



ความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงาน
ต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ

โดย

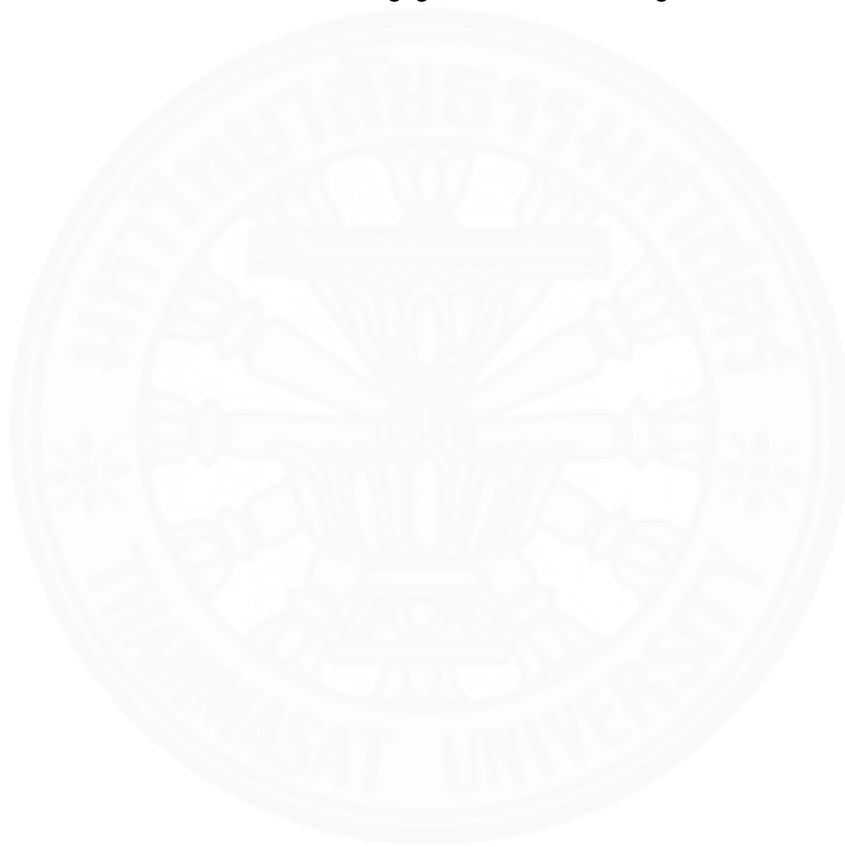
นางสาวกัญญาวีร์ ทิพย์ธนะกาญจน์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงาน
ต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ

โดย

นางสาวกัญญาวีร์ ทิพย์ระภาญจน์



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

VOLATILITY OF CASH FLOW AND FIRM PERFORMANCE OF LISTED
COMPANIES IN MARKET FOR ALTERNATIVE INVESTMENT (MAI)

BY

MISS KHUNYAWEE THIPTANAKARN



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE
FINANCIAL MANAGEMENT
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2016
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวกัญญาวิรั ทิพย์ธนะกาญจน์

เรื่อง

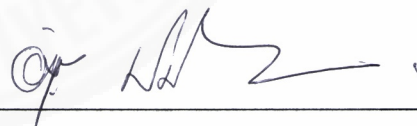
ความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

30 ส.ย. 2560

เมื่อ วันที่

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์อัญชลี พิพัฒน์เสรีบุญ)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ศิลปพร ศรีจันเพชร)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ ดร. พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ
ชื่อผู้เขียน	นางสาวกัญญาวีร์ ทิพย์ธนะกาญจน์
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร
ปีการศึกษา	2559

บทคัดย่อ

การศึกษาอิสระฉบับนี้เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่าของกิจการ ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ศึกษาปัจจัยอื่นร่วมด้วย ได้แก่ ขนาดของกิจการ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ จำนวน 72 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2556-2558 ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่างจำนวนทั้งสิ้น 864 ตัวอย่าง

จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่าความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และความผันผวนของผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการในเชิงลบ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการบริหารความเสี่ยงขององค์กร ที่กล่าวว่านักลงทุนเป็นผู้ที่ชอบหลีกเลี่ยงความเสี่ยง จึงมักจะเลือกลงทุนในกิจการที่มีความมั่นคงและมีความเสี่ยงต่ำ

คำสำคัญ: ความผันผวนของกระแสเงินสด, ความผันผวนของผลการดำเนินงาน, มูลค่ากิจการ

Independent Study Title	VOLATILITY OF CASH FLOW AND FIRM PERFORMANCE OF LISTED COMPANIES IN MARKET FOR ALTERNATIVE INVESTMENT (MAI)
Author	Miss Khunyawee Thiptanakarn
Degree	Master Of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistant Professor Silpaporn Srijunpetch, Ph.D.
Academic Years	2016

ABSTRACT

The objective of this paper is to identify and analyses the relationship of cash flow volatility and firm performance volatility on firm value. The empirical results are from listed companies in Market for Alternative Investment (MAI), Thailand from 2013-2015.

The result of study shows that the volatility of cash flow is negatively correlated with firm value and the volatility of company performance is also negatively correlated with firm value. This outcome is in line with theory of corporate risk management which states that the investor is risk averter type.

Keywords: volatility of cash flow, volatility of company performance, Firm Value

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงมาได้ด้วยความอนุเคราะห์และความช่วยเหลือจากหลายๆท่าน ขอขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ศิลปพร ศรีจันเพชร ในฐานะอาจารย์ที่ปรึกษาการศึกษาอิสระ ซึ่งท่านได้สละเวลามาให้คำปรึกษา คำแนะนำที่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่การศึกษาในครั้งนี้ ผู้วิจัยรู้สึกทราบบ้างเป็นอย่างดี และขอขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ อัญชลี พิพัฒน์เสริญ ที่ให้เกียรติเป็นประธานในการสอบการศึกษาอิสระ พร้อมทั้งให้คำแนะนำในการปรับปรุงงานการศึกษาอิสระฉบับนี้ให้ดียิ่งขึ้น

นอกจากนี้ขอขอบพระคุณบิดา มารดา ครอบครัว เพื่อนนักศึกษาโครงการหลักสูตรควบบริหารธุรกิจบัณฑิต และวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน) และเจ้าหน้าที่โครงการIBMP คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่คอยให้ความช่วยเหลือและคอยให้กำลังใจตลอดการศึกษาอิสระจนสำเร็จลุล่วง

ความดีและประโยชน์ของการศึกษาอิสระฉบับนี้ ผู้วิจัยขอมอบให้แก่ผู้มีส่วนร่วมทุกๆท่าน และหวังว่าการศึกษาอิสระฉบับนี้จะมีประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจต่อไป

นางสาวกัญญาวีร์ ทิพย์ธนะกาญจน์

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพ	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและเหตุผลของงานวิจัย	1
1.2 วัตถุประสงค์	3
1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	4
2.1.1 แนวคิดมูลค่ากิจการ (Firm Value)	4
2.1.2 ทฤษฎีการบริหารความเสี่ยง (Corporate Risk Management Theory)	4
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.2.1 ความผันผวนของกระแสเงินสดต่อมูลค่ากิจการ	5
2.2.2 ความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ	8
2.2.3 ปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการ	9
2.2.3.1 ขนาดของกิจการ (Firm Size)	9
2.2.3.2 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)	9

2.2.3.3 อัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น (DE Ratio)	10
2.3 กรอบแนวคิดการวิจัย	11
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	12
3.1 ระเบียบวิธีวิจัย	12
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	12
3.3 ตัวแปรและการวัดค่าของตัวแปร	13
3.3.1 ตัวแปรต้น (Independent Variable)	13
3.3.1.1 ความผันผวนของกระแสเงินสด (Cash Flow Volatility)	13
3.3.1.2 ความผันผวนของกำไรสุทธิ (Earning Volatility)	13
3.3.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)	13
3.3.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variable)	14
3.3.3.1 ขนาดของกิจการ (Firm Size)	14
3.3.3.2 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets)	14
3.3.3.3 อัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น (DE Ratio)	14
3.4 สมมติฐานการวิจัย	15
3.5 เครื่องมือที่ใช้ในงานวิจัย	16
3.6 การวิเคราะห์และนำเสนอข้อมูล	16
3.6.1 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)	16
3.6.2 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis)	16
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	17
4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	17
4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	19
4.3 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis)	20

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	23
5.1 สรุปผลการวิจัย	23
5.2 ข้อเสนอแนะ	24
5.3 ข้อจำกัด	24
รายการอ้างอิง	25
ประวัติผู้เขียน	29



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 ตารางคาดการณ์ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	15
4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	17
4.2 ค่าเฉลี่ยของตัวแปรตามระยะเวลารายไตรมาส	18
4.3 แสดงค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร	19
4.4 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ	21



สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1.1 มูลค่าการซื้อขาย และจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดเอ็มเอไอ	2
2.1 ภาพกรอบแนวคิดการวิจัย	11



