

# การกระจายการลงทุนทางธุรกิจและการตกแต่งกำไร ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

ญาณินท์ ปั้นม่วง

บริษัท ดีลอยด์ ทูชโทมัทสு ไชยยศ สอบบัญชี จำกัด

ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

## บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจและการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ในช่วงปี พ.ศ. 2554-2556 โดยมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 243 ข้อมูลตัวอย่าง

ในส่วนการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ผู้วิจัยเลือกวัดการกระจายการลงทุน โดยใช้ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันและไม่สัมพันธ์กัน ซึ่งคำนวณจาก Entropy Index ส่วนการตกแต่งกำไร ผู้วิจัยใช้ตัวชี้วัด คือ ขนาดของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารซึ่งคำนวณจากตัวแบบ Modified Jones

ผลการศึกษาพบว่าระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันไม่มีความสัมพันธ์กับการตกแต่งกำไรอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นอยู่แล้ว ดังนั้น ผู้บริหารจึงไม่สนใจในการตกแต่งกำไร ส่วนระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการตกแต่งกำไรอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน ซึ่งอาจเป็นเพราะผลกำไรและรายการคงค้างของแต่ละธุรกิจมีความสัมพันธ์กันน้อย จึงทำให้รายการคงค้างเกิดการหักลบกันเองเมื่อนำผลประกอบการมารวมกันในระดับบริษัทใหม่ ซึ่งถือเป็นการยากต่อผู้บริหารที่จะตกแต่งกำไร โดยใช้รายการคงค้างทางบัญชี จึงอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้งานวิจัยนี้ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว นอกจากนี้ยังพบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ส่วนใหญ่มีระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันมากกว่าระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน

**คำสำคัญ:** การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน การตกแต่งกำไร ขนาดของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร

# Corporate Diversification and Earnings Management: The Case Study of Listed Companies in Thailand, SET100 Group

**Yanin Panmoung**

*Deloitte Touche Tohmatsu Jaiyos Audit Co.,Ltd*

**Dr.Sillapaporn Srijunpetch**

*Assistant Professor of Department of Accounting, Thammasat Business School, Thammasat University*

## ABSTRACT

This research aims to study about the relationship between corporate diversification and earnings management of listed companies in Thailand: SET100 group between the year 2011 and 2013. This study performs 243 samples.

The level of related and unrelated diversification which is calculated by Entropy Index is a proxy of diversification. The absolute value of discretionary accruals which are calculated by using Modified Jones Model is a proxy of earnings management level.

The study shows that there is no significant association between level of related diversification and earnings management. This result can be explained that management may not have incentive to manage earnings because the related business diversification brings about better performance. This study also finds that there is no significant association between level of unrelated diversification and earnings management. The reason may be that earnings and accruals of unrelated diversification businesses have low correlation as a result that the earnings and accruals tend to be offset each other at the entire level so that management is difficult to do earnings management. This study finds that most of listed companies in SET100 have higher level of unrelated business diversification than level of related business diversification.

**Keywords:** Related Diversification, Unrelated Diversification, Earnings Management, Discretionary Accruals

## บทนำ

กลยุทธ์เพื่อสร้างการเจริญเติบโตและพัฒนาขนาดในการดำเนินธุรกิจขององค์กร อาจจำแนกได้สองลักษณะในแง่ของทิศทางในการดำเนินธุรกิจ ประการแรก คือการเติบโตโดยมุ่งเน้นไปที่ความสามารถเฉพาะขององค์กรที่มีอยู่แล้ว (Existing Competence) และประการที่สอง คือการกระจายขอบเขตการดำเนินการไปสู่ธุรกิจอุตสาหกรรมอื่น (Diversification) ซึ่งแบ่งออกได้เป็นการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจอื่นที่มีความสัมพันธ์กัน (Related Diversification) และการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจอื่นที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน (Unrelated Diversification) โดยการที่ธุรกิจได้กระจายการลงทุนไปในอุตสาหกรรมอื่นที่มีความสัมพันธ์กับธุรกิจเดิมนั้น อาจเป็นความสัมพันธ์ในแง่ของเทคโนโลยี ทักษะ ความรู้และประสบการณ์ในการดำเนินงาน ช่องทางการกระจายสินค้า เป็นต้น

ส่วนการเจริญเติบโตแบบการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน ในกรณีนี้องค์กรธุรกิจที่มีความแข็งแกร่งและประสบความสำเร็จในระดับหนึ่ง อาจมีความต้องการจะขยายตัวและเล็งเห็นโอกาสในการดำเนินธุรกิจอื่น ๆ ที่อาจไม่มีความเกี่ยวข้องกับธุรกิจเดิมหรือจุดเด่นเดิมของตนเลย ซึ่งมีแนวคิดของการกระจายความเสี่ยงถือเป็นสำคัญ

การกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้น ไม่ควรจะกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กันหรือไม่มีความสัมพันธ์กันก็ตาม จะมีทั้งผลประโยชน์ (Benefit) และต้นทุน (Cost) เกิดขึ้น โดยผลประโยชน์นั้นมาจกผลประโยชน์จากการประหยัดจากขนาด ประสิทธิภาพที่เพิ่มขึ้นการจากแบ่งปันห่วงโซ่มูลค่า (Value Chain) ร่วมกัน สามารถขยายวงเงินกู้ยืมหรือขยายเงินทุนภายใน (Internal Capital Market) ได้มากขึ้น เป็นต้น ส่วนต้นทุนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้น คือ การใช้ทรัพยากรที่เพิ่มขึ้นในการดำเนินการลงทุนที่อาจทำให้กิจการมีมูลค่าลดลง รวมถึงต้นทุนการเสียโอกาสที่เกิดจากการที่ผู้บริหารปันส่วนเงินลงทุนผิดพลาด

สำหรับบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจส่วนใหญ่ มักจะกระจายการลงทุนโดยการซื้อกิจการ (Acquisition) บริษัทที่มีการดำเนินงานอยู่แล้ว แต่ละบริษัทจะมีวัฒนธรรมองค์กรที่แตกต่างกัน ซึ่งอาจเป็นเหตุที่ทำให้ผู้บริหารไม่สามารถควบคุมการดำเนินงานให้มีประสิทธิภาพได้และอาจส่งผลให้ผลกำไรงานงานของบริษัทลดลง ดังนั้น จึงเป็นไปได้ว่าผู้บริหารอาจต้องการตกแต่งกำไร เพื่อชดเชยผลขาดเงินงานที่ลดลงจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจดังกล่าว

