



การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ การกำกับดูแลกิจการ และมูลค่ากิจการ:
การศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
กลุ่ม SET 100

โดย

นางสาวจินต์ หวังตระกูลดี

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ การกำกับดูแลกิจการ และมูลค่ากิจการ:
การศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
กลุ่ม SET 100

โดย

นางสาวจินต์ หวังตระกูลดี




การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



CORPORATE DIVERSIFICATION, CORPORATE GOVERNANCE,
AND FIRM VALUE: THE CASE STUDY OF LISTED COMPANIES
IN THAILAND, SET 100 GROUP

BY

MISS GENE WANGTRAKULDEE



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE
FINANCIAL MANAGEMENT
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2015
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวจินต์ หวังตระกูลดี

เรื่อง

การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ การกำกับดูแลกิจการ และมูลค่ากิจการ:
การศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
กลุ่ม SET 100


ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

เมื่อ วันที่ 30 พ.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร.นภดล ร่มโพธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

คณบดี


(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ การกำกับดูแลกิจการ และมูลค่ากิจการ: การศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100
ชื่อผู้เขียน	นางสาวจินต์ หวังตระกูลดี
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ และปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อมูลค่ากิจการ รวมถึงศึกษาบทบาทของการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการ โดยผู้วิจัยได้ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 จำนวน 258 ตัวอย่าง ระยะเวลาในการศึกษาอยู่ในช่วงปี พ.ศ. 2555 – 2557

ผลการวิจัยนี้พบว่า ระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง ซึ่งสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีต้นทุนความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของ กล่าวคือผู้บริหารมักมีแรงจูงใจที่จะกระจายการลงทุนเพื่อเพิ่มอำนาจและผลประโยชน์ส่วนตน โดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ พบว่าความเป็นอิสระของกรรมการ และการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารส่งผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ อธิบายได้ว่าเนื่องจากกรรมการอิสระมักมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับบริษัทที่ตนดูแลอยู่น้อยกว่ากรรมการไม่อิสระ รวมถึงปัญหาขาดแคลนกรรมการอิสระที่มีคุณภาพ ทำให้บริษัทจำเป็นต้องจ้างกรรมการอิสระที่มีความสามารถด้อยลงมา ส่วนการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารนั้นจะก่อให้เกิดปัญหาการสร้างบารมีแก่ผู้บริหาร อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ไม่พบว่าความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท และขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ

สำหรับบทบาทของปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับมูลค่าของกิจการ พบว่าความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท และขนาดของคณะกรรมการบริษัทส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ กิจการที่มีการกระจายการลงทุนจะมีมูลค่ากิจการเพิ่มมากขึ้น หากกิจการนั้นมีความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัทสูง หรือมีคณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากปัญหาต้นทุนความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของที่ลดลง และความสามารถในการรับมือกับความไม่แน่นอนและอุปสรรคต่างๆ อันเกิดจากการกระจายการลงทุนที่ดียิ่งขึ้น ผลการวิจัยนี้จึงต่อยอดถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี และชี้ให้เห็นว่ากิจการที่กระจายการลงทุนทางธุรกิจสามารถลดผลกระทบที่เกิดขึ้น และเพิ่มมูลค่าของกิจการได้หากมีการกำกับดูแลกิจการที่เหมาะสม

คำสำคัญ: การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ, การกำกับดูแลกิจการ, มูลค่ากิจการ

Independent Study Title	CORPORATE DIVERSIFICATION, CORPORATE GOVERNANCE, AND FIRM VALUE: THE CASE STUDY OF LISTED COMPANIES IN THAILAND, SET 100 GROUP
Author	Miss Gene Wangtrakuldee
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Monvika Phadoongsitthi, Ph.D.
Academic Years	2015

ABSTRACT

This research aims to investigate the effects of corporate diversification and corporate governance on firm value. It also investigates the moderating effects of corporate governance on the relationship between corporate diversification and firm value, using 258 observations of listed companies in Thailand SET 100 group from 2012 to 2014.

The findings reveal that corporate diversification leads to diversification discount. According to the agency theory, managers have incentives to diversify their firms in order to increase their power and self-interests at the expense of shareholders. Furthermore, this study indicates that board independence and CEO duality have significant negative impact on firm value. The explanations are that independent directors tend to be less informed and have lower understanding in firms which they are monitoring compared to non-independent directors. Moreover, limited pools of qualified independent directors may force firms to hire directors with less competence. As for CEO duality, duality can cause entrenchment problem, leading to value discount. However, the results show that there are no significant

associations between 1) officers and directors ownership and firm value, and 2) board size and firm value.

With regard to the moderating effects of corporate governance, the study indicates that officers and directors ownership and board size significantly moderate the relationship between corporate diversification and firm value. Officers and directors ownership and board size can mitigate the diversification discount: high level of officers and directors ownership and large board of directors improve diversified firm value. This is because of lower level of agency conflict and higher ability to handle with uncertainties or challenges resulting from diversification. In sum, this research emphasizes the importance of good corporate governance and suggests that diversified firms can improve their values given proper governance mechanism.

Keywords: Corporate diversification, Corporate governance, Firm value

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความอนุเคราะห์ของอาจารย์ที่ปรึกษา
รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์ ผู้ให้คำปรึกษาสำหรับการทำการค้นคว้าอิสระ ตลอดจนให้
คำแนะนำและการตรวจทานเพื่อให้การค้นคว้าอิสระมีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยจึงใคร่
ขอขอบพระคุณอาจารย์ที่ปรึกษาเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้

ผู้วิจัยใคร่ขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.นภดล ร่มโพธิ์ ที่กรุณาให้เกียรติมาเป็น
ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ พร้อมทั้งให้คำแนะนำสำหรับปรับปรุงการค้นคว้าอิสระให้
มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น นอกจากนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณครอบครัว คณาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และ
การบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ รวมถึงเพื่อนๆ ที่คอยส่งเสริมและสนับสนุนผู้วิจัยในทุกๆ ด้าน
เป็นอย่างดีตลอดระยะเวลาการทำการค้นคว้าอิสระนี้

นางสาวจินต์ หวังตระกูลดี

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(3)
กิตติกรรมประกาศ	(5)
สารบัญตาราง	(9)
สารบัญภาพ	(10)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	3
1.3 ขอบเขตงานวิจัย	3
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 ผลประโยชน์ และต้นทุนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ	5
2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการ	6
2.2.1 การกระจายธุรกิจส่งผลให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มขึ้น (Diversification Premium)	7
2.2.2 การกระจายธุรกิจส่งผลให้กิจการมีมูลค่าลดลง (Diversification Discount)	8
2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ การกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของกิจการ	10
2.3.1 ความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท (Officers and Directors Ownership)	11

2.3.2	ความเป็นอิสระของกรรมการ (Board Independence)	12
2.3.3	ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size)	13
2.3.4	การดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหาร (CEO Duality)	14
2.4	ตัวแปรควบคุม	15
2.5	กรอบแนวคิดงานวิจัย	16
บทที่ 3 วิธีการวิจัย		17
3.1	ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	17
3.1.1	ประชากร	17
3.1.2	กลุ่มตัวอย่าง	17
3.2	วิธีการเก็บข้อมูล	17
3.3	ระเบียบวิจัย	18
3.3.1	ระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ (Level of Diversification)	18
3.3.2	มูลค่าของกิจการ (Tobin's q)	19
3.3.3	ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย	19
3.3.3.1	การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ และมูลค่ากิจการ	19
3.3.3.2	การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ การกำกับดูแลกิจการ และมูลค่ากิจการ	20
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล		22
4.1	การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	22
4.2	การวิเคราะห์สหสัมพันธ์	24
4.3	การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน	26
4.3.1	การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ และมูลค่ากิจการ	26
4.3.2	การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ การกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของกิจการ	27

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	36
5.1 สรุปผลการวิจัย	36
5.2 ข้อเสนอแนะจากผลงานวิจัย	37
5.3 ข้อจำกัดของงานวิจัย	38
5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยต่อเนื่อง	38
รายการอ้างอิง	40
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก	48
ประวัติผู้เขียน	49



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
4.1 ผลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร	23
4.2 ผลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรหุ่น	23
4.3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร	25
4.4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณสมการที่ (3.1)	26
4.5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณสมการที่ (3.2)	28
4.6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณสมการที่ (3.3)	31
4.7 การเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์กับสมมติฐานของงานวิจัย	35

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
3.1 ระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ	18



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การกระจายการลงทุนทางธุรกิจเป็นหนึ่งในกลยุทธ์การเติบโตของกิจการที่ได้รับความนิยมอย่างมากในปัจจุบัน อันเนื่องมาจากสภาวะการแข่งขันที่รุนแรงมากยิ่งขึ้น ส่งผลให้กิจการหลายแห่งเริ่มเปลี่ยนแนวคิดในการเติบโตและพัฒนาองค์กร จากเดิมที่เน้นการส่งเสริมความสามารถเฉพาะ และจุดแข็งขององค์กรให้มีความโดดเด่นและมีประสิทธิภาพมากขึ้น หรือการเติบโตจากภายใน (Internal Growth) มาสู่การแสวงหาการเติบโตจากภายนอก (External Growth) ผ่านการใช้กลยุทธ์การกระจายการลงทุนทางธุรกิจมากขึ้น โดยกลยุทธ์การกระจายการลงทุนอาจแบ่งได้เป็นสองประเภท ประเภทแรก คือ การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กัน (Related Diversification) ที่มีจุดประสงค์หลักเพื่อให้กิจการสามารถใช้ทรัพยากรอย่างคุ้มค่าและมีประสิทธิภาพ รวมถึงเพื่อสร้างความสอดคล้องทางด้านกลยุทธ์ ส่วนอีกประเภทหนึ่งคือ การกระจายการลงทุนไปธุรกิจอื่นที่ไม่มีความสัมพันธ์กับธุรกิจเดิม (Unrelated Diversification) ที่อยู่บนพื้นฐานของแนวคิดเรื่องการกระจายความเสี่ยงเป็นสำคัญ

ผลการวิจัยและหลักฐานเชิงประจักษ์ในอดีตพบว่า การกระจายการลงทุนทางธุรกิจมีทั้งผลดีและผลเสียต่อกิจการ เช่น การกระจายการลงทุนทางธุรกิจส่งผลต่อกิจการเนื่องจากกิจการจะมีต้นทุนการล้มละลายลดลง (Bankruptcy Cost) (Yakov & Lev, 1981) ค่าใช้จ่ายภาษีลดลง อันเนื่องมาจากความสามารถในการชำระหนี้ที่เพิ่มขึ้น (Lewellen, 1971) และกิจการจะสามารถจัดสรรทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น (Myers, 1977) ในทางตรงกันข้าม การกระจายการลงทุนทางธุรกิจอาจส่งผลเสียต่อกิจการหากกิจการมีการอุดหนุนไขว้ให้หน่วยธุรกิจที่ขาดทุน (Cross-subsidization) (Rajan et al., 2000) ทำให้ต้นทุนความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของเพิ่มขึ้น (Agency Cost) และส่งผลให้ผู้บริหารกระจายการลงทุนโดยไม่คำนึงถึงการสร้างมูลค่าเพิ่มสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Scharfstein & Stein, 2000)

แม้การศึกษาที่ผ่านมาเกี่ยวกับผลกระทบของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการนั้นยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาส่วนใหญ่ชี้ให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้ว การกระจายการลงทุนจะทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการแย่ลง และทำให้มูลค่าของกิจการลดลง จากการศึกษาของ Berger และ Ofek (1995) พบว่า บริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจจะมีมูลค่ากิจการลดลงร้อยละ 13 ถึง 15 และมีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าเมื่อ

