

ความไม่แน่นอนทางการเมือง การตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการ: หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สุธาวลัย พฤกษ์อำไพ¹, ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์² และ พงศ์ศักดิ์ เหลืองอร่าม³

Received: February 10, 2023

Revised: March 31, 2023

Accepted: April 26, 2023

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อการตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยการศึกษาข้อมูลรายไตรมาสของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ยังดำเนินงานอยู่ โดยวัดความไม่แน่นอนทางการเมืองด้วยดัชนีระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยที่พัฒนาโดย Luangaram and Sethapramote (2018) ผลการศึกษา พบว่า ระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองมีผลเชิงลบต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ และยังมีผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ นอกจากนี้ ยังพบว่า ปัจจัยเฉพาะของกิจการ ได้แก่ ข้อจำกัดทางการเงินที่วัดด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของกิจการ โอกาสในการเติบโตที่วัดจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขายในช่วงเวลาเดียวกันและ Tobin's Q มีผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการและผลการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ปัจจัยเชิงเศรษฐกิจมหภาคมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการแต่มีผลที่ไม่ชัดเจนนักต่อผลการดำเนินงาน โดยสรุป ผลการศึกษาสนับสนุนสมมติฐานที่ว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลเชิงลบต่อการเติบโตของเศรษฐกิจผ่านการลดการลงทุนของกิจการในภาคเศรษฐกิจจริง อีกทั้งความไม่แน่นอนทางการเมืองยังส่งผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ โดยการลดการลงทุนหรือการชะลอการลงทุนของกิจการอาจเนื่องมาจากฝ่ายบริหารรอความชัดเจนของนโยบายที่อาจมีการเปลี่ยนแปลงในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง เช่นเดียวกับผู้บริโภคหรือตลาดที่อาจชะลอหรือลดการบริโภคในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูงซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

คำสำคัญ: การตัดสินใจลงทุน, ความไม่แน่นอนทางการเมือง, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ผลการดำเนินงานของกิจการ

¹ รองศาสตราจารย์, คณะบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ (Email: fbusswp@ku.ac.th)

² รองศาสตราจารย์, คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ, สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ (ผู้รับผิดชอบบทความ, Email: yuthana.s@nida.ac.th)

³ ผู้ช่วยศาสตราจารย์, คณะเศรษฐศาสตร์, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย (Email: pongsak.l@chula.ac.th)

Political Uncertainty, Corporate Investment Decision and Firm Performance: Empirical Evidence from Thailand

Suthawan Prukumpai¹, Yuthana Sethapramote² and Pongsak Luangaram³

Received: February 10, 2023

Revised: March 31, 2023

Accepted: April 26, 2023

Abstract

The objectives of this study are to investigate the impact of political uncertainty on corporate investment decision and on firm performance. We applied the Thai political uncertainty index constructed by Luangaram and Sethapramote (2018) to quantify the political risk. The results revealed that political uncertainty is negatively related to corporate investment level as well as the firm performance. In addition, corporate investment level was positively associated with firm characteristics such as financial constrain measured by operating cash flows, and growth opportunities measured by year-on-year sales growth, and Tobin's Q. Despite there were negative impacts of macroeconomic factors on corporate investment, the impacts on firm performance were inconclusive. Overall, our results lend empirical support to the hypothesis that political uncertainty can weaken economic growth through a reduction in corporate investment in real sector. Moreover, the political uncertainty has negative impact on firm performance. This decrease is related to precautionary delays in investment until the validity of related policies is implemented. Meanwhile, the political uncertainty also possibly affects the demand for consumption which potentially impact the firm performance.

Keywords: Political Uncertainty, Corporate Investment, Firm Performance, Stock Exchange of Thailand

JEL classification: G31, G32, H11

¹ Associate professor, Faculty of Business Administration, Kasetsart University (Email: fbusswp@ku.ac.th)

² Associate professor, School of Development economics, National Institute of Development Administration (NIDA)
(Corresponding authors, Email: yuthana.s@nida.ac.th).

³ Assistant professor, Faculty of Economics, Chulalongkorn University (Email: pongsak.l@chula.ac.th)

บทนำ

การประกาศผลการดำเนินงานและการตัดสินใจลงทุนในโครงการสำคัญแต่ละครั้งของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีผลต่อการซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนซึ่งส่งผลต่อราคาและมูลค่ากิจการ ในทฤษฎีการเงินธุรกิจ การตัดสินใจทางธุรกิจและผลการดำเนินงานขึ้นกับปัจจัยสนับสนุนและปัจจัยเสี่ยงทั้งในเชิงปัจจัยเฉพาะกิจการและในเชิงปัจจัยมหภาค

ในความเสี่ยงเชิงมหภาค ความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นหนึ่งในความเสี่ยงที่ได้รับความสนใจจากทั้งภาคธุรกิจและตลาดการเงิน เนื่องจากความไม่แน่นอนทางการเมืองอาจนำมาซึ่งการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบหรือนโยบายที่สำคัญ อาทิ การแก้ไขกฎหมาย การปรับเปลี่ยนอัตราภาษี หรือการดำเนินนโยบายทางการเงินและการคลังแบบผ่อนคลายหรือแบบรัดกุม ซึ่งการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว มีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อตัดสินใจที่สำคัญของภาคธุรกิจ เช่น การตัดสินใจลงทุนของกิจการ (Gulen & Ion, 2016; Julio & Yook, 2012; Liu & Zhang, 2020) นโยบายการจ่ายเงินปันผล (Attig et al., 2021) หรือระดับการถือครองเงินสด (Cheng et al., 2018; Demir & Ersan, 2017) นอกจากนี้ ความไม่แน่นอนทางการเมืองยังส่งผลกระทบต่อตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่สำคัญ อาทิ การลงทุน (Bernanke, 1983) การบริโภค (Kimbrell, 1990) การลงทุนในหลักทรัพย์จากต่างประเทศและการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (Azzimonti, 2018; Cai & Menegaki, 2021; Luangaram & Sethapramote, 2020) มูลค่าการค้าระหว่างประเทศ (Apaitan et al., 2022; Novy & Taylor, 2020) ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาท (ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์, 2564) รวมถึงความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ (Pástor & Veronesi, 2012; Prukumpai et al., 2022)

นับตั้งแต่การเปลี่ยนแปลงการปกครอง พ.ศ. 2475 จนถึงปัจจุบัน (พ.ศ. 2566) ประเทศไทยเผชิญกับเหตุการณ์ทางการเมืองที่สำคัญจำนวนมาก ไม่ว่าจะเป็นการรัฐประหารถึง 13 ครั้ง การยุบสภา 13 ครั้ง การเลือกตั้ง 28 ครั้ง การบังคับใช้รัฐธรรมนูญ 20 ฉบับซึ่งมีการแก้ไขทั้งหมด 22 ครั้ง รวมถึงเหตุการณ์ประท้วงและจลาจลอีกหลายครั้ง โดยเฉพาะในรอบ 20 ปีที่ผ่านมา ประเทศไทยเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงทั้งที่เป็นไปตามระบอบประชาธิปไตย และการกระทำรัฐประหารโดยกลุ่มอำนาจทหาร ซึ่งนำไปสู่ความขัดแย้งและการต่อสู้ของภาคประชาชนมาถึงปัจจุบัน เริ่มตั้งแต่การชุมนุมขับไล่นายกรัฐมนตรีพันตำรวจโท ทักษิณ ชินวัตร ซึ่งนำไปสู่การรัฐประหารโดยพลเอกสนธิ บุญยรัตกลิน ในวันที่ 19 กันยายน พ.ศ. 2549 การเลือกตั้งสมาชิกสภาผู้แทนราษฎรไทย พ.ศ. 2550 และการเพิกถอนนายกรัฐมนตรีสมัคร สุนทรเวช คดียุบพรรคการเมือง พ.ศ. 2551 การชุมนุมของพันธมิตรประชาชนเพื่อประชาธิปไตยและการปิดสนามบินในปลายปี พ.ศ. 2551 การชุมนุมของแนวร่วมประชาธิปไตยต่อต้านเผด็จการแห่งชาติ (นปช.) พ.ศ. 2553 และการสลายการชุมนุมดังกล่าวในเดือนพฤษภาคม พ.ศ. 2553 ซึ่งทำให้มีผู้เสียชีวิต 85 รายและบาดเจ็บอีกจำนวนมาก ต่อมาในปี พ.ศ. 2556 ได้มีการร่างพระราชบัญญัตินิรโทษกรรมขึ้น ซึ่งส่งผลให้เกิดประท้วง ปิดสถานที่ราชการและปิดกรุงเทพมหานครโดยกลุ่มคณะกรรมการประชาชนเพื่อการเปลี่ยนแปลงปฏิรูปประเทศไทยให้เป็นประชาธิปไตยที่สมบูรณ์แบบอันมีพระมหากษัตริย์ทรงเป็นประมุข (กปปส.) เพื่อกดดันรัฐบาลนางสาวยิ่งลักษณ์ ชินวัตร ให้มีการยุบสภาและเลือกตั้งใหม่ ซึ่งการเลือกตั้งในปี พ.ศ. 2556 ไม่เป็นผลเนื่องจากถูกขัดขวางโดยกลุ่มผู้ชุมนุม กปปส. และเหตุการณ์ประท้วงยังคงดำเนินต่อไป จนกระทั่งในวันที่ 20 พฤษภาคม พ.ศ. 2557 พลเอกประยุทธ์ จันทร์โอชา ได้กระทำการรัฐประหารและจัดตั้งคณะรักษาความสงบแห่งชาติ (คสช.) ขึ้น ภายหลังการครองอำนาจโดยคสช. 5 ปี 1 เดือนนั้น ได้มีการจัดการเลือกตั้งขึ้นในวันที่ 24 มีนาคม พ.ศ. 2562 และพลเอกประยุทธ์ จันทร์โอชา ได้เป็นนายกรัฐมนตรีต่อ เหตุการณ์ประท้วงและการชุมนุมรวมถึงความขัดแย้งและการแบ่งฝักแบ่งฝ่ายยังคงมีอย่างต่อเนื่องจนถึงปัจจุบัน