นอกจากนี้ยังมีสมมติฐาน (Hypotheses) ที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจและการตกแต่งกำไรได้ คือ สมมติฐานเรื่องความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของ (Agency Problem Hypothesis) ที่อธิบายว่าผู้บริหารต้องการกระจายการลงทุน เพราะผลประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น นั่นคือเนื่องจากแท้จริงแล้วผู้ถือหุ้นนั้นไม่ได้ประโยชน์โดยตรงจากความเสี่ยงที่ลดลงจากการกระจายความเสี่ยงขององค์กร เมื่อผู้ถือหุ้นสามารถกระจายความเสี่ยงนี้ได้ด้วย และการกระจายการลงทุน โดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นนั้น อาจทำให้ผู้บริหารนำไปเงินของบริษัทไปลงทุนในโครงการที่ไม่ได้ให้ผลประโยชน์ตอบแทนเท่าที่ควร และจากการลงทุนไม่เหมาะสมนี้อาจทำให้โครงการที่ลงทุนบางโครงการมีผลประกอบการเป็นลบได้ ผู้บริหารจึงอาจใช้วิธีการทางบัญชีมาช่วยปกปิดรายการเหล่านี้ เช่น การใช้รายการคงค้าง เป็นต้น

อีกสมมติฐานหนึ่งที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจและการตกแต่งกำไรได้ คือ สมมติฐานเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry Hypothesis) ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น เนื่องจากบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้น โดยทั่วไปแล้วจะมีขนาดใหญ่กว่า และมีโครงสร้างองค์กรที่มีความซับซ้อนกว่าบริษัทที่ไม่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ทำให้ผู้ถือหุ้นหรือบุคคลภายนอกมองเห็นข้อมูลและผลประกอบการของบริษัทได้เพียงภาพรวมเท่านั้น

ในขณะที่ผู้บริหารสามารถเข้าถึงข้อมูลที่ละเอียดและเชิงลึกมากกว่าผู้ถือหุ้น ซึ่งถือเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นมากขึ้น โดยความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลนี้ก็ถือเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้เกิดการตกแต่งกำไร

จากข้อมูลข้างต้น ผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้นมีความสัมพันธ์กับการตกแต่งกำไรหรือไม่ โดยบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท คือ บริษัทที่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กัน (Related Diversification) และบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน (Unrelated Diversification) ซึ่งหากเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนทั้งสองประเภทแล้ว พบว่าบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กันนั้นจะมีผลการดำเนินงาน (เช่น ผลตอบแทนของสินทรัพย์) สูงกว่าบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน หรือมีความสัมพันธ์ทางบวกกับระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันเนื่องจากการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กันนั้นจะทำให้บริษัทสามารถเกิดการประหยัดจากขนาดได้ เกิดพลัง synergies (Synergy) จากการควบรวมกิจการ (Mergers) และการใช้ห่วงโซ่คุณค่าร่วมกัน ส่วนระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันนั้นมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากผู้บริหารไม่สามารถบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพและต้นทุนในการบริหารสายธุรกิจที่มีความหลากหลายมากกว่ากำไรที่สามารถรับรู้ได้ (Christensen and Montgomery, 1991; Rumelt, 1982; Palepu, 1985; Ravenscraft and Scherer, 1987; Purkayastha, 2013)

หากพิจารณาผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนที่กล่าวไปข้างต้นแล้ว จะเห็นได้ว่าการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กันนั้นจะทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น ดังนั้น ผู้บริหารไม่น่าจะมีแรงจูงใจ

หรือมีแรงจูงใจลดลงในการตกแต่งกำไร เพื่อให้เกิดผลการดำเนินงานดีขึ้นหรือเพื่อหลีกเลี่ยงการรายงานผลการดำเนินงานที่ขาดทุน แต่ในขณะที่การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กันนั้นจะทำให้ผลการดำเนินงานลดลง ซึ่งน่าจะทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการตกแต่งกำไรมากกว่า งานวิจัยนี้จึงต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจและการตกแต่งกำไร

## การทบทวนวรรณกรรม

ในส่วนของการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ผลการดำเนินงานของบริษัท และการตกแต่งกำไร จากงานวิจัยของ Berger and Ofek (1995) ได้ศึกษาผลกระทบของการกระจายการลงทุนที่มีต่อมูลค่าของบริษัทและความสามารถในการทำกำไรของบริษัท โดยมูลค่าส่วนเกิน (Excess Value) เป็นตัววัดผลกระทบของมูลค่าบริษัทโดยรวม ซึ่งจากการศึกษาพบว่ามูลค่าส่วนเกินของบริษัทที่คำนวณได้เป็นลบแสดงว่าการกระจายการลงทุนทำให้เกิดมูลค่าความสูญเสีย (Value Loss) แก่บริษัท และผลการศึกษาดังกล่าวก็สอดคล้องกับการศึกษาของ Lang and Stulz (1994) นวกาญจน์ ขำแปง (2543) Lamonta and Polk (2000) และสันติ ธิรพัฒน์ (2546) ที่พบว่าการกระจายการลงทุนทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง

มีงานวิจัยในอดีตพบว่า สาเหตุที่มูลค่าของบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนลดลงอาจมาจากบริษัทมีการปันส่วนเงินลงทุนผิดพลาด เนื่องจากผู้บริหารไม่มีความสามารถหรือความเชี่ยวชาญเพียงพอในธุรกิจที่กระจายการลงทุนไป เช่น การแบ่งเงินลงทุนจากธุรกิจที่มีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าไปยังธุรกิจที่มีผลการดำเนินงานต่ำกว่าหรือมีโอกาสในการเติบโตน้อย (Berger and Ofek, 1995; Ahn and Denis, 2004) และทำให้เกิดการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Rajan et al., 2000) และจากการลงทุนที่ไม่เหมาะสมนี้อาจทำให้ผลประกอบการโดยรวมของบริษัทลดลง รวมถึงความแตกต่างของวัฒนธรรมองค์กรและภาษาก็อาจเป็นสาเหตุที่

ทำให้ผู้บริหารควบคุมการดำเนินงานให้มีประสิทธิภาพได้ยากมากยิ่งขึ้น (Sambharya, 1996) และอาจส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลงเช่นกัน

นอกจากนี้ Rushin (2006) ได้ศึกษาผลกระทบของการกระจายการลงทุนต่อผลการดำเนินงานทางการเงินของบริษัทในภาคอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์โจฮันเนสเบิร์ก พบว่า บริษัทที่ไม่มีกระจายการลงทุนจะมีผลตอบแทนเฉลี่ยของตลาด (Average Market Return) สูงกว่าบริษัทที่มีการกระจายการลงทุน โดยพบอีกว่าบริษัทที่เลือกการกระจายการลงทุนส่วนใหญ่มักจะเป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานต่ำมากกว่าบริษัทที่ผลการดำเนินงานที่ดีอยู่แล้ว

Berger and Ofek (1995) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจและความสามารถในการทำกำไร (Profitability) โดยวัดความสามารถในการทำกำไรจากกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้ต่อยอดขาย (EBIT/Sales) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on assets) พบว่า บริษัทที่มีการกระจายการลงทุนจะมีความสามารถในการทำกำไรน้อยกว่าบริษัทที่ไม่มีกระจายการลงทุน

จากงานวิจัยข้างต้นแสดงให้เห็นว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ลดลง ซึ่งอาจเป็นแรงจูงใจให้ผู้บริหารต้องการกระจายการลงทุนเพื่อชดเชยผลการดำเนินงานที่ลดลงจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจดังกล่าว