เปรียบเทียบกับบริษัทที่ทำธุรกิจเพียงอย่างเดียว ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา ที่พบว่ากิจการที่กระจายการลงทุนจะมีมูลค่าลดลงโดยเฉลี่ยร้อยละ 7 (Lins & Servaes, 2002)

เหตุผลที่ใช้อธิบายการลดลงของมูลค่ากิจการอันเกิดจากการกระจายการลงทุนนั้นมีหลายประการด้วยกัน ผู้บริหารของกิจการที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจมีแนวโน้มที่จะลงทุนมากเกินไปจนความจำเป็น (Overinvestment) และลงทุนในอุตสาหกรรมที่มีโอกาสในการลงทุนจำกัด (Rajan et al., 2000) รวมถึงอาจมีการอุดหนุนโครงการหรือหน่วยธุรกิจที่ขาดทุน (Berger & Ofek, 1995) นอกจากนี้ แม้กิจการจะมีทรัพยากรภายในเพิ่มขึ้น (Internal Capital Market) แต่ก็อาจไม่สามารถบริหารจัดการทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพ จึงส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง (Meyer et al., 1992)

ทฤษฎีหนึ่งที่งานวิชาการนิยมนำมาใช้อธิบายการลดลงของมูลค่ากิจการที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ คือ ทฤษฎีต้นทุนความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของ (Scharfstein & Stein, 2000) ผลการศึกษาในอดีตพบว่า ผู้บริหารมักมีแรงจูงใจที่จะกระจายการลงทุนเพื่อเพิ่มอำนาจและผลประโยชน์ส่วนตน (Stulz, 1990) และอาจเลือกกระจายการลงทุนในอุตสาหกรรม หรือโครงการที่ตนเองมีประสบการณ์หรือความเชี่ยวชาญ โดยไม่ได้คำนึงว่าจะก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มแก่ผู้ถือหุ้นหรือไม่ จึงส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง ผลการวิจัยของ Denis et al. ในปี ค.ศ. 1997 เสนอว่า ปัญหาเรื่องต้นทุนความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของของกิจการนั้น เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้กิจการที่มีการกระจายการลงทุนมีมูลค่าลดลง (Denis et al., 1997) ในทำนองเดียวกัน การศึกษาบริษัทที่กระจายการลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาของ Hoechle et al. (2012) พบว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการของบริษัท (Corporate Governance) ที่มีการกระจายการลงทุนมีส่วนสำคัญในการอธิบายมูลค่าของกิจการที่ลดลง ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาในตลาดขนาดเล็ก เช่น ประเทศนิวซีแลนด์ ที่สนับสนุนว่าการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการที่มีการกระจายการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ (Al-Maskati et al., 2015) โดยสรุปแล้ว การศึกษาเหล่านี้เสนอว่าปัญหาเรื่องต้นทุนความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของ และการกำกับดูแลกิจการที่ไม่มีประสิทธิภาพ เป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อมูลค่ากิจการที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ

สำหรับกิจการในประเทศไทยนั้น งานวิจัยและการศึกษาทางวิชาการเกี่ยวกับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจโดยส่วนมากจะมุ่งเน้นศึกษาผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการกระจายการลงทุนเป็นหลัก จากการศึกษาของ Lins และ Servaes ในปี ค.ศ. 2002 พบว่าโดยเฉลี่ยแล้ว บริษัทในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา 7 ประเทศ (รวมถึงประเทศไทย) ที่มีการกระจายการลงทุนจะมีมูลค่ากิจการลดลง เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่ไม่กระจายการลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของฉัตรพัฒน์ (2546) ที่ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า โดยเฉลี่ย

บริษัทที่มีการกระจายการลงทุนจะมีมูลค่าของบริษัทลดลง และพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารกับระดับการกระจายการลงทุน ผลการศึกษานี้จึงสนับสนุนทฤษฎีการสร้างความสำเร็จของตัวผู้บริหาร (Entrenchment) นอกจากนี้ ผลการศึกษาของ Kamphaeng (2000) ก็ให้ผลเช่นเดียวกับงานศึกษาของประเทศที่พัฒนาแล้ว กล่าวคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่กระจายการลงทุนจะมีมูลค่าลดลงโดยเฉลี่ยแล้วมากกว่าร้อยละ 20 อีกทั้งมีหลักฐานระบุว่า มูลค่าความสูญเสียที่เกิดขึ้นจากการกระจายการลงทุนนี้มีสาเหตุหลักมาจากต้นทุนความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของ

ปัจจุบันกิจการในประเทศไทยนิยมใช้กลยุทธ์การกระจายการลงทุนทางธุรกิจอย่างแพร่หลายมากยิ่งขึ้น อย่างไรก็ตาม การศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ และบทบาทของการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับมูลค่ากิจการนั้นยังคงมีอยู่อย่างจำกัด ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาผลกระทบจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจต่อมูลค่ากิจการในประเทศไทย รวมทั้งศึกษาว่าปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่ากิจการหรือไม่ อย่างไร เพื่อที่จะเป็นแนวทางสำหรับผู้บริหารในการเลือกใช้กลยุทธ์การกระจายการลงทุน และการกำกับดูแลกิจการ รวมถึงเป็นแนวทางสำหรับนักลงทุนในการเลือกลงทุนกับกิจการที่ดำเนินกลยุทธ์ดังกล่าว

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ ดังต่อไปนี้

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ที่มีต่อมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100
2. เพื่อศึกษาว่าการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อมูลค่ากิจการหรือไม่ อย่างไร
3. เพื่อศึกษาว่าการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการหรือไม่ อย่างไร

1.3 ขอบเขตงานวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 เนื่องจากเป็นกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูง และน่าจะเป็นตัวแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่ดี รวมถึงเป็นกลุ่มบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจในระดับสูง ทั้งนี้ จะไม่ครอบคลุมถึงบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วยธุรกิจธนาคาร ธุรกิจการเงิน ธุรกิจ

ประกันภัย ธุรกิจประกันชีวิต และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากกลุ่มธุรกิจดังกล่าวมีโครงสร้างทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างจากกลุ่มธุรกิจทั่วไป โดยระยะเวลาในการศึกษาอยู่ในช่วงปี พ.ศ. 2555 - 2557

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลการวิจัยจะทำให้ทราบว่า การใช้กลยุทธ์กระจายการลงทุนทางธุรกิจในประเทศไทย ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการหรือไม่ อย่างไร และการกำกับดูแลกิจการส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการหรือไม่ ซึ่งผลดังกล่าวจะเป็นประโยชน์สำหรับผู้บริหารเพื่อใช้เป็นแนวทางในการดำเนินกลยุทธ์การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ และการวางโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ เพื่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดแก่กิจการ รวมถึงเป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุนเพื่อใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนในกิจการที่มีการดำเนินกลยุทธ์ดังกล่าว

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากสภาวะการแข่งขันเชิงธุรกิจที่นับวันจะทวีความรุนแรงยิ่งขึ้น ส่งผลให้ภาคธุรกิจจำนวนมากเลือกใช้กลยุทธ์การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ซึ่งเป็นหนึ่งในกลยุทธ์เพื่อการเติบโตของกิจการ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มศักยภาพ และสร้างโอกาสในการเติบโตทางธุรกิจจากการกระจายขอบเขตการดำเนินงาน และการลงทุนไปสู่อุตสาหกรรมอื่นๆ โดยการกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้นสามารถแบ่งออกเป็น 1) การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กัน (Related Diversification) ที่เน้นสร้างความสามารถในการแข่งขันให้แก่องค์กร โดยการผนวกสมรรถนะและทรัพยากรของธุรกิจเดิมและธุรกิจใหม่เข้าด้วยกัน และ 2) การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน (Unrelated Diversification) ซึ่งเป็นการขยายขอบเขตการดำเนินงานไปยังธุรกิจใหม่ที่องค์กรมองเห็นถึงโอกาสในการเติบโต และสามารถช่วยกระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

2.1 ผลประโยชน์ และต้นทุนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ

จากการศึกษาในอดีตเกี่ยวกับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่ผ่านมา พบว่ามีงานวิจัยหลายชิ้นที่ชี้ให้เห็นถึงผลประโยชน์ของการดำเนินกลยุทธ์การกระจายการลงทุนต่อกิจการ ในขณะที่งานวิจัยจำนวนมากได้โต้แย้งว่าการกระจายธุรกิจนั้นแท้จริงแล้วจะส่งผลเสีย และก่อให้เกิดต้นทุนแก่กิจการ

ประโยชน์ของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจมีหลายประการด้วยกัน ประการแรกคือ กิจการที่มีการกระจายการลงทุนจะสามารถจัดสรรทรัพยากรได้อย่างมีประสิทธิภาพยิ่งขึ้น (Myers, 1977) เนื่องจากมีทรัพยากรภายในในปริมาณมาก (Internal Capital Market) (Weston, 1970) ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Stulz (1990) ที่แสดงให้เห็นว่า กิจการที่มีการกระจายการลงทุนจะสามารถลดปัญหาการลงทุนต่ำกว่าที่พึงเป็นไปได้ (Underinvestment Problem) จากการที่มีทรัพยากรภายในเพิ่มขึ้น (Stulz, 1990) นอกจากนี้ การมีทรัพยากรภายในจำนวนมากยังช่วยให้กิจการสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มได้ โดยการนำเงินสดที่ได้จากภาคธุรกิจที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำไปลงทุนในภาคธุรกิจอื่นที่ขาดแคลนเงินสด แต่มีศักยภาพในการเติบโตสูง (Williamson, 1975; Stein, 1997) ด้วยเหตุนี้ กิจการที่มีการกระจายธุรกิจจึงมีแนวโน้มที่จะสามารถลงทุนในโครงการที่สร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นได้มากกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับกรณีที่ธุรกิจเหล่านั้นแยกกันดำเนินงานเป็นกิจการเดี่ยว (Separate Firms)

ประการที่สอง การกระจายการลงทุนทำให้กิจการสามารถลดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบลงได้ (Unsystematic Risk) หากกิจการขยายขอบเขตการดำเนินงานไปสู่ธุรกิจใหม่ที่มีกระแสกำไรซึ่งสัมพันธ์กันอย่างไม่สมบูรณ์กับกระแสกำไรของธุรกิจเดิม (Imperfectly Correlated Earnings) ทำให้กำไรจากการดำเนินงานของกิจการในภาพรวมมีความสม่ำเสมอ และไม่ผันผวนไปตามสภาวะเศรษฐกิจมากนัก (Shleifer & Vishny, 1992; Bhidé, 1990; Lewellen, 1971) ประการที่สาม การกระจายการลงทุนทางธุรกิจจะทำให้กิจการมีความสามารถในการชำระหนี้เพิ่มมากขึ้น ซึ่งส่งผลให้กิจการได้รับผลประโยชน์ทางภาษีจากการก่อกำหนดหนี้เพิ่ม (Interest Tax Shields) (Lewellen, 1971) นอกจากนี้ กิจการที่มีการกระจายการลงทุนมักจะมีการใช้ทรัพยากรร่วมกันระหว่างสายธุรกิจ ทำให้กิจการสามารถลดต้นทุนลงได้จากการประหยัดจากขอบเขต (Economies of Scope) (Teece, 1980; 1982) และประการสุดท้าย กิจการที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจจะสามารถดำเนินกลยุทธ์ต่างๆ ที่เป็นการกีดกันไม่ให้ผู้เล่นในตลาดรายอื่นสามารถแข่งขันทางธุรกิจได้ เช่น การตัดราคาสินค้า การรวมตัวกันผูกขาด หรือการซื้อสินค้าตอบแทนซึ่งกันและกัน (Reciprocal Buying) ซึ่งกิจการที่ดำเนินเพียงธุรกิจเดียวมักจะไม่สามารถดำเนินกลยุทธ์เช่นนี้ได้ (Saloner, 1987)