เหตุการณ์ดังกล่าวสะท้อนให้เห็นถึงความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยที่อยู่ในระดับสูง Luangaram and Sethapramote (2018) พัฒนาดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองไทย (Political uncertainty index: PUI) ขึ้นโดยอ้างอิงแนวทางการพัฒนาดัชนีความไม่แน่นอนในการดำเนินนโยบายทางเศรษฐกิจ (Economic policy uncertainty index: EPU)

ของ Baker et al. (2016) ซึ่งอาศัยการวิเคราะห์เนื้อหา (Content Analysis) จากข่าวในหนังสือพิมพ์และสำนักข่าวต่าง ๆ ดังนั้น ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองนี้ เป็นเครื่องสะท้อนระดับความกังวลหรือความสนใจของผู้คนในประเทศที่มีต่อเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการเมืองในช่วงเวลาต่าง ๆ

แม้ว่าการเมืองไทยจะมีความไม่แน่นอนสูง แต่การศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือการตัดสินใจที่สำคัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังคงมีอยู่จำกัด โดยที่ผ่านมามีงานวิจัยจำนวนมากศึกษาเฉพาะช่วงที่มีเหตุการณ์ทางการเมืองที่สำคัญ อาทิ การเลือกตั้ง (Khanthavit, 2020) การยุบสภา (Nimkhunthod, 2007) หรือการปฏิวัติรัฐประหาร (Khanthavit, 2019; Lumjiak et al., 2014; Lumjiak et al., 2018) ผ่านการศึกษาเหตุการณ์ (Event study) หรือแบบจำลองสมการถดถอยที่อาศัยตัวแปรหุ่น (Dummy variable) เป็นตัวแทนของช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ทางการเมือง ซึ่งการศึกษาเหล่านี้จะได้มุมมองของผลกระทบและการตอบสนองในระยะสั้นเท่านั้น ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อการตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยใช้ช่วงเวลาในการศึกษาตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2545 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2564 ซึ่งครอบคลุมช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์สำคัญ ๆ ทางการเมืองไทย โดยวัดความไม่แน่นอนทางการเมืองด้วยดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง ทำให้สามารถศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงในระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองและการตัดสินใจลงทุนรวมถึงผลการดำเนินงานของกิจการผ่านแบบจำลองข้อมูลพาเนลได้ การศึกษานี้ใกล้เคียงกับการศึกษาของ พัศวีร์ เจียมสุขน (2562) และการศึกษาของ Trakarnsirinont et al. (2023) ซึ่งงานวิจัยทั้ง 2 ชิ้นใช้ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองเช่นเดียวกัน แต่งานวิจัยชิ้นนี้มุ่งเน้นผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการตัดสินใจด้านการลงทุนของกิจการ (Investment decision) ในขณะที่ พัศวีร์ เจียมสุขน (2562) มุ่งเน้นผลที่มีต่อการตัดสินใจด้านการจัดหาเงินทุน (Financing decision) กิจการที่เป็นองค์ประกอบของดัชนี SET100 และแม้ว่างานวิจัยนี้จะศึกษาผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อผลการดำเนินงานเช่นเดียวกับ Trakarnsirinont et al. (2023) แต่แบบจำลองและตัวแปรที่ใช้มีความแตกต่างกัน โดย Trakarnsirinont et al. (2023) ศึกษาแบบจำลองสมการถดถอยที่ใช้ข้อมูลรายปีในช่วงเวลาเดียวกัน (Concurrent regression) ในขณะที่การศึกษานี้ ใช้แบบจำลองสมการถดถอยที่มีลักษณะชั้นนำและชี้ตาม (Lead-lag regression) และใช้ข้อมูลรายไตรมาส รวมถึงการศึกษานี้ใช้ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองในภาพรวม ในขณะที่ Trakarnsirinont et al. (2023) ใช้องค์ประกอบย่อยของดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองในการศึกษา ดังนั้น ผลการศึกษานี้ในครั้งนี้จะช่วยเติมช่องว่างของการศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวกับการเงินธุรกิจและเศรษฐศาสตร์การเงินจากข้อมูลในตลาดเกิดใหม่อย่างประเทศไทยที่มีถูกกล่าวถึงในแง่ของประเทศที่ขาดเสถียรภาพทางการเมือง (Political instability) และจะมีประโยชน์ต่อกิจการ นักลงทุนและภาครัฐในการคำนึงถึงความเสี่ยง ต้นทุนและผลกระทบที่เกิดจากความไม่แน่นอนทางการเมือง

ผลการวิจัยในครั้งนี้ พบว่า ระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองนอกจากจะมีผลเชิงลบต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ ยังมีผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานและการศึกษาในอดีตในประเทศที่พัฒนาแล้ว ที่พบว่า ช่วงที่มีความไม่แน่นอนสูง การเลือกรอคอย (Option to wait) จะมีมูลค่าเพิ่มขึ้น อาทิ Gulen and Ion (2016) และ Julio and Yook (2012) ที่อธิบายว่าการลดการลงทุนหรือการชะลอการลงทุนของกิจการอาจเนื่องมาจากฝ่ายบริหารรอความชัดเจนของนโยบายที่อาจมีการเปลี่ยนแปลงในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง เช่นเดียวกับผู้บริหารหรือตลาดที่อาจชะลอหรือลดการบริโภคในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง ทำให้อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้น เพื่อบรรเทาผลกระทบต่อการเติบโตของเศรษฐกิจในภาพรวม ภาครัฐควรเฝ้าระวังและมีการออกแบบมาตรการเพื่อลดทอนความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากความไม่แน่นอนทางการเมือง นอกจากนี้ ผลการศึกษายังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการพิจารณาความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องเนื่องมาจากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการ

วรรณกรรมปริทัศน์

งานวิจัยทางการเงินธุรกิจและเศรษฐศาสตร์การเงินต่างให้ความสนใจกับลักษณะของความไม่แน่นอน (Nature of the uncertainty) และความสัมพันธ์ระหว่างความไม่แน่นอนกับตัวแปรต่าง ๆ ทั้งในภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงิน โดยเฉพาะผลของความไม่แน่นอนที่มีต่อพฤติกรรมการตัดสินใจที่สำคัญและผลการดำเนินงานของกิจการ Bernanke (1983) ใช้ทฤษฎีทางเลือกแฝง (Real option theory) ในการอธิบายผลของความไม่แน่นอนที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนที่ไม่สามารถเปลี่ยนแปลงได้ (Irreversible investment) กล่าวคือ ในสถานการณ์ที่กิจการคาดการณ์ว่าความไม่แน่นอนจะส่งผลเชิงลบต่อกิจการหรือกิจการไม่แน่ใจว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงใดเกิดขึ้น การเลือกรอคอย (Option to wait) จะมีมูลค่ามากขึ้น โดยกิจการจะเพิ่มความระมัดระวังในการดำเนินนโยบายหรือการตัดสินใจที่สำคัญจนกระทั่งมีข้อมูลที่แน่ชัดมากขึ้น ดังนั้นในช่วงเวลาที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองในระดับสูงเช่น มีการเปลี่ยนแปลงรัฐบาล การเลือกตั้ง การปรับปรุงหรือแก้ไขกฎหมายที่สำคัญ การประท้วงหรือแม้กระทั่งการก่อรัฐประหาร สิ่งที่มาอาจนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงรัฐบาลหรือนโยบายสำคัญซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ จึงมักพบว่า กิจการจะมีแนวโน้มชะลอหรือลดการลงทุนจนกระทั่งความไม่แน่นอนเหล่านั้นคลี่คลายไป