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและเหตุผลของงานวิจัย

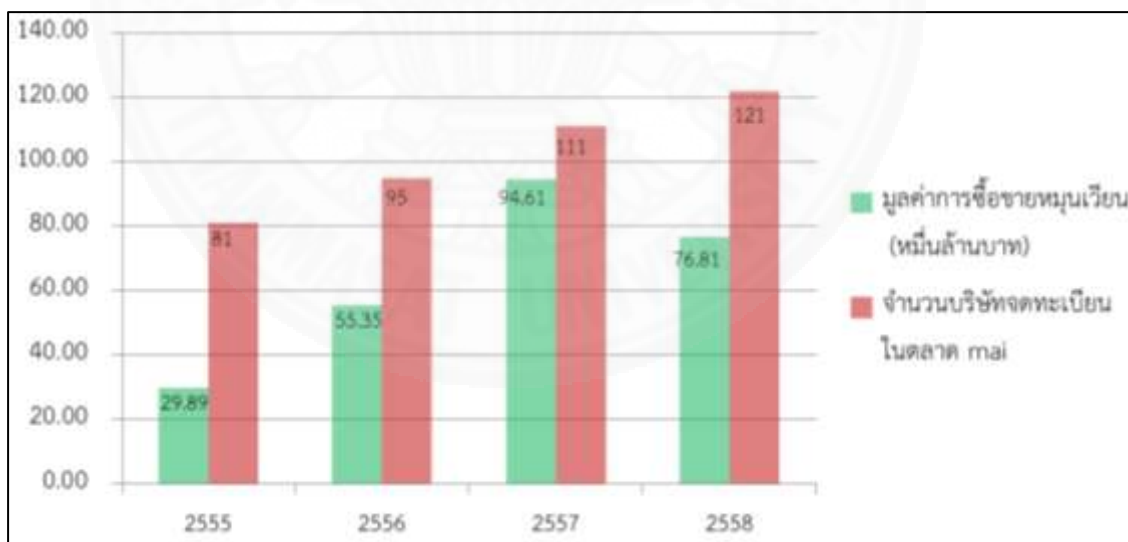
ในปัจจุบันทฤษฎีการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (Corporate Risk Management Theory) นั้นกล่าวว่ากิจการที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดต่ำจะมีความน่าเชื่อถือมากกว่ากิจการที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดสูง และผู้ถือหุ้นจะรู้สึกพึงพอใจหากบริษัทสามารถรักษาระดับของกระแสเงินสดให้มีความสม่ำเสมอ เนื่องจากนักลงทุนนั้นเป็นผู้ที่ชอบหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Adverse) ดังที่ Badrinath, Gay and Kale (1989) พบว่านักลงทุน บริษัทจัดอันดับเรตติ้ง และนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ชอบกิจการที่มีกระแสเงินสดสม่ำเสมอ เพราะกิจการนั้นจะมีความผันผวนต่ำจึงมีโอกาสนในการเกิดความเสี่ยงต่ำ และจากทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order Theory) Froot et al. (1993) พบว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดสม่ำเสมอจะสามารถพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายในกิจการหากต้องการลงทุนหรือขยายกิจการในอนาคต ซึ่งจะเป็นการช่วยลดต้นทุนทางการเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก John and Clifford (1999) แสดงให้เห็นว่าการ Hedging ซึ่งจะเป็นการช่วยลดความผันผวนและความเสี่ยงนั้นจะช่วยให้กิจการลดภาษีที่คาดว่าจะเกิดขึ้นได้ นอกจากนี้การที่กิจการมีกระแสเงินสดสม่ำเสมอนั้นยังเป็นการช่วยลดโอกาสในการเกิดความตึงเครียดทางการเงิน (Financial Distress) ดังนั้นจึงเป็นการลดโอกาสในการเกิดความเสี่ยงจากการล้มละลาย (Risk Of Bankruptcy) นอกจากนี้นักลงทุนมักจะเลือกลงทุนในกิจการที่มีความสามารถในการจ่ายหนี้ย่ำสม่ำเสมอ

แต่อย่างไรก็ตามยังมีข้อถกเถียงที่ว่าความผันผวนนั้นก่อให้เกิดการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการหรือไม่ จาก Merton (1974) ที่มีการพัฒนา Merton Model ขึ้นโดยใน Model นั้นผู้ถือหุ้นจะเปรียบ Call Option เป็นเสมือนสินทรัพย์ของบริษัท และความผันผวนของราคาของสินทรัพย์อ้างอิงของ Option นั้นจะสะท้อนถึง ศักยภาพในการเติบโตของสินทรัพย์ (Potential Growth) ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่าความผันผวนก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ นอกจากนี้ Pastor and Stambaugh (2003) ยังพบว่าความผันผวนนั้นยังสะท้อนถึงโอกาสในการเติบโตของกิจการในอนาคต ยิ่งกิจการมีความผันผวนมากยิ่งมีโอกาสนในการเติบโตสูง

จากการศึกษาที่ผ่านมาเกี่ยวกับความผันผวนของกระแสเงินสดต่อมูลค่ากิจการนั้น มักจะเป็นการศึกษาโดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในต่างประเทศซึ่งส่วนใหญ่เป็นประเทศที่พัฒนาแล้ว ทำให้ข้อมูลที่นำมาศึกษานั้นเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ซึ่งมีอัตราในการเติบโตต่ำหรือค่อนข้างคงที่ จึงอาจทำให้ผลการศึกษเกี่ยวกับความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจจะให้ผลลัพธ์ที่แตกต่างจาก

การศึกษาโดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ซึ่งเป็นบริษัทที่มีขนาดกลาง และขนาดเล็ก มีอัตราการเติบโตสูง นอกจากนี้จากงานวิจัยเชิงประจักษ์ที่ผ่านมาที่ศึกษาเกี่ยวกับ ความเสี่ยงนั้นพบว่า Idiosyncratic Risk ที่เป็ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น หรือราคาสินทรัพย์ตัวใดตัวหนึ่ง โดยที่ไม่เกี่ยวข้องกัตลาดในภาพรวม ถือเป็นส่วนหนึ่งของ Systematic Risk และ Shin and Stulz (2000) พบความสัมพันธ์ระหว่าง Systematic Risk และ มูลค่ากิจการ ซึ่งในงานวิจัยนี้จะมุ่งเน้นไปที่ความผันผวนของกระแสเงินสด และความผันผวนของผล การดำเนินงานซึ่งถือเป็นความเสี่ยงประเภทอื่นนอกเหนือจาก Systematic Risk

ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (Market for Alternative Investment : MAI) เป็นตลาด หลักทรัพย์แห่งที่สองของประเทศไทย ก่อตั้งเมื่อวันที่ 21 มิถุนายน พ.ศ. 2542 และเปิดทำการซื้อขาย วันแรกเมื่อวันที่ 17 กันยายน พ.ศ. 2544 จัดตั้งขึ้นและมีวัตถุประสงค์เหมือนตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย ในการเป็นตลาดรองและเป็นแหล่งระดมเงินทุนสำหรับบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก (SME) และบริษัทที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยี นวัตกรรม โดยตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอได้มีการผ่อนผัน หลักเกณฑ์ต่างๆลง เพื่อให้บริษัทที่มีคุณสมบัติที่ไม่ผ่านเกณฑ์ที่จะสามารถเข้าระดมทุนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถเข้าสู่กระบวนการเป็นบริษัทจดทะเบียนและระดมทุนผ่าน สาธารณะได้



ภาพที่ 1.1 มูลค่าการซื้อขาย และจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดเอ็มเอไอ

จากข้อมูลจากสถิติดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2559 จะเห็นได้ว่าตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอนั้นมีการขยายตัวที่เพิ่มมากขึ้นในทุกปี ทั้งในแง่ของจำนวนบริษัทที่เข้ามาจดทะเบียนที่เพิ่มมากขึ้นและมูลค่าการซื้อขายที่เพิ่มขึ้นเช่นเดียวกัน เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอได้มีการร่วมมือกับกระทรวงอุตสาหกรรม กระทรวงพาณิชย์ และหน่วยงานอื่นๆ ในการพัฒนาศักยภาพธุรกิจเอสเอ็มอีที่เป็นนิติบุคคลที่จดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์ ให้มีความพร้อมทั้งด้านการบริหาร ยอดขาย และแนวโน้มธุรกิจที่ดี ก่อนที่จะคัดเลือกเอสเอ็มอีดังกล่าวเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ เพื่อช่วยสร้างความแข็งแกร่งให้ผู้ประกอบการ ช่วยพัฒนาเศรษฐกิจภาพรวมของไทย นอกจากนี้การที่มีบริษัทเข้ามาจดทะเบียนในตลาดเอ็มเอไอเพิ่มมากขึ้น จะเป็นการเพิ่มทางเลือกและเป็นการดึงดูดให้นักลงทุนเริ่มหันมาให้ความสนใจที่จะเข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอเพิ่มมากขึ้นด้วย

1.2.วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอในช่วงปี พ.ศ. 2556-2558

1.3.ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

เนื่องจากการปรับตัวของราคาของหลักทรัพย์ในระยะสั้นนั้นจะปรับตัวตามราคาตลาด แต่ในระยะยาวตลาดจะมีการสะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการออกมา ดังนั้นบริษัทที่มีมูลค่ากิจการสูงก็จะมีราคาหลักทรัพย์ที่สูง นักลงทุนสามารถนำผลจากการวิจัยมาเป็นข้อมูลที่ใช้ประกอบการตัดสินใจในการเลือกลงทุนในกิจการที่คาดว่ามูลค่ากิจการจะมีโอกาสเพิ่มสูงขึ้นในอนาคต เพื่อให้สามารถทำกำไรจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นได้ และเป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการตัดสินใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ส่วนผู้มีส่วนได้เสียอื่นๆ จะสามารถเข้าใจความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ และสามารถนำมาใช้ในการตรวจสอบเพื่อกำกับการบริหารงานให้เกิดมูลค่าสูงสุด เพื่อให้บริษัทมีการเติบโตอย่างยั่งยืนต่อไป

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 แนวคิดมูลค่ากิจการ (Firm Value)

มูลค่าของกิจการ คือ มูลค่าปัจจุบันสุทธิรวมของกระแสเงินสดในอนาคต (Future Cash Flow) รวมกับมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ที่ไม่เกี่ยวกับการดำเนินงาน (Non-Operating Assets) ซึ่งจะสะท้อนถึงการเจริญเติบโตของบริษัท

ผู้บริหารมีหน้าที่ในการสร้างมูลค่ากิจการให้สูงขึ้นให้กับผู้มีส่วนได้เสียขององค์กร ศิลปพร (2555) หากบริษัทต้องการเงินทุนจากนักลงทุนภายนอกเพื่อนำมาลงทุนในโครงการใหม่ หรือขยายกิจการออกไป ดังนั้นการมีมูลค่ากิจการที่สูงจึงเป็นการดึงดูดนักลงทุน และจะเป็นการเพิ่มคุณค่าให้กับผู้ถือหุ้นในระยะยาว