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในระยะหลังได้นำเสนอผลที่แตกต่างออกไป และได้แย้งว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจจะก่อให้เกิดต้นทุนและผลเสียต่อกิจการ ซึ่งนำมาสู่การลดลงของมูลค่ากิจการ ต้นทุนประการหนึ่งเกี่ยวข้องกับทฤษฎีต้นทุนความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของ กล่าวคือ การกระจายการลงทุนทางธุรกิจเป็นกลยุทธ์หนึ่ง que ผู้บริหารมักใช้เป็นช่องทางในการแสวงหาประโยชน์ส่วนตน โดยการกระจายการลงทุนทำให้ผู้บริหารมีอำนาจมากขึ้น (Jensen, 1986) และมักได้รับผลตอบแทนสูงขึ้นตามขนาดของกิจการที่มีขนาดใหญ่ขึ้น (Jensen & Murphy, 1990) นอกจากนี้ เนื่องจากการกระจายการลงทุนทำให้กิจการมีทรัพยากรภายในเพิ่มขึ้น ผู้บริหารจึงมีแนวโน้มที่จะลงทุนมากเกินไปกว่าที่ควรจะเป็น และอาจลงทุนในโครงการที่ไม่ได้ก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่ม (Jensen, 1986) ในทำนองเดียวกัน การกระจายการลงทุนยังเปิดโอกาสให้ผู้บริหารสามารถอุดหนุนไขว้ให้แก่อนุรักษ์ธุรกิจที่ขาดทุน (Meyer et al., 1992) และหากกิจการมีการจัดสรรทรัพยากรอย่างไรประสิทธิภาพ และไม่สามารถควบคุมปัญหาความอสมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้บริหารส่วนกลาง และผู้บริหารในแต่ละสายธุรกิจแล้ว การกระจายการลงทุนทางธุรกิจก็อาจส่งผลให้กิจการมีมูลค่าลดลงได้ (Harris et al., 1982)

2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการ

ผลการศึกษาในอดีตพบว่า การกระจายการลงทุนทางธุรกิจมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ โดยงานวิจัยชิ้นแรกๆ ที่ได้ศึกษาเกี่ยวกับหัวข้อดังกล่าว ได้แก่ งานวิจัยของ Lang และ Stulz

(1994), Comment และ Jarrell (1995), Berger และ Ofek (1995) พบว่ากิจการที่มีการกระจายการลงทุนจะมีมูลค่าลดลงอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อเปรียบเทียบกับกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกันที่ทำเพียงธุรกิจเดียว โดยสาเหตุหลักที่ทำให้มูลค่ากิจการลดลง คือ การบริหารทรัพยากรภายในที่ไร้ประสิทธิภาพ และปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของ อย่างไรก็ตาม การศึกษาในช่วงถัดมาได้ชี้ให้เห็นว่าผลกระทบของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจต่อมูลค่าของแต่ละกิจการอาจแตกต่างกันไป ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับสถานะของอุตสาหกรรม และปัจจัยทางเศรษฐกิจที่กิจการนั้นๆ เผชิญอยู่ เช่น ผลการศึกษาของ Santalo และ Becerra (2008) พบว่า ผลกระทบจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจจะแตกต่างกันในแต่ละอุตสาหกรรม กล่าวคือ กิจการที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจอาจมีมูลค่าลดลงในอุตสาหกรรมหนึ่ง แต่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นในอีกอุตสาหกรรมหนึ่ง ในขณะที่งานวิจัยอีกจำนวนหนึ่งพบว่า ในกรณีที่ทรัพยากรภายนอกมีจำกัด โดยเฉพาะในช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอย กิจการที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจจะมีความได้เปรียบมากกว่ากิจการที่ดำรงอยู่ในธุรกิจเดียว เนื่องจากกิจการที่มีการกระจายการลงทุนจะมีทรัพยากรภายในสูง และสามารถนำมาใช้ประโยชน์ได้มากกว่า (Dimitrov & Tice, 2006; Yan et al., 2010; Hovakimian, 2011)

จากที่กล่าวไป จะเห็นได้ว่าผลงานวิจัยในอดีตยังไม่สามารถหาข้อสรุปที่ชัดเจนเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจและมูลค่ากิจการ ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยจึงได้จำแนกผลการวิจัยที่เกี่ยวข้องออกเป็น 2 กลุ่ม ดังนี้

2.2.1 การกระจายธุรกิจส่งผลให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มขึ้น

(Diversification Premium)

จากการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจจะทำให้กิจการมีทรัพยากรภายในเพิ่มขึ้น ส่งผลให้กิจการสามารถรวบรวมและจัดสรรทรัพยากรเหล่านั้นได้โดยใช้ต้นทุนต่ำกว่าการสรรหาทรัพยากรจากภายนอก (Williamson, 1975; Stein, 1997) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Dimitrov และ Tice (2006), Yan et al. (2010) และ Hovakimian (2011) ที่พบว่า ในกรณีที่ทรัพยากรภายนอกและแหล่งเงินทุนมีอยู่อย่างจำกัด กิจการที่มีการกระจายการลงทุนจะมีประสิทธิภาพในการบริหารทรัพยากรมากกว่ากิจการที่ดำรงอยู่ในธุรกิจประเภทเดียว เนื่องจากกิจการสามารถใช้ประโยชน์จากทรัพยากรภายในได้มากกว่า นอกจากนี้ กิจการยังได้รับประโยชน์จากการประหยัดจากขอบเขต และมีความได้เปรียบในแง่ของการดำเนินกลยุทธ์องค์กรจากการทำงานในหลายสายธุรกิจ

สำหรับการศึกษาในประเทศอื่นๆ นั้น ผลงานวิจัยในช่วงปี ค.ศ. 1970 – 1990 ในประเทศจีน (Yiu et al., 2005) อินเดีย (Ramaswamy et al., 2004) เกาหลีใต้ (Lee et al., 2008) และชิลี (Khanna & Palepu, 1997) พบว่ากิจการที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจจะมี

มูลค่าสูงกว่ากิจการที่มุ่งเน้นทำธุรกิจเดียว ส่วนการศึกษาในประเทศออสเตรเลียในช่วงปี ค.ศ. 2004 – 2008 พบว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจส่งผลให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มมากขึ้นโดยเฉลี่ยร้อยละ 12.4 ถึง 18 โดยกิจการที่มีการกำหนดค่าตอบแทนระยะยาวของผู้บริหารได้อย่างเหมาะสมจะมีมูลค่ากิจการเพิ่มในอัตราที่สูงกว่า (Chongwoo et al., 2014) นอกจากนี้ จากการศึกษาการกระจายการลงทุนทางธุรกิจในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาของ Khanna และ Rivkin (2001) และ Nachum (2004) พบว่า การกระจายการลงทุนส่งผลให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มขึ้น เนื่องจากกิจการจะสามารถสร้างอำนาจต่อรองในการดำเนินธุรกิจได้ และรับมือกับสภาพแวดล้อมในการแข่งขันได้ดีกว่า รวมทั้งกิจการที่มีการกระจายการลงทุนในประเทศเหล่านี้มักจะดึงดูดพนักงานที่มีความสามารถ และมีอิทธิพลในกระบวนการทางกฎหมายมากกว่ากิจการที่ทำธุรกิจเพียงอย่างเดียว (Fauver et al., 2003)

2.2.2 การกระจายธุรกิจส่งผลให้กิจการมีมูลค่าลดลง (Diversification Discount)

หนึ่งในงานวิจัยในช่วงแรกๆ ที่ศึกษาผลกระทบของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการในประเทศสหรัฐอเมริกา คือ การศึกษาของ Wernerfelt และ Montgomery (1988) โดยคณะผู้วิจัยได้ใช้ Tobin's q ในการประเมินมูลค่าตลาดของกิจการ ผลการศึกษาพบว่าการกระจายการลงทุนส่งผลให้กิจการมีมูลค่าลดลง สำหรับงานวิจัยในช่วงถัดมานั้น Lang และ Stulz (1994) และ Berger และ Ofek (1995) ได้ศึกษาเกี่ยวกับการลดลงของมูลค่ากิจการอันเกิดจากการกระจายการลงทุน โดยทั้งสองงานวิจัยนี้ได้แบ่งกิจการที่มีการกระจายการลงทุนออกเป็นส่วยย่อยตามสายธุรกิจ (Segment) แล้วประเมินมูลค่าในแต่ละสายธุรกิจเทียบกับกิจการอื่นที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน โดยผลการศึกษาของ Lang และ Stulz (1994) พบว่ากิจการที่มีการกระจายการลงทุนจะมีค่า Tobin's q ต่ำกว่ากิจการในอุตสาหกรรมเดียวกันที่ดำรงเพียงธุรกิจเดียว ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Berger และ Ofek (1995) ที่ใช้มูลค่าส่วนเกิน (Excess Value) เป็นตัวแทนของมูลค่ากิจการแทนการใช้ Tobin's q โดยมูลค่าส่วนเกินคือมูลค่าสินทรัพย์ ยอดขาย หรือกำไรของกิจการ โดยเปรียบเทียบเป็นจำนวนเท่าของค่าเฉลี่ยของกิจการอื่นในอุตสาหกรรม ผลการวิจัยพบว่ากิจการที่มีการกระจายการลงทุนจะมีมูลค่ากิจการลดลงโดยเฉลี่ยร้อยละ 13 ถึง 15 เมื่อเปรียบเทียบกับกิจการที่ดำเนินธุรกิจเพียงอย่างเดียว และจะยังมีมูลค่าลดลงหากมีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจอื่นที่ไม่มีความสัมพันธ์กับธุรกิจเดิม ทั้งนี้ งานวิจัยทั้งสองได้เสนอว่า การลงทุนมากเกินไปจนเกินกว่าที่ควร (Overinvestment) และ การอุดหนุนไขว้ของทรัพยากรภายใน (Cross-subsidization) เป็นปัจจัยหลักที่ทำให้มูลค่าของกิจการลดลง

การลดลงของมูลค่ากิจการที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้นเกิดได้จากหลายปัจจัยด้วยกัน โดยงานวิจัยของ Jensen (1986) เสนอว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจจะทำให้กิจการมีความสามารถในการกู้ยืมและปริมาณเงินสดเพิ่มขึ้นมากจนเกินความจำเป็น ทำให้ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะขยายกิจการจนมีขนาดใหญ่เกินจุดที่เหมาะสม รวมทั้งอาจลงทุนในโครงการที่ให้

ผลตอบแทนต่ำ หรือแม้แต่ทำลายมูลค่าของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Stultz (1990) ที่ชี้ให้เห็นว่ากิจการที่กระจายการลงทุนมักจะลงทุนในสายธุรกิจที่มีโอกาสในการลงทุนต่ำ ส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลงในภาพรวม

