



ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายความเสี่ยง โครงสร้างเงินทุน กับผลการดำเนินงาน
The Relationship between Diversification and Firm performance

ฐิติยา คุณขาว

มหาวิทยาลัยบูรพา

2560

ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายความเสี่ยง โครงสร้างเงินทุน กับผลการดำเนินงาน



จิตติยา คุณขาว

งานนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชา-

คณะกรรมการจัดการและกรท่งเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา

2560

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยบูรพา

The Relationship between Diversification and Firm performance



TITIYA KOONKAW

AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE MASTER OF ACCOUNTANCY

IN -

FACULTY OF MANAGEMENT AND TOURISM

BURAPHA UNIVERSITY

2017

COPYRIGHT OF BURAPHA UNIVERSITY

คณะกรรมการควบคุมงานนิพนธ์และคณะกรรมการสอบงานนิพนธ์ได้พิจารณางาน
นิพนธ์ของ จุติยา คุณขาว ฉบับนี้แล้ว เห็นสมควรรับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชี
มหาบัณฑิต สาขาวิชา- ของมหาวิทยาลัยบูรพาได้

คณะกรรมการควบคุมงานนิพนธ์

..... อาจารย์ที่ปรึกษาหลัก
(ดร. การุณ สุขสองห้อง)

คณะกรรมการสอบงานนิพนธ์

..... ประธาน
(ดร. การุณ สุขสองห้อง)

..... กรรมการ
(รองศาสตราจารย์ สุขุมลย์ ชำนิจ)

..... กรรมการ
(ดร. เนตรดาว ชัยเขต)

คณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยวอนุมัติให้รับงานนิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการ
การศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชา- ของมหาวิทยาลัยบูรพา

..... คณบดีคณะกรรมการจัดการ
และการท่องเที่ยว

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ศักดิ์ชัย เศรษฐ์อ่อนวัช)

วันที่.....เดือน.....พ.ศ.....

59920362: สาขาวิชา: -; บช.ม. (-)

คำสำคัญ: ผลการดำเนินงาน/ การกระจายความเสี่ยง/ โครงสร้างเงินทุน

ฐิติยา คุณขาว: ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายความเสี่ยง โครงสร้างเงินทุน กับผลการดำเนินงาน (The Relationship between Diversification and Firm performance) คณะกรรมการควบคุมงานนิพนธ์: การุณ สุขสองห้อง ปี พ.ศ. 2560

งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายความเสี่ยง โครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 โดยเก็บข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี ในช่วงปี พ.ศ. 2555-พ.ศ. 2559 จำนวน 58 บริษัท จำนวนข้อมูล 290 ข้อมูล โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ได้นำมาทดสอบว่า การกระจายความเสี่ยง โครงสร้างเงินทุนนั้นมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานหรือไม่กับกลุ่มตัวอย่างที่นำมาทดสอบ โดยในงานวิจัยนี้ใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางเศรษฐมิติในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel ด้วยวิธี Fixed effects

ผลการวิจัยพบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ ผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญและการกระจายความเสี่ยงทั้งในธุรกิจที่สัมพันธ์กัน และธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันนั้น ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากการกระจายการลงทุนที่สัมพันธ์กันนั้น ไม่ส่งผลต่อผลการดำเนินงาน อีกทั้งการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันนั้น สามารถทำให้ธุรกิจนั้นดีขึ้นแต่อาจไม่สะท้อนต่อ Tobin's Q และงานวิจัยฉบับนี้ยังพบว่า ตัวแปรควบคุม คือ กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ

59920362: MAJOR: -; M.Acc. (-)

KEYWORDS: FIRM PERFORMANCE/ DIVERSIFICATION/ CAPITAL STRUCTURE

TITIYA KOONKAW: The Relationship between Diversification and Firm performance. ADVISORY COMMITTEE: KAROON SUKSONGHONG 2017

The research purposes were to study the relationship between diversification, the capital structure and the performance of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET 100) . The data collecting retained for the past five years during 2012-2017 with 58 companies and 290 data. The samples used in this study have been tested in diversification, the capital structure related to the performance or not to selected samples. The data analyzed in this research was Econometric program; analyze panel data by Fixed Effects method.

The research showed that the capital structure has a significant negative relationship with operating performance and diversification both related and a non-related business has no significant relationship with operating performance. Due to the relative distribution of investment, it does not affect the results of operations. Also the diversification into non-related businesses can improve the business, but may not reflect Tobin's Q. This research also found that control variables were cash flows, which were correlated in line with operating performance significantly.

กิตติกรรมประกาศ

งานนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยความรู้และความอนุเคราะห์อย่างยิ่งจากอาจารย์ ดร.กา
รณ สุขสองห้อง อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์ ที่ได้เสียสละเวลาอันมีค่าให้คำแนะนำ ช่วยเหลือและ
เสนอความคิดเห็นที่มีคุณค่าตลอดจนการแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ใ้ทำงานนิพนธ์ฉบับนี้เสร็จสมบูรณ์
ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณคณะกรรมการสอบงานนิพนธ์ทุกท่าน ที่กรุณาใช้เวลาให้คำ
ชี้แนะและแนะนำแนวทางที่ถูกต้อง เพิ่มเติมอันเป็นประโยชน์อย่างยิ่งสำหรับการแก้ไขข้อบกพร่อง
ต่าง ๆ เพื่อให้งานนิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น รวมถึงคณาจารย์ในภาควิชาการบัญชีและ
การเงินทุกท่าน ที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ต่าง ๆ ให้แก่ข้าพเจ้า นอกจากนี้ ข้าพเจ้าขอกราบ
ขอบพระคุณคณาจารย์ของข้าพเจ้าทุกท่านตั้งแต่ในอดีตจนถึงปัจจุบันที่ได้กรุณาถ่ายทอดวิชาความรู้
อันมีค่าแก่ข้าพเจ้า

สุดท้าย ข้าพเจ้าขอกราบขอบพระคุณ บิดา มารดา ที่มอบความรัก ความห่วงใย การดูแล
ตลอดจนการอบรมสั่งสอนให้ข้าพเจ้ามีความมานะพยายาม อดทน คอยเป็นกำลังใจและสนับสนุน
ส่งเสริมในทุก ๆ ด้าน มาโดยตลอด รวมถึงพี่ชายและสมาชิกทุกคนในครอบครัวของข้าพเจ้า ซึ่งเป็น
กำลังใจที่สำคัญของข้าพเจ้า ตลอดจนพี่ ๆ เพื่อน ๆ ทุกคนที่คอยให้ความช่วยเหลือ ให้คำปรึกษา และ
เป็นกำลังใจให้ข้าพเจ้าด้วยดีเสมอมาจนทำให้งานนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี คุณประโยชน์
ที่ได้รับจากงานนิพนธ์ฉบับนี้ข้าพเจ้าขอมอบเป็นเครื่องบูชาพระคุณบิดา มารดา ครูอาจารย์
ตลอดจนผู้มีพระคุณทุกท่านดังที่ได้กล่าวมาแล้ว

จิตติยา คุณขาว

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ	ช
สารบัญตาราง	ฌ
สารบัญรูปภาพ	ญ
บทที่ 1 บทนำ	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์.....	3
สมมติฐาน	3
กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	4
ขอบเขตงานวิจัย.....	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	5
นิยามศัพท์เฉพาะ.....	5
บทที่ 2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Modigliani-miller theory).....	6
ทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off theory).....	6
ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory).....	7
ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory).....	8
ทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency costs)	9
แนวคิดเกี่ยวกับกระแสเงินสด.....	10

แนวคิดการกระจายการลงทุน (Diversification)	11
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	12
บทที่ 3 ระเบียบวิธีวิจัย.....	16
ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	16
ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร	18
การเก็บรวบรวมข้อมูล	22
การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล	22
บทที่ 4 ผลการวิจัย	23
ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา.....	23
ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม	26
วิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Panel Least Squares แบบ Fixed effects	29
บทที่ 5 ระเบียบวิธีวิจัย.....	31
สรุปผลการวิจัย	31
อภิปรายผล.....	31
ข้อเสนอแนะที่ได้จากงานวิจัย.....	32
ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไป	33
บรรณานุกรม	34
ประวัติย่อของผู้วิจัย	39

สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 3-1 จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา.....	17
ตารางที่ 3-2 จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	17
ตารางที่ 3-3 ตัวแปรควบคุมและการวัดค่าตัวแปร	21
ตารางที่ 4-1 ร้อยละของบริษัทที่ใช้ในการศึกษาแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	24
ตารางที่ 4-2 ข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษา.....	24
ตารางที่ 4-3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม.....	27
ตารางที่ 4-4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Panel EGLS (Cross-section random effects)	28
ตารางที่ 4-5 Correlated random effects-Hausman test.....	29
ตารางที่ 4-6 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Panel Least Squares แบบ Fixed effects.....	30

สารบัญรูปภาพ

หน้า

ภาพที่ 1-1 กรอบแนวคิดของการวิจัย.....4



บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากอดีตที่ผ่านมา ข้อมูลทางบัญชีถูกนำมาใช้เป็นเครื่องมือสำคัญในการสะท้อนถึงผลการดำเนินงานของธุรกิจ ซึ่งข้อมูลทางบัญชีดังกล่าวได้นำมาใช้ในวัตถุประสงค์ที่แตกต่างกันออกไปตามความต้องการของแต่ละกลุ่มบุคคล เพื่อใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจของนักลงทุนและเจ้าของธุรกิจ ทุกกลุ่มนั้นต่างก็ต้องใช้ข้อมูลทางบัญชีด้วยกันทั้งสิ้น เนื่องจากบัญชีช่วยให้ผู้ประกอบการและผู้มีส่วนได้เสียทราบถึงฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานของธุรกิจและยังสามารถใช้การประมาณการและคาดการณ์ในอนาคต เพื่อประกอบการตัดสินใจทางเศรษฐกิจได้

โดยความต้องการเพื่อให้ผลการดำเนินงานของธุรกิจสูงสุดนั้น ธุรกิจต้องจัดหากลยุทธ์ในการดำเนินงานที่เหมาะสม ซึ่งกิจการส่วนใหญ่ใช้กลยุทธ์ในการกระจายการลงทุนมากขึ้นเพื่อลดความเสี่ยงในการทำธุรกิจและหาแนวร่วมทางธุรกิจมากขึ้น อีกทั้งการกระจายการลงทุนนั้นต้องอาศัยเงินทุนเพื่อมาใช้ในการขยายกิจการ จากทบทวนวรรณกรรมในอดีตได้มีการศึกษาความสัมพันธ์โครงสร้างเงินทุนและผลการดำเนินงาน เช่น วิจิตรา จำลองราษฎร์ (2557) ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าของกิจการภายใต้ภาวะความไม่สมมาตรของข้อมูล และงานวิจัยของ ภัทรพร แซ่เล้า (2558) ศึกษาเกี่ยวกับการกระจาย การการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่ากิจการ

โครงสร้างเงินทุนนั้นเป็นสิ่งที่สำคัญต่อธุรกิจเนื่องจากธุรกิจต่าง ๆ ถือว่าเงินทุนเป็นปัจจัยในการดำเนินธุรกิจ เมื่อธุรกิจมีการเติบโตบริษัทที่ต้องการเงินทุนในการขยายธุรกิจซึ่งแหล่งเงินทุนมาจากเงินทุนภายใน และเงินทุนภายนอก แหล่งเงินทุนแต่ละประเภทมีทั้งข้อดีและข้อเสียต่อบริษัทแตกต่างกันไป การกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกช่วยสร้างผลประโยชน์ทางภาษี ให้กับธุรกิจ แต่ก็ทำให้บริษัทมีต้นทุนในการล้มละลาย ที่เพิ่มสูงขึ้น การที่ธุรกิจจะเติบโตได้นั้น ธุรกิจต้องใช้กลยุทธ์และเงินทุนในการดำเนินธุรกิจ การกำหนดทิศทางของการดำเนินธุรกิจสามารถจำแนกได้สองลักษณะ ประการแรก คือ การเติบโตโดยมุ่งเน้นไปที่ความสามารถเฉพาะขององค์กรที่มีอยู่แล้ว ประการที่สอง คือการกระจายไปสู่กลุ่มธุรกิจในอุตสาหกรรมอื่น (ญาณิษฐ์ บัณฑิต 2558) ซึ่งธุรกิจส่วนใหญ่จะใช้กลยุทธ์ในการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ เพื่อลดความเสี่ยงในการทำธุรกิจ

การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ได้แบ่งออกเป็นการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจอื่นที่มีความสัมพันธ์กัน และการกระจายการลงทุนไปสู่ธุรกิจอื่นที่ไม่สัมพันธ์กัน โดยธุรกิจที่ได้กระจายการลงทุนไปอุตสาหกรรมอื่นที่มีความสัมพันธ์กับธุรกิจเดิมนั้น อาจเป็นความสัมพันธ์ในความรู้และประสบการณ์ในการดำเนินงานและช่องทางการกระจายสินค้า เป็นต้น ส่วนการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน ธุรกิจอาจมีความต้องการขยายตัวและเล็งเห็นโอกาสในการดำเนินธุรกิจอื่น ๆ ที่ไม่เกี่ยวข้องกันกับธุรกิจเดิม ซึ่งการกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้น จะทำให้เกิดต้นทุน และประโยชน์ ประโยชน์คือประสิทธิภาพเพิ่มขึ้นจากการแบ่งปันห่วงโซ่มูลค่า ส่วนต้นทุนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ คือ การใช้ทรัพยากรเพิ่มขึ้นในการดำเนินการลงทุน ซึ่งอาจทำให้มูลค่าของกิจการลดลง อีกทั้งการกระจายการลงทุนทางธุรกิจส่วนใหญ่มักจะกระจายการลงทุนโดยการซื้อกิจการที่ดำเนินงานอยู่แล้ว ซึ่งแต่ละธุรกิจมีวัฒนธรรมองค์กรและธุรกิจที่แตกต่างกัน เป็นสาเหตุให้ผู้บริหารไม่สามารถควบคุมการดำเนินงานให้มีประสิทธิภาพได้ และอาจส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นลดลงจากการกระจายการลงทุนดังกล่าว