2.1.2 ทฤษฎีการบริหารความเสี่ยง (Corporate Risk Management Theory)

จากกระแสโลกาภิวัตน์นั้นทำให้ลักษณะของธุรกิจมีการเปลี่ยนแปลงจากในอดีต กิจการจึงต้องมีการรับมือกับการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว เช่น มีการปรับปรุงสินค้าและบริการให้ตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลง หรือการควบรวมกิจการ ลงนามเป็นพันธมิตรทางธุรกิจระหว่างกัน เพื่อให้ธุรกิจสามารถดำรงต่อไปได้ จากการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นทำให้สภาพความเสี่ยง (Risk Profile) ของกิจการยุ่งยากและมีความซับซ้อนมากขึ้น ความเสี่ยงเหล่านี้จึงต้องถูกบริหารจัดการในระดับกลยุทธ์เพื่อลดหรือบรรเทาโอกาสในการเกิดความเสี่ยงขึ้น เพื่อให้องค์กรมีแผนรับมือล่วงหน้าและยังเป็นการช่วงสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ ดังนั้นกิจการจึงควรนำแนวคิดการบริหารความเสี่ยงระดับองค์กรมาใช้เพื่อช่วยให้กิจการสามารถตอบสนอง แก้ปัญหา และรับมือกับความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นได้ ด้วยการพัฒนากอบการดำเนินงานภาคปฏิบัติของ Corporate Risk Management Framework ที่จัดการกับความท้าทายทางธุรกิจที่เข้าข่ายวิกฤติ โดย Corporate Risk Management เป็นแนวคิดในระดับกลยุทธ์และเป็นไปอย่างมีระบบ

Bartram (2000) กล่าวว่าทฤษฎีการบริหารความเสี่ยงได้อธิบายถึงสาเหตุที่ควรลดความผันผวนของกระแสเงินสดจะช่วยเพิ่มมูลค่ากิจการไว้ดังนี้ ข้อแรกหากความผันผวนของกระแสเงินสดเพิ่มขึ้นความน่าจะเป็นของความตึงเครียดทางการเงินและค่าใช้จ่ายทั้งทางตรงและทางอ้อมจะเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้บริษัทที่มีความตึงเครียดทางการเงินนั้นจะไม่ค่อยมีความต้องการในการลงทุนในโครงการใหม่ที่มีโอกาสเป็นลบ หรือจะเลือกลงทุนในโครงการที่ NPV เป็นบวกสูงๆเท่านั้น ข้อที่สอง

ความผันผวนของกระแสเงินสดที่มากขึ้นจะทำให้ลดการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายในที่จะเป็นเงินลงทุนในโครงการใหม่ของกิจการ ดังนั้นบริษัทจึงต้องทำการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกจะทำให้บริษัทต้องเผชิญกับต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น เหตุผลข้อสุดท้ายคือ Smith and Stulz (1985) Bartram (2000) และ Graham and Rogers (2002) พบว่ายิ่งบริษัทมีความผันผวนของกระแสเงินสดมาก ก็จะมีค่าใช้จ่ายทางภาษีที่คาดว่าจะเกิดขึ้นสูงขึ้น นอกจากนี้ Smith and Stulz (1985) การที่บริษัทมีกระแสเงินสดที่ผันผวนเปรียบเสมือนเป็นการแบกรับความเสี่ยงจากการที่ผู้บริหารไม่สามารถกระจายความเสี่ยงขององค์กรออกไป ทำให้นักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่เพิ่มสูงขึ้น

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 ความผันผวนของกระแสเงินสดต่อมูลค่ากิจการ

จากทฤษฎีการบริหารความเสี่ยงขององค์กร (Corporate Risk Management Theory) ที่กล่าวว่านักลงทุนมักจะมีพฤติกรรมหลีกเลี่ยงความเสี่ยง ดังนั้นผู้ถือหุ้นจะมีความพึงพอใจต่อตัวบริษัทหากบริษัทสามารถรักษาระดับของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและผลการดำเนินงานให้มีความสม่ำเสมอ และบริษัทที่มีอัตรากำไรต่อสินทรัพย์สูงจะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการทำประโยชน์จากสินทรัพย์ในการหากำไรของบริษัท ในทางทฤษฎีแล้วบริษัทที่มีอัตรากำไรต่อสินทรัพย์รวมสูงจะมีมูลค่าของกิจการที่สูง เนื่องจากนักลงทุนเล็งเห็นว่าบริษัทดังกล่าวมีความสามารถในการทำกำไรที่ดี ผลการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมและมูลค่าของบริษัท Rountree et al. (2008) และ Smith and Watts (1992) พบว่าอัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์รวมนั้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่าของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ และ ศิษณุพันธุ์ (2553) พบว่าความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และความผันผวนของผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่าของบริษัท นักลงทุนจึงเลือกที่จะลงทุนในบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และผลการดำเนินงานที่สม่ำเสมอสูงกว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และผลการดำเนินงานที่ผันผวน นอกจากนี้ Baker and Wurgler (2007) พบว่า ในกรณีที่ตลาดเกิดความผันผวนหรือในกรณีที่ระดับความเชื่อมั่นของนักลงทุน (Investor Sentiment) ต่ตลาดต่ำลง นักลงทุนจะเลือกลงทุนในบริษัทที่มีกระแสเงินสดที่มั่นคงและมีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetries) ที่ต่ำ เพราะถือว่าบริษัทนั้นมีความเสี่ยงที่ต่ำและเป็นการลงทุนในสินทรัพย์ที่ปลอดภัย (Safe Havens) และจากการศึกษาของ Graham et al. (2005) พบว่า CFO กว่า 97% ชอบที่จะรายงานผลกำไรที่สม่ำเสมอ และการถือครองกระแสเงินสดที่มีความสม่ำเสมอ เพราะพบว่าการนำเสนอกระแสเงินสดและผลกำไรที่มีความสม่ำเสมอจะทำให้นักลงทุนและผู้บริหาร

รู้สึกว่าเป็นความเสี่ยงที่ต่ำจึงจะทำให้บริษัทมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ และยังช่วยให้ นักวิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถพยากรณ์กำไรและกระแสเงินสดในอนาคตได้อย่างแม่นยำเพิ่มมากขึ้นด้วย

ความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นถูกใช้เป็นตัวชี้วัดความเสี่ยงซึ่งเป็นเครื่องมือที่นักลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจการลงทุนมาอย่างยาวนาน แต่อย่างไรก็ตามก็ยังมีข้อขัดแย้งในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการ ในปี 1974 Robert C. Merton ได้มีการคิดค้น Model ที่ใช้วัด Credit Risks ซึ่งใน Model นี้ราคาหุ้นจะถือเป็นสินทรัพย์อ้างอิงของ Call Option ในขณะที่ความผันผวนของราคาหุ้นนั้นถือเป็นสินทรัพย์ที่มีศักยภาพในการเติบโต ดังนั้นในกรณีนี้ความผันผวนจะกลายเป็นสิ่งที่ช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการตามที่ Pastor and Stambaugh (2003) กล่าวว่าความผันผวนนั้นจะสะท้อนถึงโอกาสที่กิจการจะมีศักยภาพในการเติบโตในอนาคต ซึ่งแสดงว่าหากกิจการมีความผันผวนมากก็จะมีโอกาสในการเติบโตที่สูง ดังนั้นมูลค่ากิจการก็จะสูงขึ้นเช่นเดียวกัน แต่อย่างไรก็ตามแม้ว่าจะมีงานวิจัยเชิงประจักษ์ออกมาหลายฉบับ เช่น Froot et al. (1993) และ John and Clifford (1999) ว่ากิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้จากการใช้อนุพันธ์ในการทำ Hedging และยังเป็น การช่วยลดความผันผวนของกิจการที่เกิดขึ้นอีกด้วย แม้ว่าบริษัทจะมีกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอทำให้บริษัทไม่ต้องทำการ Hedging เพื่อลดความผันผวนและไม่ต้องเผชิญกับความตึงเครียดทางการเงิน Allayannis and Weston (2001), Carter et al. (2006), และ Nelson et al. (2005) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการใช้อนุพันธ์ในการควบคุมมูลค่ากิจการ พบว่าอนุพันธ์ช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการได้ แต่อย่างไรก็ตามความผันผวนของกระแสเงินสดและความผันผวนของรายได้ยังมีความสัมพันธ์ต่อมูลค่ากิจการเป็นอย่างมากแม้ว่าจะมีการใช้อนุพันธ์ในการควบคุมมูลค่าของกิจการก็ตาม ดังนั้นจากการศึกษาจึงสรุปได้ว่าการจัดการความผันผวนของกระแสเงินสดจะช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการขึ้นด้วยนอกจากการใช้อนุพันธ์ทางการเงินเพียงอย่างเดียว

แต่อย่างไรก็ตามยังไม่มีการวิจัยใดที่แสดงผลออกมาอย่างชัดเจน Froot et al. (1993) และ John and Clifford (1999) เพียงแค่ทดสอบว่าการที่กิจการมีความผันผวนต่ำจะเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มหรือไม่ แต่ก็ยังไม่ชัดเจนที่ชัดเจนที่จะมาหักล้างได้ว่าการที่กิจการมีความผันผวนสูงจะเป็นการกร่อนมูลค่าของกิจการลง แต่ยังมีอีกประเด็นที่ยังถกเถียงกันว่ากิจการที่มีความผันผวนสูงนั้นจะเป็นการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ แต่การที่กิจการมีความผันผวนต่ำจะสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้มากกว่า จากงานวิจัยที่ผ่านมาได้มีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการกับความผันผวนของรายได้ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา Barnes (2001) พบว่าความผันผวนของรายได้นั้นมีความสัมพันธ์ในเชิงลบต่อมูลค่ากิจการที่ใช้ Market-to-Book Ratio ในการวัดมูลค่า และจากงานวิจัยเชิงประจักษ์ของ Keith and Mark (1993) ก็พบว่าค่า Coefficient ระหว่างกระแสเงินสดและมูลค่ากิจการมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึงอาจบ่งชี้ได้ว่าตลาดจะมีการตอบสนองต่อ