Henisz (2002) นิยามว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นความเสี่ยงประการหนึ่งที่เกิดจากการจะดำเนินการหรือไม่ดำเนินการเชิงนโยบายของรัฐบาล เช่นเดียวกับ Pastor and Veronesi (2012) ที่นิยามว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองคือความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการดำเนินนโยบายในอนาคตของรัฐบาล (Policy uncertainty) และแม้ว่าจะทราบว่าจะดำเนินการนโยบายอะไร ก็ยังไม่สามารถทราบผลของนโยบายที่แน่ชัดในระยะยาวได้ ซึ่งการดำเนินหรือไม่ดำเนินนโยบายในอนาคตของรัฐบาลอาจส่งดีหากนโยบายนั้นแก้ปัญหาได้ตรงจุด เช่น การออกมาตรการควบคุมการเคลื่อนย้ายเงินทุน (Capital control) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (Put protection on asset price) และลดแรงกดดันต่ออัตราแลกเปลี่ยน แต่ในขณะเดียวกัน มาตรการอาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและทำให้ความเสี่ยงที่เป็นระบบเพิ่มมากขึ้น Rodrick (1991) พัฒนาแบบจำลองในการอธิบายผลของการปฏิรูปนโยบาย (Policy reform) ที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ แบบจำลองแสดงให้เห็นว่ากิจการจะเปรียบเทียบ (Tradeoff) ระหว่างการปฏิรูป (Reform) กับเสถียรภาพ (Stability) โดยเมื่อมีการปฏิรูปเกิดขึ้นก็จะเป็นไปได้ยากที่ภาคธุรกิจจะมองว่ามีโอกาส 100% ที่จะเกิดเสถียรภาพ เนื่องจากคาดการณ์ว่านโยบายที่ใช้อยู่เดิมจะถูกทดแทน หรือนโยบายใหม่อาจสร้างผลกระทบในทิศทางตรงข้ามกับนโยบายเดิม จึงเป็นไปได้ว่า ความไม่แน่นอนที่เกิดจากการปฏิรูปจะก่อให้เกิดต้นทุนมากกว่าประโยชน์ที่จะได้รับการเปลี่ยนแปลง นอกจากนี้ แบบจำลองดุลยภาพทั่วไปของ Pastor and Veronesi (2012, 2013) ยังอธิบายผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อภาคการเงิน โดยแบบจำลองแสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวลดลงในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง และการปรับตัวจะยิ่งมีขนาดใหญ่ในช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในภาวะถดถอย แบบจำลองสะท้อนให้เห็นว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic risk) ส่งผลให้ส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Equity risk premium) เพิ่มขึ้นและเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวลดลง

ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ส่วนมากพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความไม่แน่นอนทางการเมืองกับตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค อาทิ การลงทุน (Bernanke, 1983; Luangaram & Sethapramote, 2018) การเคลื่อนย้ายเงินทุนจากต่างประเทศ (Apaitan et al., 2022; Azzimonti, 2018; Cai & Menegaki, 2021; Luangaram & Sethapramote, 2020) มูลค่าการค้าระหว่างประเทศ (Apaitan et al., 2022; Novy & Taylor, 2020) การลงทุนภาคเอกชน (Luangaram & Sethapramote, 2018) ความผันผวนของการเติบโตของเศรษฐกิจ (ยุทธนา เศรษฐปุราโมทย์, 2564) นอกจากนี้ ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ยัง

พบว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองทำให้ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์อีกทั้งยังทำให้ความเสี่ยงในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น เช่น Pástor and Veronesi (2013) ที่พบว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองทำให้ประโยชน์จากการดำเนินนโยบายในปัจจุบันของรัฐบาล หรือ Value of put protection ลดลง นอกจากนี้ยังทำให้ตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวนมากขึ้น Apaitan et al. (2022) และ Prukumpai et al. (2022) ที่พบว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยส่งผลให้ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลงโดยเฉพาะเมื่อเกิดเหตุรัฐประหาร นอกจากนี้ ระดับความผันผวนของตลาดหลักทรัพย์ยังมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับความไม่แน่นอนทางการเมือง โดยงานวิจัยยังพบว่า ส่วนชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหลักทรัพย์จะเพิ่มมากขึ้นในช่วงที่ความไม่แน่นอนทางการเมืองอยู่ในระดับสูงและโดยเฉพาะช่วงที่ตลาดอยู่ในขาลง (Bear market)

ที่ผ่านมา งานวิจัยส่วนใหญ่ให้ความสนใจในระดับเศรษฐกิจมหภาคหรือตลาดหลักทรัพย์ในภาพรวม ในขณะที่การศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองในระดับกิจการ (Firm level) ยังคงมีอยู่จำกัด เช่น ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลเชิงลบต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ โดย Julio and Yook (2012) พบว่า โดยเฉลี่ยกิจการจะลดการลงทุนลงร้อยละ 4.8 ในปีที่มีการเลือกตั้ง ในขณะที่ Gulen and Ion (2016) พบว่า ระดับการลงทุนของกิจการในสหรัฐอเมริกาได้รับผลกระทบเชิงลบจากความไม่แน่นอนทางการเมือง โดยผลกระทบดังกล่าวจะอยู่ในระดับสูงสำหรับกิจการที่การลงทุนไม่สามารถเปลี่ยนแปลงหรือยกเลิกได้ (Investment irreversibility) หรือกิจการที่มีการพึ่งพาการจ่ายของภาครัฐ (Government spending) เป็นหลัก หรือความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลต่อการตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับนโยบายการเงินของกิจการ เช่น Colak et al. (2017) ที่พบว่า กิจการในสหรัฐอเมริกาส่งผลการเสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Initial public offering: IPO) ออกไปในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองหรือช่วงที่มีการเลือกตั้งท้องถิ่น โดยผลกระทบจะค่อนข้างชัดเจนสำหรับกิจการที่ธุรกิจหลักกระจุกตัวในท้องถิ่นที่มีการเลือกตั้ง กิจการที่มีธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับรัฐบาลจำนวนมาก และกิจการที่วัดมูลค่าได้ยาก พัศวีร์ เจริญสุข (2562) พบว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ เนื่องจากในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง ต้นทุนในการจัดหาเงินจะเพิ่มขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ โดยทั้งเจ้าหน้าที่เพิ่มความระมัดระวังในการปล่อยกู้และกิจการที่พยายามลดความเสี่ยงจากการก่อหนี้ไม่ให้อยู่ในระดับที่สูงเกินไป หรือ Attig et al. (2021) ที่ศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการทั่วโลกและพบว่า ในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง กิจการจะเพิ่มการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางในการลดความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน กล่าวคือ การจ่ายเงินปันผลจะช่วยลดกระแสเงินสดของกิจการเพื่อป้องกันการนำไปใช้ในกิจกรรมที่ไม่สร้างมูลค่าเพิ่มในช่วงวิกฤตหรือช่วงที่มีความไม่แน่นอนสูง หรือระดับการถือครองเงินสด (Cheng et al., 2018; Demir & Ersan, 2017) ที่ลดลง เนื่องจากกิจการมีแนวโน้มลดการลงทุน นอกจากนี้ ความไม่แน่นอนทางการเมืองยังส่งผลให้ภาคครัวเรือนลดการบริโภคหรือชะลอการบริโภค เนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับความมั่งคั่งในอนาคต (Carroll & Kimball, 1996) ส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรและผลการดำเนินงานของกิจการอาจลดลงด้วยเช่นกัน Iqbal et al. (2020) พบว่า กิจการในสหรัฐอเมริกามีผลการดำเนินงานที่ลดลงในช่วงที่ความไม่แน่นอนทางการเมืองอยู่ในระดับสูง เช่นเดียวกับ Feng et al. (2023) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความไม่แน่นอนทางการเมืองและผลการดำเนินงานของกิจการในประเทศจีน โดยกิจการประเภทรัฐวิสาหกิจจะได้รับผลกระทบเชิงลบจากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่น้อยกว่ากิจการที่ไม่ใช่รัฐวิสาหกิจ สอดคล้องกับ Trakarnsiront et al. (2023) ที่พบว่าผลการดำเนินงานของกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับผลกระทบเชิงลบจากความไม่แน่นอนทางการเมืองที่เพิ่มขึ้น

แม้ว่าประเทศไทยมักจะถูกกล่าวหาว่าเรื่องความไม่มีเสถียรภาพทางการเมือง การศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อพฤติกรรมของหน่วยธุรกิจในประเทศไทยยังมีอยู่อย่างจำกัด โดยส่วนใหญ่เป็นการศึกษาผลกระทบต่อตลาดในภาพรวมในระยะสั้นผ่านการศึกษาเหตุการณ์ (Event study) อาทิ Nimkhunthod (2007) ที่ศึกษาการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อเหตุการณ์ทางการเมือง อาทิ การยุบสภา การเลือกตั้ง หรือการรัฐประหาร ระหว่าง พ.ศ. 2518 ถึง พ.ศ. 2549 จำนวน 30 เหตุการณ์ ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันหลังเกิดเหตุการณ์ 1 วันมีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal return) 1 สัปดาห์ก่อนและหลังเกิดเหตุการณ์ทางการเมืองมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยขนาดและความเร็วในการปรับตัวของตลาดหลักทรัพย์ต่อเหตุการณ์จะแตกต่างกันไป Khantavit (2020) พบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตอบสนองเชิงบวกต่อการเลือกตั้งในปี พ.ศ. 2562 ในขณะที่ Khantavit (2019) กลับไม่พบการตอบสนองของตลาดตราสารหนี้ต่อการรัฐประหารในปี พ.ศ. 2549 และปี พ.ศ. 2557 Lumjiak et al. (2018) พบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตอบสนองในเชิงบวกต่อการรัฐประหารในปี พ.ศ. 2557 ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานและการคาดการณ์โดยทั่วไปว่า การก่อรัฐประหารจะทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนลดลง หรือสร้างบรรยากาศไม่ดีต่อการลงทุนโดยเฉพาะในสายตาของนักลงทุนต่างชาติ ซึ่ง Lumjiak et al. (2018) อธิบายว่าส่วนหนึ่งน่าจะมาจากการที่ตลาดมักตอบสนองต่อข่าวร้ายมากกว่าข่าวดี โดยสถานการณ์ประท้วงและเหตุจลาจลกลางเมือง รวมถึงการปิดสถานที่ราชการในปี พ.ศ. 2556 ส่งผลให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปรับตัวลดลงเช่นเดียวกับค่าเงินบาทที่อ่อนค่าอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น ภายหลังจากการรัฐประหารในปี พ.ศ. 2557 ตลาดจึงคาดว่าเมืองไทยจะมีเสถียรภาพมากขึ้น จึงมีแนวโน้มปรับตัวในทิศทางที่ดี

