิธี Kolmogorov-Smirnov พบว่าข้อมูลมีการแจกแจงไม่เป็นไปตามข้อสมมติปกติ ผู้วิจัยจึงนำเสนอผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ทั้งสองวิธีควบคู่กัน โดยค่าเหนือเส้นทแยงมุมแสดงค่า Pearson Correlation Coefficient และค่าใต้เส้นทแยงมุมแสดงค่า Spearman Rank Correlation Coefficient ทั้งนี้ผู้วิจัยใช้ค่า Spearman เป็นหลักในการแปลผลและอ้างอิง เนื่องจากเป็นสถิติที่เหมาะสมกับข้อมูลที่มีการแจกแจงไม่ปกติ โดยนำเสนอค่า Pearson ควบคู่เพื่อเป็นการทดสอบความคงทนของผลลัพธ์ (Robustness check)

เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระจากค่า Spearman พบว่า วงจรกระแสเงินสด (CCC) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (P/BV) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.271 ในขณะที่วงจรกระแสเงินสด (CCC) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E)

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันพบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สูงสุดเท่ากับ -0.731 ระหว่างอัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (QR) กับอัตราส่วนหนี้สิน (LEV) ซึ่งยังต่ำกว่าเกณฑ์ 0.80 และเมื่อทดสอบเพิ่มเติมพบว่าค่า VIF ของทุกตัวแปรในทุกสมการมีค่าต่ำกว่า 10 จึงสรุปได้ว่าการวิเคราะห์ไม่มีปัญหาภาวะตัวแปรอิสระสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) (Kennedy, 1992)

ตารางที่ 5 ผลการทดสอบเพื่อเลือกรูปแบบจำลอง (Model Specification Tests)

การทดสอบ (Test)	Model 1 (PE)	Model 2 (PBV)
Breusch-Pagan LM test	$\chi^2 = 2.069$	$\chi^2 = 2.003$
(Pooled OLS vs Random Effects)	p-value = 0.150	p-value = 0.157
Hausman test	$\chi^2 = 4,542.39^{***}$	$\chi^2 = 3,147.64^{***}$
(Random Effects vs Fixed Effects)	p-value = 0.000	p-value = 0.000
แบบจำลองที่เลือกใช้ (Selected model)	Pooled OLS	Pooled OLS

หมายเหตุ:

1. Breusch-Pagan LM test ทดสอบสมมติฐานหลักว่าความแปรปรวนของ unit-specific error เท่ากับศูนย์ (H0: Pooled OLS เหมาะสม) เปรียบเทียบกับ Random Effects
2. ผลทดสอบ BPLM ของทั้งสองแบบจำลองไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ (p-value > 0.05) จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก สรุปได้ว่า Pooled OLS เหมาะสมกว่า Random Effects ทั้งแบบจำลองที่ 1 และ 2
3. เนื่องจากผล BPLM ไม่สนับสนุนการใช้ Random Effects ตั้งแต่ขั้นตอนแรก ดังนั้นจึงไม่จำเป็นต้องพิจารณาผลของ Hausman test (Hausman, 1978) ต่อ (ซึ่งใช้เปรียบเทียบ Random Effects กับ Fixed Effects เท่านั้น) งานวิจัยนี้จึงเลือกใช้แบบจำลอง Pooled OLS ตามที่แสดงในตารางที่ 6 เป็นแบบจำลองหลัก โดยใช้ Heteroskedasticity-robust standard errors (HC1) แก้ไขปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่
4. *, **, *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 5 การเลือกรูปแบบแบบจำลองที่เหมาะสมสำหรับข้อมูลแบบ Panel Data ดำเนินการเป็นลำดับขั้นตอน โดยเริ่มจากการทดสอบ Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test (BPLM Test) เพื่อเปรียบเทียบระหว่างแบบจำลอง Pooled OLS กับ Random Effects Model ภายใต้สมมติฐานหลัก (H0) ที่ว่าความแปรปรวนของ unit-specific error เท่ากับศูนย์ หากผลการทดสอบไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าแบบจำลอง Pooled OLS มีความเหมาะสมกว่า และไม่จำเป็นต้องดำเนินการทดสอบในขั้นถัดไป แต่หากผลการทดสอบมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า Panel Model มีความเหมาะสมกว่า ผู้วิจัยจึงจะดำเนินการทดสอบ Hausman Test (Hausman, 1978) ในลำดับถัดไปเพื่อเลือกระหว่าง Fixed Effects Model และ Random Effects Model