กระแสเงินสดไม่ว่าจะในทางบวกหรือทางลบและ Tobin's Q ก็มีความสัมพันธ์ต่อกระแสเงินสดเช่นเดียวกัน

Rountree et al. (2008) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับองค์ประกอบของ Premium ของกิจการที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดต่ำในตลาดสหรัฐ พบว่าความผันผวนของกระแสเงินสดเป็นปัจจัยสำคัญที่ก่อให้เกิดความเสี่ยงในองค์กร และมีผลกระทบต่อ Asset Pricing Theory การบริหารความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk Management) และมูลค่าของกิจการ นอกจากนี้ความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้เกิดความเสี่ยงทางด้านราคา (Priced Risk) ในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกา โดยมูลค่ากิจการที่วัดจากค่า Tobin's Q จะเพิ่มขึ้นหรือลดลง 0.15% หากความผันผวนของกระแสเงินสดมีการเปลี่ยนแปลงไป 1% ซึ่งการเปลี่ยนแปลงนี้จะส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงอื่นๆ เช่น Systematic และ Idiosyncratic risk เช่นเดียวกับตัวแปรควบคุมอื่นๆ เช่น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ขนาดของกิจการ (Firm Size) ผลกำไร (Profitability) Leverage และโอกาสในการเติบโตของกิจการ นอกจากนี้ Froot et al. (1993) พบว่าการที่บริษัทมีกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอ นั้น สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทได้ เนื่องจากบริษัทไม่จำเป็นต้องพึ่งพาเงินทุนจากแหล่งภายนอกที่มีต้นทุนทางการเงินสูงเพราะบริษัทสามารถใช้แหล่งเงินทุนภายในที่สามารถคาดการณ์จำนวนได้จากการมีกระแสเงินสดสม่ำเสมอ และ Trueman and Titman (1988) ยังพบว่าบริษัทที่มีความผันผวนของผลประกอบการต่ำ จะมีโครงสร้างทางการเงินจากการกู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกต่ำ จึงทำให้บริษัทดังกล่าวมีมูลค่ากิจการสูง นอกจากนี้ Minton and Schrand (1999) พบว่าความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นมีผลกระทบโดยตรงต่อต้นทุนทางการเงินซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของนโยบายการลงทุนของบริษัท และตลาดนั้นชอบที่จะให้แต่ละบริษัทมีความผันผวนของกระแสเงินสดที่ต่ำ แม้ว่าบริษัทนั้นจะมีการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอกที่ต่ำหรือไม่ก็ตาม ซึ่งสอดคล้องกับ Kaplan and Zingales (1997) ที่ได้ทำการทดสอบความต้องการแหล่งเงินทุนภายนอกบริษัท พบว่าความผันผวนของกระแสเงินสดส่งผลในเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทที่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากภายนอกเป็นจำนวนมาก นอกจากนี้ Graham et al. (2005) ได้ทำการสำรวจและสัมภาษณ์ผู้บริหารมากกว่า 400 คน พบว่า ผู้บริหารจำนวน 78% ยอมรับที่จะไม่นำเงินมาลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันเป็นบวก (Positive Net Present Value) เพื่อต้องการรักษาผลประโยชน์ของกิจการของบริษัทให้มีความสม่ำเสมอ เนื่องจากผู้บริหารของบริษัทเหล่านี้ที่ทราบว่านักลงทุนจะเลือกลงทุนกับบริษัทที่มีความผันผวนของผลประกอบการต่ำ

นอกจากนี้บริษัทที่มีความสามารถในการทำการตลาดนั้นจะสามารถลดความผันผวนของกระแสเงินสด และยังเป็นการเพิ่มมูลค่ากิจการให้กับบริษัท Gruca and Rego (2005) ได้ทำการศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวกับบริษัทที่มีการเพิ่มความพึงพอใจของลูกค้าโดยใช้ข้อมูลจาก American Customer Satisfaction Survey พบว่ายิ่งลูกค้ามีความพึงพอใจเพิ่มมากขึ้น จะส่งผลให้

ลูกค้ามี Brand Loyalty เพิ่มสูงขึ้นซึ่งจะทำให้บริษัทมีความผันผวนของกระแสเงินสดที่ลดลงและทำให้บริษัทมีกระแสเงินสดเพิ่มมากขึ้น ซึ่งเป็นการช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าหลายงานวิจัย Abdel-Khalik (2007) และ Badrinath et al. (1989) พยายามอธิบายเกี่ยวกับข้อดีของการที่บริษัทมีกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอจะทำให้ผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย (นักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ นักลงทุนสถาบัน และผู้จัดการกองทุน) เกิดความพึงพอใจจากการที่มีความเสี่ยงด้านกระแสเงินสดที่ต่ำ ซึ่งจะทำให้เกิดการเลือกอย่างมีเหตุผล (Rational Behavior) ในการตัดสินใจในการลงทุน เช่น Lang et al. (2003), Gong (2004) ได้แนะนำว่า นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ควรจะให้ความสนใจกับมูลค่ากิจการเพราะนักลงทุนส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่จะพิจารณาเลือกลงทุนในกิจการที่ นักวิเคราะห์กำลังประเมินมูลค่าและให้ความสนใจ นอกจากนี้พวกเขายังพบว่า หุ่นของกิจการที่ถือว่าเป็นหุ่นที่นักวิเคราะห์ให้ความสนใจ (Analyst Coverage) กระแสเงินสดของกิจการนั้นจะมีความสัมพันธ์เป็นบวกต่อมูลค่ากิจการ

2.2.2 ความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ

นักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และผู้จัดการกองทุนส่วนใหญ่มักจะสนใจเกี่ยวกับกำไรของบริษัทมากกว่ากระแสเงินสดของกิจการ เนื่องจากผลกำไรของกิจการนั้นจะสะท้อนถึงผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้นความผันผวนของกำไร (Earnings Volatility) อาจจะมีบทบาทที่สำคัญในการใช้วัดความสม่ำเสมอทางการเงินของบริษัท (Financial Smoothness) แทนความผันผวนของกระแสเงินสด Brennan and Hughes (1991) และ Schipper (1991) แนะนำให้นักวิเคราะห์หลักทรัพย์นั้นหลีกเลี่ยงในการประเมินมูลค่าบริษัทที่มีกำไรผันผวนเนื่องจากจะมีแนวโน้มในการพยากรณ์ผิดพลาด Merton (1987) และ Lang et al. (2003) หุ่นที่นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่ไม่ให้ความสนใจ (Low analyst coverage) มักจะเป็นหุ่นที่มีมูลค่าต่ำและมีความไม่สมมาตรของข้อมูลสูง ซึ่งสอดคล้องกับ Badrinath et al. (1989) ที่พบว่านักลงทุนสถาบันมักจะไม่ลงทุนในบริษัทที่มีความแตกต่างของกำไรที่สูง หากยังมีความแตกต่างของกำไรที่สูงก็จะยิ่งเพิ่มแนวโน้มที่คาดว่าจะมีกำไรต่ำกว่าที่พยากรณ์ไว้ (Negative Earnings Surprise) ดังนั้นผู้จัดการกองทุนมักจะพยายามทำให้ผลประกอบการในแต่ละปีมีความสม่ำเสมอ เนื่องจาก Trueman and Titman (1988) พบว่าการที่ผลกำไรมีความสม่ำเสมอนั้นจะเป็นการช่วยลดโอกาสในการล้มละลาย (Default) ของบริษัทซึ่งจะเป็นการช่วยลดต้นทุนทางการเงินจากการกู้ยืมได้ นอกจากนี้ Alister et al. (2000) สรุปว่าหากมีความผันผวนของผลกำไรต่ำ กิจการจะมีมูลค่าสูง และความผันผวนของผลกำไรเป็นส่วนหนึ่งของความผันผวนของกระแสเงินสด

2.2.3 ปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าของกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่านอกจากความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงาน แล้วนั้นยังมีปัจจัยอื่นที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการด้วย เช่นเดียวกัน การศึกษาอิสระฉบับนี้จึงกำหนดให้ปัจจัยอื่นเป็นตัวแปรควบคุม

2.2.3.1 ขนาดของกิจการ (Firm Size)

ขนาดของกิจการเป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ จากงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่าความสัมพันธ์ของขนาดของกิจการต่อมูลค่ากิจการนั้นมีความขัดแย้งกัน โดย Joh (2003) พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการ แต่ในทางกลับกันจากการศึกษาของ Agrawal and Knoeber (1996) และ Lins (2003) รวมทั้งการศึกษาของ Rountree et al. (2008) พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบต่อมูลค่ากิจการ และบริษัทที่มีขนาดของกิจการสูงจะมีมูลค่ากิจการซึ่งวัดโดยอัตราส่วนมูลค่าตลาดของกิจการต่อมูลค่าทางบัญชี (Price to Book Ratio) ของกิจการที่ต่ำ

2.2.3.2 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)

อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์นั้น ประกอบด้วย ส่วนของผู้ถือหุ้นและ ส่วนของหนี้สินที่ใช้แสดงประสิทธิภาพของบริษัทจากการนำสินทรัพย์ไปลงทุน เกิดเป็นผลตอบแทน ประกอบการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถในการทำกำไร โดยไม่สนใจที่มาของเงินทุนในการจัดหาสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์จะสนับสนุนความสามารถดำเนินงานเพื่อสร้างผลกำไรให้แก่กิจการได้โดยตรง และนอกจากนี้หากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์มีการเติบโตอย่างสม่ำเสมอ แสดงว่าโครงการที่กิจการลงทุนไปนั้นให้ผลตอบแทนกลับมาคุ้มค่า นักลงทุนจึงมักเลือกลงทุนในกิจการที่มีอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์สูง เนื่องจากเชื่อว่ากิจการจะมีความสามารถที่จะสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นได้และจากการศึกษาของ Rountree et al. (2008) และ Allayannis et al. (2003) พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์นั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ

2.2.3.3 อัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น (DE Ratio)

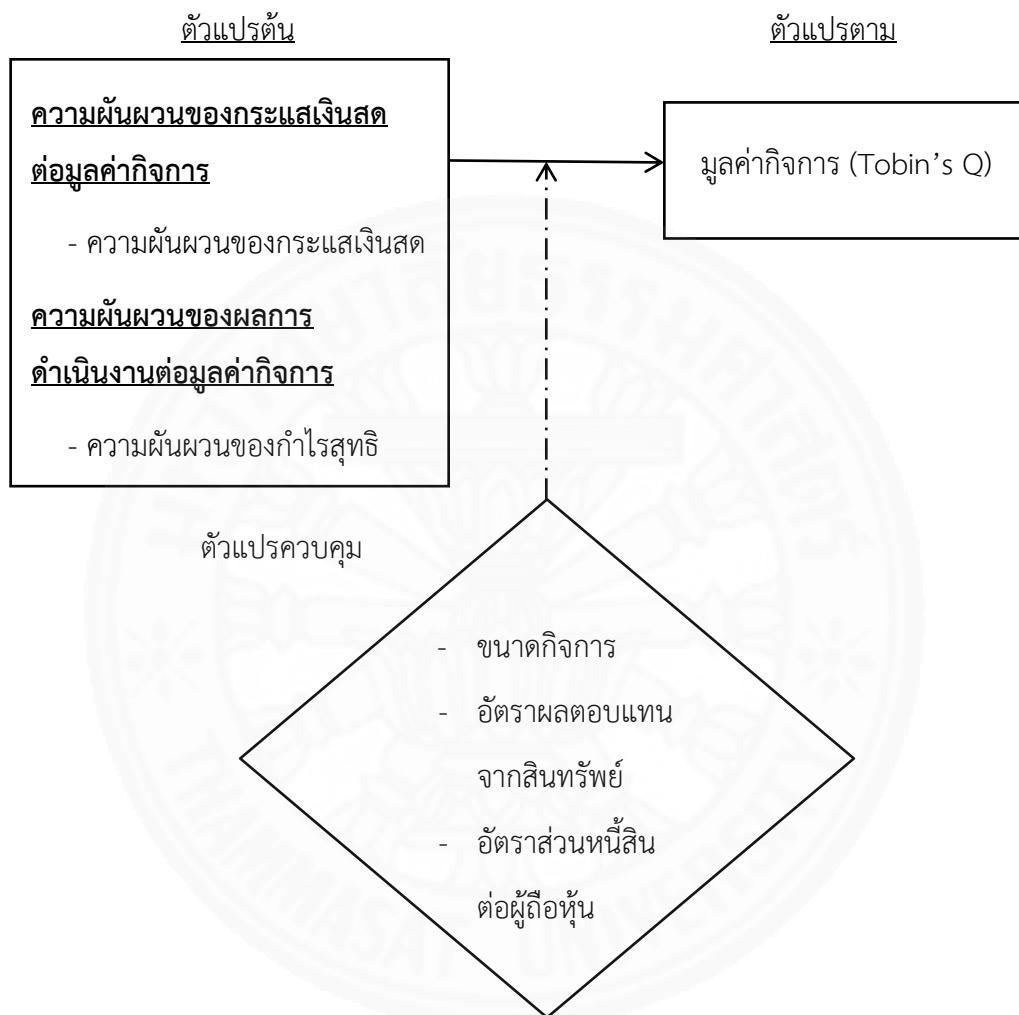
อัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้นแสดงถึงโครงสร้างส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทว่ามีสัดส่วนหนี้สินรวมของกิจการเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นว่าเป็นเท่าไร เป็นการวัดว่ากิจการมีการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก (จากการกู้ยืม) เมื่อเทียบกับทุนภายในธุรกิจเองว่ามีสัดส่วนเท่าใด เงินทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้นนั้น จะรวมทั้งหนี้ระยะสั้นและหนี้ระยะยาว ซึ่งเงินทุนจากแหล่งนี้ ย่อมตามมาด้วยภาระดอกเบี้ยจ่าย กิจการใดที่ดำเนินกิจการด้วยการพึ่งพิงเงินทุนที่มาจากแหล่งนี้ มากเกินไป ความเสี่ยงทางฐานะการเงินกิจการย่อมมีสูง แต่ถ้าหากกิจการใช้เพียงเงินทุนที่มาจากส่วนของผู้ถือหุ้น แม้ว่าการใช้เงินทุนจากเจ้าของมาดำเนินธุรกิจเป็นเรื่องที่ดี ไม่มีภาระเรื่องดอกเบี้ย แต่

หากใช้ทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเพียงอย่างเดียว อาจเสียโอกาสและกลายเป็นข้อจำกัดในการขยายธุรกิจได้ รวมทั้งขาดโอกาสในการได้ประโยชน์จากการประหยัดภาษี ดังนั้นกิจการควรมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมเพื่อก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มแก่กิจการ จากการศึกษาของ Allayannis et al. (2003) พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้นนั้นมีความสัมพันธ์ในทางลบต่อมูลค่ากิจการ



2.3 กรอบแนวคิดการวิจัย

จากทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง สามารถสรุปเป็นกรอบงานวิจัยได้ดังนี้



ภาพที่ 2.1 กรอบแนวคิดการวิจัย

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 ระเบียบวิธีวิจัย

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ซึ่งใช้ข้อมูลย้อนหลังรายไตรมาส 3 ปี ในช่วงปี พ.ศ. 2556-2558 ยกเว้นบริษัทดังต่อไปนี้

3.1.1 บริษัทที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วยกลุ่มธนาคาร กลุ่มเงินทุนและหลักทรัพย์ กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต เนื่องจากประเทศไทยมีกฎหมายที่กำกับดูแลที่แตกต่างออกไปในธุรกิจเหล่านี้

3.1.2 บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน (Companies under Rehabilitation) เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีผลการดำเนินงานที่เบี่ยงเบนไปจากบริษัททั่วไป

3.1.3 บริษัทที่มีข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาไม่ครบถ้วน

3.2. การเก็บรวบรวมข้อมูล

ประชากรที่นำมาใช้ในการศึกษาความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการในครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ที่ดำเนินกิจการระหว่างปี พ.ศ. 2556-2558 โดยตัดชุดข้อมูลของบริษัทที่ไม่ผ่านเกณฑ์ตาม 3.1 จึงทำให้คงเหลือกลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมดจำนวน 72 บริษัท ดังนั้นจะมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้ทั้งหมดจำนวน 864 ข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาอิสระเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) แบบ Panel Data ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดเอ็มเอไอ รายไตรมาส 3 ปี ในช่วงปี พ.ศ. 2556-2558 ที่เป็นข้อมูลสาธารณะ ซึ่งสามารถรวบรวมได้จากจากงบการเงิน (Financial Statement) แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (Annual Report) เว็บไซต์แหล่งรวบรวมข้อมูลด้านการเงินและการลงทุน Settrade (www.settrade.com) ฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) และ ฐานข้อมูล EIKON

3.3 ตัวแปรและการวัดค่าของตัวแปร

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอไอในช่วงปี 2556-2558 โดยมีตัวแปรที่สำคัญดังต่อไปนี้

3.3.1 ตัวแปรต้น (Independent Variables)

3.3.1.1 ความผันผวนของกระแสเงินสด (Cash Flow Volatility) หมายถึง ความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flows from Operating Activities) รายไตรมาสของบริษัท i ปีที่ t แทนด้วย CFV_{it}

$$CFV_{it} = \sigma_{CFit} = \frac{CFit - CFit-1}{CFit-1}$$

3.3.1.2 ความผันผวนของกำไรสุทธิ (Earning Volatility) หมายถึง ความผันผวนของกำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัท i ปีที่ t แทนด้วย $EARV_{it}$

$$EARV_{it} = \sigma_{EARit} = \frac{EARit - EARit-1}{EARit-1}$$

3.3.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{Market Value of Asset}}{\text{Replacement Cost of Asset}}$$

การศึกษาในครั้งนี้ใช้ Tobin's Q ในการวัดมูลค่ากิจการ ซึ่งจากสูตร Market value of Asset นั้น แสดงถึงอัตราส่วนสินทรัพย์ลงทุนในการบริหารงานและการจัดการภายในบริษัท และ Replacement Cost of Asset แสดงถึงราคาตลาดปัจจุบันของสินทรัพย์ประเภทเดียวกันกับที่กิจการใช้อยู่ กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือสินทรัพย์ที่กิจการเคยซื้อเข้ามาในอดีต ถ้าต้องการที่จะซื้อใหม่ในขณะนี้ จะต้องจ่ายซื้อเป็นจำนวนเท่าไร แต่เนื่องจากการคำนวณต้นทุนเปลี่ยนแทนนั้นยากต่อการประมาณค่า Damodaran (1999) จึงใช้มูลค่าตามบัญชี (Book Value) แทนต้นทุนเปลี่ยนแทน จึงได้วิธีในการคำนวณ Tobin's Q ใหม่ดังนี้

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \frac{\text{Market Capitalization} + \text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

โดย Market Capitalization หมายถึง มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ณ รายไตรมาส

Total Debt หมายถึง หนี้สินทั้งหมด ณ รายไตรมาสของบริษัท

Total Assets หมายถึง สินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท

3.3.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

3.3.3.1 ขนาดของกิจการ (Firm Size) หมายถึง มูลค่าของสินทรัพย์รายไตรมาสของบริษัท i ปีที่ t ซึ่งเป็นตัวแทนของขนาดกิจการ จะขึ้นอยู่กับประเภทของอุตสาหกรรมที่บริษัทนั้นดำเนินงานอยู่ ซึ่งแต่ละอุตสาหกรรมจะทำให้ค่าที่ได้มีความแตกต่างกัน ดังนั้นจึงใส่ค่า Log เพื่อให้มูลค่าที่ได้มีความใกล้เคียงกัน แทนด้วย $SIZE_{it}$

$$SIZE_{it} = \text{Log}(\text{Asset})$$

3.3.3.2 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return On Assets) ได้แก่