อีกปัจจัยหนึ่งที่งานวิชาการมักกล่าวถึงคือ ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของ งานวิจัยของ Servaes (1996) ได้ศึกษาผลกระทบจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจของกิจการในสหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 1961 – 1976 โดยผู้วิจัยค้นพบว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจจะทำให้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของมีความรุนแรงมากยิ่งขึ้น ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าลดลง ทั้งนี้เป็นเพราะผู้บริหารของกิจการมักมีแรงจูงใจที่จะกระจายการลงทุนเพื่อเพิ่มอำนาจและผลประโยชน์ส่วนตน (Jensen, 1986; Jensen & Murphy, 1990; Stulz, 1990) และอาจเลือกกระจายการลงทุนในอุตสาหกรรม หรือโครงการที่ตนเองมีประสบการณ์หรือความเชี่ยวชาญ โดยไม่ได้คำนึงว่าจะก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มแก่ผู้ถือหุ้นหรือไม่ ในทำนองเดียวกัน ผลการวิจัยของ Denis et al. ในปี ค.ศ. 1997 ก็สนับสนุนว่าประเด็นปัญหาเรื่องต้นทุนความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้กิจการที่กระจายการลงทุนมีมูลค่าลดลง ซึ่งผลการศึกษานี้ก็ได้รับการสนับสนุนจากงานวิจัยอื่นในระยะเวลาต่อมา (Anderson et al., 2000)

นอกจากนี้ การศึกษาของ Lamont (1997) และ Ozbas และ Scharfstein (2008) ได้ชี้ให้เห็นว่ามูลค่าที่ลดลงของกิจการเกิดจากความไม่มีประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากรภายใน ทั้งนี้เนื่องจากกิจการที่กระจายการลงทุนมักมีการถ่ายโอนกระแสเงินสดระหว่างสายธุรกิจ ส่งผลให้บางธุรกิจมีแนวโน้มที่จะได้รับเงินทุนน้อยกว่าหรือมากกว่าที่ควรจะเป็น ในขณะที่กิจการที่ดำรงอยู่ในธุรกิจเดียวมักจะแสวงหาทรัพยากรและเงินทุนจากภายนอก จึงทำให้ไม่ประสบปัญหาดังกล่าว ถึงแม้ว่าบางกิจการจะสามารถจัดสรรทรัพยากรภายในได้อย่างมีประสิทธิภาพ แต่ค่าใช้จ่ายในการบริหารจัดการทรัพยากรนั้นก็อาจมีค่าสูงมาก จนส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการโดยรวม (Baker, 1992)

ในส่วนของการศึกษาในประเทศอื่นๆ นั้น มีผลงานวิจัยจำนวนมากที่สนับสนุนว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจส่งผลให้กิจการมีมูลค่าลดลง จากการศึกษาของ Lins และ Servaes (1999) พบว่า โดยเฉลี่ยแล้วกิจการที่มีการกระจายการลงทุนในสหราชอาณาจักร และประเทศญี่ปุ่น จะมีมูลค่าลดลง แต่ผู้วิจัยกลับไม่พบการลดลงของมูลค่าดังกล่าวในประเทศเยอรมนี ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้เสนอว่าโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าที่ลดลง ในทำนองเดียวกัน Fleming et al. (2003) ได้ศึกษากิจการที่มีการกระจายการลงทุนในประเทศออสเตรเลีย ในช่วงปี ค.ศ. 1988 – 1998 และพบว่ากิจการเหล่านี้โดยเฉลี่ยจะมีมูลค่าลดลง นอกจากนี้ ผลงานวิจัยของ Denis et al. (2002) ชี้ให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้ว การกระจายการลงทุนทางธุรกิจในระดับทั่วโลก (Global Diversification) ก็ส่งผลให้กิจการมีมูลค่าลดลงเช่นเดียวกัน

สำหรับการศึกษาในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา Lins และ Servaes (2002) ได้ศึกษาผลกระทบจากการกระจายธุรกิจในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา 7 ประเทศ รวมถึงประเทศไทย ผลการวิจัยพบว่ากิจการที่กระจายการลงทุนทางธุรกิจจะมีมูลค่าลดลงร้อยละ 7 เมื่อเทียบกับกิจการที่ทำเพียงธุรกิจเดียว โดยสาเหตุหลักมาจากปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศอินเดียที่พบว่ากิจการที่มีการกระจายการลงทุนจะมีผลประกอบการที่แย่กว่ากิจการที่ดำรงในธุรกิจเดียวอย่างมีนัยสำคัญ (Singh et al., 2007) ในกรณีของประเทศไทย ธีรพัฒน์ (2546) ได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนจะมีมูลค่าของบริษัทลดลง และพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างผลตอบแทนผู้บริหารและระดับการกระจายการลงทุน ผลการศึกษาของธีรพัฒน์ (2546) จึงสนับสนุนทฤษฎีการสร้างสำคัญของตัวผู้บริหาร (Entrenchment) ในทำนองเดียวกัน การศึกษากิจการที่กระจายการลงทุนทางธุรกิจในประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 ของ Charoenwong (2011) ก็ให้ผลเช่นเดียวกับกรณีของประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่ กล่าวคือ กิจการที่กระจายการลงทุนนั้นจะมีมูลค่าลดลงเฉลี่ยมากกว่าร้อยละ 10 โดย Charoenwong (2011) เสนอว่ามูลค่าที่ลดลงนี้เกิดจากต้นทุนความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของ

จากที่กล่าวมา จะเห็นได้ว่าการศึกษาในอดีตเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการนั้นยังไม่อาจให้ผลที่สรุปได้แน่ชัด อย่างไรก็ตาม เนื่องจากผลการศึกษาส่วนใหญ่พบว่า การกระจายการลงทุนทางธุรกิจส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง โดยเฉพาะในกรณีของประเทศไทย ดังนั้น ในการศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจึงได้ตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H1: ระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ

2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ การกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของกิจการ

ผลการศึกษาเกี่ยวกับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ และมูลค่ากิจการจำนวนมากได้นำเสนอว่า ปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการอาจเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้กิจการที่มีการกระจายการลงทุนมีมูลค่าลดลง ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ Jiraporn (2006) ที่ศึกษาว่าความเข้มแข็งของสิทธิของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ และมูลค่ากิจการอย่างไร ผลการวิจัยพบว่าระดับความเข้มแข็งของสิทธิของผู้ถือหุ้นส่งผลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับมูลค่าของกิจการ โดยบริษัทที่มีการระบับสิทธิของผู้ถือหุ้น หรือขัดขวางกระบวนการกำกับดูแลกิจการ (หรืออีกนัยหนึ่งมีระดับความเข้มแข็งของสิทธิของผู้ถือหุ้นต่ำ) จะมีมูลค่าลดลงมากกว่าโดย

เฉลี่ยร้อยละ 1.1 ถึง 1.4 ทั้งนี้ เนื่องจากกิจการที่มีสิทธิของผู้ถือหุ้นอ่อนแอจะทำให้ผู้บริหารมีโอกาสที่จะขยายกิจการอย่างไม่ระมัดระวัง และส่งผลให้กิจการมีมูลค่าลดลง ส่วนการศึกษาของ Gleason et al. (2012) พบว่า แม้โดยทั่วไปการกระจายการลงทุนจะทำให้มูลค่ากิจการลดลง แต่หากกิจการมีสัดส่วนจำนวนกรรมการบริหารภายนอกสูงแล้ว (Outside Board) กิจการจะสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการกระจายการลงทุนได้ ในขณะที่ผลการวิจัยของ Hoechle et al. (2012) พบว่า กิจการที่กระจายการลงทุนจะยังมีมูลค่าลดลงหากกิจการนั้นมีการกำกับดูแลกิจการที่อ่อนแอ โดยร้อยละ 25 ถึง 30 ของมูลค่ากิจการที่ลดลงจะขึ้นอยู่กับการกำกับดูแลกิจการของบริษัท ทั้งนี้ ผู้วิจัยได้วัดระดับความเข้มแข็งของการกำกับดูแลกิจการจากสัดส่วนคณะกรรมการบริษัทอิสระ และระดับความเป็นเจ้าของกิจการของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร นอกจากนี้ การศึกษาของ Denis, Denis และ Sarin (1997) พบว่า กิจการจะกระจายการลงทุนน้อยลงเมื่อต้องเผชิญการกำกับดูแลจากภายนอกที่เข้มงวด (External Corporate Control) และความเครียดทางการเงิน (Financial Distress)

จากการศึกษางานวิจัยในอดีต จะเห็นได้ว่าปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อมูลค่ากิจการที่มีการกระจายการลงทุน และอาจส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการ โดยในการศึกษาคั้งนี้ ผู้วิจัยจะใช้ตัวแปรที่แทนปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการจำนวน 4 ตัวแปร ได้แก่ ความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของกรรมการ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหาร

2.3.1 ความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท (Officers and Directors Ownership)

ผลการวิจัยของ Yermack (2004) และ Fich และ Shivda-sani (2005) พบว่า กิจการที่มีการให้ผลตอบแทนในรูปของหุ้น (Equity-based Compensation) แก่กรรมการบริหารภายนอกจะทำให้กิจการมีมูลค่าและผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ขณะเดียวกันการศึกษาในประเทศนิวซีแลนด์ก็พบว่าระดับความเป็นเจ้าของของพนักงาน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าและผลการดำเนินงานของกิจการ (Firth, 1997; Bhabra, 2007) ส่วนงานวิจัยของ Pergola และ Joseph (2011) ได้ให้ผลที่ต่างออกไป โดยผู้วิจัยเสนอว่าการที่กรรมการบริษัทมีความเป็นเจ้าของกิจการสูงนั้น จะทำให้กรรมการบริษัทเน้นสร้างความมั่นคงเพื่อผลประโยชน์ส่วนตน (Entrenchment) และส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการได้ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากงานวิจัยส่วนใหญ่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างระดับความเป็นเจ้าของของพนักงาน กับมูลค่าและผลการดำเนินงานของกิจการ ผู้วิจัยจึงได้ตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H2: สัดส่วนความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก

สำหรับการศึกษาเกี่ยวกับผลของความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัทที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่ากิจการนั้น ผลการวิจัยของ Hoechle et al. (2012) พบว่า โดยเฉลี่ยแล้วกิจการที่กระจายการลงทุนจะมีมูลค่าลดลง แต่ในกรณีที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความเป็นเจ้าของในกิจการสูงแล้ว ก็จะสามารถบรรเทาการลดลงของมูลค่าดังกล่าวได้ ส่วนการศึกษาของ Chen และ Ho (2000) ได้วิเคราะห์กิจการที่มีการกระจายการลงทุนเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มกิจการที่คณะกรรมการบริษัทมีสัดส่วนความเป็นเจ้าของกิจการสูง กับกลุ่มกิจการที่คณะกรรมการบริษัทมีสัดส่วนความเป็นเจ้าของกิจการต่ำ ผลการวิจัยพบว่า ในกรณีที่คณะกรรมการบริษัทมีสัดส่วนความเป็นเจ้าของต่ำนั้น การกระจายการลงทุนจะส่งผลให้กิจการมีมูลค่าลดลง อย่างไรก็ตาม หากคณะกรรมการบริษัทของกิจการนั้นมีสัดส่วนความเป็นเจ้าของสูง พบว่าการกระจายการลงทุนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ จากที่กล่าวไป จึงนำมาสู่สมมติฐานข้อที่ 3 ดังนี้

H3: สัดส่วนความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100

2.3.2 ความเป็นอิสระของกรรมการ (Board Independence)