ผลการทดสอบ BPLM พบว่าทั้ง Model 1 (P/E) และ Model 2 (P/BV) ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ($\chi^2 = 2.069$, p = 0.150 และ $\chi^2 = 2.003$, p = 0.157 ตามลำดับ) จึงไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ และสรุปได้ว่า Pooled OLS มีความเหมาะสมกว่า Random Effects Model สำหรับข้อมูลชุดนี้ ด้วยเหตุนี้จึงไม่มีความจำเป็นต้องพิจารณาผลการทดสอบ Hausman Test (Hausman, 1978) ซึ่งใช้สำหรับเปรียบเทียบระหว่าง Fixed Effects และ Random Effects เท่านั้น ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงเลือกใช้แบบจำลอง Pooled OLS เป็นแบบจำลองหลัก โดยใช้ Heteroskedasticity-robust standard errors (HC1) เพื่อแก้ไขปัญหาความแปรปรวนไม่คงที่

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณของปัจจัยที่มีผลต่อ Price to Earnings Ratio และ Price to Book Value Ratio (Heteroskedasticity-robust standard errors, variant HC1; N = 965)

Independent Variables	Dependent Variable			
	Price to Earnings Ratio		Price to Book Value Ratio	
	Model (1)		Model (2)	
	Coef.	t-test	Coef.	t-test
CCC	0.009	-0.940	-0.002***	-3.656
Size	-2.352*	-1.849	-0.175	-1.421
SG	0.092	0.643	0.043	1.094
QR	1.009***	2.848	0.062	1.353
LEV	27.497***	3.150	2.753***	3.910
IND1	6.313	0.517	-1.813	-1.476
IND2	5.895	0.491	-2.619*	-1.956
IND3	-16.577**	-2.477	-3.011**	-2.453
IND4	-7.605	-0.941	-2.865**	-2.297
IND5	-11.791	-1.499	-3.404**	-2.283
IND6	-1.779	-0.229	-1.469	-1.038
YE_1	-0.484	-0.106	0.585	0.767
YE_2	6.737	1.266	0.993**	1.977
Constant	40.868***	3.463	4.352***	3.052
Observations	965		965	
Max VIF	1.802		1.802	
F-Value	2.339***		15.122***	
R-Squared	0.031		0.1713	
Adjusted R2	0.018		0.1599	
Dubin-Watson	2.065		1.886	
Breusch-Pagan LM (heteroskedasticity)	885.195***		35,815.900***	

หมายเหตุ:

- ค่าในวงเล็บ () คือค่า t-statistic ที่คำนวณจากค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐานแบบทันทาน (Heteroskedasticity-robust standard errors, HC1)
- ตัวแปร อุตสาหกรรมเทคโนโลยี (IND7) และ ปี2565 (years_dummy3) ถูกตัดออกจากสมการเนื่องจากเกิดปัญหา exact collinearity จึงถูกใช้เป็นกลุ่มอ้างอิง (reference category) สำหรับตัวแปร IND และ Years ตามลำดับ
- Max VIF = 2.625 แสดงว่าไม่มีปัญหา Multicollinearity
- *, **, *** หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

จากตารางที่ 6 แบบจำลองที่ 1 เป็นการนำวงจรกระแสเงินสด (CCC) เข้าสู่แบบจำลอง พร้อมตัวแปรควบคุมอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (QR) ขนาดของกิจการ (SIZE) การเติบโตของยอดขาย (SG) ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) ประเภหอุตสาหกรรม (IND) และปีที่ศึกษา (Year) กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E)