ที่ผ่านมา ข้อจำกัดของการศึกษาความสัมพันธ์เชิงพลวัตของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อตัวแปรต่าง ๆ ทั้งในภาคเศรษฐกิจจริงและภาคการเงินคือ การวัดระดับความเสี่ยงทางการเมืองหรือการวัดความไม่แน่นอนทางการเมืองในลักษณะข้อมูลอนุกรมเวลา อย่างไรก็ตาม ด้วยพัฒนาของเครื่องมือการวิเคราะห์ข้อมูลที่มีความซับซ้อน (Data analytics) และฐานข้อมูลขนาดใหญ่ (Big data) Baker et al. (2016) ได้นำเสนอแนวทางในการสร้างดัชนีเพื่อวัดระดับความไม่แน่นอนทางนโยบายเศรษฐกิจ (Economic policy uncertainty index: EPU) ในสหรัฐอเมริกา ซึ่งดัชนีดังกล่าวจะสะท้อนความเสี่ยงผ่านจำนวนคำในข่าวที่เกี่ยวข้อง กล่าวคือ หากดัชนีอยู่ในระดับสูง แสดงว่าในช่วงเวลาดังกล่าวมีเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องหรือตลาดให้ความสนใจต่อเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องจึงสะท้อนผ่านจำนวนคำในข่าวที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่หากดัชนีอยู่ในระดับต่ำ แสดงว่าในช่วงเวลาดังกล่าวไม่มีเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องจึงไม่ค่อยปรากฏคำเหล่านั้นในข่าว ซึ่งต่อมา แนวคิดดังกล่าวได้รับการยอมรับและแพร่หลายมากขึ้น ทำให้มีการพัฒนาดัชนีระดับความไม่แน่นอนทางนโยบายในหลากหลายภูมิภาค เช่น ดัชนีความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจโลก (Global economic policy uncertainty: GEPU) ดัชนีการแบ่งฝักแบ่งฝ่าย (Partisan conflict index) โดย Azzimonti (2018) ดัชนีความไม่แน่นอนด้านนโยบายการค้าระหว่างประเทศ (Trade policy uncertainty) โดย Caldara et al. (2020) ดัชนีความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์โลก (Geopolitical risk index) โดย Caldara and Iacoviello (2022) และดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองไทย (Political Uncertainty Index – PUI) โดย Luangaram and Sethapramote (2018)

จากการทบทวนวรรณกรรมไทยในปัจจุบัน การศึกษาเชิงประจักษ์ในประเทศไทยที่ประยุกต์ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยจะมุ่งเน้นที่การศึกษาการตอบสนองของปัจจัยเศรษฐกิจและการตอบสนองในตลาดหลักทรัพย์ในภาพรวม และ มีเพียงการศึกษา 2 ชิ้นที่ประยุกต์ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยในการศึกษาในระดับกิจการคือ พิศวีร์ เจริญสุขน (2562) ที่ทำการศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยต่อโครงสร้างเงินทุนของกิจการ กรณีศึกษากิจการที่เป็น

องค์ประกอบของดัชนี SET100 และการศึกษาของ Trakarnsirinont et al. (2023) ที่ศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้น เพื่อเป็นการเติมช่องว่างวรรณกรรมจากข้อมูลในตลาดเกิดใหม่อย่างประเทศไทยที่มีถูกกล่าวถึงในแง่ของประเทศที่ขาดเสถียรภาพทางการเมือง งานวิจัยชิ้นนี้จึงต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยและการตัดสินใจลงทุนของกิจการ รวมถึงความสัมพันธ์ระหว่างความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยและผลการดำเนินงานของกิจการ

วิธีการศึกษา

การศึกษานี้ใช้ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง (PUI) ที่พัฒนาโดย Luangaram and Sethapramote (2018) ซึ่งประยุกต์ตามแนวทางของ Baker et al. (2016) ที่ทำการวิเคราะห์เนื้อหา (Content analysis) ผ่านหลักการนับจำนวนคำที่เกี่ยวข้องในข่าวซึ่งดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองจะสะท้อนระดับความกังวลหรือความสนใจของตลาดที่มีต่อเหตุการณ์ที่เกี่ยวข้องกับการเมืองในช่วงเวลาต่าง ๆ ดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมืองถูกจัดทำขึ้นรายไตรมาสตั้งแต่ พ.ศ. 2540 ถึง พ.ศ. 2564

จากแนวคิดทฤษฎีทางเลือกแฝง (Real option theory) ที่ว่า หากการลงทุนของกิจการทั้งหมดหรือบางส่วนไม่สามารถยกเลิกหรือเปลี่ยนแปลงได้ ความไม่แน่นอนจะเพิ่มแรงจูงใจให้กิจการชะลอหรือลดการลงทุนลงจนกระทั่งสถานการณ์คลี่คลายไป โดยแบบจำลองในการวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองกับการลงทุนของกิจการ (สมการที่ 1) ประกอบด้วยตัวแปรควบคุมที่เป็นปัจจัยเฉพาะของกิจการที่มีผลต่อระดับการลงทุนของกิจการซึ่งได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน การเติบโตของยอดขาย และ Tobin's Q กล่าวคือ ภายใต้แนวคิดความไม่สมมาตรของข้อมูลและผลการศึกษาเชิงประจักษ์อาทิ Gugler et al. (2004) ที่พบว่า การลงทุนของกิจการนอกจากจะขึ้นอยู่กับโอกาสในการเติบโต (Growth opportunities) หรือโอกาสในการลงทุน (Investment opportunities) ซึ่งวัดด้วยการเติบโตของยอดขายและ Tobin's Q แล้วยังขึ้นอยู่กับข้อจำกัดทางการเงิน (Financial constrain) ที่วัดจากระดับของกระแสเงินสดของกิจการ นอกจากนี้แบบจำลองยังมีปัจจัยควบคุมที่เกี่ยวกับเศรษฐกิจมหภาค อาทิ ค่าพยากรณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDPF) อัตราการเติบโตเศรษฐกิจ (GDPG) ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) และดัชนีความเชื่อมั่นภาคธุรกิจ (BSI) เนื่องจากการลงทุนจะมีลักษณะที่สวนทางกับวัฏจักรเศรษฐกิจ (Countercyclical)

$$\frac{CAPEX_{i,t+l}}{TA_{i,t+l-1}} = \alpha_i + \beta_1 PUI_{t-1} + \beta_2 \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \beta_3 SG_{i,t} + \beta_4 TQ_{i,t} + \beta_5 GDPF_{t-1} + QRT_t + \varepsilon_{i,t+l} \quad (1)$$

เมื่อ i แทนกิจการ t คือไตรมาส และ $l \in \{1,2,3,4\}$ แทนจำนวนไตรมาสล่วงหน้าระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตาม เนื่องจากข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลรายไตรมาส ดังนั้นผลของฤดูกาลจะถูกควบคุมโดยใช้ตัวแปรหุ่น (QRT_t) ในไตรมาสที่ 2 ถึง 4 นอกจากนี้ ลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทจะถูกควบคุมโดยใช้ตัวแปรหุ่น (α_i) ผ่านการประมาณค่าแบบพาเนลด้วยวิธี Fixed effect

ทั้งการลงทุนของกิจการ (CAPEX) ในงวดปัจจุบันซึ่งวัดจากการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ถาวร (Fixed assets) บวกค่าเสื่อมราคาในงวดปัจจุบัน (An et al., 2016) และกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CF) ในงวดปัจจุบันจะถูกปรับด้วยสินทรัพย์รวมต้นงวด ในขณะที่ Tobin's Q (TQ) วัดจากมูลค่าตลาดของส่วนของเจ้าของบวกมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์หักด้วยมูลค่าตามบัญชีของส่วนของเจ้าของและภาษีเงินได้รอตัดบัญชีสุทธิและทั้งหมดหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์

สำหรับอัตราการเติบโตของยอดขาย (SG) วัดจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขายรายไตรมาส ณ ช่วงเวลาเดียวกัน (Year-on-year growth) และเพื่อลดปัญหาข้อมูลที่มีค่าผิดปกติ (Outliner) ตัวแปรทุกตัวจะถูก winsorized ที่ร้อยละ 1 และร้อยละ 99