จากการทบทวนวรรณกรรมหลายฉบับซึ่งได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างเงินทุน การกระจายความเสี่ยง กับผลการดำเนินงาน ซึ่งงานวิจัยนั้นได้แสดงผลการวิจัย ที่แตกต่างกันออกไปได้พบว่า โครงสร้างเงินทุน การกระจายความเสี่ยง นั้นมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน และมีงานวิจัยที่ให้ความเห็นที่ได้แย้งกันพบว่าโครงสร้างเงินทุน การกระจายความเสี่ยง มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงาน เช่น Salim and Yadav (2012) พบว่า โครงสร้างเงินทุน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วน Tobin's Q ซึ่งแย้งกับ Zeitun and Tian (2014) พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีผลเชิงลบกับตัววัดความสามารถในการดำเนินงาน อีกทั้งงานวิจัยของ Rumelt (1982) พบว่า การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่คล้ายกันจะทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น และ Berger and Ofek (1995) พบว่า การกระจายการลงทุนมีผลเป็นลบกับมูลค่ากิจการ ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ล้วนส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของธุรกิจและนักลงทุนในธุรกิจทั้งสิ้นและผลการวิจัยนั้นให้ผลการศึกษาที่แตกต่างกันออกไป

ดังนั้นผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายความเสี่ยง โครงสร้างเงินทุน กับผลการดำเนินงาน โดยศึกษากลุ่มตัวอย่างจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ผลการศึกษจะทำให้เราทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายความเสี่ยง โครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานและเพื่อเป็นประโยชน์ต่อผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น เจ้าหนี้หรือผู้ให้กู้ยืม นักลงทุน นักวิเคราะห์ตลาดคนผู้ใช้งบการเงินทั่วไป เพื่อให้เป็นแนวทางการตัดสินใจของผู้บริหารว่าควรใช้กลยุทธ์การกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจหรือไม่ และเพื่อให้ นักลงทุนสามารถตัดสินใจว่าจะลงทุนกับกิจการหรือไม่ และในส่วนของโครงสร้างเงินทุนของ

บริษัทนั้นสามารถแสดงถึงการส่งสัญญาณของผู้บริหารถึงนักลงทุนได้ ซึ่งถ้าบริษัทการก่อหนี้ที่น้อยลงก็จะสามารถช่วยลดดอกเบี้ยและทำให้กำไรของบริษัทเพิ่มขึ้นซึ่งจะสามารถสะท้อนต่อมูลค่าของหุ้นและส่งผลให้ราคาหุ้นเกิดการเปลี่ยนแปลงได้ และเพื่อให้ให้นักลงทุนนำไปใช้ในการตัดสินใจในการลงทุน ได้อย่างถูกต้องและเหมาะสมมากยิ่งขึ้น

วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน กระแสเงินสดอิสระ การกระจายความเสี่ยงกับผลการดำเนินงาน

สมมติฐาน

จากทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off theory) เป็นการใช้แหล่งเงินทุนกู้ยืมที่มีต้นทุนต่ำกว่าการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยข้อดี คือดอกเบี้ยจ่ายจากการกู้ยืมสามารถช่วยในการประหยัดค่าใช้จ่ายทางภาษี ดังนั้นการกู้ยืมอาจจะมีส่วนทำให้บริษัทมีผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามหากบริษัทมีการกู้ยืมมากเกินไปจนมีอัตราหนี้สินสูงมาก ๆ อาจทำให้บริษัทมีความเสี่ยงที่จะไม่สามารถชำระหนี้ได้ จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงาน จึงทำให้ผู้วิจัยคาดว่าโครงสร้างเงินทุนอาจมีความสัมพันธ์ในทิศทางเป็นลบกับผลการดำเนินงานดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

สมมติฐานที่ 1: โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เป็นลบกับผลการดำเนินงาน

จากแนวคิดการกระจายการลงทุนซึ่งเป็นการขยายธุรกิจไปยังธุรกิจใหม่ที่ไม่มีความสัมพันธ์กับธุรกิจเดิมและเป็นการขยายธุรกิจไปยังธุรกิจใหม่ที่มีความสัมพันธ์กับธุรกิจเดิมซึ่งยังมีงานวิจัยให้ความคิดเห็นในหลายแนวทาง ซึ่งจากงานวิจัยพบว่า การกระจายธุรกิจไปยังธุรกิจใหม่ที่มีความสัมพันธ์เดิมกับธุรกิจจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานดีขึ้นซึ่งจะส่งผลให้ธุรกิจประหยัดจากขนาดของการผลิตดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานการวิจัย ดังนี้

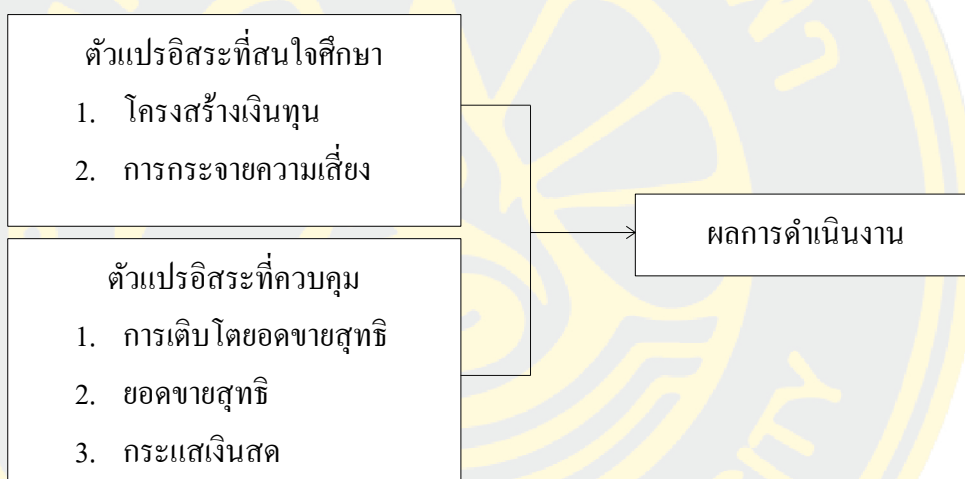
สมมติฐานที่ 2: การกระจายความเสี่ยงไปยังธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กันมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับผลการดำเนินงาน

ซึ่งมีงานวิจัยหลายฉบับ พบว่า การกระจายธุรกิจไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กับธุรกิจเดิมจะช่วยให้การจากความเสี่ยงของเศรษฐกิจได้ และถ้าบริษัทการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันนั้นอาจส่งผลให้ผลการดำเนินงานต่ำลง จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายความเสี่ยงกับผลการดำเนินงาน จึงทำให้ผู้วิจัยคาดว่า การกระจายความเสี่ยงอาจมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน

สมมติฐานที่ 3: การกระจายความเสี่ยงไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กันมีความสัมพันธ์เป็นลบกับผลการดำเนินงาน

กรอบแนวคิดในการวิจัย

การทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับ โครงสร้างเงินทุน กระแสเงินสดอิสระ การกระจายความเสี่ยงและผลการดำเนินงานผู้วิจัยสามารถจำแนกตัวแปรออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ ตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม โดยตัวแปรอิสระแบ่งเป็น 2 กลุ่มย่อย ได้แก่ ตัวแปรอิสระที่สนใจศึกษาและตัวแปรอิสระที่ควบคุม ซึ่งส่วนนี้จะแสดงกรอบแนวคิดตามที่เสนอในภาพที่ 1-1



ภาพที่ 1-1 กรอบแนวคิดของการวิจัย

ขอบเขตงานวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายความเสี่ยง โครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงาน โดยมีขอบเขตงานวิจัย ดังนี้

1. ประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 โดยใช้ข้อมูลจากรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้คำนวณดัชนี โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสืบค้นข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วันที่ 13 ธันวาคม พ.ศ. 2559 กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 ซึ่งยกเว้นบริษัทข้อมูลไม่ครบ 5 ปี และ บริษัทในอุตสาหกรรมการเงินทั้งในภาคธนาคาร สถาบันการเงิน บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ และบริษัทประกันชีวิต เนื่องจากโครงสร้างทาง

2. การเงินต่างไปจากธุรกิจอื่น ๆ นอกจากนี้ยังต้องเป็นธุรกิจที่สามารถระบุรหัสอุตสาหกรรม (TSIC Code) ได้ทั้งบริษัทใหญ่และบริษัทย่อย

3. ใช้ข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี ในช่วงปี พ.ศ. 2555-พ.ศ. 2559 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.setsmart.com) เว็บไซต์กรมพัฒนาธุรกิจการค้า (www.dbd.go.th) แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) และหมายเหตุประกอบงบ

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อให้ผู้บริหารเข้าใจการกระจายการลงทุนมากขึ้นและสามารถตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินกลยุทธ์ที่เหมาะสม ว่าควรกระจายการลงทุนทางธุรกิจอย่างไร เพื่อให้ธุรกิจมีผลการดำเนินงานที่ดีที่สุด

2. เพื่อให้ผู้บริหารเข้าใจความสัมพันธ์ของโครงสร้างเงินทุน และการกระจายความเสี่ยง ว่าควรกระจายความเสี่ยง และการมีหนี้สินที่สูงเกินไปนั้นส่งผลอย่างไรต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อให้บริษัทนำไปปรับกับธุรกิจใช้เพื่อผลการดำเนินงานที่ดีมากขึ้น

3. เพื่อให้นักลงทุนสามารถเห็นการดำเนินธุรกิจจากทิศทางการขยายกิจการเพื่อให้ให้นักลงทุนสามารถใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

4. เพื่อให้เป็นประโยชน์สำหรับนักศึกษาและทำความเข้าใจ โครงสร้างเงินทุน การกระจายความเสี่ยง และผลการดำเนินงาน ว่ามีความสัมพันธ์และผลกระทบในลักษณะ และทิศทางใด ซึ่งอาจจะนำผลที่ได้จากงานวิจัยนี้ไปทำการศึกษาเพิ่มเติมต่อไป

นิยามศัพท์เฉพาะ

โครงสร้างเงินทุน หมายถึง เงินทุนที่เกิดจากการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายในและภายนอก เช่น การออกหุ้นกู้ การกู้ยืมระยะยาว เป็นต้น โดยใช้อัตราหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

ผลการดำเนินงาน หมายถึง การวัดผลการปฏิบัติงานของบริษัทตามแนวคิด Tobin's Q โดยใช้มูลค่าทางการตลาดทั้งหมดของบริษัทหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์โดยมูลค่าทางการตลาดมาจากมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญและหนี้สิน

การกระจายความเสี่ยง หมายถึง เป็นการกระจายธุรกิจไปในหลายสายธุรกิจ เพื่อสร้างความหลากหลายและความแตกต่างในการดำเนินงาน โดยแบ่งออกเป็น 2 แบบ คือ การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันและการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน กระแสเงินสดอิสระ การกระจายความเสี่ยง และผลการดำเนินงาน ในด้านการกระจายความเสี่ยงนั้น งานวิจัยฉบับนี้จะแสดงโดยสัดส่วนการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจทั้งที่สัมพันธ์กันและไม่สัมพันธ์กัน โดยผู้วิจัยได้ทบทวนวรรณกรรม ดังนี้

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Modigliani-miller theory)

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนได้ถูกเสนอขึ้นครั้งแรกโดย Modigliani and Miller (1958) เรื่อง “Irrelevance theory of capital structure” ซึ่งทฤษฎีนี้ต้องการพิสูจน์ว่าการจัดหาเงินทุนไม่มีผลต่อมูลค่ากิจการแต่มูลค่าของบริษัทจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจลงทุนของกิจการในตลาดทุนที่สมบูรณ์ภายใต้สมมติฐาน 6 ประการ ได้แก่ ไม่มีค่านายหน้าในการซื้อขายหลักทรัพย์ ไม่มีค่าภาษี ไม่มีต้นทุนล้มละลาย ผู้ลงทุนสามารถกู้เงินได้ในอัตราดอกเบี้ยเท่ากับกิจการ ผู้ลงทุนมีข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนในอนาคต การใช้นี้สินไม่มีผลกระทบต่อกำไรหรือผลขาดทุนก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้ (EBIT)