ผลการวิเคราะห์พบว่า CCC ไม่มีความสัมพันธ์กับ P/E โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.009 ($P\text{-value} > 0.05$) ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า SIZE มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ P/E โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -2.352 ($P\text{-value} < 0.10$) QR มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ P/E โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 1.009 ($P\text{-value} < 0.01$) LEV มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ P/E โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 27.497 ($P\text{-value} < 0.01$) ส่วน SG ไม่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับตัวแปรหุ่นด้านกลุ่มอุตสาหกรรม เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มเทคโนโลยี (IND7) ซึ่งเป็นกลุ่มอ้างอิง พบว่ากลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (IND3) มีค่า P/E ต่ำกว่ากลุ่มเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -16.577 ส่วนกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND1) สินค้าอุปโภคบริโภค (IND2) อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (IND4) ทรัพยากร (IND5) และบริการ (IND6) ไม่แตกต่างจากกลุ่มเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับตัวแปรหุ่นด้านปีการศึกษา เมื่อเปรียบเทียบกับปี 2565 (YE_3) ซึ่งเป็นปีอ้างอิง พบว่าปี 2563 (YE_1) และปี 2564 (YE_2) ไม่แตกต่างจากปี 2565 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

แบบจำลองที่ 2 เป็นการนำวงจรกระแสเงินสด (CCC) เข้าสู่แบบจำลอง พร้อมตัวแปรควบคุมอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (QR) ขนาดของกิจการ (SIZE) การเติบโตของยอดขาย (SG) ความเสี่ยงทางการเงิน (LEV) ประเภหอุตสาหกรรม (IND) และปีที่ศึกษา (Year) กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (P/BV)

ผลการวิเคราะห์พบว่า CCC มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ P/BV โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.002 ($P\text{-value} < 0.01$) ดังนั้น จึงยอมรับสมมติฐานที่ 2 สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่า LEV มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ P/BV โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 2.753 ($P\text{-value} < 0.01$)

สำหรับตัวแปรหุ่นด้านกลุ่มอุตสาหกรรม เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มเทคโนโลยี (IND7) ซึ่งเป็นกลุ่มอ้างอิง พบว่ากลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (IND2) มีค่า P/BV ต่ำกว่ากลุ่มเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.10 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -2.619 กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (IND3) มีค่า P/BV ต่ำกว่ากลุ่มเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -3.011 กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (IND4) มีค่า P/BV ต่ำกว่ากลุ่มเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -2.865 และกลุ่มทรัพยากร (IND5) มีค่า P/BV ต่ำกว่ากลุ่มเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -3.404 ส่วนกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (IND1) และบริการ (IND6) ไม่แตกต่างจากกลุ่มเทคโนโลยีอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับตัวแปรหุ่นด้านปีการศึกษา เมื่อเปรียบเทียบกับปี 2565 (YE_3) ซึ่งเป็นปีอ้างอิง พบว่าปี 2564 (YE_2) มีค่า P/BV สูงกว่าปี 2565 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.993 ส่วนปี 2563 (YE_1) ไม่แตกต่างจากปี 2565 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากนั้น การตรวจสอบ Multicollinearity พบว่า แบบจำลองที่ 1 และ 2 Max VIF เท่ากับ 1.802 แสดงว่าไม่มีปัญหา Multicollinearity ขณะที่ค่าสถิติ Durbin Watson เท่ากับ 2.065 และ 1.886 ตามลำดับ ซึ่งบ่งชี้ว่ามิได้เกิดปัญหา Autocorrelation ในระดับที่รุนแรง