นอกจากความไม่แน่นอนจะส่งผลกระทบต่อความตั้งใจของกิจการ ความไม่แน่นอนทางการเมืองอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการด้วยเช่นกัน โดยแบบจำลองในการวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองกับผลการดำเนินงานของกิจการ (สมการที่ 2) ประกอบด้วยตัวแปรควบคุมที่เป็นปัจจัยเฉพาะกิจการและปัจจัยเศรษฐกิจมหภาค เช่นเดียวกับสมการที่ 1 ซึ่งสอดคล้องกับแบบจำลองของ Iqbal et al. (2020) ที่ศึกษาผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการในสหรัฐอเมริกา

$$ROA_{t+l} = \gamma_i + \theta_1 PUI_{t-1} + \theta_2 \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \theta_3 SG_{i,t} + \theta_4 TQ_{i,t} + \theta_5 GDPF_{t-1} + QRT_t + \varepsilon_{i,t+l} \quad (2)$$

โดยวัดผลการดำเนินงานของกิจการด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และตัวแปรอื่น ๆ วัดค่า และประมาณค่าโดยใช้แบบจำลองข้อมูลพาเนล เช่นเดียวกับสมการที่ 1

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ยังดำเนินงานอยู่ในปัจจุบัน ยกเว้นกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน รวบรวมข้อมูลระหว่างไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2545 ถึงไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2564 จากฐานข้อมูล Refinitiv Workspace โดยเลือกช่วงเวลาในการศึกษาจากข้อมูลที่มีอยู่ (Data availability) คือเริ่มตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 เนื่องจากข้อมูลรายไตรมาสของกิจการในช่วงก่อนหน้ามีการสูญหายหรือไม่ครบถ้วน (Missing) จำนวนมากและในช่วง พ.ศ. 2564-2565 เป็นช่วงที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด-19 และเพื่อลดความเอนเอียงจากการอยู่รอด (Survivorship bias) กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาต้องมีข้อมูลตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาต่อเนื่องอย่างน้อย 20 ไตรมาส ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 422 กิจการ ที่เป็นข้อมูลที่มีช่วงยาวที่ไม่สมดุล (Unbalanced panel) และจำนวนข้อมูลในแต่ละตัวแปรจะแตกต่างกัน โดยการกำหนดเกณฑ์ดังกล่าว จะรวมถึงกิจการที่เพิ่งจดทะเบียนเข้ามาระหว่างช่วงเวลาทำการการศึกษาและยังดำเนินการอยู่ในปัจจุบันและมีข้อมูลต่อเนื่องอย่างน้อย 20 ไตรมาส ในขณะที่จะไม่รวมกิจการที่ถูกเพิกถอน (Delisted) ออกไประหว่างช่วงเวลาทำการการศึกษา ซึ่งเมื่อพิจารณาเฉพาะกิจการที่น่าจะประสบปัญหาในการดำเนินงานและไม่อาจอยู่รอดได้จะมีเพียง 10 กิจการที่ถูกเพิกถอนเนื่องจากไม่ส่งงบการเงิน ไม่สามารถฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จ และฝ่าฝืนข้อกำหนด (ประมาณร้อยละ 3 ของกลุ่มตัวอย่างในการศึกษา) ในขณะที่กิจการที่ถูกเพิกถอนส่วนใหญ่เนื่องมาจากถูกควมรวบและเพิกถอนโดยสมัครใจ ซึ่งไม่น่าเป็นกิจการที่ประสบปัญหาในการดำเนินงาน ดังนั้น การไม่ถูกนำมารวมอยู่ในกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาไม่น่าจะก่อให้เกิดความเอนเอียงใด เนื่องจากคุณลักษณะของกิจการได้สะท้อนผ่านกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่แล้ว

ผลการศึกษา

จากตารางที่ 1 กลุ่มตัวอย่มีค่าเฉลี่ย (Mean) และค่ามัธยฐาน (Median) ที่แตกต่างกันแสดงให้เห็นว่าข้อมูลไม่ได้มีการกระจายตัวแบบปกติ (Non-normal distribution) โดยกลุ่มตัวอย่มีค่ามัธยฐานของการลงทุนต่อสินทรัพย์รวมเท่ากับ 0.0073 เท่าและมีค่ามัธยฐานอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เท่ากับร้อยละ 1.077 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่มีการลงทุนสม่ำเสมอจึงทำให้สินทรัพย์ถาวรมีมูลค่าเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังมีผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่เป็นบวกสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการใช้สินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์ เมื่อพิจารณาค่ามัธยฐานของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์

รวมจะพบว่ามีค่าเป็นบวกเช่นกัน สำหรับโอกาสในการเติบโตจะพบว่า กลุ่มตัวอย่างมีอัตราการเติบโตของยอดขายที่มากกว่า ศูนย์ และมี Tobin's Q ที่มากกว่า 1 เท่า ซึ่งแสดงให้เห็นถึงโอกาสเติบโตในอนาคต ในส่วนตัวแปรเศรษฐกิจชี้ให้เห็นว่า ช่วงเวลาที่ทำการศึกษาอัตราการเติบโตของเศรษฐกิจโดยเฉลี่ยร้อยละ 3.4

ตารางที่ 1 สถิติพรรณนา

	CAPEX/TA (เท่า)	ROA (%)	PUI	CF/TA (เท่า)	SG (%)	TQ (เท่า)	GDPF (%)	GDPG (%)	CCI	BSI
Max	7.76233	9.233	237.374	3.9074	317.122	5.861	7.513	15.295	109.933	53.067
Mean	0.0212	1.154	109.002	0.0287	11.954	1.406	3.431	3.418	78.854	48.012
Median	0.0073	1.077	101.667	0.0247	4.691	1.117	3.435	3.564	77.967	49.333
Min	-0.8880	-8.528	48.665	-0.7146	-77.165	0.458	-6.195	-12.167	48.200	35.167
SD	0.1081	2.359	34.271	0.0426	50.038	0.906	2.864	3.665	8.672	3.836
Obs.	25578	28169	78	25578	27493	27596	84	80	84	84

ที่มา: คำนวณโดยผู้เขียน โดยใช้ข้อมูลจาก Refinitiv สำหรับข้อมูลรายบริษัท และฐานข้อมูล CEIC สำหรับข้อมูลเศรษฐกิจมหภาค และข้อมูลดัชนี ความไม่แน่นอนทางการเมืองรวบรวมจาก Luangaram and Sethapramote (2018) และปรับปรุงเพิ่มเติมโดยผู้เขียน

ตารางที่ 2 ค่าสหสัมพันธ์ (Pearson correlation)

	CAPEX/ TA	ROA	PUI	CF/TA	SG	TQ	GDPF	GDPG	CCI	BSI
CAPEX/ TA	1.0000	0.0228	0.0007	0.0766	0.0506	0.1201	0.0240	0.0199	0.0226	0.0219
ROA		1.0000	0.0106	0.6672	0.1562	0.3317	0.0166	0.0216	0.0350	0.0002
PUI			1.0000	-0.0051	-0.0064	0.0197	0.0042	-0.0225	-0.1042	-0.1853
CF/TA				1.0000	0.1979	0.2806	0.0312	0.0289	0.0398	-0.0022
SG					1.0000	0.0390	0.0346	0.0031	0.0318	-0.0041
TQ						1.0000	-0.0186	-0.0260	-0.0686	0.0879
GDPF							1.0000	0.8166	0.6210	0.4657
GDPG								1.0000	0.6106	0.5938
CCI									1.0000	0.3703
BSI										1.0000

ที่มา: คำนวณโดยผู้เขียน โดยใช้ข้อมูลจาก Refinitiv สำหรับข้อมูลรายบริษัท และฐานข้อมูล CEIC สำหรับข้อมูลเศรษฐกิจมหภาค และข้อมูลดัชนี ความไม่แน่นอนทางการเมืองรวบรวมจาก Luangaram and Sethapramote (2018) และปรับปรุงเพิ่มเติมโดยผู้เขียน

เมื่อพิจารณาค่าสหสัมพันธ์ในตารางที่ 2 พบว่า การลงทุนต่อสินทรัพย์รวมของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับทุกตัวแปรโดยมีค่าอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ นอกจากนี้ กิจกรรมที่มีสภาพคล่องหรือกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และมีโอกาสในการเติบโตสูงมักมีการลงทุนในระดับสูงเช่นกัน และเป็นที่น่าสนใจว่า ตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคมีความสัมพันธ์กันค่อนข้างสูง ดังนั้นสมการที่ 1 และ 2 จึงพิจารณาค่าพยากรณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDPF) เป็นตัวแทนของตัวแปรเศรษฐกิจมหภาค

ผลการวิเคราะห์เชิงประจักษ์โดยใช้แบบจำลองเศรษฐกิจมิติโดยใช้ข้อมูลแบบพาดเวลา เพื่อทดสอบผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการและผลการดำเนินงานของกิจการโดยอ้างอิงแบบจำลองดังสมการที่ 1 และ 2 สรุปได้ดังตารางที่ 3 และ 4 ตามลำดับ