อัตราส่วนที่เปรียบเทียบสินทรัพย์รายไตรมาสของบริษัท i ปีที่ t แทนด้วย ROA_{it}

$$ROA_{it} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

3.3.3.3 อัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น (DE Ratio) หมายถึง อัตราส่วนที่แสดงโครงสร้างเงินทุนของกิจการว่าสินทรัพย์ของกิจการมาจากการกู้ยืมหรือมาจากทุน รายไตรมาสของบริษัท i ปีที่ t ซึ่งหากอัตราส่วนนี้สูงมีโอกาสดังกล่าวกิจการจะไม่สามารถชำระดอกเบี้ยได้แทนด้วย DE_{it}

$$DE_{it} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

ตารางที่ 3.1 ตารางคาดการณ์ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Variables	Description	Expected Sign	Reference
CFV	ความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	-	Froot et al. (1993) John and Clifford (1999) Kaplan and Zingales (1997) ศิษย์ (2553)
EARV	ความผันผวนของกำไรสุทธิ	-	Alister et al. (2000) Barnes (2001) Trueman and Titman (1988) ศิษย์ (2553)
SIZE	ขนาดของกิจการ	+	Rountree et al. (2008) ศิษย์ (2553)
ROA	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์	+	Rountree et al. (2008) Smith and Watts (1992) ศิษย์ (2553)
DE	อัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น	-	Allayannis et al. (2003)

3.4 สมมติฐานการวิจัย

งานวิจัยนี้มีสมมติฐานในการทดสอบดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสดกับมูลค่ากิจการ

H0: ความผันผวนของกระแสเงินสดไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ

H1: ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ

สมมติฐานที่ 2 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของผลการดำเนินงานกับมูลค่ากิจการ

H0: ความผันผวนของกำไรไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ

H1: ความผันผวนของกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ

3.5 เครื่องมือที่ใช้ในงานวิจัย

การศึกษานี้ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงาน โดยการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธีความถดถอยในแบบคงที่ (Fixed-effects model) โดยมีแบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัย ดังนี้

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \alpha + \beta_1 \text{CFV}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{DE}_{it} + \varepsilon$$

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \alpha + \beta_1 \text{EARV}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{DE}_{it} + \varepsilon$$

โดยกำหนดให้	Tobin's Q_{it}	หมายถึง ค่าที่วัดมูลค่าของกิจการ
	CFV_{it}	หมายถึง ความผันผวนของกระแสเงินสด
	EARV_{it}	หมายถึง ความผันผวนของกำไรสุทธิ
	ROA_{it}	หมายถึง อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์
	SIZE_{it}	หมายถึง ขนาดของกิจการ
	DE_{it}	หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม
	ε	หมายถึง ค่าความคลาดเคลื่อน

3.6 การวิเคราะห์และนำเสนอข้อมูล

ในการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยนี้จะเป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Models) ซึ่งประกอบด้วยการวิเคราะห์ข้อมูล 2 ส่วนหลักดังนี้

3.6.1 การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)

เป็นการบรรยายเพื่อให้เห็นภาพรวมของข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรที่ทำการศึกษา โดยวิเคราะห์ข้อมูลออกมาในรูปของค่าสถิติพื้นฐาน เช่น ค่าเฉลี่ย ค่ากลาง ค่าความเบี่ยงเบน ฯลฯ เพื่อให้เห็นภาพรวมของข้อมูล

3.6.2 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis)

โดยนำข้อมูลที่เก็บรวบรวมมาประมวลผลเพื่อหาความสัมพันธ์ของความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของมูลค่ากิจการต่อมูลค่ากิจการที่ถูกวัดโดยค่า Tobin's Q โดยวิธีวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อดูว่าแต่ละตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์ต่อกันอย่างไร

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ในบทนี้จะอธิบายผลที่ได้จากการวิเคราะห์จากแบบจำลองที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 3 ซึ่งเป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงาน ได้แก่ ความผันผวนของผลกำไร ต่อมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอในช่วงปี 2556-2558 โดยจะประกอบไปด้วยข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis) ตามลำดับ

4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ผู้วิจัยได้ทำการเก็บข้อมูลตัวแปรตามหลักเกณฑ์ที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 3 จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอในช่วงปี 2556-2558 โดยตัดชุดข้อมูลของบริษัทที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน จึงทำให้คงเหลือกลุ่มตัวอย่างของบริษัทที่ใช้ในการศึกษาทั้งหมดจำนวน 72 บริษัท ครอบคลุมระยะเวลา 12 ไตรมาส (3ปี) ดังนั้นจะมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ทั้งหมดจำนวน 864 ข้อมูลในลักษณะ Panel Data

ตารางที่ 4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Variable	N	Mean	Med	Var	Std. Dev.	Min	Max
ตัวแปรตาม							
Tobin's Q	864	0.576	0.464	0.286	0.535	-0.412	3.078
ตัวแปรอิสระ							
CFV	864	2.42	0.603	118.14	10.86	0.000	201.17
EARV	864	-0.507	-0.505	2.359	1.536	-6.909	5.304
ตัวแปรควบคุม							
ROA	864	0.474	0.475	0.002	0.045	0.238	0.655
Size	864	1.091	1.094	0.01	0.104	0.549	1.5
DE	864	0.777	0.610	0.418	0.646	0.01	5.296

ตารางที่ 4.2 ค่าเฉลี่ยของตัวแปรตามระยะเวลารายไตรมาส

Variable	Mean											
	1/56	2/56	3/56	4/56	1/57	2/57	3/57	4/57	1/58	2/58	3/58	4/58
ตัวแปรตาม												
Tobin's Q	0.76	0.54	0.47	0.43	0.43	0.5	0.69	0.67	0.7	0.65	0.58	0.49
ตัวแปรอิสระ												
CFV	-0.50	1.07	1.42	5.69	-6.86	0.16	2.12	-0.28	-0.62	0.64	-0.00	-0.21
EARV	-0.66	-0.68	-0.84	-0.09	-0.23	-0.53	-0.72	-0.72	-0.59	-0.47	-0.4	-0.24
ตัวแปรควบคุม												
ROA	0.01	0.01	0.01	-0.00	0.00	-0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	-0.00
Size	1.06	1.07	1.07	1.08	1.08	1.08	1.09	1.10	1.10	1.10	1.11	1.11
DE	0.68	0.79	0.75	0.76	0.77	0.70	0.71	0.8	0.85	0.86	0.83	0.82

จากตารางที่ 4.1 เป็นการแสดงข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณาค่าสถิติเบื้องต้นอันได้แก่ จำนวนข้อมูล (N) ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่ากลางของข้อมูล (Median) ค่าความแปรปรวนของข้อมูล (Variance) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Derivation) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) จะเห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษาในครั้งนี้มีค่า Tobin's Q ซึ่งเป็นค่าที่ใช้วัดมูลค่ากิจการโดยเฉลี่ยเท่ากับ 0.576 เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยตามรายไตรมาสพบว่าในแต่ละไตรมาส Tobin's Q มีค่าเฉลี่ยที่ผันผวน โดยมีค่าเฉลี่ยมากที่สุดไนไตรมาส 1/56 เท่ากับ 0.76 และค่าเฉลี่ยต่ำที่สุดไตรมาสที่ 4/56 เท่ากับ 0.43

สำหรับตัวแปรอิสระนั้น ความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นมีช่วงที่กว้างมาก โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.42 โดยบริษัทที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดที่ต่ำที่สุดเท่ากับ 0 และมากที่สุดเท่ากับ 201.17 เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยตามรายไตรมาสพบว่ามีค่าเฉลี่ยที่ค่อนข้างผันผวน โดยมีค่าเฉลี่ยมากที่สุดไนไตรมาส 4/56 เท่ากับ 5.69 และมีค่าเฉลี่ยน้อยที่สุดในไตรมาส 1/57 เท่ากับ -6.86

ความผันผวนของผลกำไรมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.507 โดยบริษัทที่มีความผันผวนของผลกำไรต่ำที่สุดเท่ากับ -6.909 และมากที่สุดเท่ากับ 5.304 เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยตามรายไตรมาสพบว่ามีค่าเฉลี่ยที่แตกต่างจากไตรมาสอื่น ๆ ไม่มากนัก โดยมีค่าเฉลี่ยมากที่สุดไนไตรมาส 4/56 เท่ากับ -0.09 และมีค่าเฉลี่ยน้อยที่สุดในไตรมาส 3/56 เท่ากับ -0.84

สำหรับตัวแปรควบคุมนั้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์นั้นมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.474 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.238 มีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.655 เมื่อพิจารณาพค่าเฉลี่ยตามรายไตรมาสพบว่าในแต่ละไตรมาสมีค่าเฉลี่ยค่อนข้างคงที่

ขนาดของกิจการนั้นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.019 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.549 และมีค่าสูงสุดเท่ากับ 1.5 เมื่อพิจารณาพหุคูณตามรายไตรมาสพบว่าค่าเฉลี่ยมีการเพิ่มขึ้นทุกๆไตรมาส โดยมีค่าเฉลี่ยมากที่สุดในไตรมาส 3/58 เท่ากับ 1.11 และมีค่าเฉลี่ยน้อยที่สุดในไตรมาส 1/56 เท่ากับ 1.06

อัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้นนั้นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.777 โดยกลุ่มตัวอย่างมีค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.01 และมีค่าสูงสุดอยู่ที่ 5.296 เมื่อพิจารณาพหุคูณตามรายไตรมาสพบว่าค่าเฉลี่ยมีค่าเพิ่มขึ้น โดยมีค่าเฉลี่ยมากที่สุดในไตรมาส 2/58 เท่ากับ 2.86 และมีค่าเฉลี่ยน้อยที่สุดในไตรมาส 1/56 เท่ากับ 0.68