■ สรุปผลและอภิปรายผล

แบบจำลองที่ 1 คือแบบจำลองอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (Price to Earnings Ratio: P/E) ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรวงจรกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสามารถอธิบายได้ภายใต้กรอบทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen and Meckling (1976) กล่าวคือ แม้ว่าวงจรกระแสเงินสดจะสะท้อนระดับต้นทุนตัวแทนอันเกิดจากการที่ผู้บริหารผูกพันทรัพยากรของกิจการไว้ในลูกหนี้การค้าและสินค้าคงเหลือ แต่อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (Price-to-Earnings Ratio: P/E Ratio) เป็นเครื่องมือประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ (Valuation Measure) ที่นักลงทุนใช้เปรียบเทียบระดับราคาหุ้นในตลาดกับกำไรที่กิจการสร้างได้ในปัจจุบัน (Damodaran, 2012) ทั้งนี้ ค่า P/E Ratio สะท้อนความคาดหวังของนักลงทุนต่อการเติบโตของกำไรในอนาคต (Growth Expectations) เป็นสำคัญ มากกว่าผลการดำเนินงานในระยะสั้น วงจรกระแสเงินสดในฐานะตัวชี้วัดประสิทธิภาพการดำเนินงานระยะสั้นจึงมิได้ส่งผลต่อ P/E Ratio อย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ การคำนวณกำไรต่อหุ้นภายใต้เกณฑ์คงค้างได้รับอิทธิพลจากปัจจัยหลายประการ ได้แก่ นโยบายทางบัญชีสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ และความสามารถในการสร้างกำไรโดยรวมของกิจการ อิทธิพลของวงจรกระแสเงินสดต่อกำไรต่อหุ้นจึงถูกกำหนดรวมโดยปัจจัยดังกล่าว ส่งผลให้ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรกระแสเงินสดกับ P/E Ratio ไม่ปรากฏนัยสำคัญทางสถิติ (Lazaridis & Tryfonidis, 2006)

ผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของ Baños-Caballero et al. (2014) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการบริหารเงินทุนหมุนเวียน ผลการดำเนินงาน และข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน โดยพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างวงจรกระแสเงินสดกับมูลค่าของกิจการมีลักษณะเป็นเส้นโค้งรูปตัวยูกลับด้าน (Inverted U-shaped Relationship) กล่าวคือ การบริหารเงินทุนหมุนเวียนมิได้มีลักษณะที่วงจรกระแสเงินสดยิ่งสั้นหรือยิ่งยาวจะส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการเสมอไป หากแต่ต้องบริหารให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม ความซับซ้อนของความสัมพันธ์ดังกล่าวจึงเป็นปัจจัยที่ทำให้นักลงทุนไม่สามารถแปลงค่าวงจรกระแสเงินสดไปสู่การปรับประมาณการ P/E Ratio ได้โดยตรง ยิ่งไปกว่านั้น Kieschnick et al. (2013) พบว่า ภายใต้กรอบตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนให้น้ำหนักแก่ปัจจัยด้านกลยุทธ์การเติบโต ความเสี่ยง และต้นทุนเงินทุนเป็นหลัก ในขณะที่วงจรกระแสเงินสดซึ่งเป็นตัวชี้วัดประสิทธิภาพการดำเนินงานระยะสั้นมีบทบาทจำกัดในการกำหนดค่า P/E Ratio

ผลการวิจัยนี้สะท้อนให้เห็นว่า ภายใต้กรอบทฤษฎีตัวแทนกลไกวินัยด้านต้นทุนตัวแทนที่สะท้อนผ่านวงจรกระแสเงินสด อาจมิได้ปรากฏอย่างชัดเจนในอัตราส่วน P/E Ratio เนื่องจากอัตราส่วนดังกล่าวถูกกำหนดโดยความคาดหวังเชิงมหภาค และกลยุทธ์การเติบโตของกิจการเป็นสำคัญ