ผลการศึกษาในอดีตพบว่า ระดับความเป็นอิสระของกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่าของกิจการ (Chhaochharia & Grinstein, 2009) การศึกษาของ Gleason et al. (2012) พบว่ากิจการที่มีสัดส่วนจำนวนกรรมการบริหารภายนอกสูงสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการกระจายการลงทุนได้ ส่วน Hossain et al. (2001) ได้ศึกษาการกระจายการลงทุนทางธุรกิจในประเทศนิวซีแลนด์ และพบว่าสัดส่วนของกรรมการภายนอกมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการกระจายการลงทุน ทั้งนี้เป็นเพราะกรรมการอิสระมักมีความรู้ความเชี่ยวชาญมากพอในการควบคุมดูแลให้ผู้บริหารสามารถดำเนินธุรกิจที่มีความซับซ้อนและความหลากหลายสูง จากผลการวิจัยที่ได้กล่าวมาในภาพรวม ผู้วิจัยจึงได้ตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H4: สัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัท กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก

ส่วนการศึกษาในอดีตเรื่องผลกระทบของสัดส่วนคณะกรรมการอิสระ ที่มีต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับมูลค่ากิจการนั้น จากการศึกษาของ Hoechle et al. (2012) พบว่า กิจการที่กระจายการลงทุนจะมีมูลค่าของกิจการลดลง แต่หากกิจการนั้นมีสัดส่วน

คณะกรรมการอิสระในระดับสูงแล้ว ก็จะช่วยบรรเทาการลดลงของมูลค่าดังกล่าวได้ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Wang (2014) ที่พบว่าสัดส่วนคณะกรรมการอิสระของบริษัทจะส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุน กับมูลค่าของกิจการ กล่าวคือ หากกิจการมีสัดส่วนคณะกรรมการอิสระสูง ก็จะสามารถบรรเทาการลดลงของมูลค่ากิจการอันเกิดจากการกระจายการลงทุนได้ ส่วน Sahin (2015) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจต่างประเทศกับผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ รวมทั้งศึกษาว่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ดังกล่าวหรือไม่ อย่างไร ผลการวิจัยพบว่า ในภาพรวมแล้ว การกระจายการลงทุนไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการ อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่กิจการมีสัดส่วนกรรมการอิสระสูง การกระจายการลงทุนจะทำให้ผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการลดลง ด้วยเหตุนี้ ความเป็นอิสระของกรรมการจึงน่าจะส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการ ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H5: สัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัท ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100

2.3.3 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size)

จากผลการวิจัยในอดีตพบว่า คณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่จะช่วยลดความแปรปรวนของผลการดำเนินงานของบริษัทได้ (Cheng, 2008) โดย Coles, Daniel, และ Naveen (2008) พบว่า ในกรณีที่กิจการมีความซับซ้อน เช่น มีขนาดใหญ่ มีระดับหนี้สินสูง หรือมีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ขนาดของคณะกรรมการบริษัทจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าของกิจการ อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาจำนวนหนึ่งชี้ให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับประสิทธิภาพในการทำงานของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม (Lipton & Lorsch, 1992; Jensen, 1993) การศึกษาของ Eisenberg et al. (1998) ชี้ให้เห็นว่าขนาดของคณะกรรมการจะแปรผกผันกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของกิจการ โดยอธิบายได้ว่าการที่กิจการมีคณะกรรมการขนาดใหญ่จะทำให้เกิดอุปสรรคในการสื่อสารและการทำงานร่วมกันระหว่างกรรมการ รวมถึงลดทอนความสามารถในการควบคุมการทำงานของฝ่ายบริหาร และอาจนำไปสู่ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของได้ (Jensen, 1993; Yermack, 1996) ซึ่งสอดคล้องกับการวิจัยของ Hoehle (2012) ที่พบว่าโดยทั่วไปแล้วขนาดของคณะกรรมการบริษัทจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ สำหรับการวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยจะอ้างอิงการศึกษาของ Coles, Daniel และ Naveen (2008) เป็นหลัก จึงนำไปสู่การตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H6: ขนาดของคณะกรรมการบริษัท กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก

ผลการวิจัยของ Hoechle et al. (2012) พบว่า การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ จะส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง แต่มูลค่าส่วนลด (Diversification Discount) จะมีค่าลดลงหากกิจการ นั้นมีคณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Ooi et al. (2014) ที่พบว่า ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ กิจการที่กระจายการลงทุนไปยังธุรกิจต่างประเทศและมีความสัมพันธ์กับธุรกิจ เดิม นั้น จะมีผลประกอบการที่แย่ลง แต่หากกิจการมีคณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่แล้ว ก็จะช่วย บรรเทาผลกระทบดังกล่าวได้ ส่วนผลการศึกษาของ Sahin (2015) พบว่าโดยเฉลี่ยแล้ว การกระจาย การลงทุนทางธุรกิจไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการ แต่หากกิจการมี คณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่แล้ว พบว่าการกระจายการลงทุนจะส่งผลให้กิจการมีผลการ ดำเนินงานที่ดีขึ้น และมีมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ จากที่กล่าวไป จึงนำมาสู่สมมติฐานข้อที่ 7 ดังนี้

H7: ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการ กระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100

2.3.4 การดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหาร

(CEO Duality)

การศึกษาที่ผ่านมาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการดำรงตำแหน่งควบของ ประธานกรรมการและประธานบริหาร กับมูลค่าของกิจการยังไม่มีผลสรุปที่แน่ชัด จากการศึกษาของ Peng et al. (2007) พบว่าการดำรงตำแหน่งควบจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของ กิจการ โดยเฉพาะกิจการที่ต้องเผชิญกับการขาดแคลนทรัพยากร หรืออยู่ในสภาวะแวดล้อมที่มีการ เปลี่ยนแปลงตลอดเวลา ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของ Yang (2012) ที่พบว่าในอุตสาหกรรมที่มี การแข่งขันสูง บริษัทที่ประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกันจะมีผลประกอบการที่ ดีกว่าโดยเฉลี่ยร้อยละ 3 และจะยังมีผลประกอบการดีขึ้นหากบริษัทในอุตสาหกรรมนั้นๆ ต้องเผชิญ กับต้นทุนข้อมูลข่าวสารสูง (Information Cost)

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Chen et al. (2005) ได้ให้ผลที่ต่างออกไป โดย Chen และคณะพบว่า ในกรณีกิจการขนาดใหญ่ การดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและ ประธานบริหารจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับค่า Tobin's q แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) หรืออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) และไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการดำรงตำแหน่งควบกับค่า Tobin's Q ในกรณีที่กิจการมีขนาดเล็ก ในขณะที่การศึกษาของ Faleye (2007) ไม่พบความสัมพันธ์ ระหว่างการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหาร กับผลการดำเนินงานของ บริษัท แต่พบว่าประธานกรรมการและประธานบริหารมีแนวโน้มที่จะเป็นคนเดียวกันในกรณีที่บริษัทมี ความซับซ้อนสูง (วัดจากขนาดของสินทรัพย์ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ และการเติบโตของรายได้)

เนื่องจากกิจการจะได้รับประโยชน์จากความยืดหยุ่นในการทำงานของประธานบริหาร และสามารถลดต้นทุนด้านข้อมูลข่าวสารได้มาก จากการทบทวนวรรณกรรม ผู้วิจัยจึงได้ตั้งสมมติฐานโดยอิงจากผลวิจัยของ Chen et al. (2005) เป็นหลัก ดังนี้

H8: การดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหาร กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ

ในส่วนของการศึกษาด้านการกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้น ผลการวิจัยของ Wang (2014) พบว่า โดยทั่วไปการกระจายการลงทุนไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่กิจการมีประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนละคนกัน การกระจายการลงทุนจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ หรือก็คือ การดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารจะส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับมูลค่ากิจการ ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยจึงได้ตั้งสมมติฐาน ดังนี้

H9: การดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหาร ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100

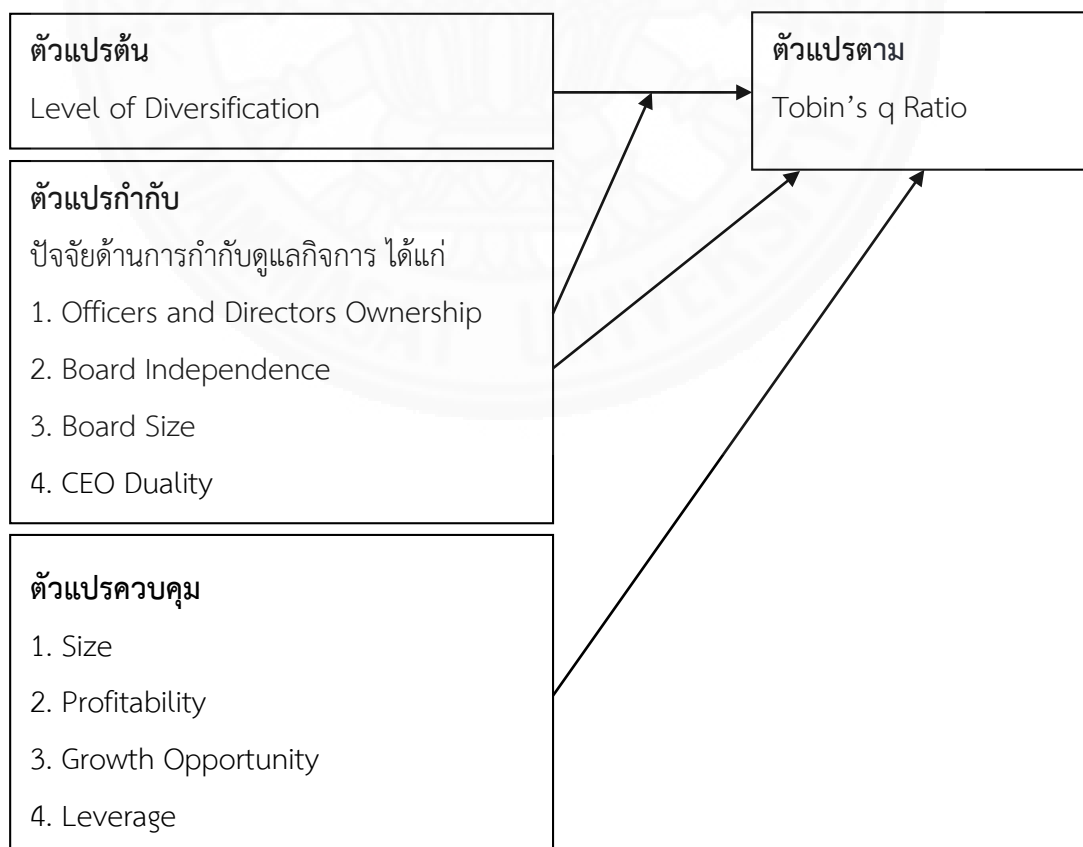
2.4 ตัวแปรควบคุม

ตัวแปรควบคุมที่จะใช้ในงานวิจัยนี้เป็นตัวแปรที่แสดงลักษณะเฉพาะของแต่ละกิจการ ซึ่งการศึกษาในอดีตพบว่ามีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานและมูลค่าของกิจการ ในที่นี้ผู้วิจัยจะอ้างอิงตัวแปรควบคุมจากงานวิจัยของ Berger และ Ofek (1995) และ Hoechle et al. (2012) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับมูลค่าของกิจการ โดยใช้ตัวแปรควบคุมทั้งสิ้นจำนวน 4 ตัวแปร ได้แก่ 1) ขนาดของกิจการ จากการศึกษาในอดีต พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการ (Berger & Ofek, 1995) เนื่องจากกิจการที่มีสินทรัพย์ขนาดใหญ่มักสะท้อนให้เห็นถึงความมั่นคงของบริษัท รวมถึงมีความสามารถในการทำกำไร และมีอำนาจต่อรองทางการเมืองสูงกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก (Rachmawati & Triatmoko, 2007) 2) ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยที่ความสามารถในการทำกำไรของกิจการจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าของกิจการ (Pervan & Višić, 2012) เพราะหากกิจการสามารถสร้างกำไรได้สูง ก็จะมีกำไรส่งคืนแก่ผู้ถือหุ้นมากขึ้น ทำให้ความคาดหวังของนักลงทุนและมูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น (Haugen & Baker, 1996; Yang et al., 2010) 3) โอกาสในการเติบโตของกิจการ โอกาสในการเติบโตของกิจการมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการ เนื่องจากโดยทั่วไปกิจการมักจะลงทุนในโครงการที่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการและผู้ถือหุ้น รวมถึงการที่กิจการ