ตารางที่ 3 ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ

ตัวแปร	แบบจำลองที่ 1: CAPEX			
	t + 1	t + 2	t + 3	t + 4
PUI	$-8.37 \times 10^{-4} **$ (-2.305)	$-6.79 \times 10^{-4} **$ (-2.119)	$-4.73 \times 10^{-4} *$ (-1.684)	$-5.53 \times 10^{-4} **$ (-1.970)
Cash flow/Assets	$5.54 \times 10^{-2} ***$ (8.619)	$4.91 \times 10^{-2} ***$ (8.147)	$3.95 \times 10^{-2} ***$ (6.952)	$3.12 \times 10^{-2} ***$ (5.542)
Sales growth	$1.12 \times 10^{-3} ***$ (3.734)	$6.64 \times 10^{-4} **$ (2.507)	3.42×10^{-4} (1.560)	1.31×10^{-5} (0.066)
Tobin's Q	$5.49 \times 10^{-3} **$ (16.035)	$4.99 \times 10^{-3} ***$ (15.229)	$4.58 \times 10^{-3} ***$ (14.484)	3.92×10^{-3} (12.654)
GDP growth forecast	$2.17 \times 10^{-4} ***$ (6.249)	$1.54 \times 10^{-4} ***$ (5.003)	$1.26 \times 10^{-4} ***$ (4.156)	1.18×10^{-4} (3.258)
N	24,591	24,592	24,168	23,742
R-squared	0.262	0.267	0.281	0.278
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Seasonality	Yes	Yes	Yes	Yes

หมายเหตุ: ตารางนี้แสดงผลจากการประมาณค่าสมการที่ (1) โดย $t + l$ แสดงข้อมูลไตรมาสปัจจุบันบวก l ไตรมาสล่วงหน้าเมื่อ $l = 1, 2, 3, 4$ สมการที่ (1) ประมาณค่าแบบ Firm fixed effect และมีการควบคุมผลของฤดูกาล โดยค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าแสดงในบรรทัดแรก ในขณะที่ค่าในวงเล็บแสดงค่า t-statistics และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้ทดสอบการประมาณค่าแบบจำลองพาดเวลาทางเลือกได้แก่แบบจำลอง Random effect ซึ่งผลการประมาณค่าได้ทำการทดสอบ Hausman test ซึ่งผลการทดสอบในทุกแบบจำลองที่รายงานผลมีค่า p-value ในกาทดสอบที่น้อยกว่า 0.05 ซึ่งแสดงถึงความไม่เหมาะสมของแบบจำลอง Random effect ในการการศึกษา

จากตารางที่ 3 หากเริ่มจากการพิจารณาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองในระยะสั้นที่ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการในไตรมาสต่อมา ($t+1$) จะพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง (PUI) มีค่าติดลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 ซึ่งสนับสนุนสมมติฐานที่ว่า กิจการจะชะลอหรือลดการลงทุนลงในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองในระดับสูง นอกจากนี้ยังพบว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน อัตราการเติบโตของยอดขายและ Tobin's Q ต่างก็มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า ข้อจำกัดทางการเงินและโอกาสในการลงทุนเป็นตัวแปรที่มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ ในเชิงปัจจัยพื้นฐานทางเศรษฐกิจมหภาค ตัวแปรค่าพยากรณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจก็มีผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับร้อยละ 1 เช่นเดียวกัน จากผลการประมาณค่าข้างต้นซึ่งมีการควบคุมผลทั้งจากปัจจัยจุลภาคและมหภาคแสดงให้เห็นถึงบทบาทของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีผลเชิงลบต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการในระยะสั้นอย่างชัดเจน

นอกจากนี้เมื่อพิจารณาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองจะพบว่า ในระยะที่ยาวขึ้นคือตั้งแต่ 2 ไตรมาสถึง 4 ไตรมาส (1 ปี) ล่วงหน้า ความไม่แน่นอนทางการเมืองยังคงส่งผลกระทบเชิงลบต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการอย่างมี

นัยสำคัญ (ร้อยละ 5 หรือ ร้อยละ 10) โดยขนาดของผลกระทบซึ่งวัดจากค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประมาณค่าผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อการตัดสินใจในช่วง 1 ปีข้างหน้า จะมีขนาดลดลงจากผลระยะสั้นที่เกิดขึ้นในช่วง 1 ไตรมาสล่วงหน้า ในขณะที่ปัจจัยเฉพาะกิจการยกเว้นอัตราการเติบโตของยอดขาย และค่าพยากรณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจที่มีผลเชิงบวกต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการในทุกช่วงเวลาล่วงหน้า โดยพบว่าขนาดของความสัมพันธ์จะลดลงตามช่วงเวลา

เมื่อวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการซึ่งวัดโดยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) จากตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่ออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ในระยะสั้น 1 และ 2 ไตรมาสต่อมา (t+1 และ t+2) พบว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลกระทบต่อผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับร้อยละ 10 โดยที่ปัจจัยเฉพาะกิจการได้แก่ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน อัตราการเติบโตของยอดขายและ Tobin's Q มีนัยสำคัญเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ 1-2 ไตรมาสในอนาคต ในขณะที่ค่าพยากรณ์การเติบโตทางเศรษฐกิจไม่ส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ ต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

เป็นที่น่าสนใจว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองกลับไม่มีผลกระทบ (3 ไตรมาสในอนาคต) หรือมีผลกระทบเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการในระยะยาว (4 ไตรมาสในอนาคต) ซึ่งแตกต่างจากผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนที่มีผลกระทบเชิงลบในระยะเวลายาวนานกว่า ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากการตัดสินใจลงทุนโดยเฉพาะการลงทุนขนาดใหญ่ที่ไม่สามารถยกเลิกหรือเปลี่ยนแปลงได้เนื่องจากมีต้นทุนที่สูง ดังนั้นกิจการอาจใช้เวลารอเพื่อให้แน่ใจก่อนที่จะปรับเปลี่ยนการลงทุนกลับมาในระดับเดิม ทำให้ผลกระทบเชิงลบที่มีต่อการลงทุนของกิจการเกิดขึ้นต่อเนื่องในช่วงระยะเวลาอย่างน้อย 1 ปี ในขณะที่การดำเนินงานของกิจการอาจมีความยืดหยุ่นและสามารถปรับเปลี่ยนไปตามสถานการณ์ได้รวดเร็วเพื่อเพิ่มการดำเนินงานในระยะสั้นได้มากกว่า โดยในช่วงที่มีความไม่แน่นอนทางการเมืองสูง กิจการอาจปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การดำเนินงานในระยะสั้นให้สอดคล้องกับบริบทในช่วงเวลานั้น ทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดจาก ROA อาจได้รับผลกระทบเพียงแต่ 2 ไตรมาส และสามารถฟื้นตัวจนมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในไตรมาสที่ 4 โดยผลการศึกษาแสดงให้เห็นถึงผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการเพียงระยะสั้น (1-2 ไตรมาส)

ตารางที่ 4 ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

Dependent variable	แบบจำลองที่ 2: ROA			
	t + 1	t + 2	t + 3	t + 4
PUI	$-3.63 \times 10^{-2} *$ (-1.793)	$-5.20 \times 10^{-2} **$ (-2.588)	2.76×10^{-2} (1.397)	$7.06 \times 10^{-2} ***$ (3.641)
Cash flow/Assets	18.84 *** (45.649)	11.91 *** (29.196)	10.98 (26.839)	14.27 *** (34.822)
Sales growth	$3.53 \times 10^{-2} **$ (1.969)	2.16×10^{-2} (1.213)	2.01×10^{-3} (0.114220)	$-6.74 \times 10^{-2} ***$ (-3.910)
Tobin's Q	$4.79 \times 10^{-1} ***$ (32.484)	$4.49 \times 10^{-1} ***$ (29.874)	$3.59 \times 10^{-1} ***$ (24.046)	2.41×10^{-1} (-3.910)

ตารางที่ 4 ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ (ต่อ)

Dependent variable	แบบจำลองที่ 2: ROA			
	t + 1	t + 2	t + 3	t + 4
GDP growth forecast	-2.56 × 10 ⁻⁴ (-0.132)	-8.21 × 10 ⁻⁴ (-0.426)	-6.22 × 10 ⁻³ *** (-2.873)	-7.25 × 10 ⁻⁴ (-3.910)
N	24,655	24,652	24,233	23,814
R-squared	0.560	0.534	0.530	0.544
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Seasonality	Yes	Yes	Yes	Yes

หมายเหตุ: ตารางนี้แสดงผลจากการประมาณค่าสมการที่ (2) โดย t + l แสดงข้อมูลไตรมาสปัจจุบันบวก l ไตรมาสล่วงหน้าเมื่อ l = 1,2,3,4 สมการที่ (2) ประมาณค่าแบบ Firm fixed effect และมีการควบคุมผลของฤดูกาล โดยค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าแสดงในบรรทัดแรก ในขณะที่ค่าในวงเล็บแสดงค่า t-statistics และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้ทดสอบการประมาณค่าแบบจำลองพาเนลทางเลือกได้แก่แบบจำลอง Random effect ซึ่งผลการประมาณค่าได้ทำการทดสอบ Hausman test ซึ่งผลการทดสอบในทุกแบบจำลองที่รายงานผลมีค่า p-value ในกาทดสอบที่น้อยกว่า 0.05 ซึ่งแสดงถึงความไม่เหมาะสมของแบบจำลอง Random effect ในการการศึกษานี้