โดยทฤษฎีนำเสนอในครั้งนี้แบ่งบริษัทออกเป็น 2 ประเภท คือ บริษัทที่ไม่มีการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก (Unlevered firm) และ บริษัทที่มีการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกในระดับหนึ่ง (Levered firm) หากละเว้นการพิจารณาเรื่องภาษีจะพบว่ามูลค่าของกิจการทั้ง 2 ประเภทจะเท่ากันในทุกกรณี และในภายหลัง คือ ปี ค.ศ. 1963 ได้มีการพิจารณาเรื่องภาษีเงินได้นิติบุคคล พบว่า การกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกก่อให้เกิดผลประโยชน์ทางภาษีกับบริษัท ดังนั้น ยิ่งการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกเพิ่มมากขึ้นเท่าใด จะยิ่งทำให้ต้นทุนเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักลดลง และโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุดสำหรับบริษัท คือ เมื่อมีสัดส่วนการกู้ยืมเงินจากแหล่งภายนอกคิดเป็นร้อยละ 100 ของเงินทุนทั้งหมด ซึ่งพบว่าไม่สอดคล้องกับความจริง

ทฤษฎีแลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off theory)

ทฤษฎีนี้ถูกนำเสนอเป็นครั้งแรกโดย Kraus and Litzenberger (1973); (Myers 1977) เป็นการเปรียบเทียบต้นทุนและประโยชน์จากการก่อหนี้และ หาโครงสร้างเงินทุนที่ดีที่สุด ทฤษฎีนี้ว่าในการระดมทุนของบริษัทแหล่งเงินทุนจะประกอบไปด้วย 2 ส่วน คือ แหล่งเงินทุนภายในและ

แหล่งเงินทุนภายนอก โดยข้อดีของการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกหรือการกู้ยืม คือ ดอกเบี้ยจากการกู้ยืมสามารถช่วยบริษัทประหยัดค่าใช้จ่ายทางภาษี ในทางตรงกันข้าม ก็ทำให้บริษัทเกิดสถานะกดดันทางการเงิน (Financial distress) ซึ่งทำให้เกิดต้นทุนอีกหนึ่งอย่างเพิ่มขึ้นมา คือ ต้นทุนในการล้มละลาย (Bankruptcy cost) ซึ่งทำให้มูลค่าของกิจการลดลงผลประโยชน์จากการก่อหนี้ มี 2 ข้อ คือ

2.1. ผลประโยชน์ทางภาษี การก่อหนี้สินช่วยให้กิจการประหยัดภาษีได้เนื่องจากสามารถนำดอกเบี้ยจ่ายเป็นค่าใช้จ่ายก่อนเสียภาษีเงินได้นิติบุคคล

2.2. หนี้สินช่วยควบคุมการบริหาร (Adds discipline to management) หากบริษัทมีหนี้สินมาก ผู้บริหารจะต้องทำงานหนักมากขึ้น เพื่อให้กิจการมีกระแสเงินสดมาบริหารงานภายในกิจการ การจัดการองค์กรให้มีผลการดำเนินงานที่ดี และมีเงินสามารถชำระเงินต้นและดอกเบี้ยได้ การมีหนี้สินจึงเป็นกลไกหนึ่งในการช่วยควบคุมผู้บริหารให้ทำงานอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ต้นทุนของการก่อหนี้มีดังต่อไปนี้

ต้นทุนล้มละลาย (Bankruptcy costs) ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ

1. ภาวะที่อาจเกิดการล้มละลาย (The probability of bankruptcy) จะทำให้ผู้เกี่ยวข้องกับกิจการหลีกเลี่ยงที่จะทำธุรกิจกับกิจการ เช่น ผู้จัดหา วัตถุดิบ ลูกค้า เป็นต้น

2. ภาวะที่เกิดการล้มละลาย (The cost of going bankrupt) โดยแบ่งออกเป็น ค่าใช้จ่ายทางตรง เช่น ค่าใช้จ่ายทางกฎหมาย ค่าที่ปรึกษา ค่าจ้างบริหารประมวลทรัพย์สิน และค่าใช้จ่ายในการชำระบัญชีในกรณีปิดกิจการ ซึ่งเป็นต้นทุนล้มละลายทางตรง และค่าใช้จ่ายทางอ้อม คือ ค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้น เนื่องจากบุคคลทั่วไปรับรู้ว่าการกิจการมีปัญหาด้านการเงิน ดังนั้น จึงเกิดการสูญเสียรายได้จากการขายสินค้า ค่าใช้จ่าย เหล่านี้จะทำให้มูลค่าหุ้นหรือราคาของผู้ถือหุ้นลดลง ดังนั้น ถ้ามีหนี้ในระดับต่ำ ต้นทุนล้มละลายก็ต่ำ ถ้ามีหนี้ ในระดับสูง ต้นทุนล้มละลายก็สูง ดังนั้น ทฤษฎีนี้จึงเป็นการกล่าวถึงการวางโครงสร้างเงินทุนของบริษัทโดยพิจารณาจากข้อดีและข้อเสียของแหล่งเงินทุนและรวมถึงต้นทุนการก่อหนี้ที่จะเกิดขึ้น

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory)

ทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้นเสนอโดย Myers and Majluf (1984) กล่าวว่า บริษัทไม่จำเป็นต้องมีสัดส่วนโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม หรือถ้าบริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม ต้นทุนจากการจัดหาเงินทุนจากภายนอกจะมีความสำคัญกว่าต้นทุนที่เกิดจากโครงสร้างเงินทุนที่ไม่เหมาะสมของบริษัท บริษัทจะจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น โดยใช้เงินทุนภายในบริษัทก่อน ซึ่งก็คือกำไรสะสม และหลักทรัพย์ที่อยู่ในความต้องการของตลาด และหากเงินที่ระดมทุนได้มาไม่เพียงพอต่อการลงทุน บริษัทจะจัดหาเงินทุนจากภายนอกโดยเลือกหลักทรัพย์ที่มีความปลอดภัย

มาก ที่สุดก่อน ซึ่งสามารถเรียงลำดับได้ ดังนี้คือ กู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก หุ้นกู้ แปลงสภาพ และส่วนทุน ตามลำดับเนื่องจาก Myers and Majluf (1984) มีแนวคิดที่สำคัญ คือ ความสมมาตรของข้อมูล คือ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลซึ่งข้อมูลที่ผู้บริหารของบริษัทจะมี ข้อมูลภายในบริษัทที่มากกว่านักลงทุน เพราะฉะนั้น ผู้บริหารจะออกหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูง เมื่อราคาของมันมีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น นักลงทุนซึ่งก็รู้ถึงปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของ ข้อมูลนี้จะลดราคาหลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงทั้งที่ออกใหม่และมีอยู่เดิม เมื่อมีการประกาศ เสนอขายหลักทรัพย์นี้ ดังนั้น ผู้จัดการจึงเลือกเงินทุนจากภายในก่อนแล้วจึงตามด้วยแหล่งเงินทุน จากภายนอกที่ปลอดภัยมากที่สุดก่อน และถ้าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนทำให้ราคาหุ้นลดต่ำลง จนทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมเสียผลประโยชน์ ผู้บริหารก็อาจจะไม่จัดหาเงินทุนโดยจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน และยกเลิกการลงทุนในโครงการนั้นไป ถึงแม้ว่าการลงทุนในโครงการนั้นจะให้มูลค่าปัจจุบันสุทธิ เป็นบวก

ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

Modigliani and Miller (1958) ได้พัฒนาทฤษฎีตัวแทนขึ้น และ Jensen and Meckling (1976) ได้ขยายขอบเขตทฤษฎี พบว่า ทุกคนมีแรงผลักดันในการทำเพื่อประโยชน์ส่วนตนด้วยกัน ทั้งสิ้น ผู้บริหารของทุกธุรกิจนั้นก็พยายามหาทางในการสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับตนเอง ซึ่งผู้เป็นเจ้าของกิจการ (ผู้ถือหุ้น) กับผู้บริหาร ต่างฝ่ายนั้นขัดแย้งกันทางผลประโยชน์ซึ่งกันและกัน โดยผู้บริหารนั้นจะตัดสินใจเพื่อให้ได้ผลประโยชน์ของตนเองให้มากที่สุด โดยผู้บริหารจะไม่สนใจ ว่าการตัดสินใจนั้นจะก่อให้เกิดประโยชน์หรือความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้เป็นเจ้าของกิจการหรือไม่ (อภิเดช แวสุวรรณ 2553)

เมื่อนำทฤษฎีนี้มาอธิบายกับธุรกิจ ความสัมพันธ์ทางธุรกิจเกิดจากการยินยอมพร้อมใจ ของทั้งสองฝ่ายคือตัวการ ผู้ลงทุนหรือผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท และ ตัวแทน ด้วยผู้บริหารของ บริษัทหรือคณะกรรมการของบริษัทซึ่งเป็นผู้บริหารขององค์กร โดยรับค่าตอบแทนเป็นเงินเดือน และโบนัสต่าง ๆ ทุกฝ่ายย่อมแสวงหาประโยชน์ของตัวเอง ซึ่งผู้ถือหุ้น (ตัวการ) ได้มอบหมายให้ ผู้บริหารดำเนินการแทน โดยที่ผู้ถือหุ้น ไม่อาจล่วงรู้การบริหารและการตัดสินใจที่แท้จริงได้ ย่อมทำให้เกิดต้นทุนจากการมอบอำนาจเกิดขึ้น (Agency costs) ซึ่งประกอบด้วย ต้นทุน ในการตรวจสอบผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร และต้นทุนในการจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจ ดำเนินการที่ไม่ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้น (วรศักดิ์ ทูมมานนท์ 2543)

ปัญหาเรื่องตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารของบริษัทเกิดขึ้นเนื่องจากรายได้ของบริษัทไม่ได้ ตกเป็นของผู้บริหารทั้งหมดเพราะผู้บริหาร ไม่ได้เป็นเจ้าของกิจการร้อยละ 100 โดยรายได้ของ กิจการจะต้องแบ่งสรรให้กับผู้ถือหุ้น และเจ้าหน้าที่ของกิจการด้วย ในขณะเดียวกัน

ที่ต้นทุนความเสี่ยงที่เกิดจากการบริหารงาน ผู้บริหารจะต้องเป็นคนแบกรับทั้งหมด ทำให้ผู้บริหารอาจจะไม่นำเงินไปลงทุนในโครงการที่เหมาะสม โดยอาจจะนำเงินทุนของบริษัทไปลงทุนในโครงการที่สร้างประโยชน์ให้แก่ผู้บริหารซึ่งนอกเหนือจากเงินเดือนที่ได้รับ ซึ่งส่งผลให้ส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง การแก้ปัญหาเรื่องตัวแทนในเรื่องนี้คือ ให้บริษัทก้อหนี้เพิ่มขึ้น เนื่องจากการก้อหนี้ที่เพิ่มขึ้นจะช่วยลดกระแสเงินสดของกิจการ (Free cash flow) ดังนั้น จะทำให้ผู้บริหารนำเงินไปลงทุนในโครงการที่ก้อประโยชน์อันสูงสุดให้กับธุรกิจ เพื่อนำส่วนนี้ไปจ่ายชำระหนี้ และทำให้ปัญหาเรื่องตัวแทนลดลง

ทฤษฎีต้นทุนตัวแทน (Agency costs)

เกิดขึ้นจากการควบคุมผลประโยชน์ที่ไม่สอดคล้องของผู้บริหาร ซึ่งเป็นตัวแทนในการบริหารงานให้กับผู้ถือหุ้น โดยการตัดสินใจที่ไม่สมบูรณ์อาจทำให้เกิดปัญหาในตัวแทนได้ เช่น ในด้านของการจัดการเงินทุน ผู้บริหารอาจไม่เลือกลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าสุทธิ (Net present value: NPV) ที่สูงที่สุด แต่อย่างหนึ่งที่เพิ่มขึ้นคือ ตัวแทนสนใจแต่ตัวเอง เนื่องจากผู้บริหารได้รับผลตอบแทนเป็นเงินเดือน ดังนั้น ผู้บริหารย่อมเลือกลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำ เพราะผู้บริหารจะไม่ได้รับประโยชน์ส่วนเพิ่มจากโครงการนั้น ๆ แม้ว่าโครงการนั้นผลตอบแทนสูงแต่โครงการที่มีผลตอบแทนสูงย่อมจะมีความเสี่ยงสูงไปด้วย ขณะเดียวกันหากบริหารงานล้มเหลวก็ย่อมมีผลกระทบต่อตำแหน่งหน้าที่การงานของผู้บริหาร ส่วนผู้ถือหุ้นจะชอบผู้บริหารที่ตัดสินใจลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงเพราะย่อมจะได้รับผลตอบแทนที่สูง ซึ่งเป็นการเพิ่มความมั่งคั่งให้แก่ตัวผู้ถือหุ้นเอง ดังนั้นการตัดสินใจของฝ่ายบริหารอาจทำให้เกิดการสูญเสียของมูลค่าในบริษัทเพราะโครงการที่ดีที่สุดไม่ถูกเลือก

รูปแบบของต้นทุนตัวแทน (Agency costs) ที่เกิดจากปัญหาตัวแทน มีอย่างน้อย

3 รูปแบบ คือ

1. ตรวจสอบค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการกระทำของผู้บริหาร
2. ค่าใช้จ่ายที่ผูกผันในข้อสัญญา
3. การสูญเสียเนื่องจากการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร

จากสมมติฐานของ Jensen and Meckling (1976) ได้เชื่อมโยงกระแสเงินสดอิสระเข้ากับทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) กระแสเงินสดที่เป็นบวกเป็นผลมาจากบริษัทใช้ทรัพยากรอย่างไม่มีประสิทธิภาพและการลงทุนที่ได้ผลตอบแทนต่ำกว่าต้นทุนเงินทุน นอกจากนี้ การมีกระแสเงินสดมากเกินไปนำไปสู่การมีต้นทุนตัวแทน (Agency costs) ซึ่งผู้ถือหุ้นเป็นคนรับภาระในส่วนนี้