มีค่าใช้จ่ายในการลงทุนสูงถือเป็นการส่งสัญญาณถึงผู้ถือหุ้นว่ากิจการมีความมั่นใจที่จะเติบโตมากขึ้นในอนาคต จึงส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้น (Akbar et al., 2008) และ 4) ความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ ความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงของกิจการกับมูลค่ากิจการนั้น พบว่ามีการศึกษาในอดีตจำนวนมากที่ให้ผลแตกต่างกัน โดยการศึกษาของ Cheng และ Tzeng (2011) พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างความเสี่ยงของกิจการกับมูลค่ากิจการ ในช่วงที่ความเสี่ยงของกิจการยังไม่เกินระดับโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมมากที่สุด (Optimal Capital Structure) ในขณะการศึกษาของ Aggarwal et al. (2008) พบว่าสำหรับกิจการที่มีอัตราการเติบโตสูง ความเสี่ยงของกิจการจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับมูลค่ากิจการ แต่หากกิจการมีอัตราการเติบโตต่ำ ทิศทางของความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงกับมูลค่ากิจการจะแตกต่างกัน ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับปัจจัยทางสถาบันและประเทศที่กิจการนั้นดำรงธุรกิจอยู่

2.5 กรอบแนวคิดงานวิจัย

จากความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ มูลค่ากิจการ และปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการ สามารถสรุปเขียนกรอบแนวคิดงานวิจัยได้ ดังนี้



บทที่ 3

วิธีการวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.1.1 ประชากร

งานวิจัยนี้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 เนื่องจากเป็นกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูง เป็นตัวแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ดี และมีตัวอย่างบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจเป็นจำนวนมาก โดยศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง 2557 รวมเป็นระยะเวลา 3 ปี ทั้งนี้ ไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน และบริษัทในอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ ธุรกิจธนาคาร ธุรกิจการเงิน ธุรกิจประกันภัย ธุรกิจประกันชีวิต และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากกลุ่มธุรกิจดังกล่าวมีโครงสร้างทางการเงิน และการกำกับดูแลกิจการที่แตกต่างจากกลุ่มธุรกิจทั่วไป โดยบริษัทที่ศึกษามีจำนวนทั้งสิ้น 261 กิจการ จาก 6 กลุ่มอุตสาหกรรม อ้างอิงตามรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้คำนวณดัชนี SET100 ได้แก่ กลุ่มสินค้ากลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี

3.1.2 กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างของงานวิจัยนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ในช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง 2557 รวมเป็นระยะเวลา 3 ปี ที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ โดยศึกษาข้อมูลจากรายงานประจำปี หมายเหตุประกอบงบการเงิน และแบบ 56-1

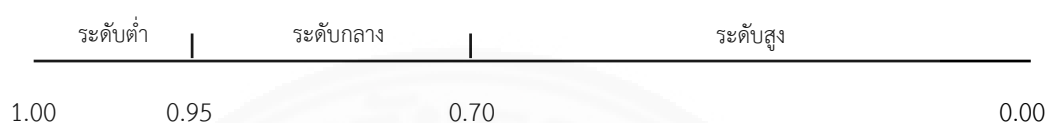
3.2 วิธีการเก็บข้อมูล

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เป็นหลัก โดยแหล่งข้อมูล ได้แก่ เว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) ฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Market Analysis and Reporting Tool: SETSMART) เว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th) เว็บไซต์ฐานข้อมูลธุรกิจ คอร์ปัส ของบริษัท บีซีเนส ออนไลน์ จำกัด (มหาชน) (corpus.bol.co.th) และเว็บไซต์บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100

3.3 ระเบียบวิจัย

3.3.1 ระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ (Level of Diversification)

การคำนวณระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่นำมาใช้ในงานวิจัยนี้อ้างอิงจากการศึกษาของ Rumelt (1974) โดยสามารถพิจารณาได้ดังรูปแสดงไว้เบื้องล่างนี้



ภาพที่ 3.1 ระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ

$$\text{โดยที่ Specialization Ratio (SR) = } \frac{\text{รายได้จากธุรกิจหลักของกิจการ}}{\text{รายได้รวมของกิจการ}}$$

โดยรายได้ของธุรกิจหลักของกิจการ แทนรายได้จากการขายของบริษัทใหญ่เพียงบริษัทเดียว และรายได้รวมทั้งหมดของกิจการ แทนรายได้จากการขายทั้งหมดของบริษัทใหญ่และบริษัทย่อย

จากภาพที่ 3.1 ระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจของกิจการสามารถคำนวณและจำแนกได้โดยใช้ Specialization Ratio ดังนี้

กิจการที่มีการกระจายการลงทุนระดับต่ำ $SR \geq 0.95$

กิจการที่มีการกระจายการลงทุนระดับปานกลาง $0.70 \leq SR < 0.95$

กิจการที่มีการกระจายการลงทุนระดับสูง $SR < 0.70$

อย่างไรก็ตาม สำหรับงานวิจัยนี้จะดัดแปลงค่า SR ให้เป็น Level of Diversification โดยกำหนดให้ $\text{Level of Diversification} = 1 - \text{Specialization Ratio}$ เพื่อให้ง่ายต่อการทำความเข้าใจ โดยที่

กิจการที่มีการกระจายการลงทุนระดับต่ำ $\text{Level} \leq 0.05$

กิจการที่มีการกระจายการลงทุนระดับปานกลาง $0.05 < \text{Level} \leq 0.30$

กิจการที่มีการกระจายการลงทุนระดับสูง $\text{Level} > 0.30$

3.3.2 มูลค่าของกิจการ (Tobin's q)

การคำนวณมูลค่ากิจการ เพื่อศึกษาผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการกระจายธุรกิจ จะอ้างอิงจากการศึกษาของ Chung และ Pruitt (1994) ซึ่งใช้อัตราส่วน Tobin's q เป็นตัวชี้วัดมูลค่าของกิจการ โดยที่

$$\text{Tobin's q Ratio} = \frac{\text{MVE} + \text{BVD}}{\text{BVA}}$$

โดย MVE แทน มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (ผลคูณของจำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแล้วกับราคาหุ้น)

BVD แทน มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน และ

BVA แทน มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์

3.3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

3.3.3.1 การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ และมูลค่ากิจการ

การทดสอบสมมติฐานที่ 1 เพื่อศึกษาผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจในงานวิจัยนี้จะใช้การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงสถิติโดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) ทั้งนี้ งานวิจัยอ้างอิงตัวแปรควบคุมจากการศึกษาของ Berger และ Ofek (1995) และ Hoechle et al. (2012) ตามสมการที่ (3.1)

$$\text{Tobin's q Ratio} = \beta_0 + \beta_1 \text{Level} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Profitability} + \beta_4 \text{GrowthOpp} + \beta_5 \text{Leverage} + \varepsilon \quad (3.1)$$

โดยมีตัวแปรที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

ตัวแปรตาม

Tobin's q Ratio คือ มูลค่ากิจการ

ตัวแปรต้น

Level คือ ระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจของกิจการ

ตัวแปรควบคุม

Size คือ ขนาดของกิจการ คำนวณจาก Logarithm ของสินทรัพย์รวมของกิจการ (log(Total Assets))

Profitability คือ ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ คำนวณจากกำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้รวมของกิจการ (EBIT/Sales)

GrowthOpp คือ โอกาสในการเติบโตของกิจการ คำนวณจากค่าใช้จ่ายในการลงทุนต่อรายได้รวมของกิจการ (Capital Expenditure/Sales)

Leverage คือ ความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ คำนวณจาก หนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Total Debt/Total Assets)

ทั้งนี้ หากสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปร Level (β_1) มีค่าติดลบอย่างมีนัยสำคัญ แสดงว่าระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ

3.3.3.2 การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ การกำกับดูแลกิจการ

และมูลค่ากิจการ

สำหรับการทดสอบสมมติฐานที่ 2, 4, 6 และ 8 เพื่อศึกษาว่าปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการในแต่ละปัจจัยนั้น มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการหรือไม่ อย่างไร จะทดสอบด้วยวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงสถิติ โดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุสมการที่ (3.2) ซึ่งได้เพิ่มตัวแปรการกำกับดูแลกิจการจำนวน 4 ตัวแปร ไว้ในสมการ ดังนี้

$$\text{Tobin's } q \text{ Ratio} = \beta_0 + \beta_1 \text{Level} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Profitability} + \beta_4 \text{GrowthOpp} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Officers and Directors Ownership} + \beta_7 \text{Board Independence} + \beta_8 \text{Board Size} + \beta_9 \text{CEO Duality} + \varepsilon \quad (3.2)$$

โดยตัวแปรต้นที่เป็นตัวแทน (Proxy) ของการกำกับดูแลกิจการที่เพิ่มขึ้นมาในสมการที่ (3.2) จำนวน 4 ตัวแปร ได้แก่

Officers and Directors Ownership คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการ

Board Independence คือ สัดส่วนคณะกรรมการอิสระ คำนวณจากจำนวนคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการต่อจำนวนกรรมการทั้งหมด

Board Size คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท คำนวณจาก Logarithm ฐานธรรมชาติของจำนวนคณะกรรมการทั้งหมด

CEO Duality คือ ตัวแปรหุ่นที่แทนการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการ และประธานเจ้าหน้าที่บริหาร โดยกำหนดให้มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อประธานกรรมการเป็นคนเดียวกับประธานบริหาร และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อประธานกรรมการมิได้เป็นคนเดียวกับประธานบริหาร

ในส่วนของการศึกษาปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการแต่ละปัจจัยว่าส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการหรือไม่อย่างไร (สมมติฐานที่ 3, 5, 7 และ 9) สามารถทำได้โดยการประมาณสมการถดถอยเชิงพหุคูณ โดยในขั้นตอนนี้ ผู้วิจัยได้เพิ่มตัวแปรภายนอก (Interaction Term) ซึ่งเกิดจากผลคูณระหว่างตัวแปร Level และตัวแปรด้านกำกับดูแลกิจการทั้ง 4 ตัวแปร ได้เป็นสมการที่ (3.3) ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } q \text{ Ratio} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Level} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Profitability} + \beta_4 \text{GrowthOpp} + \\ & \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Officers and Directors Ownership} + \beta_7 \text{Board Independence} + \\ & \beta_8 \text{Board Size} + \beta_9 \text{CEO Duality} + \beta_{10} \text{Level} * \text{Officers and Directors Ownership} + \\ & \beta_{11} \text{Level} * \text{Board Independence} + \beta_{12} \text{Level} * \text{Board Size} + \beta_{13} \text{Level} * \\ & \text{CEO Duality} + \varepsilon \end{aligned} \quad (3.3)$$