การทดสอบความชัดเจนของผลการศึกษา (Robustness check)

เพื่อวิเคราะห์ความอ่อนไหวของตัวแปรดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงตัวแปรที่เป็นตัวแทนปัจจัยเชิงเศรษฐกิจมหภาค เนื่องจากตารางที่ 2 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคมีค่าสหสัมพันธ์ระหว่างกันในระดับที่สูง ดังนั้น ตารางที่ 5 และ 6 จะแสดงผลการประมาณค่าแบบจำลองสมการที่ 1 และ 2 ในช่วงเวลา 1 ไตรมาสล่วงหน้า (t+1) ตามลำดับ โดยใช้อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDP growth: GDPG) ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) และดัชนีความเชื่อมั่นภาคธุรกิจ (BSI) แทนค่าพยากรณ์อัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจ (GDPF)

จากตารางที่ 5 พบว่า ผลของความไม่แน่นอนทางการเมืองยังคงมีผลเชิงลบต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 5 หรือ ร้อยละ 10 และทุกตัวแปรควบคุมทางเศรษฐกิจมหภาคยกเว้นดัชนีความเชื่อมั่นภาคธุรกิจที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่ตัวแปรควบคุมปัจจัยเฉพาะของกิจการทุกตัวแปรยังคงมีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ

ตารางที่ 5 การทดสอบความชัดเจนของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ

	แบบจำลองที่ 1: CAPEX			
	with GDPF	with GDPG	with CCI	with BSI
PUI	-8.37 × 10 ⁻⁴ ** (-2.305)	-6.17 × 10 ⁻⁴ * (-1.744)	-7.00 × 10 ⁻⁴ * (-1.914)	-5.33 × 10 ⁻⁴ * (-1.650)
Cash flow/Assets	5.54 × 10 ⁻² *** (8.619)	5.45 × 10 ⁻² *** (8.555)	5.38 × 10 ⁻² *** (8.412)	5.43 × 10 ⁻² *** (8.650)
Sales growth	1.12 × 10 ⁻³ *** (3.734)	1.33 × 10 ⁻³ *** (4.589)	1.15 × 10 ⁻³ *** (3.840)	1.10 × 10 ⁻³ *** (3.953)
Tobin's Q	5.49 × 10 ⁻³ ** (16.035)	5.46 × 10 ⁻³ *** (15.960)	5.57 × 10 ⁻³ *** (16.350)	5.44 × 10 ⁻³ *** (15.979)

ตารางที่ 5 การทดสอบความชัดเจนของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการ (ต่อ)

	แบบจำลองที่ 1: CAPEX			
	with GDPF	with GDPG	with CCI	with BSI
GDP growth forecast	$2.17 \times 10^{-4} ***$ (6.249)			
GDP growth		$9.39 \times 10^{-4} ***$ (3.681)		
Consumer confidence index			$7.83 \times 10^{-4} ***$ (8.121)	
Business sentiment index				9.53×10^{-4} (0.936)
N	24,591	23,742	24,591	24,168
R-squared	0.262	0.278	0.263	0.281
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Seasonality	Yes	Yes	Yes	Yes

หมายเหตุ: ตารางนี้แสดงผลจากการประมาณค่าสมการที่ (1) โดย $t + l$ แสดงข้อมูลไตรมาสปัจจุบันบวก l ไตรมาสล่วงหน้าเมื่อ $l = 1, 2, 3, 4$ สมการที่ (1) ประมาณค่าแบบ Firm fixed effect และมีการควบคุมผลของฤดูกาล โดยค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าแสดงในบรรทัดแรก ในขณะที่ค่าในวงเล็บแสดงค่า t-statistics และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้ทดสอบการประมาณค่าแบบจำลองพหุคูณทางเลือกได้แก่แบบจำลอง Random effect ซึ่งผลการประมาณค่าได้ทำการทดสอบ Hausman test ซึ่งผลการทดสอบในทุกแบบจำลองที่รายงานผลมีค่า p-value ในกาทดสอบที่น้อยกว่า 0.05 ซึ่งแสดงถึงความไม่เหมาะสมของแบบจำลอง Random effect ในการการศึกษา

ตารางที่ 6 การทดสอบความชัดเจนของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ

	แบบจำลองที่ 2: ROA			
	with GDPF	with GDPG	with CCI	with BSI
PUI	$-3.63 \times 10^{-2} *$ (-1.793)	-3.06×10^{-2} (-1.514)	$-3.66 \times 10^{-2} *$ (-1.778)	$-5.05 \times 10^{-2} **$ (-2.412)
Cash flow/Assets	18.84 *** (45.649)	18.63 *** (45.094)	18.72 *** (45.275)	18.85 *** (45.737)
Sales growth	$3.53 \times 10^{-2} **$ (1.969)	$4.43 \times 10^{-2} **$ (2.470)	$3.49 \times 10^{-2} *$ (1.921393)	$3.63 \times 10^{-2} **$ (2.015)
Tobin's Q	$4.79 \times 10^{-1} ***$ (32.484)	$4.76 \times 10^{-1} ***$ (32.0091)	$4.84 \times 10^{-1} ***$ (32.882)	$4.85 \times 10^{-1} ***$ (32.696)
GDP growth forecast	-2.56×10^{-4} (-0.132)			
GDP growth		1.29×10^{-1} (0.887)		
Consumer confidence index			$2.90 \times 10^{-1} ***$ (5.534)	
Business sentiment index				-2.56×10^{-1} (-3.924)

ตารางที่ 6 การทดสอบความชัดเจนของปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคที่มีต่อผลการดำเนินงานของกิจการ (ต่อ)

	แบบจำลองที่ 2: ROA			
	with GDPF	with GDPG	with CCI	with BSI
N	24,655	24,331	24,655	24,655
R-squared	0.560	0.564	0.560	0.557
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Seasonality	Yes	Yes	Yes	Yes

หมายเหตุ: ตารางนี้แสดงผลจากการประมาณค่าสมการที่ (1) โดย $t + l$ แสดงข้อมูลไตรมาสปัจจุบันบวก l ไตรมาสล่วงหน้าเมื่อ $l = 1, 2, 3, 4$ สมการที่ (2) ประมาณค่าแบบ Firm fixed effect และมีการควบคุมผลของฤดูกาล โดยค่าสัมประสิทธิ์จากการประมาณค่าแสดงในบรรทัดแรก ในขณะที่ค่าในวงเล็บแสดงค่า t-statistics และ *, **, *** แสดงระดับนัยสำคัญที่ร้อยละ 10, 5, และ 1 ตามลำดับ นอกจากนี้ ผู้วิจัยได้ทดสอบการประมาณค่าแบบจำลองทางเลือกได้แก่แบบจำลอง Random effect ซึ่งผลการประมาณค่าได้ทำการทดสอบ Hausman test ซึ่งผลการทดสอบในทุกแบบจำลองที่รายงานผลมีค่า p-value ในการทดสอบที่น้อยกว่า 0.05 ซึ่งแสดงถึงความไม่เหมาะสมของแบบจำลอง Random effect ในการการศึกษา

เช่นเดียวกับผลจากตารางที่ 6 ที่แสดงให้เห็นว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองยังคงมีผลเชิงลบในระยะสั้นต่อการผลการดำเนินงานของกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แม้ว่าตัวแปรควบคุมทางเศรษฐกิจมหภาคจะเหลือเพียงดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคเท่านั้นที่มีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของกิจการก็ตาม ซึ่งผลจากการประมาณค่าในตารางที่ 5 และ 6 สะท้อนให้เห็นว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองมีผลกระทบต่อการลดการลงทุนลงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึงการลดลงของผลการดำเนินงานของกิจการในระยะสั้นได้อย่างชัดเจน และผลดังกล่าวจะไม่อ่อนไหวต่อตัวแปรเศรษฐกิจมหภาคที่เลือกใช้เป็นตัวแปรควบคุม

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

ในบรรดาความเสี่ยงทางเศรษฐกิจด้านต่าง ๆ ที่มีผลต่อการลงทุนของภาคธุรกิจ ความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นหนึ่งในความเสี่ยงที่สำคัญเนื่องจากอาจนำมาซึ่งการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบหรือนโยบายที่สำคัญ อาทิ การแก้ไขกฎหมาย การปรับเปลี่ยนอัตราภาษี ซึ่งมีแนวโน้มส่งผลกระทบต่อตลาดสินค้าที่สำคัญของภาคธุรกิจ เช่น การตัดสินใจลงทุนของกิจการ เป็นต้น ดังนั้น การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อการตัดสินใจลงทุนและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2564 ผ่านตัวแปรดัชนีความไม่แน่นอนทางการเมือง (Luangaram & Sethapramote, 2018)