แนวคิดเกี่ยวกับกระแสเงินสด

งบกระแสเงินสด (Cash flow statement) เป็นส่วนหนึ่งของงบการเงิน ซึ่งแสดงถึงกระแสเงินสดเข้า และกระแสเงินสดออกและรายการเทียบเท่าเงินสดของกิจการในรอบระยะเวลาหนึ่ง (พรชนก รัตนไพจิตร 2548) งบกระแสเงินสดเป็นแหล่งสำคัญข้อมูลที่สำคัญที่ผู้ใช้งบการเงินสามารถประเมินการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์สุทธิรวมไปถึงความสามารถในการชำระหนี้ พระราชบัญญัติการบัญชี พ.ศ. 2543 ได้มีการออกประกาศ ก.บช. ฉบับที่ 42 (พ.ศ. 2543) ได้กำหนดมาตรฐานฉบับที่ 25 เรื่องของงบกระแสเงินสด เพื่อแสดงการได้มาและการใช้ไปของเงินสดของกิจการโดยแยกกิจกรรมเป็น 3 กิจกรรมคือ กิจกรรมการดำเนินงาน กิจกรรมการลงทุน และกิจกรรมการจัดหาเงิน

งบกระแสเงินสดมีการปรับปรุงมาแล้วหลายครั้ง ฉบับปัจจุบันเป็นมาตรฐานฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2559) และให้ถือปฏิบัติกับงบการเงิน วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2560 เป็นต้นไป วัตถุประสงค์ของมาตรฐานการบัญชีฉบับนี้ คือ เพื่อเป็นการให้ข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงในอดีตของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดของกิจการ ผ่านทางงบกระแสเงินสด ซึ่งจำแนกกระแสเงินสด ในระหว่างรอบระยะเวลาเป็นเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน กิจกรรมลงทุน และกิจกรรมจัดหาเงินโดยบริษัทจะต้องจัดทำงบกระแสเงินสดให้เป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีกำหนด เพื่อเป็นประโยชน์ให้กับผู้ใช้งบการเงินในการประเมินผลกระทบในกิจกรรมต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นต่อฐานะทางการเงินของกิจการ โดยลักษณะของงบกระแสเงินสดในแต่ละกิจกรรมสามารถสรุปได้ ดังนี้

กระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงาน (Cash flow from operating activities: CFO)
กระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงาน เป็นกระแสเงินสดที่เกิดจากกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ จะเป็นผลจากรายการต่าง ๆ ที่เกิดจากการคำนวณกำไรสุทธิ กระแสเงินสดจากกิจกรรมการดำเนินงานนี้ จะเป็นเครื่องบ่งชี้ความสามารถของกิจการในการเกิดกระแสเงินสดที่สามารถใช้ได้เพียงพอในการดำเนินธุรกิจ ความสามารถในการจ่ายชำระหนี้ และเพื่อการลงทุนใหม่โดยไม่พึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอก

กระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุน (Cash flow from investing activities: CFI)
กระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุน หมายถึง กระแสเงินสดที่เกิดจากการซื้อและจำหน่ายสินทรัพย์ระยะยาวและเงินทุนอื่นจากกิจการ ซึ่งไม่รวมในรายการเทียบเท่าเงินสด ซึ่งกระแสเงินสดจากกิจกรรมการลงทุนนี้ ทำให้ผู้ใช้งบการเงินทราบว่าธุรกิจมีกระแสเงินสดจ่ายในการลงทุนเพื่อให้เกิดกระแสเงินสดรับในอนาคต เช่น เงินสดจ่ายเพื่อซื้อที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ เงินสดจ่ายเพื่อซื้อเงินลงทุน เป็นต้น

กระแสเงินสดจากกิจกรรมการจัดหาเงิน (Cash flow from financing activities: CFF) กระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงิน หมายถึง กระแสเงินสดที่ก่อให้เกิดจากการก่อหนี้ระยะสั้น และระยะยาว มีผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงต่อขนาดขององค์กร ส่วนของเจ้าของและส่วนของการกู้ยืมกิจการ เช่น การออกหุ้นเพิ่มทุน การออกหุ้นกู้แปลงสภาพ เป็นต้น

ผู้ใช้งบทั้งผู้บริหารและนักลงทุน สามารถประเมิน สภาพคล่องของกิจการได้ อีกทั้ง ข้อมูลกระแสเงินสดให้ประโยชน์ในการประเมินความสามารถของกิจการในการก่อให้เกิดเงินสด หรือรายการเทียบเท่าเงินสด ยังทำให้ผู้ใช้งบการเงินสามารถนำไปสร้างแบบจำลองเพื่อประเมิน และเปรียบเทียบมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการที่ต่างกัน รวมทั้งช่วยเพิ่มความสามารถในการเปรียบเทียบกันได้ของผลการดำเนินงานที่รายงาน โดยกิจการที่แตกต่างกันได้

นักวิจัยจากหลายที่ได้ศึกษาความสำคัญของรายการเงินสด โดยกระแสแล้วเงินสด มีความสำคัญต่อการตัดสินใจในการลงทุน บริษัทที่มีเงินสดสูงย่อมมีโอกาสลงทุนสูงมากกว่า บริษัทที่มีเงินสดน้อย (Habib 2011) ซึ่งการมีเงินสดที่สูงนั้นสามารถนำไปลงทุนกับ โครงการใหม่ ๆ และนำไปขยายกิจการ

แนวคิดการกระจายการลงทุน (Diversification)

การเติบโตทางธุรกิจเป็นกลยุทธ์ที่มุ่งเน้นการลงทุน การขยายตลาดและการขยายไปยังอุตสาหกรรมใหม่ ๆ การกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้นเป็นอีกกลยุทธ์ในการเติบโตที่สำคัญที่มีการใช้กันอย่างแพร่หลายในธุรกิจ โดยการกระจายทางธุรกิจนั้นสามารถแบ่งออกเป็น 2 แนวทาง คือ การกระจายการลงทุนทางธุรกิจเชิงอุตสาหกรรม (Industrial diversification) และการกระจายการลงทุนทางธุรกิจเชิงภูมิศาสตร์ (Geographic diversification)

การกระจายการลงทุนทางธุรกิจเชิงอุตสาหกรรม (Industrial diversification)

เป็นการกระจายการดำเนินงานไปในหลายสายธุรกิจ เพื่อสร้างความหลากหลายและความแตกต่างในการดำเนินงาน ซึ่งอาจเกี่ยวข้องหรือไม่เกี่ยวข้องกับสายธุรกิจเดิมของกิจการก็ได้

การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจใหม่ที่มีความสัมพันธ์กับธุรกิจเดิม (Related diversification)

การใช้ประโยชน์จากทรัพยากรที่มีอยู่ในการเพิ่มสินค้าหรือบริการใหม่ที่มีการใช้เทคโนโลยีและเครื่องมือทางการตลาดร่วมกันกับสินค้าเดิมของกิจการ (Rumelt 1974) หรือ อีกนัยหนึ่ง คือ การมีห่วงโซ่มูลค่า เดียวกันกับธุรกิจในปัจจุบันก่อให้เกิดโอกาสในการเคลื่อนย้ายทักษะและความเชี่ยวชาญทั้งทางด้านความรู้และเทคโนโลยีต่าง ๆ เพื่อไปสู่ธุรกิจใหม่ การเกิดความสอดคล้องทางธุรกิจนั้นส่งผลทำให้ธุรกิจมีต้นทุนที่ต่ำลงจากการประหยัดจากขอบเขต การผลิต (Economies of scope) ที่มีการใช้สายการผลิตร่วมกันและการประหยัดจากขนาดของ

การผลิต (Economies of scale) ที่จำนวนการผลิตมีเพิ่มมากขึ้นจากการขยายไปยังสายธุรกิจใหม่ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจเดิม (ศิริรักษ์ ชลารักษ์ 2548)

การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจใหม่ที่ไม่มีความสัมพันธ์กับธุรกิจเดิม (Unrelated diversification)

การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจใหม่ที่ไม่สอดคล้องกับธุรกิจเดิม แต่จะเน้นการสนใจในธุรกิจใหม่ที่สามารถทำกำไรให้ได้มากที่สุด โดยส่วนมากจะขยายตัวเข้าไปซื้อกิจการที่มีอยู่แล้ว ส่งผลให้กิจการกระจายความเสี่ยงได้ซึ่งเป็นการเคลื่อนย้ายการลงทุนจากธุรกิจที่มีความเติบโตต่ำไปยังธุรกิจที่มีการเติบโตสูง (ภัทรพร แซ่เล้า 2558) เป็นเรื่องยากที่กิจการจะรักษาเสถียรภาพสำหรับธุรกิจเดียว เนื่องจากธุรกิจบางประเภทได้รับผลกระทบจากความผันผวนของภาวะทางเศรษฐกิจ ดังนั้น การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความแตกต่างกันจะช่วยลดระดับความเสี่ยงจากความผันผวนของเศรษฐกิจได้ และระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันมีความสัมพันธ์เป็นลบกับผลการดำเนินงาน

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกระจายความเสี่ยง โครงสร้างเงินทุน และผลการดำเนินงาน ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ส่งผลต่อผลการดำเนินงาน โดยมีงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ดังนี้
โครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงานบริษัท

ในการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องของ Modigliani and Miller (1958) ได้กล่าวว่าโครงสร้างเงินทุนไม่เกี่ยวข้องกับมูลค่าของบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Zeitun and Tian (2007) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงาน จำนวน 167 บริษัท ผลการศึกษพบว่า โครงสร้างเงินทุนของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงลบกับตัววัดความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท ทั้งตัววัดมูลค่าทางบัญชีและมูลค่าตลาด Pouraghajan et al. (2012) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ تهران ในช่วงปี ค.ศ. 2006-2010 จำนวน 400 บริษัท ได้พบว่าอัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับความสามารถในการดำเนินงานและการลดอัตราส่วนหนี้สินลงจะส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นและช่วยเพิ่มความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร (2558) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้พบว่า อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์และผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น อีกทั้ง

Babaei, Shahveisi, and Jamshidinavid (2013) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างหนี้สินทางการเงินกับมูลค่าบริษัท โดยใช้ข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์เตหะราน ประเทศอิหร่าน ในช่วงปี ค.ศ. 2002-2012 พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อมูลค่ากิจการ อีกทั้งยังมีงานวิจัยที่ได้แย้งจากงานวิจัยที่กล่าวมาของ Chowdhury and Chowdhury (2010) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างเงินทุนต่อมูลค่ากิจการ ประเทศบังคลาเทศ ในปี ค.ศ. 1999-2003 พบว่าโครงสร้างเงินทุนมีผลกระทบเชิงบวกต่อมูลค่าบริษัท กล่าวคือ โครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมต้องมีการผสมผสานระหว่างสัดส่วนหนี้สินและทุน ซึ่งการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนจะมีผลต่อมูลค่าบริษัท ดังนั้น นโยบายทางการเงินของบริษัทผู้บริหารมักใช้สัดส่วนหนี้สินที่มากกว่าทุนในรูปแบบโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม Hermuningsih (2013) ศึกษาความสามารถในการทำกำไรโอกาสในการเติบโต โครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัท โดยใช้ข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ Bursa Efek ประเทศอินโดนีเซีย ในช่วงปี ค.ศ. 2006-2010 พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าบริษัท ดังนั้น บริษัทที่มีกำไรมากมีโอกาสในการเติบโตสูงและมีสัดส่วนหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนสูง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่เพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งมีทิศทางเดียวกันกับ Simona (2014) ศึกษาโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่ากิจการในตลาดหลักทรัพย์ Bucharest ประเทศโรมาเนีย ในปี ค.ศ. 2003-2012 โดยทำการวิเคราะห์สมการถดถอย 5 รูปแบบ พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าบริษัท ทั้งบริษัทที่มีโอกาสเติบโตต่ำและโอกาสในการเติบโตสูง ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี ส่งสัญญาณ Salim and Yadav (2012) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เบอร์ซ่าของประเทศมาเลเซีย จำนวน 237 บริษัท ได้พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วน Tobin's Q ในขณะที่โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ ในส่วนของ Jensen and Meckling (1976) ได้แสดงความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ซึ่งมีแนวโน้มว่าผู้บริหารจะเสียกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพื่อสร้างรายได้ และขยายขนาดของบริษัท และจะทำให้เกิดปัญหาหลงทุนมากเกินไป ความสามารถของผู้บริหาร ดังนั้น สามารถแก้ไขโดยการเพิ่มภาระหนี้สินให้มากขึ้น

การกระจายการลงทุนกับผลการดำเนินงาน

จากงานวิจัยในอดีตได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของบริษัท จากงานวิจัยของ Berger and Ofek (1995) ศึกษาผลกระทบของการกระจายการลงทุนที่มีต่อมูลค่าบริษัทและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยใช้มูลค่าส่วนเกิน เป็นตัววัดผลกระทบต่อมูลค่าบริษัท โดยรวมผลการศึกษา พบว่า มูลค่าส่วนเกินของบริษัทที่คำนวณได้เป็นลบ แสดงว่าการกระจายการลงทุนทำให้มูลค่ากิจการลดลง และผลการศึกษาดังกล่าว