โดย Level*Officers and Directors Ownership, Level*Board Independence, Level*Board Size และ Level*CEO Duality เป็นตัวแปรภายนอก (Interaction Term) ของ Officers and Directors Ownership, Board Independence, Board Size และ CEO Duality ตามลำดับ



บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการ ความสัมพันธ์ระหว่างการกำกับดูแลกิจการกับมูลค่าของกิจการ รวมถึงศึกษาว่าการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการหรือไม่ อย่างไร โดยใช้ข้อมูลตัวอย่างจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 ในช่วงปี พ.ศ. 2555 -2557 ทั้งนี้ ไม่รวมบริษัทในอุตสาหกรรมการเงินและบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน ทำให้เหลือตัวอย่างจำนวนทั้งสิ้น 258 บริษัท โดยผลการวิจัยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษานี้เป็นตัวแปรเชิงปริมาณ ประกอบด้วย มูลค่าของกิจการระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของกรรมการ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหาร โดยมีขนาดของกิจการ ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โอกาสในการเติบโตของกิจการ และความเสี่ยงทางการเงินของกิจการเป็นตัวแปรควบคุม ผลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรทั้งหมดเป็นดังตารางที่ 4.1 และ 4.2

ตารางที่ 4.1 ผลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
Tobin's q Ratio (เท่า)	2.1207	1.7596	0.5200	15.0600
Level (เท่า)	0.4552	0.3422	0.0047	1.0000
Officers and Directors Ownership (สัดส่วน)	0.1554	0.2040	0.0000	0.9361
Board Independence (สัดส่วน)	0.4157	0.0966	0.2667	0.8462
Board Size (จำนวนคน)	11.5800	2.5665	5.0000	21.0000
Size (พื้นที่บาท)	93,163,183	210,682,944	2,573,002	1,801,721,574
Profitability (เท่า)	0.1888	0.1691	-0.2722	0.7522
GrowthOpp (เท่า)	0.0970	0.2348	-0.2021	3.3037
Leverage (เท่า)	0.5284	0.1606	0.0970	0.9770

ตารางที่ 4.2 ผลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรหุ่น

ตัวแปร	ความถี่ (=1)	ร้อยละ	ความถี่ (=0)	ร้อยละ
CEO Duality	47	18.2171	211	81.7829

จากตารางที่ 4.1 และตารางที่ 4.2 พบว่าตัวแปรตาม หรือมูลค่าของกิจการมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 2.1207 โดยมีค่าต่ำสุดที่ 0.5200 และค่าสูงสุดที่ 15.0600 ในขณะที่ตัวแปรอิสระระดับการกระจายการลงทุนพบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.4552 โดยมีค่าต่ำสุดและสูงสุดที่ 0.0047 และ 1.0000

ตามลำดับ แสดงว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 โดยเฉลี่ยมีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจในระดับสูง (ค่า $SR < 0.7$ หรือก็คือ $Level > 0.3$)

สำหรับตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งเป็นทั้งตัวแปรอิสระและตัวแปรกำกับนั้น พบว่า โดยเฉลี่ยแล้วบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET 100 ความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัทค่อนข้างต่ำ กล่าวคืออยู่ที่ร้อยละ 15.54 มีความเป็นอิสระของกรรมการบริษัทในระดับปานกลาง หรือโดยเฉลี่ยที่ร้อยละ 41.57 มีจำนวนกรรมการบริษัทโดยเฉลี่ยประมาณ 11-12 คน และมีบริษัทที่มีการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารอยู่ 47 บริษัท หรือคิดเป็นร้อยละ 18.22

4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์

ผู้วิจัยได้วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่สำคัญในเบื้องต้น โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ดังแสดงในตารางที่ 4.3

จากตารางที่ 4.3 พบว่าตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าของกิจการหรือค่า Tobin's q Ratio มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 และมีความสัมพันธ์ทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับความเป็นอิสระของกรรมการ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99

สำหรับตัวแปรอิสระที่ใช้ในการศึกษา จากการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ พบว่าตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น เพื่อให้แน่ใจว่าผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณจะไม่ประสบกับปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ผู้วิจัยจึงได้พิจารณาค่า Variance Inflation Factor (VIF) เพิ่มเติม โดยผลการวิเคราะห์พบว่าค่า VIF ของตัวแปรอิสระแต่ละตัวอยู่ในเกณฑ์ที่เหมาะสม กล่าวคือ มีค่าต่ำกว่า 5 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้น ตัวแปรอิสระทั้งหมดที่ใช้ในการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณจึงมีความเหมาะสม (โปรดดูภาคผนวก ก)

ตารางที่ 4.3 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

Pearson Correlation	Tobin's q Ratio	Level	Officers and Directors Ownership	Board Independence	Board Size	CEO Duality	Size	Profitability	GrowthOpp
Level	-0.1595*								
Officers and Directors Ownership	0.0216	0.036							
Board Independence	-0.1793**	-0.1733**	-0.0934						
Board Size	-0.0955	0.0103	-0.3235**	0.0636					
CEO Duality	-0.0704	0.0369	0.2342**	-0.1883**	-0.2064**				
Size	-0.3062**	0.1859**	-0.3681**	0.2524**	0.5261**	-0.1616**			
Profitability	0.2876**	0.1230*	0.0821	-0.0531	-0.1714**	0.0200	-0.1379*		
GrowthOpp	-0.0103	0.1465*	0.1029	-0.0279	-0.0865	0.1705**	-0.0192	0.1612**	
Leverage	-0.2410**	0.0837	-0.1781**	-0.1187	0.1358*	-0.0541	0.3059**	-0.3268**	0.0209

**มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

4.3 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงสถิติโดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) โดยผลการวิเคราะห์มีดังต่อไปนี้

4.3.1 การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ และมูลค่ากิจการ

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการ จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณสมการที่ (3.1) เป็นไปตามแสดงในตารางที่ 4.4

$$\text{Tobin's } q \text{ Ratio} = \beta_0 + \beta_1 \text{Level} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Profitability} + \beta_4 \text{GrowthOpp} + \beta_5 \text{Leverage} + \varepsilon \quad (3.1)$$

ตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณสมการที่ (3.1)

ตัวแปร	สัมประสิทธิ์	P-value
Constant	7.8095	0.0000
Level	-0.7096	0.0210
Size	-0.7121	0.0000
Profitability	2.6424	0.0000
GrowthOpp	-0.2521	0.5650
Leverage	0.8511	0.2200
R-square	0.1822	
Adjusted R-square	0.1660	

H1: ระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ

จากตารางที่ 4.4 เมื่อพิจารณาสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปร Level ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระแทนระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ พบว่ามีค่าเท่ากับ -0.7096 และมีค่า P-value เท่ากับ 0.0210 ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือ การกระจายการลงทุนทางธุรกิจจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานข้อที่ 1 ของงานวิจัยนี้ โดยสามารถอธิบายผลได้ว่ากิจการที่กระจายการลงทุน

ทางธุรกิจอาจประสบกับปัญหาการลงทุนมากเกินไปที่ควร การขยายกิจการจนมีขนาดใหญ่เกินไปจุดที่เหมาะสม การอุดหนุนไขว้ของทรัพยากรภายใน ความไม่มีประสิทธิภาพในการจัดสรรทรัพยากรภายใน และปัญหาต้นทุนความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของที่รุนแรงยิ่งขึ้น ซึ่งปัญหาดังกล่าวก่อให้เกิดต้นทุนที่สูงกว่าผลประโยชน์ที่กิจการได้รับจากการกระจายการลงทุน จึงส่งผลให้โดยรวมแล้วมูลค่าของกิจการลดลง

สำหรับตัวแปรควบคุมนั้น พบว่าตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติมีสองตัวแปรด้วยกัน ได้แก่ ขนาดของกิจการ และความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โดยขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Berger & Ofek (1995) ในขณะที่ความสามารถในการสร้างกำไรของกิจการมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับมูลค่ากิจการ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Pervan & Višić (2012), Haugen & Baker (1996) และ Yang et al. (2010)

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาค่า Adjusted R-square พบว่ามีค่าเท่ากับ 0.1660 หมายความว่า ตัวแปรอิสระ อันได้แก่ ระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ขนาดของกิจการ ความสามารถในการสร้างกำไรของกิจการ โอกาสในการเติบโตของกิจการ และความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ สามารถอธิบายมูลค่าของกิจการได้ร้อยละ 16.60 โดยร้อยละที่เหลือเกิดจากอิทธิพลของตัวแปรอื่นที่ไม่ได้นำมาพิจารณาในสมการนี้

4.3.2 การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ การกำกับดูแลกิจการ และมูลค่าของกิจการ

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการและมูลค่าของกิจการ จากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณสมการที่ (3.2) เป็นไปตามแสดงในตารางที่ 4.5

$$\text{Tobin's } q \text{ Ratio} = \beta_0 + \beta_1 \text{Level} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Profitability} + \beta_4 \text{GrowthOpp} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Officers and Directors Ownership} + \beta_7 \text{Board Independence} + \beta_8 \text{Board Size} + \beta_9 \text{CEO Duality} + \varepsilon \quad (3.2)$$

จากตารางที่ 4.5 พบว่า ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ตัวแปรอิสระที่เป็นปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญมีจำนวนสองตัวแปร ได้แก่ ความเป็นอิสระของกรรมการบริษัท และการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหาร โดยสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปร Board Independence มีค่าเท่ากับ -3.3547 และมีค่า P-value เท่ากับ 0.0030 ส่วนสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปร CEO Duality มีค่าเท่ากับ -0.5497 และมีค่า P-value เท่ากับ 0.0430 หมายความว่า ตัวแปรทั้งสองต่างมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการในทิศทางลบ หรือก็คือ การมีกรรมการอิสระในสัดส่วนสูงจะส่งผลให้กิจการมีมูลค่าลดลง ในทำนองเดียวกัน การดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารก็ส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลงเช่นกัน ส่วนความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท และขนาดของคณะกรรมการบริษัทนั้น พบว่า

ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาค่า Adjusted R-square พบว่ามีค่าเท่ากับ 0.2033 หมายความว่า ตัวแปรอิสระทั้ง 9 ตัวแปร สามารถอธิบายมูลค่าของกิจการได้ร้อยละ 20.33 โดยร้อยละที่เหลือเกิดจากอิทธิพลของตัวแปรอื่นที่ไม่ได้นำมาพิจารณาในสมการนี้

ตารางที่ 4.5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณสมการที่ (3.2)

ตัวแปร	สัมประสิทธิ์	P-value
Constant	8.9807	0.0000
Level	-0.8293	0.0080
Size	-0.7356	0.0030
Profitability	2.5132	0.0000
GrowthOpp	-0.0016	0.9970
Leverage	-1.3826	0.0490
Officers and Directors Ownership	-0.6260	0.2440
Board Independence	-3.3547	0.0030
Board Size	0.3854	0.4760
CEO Duality	-0.5497	0.0430
R-square	0.2312	
Adjusted R-square	0.2033	

จากที่กล่าวไปในเบื้องต้น สามารถวิเคราะห์ผลการวิจัยเปรียบเทียบกับสมมติฐานที่ตั้งต่อไปนี้

H2: สัดส่วนความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.5 พบว่าความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึงขัดแย้งกับสมมติฐานข้อที่ 2