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า มีสมมติฐาน (Hypotheses) ที่สามารถอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจและการตกแต่งกำไรได้ 2 สมมติฐานคือ

**1. สมมติฐานเรื่องความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของ (Agency Problem Hypothesis)**

สมมติฐานเรื่องความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของที่อธิบายไว้ว่าผู้บริหารต้องการกระจายการลงทุนเพราะผลประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

เนื่องจากผู้ถือหุ้นไม่ได้ประโยชน์โดยตรงจากความเสียหายที่ลดลงจากการกระจายความเสี่ยงขององค์กร เพราะแต่เพียงแล้วผู้ถือหุ้นสามารถกระจายความเสี่ยงนี้ได้ด้วยตัวเอง (Hermalin and Katz, 2000) และการกระจายการลงทุนโดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นนั้น อาจจะทำให้ผู้บริหารนำไปเงินของบริษัทไปลงทุนในโครงการที่ไม่ได้ให้ผลประโยชน์ตอบแทนที่ดีเท่าที่ควร หรือนำเงินไปใช้ผิดประเภท (Jensen, 1986)

Charoenwong, Ding, and Siraporn (2011) พบว่า มูลค่าความสูญเสียที่เกิดจากการกระจายการลงทุนมีสาเหตุหลักสืบเนื่องมาจากต้นทุนความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของ (Agency Cost) รวมถึง Jensen and Murphy (1990) และสันติ ธิรพัฒน์ (2546) พบความสัมพันธ์ทางลบระหว่างการกระจายการลงทุนและผลตอบแทนที่รับรู้ของผู้บริหาร ดังนั้น จึงแสดงว่าผู้บริหารกระจายการลงทุน เพราะต้องการเพิ่มผลตอบแทนของตัวเองหรือต้องการรักษาตำแหน่งของตนเองภายในบริษัทผ่านการลงทุนเพิ่มขึ้น (Shleifer and Vishny, 1989) หรือต้องการลดความเสี่ยงของตัวเองโดยการลดความเสี่ยงของบริษัท เช่น ความเสี่ยงจากการตกงาน โดยลดความเสี่ยงของบริษัทผ่านการกระจายการลงทุน เนื่องจากการกระจายการลงทุนจะทำให้ผู้บริหารกลายเป็นบุคคลที่มีคุณค่าและมีความสำคัญกับบริษัท (Berry, Bizjak, Lemmon, & Naveen, 2006) และจากการลงทุนไม่เหมาะสมนี้อาจทำให้โครงการที่ลงทุนบางโครงการมีผลประโยชน์ประกอบเป็นลบได้ ผู้บริหารจึงอาจใช้วิธีการทางบัญชีมาช่วยปกปิดรายการเหล่านี้ เช่น การใช้รายการคงค้าง (Chung et al., 2005) เป็นต้น

**2. สมมติฐานเรื่องความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry Hypothesis) ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น**

จากการศึกษาของ Dye (1988) Trueman and Titman (1988) Richardson (2000) และ Lobo and

Zhou (2001) พบว่า ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้เกิดการตกแต่งกำไร หรืออาจกล่าวได้ว่าเมื่อความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลสูง ผู้ถือหุ้นหรือผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นก็จะไม่มีข้อมูลที่จำเป็นเพียงพอในการตรวจสอบผู้บริหารว่าได้ตกแต่งกำไรหรือไม่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนสูงที่ทำให้นักลงทุนมีทรัพยากรจำกัด หรือสามารถเข้าถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจได้ยาก จึงทำให้ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลยิ่งสูงขึ้นไปด้วย

จากการศึกษาของ Denis et al., (1997) Chang and Yu (2004) Jiraporn et al. (2008) และ Rodriguez-Pérez and Hemmen (2010) พบว่า บริษัทที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้น โดยทั่วไปแล้วจะมีขนาดใหญ่กว่า มีโครงสร้างองค์กรที่มีความซับซ้อนมากกว่า และมีการดำเนินงานที่มีความโปร่งใสน้อยกว่าบริษัทที่ไม่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ซึ่งหมายถึงผู้ถือหุ้นหรือบุคคลภายนอกสามารถมองเห็นข้อมูลและผลประกอบการของบริษัทได้เพียงภาพรวมเท่านั้น ในขณะที่ผู้บริหารสามารถเข้าถึงข้อมูลที่มีความละเอียดและเชิงลึกมากกว่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งการกระจายการลงทุนไปยังต่างประเทศที่ทำให้ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนเข้าถึงข้อมูลทางการเงินได้ยากยิ่งขึ้น (Kim and Pantzalis, 2003) และมีการจำกัดในการควบคุมพฤติกรรมของตัวกรมหรือผู้บริหาร ซึ่งถือเป็นสาเหตุที่ทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นมากขึ้น และยังความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลสูงก็จะยิ่งทำให้ระดับการตกแต่งกำไรสูงขึ้นไปด้วย

สำหรับงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจและการตกแต่งกำไรของบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาได้ให้ผลการวิจัย 2 แบบ คือ

1. จากการศึกษาของ Jiraporn et al. (2008) และ El Mehdi and Seboui (2011) กล่าวว่า รายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร (Discretionary Accruals) จะลดลงในบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนไปยัง

อุตสาหกรรมอื่นแต่อยู่ในประเทศตนเอง (Multi-segment Domestic) และบริษัทที่ทั้งกระจายการลงทุนไปยังอุตสาหกรรมอื่นด้วยและในต่างประเทศด้วย (Multi-segment Global) แต่สำหรับการกระจายการลงทุนในต่างประเทศเพียงอย่างเดียว (Single-segment Global) Jiraporn et al. (2008) พบว่ารายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารจะเพิ่มขึ้น El Mehdi and Seboui (2011) ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว

2. จากการศึกษาของ Farooqi, Harris, and Ngo (2014) พบว่า บริษัทที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจไปยังอุตสาหกรรมอื่นแต่อยู่ในประเทศตนเอง (Multi-segment Domestic) และบริษัทที่ทั้งกระจายการลงทุนไปยังอุตสาหกรรมอื่นด้วยและในต่างประเทศด้วย (Multi-segment Global) มีการตกแต่งกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (Real Activity Manipulation) มากขึ้น ในขณะที่บริษัทที่มีการกระจายการลงทุนในต่างประเทศเพียงอย่างเดียว (Single-segment Global) มีการตกแต่งกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจลดลง และยังพบว่า การตกแต่งกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจทำให้มูลค่าของกิจการลดลง

ดังนั้น จากการศึกษาของ Jiraporn et al. (2008) และ El Mehdi and Seboui (2011) ที่พบว่า รายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารจะลดลงในบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนไปยังอุตสาหกรรมอื่น แต่อยู่ในประเทศตนเอง (Multi-segment Domestic) และบริษัทที่ทั้งกระจายการลงทุนไปยังอุตสาหกรรมอื่นด้วยและในต่างประเทศด้วย (Multi-segment Global) อาจไม่สามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่มีการตกแต่งกำไรลดลง เนื่องจากอาจเป็นไปได้ว่าบริษัทเพียงแค่เปลี่ยนวิธีในการตกแต่งกำไรจากการตกแต่งกำไรผ่านรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารมาเป็นการตกแต่งกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจเท่านั้น