แบบจำลองที่ 2 คือแบบจำลองอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (Price to Book Value Ratio: P/BV) ผลการศึกษาพบว่า วงจรกระแสเงินสด (Cash Conversion Cycle: CCC) มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Price-to-Book Value Ratio: P/BV) ผลดังกล่าวสามารถอธิบายได้ภายใต้กรอบทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ของ Jensen & Meckling (1976) ซึ่งระบุว่าต้นทุนตัวแทนเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารผูกพันทรัพยากรของกิจการไว้ในลูกหนี้การค้าและสินค้าคงเหลือเกินระดับที่เหมาะสม วงจรกระแสเงินสดที่สั้นลงจึงสะท้อนความสามารถของผู้บริหารในการบริหารสินทรัพย์หมุนเวียนอย่างมีประสิทธิภาพ อันเป็นสัญญาณบ่งชี้ว่าต้นทุนตัวแทนอยู่ในระดับต่ำ นักลงทุนรับรู้สัญญาณดังกล่าวและแสดงความเชื่อมั่นผ่านการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในตลาดให้สูงกว่ามูลค่าทางบัญชี ส่งผลให้ P/BV ปรับตัวสูงขึ้นตามลำดับ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Jensen (1986) ที่อธิบายว่านักลงทุนจะให้มูลค่าสูงแก่กิจการที่ผู้บริหารแสดงให้เห็นถึงวินัยทางการเงินและการจัดสรรทรัพยากรอย่างเหมาะสม

ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของ Shin & Soenen (1998) และ Deloof (2003) ที่แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีวงจรกระแสเงินสดสั้นสามารถแปลงสินทรัพย์หมุนเวียนกลับเป็นเงินสดได้รวดเร็วกว่า ผ่านสามกลไกหลัก ได้แก่ การเร่งรอบการรับชำระหนี้จากลูกค้า การบริหารสินค้าคงเหลืออย่างมีประสิทธิภาพ และการใช้ประโยชน์จากเงื่อนไขสินเชื่อทางการค้าจากเจ้าหนี้การค้าอย่างเหมาะสม กลไกดังกล่าวส่งผลให้สภาพคล่องของกิจการเพิ่มสูงขึ้นและลดการพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งสอดคล้องกับนัยของทฤษฎีตัวแทนที่ระบุว่ากิจการที่มีต้นทุนตัวแทนต่ำจะมีความยืดหยุ่นทางการเงินสูงกว่า นอกจากนี้ Aktas et al. (2015) พบว่าประสิทธิภาพในการบริหารเงินทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่ากิจการ เนื่องจากตลาดทุนตีความการบริหารวงจรกระแสเงินสดที่มีประสิทธิภาพว่าเป็นสัญญาณที่บ่งชี้ความสามารถของผู้บริหาร ซึ่ง Chang (2018) ได้ยืนยันความสัมพันธ์เชิงลบดังกล่าวในกลุ่มตัวอย่างระดับนานาชาติอีกด้วย

นอกจากนี้งานวิจัยของ Baños-Caballero et al. (2014) พบว่าวงจรกระแสเงินสดที่สั้นลงช่วยลดการผูกพันเงินสดไว้กับสินทรัพย์หมุนเวียนเกินความจำเป็น ทำให้กิจการมีทรัพยากรเพียงพอสำหรับการลงทุนในโครงการที่สร้างมูลค่าเพิ่ม ซึ่งในรอบทฤษฎีตัวแทนถือเป็นการบรรเทาปัญหาการลงทุนเกินระดับที่เหมาะสม (Overinvestment Problem) อันเกิดจากพฤติกรรมของผู้บริหารที่สะสมทรัพยากรเกินความจำเป็นตามที่ Jensen (1986) ได้อธิบายไว้ เมื่อนักลงทุนรับรู้ว่าผู้บริหารบริหารเงินทุนหมุนเวียนด้วยวินัยและความโปร่งใส ความเชื่อมั่นดังกล่าวจะสะท้อนออกมาในรูปของราคาหลักทรัพย์ในตลาดที่สูงกว่ามูลค่าทางบัญชี ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าตลาดทุนทำหน้าที่เป็นกลไกกำกับดูแลต้นทุนตัวแทนผ่านกระบวนการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่สะท้อนประสิทธิภาพการบริหารงานของผู้บริหาร