สอดคล้องกับ Lang and Stulz (1994) Lamont and Polk (2002) และ สันติ ธิรพัฒน์ (2546) พบว่าการกระจายการลงทุนทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง อีกทั้งภัทรพร แซ่เล้า (2558) ศึกษาผลกระทบการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 พบว่า การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันและไม่สัมพันธ์กันนั้นไม่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Yiu, Bruton, and Lu (2005) ในประเทศจีน Ramaswamy, Li, and Pettit (2004) ประเทศอินเดีย Lee, Peng, and Lee (2008) ประเทศเกาหลีใต้ และ Khanna and Palepu (1997) ประเทศชิลี พบว่า กิจการที่มีการกระจายการลงทุนจะมีมูลค่าสูงกว่ากิจการที่มุ่งเน้นทำธุรกิจเดียว ซึ่งสอดคล้องกับ Choe, Dey, and Mishra (2014) ศึกษาในประเทศออสเตรเลีย พบว่า การกระจายการลงทุนทางธุรกิจส่งผลให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มมากขึ้นเฉลี่ยร้อยละ 12.4 ถึง 18 ศิรารักษ์ ชลารักษ์ (2548) พบว่า การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน และพบว่าระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Rumelt (1982) ได้พบว่า การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่คล้ายกันจะทำให้เกิดผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นเมื่อเทียบกับการกระจายการลงทุนที่ไม่สอดคล้องกัน เนื่องจากจะต้องเสียค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจากสภาพแวดล้อมใหม่ ๆ ไม่วุ่นวาย ซึ่งอาจส่งผลเสียต่อมูลค่าบริษัท ซึ่งสอดคล้องกับ Villalonga (2004) พบว่า การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความเกี่ยวข้องทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น ในขณะที่การกระจายการลงทุนที่ไม่เกี่ยวข้องกัน จะก่อให้เกิดมูลค่ากิจการลดลง แนวคิดนี้มีพื้นฐานทฤษฎีการลงทุนในธุรกิจที่ไม่สอดคล้องกันเป็นผลมาจากพฤติกรรมการลงทุนที่เกินควร มากกว่าทฤษฎีของกระแสเงินสดอิสระ จากการที่กิจการมีกระแสเงินสดอิสระที่เพิ่มขึ้นผู้บริหารต้องลงทุนให้ได้เพื่อให้ได้ผลตอบแทนสำหรับผู้บริหารเองมากที่สุด จึงเกิดปัญหาการลงทุนที่มีมูลค่าสุทธิเป็นลบมากเกินไป จึงส่งผลให้ผลการดำเนินงานต่ำลง Park and Jang (2013) พบว่า การกระจายการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกันมีความสัมพันธ์ที่เป็นบวกกับผลการดำเนินงานและการกระจายการลงทุนในธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกันให้ผลในเชิงลบกับผลการดำเนินงาน

กระแสเงินสด การเติบโตของยอดขาย ยอดขายสุทธิ กับผลการดำเนินงาน จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องของ Park and Jang (2013) ได้ศึกษา โครงสร้างเงินทุน กระแสเงินสดอิสระ การกระจายความเสี่ยง การวิเคราะห์แบบองค์รวม พบว่าตัวแปรควบคุม คือ กระแสเงินสด การเติบโตของยอดขาย ยอดขายสุทธิ มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและการเติบโตของยอดขาย ให้ผลที่สอดคล้องกับงานวิจัยของ อุบลวรรณ ชุนทอง (2560) ได้ศึกษา ความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวกับผลการดำเนินงานของ

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า ตัวแปรควบคุม การเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานและนอกจากนี้ Brush, Bromiley, and Hendrickx (2000)ยังพบว่า กระแสเงินสดจะส่งผลเชิงบวกต่อการเติบโตขององค์กรแต่กระแสเงินสดอิสระส่งผลเชิงลบต่อการเติบโตขององค์กร



บทที่ 3

ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายความเสี่ยง โครงสร้างเงินทุน กับ ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 เป็นการศึกษาเพื่อให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุน กระแสเงินสดอิสระ การกระจายความเสี่ยงกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ว่าปัจจัยเหล่านี้มีความสัมพันธ์กันในทิศทางใด โดยมีวิธีการดำเนินงานวิจัย ดังนี้

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 เนื่องจากเป็นกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูงและเป็นตัวแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดี รวมไปถึงเป็นกลุ่มบริษัทที่มีระดับการกระจายการลงทุนในระดับที่สูง โดยใช้ข้อมูลจากรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้คำนวณดัชนีโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสืบค้นข้อมูลวันที่ 13 ธันวาคม พ.ศ. 2559 ซึ่งศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 รวมทั้งสิ้นเป็นระยะเวลา 5 ปี โดยยกเว้นบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งประกอบด้วย ธนาคาร ประกันภัยและประกันชีวิต สถาบันการเงิน บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินต่างไปจากธุรกิจอื่น ๆ จำนวน 10 บริษัท ดังนั้น คงเหลือประชากรที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 90 บริษัท

กลุ่มตัวอย่าง

ข้อมูลที่ใช้สำหรับการศึกษาในครั้งนี้โดยการคัดเลือกจากกลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 โดยศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 รวมทั้งสิ้นเป็นระยะเวลา 5 ปี โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ มีเงื่อนไขว่าต้องเป็นบริษัทที่สามารถระบุรหัสอุตสาหกรรม (TSIC Code) ได้ทั้งบริษัทใหญ่และบริษัทย่อย โดยศึกษาข้อมูลจากหมายเหตุประกอบงบการเงินและข้อมูลจากรายงานประจำปีในหัวข้อหลักเกณฑ์การจัดทำงบการเงิน หัวข้อเงินลงทุนในบริษัทย่อย และโครงสร้างเงินลงทุนของกลุ่มบริษัท โดยเก็บข้อมูลแบบพาแนล ซึ่งประกอบไปด้วย ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross section data) และ ข้อมูลอนุกรมเวลา (Time-series

data) และตัดชุดข้อมูลของบริษัทที่มีข้อมูลที่ไม่ครบถ้วนออกจากการศึกษาคงเหลือประชากรที่นำมาศึกษา จึงเหลือกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษาจำนวน 58 บริษัท

จากวิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างข้างต้นทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 58 บริษัท โดยแสดงวิธีการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างในตารางที่ 3-1 ดังนี้

ตารางที่ 3-1 จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา

ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	รวม (บริษัท)
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100	100
หัก บริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบทั้ง 5 ปี	32
บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน	10
จำนวนบริษัทที่ใช้ในการประมวลผลการวิเคราะห์	58

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 58 บริษัทจะแบ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ ดินค้ากลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ กลุ่มเทคโนโลยี จากการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจึงได้ข้อมูลจำนวน 290 ข้อมูล ดังแสดงในตารางที่ 3-2 ดังนี้

ตารางที่ 3-2 จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	จำนวนข้อมูล
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	6	30
สินค้าอุตสาหกรรม	2	10
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	16	80
ทรัพยากร	11	55
บริการ	15	75
เทคโนโลยี	8	40
รวม	58	290

ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปร

จากงานวิจัยในอดีต พบว่า ผลการดำเนินงานนั้นสะท้อนจากมูลค่าของหุ้น โดยผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นจะดีขึ้นหรือเติบโตขึ้นได้นั้น ธุรกิจให้ต้องอาศัยการใช้กลยุทธ์ในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งกลยุทธ์ที่ธุรกิจสามารถใช้ได้นั้นคือกระจายการลงทุน ซึ่งการกระจายการลงทุนนั้นมีทั้งการกระจายการลงทุนในธุรกิจที่สัมพันธ์กันและกระจายการลงทุนไปยังในธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน ซึ่งมีงานวิจัยหลายฉบับที่พบว่า การกระจายความเสี่ยงนั้นสามารถทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นดีขึ้น (Chhoe et al., 2014; Yiu et al., 2005; Ramaswamy et al., 2004) และยังมีงานวิจัยหลายฉบับที่กล่าวว่า การกระจายความเสี่ยงไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันนั้นส่งผลให้ผลการดำเนินงานนั้นดีขึ้นเช่นกัน (ศิริรักษ์ ชลารักษ์, 2548; Rumelt, 1982; Villalonga, 2004) อีกทั้งการกระจายความเสี่ยงนั้นต้องอาศัยเงินทุน ซึ่งแหล่งเงินทุนนั้นสามารถหาได้จากแหล่งภายในและภายนอก ซึ่งมีงานวิจัยหลายฉบับได้พบว่า การจัดหาแหล่งเงินทุนจากแหล่งภายนอกนั้นคือ โครงสร้างเงินทุนซึ่งทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นแย่ลง (Zeitun & Tian, 2007; Hermuningsih et al., 2012; นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร, 2558; Babaei et al., 2013) และยังมีงานวิจัยบางส่วนที่ให้ผลการศึกษาที่ไม่สอดคล้องกันโดยกล่าวว่าโครงสร้างเงินทุนส่งผลให้ผลการดำเนินงานนั้นดีขึ้น Chowdhury & Cowdhury, 2010; Sri, 2013; Simona, 2014; Salim & Yadav, 2012) ดังนั้น เพื่อทำการทดสอบตามสมมติฐานที่กล่าวไว้จึงนำแบบจำลองที่อ้างอิงจาก Park and Jang (2013) โดยมีแบบจำลอง ดังนี้

$$\ln(\text{Tobin's } q)_{i,t} = \alpha + \beta_1 \times R_entropy_{i,t} + \beta_2 \times U_entropy_{i,t} + \beta_3 \times \ln(\text{TDL})_{i,t} + \beta_4 \times \text{Cashflow}_{i,t} + \beta_5 \times \text{Sales_GR}_{i,t} + \beta_6 \times \ln(\text{sales})_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

โดยที่

$\ln(\text{Tobin's } q)_{i,t}$ คือ ลอการิทึมธรรมชาติของผลการดำเนินงานของกิจการของบริษัท i ปีที่ t

$R_entropy_{i,t}$ คือ การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันของบริษัท i ปีที่ t

$U_entropy_{i,t}$ คือ การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันของบริษัท i ปีที่ t

$\ln(\text{TDL})_{i,t}$ คือ ลอการิทึมธรรมชาติของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมบริษัท i ปีที่ t

Cashflow _{i,t}	คือ กระแสเงินสดของบริษัท i ปีที่ t
Sales_GR _{i,t}	คือ การเติบโตโดยยอดขายสุทธิของบริษัท i ปีที่ t
ln (sales) _{i,t}	คือ ลอการิทึมธรรมชาติของยอดขายสุทธิของบริษัท i ปีที่ t
$\mathcal{E}_{i,t}$	คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย ตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม โดยในครั้งแรกจะเป็นข้อมูลการวัดค่าตัวแปรในส่วนของตัวแปรตัวแปรตามและตัวแปรอิสระทั้งหมดและในส่วนของตัวแปรควบคุมจะแสดงในส่วนของรูปแบบตาราง โดยรายละเอียดเกี่ยวกับการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาสามารถอธิบายได้ ดังนี้

ตัวแปรอิสระ

ผลการดำเนินงาน

งานวิจัยนี้ใช้ Tobin's q เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานของกิจการ โดยการคำนวณตามแนวคิดของ Himmelberg, Hubbard, and Palia (1999) โดยวิธีการคำนวณค่า Tobin's q คือ

$$\text{Tobin's } q = \frac{\text{มูลค่าตลาดของบริษัททั้งหมด}}{\text{มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวม}}$$

โดย มูลค่าตลาดของบริษัททั้งหมด คือ (จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแล้ว x ราคาตลาดของหุ้นสามัญ) + หนี้สินทั้งหมด

เนื่องจากค่า Tobin's q ของแต่ละบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมแตกต่างและขนาดของบริษัทแตกต่างกันจึงแปลงค่าด้วย Natural Logarithm เพื่อเป็นการปรับค่าให้ตัวเลขอยู่ในฐานใกล้เคียงกันมากขึ้น

ตัวแปรตาม

โครงสร้างเงินทุน

งานวิจัยนี้ใช้การคำนวณโครงสร้างเงินทุนของ Park and Jang (2013) โดยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม เป็นอัตราส่วนที่แสดงการเปรียบเทียบว่า กิจการมีหนี้สินเป็นกี่เท่าของสินทรัพย์รวม ถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมต่ำ แสดงว่ากิจการมีภาระ ในการชำระคืนหนี้สินน้อย และมีโอกาสกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไปมาก ตรงกันข้าม ถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมสูง แสดงว่ากิจการมีโครงสร้างหนี้สินรวมเมื่อเปรียบเทียบกับสินทรัพย์รวมแล้วสูง แสดงว่ากิจการมีภาระในการชำระคืนหนี้สินมาก และมีโอกาสจะกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไปได้น้อยและ

เนื่องจากบริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันและขนาดบริษัทแตกต่างกันจึงแปลงค่าด้วย Natural logarithm เพื่อเป็นการปรับค่าให้ตัวเลขอยู่ในฐานใกล้เคียงกันมากขึ้น

$$\ln(\text{TDL}) = \left(\frac{\ln \text{หนี้สินรวม}}{\ln \text{ทรัพย์สินรวม}} \right)$$

การกระจายความเสี่ยง

งานวิจัยนี้ใช้วิธีการกระจายการลงทุน ของ Jacquemin and Berry (1979); ภัทรพร แซ่เต๋ (2558) ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญในการในการจัดประเภทธุรกิจที่หลากหลาย โดยการกระจายการลงทุนสามารถแบ่งเป็น การกระจายการลงทุนที่สัมพันธ์กัน (Diversification related: DR) และการกระจายการลงทุนที่ไม่สัมพันธ์กัน (Diversification unrelated: DU) โดยมีสมการ ดังนี้