แม้ว่าจะควบคุมปัจจัยเฉพาะของกิจการได้แก่ โอกาสในการเติบโตและข้อจำกัดทางการเงิน และปัจจัยเชิงเศรษฐกิจมหภาค ผลการศึกษาพบว่า ระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองมีผลเชิงลบต่อการตัดสินใจลงทุนของกิจการและยังมีผลเชิงลบต่อผลการดำเนินงานของกิจการด้วยโดยเฉพาะผลในระยะสั้น (1-2 ไตรมาสต่อมา) และยังคงส่งผลเชิงลบอย่างมีนัยยะอย่างต่อเนื่องต่อการตัดสินใจลงทุนในระยะยาว (ในอีก 3-4 ไตรมาสข้างหน้า) ในขณะที่ระดับความไม่แน่นอนทางการเมืองกลับไม่มีผลหรือมีผลในเชิงบวกต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากการตัดสินใจลงทุนของกิจการเป็นการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ที่เกี่ยวข้องกับเงินจำนวนมาก ซึ่งหากตัดสินใจไปแล้วและไม่สามารถยกเลิกได้อาจทำให้เกิดต้นทุนจมและค่าเสียโอกาสตามมา ดังนั้น กิจการจึงมีแนวโน้มที่จะชะลอการตัดสินใจลงทุนออกไปก่อนและใช้เวลาจนกระทั่งแน่ใจว่าสถานการณ์ความไม่แน่นอนได้คลี่คลายไป ในขณะที่ผลการดำเนินงานของกิจการอาจปรับตัวได้เร็วกว่าเนื่องจากกิจการสามารถปรับเปลี่ยนการดำเนินงานบางอย่างในระยะสั้นเพื่อให้อยู่รอดได้

ผลการศึกษาชี้ให้เห็นถึงความสำคัญของความไม่แน่นอนทางการเมืองไทยว่าเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญในเชิงมหภาคที่มีผลต่อการตัดสินใจของบริษัทขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการลดหรือชะลอการลงทุน ซึ่งนโยบายเชิงนโยบายที่ได้จากการศึกษานี้แสดงถึงต้นทุนของความขัดแย้งทางการเมืองไทยที่เกิดขึ้นจากอดีตถึงปัจจุบัน ในมิติของภาคธุรกิจเอกชนขนาดใหญ่ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แม้ว่าบริษัทอาจจะสามารถปรับการดำเนินงานให้สอดคล้องกับสถานการณ์ได้รวดเร็วและสะท้อนผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อผลการดำเนินงานได้ในระยะสั้น ซึ่งหากพิจารณาจากมุมมองของผู้ถือหุ้นของกิจการ ความขัดแย้งทางการเมืองอาจส่งผลกระทบต่อกิจการในระยะยาว แต่ผลที่มีต่อการลงทุนภาคเอกชนกลับมีผลต่อเนื่องในระยะยาว ซึ่งแสดงให้เห็นว่าความไม่แน่นอนทางการเมืองเป็นปัจจัยเสี่ยงเชิงมหภาคที่ชัดเจนที่เป็นอุปสรรคที่ทำให้การลงทุนของภาคธุรกิจอยู่ในระดับต่ำกว่าที่ควรจะเป็นในช่วงที่ผ่านมา และเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญที่มีความเสี่ยงต่อเป้าหมายการเติบโตอย่างยั่งยืนของกิจการและเศรษฐกิจไทยในอนาคต ดังนั้นผู้เกี่ยวข้องทั้งภาคการเมือง ภาคธุรกิจ และภาคประชาชน ควรร่วมมือกันในการลดความขัดแย้งและความเสี่ยงทางการเมืองเพื่อช่วยส่งเสริมการลงทุนสู่การพัฒนาที่ยั่งยืน

แหล่งทุน

งานวิจัยชิ้นนี้เป็นส่วนหนึ่งของโครงการศึกษาผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการเมืองต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยได้รับทุนสนับสนุนจากสำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัยและมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ จากสถาบันวิจัยและพัฒนาแห่งมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ รหัสโครงการ RSA6280094

เอกสารอ้างอิง

- พัศวีร์ เจียมสุขน. (2562). ความไม่แน่นอนทางการเมืองและโครงสร้างการเงินของกิจการ [การค้นคว้าอิสระ]. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:176434
- ยุทธนา เศรษฐปราโมทย์. (2564). ผลของปัจจัยเสี่ยงเชิงนโยบายเศรษฐกิจและการเมืองต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจและผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย. *วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์*, 15(23), 99-120.
- An, H., Chen, Y., Luo, D., & Zhang, T. (2016). Political uncertainty and corporate investment: evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 36, 174-189.
- Apaitan, T., Luangaram, P., & Manopimoke, P. (2022). Uncertainty in an emerging market economy: evidence from Thailand. *Empirical Economics*, 62, 933-989.
- Attig, N., Ghouli, S. E., Guedhami, O., & Zheng, X. (2021). Dividends and economic policy uncertainty: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 66. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101785>
- Azzimonti, M. (2018). Partisan conflict and private investment. *Journal of Monetary Economics*, 93, 114-131.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.

- Bernanke, B. S. (1983). Irreversibility, uncertainty, and cyclical investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 98(1), 85-106.
- Cai, Y., & Menegaki, A. (2021). FDI, growth and trade partisan conflict in the US: TVP-BVAR approach. *Empirical Economics*, 60, 1335-1362.
- Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194-1225. <https://doi.org/10.1257/aer.20191823>
- Caldara, D., Iacoviello, M., Molloy, P., Prestipino, A., & Raffo, A. (2020). The economic effects of trade policy uncertainty. *Journal of Monetary Economics*, 109, 38-59.
- Carroll, C. D., & Kimball, M. S. (1996). On the concavity of the consumption function. *Econometrica*, 64(4), 981-992.
- Cheng, C. H. J., Chiu, C.-W., Hankins, W. B., & Stone, A.-L. (2018). Partisan conflict, policy uncertainty and aggregate corporate cash holdings. *Journal of Macroeconomics*, 58, 78-90.
- Colak, G., Durnev, A., & Qian, Y. (2017). Political uncertainty and IPO activity: evidence from U.S. Gubernatorial elections. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(6), 2523-2564.
- Demir, E., & Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. *Emerging Markets Review*, 33, 189-200.
- Feng, X., Luo, W., & Wang, Y. (2023). Economic policy uncertainty and firm performance: evidence from China. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 28(4), 1476-1493. <https://doi.org/10.1080/13547860.2021.1962643>
- Gugler, K. P., Mueller, D. C., & Yurtoglu, B. B. (2004). Corporate governance and the returns on investment. *The Journal of Law and Economics*, 47(2), 589-633.
- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564.
- Henisz, W. J. (2002). *Politics and international investment: Measuring risks and protecting profits*. Edward Elgar.
- Iqbal, U., Gan, C., & Nadeem, M. (2020). Economic policy uncertainty and firm performance. *Applied Economic Letters*, 27(10), 765-770.
- Julio, B., & Yook, Y. (2012). Policy uncertainty and corporate investment cycles. *The Journal of Finance*, 67(1), 45-83.
- Khanthavit, A. (2019). The Thai bond market's behavior in the time surrounding military coups. *Thammasat Review*, 22(1), 1-23.

- Khanthavit, A. (2020). An event study analysis of Thailand's 2019 general election: A long window of multiple sub-events. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 502-514.
- Kimbell, M. S. (1990). Precautionary saving and the marginal propensity to consume. *NBER Working Papers* 3403, National Bureau of Economic Research, Inc. <https://www.nber.org/papers/w3403>
- Liu, G., & Zhang, C. (2020). Economic policy uncertainty and firms' investment and financing decision in China. *China Economic Review*, 63. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2019.02.007>
- Luangaram, P., & Sethapramote, Y. (2018, May). *Economic impacts of political uncertainty in Thailand*. (PIER Discussion Papers, No.86). <https://www.pier.or.th/en/dp/086/>
- Luangaram, P., & Sethapramote, Y. (2020). Capital flows and political conflicts: evidence from Thailand. *The Economics of Peace and Security Journal*, 15(2), 83-100.
- Lumjiak, S., Quang. N. T. T., Gan, C., & Treepongkaruna, S. (2018). Good coups, bad coups: evidence from Thailand's financial markets. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(2), 68-86.
- Lumjiak, S., Treepongkaruna, S., Wee, M., & Brooks, R. D. (2014). Thai financial markets and political change. *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 2(1), 5-26.
- Nimkhunthod, W. (2007). *An impact of political events on the Stock Exchange of Thailand* [Master's thesis]. Thammasat University. http://www.oldweb.econ.tu.ac.th/oldweb/doc/seminar/117/seminar_jul9_weerasak.pdf
- Novy, D., & Taylor, A. M. (2020). Trade and uncertainty. *The Review of Economics and Statistics*, 102(4), 749-765.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *Journal of Finance*, 67(4), 1219-1264.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520-545.
- Prukumpai, S., Sethapramote, Y., & Luangaram, P. (2022). Political uncertainty and the Thai stock market. *Southeast Asian Journal of Economic*, 10(3), 227-257.
- Rodrick, D. (1991). Policy uncertainty and private investment in developing countries. *Journal of Development Economics*, 36(2), 229-242.
- Trakarnsirinont, W., Jitaree, W., & Buachoom, W. W. (2023). Political uncertainty and financial firm performance: evidence from the Thai economy as an emerging market in Asia. *Economies*, 11(1), 18. <https://doi.org/10.3390/economies11010018>