จากงานวิจัยของ Zang (2011) พบว่า ผู้บริหารมักจะ ตกลงกำไรผ่านรายการคงค้างในช่วงปลายปี ในขณะที่ การตกลงกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการ ทางธุรกิจจะมีการทำมาตลอดทั้งปี และพบว่าการตกลง กำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ ใน ระดับที่สูงขึ้น มีความสัมพันธ์กับระดับการตกลงกำไร ผ่านรายการคงค้างที่ต่ำลง หรืออาจหมายถึงผู้บริหารที่มี การตกลงกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการ ทางธุรกิจมาตลอดทั้งปีแล้วจะมีการตกลงกำไรผ่านรายการ คงค้างในช่วงปลายปีน้อยลง แต่ไม่ว่าจะมีการตกลงกำไร แบบใดก็ตาม งานวิจัยข้างต้นก็แสดงให้เห็นว่าการกระจาย การลงทุนทางธุรกิจนั้นมีความสัมพันธ์กับการตกลงกำไร

ดังนั้น จากข้อมูลข้างต้น ผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาว่า การกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้นมีความสัมพันธ์กับการ ตกลงกำไรหรือไม่ โดยบริษัทที่มีการกระจายการลงทุน ทางธุรกิจสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท คือ บริษัท ที่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กัน (Related diversification) และบริษัทที่มีการกระจาย การลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน (Unrelated diversification)

นอกจากนี้ ศิรารักษ์ ชลารักษ์ (2548) พบว่า การ กระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันจะมีผลการ ดำเนินงานที่ดีกว่าการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ ไม่สัมพันธ์กัน และพบว่าระดับการกระจายการลงทุน ไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันมีความสัมพันธ์ทางบวกกับผลการ ดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย

การศึกษาของ Ruppelt (1974, 1982) พบว่า บริษัท ที่มีการกระจายการลงทุนในระดับที่สูงนั้นจะให้ผลการ ดำเนินงานที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนใน ระดับต่ำ ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากการกระจาย การลงทุนใน ระดับสูงนั้น เป็นการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน ซึ่งทำให้ผู้บริหารไม่มีความสามารถในการ บริหารงานได้ นอกจากนี้ Berger and Ofek (1995)

ยังพบว่าการกระจายการลงทุนไปยังส่วนธุรกิจที่ไม่มีความ สัมพันธ์กันทำให้เกิดมูลค่าความสูญเสีย มากกว่าการกระจาย การลงทุนไปยังส่วนธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กันอีกด้วย

หากพิจารณาจากผลการดำเนินงาน และมูลค่าที่ ก่อสร้างไปข้างต้นแล้ว จะเห็นได้ว่าการกระจายการลงทุนไปยัง ธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กันนั้นจะทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น หรือดีมากกว่าบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจ ที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน ดังนั้น ผู้บริหารไม่น่าจะมีแรงจูงใจ หรือมีแรงจูงใจลดลงในการตกลงกำไร เพื่อให้ผลการ ดำเนินงานดีขึ้น หรือเพื่อหลีกเลี่ยงการรายงานผลการ ดำเนินงานที่ขาดกำไร แต่ในกรณีที่การกระจายการลงทุน ไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กันจะทำให้ผลการดำเนินงาน ลดลง ซึ่งน่าจะทำให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจในการตกลงกำไร มากกว่า ดังนั้น ผู้วิจัยจึงต้องการทดสอบว่าบริษัทที่มีการ กระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันมีความสัมพันธ์ กับการตกลงกำไรที่ลดลงจริงหรือไม่ และบริษัทที่มีการ กระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กันมีความ สัมพันธ์กับการตกลงกำไรที่เพิ่มขึ้นจริงหรือไม่ โดยมี สมมติฐานดังนี้

- H<sub>1</sub>: ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์ กันมีความสัมพันธ์ทางลบกับขนาดของรายการคงค้างที่ เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร
- H<sub>2</sub>: ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่ สัมพันธ์กันมีความสัมพันธ์ทางบวกกับขนาดของรายการ คงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร

**วิธีการวิจัย**

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจาย การลงทุนทางธุรกิจและการตกลงกำไร โดยศึกษาบริษัท- จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 เนื่องจากเป็นกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) สูงและเป็นตัวแทนของตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยได้ดี รวมถึงเป็นกลุ่มบริษัทที่มีระดับ การกระจายการลงทุนในระดับที่สูง โดยศึกษาในช่วงปี

พ.ศ. 2554-2556 รวมทั้งสิ้นเป็นระยะเวลา 3 ปี ไม่รวมถึงบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และบริษัทในอุตสาหกรรมการเงิน โดยจะใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประกอบด้วยงบการเงินของบริษัทใหญ่ บริษัทย่อย กิจกรรมร่วมค้าและบริษัทร่วม รายงานประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554-2556 โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) เว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th) ฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ (www.setsmart.com) เว็บไซต์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต่าง ๆ และเว็บไซต์ของฐานข้อมูลธุรกิจคอร์ปัส (www.corpus.bol.co.th) ทั้งหมด 243 ข้อมูลตัวอย่าง

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยประกอบด้วยตัวแปรต้น ตัวแปรควบคุมและตัวแปรตาม ดังนี้

**1. ตัวแปรต้น** คือ การกระจายการลงทุนโดยใช้ตัวชี้วัดระดับการกระจายการลงทุน

การวัดระดับการกระจายการลงทุน ใช้ดัชนีดังนี้ (Jacquemin and Berry, 1979; Palepu, 1985; Ramanujam, 1987; ศิริรักษ์ ชลารักษ์, 2648; Park and Jang, 2013)

$$\text{Entropy Index: } DT = DR + DU$$

การกระจายการลงทุนทั้งหมดสามารถแบ่งเป็น (Diversification Total: DT) การกระจายการลงทุนที่สัมพันธ์กัน (Diversification Related: DR) และการกระจายการลงทุนที่ไม่สัมพันธ์กัน (Diversification Unrelated: DU) ตามสมการที่ (1) (2) (3) และ (4)

### 1.1 การกระจายการลงทุนทั้งหมด

$$DT = \sum_{i=1}^N P_i \ln\left(\frac{1}{P_i}\right) \quad (1)$$

โดยที่

$P_i$  คือ สัดส่วนรายได้จากการขายภายในหมู่ย่อยอุตสาหกรรมตามการจัดประเภทอุตสาหกรรมตามมาตรฐานอุตสาหกรรม (ประเทศไทย) ปี 2552  
 $N$  คือ จำนวนหมู่ย่อยอุตสาหกรรมที่บริษัทมีส่วนร่วมในการดำเนินงานโดยแทนค่าหมู่ย่อยอุตสาหกรรมด้วยเลขรหัส 4 ตัว