การกระจายการลงทุนที่สัมพันธ์กัน (DR)

$$\text{DR} = \sum_{j=1}^M \text{DR}_j p_j$$

$$\text{ซึ่ง } \text{DR}_j = \sum_{i \in j} p_i \ln \left(\frac{1}{p_j} \right)$$

โดย p_j^i แทน สัดส่วนของรายได้จากการขายภายในของหน่วยย่อยอุตสาหกรรมภายใน หมวดย่อยอุตสาหกรรมตามการจัดประเภทอุตสาหกรรมตามมาตรฐานสากล

M แทน จำนวนหมวดอุตสาหกรรมที่บริษัทมีส่วนร่วมในการดำเนินงาน โดยแทนค่าหน่วยย่อยอุตสาหกรรมด้วยเลขรหัส 2 ตัว

p_j แทน สัดส่วนของรายได้จากการขายของบริษัทภายในหมวดย่อยอุตสาหกรรม

การกระจายการลงทุนที่ไม่สัมพันธ์กัน (DU)

$$DU = \sum_{j=1}^M P_j \ln \left(\frac{1}{P_i} \right)$$

โดย P_j แทน สัดส่วนของรายได้จากการขายของบริษัทภายในหมวดย่อยอุตสาหกรรม

M แทน จำนวนหมวดย่อยอุตสาหกรรม

ดังนั้น ถ้า DU มีค่ามาก หมายความว่า บริษัทมีความหลากหลายในธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องในการศึกษาครั้งนี้ได้นำการจัดประเภทมาตรฐานอุตสาหกรรม (ประเทศไทย) ปี พ.ศ. 2552 ซึ่งจัดทำโดยกรมการจัดหางาน กระทรวงแรงงานที่ปรับปรุงให้สอดคล้องกับมาตรฐานอุตสาหกรรมสากลที่องค์กรสหประชาชาติได้ดำเนินการปรับปรุง คือ International classification of all economic activities (ISIC) ฉบับ Revision 4 (2006) เพื่อให้เป็นมาตรฐานสากลและสามารถวิเคราะห์เปรียบเทียบข้อมูลระหว่างหน่วยงานได้

สำหรับทั้ง 2 ตัวแปรข้างต้น จะมีค่ามากกว่าหรือเท่ากับ 0 และค่ายิ่งมาก แสดงว่ายิ่งมีการกระจายการลงทุนมากนั่นเอง

ตารางที่ 3-3 ตัวแปรควบคุมและการวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	ตัวย่อ	การวัดค่า
กระแสเงินสด	Cashflow _{i,t}	รายได้จากการดำเนินงาน + ค่าเสื่อมราคา - ภาษีเงินได้รวม - (การเปลี่ยนแปลงภาษีเงินได้รอตัด _{i,t} - การเปลี่ยนแปลง ภาษีเงินได้รอตัด _{i,t-1}) - ดอกเบี้ยจ่าย - เงินปันผลจ่ายหุ้น สามัญ/ สิทธิพิเศษรวม
การเติบโต ยอดขายสุทธิ	Sales_GR _{i,t}	$\frac{\text{ยอดขายสุทธิ}_{i,t} - \text{ยอดขายสุทธิ}_{i,t-1}}{\text{ยอดขายสุทธิ}_{i,t-1}}$
ยอดขายสุทธิ	ln (Sales) _{i,t}	ลอการิทึมธรรมชาติของยอดขายสุทธิ _{i,t}

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ฐานข้อมูลที่นำมาใช้ในการในการศึกษาในครั้งนี้ ได้แก่ ฐานข้อมูลจากเว็บไซต์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) ฐานข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ (www.setsmart.com) และเว็บไซต์กรมพัฒนาธุรกิจการค้า (www.dbd.go.th) โดยจะนำข้อมูล ทุติยภูมิ (Secondary data) ซึ่งประกอบด้วย งบการเงินของบริษัทใหญ่ บริษัทย่อย กิจการร่วมค้าและ บริษัทร่วม รายงานประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (56-1) โดยศึกษาข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2555-2559 ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม และเป็นบริษัทที่สามารถระบุรหัส อุตสาหกรรม (TSIC Code) ได้ทั้งบริษัทใหญ่และบริษัทย่อย ซึ่งได้ยกเว้นบริษัทที่ข้อมูลไม่ครบถ้วน กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจทางการเงิน ประกอบด้วย สถาบันการเงิน บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิตและประกันภัย เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินที่ต่างไปจากธุรกิจอื่นไม่สามารถนำมาเปรียบเทียบกันได้

การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

จากกล่าวไว้ในข้างต้นว่าข้อมูลที่ทำกรเก็บรวบรวมในครั้งนี้เป็นแบบพานแนล ที่ลักษณะของข้อมูลเป็นทั้งข้อมูลอนุกรมเวลาและข้อมูลภาคตัดขวาง ดังนั้น จึงต้องนำสมการทั้งที่เป็นแบบเส้นตรงและไม่เป็นเส้นตรงทำการประมาณค่าด้วย Random effect และทดสอบการประมาณค่า ด้วยวิธีของ Hausman (1978) โดยมีสมมติฐานว่า Random effect เหมาะสมกว่า Fixed effect หากค่า P-value น้อยกว่า 0.05 จะปฏิเสธสมมติฐานหลักและจะใช้การประมาณค่าด้วย Fixed effect ที่มีความเหมาะสมมากกว่าแทน เมื่อได้การประมาณค่าจากวิธีที่เหมาะสมแล้วจึงทำการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ด้วย Panel Least Squares ของทั้ง 2 สำหรับเครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลในงานวิจัยนี้ คือ โปรแกรมสำเร็จรูปที่ใช้ในการวิเคราะห์ทางเศรษฐมิติ

บทที่ 4

ผลการวิจัย

จากการเก็บรวบรวมข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 รวมเป็นระยะเวลา 5 ปี โดยเก็บข้อมูลกลุ่มตัวอย่างจำนวน 58 บริษัท จำนวน 290 ข้อมูล โดยทดสอบความเหมาะสมของวิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแบบด้วย Hausman test โดยมีสมมติฐานหลักว่าการประมาณค่าด้วยวิธีการทดสอบ Random effects มีความเหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูลมากกว่าวิธีการทดสอบด้วย Fixed effect โดยใช้วิธีของ Hausman (1978) เพื่อวิเคราะห์ถึงความเหมาะสมของการนำไปใช้ หากพบว่า มีค่า Probability น้อยกว่าร้อยละ 1 กล่าวได้ว่า ปฏิเสธวิธีการทดสอบแบบ Random effects โดยใช้วิธีการทดสอบเป็นการประมาณค่าด้วยวิธีการทดสอบ Fixed effect ลำดับต่อไปเป็นขั้นตอนการนำข้อมูลดังกล่าวมาวิเคราะห์และประมวลผลมีรายละเอียด ดังนี้

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา สามารถแสดงร้อยละของบริษัทที่ใช้ในการศึกษา แบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมตามตารางที่ 4-1 และตารางที่ 4-2 ซึ่งแสดงถึงผลการวิเคราะห์ข้อมูลทุกตัวแปร ทั้งค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) โดยแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมได้ ดังนี้

การศึกษาในงานวิจัยครั้งนี้ ได้แสดงถึงอัตราร้อยละของจำนวนบริษัทที่นำมาใช้ในการศึกษาซึ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 และยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน (ธนาคาร, เงินทุนและหลักทรัพย์, ประกันภัยและประกันชีวิต) และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เนื่องจาก โครงสร้างของบริษัทเหล่านี้แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่นจากการคัดเลือกได้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 58 บริษัท ช่วงในปี พ.ศ. 2555-2559 โดยสามารถแบ่งประเภทตามกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้

ตารางที่ 4-1 ร้อยละของบริษัทที่ใช้ในการศึกษาแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	
	บริษัท	ร้อยละ
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	6	10.34
สินค้าอุตสาหกรรม	2	3.45
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	16	27.59
ทรัพยากร	11	18.97
บริการ	15	25.86
เทคโนโลยี	8	13.79
รวม	58	100

จากตารางที่ 4-1 กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร จำนวน 6 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 10.34 กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม 2 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 3.45 กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จำนวน 16 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 27.59 กลุ่มทรัพยากร จำนวน 11 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 18.97 กลุ่มบริการ จำนวน 15 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 25.86 กลุ่มเทคโนโลยี จำนวน 8 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 13.79 และโดยที่กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษามากที่สุด และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมเป็นกลุ่มที่มีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาน้อยที่สุด

ตารางที่ 4-2 ข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษา

	Tobin's q	DR	DU	TDL	Cashflow	Sales_GR	Sales
Mean	0.49	0.52	0.59	-0.7	0.07	0.13	17.38
Median	0.37	0.27	0.54	-0.61	0.07	0.08	17.09
Maximum	2.6	3.41	2.14	-0.02	0.28	8.12	23.82
Minimum	-0.66	0	0.00	-3.48	-0.17	-1.00	11.42
Std. Dev.	0.56	0.67	0.47	0.4	0.05	0.54	1.71
Jarque-Bera	34.23	439.41	24.24	1098.22	57.41	347573.60	37.39

ตารางที่ 4-2 (ต่อ)

	Tobin's q	DR	DU	TDL	Cashflow	Sales_GR	Sales
Probability	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Observations	290	290	290	290	290	290	290

ผลการวิเคราะห์จากตารางที่ 4-2 พบว่า ค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานเท่ากับ 0.49 จากข้อมูลตัวอย่างจำนวน 290 ตัวอย่าง ซึ่งค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานยังไม่สูงมากนักอาจกล่าวได้ว่าค่าใช้จ่ายในการเปลี่ยนแปลงสินทรัพย์ของบริษัท มีค่ามากกว่าราคาหุ้น ค่ามัธยฐาน เท่ากับ 0.37 ค่าสูงสุดของผลการดำเนินงานเท่ากับ 2.60 ค่าต่ำสุดผลการดำเนินงานเท่ากับ -0.66 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.56 เท่า หมายความว่า การกระจายข้อมูลค่อนข้างมาก หากพิจารณาลักษณะการแจกแจงข้อมูล พบว่า ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลแจกแจงที่ไม่ปกติ เนื่องจากค่าความน่าจะเป็นของการทดสอบ Jarque-Bera มีค่าน้อยกว่าร้อยละ 1 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่าข้อมูลมีการแจกแจงปกติ

สำหรับค่าเฉลี่ยของการกระจายการลงทุนที่สัมพันธ์กันและการกระจายการลงทุนที่ไม่สัมพันธ์กันจากข้อมูลตัวอย่าง จำนวน 290 ตัวอย่าง ค่าเฉลี่ยของการกระจายการลงทุนที่สัมพันธ์กันเท่ากับ 0.52 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน ซึ่งเท่ากับ 0.59 แสดงว่า บริษัทส่วนใหญ่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กันน้อยกว่ากระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน ค่ามัธยฐานเท่ากับ 0.27 0.54 ตามลำดับ จะเห็นได้ว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีการกระจายการลงทุนที่สัมพันธ์กันสูงสุดเท่ากับ 3.41 และการกระจายการลงทุนที่ไม่สัมพันธ์กันมีค่าสูงสุดเท่ากับ 2.14 และค่าต่ำสุดของการกระจายการลงทุนที่สัมพันธ์กันเท่ากับ 0.00 และค่าต่ำสุดของการกระจายการลงทุนที่ไม่สัมพันธ์กันเท่ากับ 0.00 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของการกระจายการลงทุนที่สัมพันธ์กันเท่ากับ 0.67 หมายความว่า มีการกระจายของข้อมูลมาก และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของการกระจายการลงทุนที่ไม่สัมพันธ์กันเท่ากับ 0.47 หมายความว่า การกระจายของข้อมูลน้อย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานแตกต่างจากค่าเฉลี่ยเล็กน้อย หากพิจารณาลักษณะการแจกแจงข้อมูล พบว่า ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลแจกแจงที่ไม่ปกติ เนื่องจากค่าความน่าจะเป็นของการทดสอบ Jarque-Bera มีค่าน้อยกว่าร้อยละ 1 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่าข้อมูลมีการแจกแจงปกติ

ค่าเฉลี่ยของโครงสร้างเงินทุนเท่ากับ -0.70 หมายความว่าจากข้อมูลตัวอย่าง จำนวน 290 ตัวอย่าง แสดงว่า บริษัทมีหนี้สินน้อยกว่าเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ทั้งหมด ค่ามัธยฐานเท่ากับ

-0.61 จะเห็นได้ว่าโครงสร้างเงินทุนมีค่าสูงสุดเท่ากับ -0.02 และมีโครงสร้างเงินทุนต่ำสุด -3.48 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.40 หมายความว่า มีการกระจายของข้อมูลมาก หากพิจารณาลักษณะการแจกแจงข้อมูล พบว่า ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลแจกแจงที่ไม่ปกติ เนื่องจาก ค่าความน่าจะเป็นของการทดสอบ Jarque-Bera มีค่าน้อยกว่าร้อยละ 1 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่าข้อมูลมีการแจกแจงปกติ