4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ตารางที่ 4.3 จะเป็นการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัวแปรในรูปของเมตริกซ์ ซึ่งเป็นตัวแปรที่จะนำมาใช้ในการศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงถดถอย (Regression Analysis) โดยจากตารางพบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ประกอบด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราการเติบโตของยอดขาย และตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ประกอบด้วยความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของกำไรสุทธิ ขนาดของกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น

ตารางที่ 4.3 แสดงค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

	Tobin's Q	CFV	EARV	ROA	SIZE	DE	Collinearity Stat.	
							Tolerance	VIF
Tobin's Q	1.00							
CFV	-0.076	1.00					0.99	1.00
EARV	-0.192	-0.011	1.00				0.93	1.08
ROA	0.115	-0.014	-0.248	1.00			0.93	1.07
SIZE	-0.192	-0.003	0.023	-0.042	1.00		0.99	1.00
DE	0.191	-0.019	-0.086	-0.027	-0.025	1.00	0.98	1.01

ตัวแปรอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้นนั้นมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่าของกิจการ โดยตัวแปรทั้ง 2 นั้นแสดงถึงการเติบโตของกิจการว่าสามารถในการทำกำไรของสินทรัพย์ทั้งหมดที่ธุรกิจใช้ในการดำเนินงาน ว่าให้ผลตอบแทนจากการ

ดำเนินงานได้มากน้อยเพียงใด และแสดงถึงโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ว่ากิจการนำเงินจากแหล่งใด เพื่อนำมาใช้ในการดำเนินงานให้กิจการเกิดการขยายตัวมากขึ้น เมื่อกิจการมีการขยายตัวมากขึ้น นักลงทุนจึงคาดว่าในอนาคตกิจการจะมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่สูงขึ้นด้วยเช่นกัน และตัวแปรความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของกำไรสุทธิ นั้นมีความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าของกิจการ หากกิจการมีความผันผวนและหนี้สินมากก็จะทำให้นักลงทุนเกิดความกลัวไม่กล้าที่จะลงทุนในกิจการนั้น ซึ่งความสัมพันธ์ทั้ง 2 รูปแบบนั้นสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) แต่ทั้งนี้ยังมีตัวแปรขนาดของกิจการซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยที่ผ่านมาที่น่าจะมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับมูลค่ากิจการแต่กลับได้ค่าความสัมพันธ์ที่เป็นลบ อย่างไรก็ตามการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์นั้นเป็นแค่เพียงการวิเคราะห์เพื่อดูความสัมพันธ์ และการแปรผันร่วมกันในเพียงเบื้องต้นเท่านั้น ซึ่งการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยที่จะส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการนั้น อาจจะมีความสัมพันธ์ร่วมกันในหลายๆปัจจัย ดังนั้นจึงต้องนำตัวแปรที่ศึกษาในครั้งนี้มาทำการวิเคราะห์ความถดถอย (Regression Analysis) ต่อไป

นอกจากทดสอบลักษณะความสัมพันธ์ของตัวแปรแล้ว ยังได้มีการทดสอบปัญหา Multicollinearity หรือที่ปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (ตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษามีความสัมพันธ์กันเอง) หากนำตัวแปรอิสระเหล่านั้นมาใช้ในแบบจำลองก็จะทำให้เกิดการซ้ำซ้อนและเกิดความไม่น่าเชื่อถือขึ้น โดยตรวจสอบปัญหาได้จากค่า Variance Inflation Factor (VIF) ซึ่งเป็นค่าที่บ่งบอกถึงระดับความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละตัวว่าอยู่ในระดับใด หากมีค่า VIF มากกว่า 10 แสดงว่าตัวแปรอิสระที่ใช้มีปัญหามulticollinearity หรืออาจดูจากค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระซึ่งเป็นค่าที่แปรผกผันกับ VIF ซึ่งจากตารางที่ 4.3 พบว่าตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษานี้มีค่า VIF น้อยกว่า 10 และมีค่า Tolerance ที่เข้าใกล้ 1 ดังนั้นจึงสามารถใช้ตัวแปรอิสระทั้งหมดนี้ในแบบจำลองได้

4.3 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis)

ในส่วนนี้จะเป็นการวิเคราะห์ความถดถอยเพื่อทดสอบสมมติฐานของความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ โดยในตารางที่ 4.4 จะเป็นการแสดงผลการวิเคราะห์ความถดถอยในแบบคงที่ (Fixed-effects model) ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรตามทีแสดงถึงมูลค่าของกิจการ (Tobin's Q) ซึ่งวัดจากอัตราส่วนของมูลค่าตลาดของหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชีของหุ้นในช่วงปี พ.ศ. 2556-2558 โดยมีตัวแปรต้น คือ ความผันผวนของกระแสเงินสด (Cash Flow Volatility) และความผันผวนของผลการดำเนินงาน (Earning Volatility) และ

กำหนดให้อัตรผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ขนาดของกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น เป็นตัวแปรควบคุม โดยผู้วิจัยจะอภิปรายผลการศึกษา โดยแยกเป็นแต่ละสมมติฐานดังนี้

ตารางที่ 4.4 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ

	Dependent Variable : Tobin's Q		
	Model 1 (t-statistics)	Model 2 (t-statistics)	Model 3 (t-statistics)
Cash flow Volatility	-0.0015** (-2.66)		-0.0015** (-2.61)
Earning Volatility		-0.0163** (0.039)	-0.0163** (-2.08)
ROA	0.3002** (0.99)	0.1664* (0.53)	0.1682* (0.54)
SIZE	-1.9253*** (-8.73)	-2.1749*** (-8.96)***	-2.1633*** (-8.95)
DE	0.1359*** (5.04)	0.1354*** (4.81)	0.1369*** (4.88)
R- squared	0.069	0.070	0.074

หมายเหตุ: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

สมมติฐานที่ 1 ความผันผวนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ

จากตารางที่ 4.4 แสดงให้เห็นว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดนั้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0015 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) และ ศิษฏภรณ์รัฐ (2553) เนื่องจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีความระมัดระวังในการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Adverse) ดังนั้นจึงมักที่จะเลือกที่จะลงทุนในกิจการที่มีระดับของกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอมากกว่ากิจการที่มีกระแสเงินสดที่ผันผวน เนื่องจากนักลงทุนมองว่าบริษัทเหล่านั้นมีความเสี่ยงที่ต่ำและถ้าหากมีความต้องการที่จะกู้เงินจากแหล่งเงินทุนภายนอก ก็จะได้รับต้นทุนทางการเงินที่ต่ำเช่นเดียวกัน ดังนั้นหากกิจการมีความผันผวนของกระแสเงินสดจึงเป็นการกร่อนมูลค่าของกิจการ

สมมติฐานที่ 2 ความผันผวนของกำไรมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการ

ความผันผวนของของผลการดำเนินงานนั้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ (Tobin's Q) ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0163 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ซึ่งสอดคล้องกับ Alister et al. (2000) ที่สรุปว่าหากมีความผันผวนของกำไรต่ำ กิจการจะมีมูลค่าสูง เนื่องจากผลกำไรของกิจการนั้นจะสะท้อนถึงผลการดำเนินงานของกิจการ และเนื่องจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีพฤติกรรมในการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Adverse) จึงมักจะเลือกลงทุนในกิจการที่มีผลการดำเนินงานที่สม่ำเสมอซึ่งสอดคล้องกับ Badrinath et al. (1989) ที่พบว่านักลงทุนสถาบันมักจะไม่ลงทุนในบริษัทที่มีความแตกต่างของกำไรที่สูง

สำหรับตัวแปรควบคุม ผู้วิจัยได้มีการอภิปรายผลการศึกษา โดยแยกเป็นแต่ละตัวแปร ดังนี้ ขนาดของกิจการนั้นผลการศึกษาพบว่าขนาดของกิจการนั้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางตรงกันข้ามกับขนาดของกิจการ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ในช่วง -2.17 ถึง -1.92 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยอาจจะเป็นเพราะบริษัทในตลาดเอ็มเอไอเป็นบริษัทที่มีขนาดกลางถึงเล็ก ยังไม่ค่อยมีความมั่นคงและมีความเสี่ยง จึงส่งผลให้นักลงทุนมองว่าบริษัทเหล่านี้ควรมีอัตราที่นำมาคิดลด (Discount Rate) ที่สูง จึงส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์นั้นผลการศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์นั้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางเดียวกันกับมูลค่ากิจการ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ในช่วง 0.16 ถึง 0.30 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 และร้อยละ 95ตามลำดับ เนื่องจากบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สูงนั้นจะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ที่มีนำไปทำให้เกิดผลกำไรได้มาก นักลงทุนจึงมักที่จะเลือกลงทุนในกิจการที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สูงมากกว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ต่ำ ดังนั้นจึงส่งผลให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น

อัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น นั้นผลการศึกษาพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้นนั้นมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์อยู่ในช่วง 0.13 ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ซึ่งสอดคล้องกับ Froot et al. (1993) ทั้งนี้เนื่องจากหากกิจการมีการก่อหนี้โดยใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอกเกินในระดับที่เหมาะสม แล้วนั้นกิจการก็จะไม่ได้รับประโยชน์จากการนำค่าใช้จ่ายจากดอกเบี้ย (Interest Expense) ไปลดค่าใช้จ่ายทางภาษีได้ และการที่กิจการใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอกนั้นจะทำให้กิจการมีต้นทุนทางการเงินและความเสี่ยงที่สูงขึ้น จึงส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่ากิจการ โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสในช่วงปี 2556 ถึง 2558 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในตลาดเอ็มเอไอทุกบริษัท ในทุกหมวดอุตสาหกรรม ยกเว้นหมวดธุรกิจการเงิน เนื่องจากบริษัทเหล่านั้นมีการประกอบธุรกิจในภายใต้กฎหมายและข้อบังคับที่แตกต่างจากบริษัททั่วไป และยกเว้นบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน โดยการศึกษาครั้งนี้ใช้ได้ใช้แบบจำลองสมการถดถอย (Regression Analysis) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ ซึ่งสามารถสรุปผลจากการศึกษาได้ดังนี้

ความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานนั้นมีความสัมพันธ์ในทางลบกับมูลค่าของกิจการ และความผันผวนของผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ทางลบกับมูลค่ากิจการ ตลอดช่วงปี 2556 ถึง 2558 ซึ่งจากผลการศึกษาดังกล่าวนั้นมีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rountree et al. (2008) และ ศิษฏภณัฐ (2553) และสอดคล้องกับทฤษฎีการจัดการความเสี่ยงของบริษัท (Corporate Risk Management) ที่กล่าวไว้ว่า นักลงทุนนั้นมีพฤติกรรมกลัวความเสี่ยง (Risk Adverse) ดังนั้นนักลงทุนจึงจะเลือกลงทุนในกิจการที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และความผันผวนของผลการดำเนินงานต่ำ มากกว่าเลือกลงทุนในกิจการที่มีความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และความผันผวนของผลการดำเนินงานสูง เนื่องจากความผันผวนนั้นจะสะท้อนถึงความเสี่ยงและความไม่มั่นคงของกิจการ

นอกจากนี้จากการศึกษายังพบว่าขนาดของกิจการ และอัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์ในทางลบต่อมูลค่ากิจการ เช่นเดียวกัน โดยอาจจะเป็นเพราะบริษัทในตลาดเอ็มเอไอเป็นบริษัทที่มีขนาดกลางถึงเล็ก ยังไม่ค่อยมีความมั่นคงและมีความเสี่ยง หากกิจการมีการก่อหนี้โดยใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก จึงทำให้กิจการมีต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น จึงทำให้มูลค่าของกิจการลดลง แต่อัตรผลตอบแทนจากสินทรัพย์กลับมีความสัมพันธ์ในทางบวกต่อมูลค่ากิจการ เพราะนักลงทุนมักที่จะเลือกลงทุนในกิจการที่มีอัตรผลตอบแทนจากสินทรัพย์สูงมากกว่าบริษัทที่มีอัตรผลตอบแทนจากสินทรัพย์ต่ำ เพราะแสดงว่ากิจการสามารถใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ที่มีนำไปทำให้เกิดผลกำไรได้มาก จึงส่งผลให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น

5.2 ข้อเสนอแนะ

งานวิจัยฉบับนี้พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและความผันผวนของผลการดำเนินงานส่งผลในเชิงลบต่อมูลค่ากิจการ ดังนั้นผู้บริหารจึงควรคำนึงถึงความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นในอนาคตจากความผันผวนเหล่านี้ ผู้บริหารอาจเลือกใช้เครื่องมือทางการเงิน เช่น ตราสารอนุพันธ์ เพื่อช่วยลดความผันผวนที่อาจจะเกิดขึ้น ทำให้ความเสี่ยงของกิจการลดลง และยังเป็น การช่วยสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนว่าเงินที่นำไปลงทุนในกิจการนั้นมีความเสี่ยงที่ลดลง เช่นเดียวกัน นอกจากนี้ตัวนักลงทุนเองก็ควรพิจารณาถึงโอกาสในการเกิดความผันผวนของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและความผันผวนของผลการดำเนินงานของกิจการที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคต ก่อนการตัดสินใจลงทุนในกิจการนั้นๆ ด้วยเช่นกัน

นอกจากนี้สำหรับการวิจัยในอนาคต หากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอมีจำนวนเพิ่มมากขึ้นจนผู้วิจัยสามารถแยกวิเคราะห์บริษัทตามแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อนำผลที่ได้มาเปรียบเทียบความแตกต่างของแต่ละอุตสาหกรรม ได้ผลการศึกษาที่มีความละเอียดมากยิ่งขึ้น เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่ต้องการทราบความสัมพันธ์ของความผันผวนของกระแสเงินสด ความผันผวนของผลการดำเนินงานในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน

5.3 ข้อยกเว้นงานวิจัย

จากการศึกษาและการเก็บข้อมูล พบว่ามีจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอที่นำไปใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลครบถ้วนรายไตรมาสครอบคลุมระยะเวลา 3 ปี จำนวนน้อย จึงอาจทำให้กลุ่มตัวอย่างมีจำนวนน้อยเกินไป

รายการอ้างอิง

หนังสือและบทความในหนังสือ

ศิลปพร ศรีจันทเพชร. (2555). *การบริหารความเสี่ยงกับการกำกับดูแลกิจการ*. วารสารบริหารธุรกิจ 135.

วิทยานิพนธ์

ศิษฏ์ณัฐ ธีระวิกลิต. (2553). *ความสัมพันธ์ระหว่างความผันผวนของกระแสเงินสด และความผันผวนของผลการดำเนินงานต่อมูลค่าบริษัท*. การศึกษาค้นคว้าอิสระ บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

Book and Articles

Abdel-Khalik, A. R. (2007). *An Empirical Analysis of CEO Risk Aversion and the Propensity to Smooth Earnings Volatility*. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(2), 201-235.

Agrawal, A. and Knoeber, C. R. (1996). *Firm Performance and Mechanism to Control Agency Problems between Managers and Shareholders*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.

Allayannis, G. and Weston, J. (2001). *The use of foreign currency derivatives and firm market value*. *The Review of Financial Studies* 14, 243–276.

Badrinath, S., Gay, G. and Kale, J., (1989). *Patterns of Institutional Investment, Prudence and The “Managerial Safety Net” Hypothesis*. *Journal of Risk and Insurance* 56, 605–629.

Baker, M. and Wurgler, J. (2007). *Investor Sentiment in The Stock Market*. *Journal of Economic Perspectives* 21(2), pp.129-151.

Bartram, S. (2000). *Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation*. *Financial Markets, Institutions and Instruments* 9(5), 279-324.

- Brennan, M. and Hughes, P. (1991). *Stock Prices and the Supply of Information*. Journal of Finance 46, 1665-1691.
- Carter, D., Rogers, D. and Simkins, B. (2006). *Hedging and Value in the US Airline Industry*. Journal of Applied Corporate Finance 18, 21–33.
- Damodaran A. (1999). *Corporate Finance: Theory and Practice*. Newyork. John Wiley & Sons, Inc.
- Froot, K., Scharfstein, D. and Stein, J. (1993). *Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies*. Journal of Finance 48, 1624–1658.
- Gong, N. (2004). *Do Shareholders Really Prefer Risky Projects?* Australian Journal of Management 29(2), 169-187.
- Graham, J. and D. Rogers. (2002). *Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?* Journal of Finance 57(2), 815-39.
- Graham, J., Harvey, C. and Rajgopal, S. (2005). *The Economic Implications of Corporate Financial Reporting*. Journal of Accounting and Economics 40, 3–73.
- Gruca, T. S. and Rego, L. L. (2005). *Customer Satisfaction, Cash Flow, and Shareholder Value*. Journal of Marketing 69(3), 115-130.
- Joh, S. (2003). *Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis*. Journal of Financial Economics 64, 287-322.
- John R. Graham and Clifford W. Smith, Jr. (1999). *Tax Incentives to Hedge*. Journal of Finance 54, 2241-2262.
- Kaplan, S., Zingales, L. (1997). *Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?* Quarterly Journal of Economics 112, 169–215.
- Keith W. Chauvin and Mark H. (1993). *Advertising, R&D Expenditures and the Market Value of the Firm*. Financial Management. 22(4), 128-140.
- Lang, M. H., Lins, K. V. and Miller, D. P. (2003). *ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?* Journal of Accounting Research, 41(2), 317-345.

- Lins, K. (2003). *Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets*. Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, 159-184.
- Merton, R. (1974). *The pricing of corporate debt: a note*. Journal of Finance 36, 1187–1189.
- Merton, R.C. (1987). *A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information*. Journal of Finance 42, 483-510.
- Minton, B., Schrand, C. (1999). *The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and The Costs of Debt and Equity Financing*. Journal of Financial Economics 54, 423–460.
- Nelson, J., Moffitt, J. and Affleck-Graves, J. (2005). *The Impact of Hedging on the Market Value of Equity*. Journal of Corporate Finance 11, 851–881.
- Pástor, L. and Stambaugh, R.F. (2003). *Liquidity Risk and Expected Stock Returns*. Journal of Political Economy 111(3), 642-685.
- Rountree, B., Weston, J. and Allayannis, G. (2008). *Do Investors Value Smooth Performance?* Journal of Financial Economics 90, 237-257.
- Schipper, K. (1991). *Commentary on Analysts' Forecasts*. Accounting Horizons 5, 105-121.
- Smith, C. and R. Stulz. (1985). *The Determinants of Firms Hedging Policies*. Journal of Financial and Quantitative Analysis 20(4), 391-405.
- Smith, C. and Watts, R. (1992). *The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies*. Journal of Financial Economics 32, 263-292.
- Trueman, B. and Titman, S. (1988). *An Explanation for Accounting Income Smoothing*. Journal of Accounting Research 26, 127–139.

Thesis

- Alister, H., Susan E. and Terry M.S. (2000). *Earnings Volatility, Earnings Management, and Equity Value*, Working Paper (University of Washington).
- Allayannis, G. B., Rountree and Weston J. (2003). *Earnings Volatility, Cash Flow Volatility, and Firm Value*, Working Paper (University of Virginia).

- Barnes, R. (2001). *Earnings Volatility and Market Valuation: An Empirical Investigation*, Working Paper (London Business School).
- Shin, H. and Stulz, R. (2000). *Firm Value and Growth Opportunities*. Working paper (Ohio State University).



ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นางสาวกัญญาวีร์ ทิพย์ธนะกาญจน์

วันเดือนปีเกิด

14 เมษายน 2536

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2558: บริหารธุรกิจบัณฑิต

(การจัดการธุรกิจแบบบูรณาการ)

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