### 1.2 การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน

$$DR = \sum_{j=1}^M DR_j \quad (2)$$

ซึ่ง

$$DR_j = \sum_{i \in j} P_{ij} \ln\left(\frac{1}{P_{ij}}\right) \quad (3)$$

โดยที่

$P_{ij}$  คือ สัดส่วนของรายได้จากการขายของหมู่ย่อยอุตสาหกรรมภายในหมวดย่อยอุตสาหกรรมตามการจัดประเภทอุตสาหกรรมตามมาตรฐานอุตสาหกรรม (ประเทศไทย) ปี 2552  
 $M$  คือ จำนวนหมวดย่อยอุตสาหกรรมที่บริษัทมีส่วนร่วมในการดำเนินงานโดยแทนค่าหมวดย่อยอุตสาหกรรมด้วยตัวเลขรหัส 2 ตัว

$P_j$  คือ สัดส่วนของรายได้จากการขายของบริษัทภายในหมวดย่อยอุตสาหกรรม

### 1.3 การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน

$$DU = \sum_{j=1}^M P_j \ln\left(\frac{1}{P_j}\right) \quad (4)$$

โดยที่

$M$  คือ จำนวนหมวดย่อยอุตสาหกรรม  
 $P_j$  คือ สัดส่วนรายได้จากการขายของบริษัทภายในหมวดย่อยอุตสาหกรรม



การศึกษานี้ได้นำการจัดประเภทมาตรฐานอุตสาหกรรม (ประเทศไทย) ปี พ.ศ. 2552 ที่จัดทำโดยกรมการจัดหางาน กระทรวงแรงงานที่ปรับปรุงให้สอดคล้องกับมาตรฐานอุตสาหกรรมสากลที่องค์การสหประชาชาติได้ดำเนินการปรับปรุงคือ International Standard Industrial Classification Of All Economic Activities (ISIC) ฉบับ Revision 4 ค.ศ. 2006 เพื่อให้เป็นมาตรฐานสากลและสามารถวิเคราะห์ แลกเปลี่ยนหรือเปรียบเทียบข้อมูลระหว่างหน่วยงานต่าง ๆ ได้

**2. ตัวแปรควบคุม** ประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Jaggi, Leung, and Gul, 2009) ขนาดของบริษัท (Chung et al., 2005; Wang, 2006; Jiraporn et al., 2008) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม

(Rodríguez-Pérez and Hemmen, 2010) อัตราการเติบโต (Warfield, Wild & Wild, 1995) และขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Uwugbe and Peter, 2014)

**3. ตัวแปรตาม** คือ ขนาดของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร

ในการหารายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร (DAit) จะคำนวณมาจากตัวแบบ Model of Jones (1995) (Dechow et al., 1995) และปรับปรุงตัวแบบดังกล่าวเพื่อให้สะท้อนผลการดำเนินงานมากขึ้นตามการศึกษาของ Kothari et al. (2005) ดังนั้น จึงเพิ่มการควบคุมปัจจัยด้านอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Return on Assets) ด้วยเพื่อเพิ่มความแม่นยำมากยิ่งขึ้น ดังสมการที่ (5)

$$\frac{TA_{it}}{AT_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{PPE_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \alpha_4 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

โดยที่

- TA<sub>it</sub> คือ รายการคงค้างรวมของบริษัท i ในงวดที่ t ซึ่งคำนวณมาจากกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษในงวดที่ t หักด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของงวดที่ t
- AT<sub>it-1</sub> คือ สินทรัพย์รวมของบริษัท i ณ ต้นงวด t
- ΔREV<sub>it</sub> คือ การเปลี่ยนแปลงยอดขายของบริษัท i ในงวดที่ t เทียบกับงวดที่ t-1
- ΔAR<sub>it</sub> คือ การเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้การค้าของบริษัท i ในงวดที่ t เทียบกับงวดที่ t-1
- PPE<sub>it</sub> คือ ที่ดิน อาคารและอุปกรณ์ของบริษัท i ในงวดที่ t
- ROA<sub>it</sub> คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท i ในงวดที่ t ซึ่งคำนวณมาจากกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ณ ต้นงวด t

สำหรับรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร จะพิจารณาเพียงขนาด ไม่สนใจค่าบวกหรือลบ (ไม่สนใจทิศทาง)

จากสมมติฐานที่ 1 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการถือหุ้น ทางธุรกิจและการตกแต่งกำไรของบริษัท-

จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ทำให้ผู้วิจัยสามารถสร้างตัวแบบที่ใช้ในการวิจัยเกี่ยวกับความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยเขียนเป็นสมการได้ดังสมการที่ (6)

$$\text{abs}(DA_{it}) = \beta_0 + \beta_1 DR_{it} + \beta_2 DU_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{DTA}_{it} + \beta_6 \text{GROWTH}_{it} + \beta_7 \text{BSIZE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

โดยที่

- $\text{abs}(DA_{it})$  คือ ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท  $i$  ในงวดบัญชีที่  $t$
- $DR_{it}$  คือ ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันของบริษัท  $i$  ในงวดที่  $t$
- $DU_{it}$  คือ ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันของบริษัท  $i$  ในงวดที่  $t$
- $ROA_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท  $i$  ในงวดที่  $t$  ซึ่งคำนวณมาจากกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ณ ต้นงวด  $t$
- $\text{SIZE}_{it}$  คือ ล็อกการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ในงวดที่  $t$
- $\text{DTA}_{it}$  คือ หนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ในงวดที่  $t$
- $\text{GROWTH}_{it}$  คือ อัตราการเติบโตซึ่งคำนวณจากผลต่างของรายได้จากการขายของบริษัท  $i$  ในงวดบัญชี  $t$  และ  $t-1$  หารด้วยรายได้จากการขายในงวดบัญชีที่  $t-1$
- $\text{BSIZE}_{it}$  คือ จำนวนคณะกรรมการบริษัท  $i$  ในงวดที่  $t$

เนื่องจากสมมติฐานที่ 1 ที่ได้ตั้งไว้ผู้วิจัยจึงคาดการณ์ว่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย  $\beta_1$  จะมีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญและสำหรับสมมติฐานที่ 2 ที่ตั้งไว้ผู้วิจัยจึงคาดการณ์ว่าสัมประสิทธิ์ความถดถอย  $\beta_2$  จะมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ

## ผลการศึกษา

ผู้วิจัยได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ในช่วงปี พ.ศ. 2554-2556 จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 243 ตัวอย่างและนำไปสู่ผลการศึกษาดังต่อไปนี้

### 1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

จากตารางที่ 1 แสดงสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร โดยในส่วนประกอบขนาดรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารพบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.070 และเมื่อพิจารณาค่าควอไทล์ที่ 1 และควอไทล์ที่ 3 ซึ่งเท่ากับ 0.023 และ 0.104 ตามลำดับ ก็แสดงว่ากลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่มีขนาดรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารต่ำกว่าค่าเฉลี่ยสำหรับตัวแปรต้น 2 ตัว คือ ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันและระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน พบว่า ค่าเฉลี่ยของระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันเท่ากับ 0.556 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันซึ่งเท่ากับ 0.113 ดังนั้น แสดงว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ส่วนใหญ่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กันมากกว่ากระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กัน