ค่าเฉลี่ยของกระแสเงินสดเท่ากับ 0.07 จากข้อมูลตัวอย่าง จำนวน 290 ตัวอย่าง หมายความว่า สภาพคล่องของกระแสเงินสดยังมีค่าเฉลี่ยที่ไม่สูงมากนัก ค่ามัธยฐานเท่ากับ 0.07 ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.28 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.05 หมายความว่า มีการกระจายของข้อมูลมาก หากพิจารณาลักษณะการแจกแจงข้อมูล พบว่า ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลแจกแจงที่ไม่ปกติ เนื่องจากค่าความน่าจะเป็นของการทดสอบ Jarque-Bera มีค่าน้อยกว่าร้อยละ 1 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่าข้อมูลมีการแจกแจงปกติ

ค่าเฉลี่ยของการเติบโตของยอดขายเท่ากับ 0.13 จากข้อมูลตัวอย่าง จำนวน 290 ตัวอย่าง หมายความว่า กลุ่มตัวอย่างโดยเฉลี่ย มีการเติบโตของยอดขายที่เพิ่มขึ้น และค่ามัธยฐานเท่ากับ 0.08 จะเห็นได้ว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีการเติบโตของยอดขายสูงสุดเท่ากับ 8.12 และมีค่าต่ำสุดเท่ากับ -1.00 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.54 หมายความว่า มีการกระจายของข้อมูลมาก หากพิจารณา ลักษณะการแจกแจงข้อมูล พบว่า ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลแจกแจงที่ไม่ปกติ เนื่องจาก ค่าความน่าจะเป็นของการทดสอบ Jarque-Bera มีค่าน้อยกว่าร้อยละ 1 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่าข้อมูลมีการแจกแจงปกติ

ค่าเฉลี่ยของยอดขายสุทธิ เท่ากับ 17.38 จากข้อมูลตัวอย่างจำนวน 290 ตัวอย่าง ของยอดขายสุทธิ หมายความว่า ค่าเฉลี่ยของยอดขายในกลุ่มข้อมูลตัวอย่างมีค่าที่ค่อนข้างสูง ซึ่งสามารถแสดงให้เห็นถึงขนาดของกิจการขนาดใหญ่ในกลุ่มข้อมูลตัวอย่าง ค่ามัธยฐานเท่ากับ 17.09 จะเห็นได้ว่าบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมียอดขายสุทธิสูงสุดเท่ากับ 23.82 และมีบริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่มียอดขายสุทธิต่ำสุดเท่ากับ 11.42 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 1.71 หมายความว่า มีการกระจายของข้อมูลมาก หากพิจารณาลักษณะการแจกแจงข้อมูล พบว่า ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา เป็นข้อมูลแจกแจงที่ไม่ปกติ เนื่องจากค่าความน่าจะเป็นของการทดสอบ Jarque-Bera มีค่าน้อยกว่า ร้อยละ 1 จึงปฏิเสธสมมติฐานหลักที่ว่าข้อมูลมีการแจกแจงปกติ

คำสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม

จากตารางที่ 4-3 แสดงค่าสหสัมพันธ์ โดยค่าในวงเล็บคือค่า P-value โดยในตาราง มีทั้งหมด 7 ตัวแปร คือ ผลการดำเนินงาน (Tobin's q) การกระจายการลงทุน ไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์

กัน (R_entropy) การกระจายธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน (U_entropy) กระแสเงินสด (Cash flow) การเติบโตยอดขาย (Sales_GR) ยอดขายสุทธิ (Sales) โครงสร้างเงินทุน (TDL) พบว่า กระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน (Cash flow) อย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่เดียวกันยอดขายสุทธิ (Sales) ความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานอย่างมีระดับนัยสำคัญทางสถิติและการกระจายการลงทุนที่ไม่สัมพันธ์กัน โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงาน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และการกระจายการลงทุนที่สัมพันธ์กันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานอย่างไม่มีนัยสำคัญซึ่งแสดงผลในตาราง ดังนี้

ตารางที่ 4-3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม

Variable	Tobin's q	DR	DU	Cashflow	Sales_GR	Sales	TDL
Tobin's q	1.000000						

DR	-0.018808	1.000000					
	(0.7498)	-----					
DU	0.022382	-0.240537*	1.000000				
	(0.7043)	(0.0000)	-----				
Cashflow	0.521308*	0.007690	-0.027452	1.000000			
	(0.0000)	(0.8963)	(0.6415)	-----			
Sales_GR	0.052275	-0.022308	-0.007030	-0.055066	1.000000		
	(0.3751)	(0.7052)	(0.9051)	(0.3501)	-----		
Sales	-0.245541*	-0.087948	0.042917	0.049459	-0.103070	1.000000	
	(0.0000)	(0.1351)	(0.4666)	(0.4014)	(0.0797)	-----	
TDL	-0.087101	0.005712	0.123737	-0.101701	0.113603	0.377835*	1.000000
	(0.1390)	(0.9228)	(0.0352)	(0.0838)	(0.0533)	(0.0000)	-----

หมายเหตุ เครื่องหมาย * แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

การวิเคราะห์ความเหมาะสมของการประมาณค่าแบบ Random effects ด้วยวิธี Hausman test

การวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel data ต้องทดสอบการเลือกรูปแบบการวิเคราะห์ระหว่างแบบ Fixed effects หรือแบบ Random effects โดยใช้วิธีการทดสอบ Hausman (1978) โดยมีสมมติฐานว่า Random effects เหมาะสมกว่า Fixed effects หากค่า P-value น้อยกว่า 0.01 จะปฏิเสธสมมติฐานหลักและใช้การประมาณค่าด้วยแบบ Fixed effects ที่มีความเหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูลมากกว่าแทน ซึ่งผลการทดสอบแสดงรายละเอียดในตารางที่ 4-4 และตารางที่ 4-5

จากตารางที่ 4-4 แสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Random effects พบว่า ตัวแปรอิสระทั้งหมดสามารถอธิบายผลกระทบที่มีต่อผลการดำเนินงานได้ร้อยละ 15.55 เมื่อพิจารณาตัวแปรอิสระในสมการจากค่าสัมประสิทธิ์โครงสร้างเงินทุนมีทิศทางเป็นลบกับผลการดำเนินงานที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกล่าวคือ หากบริษัทมีหนี้สินในโครงสร้างเงินทุนสูงผลการดำเนินงานของกิจการก็จะอยู่ในระดับต่ำ และกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (Prob. < 0.01) หมายความว่า บริษัทที่มีเงินสดสูงย่อมทำให้บริษัทสามารถนำไปลงทุนมากกว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดต่ำ จากการวิเคราะห์ Random effect เรียบร้อยแล้ว จึงทดสอบความเหมาะสมของการประมาณค่าดังกล่าวด้วยวิธีของ Hausman ต่อไป

ตารางที่ 4-4 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Panel EGLS (Cross-section random effects)

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
Constant	0.619709	1.647148	0.1006
R_entropy	-0.005673	-0.095273	0.9242
U_entropy	0.119358	1.828170	0.0686
TDL	-0.250972	-4.009991	0.0001*
Cashflow	2.056542	5.273942	0.0000*
Sales_GR	0.033027	1.079878	0.2811
Sales	-0.030142	-1.451304	0.1478
R-squared	0.155537	F-statistic	8.687338
Adjusted R-squared	0.137633	Prob (F-statistic)	0.000000

หมายเหตุ: เครื่องหมาย * แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

จากการทดสอบแสดงผลในตารางที่ 4-5 พบว่า ค่า Chi-Sq. Statistic มีค่าเท่ากับ 54.9288 และค่า P-value มีค่าเท่ากับ 0.0000 สรุปได้ว่า การวิเคราะห์นี้ปฏิเสธสมมติฐานหลัก ที่นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 0.01 กล่าวได้ว่าปฏิเสธวิธีการทดสอบ Random effects โดยจะใช้รูปแบบการวิเคราะห์แบบ Fixed effects ซึ่งเป็นวิธีที่เหมาะสมที่สุด ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยจึงเลือกใช้วิธีวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Fixed effects ในการหาปัจจัยที่มีผลต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เมื่อทำการทดสอบความเหมาะสมของการประมาณค่าของสมการแล้ว จึงทำการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Panel least squares ต่อไป

ตารางที่ 4-5 Correlated random effects-Hausman test

Test summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	54.928847	6	0.0000

วิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Panel Least Squares แบบ Fixed effects

การวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel ซึ่งผลจากการทดสอบด้วยวิธีของ Hausman (1978) พบว่า ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยนี้เหมาะสมกับการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยวิธี Fixed effects โดยผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์สามารถสรุปได้จากตารางที่ 4-6

ตารางที่ 4-6 เป็นผลจากการวิเคราะห์ข้อมูล โดยการวิเคราะห์ข้อมูล Panel Least Squares รูปแบบ Fixed effects พบว่า ตัวแปรตัวแปรอิสระทั้งหมดสามารถอธิบายผลกระทบที่มีต่อการดำเนินงานได้ร้อยละ 87.06 โดยตัวแปรอิสระในสมการดังกล่าวมีความสัมพันธ์ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และเมื่อพิจารณาตัวแปรอิสระในสมการจากค่าสัมประสิทธิ์พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีทิศทางความสัมพันธ์ที่เป็นลบกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และกระแสเงินสดมีทิศทางความสัมพันธ์ที่เป็นบวกกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 สำหรับการกระจายการลงทุนที่สัมพันธ์กัน มีทิศทางความสัมพันธ์ที่เป็นลบกับผลการดำเนินงานอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ในขณะที่การกระจายการลงทุนที่ไม่สัมพันธ์กัน การเติบโตยอดขาย ยอดขายสุทธิมีทิศทางความสัมพันธ์ที่เป็นบวกกับผลการดำเนินงานอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จากผลการวิเคราะห์การวิเคราะห์ข้อมูล พบว่า สัมพันธ์กับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากเมื่อบริษัทจัดหาเงินทุนมากขึ้น ซึ่งจะทำให้อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมสูงมากขึ้น ซึ่งส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทต่ำลง นอกจากนี้ การก่อหนี้บริษัท

ที่มีการกู้ยืมเงินจากเจ้าหนี้จะสามารถนำดอกเบี้ยที่เกิดจากการกู้ยืมมาใช้ประโยชน์ในการประหยัดภาษีได้ และจากผลการวิเคราะห์ยังพบว่า ตัวแปรควบคุมกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าการมีกระแสเงินสดภายในบริษัทสูงย่อมมีโอกาสการลงทุนสูงมากกว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดน้อย และในส่วนของงบกำไรขาดทุนสุทธิและยอดขายสุทธินั้นไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน นอกจากนี้ จากการวิเคราะห์ยังพบว่าการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามและไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐาน อาจเป็นไปได้ว่า การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันนั้นไม่ได้ทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น จึงไม่ได้ส่งผลต่อผลการดำเนินงานเช่นเดียวกันกับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันนั้น มีทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานและไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 กับผลการดำเนินงานถึงแม้ว่าการกระจายการลงทุนจะทำให้ผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้น ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าองค์กรแต่เมื่อการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน ผู้บริหารอาจไม่มีความเชี่ยวชาญในธุรกิจนั้น ๆ อาจทำให้มูลค่าองค์กรลดลง จึงทำให้โดยรวมแล้วจึงทำให้การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงาน

ตารางที่ 4-6 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Panel Least Squares แบบ Fixed effects

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
Constant	-0.200491	-0.379418	0.7047
R_entropy	-0.015111	-0.134124	0.8934
U_entropy	0.136911	1.619432	0.1067
TDL	-0.355394	-5.137521	0.0000*
Cashflow	1.185956	2.854085	0.0047*
Sales_GR	0.022170	0.652538	0.5147
Sales	0.016355	0.540867	0.5891
R-squared	0.870661	F-statistic	24.14841
Adjusted R-squared	0.834607	Prob (F-statistic)	0.000000

หมายเหตุ เครื่องหมาย * แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

บทที่ 5

ระเบียบวิธีวิจัย

สรุปผลการวิจัย

การศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายความเสี่ยงกับผลการดำเนินงาน ซึ่งประกอบด้วย โครงสร้างเงินทุน กระแสเงินสดอิสระ การกระจายความเสี่ยงกับผลการดำเนินงาน วิจัยนี้ใช้แนวทางการศึกษาของ Park and Jang (2013) โดยศึกษาบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 ในช่วงระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ พ.ศ. 2555-2559 โดยเก็บข้อมูลที่ได้ทั้งหมด 58 บริษัท จำนวน 290 ข้อมูล จากการเก็บข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิและนำมาวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel ด้วย Fixed effects ของ Hausman (1978) โดย ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามี ตัวแปรอิสระคือ การกระจายความเสี่ยง โครงสร้างเงินทุน โดยอ้างอิงตามแนวทางการศึกษาจาก Himmelberg, Hubbard, and Palia (1999); Jacquemin and Berry (1979); กัทราพร แซ่เล่า (2558) และตัวแปรควบคุมมีทั้งหมด 3 ตัวแปร คือ กระแสเงินสด การเติบโตของยอดขาย ยอดขายสุทธิ ซึ่งอ้างอิงตามแนวทางการศึกษาจาก Park and Jang (2013)

จากผลการศึกษาได้ใช้แบบจำลองดังกล่าว พบว่า โครงสร้างเงินทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และ การกระจายการลงทุน ในธุรกิจที่สัมพันธ์กัน มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงาน แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ รวมทั้งการกระจายการลงทุนในธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่า กระแสเงินสด มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ และการเติบโตของยอดขาย และยอดขายสุทธินั้นไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับผลการดำเนินงาน

อภิปรายผล

จากความเป็นมาและความสำคัญของปัญหาที่ว่า มีงานวิจัยหลายฉบับที่ให้ได้แย้ง จากผลของงานวิจัย ว่าการกระจายความเสี่ยง โครงสร้างเงินทุน มีผลต่อผลการดำเนินงานหรือไม่ จากผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายความเสี่ยง โครงสร้างเงินทุนกับ ผลการดำเนินงาน พบว่า จากสมมติฐานที่ 1 ที่กำหนดไว้ในบทที่ 1 พบว่า โครงสร้างเงินทุนนั้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงาน จึงทำให้ยอมรับสมมติฐานที่ 1 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Zeitun and Tian (2007); Pouraghajan et al. (2012) ; Babaei, Shahveisi, and Jamshidinavid (2013) พบความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงาน ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎี

แลกเปลี่ยนชดเชย (Trade-off theory) คือ ต้นทุนจากการล้มละลายเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน มักมีสาเหตุมาจากการก่อหนี้มากเกินไป เมื่อบริษัทที่มี การกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินต่าง ๆ เพิ่มมากขึ้น ก็จะทำให้อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นจนเกินไป ซึ่งทำให้ธุรกิจเพิ่มความน่าจะเป็นในการล้มละลายหรือเกิดปัญหาทางการเงินต่อบริษัทเพิ่มมากขึ้น หากปัญหาทางการเงินนั้นมีมากกว่าประโยชน์ที่ได้รับจากการประหยัดภาษี ผลการดำเนินงานของบริษัทก็จะต่ำลง ดังนั้น โครงสร้างเงินทุนควรอยู่ระหว่างประโยชน์จาก การก่อหนี้ และต้นทุนความเสี่ยงที่จะล้มละลายจากการก่อหนี้ และในส่วนของ การกระจาย การลงทุนที่สัมพันธ์กันและการกระจายการลงทุนที่ไม่สัมพันธ์กันนั้น ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการดำเนินงาน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Berger and Udell (1994); Lang and Stulz (1994); Lamont and Polk (2002); สันติ ธิรพัฒน์ (2546) และ กัทราพร แซ่เต๋ (2558) ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ในบทที่ 1 ซึ่งแสดงให้เห็นว่า ถึงแม้ว่าธุรกิจจะกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจ ที่เกี่ยวข้องกันก็ไม่ได้ช่วยให้ธุรกิจนั้นดีขึ้น และการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันนั้นไม่ส่งผลต่อผลการดำเนินงาน เช่นเดียวกัน เนื่องจากการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันแม้จะทำให้บริษัทได้รับผลตอบแทนมากขึ้นแต่ไม่สะท้อนต่อผลการดำเนินงาน และส่วนของกระแสเงินสดนั้น พบความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับการดำเนินงาน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Park and Jang (2013); Brush et al. (2000) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าจากการวัดค่าในบทที่ 3 เป็นการแสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์ที่เกิดขึ้นสามารถสร้างกระแสเงินสดให้กับธุรกิจเพิ่มขึ้นอย่างไรซึ่งถ้ามีค่าสูงเป็นการแสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์นั้นมีประสิทธิภาพในการสร้างกระแสเงินสดให้กับบริษัทและทำให้เป็นที่สนใจของนักลงทุน เนื่องจาก กระแสเงินสดนั้นสามารถสะท้อนมูลค่าของหุ้นและทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทเพิ่มขึ้น ดังนั้น จึงสรุปได้ว่า บริษัทควรรักษาระดับของโครงสร้างเงินทุนไม่ให้สูงเกินไป เพื่อป้องกัน การเกิดต้นทุนการล้มละลาย อีกทั้งควรรักษาระดับของกระแสเงินสดเนื่องจากกระแสเงินสดสามารถเป็นตัวสะท้อนมูลค่าหุ้นของบริษัทได้อีกด้วยซึ่งสามารถทำให้ผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้น

ข้อเสนอแนะที่ได้จากงานวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายความเสี่ยง โครงสร้างเงินทุนกับผลการดำเนินงาน ซึ่งให้เห็นว่า การกระจายความเสี่ยงทั้งในธุรกิจที่สัมพันธ์กันและในธุรกิจ ที่ไม่สัมพันธ์กันนั้นไม่สะท้อนต่อมูลค่าหุ้นได้หรือไม่สะท้อนในมุมมองของนักลงทุน ซึ่งอาจมีตัวแปรอื่นที่อาจส่งผลต่อผลการดำเนินงานของบริษัท เช่น อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

และงานวิจัยฉบับนี้พบว่า บริษัทที่มีแสดงค่าโครงสร้างเงินทุนสูงหรือมีหนี้สูงจะมีผลให้ผลการดำเนินงานต่ำ แสดงให้เห็นว่าเมื่อบริษัทจัดหาเงินทุนจากสถาบันการเงินต่าง ๆ ก็จะทำให้บริษัทมีความน่าจะเป็นที่จะเกิดปัญหาทางการเงินเพิ่มสูงขึ้น หรือเกิดต้นทุนจากการล้มละลาย ดังนั้น การพิจารณา โครงสร้างเงินทุนนั้นต้องพิจารณาในมุมมองของผู้บริหารและมุมมองของนักลงทุนด้วย ซึ่งผู้บริหารมีหน้าที่ทำให้นักลงทุนเข้าใจและสร้างความน่าเชื่อถือให้แก่บริษัท ซึ่งโครงสร้างเงินทุนสามารถสะท้อนต่อมูลค่าหุ้นและส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานอีกทั้งกระแสเงินสดก็เป็นสิ่งสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนเนื่องจากกระแสเงินสดนั้นมาสามารถสะท้อนถึงมูลค่าของหุ้นและส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทและผู้ถือหุ้น

ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไป

1. การศึกษางานวิจัยในครั้งนี้มีกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2559 เท่านั้น ดังนั้น งานวิจัยในอนาคตจึงอาจขยายขอบเขตของกลุ่มตัวอย่างหรือระยะเวลาที่ศึกษาเพิ่มเติม เพื่อให้เห็นผลกระทบจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่มีต่อผลการดำเนินงานให้มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น
2. การศึกษางานวิจัยในการศึกษาครั้งนี้ไม่ได้ศึกษาแยกกลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้น งานวิจัยในอนาคตควรศึกษาแยกกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อให้เห็นการกระจายการลงทุนในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้น

บรรณานุกรม

- Babaei, Zahra, F Shahveisi, and B Jamshidinavid. 2013. 'Correlation between Financial Leverage and Firm Value in Companies Listed in the Tehran Stock Exchange: A Case Study', *Research Journal of Finance and Accounting*, 4.
- Berger, Philip G, and Eli Ofek. 1995. 'Diversification's effect on firm value', *Journal of financial economics*, 37: 39-65.
- Brush, Thomas H, Philip Bromiley, and Margaretha Hendrickx. 2000. 'The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance', *Strategic management journal*, 21: 455-72.
- Choe, Chongwoo, Tania Dey, and Vinod Mishra. 2014. 'Corporate diversification, executive compensation and firm value: Evidence from Australia', *Australian Journal of Management*, 39: 395-414.
- Chowdhury, Anup, and Suman Paul Chowdhury. 2010. 'Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh', *Business & Economic Horizons*, 3.
- Habib, Ahsan. 2011. 'Growth opportunities, earnings permanence and the valuation of free cash flow', *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 5: 101-22.
- Hausman, Jerry A. 1978. 'Specification tests in econometrics', *Econometrica: Journal of the econometric society*: 1251-71.
- Hermuningsih, Sri. 2013. 'Profitability, growth opportunity, capital Structure and the firm value', *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 16: 115-36.
- Himmelberg, Charles P, R Glenn Hubbard, and Darius Palia. 1999. 'Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance', *Journal of financial economics*, 53: 353-84.
- Jacquemin, Alexis P, and Charles H Berry. 1979. 'Entropy measure of diversification and corporate growth', *The journal of industrial economics*: 359-69.
- Jensen, Michael C, and William H Meckling. 1976. 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of financial economics*, 3: 305-60.
- Khanna, Tarun, and Krishna G Palepu. 1997. 'Why focused strategies may be wrong for emerging markets'.

- Kraus, Alan, and Robert H Litzenberger. 1973. 'A state-preference model of optimal financial leverage', *The journal of finance*, 28: 911-22.
- Lamont, Owen A, and Christopher Polk. 2002. 'Does diversification destroy value? Evidence from the industry shocks', *Journal of financial economics*, 63: 51-77.
- Lang, Larry HP, and Rene M Stulz. 1994. 'Tobin's q, corporate diversification, and firm performance', *Journal of political economy*, 102: 1248-80.
- Lee, Keonbeom, Mike W Peng, and Keun Lee. 2008. 'From diversification premium to diversification discount during institutional transitions', *Journal of World Business*, 43: 47-65.
- Modigliani, Franco, and Merton H Miller. 1958. 'The cost of capital, corporation finance and the theory of investment', *The American economic review*, 48: 261-97.
- Myers, Stewart C. 1977. 'Determinants of corporate borrowing', *Journal of financial economics*, 5: 147-75.
- Myers, Stewart C, and Nicholas S Majluf. 1984. 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal of financial economics*, 13: 187-221.
- Park, Kwangmin, and SooCheong Shawn Jang. 2013. 'Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance: A holistic analysis', *International Journal of Hospitality Management*, 33: 51-63.
- Pouraghajan, Abbasali, Esfandiar Malekian, Milad Emamgholipour, Vida Lotfollahpour, and Mohammad Mohammadpour Bagheri. 2012. 'The relationship between capital structure and firm performance evaluation measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange', *International journal of Business and Commerce*, 1: 166-81.
- Ramaswamy, Kannan, Mingfang Li, and Barbara S Pécherot Petitt. 2004. 'Who drives unrelated diversification? A study of Indian manufacturing firms', *Asia Pacific Journal of Management*, 21: 403-23.
- Rumelt, Richard P. 1974. 'Strategy, structure, and economic performance'.
———. 1982. 'Diversification strategy and profitability', *Strategic management journal*, 3: 359-69.
- Salim, Mahfuzah, and Raj Yadav. 2012. 'Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies', *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65: 156-66.

- Villalonga, Belen. 2004. 'Diversification discount or premium? New evidence from the business information tracking series', *The journal of finance*, 59: 479-506.
- Yiu, Daphne, Garry D Bruton, and Yuan Lu. 2005. 'Understanding business group performance in an emerging economy: Acquiring resources and capabilities in order to prosper', *Journal of Management Studies*, 42: 183-206.
- Zeitun, R, and GG Tian. 2007. 'Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Jordan', *Australia Accounting Business and Finance Journal*, 1: 148-68.
- Zeitun, Rami, and Gary Tian. 2014. 'Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan'.
- ญาณินท์ ปิ่นม่วง. 2558. 'การกระจายการลงทุนทางธุรกิจและการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100', *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 11: 54-71.
- นฤมลวรรณ ตั้งกิจเจริญพร. 2558. 'การศึกษความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและความสามารถในการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย', *มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*.
- พรชนก รัตนไพจิตร. 2548. 'การบัญชีบริษัทและงบกระแสเงินสด'.
- ภัทรพร แซ่เต๋อ. 2558. 'ผลกระทบของการกระจายธุรกิจกับมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย', *มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์*.
- วรงค์ดี ทูมมานนท์. 2543. 'คุณรู้จัก Creative accounting และคุณภาพกำไร แล้วหรือยัง?'
- วิจิตร จำลองราษฎร์, สุพรรณิ บัวสุข. 2557. 'ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนและมูลค่าของกิจการ ภายใต้ภาวะความไม่สมมาตรของข้อมูล ใน การประชุมวิชาการระดับชาติ “วิทยาการจัดการวิชาการ 2014”': 283-91.
- ศิริรักษ์ ชลารักษ์. 2548. 'ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับผลการดำเนินงานของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย'.
- สันติ ธิรพัฒน์. 2546. 'การกระจายการลงทุนทางธุรกิจในประเทศไทย', *จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย*.
- อภิเดช แวสุวรรณ. 2553. 'ความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากกิจกรรมจัดหาเงินกับผลตอบแทนหลัก ทรัพย์และผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย', *จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย*.
- อุบลวรรณ ขุนทอง. 2560. 'ความสัมพันธ์ของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวของกลุ่มครอบครัวกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ', *มหาวิทยาลัยรัตนบัณฑิต*.



ประวัติย่อของผู้วิจัย

ชื่อ-สกุล	นางสาวฐิติยา คุณขาว
วัน เดือน ปี เกิด	30 กรกฎาคม พ.ศ.2532
สถานที่เกิด	จังหวัดยะลา
ตำแหน่งและประวัติการทำงาน	พ.ศ. 2555-2557 เจ้าหน้าที่บัญชี บริษัท ไฮเทคนิทซู (ประเทศไทย) จำกัด พ.ศ. 2557-ปัจจุบัน เจ้าหน้าที่บัญชี บริษัท ฟรุททาวา ออร์โมทีฟ ซีสเต็มส์ (ประเทศไทย) จำกัด
ที่อยู่ปัจจุบัน	บ้านเลขที่ 53/ 20 หมู่ 6 ตำบลสัตหีบ อำเภอสัตหีบ จังหวัดชลบุรี
วุฒิการศึกษา	พ.ศ. 2555 บริหารธุรกิจบัณฑิต (การบัญชีบริหาร) มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ พ.ศ. 2561 บัญชีมหาบัณฑิต (การบัญชี) มหาวิทยาลัยบูรพา