■ ประโยชน์งานวิจัย

ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า การบริหารวงจรกระแสเงินสดที่มีประสิทธิภาพ (CCC สั้นลง) มีความสัมพันธ์กับการที่ตลาดประเมินมูลค่าบริษัทสูงขึ้นเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชี ดังนั้นนักลงทุนสามารถใช้ข้อมูลเกี่ยวกับ CCC เป็นหนึ่งในตัวชี้วัดประกอบการวิเคราะห์มูลค่าหุ้น โดยเฉพาะในการประเมินศักยภาพการสร้างมูลค่าเพิ่มในระยะยาว นอกจากนี้หลักฐานเชิงประจักษ์บ่งชี้ว่า การลดระยะเวลาเก็บหนี้ การบริหารสินค้าคงเหลืออย่างมีประสิทธิภาพ และการจัดการเครดิตเจ้าหนี้ อย่างเหมาะสม ซึ่งส่งผลให้ CCC สั้นลงอาจสัมพันธ์กับการเพิ่มมูลค่าตลาดของกิจการ ดังนั้นผู้บริหารสามารถใช้ข้อมูลนี้เป็นเหตุผลสนับสนุนเชิงกลยุทธ์ในการปรับปรุงนโยบายบริหารเงินทุนหมุนเวียน

■ ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะการวิจัย

ข้อจำกัดของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เก็บรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของธุรกิจ 3 ปีย้อนหลัง ซึ่งอยู่ในช่วงระหว่างปี 2563 - 2565 ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่ผลกระทบจากสถานการณ์ COVID-19 ส่งผลให้เกิดการขยายตัวทางเศรษฐกิจไทยตกต่ำอย่างต่อเนื่อง ส่งผลต่อพฤติกรรมการตัดสินใจของนักลงทุน ดังนั้นผลการวิจัยจึงสะท้อนเฉพาะบริบทเฉพาะของช่วงเวลาดังกล่าว การศึกษาในช่วงเวลาที่ยาวนานขึ้นหรือครอบคลุมสถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่หลากหลายกว่านี้ ก็จะทำให้ผลการวิจัยชัดเจนยิ่งขึ้น นอกจากนี้ งานวิจัยนี้มุ่งวิเคราะห์ตัวแปรหลักคือวงจรกระแสเงินสด (CCC) โดยไม่ได้รวมปัจจัยอื่นที่อาจมีอิทธิพลในการอธิบายการวัดมูลค่าราคาตลาดของหลักทรัพย์ เช่น โครงสร้างเงินทุน ความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสด และกลยุทธ์ของธุรกิจ ซึ่งปัจจัยเหล่านี้อาจช่วยอธิบายความผันแปรของการวัดมูลค่าหลักทรัพย์ได้ครบถ้วนและสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

ผลการวิจัยพบว่าวงจรกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (P/BV) แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น (P/E) ผลดังกล่าวมีนัยสำคัญเชิงปฏิบัติสำหรับสองกลุ่มดังนี้ 1) สำหรับผู้บริหารกิจการ ควรให้ความสำคัญกับการบริหารลูกหนี้การค้า สินค้าคงเหลือ และเจ้าหนี้การค้าอย่างบูรณาการ เพื่อลดวงจรกระแสเงินสดให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เนื่องจากตลาดทุนรับรู้ประสิทธิภาพการบริหารดังกล่าวผ่านการปรับระดับ P/BV ซึ่งสะท้อนถึงต้นทุนตัวแทนที่ลดลงและความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่เพิ่มขึ้นตามกรอบทฤษฎีตัวแทน 2) สำหรับนักลงทุน ควรพิจารณาวงจรกระแสเงินสดร่วมกับ P/BV เป็นเครื่องมือเสริมในการประเมินคุณภาพการบริหารสินทรัพย์และระดับต้นทุนตัวแทนของกิจการ เนื่องจากตัวแปรทั้งสองสะท้อนประสิทธิภาพการบริหารเงินทุนหมุนเวียนได้ชัดเจนกว่าการพิจารณา P/E เพียงอย่างเดียว

ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

งานวิจัยในอนาคตควรแยกองค์ประกอบของวงจรกระแสเงินสดออกเป็นระยะเวลาการเรียกเก็บเงินจากลูกหนี้ (DSO) ระยะเวลาการถือครองสินค้าคงเหลือ (DIO) และระยะเวลาการชำระหนี้ให้เจ้าหนี้ (DPO) เพื่อระบุว่าองค์ประกอบใดมีอิทธิพลต่อมูลค่าหลักทรัพย์มากที่สุด นอกจากนี้ควรขยายกรอบเวลาการศึกษาให้ครอบคลุมภาวะเศรษฐกิจที่หลากหลายกว่าช่วงวิกฤต COVID-19 และศึกษาบทบาทของตัวแปรกำกับ เช่น ขนาดกิจการและคุณภาพการกำกับดูแลกิจการ เพื่อเพิ่มนัยทั่วไป (Generalizability) ของข้อค้นพบให้ครอบคลุมบริบทที่กว้างขึ้น



■ References

- Abuzayed, B. (2012). Working capital management and firms' performance in emerging markets: The case of Jordan. *International Journal of Managerial Finance*, 8(2), 155–179. <https://doi.org/10.1108/17439131211216620>
- 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>
- Aldubhani, M. A., Wang, J., Gong, T., & Maudhah, R. A. (2022). Impact of working capital management on profitability: evidence from listed companies in Qatar. *Journal of Money and Business*, 2(1), 70–81. <https://doi.org/10.1108/JMB-08-2021-0032>
- Anjaria, K., & Saurav, B. S. (2025). *A study on the relationship between P/E ratio and stock returns in the Nifty IT index companies* (Working paper). SSRN. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5312505>
- Anser, R., & Malik, Q. A. (2013). Cash conversion cycle and firms' profitability: A study of listed manufacturing companies of Pakistan. *IOSR Journal of Business and Management*, 8(2), 83–87. <https://www.iosrjournals.org/iosr-jbm/papers/Vol8-issue2/K0828387.pdf?id=5216>
- 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>
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, M. M., & Zimmermann, H. (2006). An integrated framework of corporate governance and firm valuation. *European Financial Management*, 12(2), 249–283. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2006.00318.x>
- Carmona, G., Caggiano, F., Caggiano, I., & Silva, J. (2024). Working capital management efficiency and performance: Evidence from an emerging market. *International Journal of Business Management and Economic Research*, 15(2), 2365–2371. <https://ijbmer.com/docs/volumes/vol15issue2/ijbmer2024150203.pdf>
- Chan, L. K., Karceski, J., & Lakonishok, J. (2003). The level and persistence of growth rates. *The Journal of Finance*, 58(2), 643–684. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00540>
- Chang, C.-C. (2018). Cash conversion cycle and corporate performance: Global evidence. *International Review of Economics & Finance*, 56, 568–581. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.12.014>
- Chen, C. H., Choy, S. K., & Tan, Y. (2022). The cash conversion cycle spread: International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 140, 106517. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106517>