ตารางที่ 1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

| ตัวแปร                 | สถิติเชิงพรรณนา |                      |            |              |              |
|------------------------|-----------------|----------------------|------------|--------------|--------------|
|                        | ค่าเฉลี่ย       | ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน | เบี่ยงเบน  | ควอไทล์ที่ 1 | ควอไทล์ที่ 3 |
| abs(DA <sub>it</sub> ) | 0.0700691       | 0.0662627            | 0.0461265  | 0.0227840    | 0.1040755    |
| DR <sub>it</sub>       | 0.1129339       | 0.1946169            | 0.0000802  | 0            | 0.252715     |
| DU <sub>it</sub>       | 0.5559995       | 0.4653456            | 0.5180372  | 0.1302065    | 0.8708141    |
| ROA <sub>it</sub>      | 0.0929996       | 0.0994539            | 0.0821517  | 0.0397511    | 0.1294300    |
| SIZE <sub>it</sub>     | 17.44635        | 1.220265             | 17.3256781 | 16.802158    | 18.1597760   |
| DTA <sub>it</sub>      | 0.5420346       | 0.1623384            | 0.5538350  | 0.4138759    | 0.6536294    |
| GROWTH <sub>it</sub>   | 0.2513221       | 0.8261586            | 0.1233110  | 0.0404763    | 0.2508082    |
| BSIZE <sub>it</sub>    | 11.81893        | 2.74090              | 12         | 9            | 14           |

## หมายเหตุ

abs(DA<sub>it</sub>) = ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท i ในงวดบัญชีที่ t

DR<sub>it</sub> = ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันของบริษัท i ในงวดที่ t

DU<sub>it</sub> = ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันของบริษัท i ในงวดที่ t

ROA<sub>it</sub> = อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท i ในงวดที่ t

SIZE<sub>it</sub> = ล็อกการที่มีธรรมชาติของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในงวดที่ t

DTA<sub>it</sub> = หนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในงวดที่ t

GROWTH<sub>it</sub> = อัตราการเติบโตของบริษัท i ในงวดบัญชี

BSIZE<sub>it</sub> = จำนวนคณะกรรมการบริษัท i ในงวดที่ t

## 2. การวิเคราะห์สหสัมพันธ์

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

| Pearson Correlation    | abs(DA <sub>it</sub> ) | DR <sub>it</sub> | DU <sub>it</sub> | ROA <sub>it</sub> | SIZE <sub>it</sub> | DTA <sub>it</sub> | GROWTH <sub>it</sub> | BSIZE <sub>it</sub> |
|------------------------|------------------------|------------------|------------------|-------------------|--------------------|-------------------|----------------------|---------------------|
| abs(DA <sub>it</sub> ) | 1                      |                  |                  |                   |                    |                   |                      |                     |
| DR <sub>it</sub>       | -0.1239                | 1                |                  |                   |                    |                   |                      |                     |
| DU <sub>it</sub>       | -0.0294                | 0.1936**         | 1                |                   |                    |                   |                      |                     |
| ROA <sub>it</sub>      | 0.2615**               | -0.1046          | 0.0016           | 1                 |                    |                   |                      |                     |
| SIZE <sub>it</sub>     | -0.2828**              | 0.1110           | 0.1477*          | -0.3192**         | 1                  |                   |                      |                     |
| DTA <sub>it</sub>      | 0.0310                 | -0.0349          | 0.0312           | -0.3913**         | 0.2599**           | 1                 |                      |                     |
| GROWTH <sub>it</sub>   | 0.0512                 | -0.0540          | 0.0106           | 0.0841            | -0.0408            | 0.0162            | 1                    |                     |
| BSIZE <sub>it</sub>    | -0.2411**              | 0.1767**         | 0.1474*          | -0.1173           | 0.4353**           | 0.0647            | -0.0234              | 1                   |

### หมายเหตุ

abs(DA<sub>it</sub>) = ค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท i ในงวดบัญชีที่ t

DR<sub>it</sub> = ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันของบริษัท i ในงวดที่ t

DU<sub>it</sub> = ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันของบริษัท i ในงวดที่ t

ROA<sub>it</sub> = อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท i ในงวดที่ t

SIZE<sub>it</sub> = ล็อกการที่มีธรรมชาติของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในงวดที่ t

DTA<sub>it</sub> = หนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในงวดที่ t

GROWTH<sub>it</sub> = อัตราการเติบโตของบริษัท i ในงวดบัญชี t

BSIZE<sub>it</sub> = จำนวนคณะกรรมการบริษัท i ในงวดที่ t

\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

จากตารางที่ 2 ซึ่งแสดงผลของการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรขนาดของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร พบว่า ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ขนาดของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ กับอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และมีความ

สัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดของบริษัทและขนาดของคณะกรรมการบริษัท

สำหรับตัวแปรต้นที่ใช้ในศึกษาพบว่าตัวแปรต้นทั้ง 2 ตัว คือ ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน และระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน มีความสัมพันธ์กันเองทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับ

ความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.1936 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับต่ำ นอกจากนี้ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางลบกับขนาดของบริษัทและอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนขนาดของบริษัทนั้นพบว่ามีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนหนี้สิน

ต่อสินทรัพย์รวมและขนาดของคณะกรรมการบริษัทโดยมีนัยสำคัญ

### 3. การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาณ

การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) แบบ Cross-sectional Regression

$$\text{abs}(DA_{it}) = \beta_0 + \beta_1 DR_{it} + \beta_2 DU_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 DTA_{it} + \beta_6 \text{GROWTH}_{it} + \beta_7 \text{BSIZE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ

| ตัวแปร               | Unstandardized Coefficients |            | z     | Sig.     | Collinearity Statistics |      |
|----------------------|-----------------------------|------------|-------|----------|-------------------------|------|
|                      | B                           | Std. Error |       |          | Tolerance               | VIF  |
| (Constant)           | 0.206233                    | 0.0284705  | 2.60  | 0.009*** |                         |      |
| DR <sub>it</sub>     | -0.0075189                  | 0.0116612  | -0.26 | 0.792    | 0.92                    | 1.08 |
| DU <sub>it</sub>     | -0.0058165                  | 0.0514295  | -0.05 | 0.618    | 0.94                    | 1.07 |
| ROA <sub>it</sub>    | 0.1679727                   | 0.0049908  | 3.37  | 0.001*** | 0.78                    | 1.28 |
| SIZE <sub>it</sub>   | -0.0082567                  | 0.0336847  | -1.65 | 0.098    | 0.71                    | 1.41 |
| DTA <sub>it</sub>    | 0.0768254                   | 0.0046757  | 2.08  | 0.023**  | 0.82                    | 1.22 |
| GROWTH <sub>it</sub> | 0.0024682                   | 0.0020518  | 0.53  | 0.589    | 0.99                    | 1.01 |
| BSIZE <sub>it</sub>  | -0.0038773                  | 0.0794284  | -1.89 | 0.059    | 0.79                    | 1.27 |

**หมายเหตุ**

abs(DA<sub>it</sub>) = ค่าสัมบูรณ์ของรายการค้างชำระที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท i ในงวดบัญชีที่ t

DR<sub>it</sub> = ระดับการกระจายการลงเสียงยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันของบริษัท i ในงวดที่ t

DU<sub>it</sub> = ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันของบริษัท i ในงวดที่ t

ROA<sub>it</sub> = อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท i ในงวดที่ t

SIZE<sub>it</sub> = ล็อกการที่รวมขนาดของสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในงวดที่ t

DTA<sub>it</sub> = หนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในงวดที่ t

GROWTH<sub>it</sub> = อัตราการเติบโตของบริษัท i ในงวดบัญชี t

BSIZE<sub>it</sub> = จำนวนคณะกรรมการบริษัท i ในงวดที่ t

\*\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

จากตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ ซึ่งในส่วนของค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าค่า Tolerance ของตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุมต่างมีค่าเข้าใกล้ 1 ทั้งสิ้น แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรต่าง ๆ ที่ใช้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับการตกแต่งกำไรมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตัวอื่น ๆ น้อยและเมื่อพิจารณาจากค่า VIF ซึ่งโดยปกติแล้วค่า VIF จะมีค่าอยู่ระหว่าง 1 ถึง  $\infty$  ยิ่งมีมาก ยิ่งบ่งบอกถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระด้วยกันที่มากขึ้นเท่านั้นและไม่ควรเกิน 10 ดังนั้น จึงสามารถใช้ตัวแปรทั้งหมดในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจและการตกแต่งกำไรได้

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาในส่วนของสัมประสิทธิ์ของการตัดสินใจที่ปรับแล้ว (Adjusted R Square) พบว่าเท่ากับ 0.1338 หมายความว่าตัวแปรต่อไปนี้ ได้แก่ ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตและขนาดของคณะกรรมการบริษัท สามารถอธิบายขนาดของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารได้ร้อยละ 13.38 ส่วนร้อยละที่เหลือเกิดจากอิทธิพลของตัวแปรอื่นที่ไม่ได้พิจารณา

จากผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจและการตกแต่งกำไรของกลุ่มตัวอย่างสามารถสรุปผลการวิเคราะห์ในแต่ละสมมติฐานได้ดังนี้

**สมมติฐานที่ 1: ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันมีผลต่อความสัมพันธ์ทางลบกับขนาดของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร**

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์พบว่าระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการตกแต่งกำไร ซึ่งขัดจากขนาดของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารของกลุ่มตัวอย่าง ดังนั้น จึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 1

จากผลวิจัยส่วนใหญ่ที่กล่าวไว้ในบทบทวนวรรณกรรมว่าบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันมักจะมีผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้นหรือดีขึ้น ดังนั้น จึงทำให้ผู้บริหารไม่มีแรงจูงใจในการตกแต่งกำไร ซึ่งสอดคล้องกับผลวิจัยที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กับการตกแต่งกำไร ถึงแม้ผลวิจัยนี้จะไม่น่าจะบ่งชี้ถึงความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันกับการตกแต่งกำไรที่ลดลงตามที่คาดการณ์ไว้ก็ตาม

**สมมติฐานที่ 2: ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันมีผลต่อความสัมพันธ์ทางบวกกับขนาดของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร**

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์พบว่าระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อการตกแต่งกำไร ซึ่งขัดจากขนาดของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารของกลุ่มตัวอย่าง ดังนั้นจึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 2 ซึ่งสามารถอธิบายผลวิจัยที่เกิดขึ้นได้ว่า เนื่องจากบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันนั้น มักจะมีความผันผวนของผลกำไรโดยรวมของบริษัทต่ำ เนื่องจากมีผลกำไรที่มาจากหลายธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กันน้อยตามสมมติฐานความผันผวนของกำไร (Earnings Volatility Hypothesis) (เข็มเพชร เจริญรัตน์และคณะ, 2545) และรวมถึงรายการคงค้างที่มีความสัมพันธ์กันน้อยเช่นกัน จึงทำให้รายการคงค้างเกิดการหักลบกันเองในระดับบริษัทใหญ่เมื่อนำผลประกอบการมารวมกัน ซึ่งถือเป็นการยากต่อผู้บริหารที่จะบริหารกำไรหรือตกแต่งกำไรโดยใช้รายการคงค้างทางบัญชี (Jiraporn et al., 2008; El Mehdi and Seboui, 2011) จึงอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้ผลวิจัยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันกับการตกแต่งกำไรดังกล่าว

นอกจากนี้ จากงานวิจัยของ ศิริรักษ์ ชลารักษ์ (2548) ที่ศึกษาระดับการกระจายการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

พบว่าระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น อาจกล่าวได้ว่าเนื่องจากการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน ไม่ได้ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลง ผู้บริหารจึงไม่มีแรงจูงใจในการตกแต่งกำไร จึงทำให้ผลวิจัยไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว

นอกจากนี้ ในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการตกแต่งกำไร ซึ่งวัดจากขนาดของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารของกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งอาจมีสาเหตุมาจากการที่บริษัทมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มากขึ้น เป็นเพราะผู้บริหารตกแต่งกำไรผ่านรายการคงค้างมากขึ้นนั่นเอง ซึ่งไม่สอดคล้องกับผลวิจัยของ Jaggi et al. (2009) ที่พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ส่งผลทำให้รายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหารลดลง ส่วนอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการตกแต่งกำไร ซึ่งวัดจากขนาดของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร ซึ่งไม่สอดคล้องกับผลวิจัยของ Rodríguez-Pérez and Hemmen (2010) โดยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมนั้น แสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้ ถ้าอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมสูง แสดงว่าบริษัทมีภาระหนี้สินสูง โดยเฉพาะถ้าหนี้สินส่วนใหญ่เป็นหนี้สินระยะสั้น การบริหารงานก็มีความเสี่ยงสูงและเงินสดหมุนเวียนจากการขายก็ต่ำด้วย ซึ่งภาระหนี้สินของบริษัทที่มากขึ้นอาจมีสาเหตุมาจากบริษัทมีผลการดำเนินงานไม่ดีเท่าที่ควร ผู้บริหารจึงตกแต่งกำไรเพื่อทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้น ทำให้พบความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมกับการตกแต่งกำไร

### อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจและการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 พบว่าระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันไม่มี

ความสัมพันธ์กับการตกแต่งกำไรอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กันนั้นมักจะมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ดังนั้น จึงทำให้ผู้บริหารไม่มีแรงจูงใจในการตกแต่งกำไร