- Chowdhury, M. A. F., Alam, Z., & Sultana, S. (2018). Impact of working capital management on profitability: A case study on pharmaceutical companies of Bangladesh. *IOSR Journal of Business and Management*, 20(7), 1–8. <https://doi.org/10.18178/joebm.2018.6.1.546>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons.
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3–4), 573–588. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008>
- Farris, M. T., & Hutchison, P. D. (2002). Cash-to-cash: The new supply chain management metric. *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, 32(4), 288–298. <https://doi.org/10.1108/09600030210430651>
- Fathima Sajeetha, A. M., Fathima Nusaika, M., & Fathima Nusrath Safana, M. N. (2023). An empirical study on determinants of price earnings ratio: Evidence from listed food, beverage and tobacco companies in Colombo Stock Exchange. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 23(10), 32–43. <http://ir.lib.seu.ac.lk/handle/123456789/7015>
- Ghaeli, M. R. (2016). Price-to-earnings ratio: A state-of-art review. *International Journal of Finance and Managerial Accounting*, 1(2), 1–12. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2016.7.002>
- Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2-3), 187-243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)
- Greene, W. H. (2018). *Econometric analysis* (8th ed.). Pearson Education Limited.
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46(6), 1251–1271. <https://doi.org/10.2307/1913827>
- Inrico, I., Sulastri, S., & Malinda, S. (2023). The effect of working capital management and intellectual capital on firm performance in food and beverages industry listed in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Business, Economics & Management*, 6(3), 223–246. <https://doi.org/10.21744/ijbem.v6n3.2152>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review Papers and Proceedings*, 76(2), 323–329.
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=99580
- Jose, M. L., Lancaster, C., & Stevens, J. L. (1996). Corporate returns and cash conversion cycles. *Journal of Economics and Finance*, 20(1), 33–46. <https://doi.org/10.1007/BF02920497>
- Karim, R., Mamun, M. A., & Kamruzzaman, M. (2023). Corporate governance and cash conversion cycle: Evidence from Bangladesh. *Asian Journal of Accounting Research*, 8(1), 34–52.
<https://doi.org/10.1108/AJEB-03-2022-0033>
- Kennedy, P. (1992). *A guide to econometrics* (3rd ed.). MIT Press.
- 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>
- 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), 26–35. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=931591
- Linh, N. T. P., & Mohanlingam, S. (2018). The Effects of Cash Conversion Cycle on Profitability: An Insight into the Agriculture and Food Industries in Thailand. *Asian Journal of Business and Accounting*, 11(1), 97–119. <https://doi.org/10.22452/ajba.vol11no1.4>
- Ou, J. A., & Penman, S. H. (1989). Financial statement analysis and the prediction of stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 11(4), 295–329. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(89\)90017-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(89)90017-7)
- Panigrahi, A. K. (2013). Cash conversion cycle and firms' profitability: A study of cement manufacturing companies of India. *International Journal of Current Research*, 5(6), 1484–1488. <https://journalcra.com/article/cash-conversion-cycle-and-firms%E2%80%99-profitability-%E2%80%93-study-cement-manufacturing-companies-india>
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed.). McGraw-Hill Education.
- Phunnarungsi, V. (2024). Liquidity and profitability: An investigation of firm value and financial performance of Thai listed firms during COVID-19 pandemic. *Business Administration and Management Journal Review*, 16(2), 135–153. <https://so01.tci-thaijo.org/index.php/bahcujs/article/view/256046>
- Rattanacharuenchai, C., & Chaiwong, K. (2019). The relationship between cash conversion cycle and financial performance: Evidence from firms listed in the Stock Exchange of Thailand. *University of the Thai Chamber of Commerce Journal Humanities and Social Sciences*, 39(4), 55–68.
<https://so06.tci-thaijo.org/index.php/utccjournalhs/article/view/193678>

- 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>
- Rizky, A., & Mayasari, M. (2018). The impact of cash conversion cycle on firm profitability of retail companies. *Journal of applied accounting and taxation*, 3(1), 73-78.
<https://doi.org/10.5281/zenodo.1305161>
- Shin, H. H., & Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financial Practice and Education*, 8(2), 37–45.
- Sorongan, F. A., & Yatna, C. N. (2018). Indikator prioritas bagi investor baru dalam menentukan saham perbankan berdasarkan price to book value [Priority indicators for new investors in determining banking stocks based on price to book value]. *JRMSI-Jurnal Riset Manajemen Sains Indonesia*, 9(2), 262–281. <https://doi.org/10.21009/JRMSI.009.2.05>
- Wang, B. (2019). The cash conversion cycle spread. *Journal of Financial Economics*, 133(2), 472–497. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.02.008>
- Wang, H., Chatpatanasiri, R., & Sattayatham, P. (2017). Stock trading using PE ratio: A dynamic Bayesian network modeling on behavioral finance and fundamental investment [Preprint]. arXiv. <https://arxiv.org/abs/1706.02985>
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, 48(4), 817–838. <https://doi.org/10.2307/1912934>
- Wooldridge, J. M. (2020). *Introductory econometrics: A modern approach* (7th ed.). Cengage Learning.
- Zeidan, R., & Shapir, O. M. (2017). Cash conversion cycle and value-enhancing operations: Theory and evidence for a free lunch. *Journal of Corporate Finance*, 45, 203–219. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.04.014>