ส่วนระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการตกแต่งกำไรอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน ซึ่งสามารถอธิบายได้โดยเกิดขึ้นได้จากบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันนั้น มีความผันผวนของผลกำไรโดยรวมของบริษัทต่ำ เนื่องจากมีผลกำไรที่มาจากหลากหลายธุรกิจซึ่งมีความสัมพันธ์กัน โดยตามสมมติฐานการผันผวนของกำไร (Earnings Volatility Hypothesis) และรวมถึงรายการคงค้างที่มีความสัมพันธ์กันน้อยเช่นกัน จึงทำให้รายการคงค้างเกิดการหักลบกันเองในระดับบริษัทใหญ่เมื่อนำผลประกอบการหรือผลกำไรมารวมกัน ซึ่งถือเป็นการยากต่อผู้บริหารที่จะบริหารกำไรหรือตกแต่งกำไร โดยใช้รายการคงค้างทางบัญชีจึงอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้ผลวิจัยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนไปธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันกับการตกแต่งกำไร

อย่างไรก็ตาม การไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจและการตกแต่งกำไร ซึ่งวัดจากขนาดของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร อาจไม่สามารถสรุปได้เลยว่าผู้บริหารของบริษัทไม่ได้ทำการตกแต่งกำไร เนื่องจากผู้บริหารอาจเพียงแค่เปลี่ยนไปใช้วิธีการตกแต่งกำไรผ่านการใช้ดุลยพินิจในการสร้างรายการทางธุรกิจ (Real Activities Manipulation) แทนเท่านั้น นอกจากนี้ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ทางบวกกับการตกแต่งกำไร ซึ่งวัดจากขนาดของรายการคงค้างที่เกิดจากดุลยพินิจของผู้บริหาร

## เอกสารอ้างอิง

### ภาษาไทย

- เข็มเพชร เจริญรัตน์ และคณะ. (2545). *การเงินธุรกิจ*. กรุงเทพฯ.
- นวกาญจน์ ขำแปง. (2543). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนและความเป็นเจ้าของของเจ้าหน้าที่บริหารของกิจการในประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- ศิริรักษ์ ชลารักษ์. (2548). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.
- สันติ ธีรพัฒน์. (2546). *การกระจายการลงทุนทางธุรกิจในประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

### English

- Ahn, S. & Denis, D. J. (2004). Internal capital markets and investment policy: evidence from corporate spinoffs. *Journal of Financial Economics*, 71(3), 489–516.
- Berger, P. G. & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37, 39–65.
- Berry, T. K., Bizjak, J. M., Lemmon, M. L., & Naveen, L. (2006). Organizational complexity and CEO labor markets: Evidence from diversified firms. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 797–817.
- Chang, C. & Yu, X. (2004). Investment Opportunities, Entrenchment Premium, and Conglomerate Mergers\*. *The Journal of Business*, 77(1), 45–74.
- Charoenwong, C., Ding, D. K., & Jiraporn, P. (2011). Corporate Diversification, Managerial Ownership and Firm Value: Evidence from the Thai Financial Crisis. *Journal of Emerging Markets*, 16(1), 7–23.
- Christensen, H. K. & Montgomery, C. A. (1981). Corporate economic performance: Diversification strategy versus market structure. *Strategic Management Journal*, 2(4), 327–343.
- Chung, R., Firth, M., & Ham, J. B. (2005). Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. *Journal of Business Research*, 58(6), 766–776.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- Denis, D. J., Denis, D. K., & Sarin, A. (1997). Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *The Journal of Finance*, 52(1), 135–160.
- Dye, R. A. (1988). Earnings management in an overlapping generations model. *Journal of Accounting Research*, 195–235.
- El Mehdi, I. K. & Seboui, S. (2011). Corporate diversification and earnings management. *Review of Accounting and Finance*, 10(2), 176–196.
- Farooqi, J., Harris, O., & Ngo, T. (2014). Corporate diversification, real activities manipulation, and firm value. *Journal of Multinational Financial Management*, 27, 130–151.
- Hermalin, B. E. & Katz, M. L. (2000). Corporate diversification and agency. *Incentives, Organization, and Public Economics: Papers in Honour of Sir James Mirrlees*, 17–39.



- Jacquemin, A. P. & Berry, C. H. (1979). Entropy measure of diversification and corporate growth. *The Journal of Industrial Economics*, 359–369.
- Jaggi, B., Leung, S., & Gul, F. (2009). Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 281–300.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 323–329.
- Jensen, M. C. & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 225–264.
- Jiraporn, P., Kim, Y. S., & Mathur, I. (2008). Does corporate diversification exacerbate or mitigate earnings management?: An empirical analysis. *International Review of Financial Analysis*, 17(5), 1087–1109.
- Kim, C. & Pantzalis, C. (2003). Global/industrial diversification and analyst herding. *Financial Analysts Journal*, 69–79.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. L. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197.
- Lamonta, O. A., & Polk, C. (1995). Does diversification destroy value? Evidence from the industry shocks. *Journal of Financial Economics*, 63, 51–77.
- Lang, L. H. P. & Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1248–1280.
- Lobo, G. J. & Zhou, J. (2001). Disclosure quality and earnings management. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 8(1), 1–20.
- Palepu, K. (1985). Diversification strategy, firm performance and the entropy measure. *Strategic Management Journal*, 6(3), 239–255.
- Park, K. & Jang, S. S. (2003). Effects of within-industry diversification and related diversification strategies on firm performance. *International Journal of Hospitality Management*, 34, 51–60.
- Purkayastha, S. (2015). Diversification Strategy and Firm Performance: Evidence from Indian Manufacturing Firms. *Global Business Review*, 14(1), 1–23.
- Rajan, R., Servaes, H., & Zingales, L. (2000). The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment. *The Journal of Finance*, 55(1), 35–80.
- Ramanujam, V. (1987). Diversification and performance: A reexamination using a new two-dimensional conceptualization of diversity in firms. *Academy of Management Journal*, 30(2), 380–393.
- Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1987). Mergers, sell-offs, and economic efficiency. *The Brookings Institution, Washington, DC*.
- Richardson, V. J. (2000). Information asymmetry and earnings management: Some evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4), 325–347.
- Rodríguez-Pérez, G. & van Hemmen, S. (2010). Debt, diversification and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(2), 138–159.
- Rumelt, R. P. (1974). Strategy, structure, and economic performance.

- Rumelt, R. P. (1982). Diversification strategy and profitability. *Strategic Management Journal*, 3(4), 359–369.
- Rushin, L. T. (2006). *The impact of diversification on the financial performance of organizations listed on the industrial sector of the JSE*. (Doctoral dissertation). University of Pretoria.
- Sambharya, R. B. (1996). Foreign experience of top management teams and international diversification strategies of US multinational corporations. *Strategic Management Journal*, 17(9), 739–746.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123–139.
- Trueman, B. & Titman, S. (1988). An explanation for accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research*, 127–139.
- Uwuigbe, U., Peter, D. S., & Oyeniya, A. (2017). The effects of corporate governance mechanisms on earnings management of listed firms in Nigeria. *Journal of Accounting and Management Information Systems*, 13(1), 156–174.
- Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44(3), 619–656.
- Warfield, T. D., Wild, J. L., & Wild, K. L. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20(1), 61–91.
- Zang, A. Y. (2011). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675–703.

Download จาก  วารสารวิชาการ