จากที่ได้กล่าวไปในการทบทวนวรรณกรรมว่า ระดับความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัทอาจส่งผลให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มขึ้น เนื่องจากทำให้ผลประโยชน์ของผู้ที่มีอำนาจในการบริหาร (หรือตัวแทน) กับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นไปในทิศทางเดียวกันมากขึ้น

(Firth, 1997; Bhabra, 2007) ในทางกลับกัน การที่พนักงานและกรรมการบริษัทมีความเป็นเจ้าของกิจการสูงอาจทำให้ผู้มีอำนาจเชิงบริหารสร้างความมั่นคงเพื่อผลประโยชน์ส่วนตน (Entrenchment) แทนที่จะคำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ซึ่งท้ายที่สุดก็อาจส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการได้เช่นกัน (Pergola และ Joseph, 2011) ด้วยเหตุนี้ ความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัทจึงอาจก่อให้เกิดทั้งผลประโยชน์และต้นทุนต่อกิจการ ทำให้เกิดการหักล้างกันระหว่างกิจการ และอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้งานวิจัยนี้ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการกับมูลค่าของกิจการ

H4: สัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัท กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.5 พบว่าความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางลบ ดังนั้นจึงขัดแย้งกับสมมติฐานข้อที่ 4

สาเหตุที่ผลขัดแย้งกับสมมติฐานนั้น อาจอ้างอิงได้จากงานวิจัยของ Kyereboah-Coleman & Biekpe (2008) ที่พบว่าโดยเฉลี่ยแล้ว ความเป็นอิสระของกรรมการบริษัทส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในประเทศนิจีแลนด โดยผู้วิจัยได้ให้เหตุผลว่าแม้กรรมการอิสระมีแนวโน้มที่จะประเมินและควบคุมการดำเนินงานของผู้บริหารได้โดยปราศจากความลำเอียง และไม่มีปัญหาความขัดแย้งในผลประโยชน์ (Conflict of Interest) แต่กรรมการอิสระเหล่านี้มักมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับบริษัทที่ตนดูแลอยู่น้อยกว่ากรรมการไม่อิสระ และมักประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทโดยอาศัยข้อมูลจากผู้บริหาร ซึ่งข้อมูลดังกล่าวอาจถูกบิดเบือน และทำให้การกำกับดูแลไม่เกิดประสิทธิผล อีกทั้งในประเทศขนาดเล็ก เช่น นิจีแลนด ก็มักประสบกับปัญหาขาดแคลนกรรมการอิสระที่มีคุณภาพ แต่เนื่องจากกฎระเบียบและข้อบังคับที่กำหนดให้คณะกรรมการบริษัทต้องประกอบด้วยกรรมการอิสระจำนวนหนึ่ง จึงส่งผลให้บริษัทจำเป็นต้องจ้างกรรมการอิสระที่มีความสามารถ แต่ต้องดำรงหลายตำแหน่ง และอาจมีเวลาไม่เพียงพอในการควบคุมดูแลบริษัท หรือต้องจ้างกรรมการอิสระที่มีความสามารถน้อยกว่ามาทดแทน ในสถานการณ์เช่นนี้ การมีคณะกรรมการอิสระจึงอาจส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลงได้ จากที่กล่าวไป จึงอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้งานวิจัยนี้พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างความเป็นอิสระของคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่าของกิจการ

H6: ขนาดของคณะกรรมการบริษัท กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.5 พบว่าขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึงขัดกับสมมติฐานข้อที่ 6

สาเหตุที่ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวอาจอ้างอิงได้จากงานวิจัยของ Kumar & Singh (2013) ที่พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่ากิจการนั้นไม่อาจระบุได้แน่ชัด โดยทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่ากิจการจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการหาฉันทมติร่วมของกรรมการ และการใช้ประโยชน์จากองค์ความรู้และประสบการณ์ของกรรมการแต่ละท่าน ซึ่งอาจวัดไม่ได้โดยตรงจากขนาดของคณะกรรมการ นอกจากนี้ ผลการวิจัยของ Bermig & Frick (2010) และ Kyereboah-Coleman & Biekpe (2008) ก็ไม่พบความสัมพันธ์ที่ชัดเจนระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่ากิจการ ทั้งนี้ งานวิจัยทั้งสองชี้แจงว่าความสัมพันธ์ที่ค้นพบนั้นจะแตกต่างกันไป โดยขึ้นอยู่กับตัวแปรที่ใช้แทนมูลค่าหรือผลประโยชน์ของกิจการ และระเบียบวิธีวิจัยที่ใช้ นอกจากนี้ ในงานวิจัยนี้พบว่ากลุ่มตัวอย่างมีขนาดของคณะกรรมการบริษัทไม่แตกต่างกันมากนัก จากที่กล่าวมานี้ จึงอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้งานวิจัยนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่ากิจการ

H8: การดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหาร กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.5 พบว่าการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญในทิศทางลบ ดังนั้นจึงสอดคล้องกับสมมติฐานข้อที่ 8

ความสัมพันธ์ดังกล่าวสามารถให้เหตุผลได้ว่า การดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารจะก่อให้เกิดปัญหาการสร้างบารมีแก่ผู้บริหาร (Management Entrenchment Theory) เนื่องจากโดยปกติประธานกรรมการจะมีหน้าที่ในการควบคุมดูแลการทำงานของฝ่ายบริหาร แต่เมื่อประธานกรรมการและประธานบริหารเป็นคนเดียวกัน ก็เท่ากับเป็นการเปิดช่องทางให้ประธานบริหารสามารถใช้อำนาจในการสร้างผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าที่จะคำนึงถึงผลประโยชน์ของกิจการและผู้ถือหุ้นได้ง่ายขึ้น (Stewart, 1991) นอกจากนี้ โดยทั่วไปแล้วประธานบริหารมักมีบทบาทในการดำเนินงานรายวันของบริษัท ในขณะที่ประธานกรรมการมีหน้าที่ดูแลควบคุมการดำเนินงานของบริษัทในภาพรวม เช่น การวางแผนกลยุทธ์ระยะยาว การทบทวนนโยบาย และการสร้างความสัมพันธ์กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท ด้วยเหตุนี้ ประธานบริหารจึงมักติดพันกับภารกิจประจำวันและไม่มีเวลาเพียงพอในการทำหน้าที่ของประธานกรรมการ (Changanti, Mahajan & Sharma, 1985) ทำให้การดำรงตำแหน่งควบดังกล่าวส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ

ในขั้นถัดไป จะเป็นการวิเคราะห์ผลการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการ ว่าส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการหรือไม่ และอย่างไร โดยวิเคราะห์จากผลสมการถดถอยเชิงพหุคูณสมการที่ (3.3) ดังแสดงในตารางที่ 4.6

$$\text{Tobin's } q \text{ Ratio} = \beta_0 + \beta_1 \text{Level} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{Profitability} + \beta_4 \text{GrowthOpp} + \beta_5 \text{Leverage} + \beta_6 \text{Officers and Directors Ownership} + \beta_7 \text{Board Independence} + \beta_8 \text{Board Size} + \beta_9 \text{CEO Duality} + \beta_{10} \text{Level} * \text{Officers and Directors Ownership} + \beta_{11} \text{Level} * \text{Board Independence} + \beta_{12} \text{Level} * \text{Board Size} + \beta_{13} \text{Level} * \text{CEO Duality} + \varepsilon \quad (3.3)$$

ตารางที่ 4.6 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณสมการที่ (3.3)

ตัวแปร	สัมประสิทธิ์	P-value
Constant	13.0712	0.0000
Level	-12.0964	0.0070
Size	-0.6641	0.0070
Profitability	2.4520	0.0000
GrowthOpp	-0.1732	0.7020
Leverage	-1.1510	0.1120
Officers and Directors Ownership	-2.1957	0.0070
Board Independence	-4.2090	0.0050
Board Size	-1.2813	0.1740
CEO Duality	-0.7255	0.1120
Level x Officers and Directors Ownership	4.0820	0.0080
Level x Board Independence	3.7616	0.2700
Level x Board Size	3.6688	0.0290
Level x CEO Duality	0.3820	0.6340
R-square	0.2599	
Adjusted R-square	0.2205	

จากตารางที่ 4.6 พบว่า ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ตัวแปรภายนอก (Interaction Term) ที่เกิดจากผลคูณระหว่างระดับการกระจายการลงทุนกับตัวแปรด้านกำกับดูแลกิจการนั้น มีตัวแปร Level x Officers and Directors Ownership และ Level x Board Size ที่มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ หมายความว่า การที่กิจการมีความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัทสูง หรือมีคณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่ขึ้น จะช่วยบรรเทาการลดลงของมูลค่ากิจการอันเกิดจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจได้ ในขณะที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร Level x Board Independence และ Level x CEO Duality กับมูลค่าของกิจการ แสดงว่า

ความเป็นอิสระของกรรมการบริษัท และการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารนั้นไม่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับมูลค่าของกิจการ นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาค่า Adjusted R-square พบว่ามีค่าเท่ากับ 0.2205 หมายความว่า ตัวแปรอิสระทั้ง 13 ตัวแปร สามารถอธิบายมูลค่าของกิจการได้ร้อยละ 22.05 โดยร้อยละที่เหลือเกิดจากอิทธิพลของตัวแปรอื่นที่ไม่ได้นำมาพิจารณาในสมการนี้

จากที่กล่าวไป สามารถวิเคราะห์ผลการวิจัยเปรียบเทียบกับสมมติฐานที่ตั้งต่อไปนี้

H3: สัดส่วนความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.6 พบว่าผลคูณระหว่างความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัทกับระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ หรือก็คือ ความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัทส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับมูลค่ากิจการ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานข้อที่ 3

ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Hoehle et al. (2012) ที่พบว่าในกรณีที่ประธานเจ้าหน้าที่บริหารมีความเป็นเจ้าของในกิจการสูงแล้ว กิจการที่มีการกระจายการลงทุนจะสามารถบรรเทาการลดลงของมูลค่าได้ และสอดคล้องกับผลวิจัยของ Lins and Servaes (2002) ที่พบว่าระดับมูลค่าที่ลดลงจากการกระจายธุรกิจส่วนหนึ่งจะถูกกำหนดโดยความเป็นเจ้าของของผู้ที่มีอำนาจในการบริหารบริษัท ทั้งนี้เป็นเพราะการที่พนักงานและกรรมการมีความเป็นเจ้าของในกิจการสูงนั้นจะทำให้ผลประโยชน์ของพวกเขาซึ่งถือเป็นตัวแทนของบริษัท กับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นไปในทิศทางเดียวกันมากขึ้น ทำให้สามารถลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของ และช่วยบรรเทาการลดลงของมูลค่ากิจการอันเกิดจากการกระจายการลงทุนได้

H5: สัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัท ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.6 พบว่าผลคูณระหว่างสัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทกับระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึงขัดแย้งกับสมมติฐานข้อที่ 5

ผลการวิจัยนี้สามารถอธิบายได้โดยอ้างอิงจากผลการศึกษาของ Huei (2012) ที่พบว่า โดยทั่วไปการกระจายการลงทุนจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง และพบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระของกิจการไม่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับมูลค่าของกิจการ อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่คณะกรรมการตรวจสอบทุกคนล้วนเป็นคณะกรรมการอิสระนั้น พบว่าการกระจาย

การลงทุนจะส่งผลให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มขึ้น การศึกษาของ Huei (2012) จึงเสนอว่าปัจจัยสำคัญที่ทำให้การกระจายการลงทุนส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่ากิจการนั้นไม่ใช่ความเป็นอิสระของคณะกรรมการโดยตรง แต่เป็นคุณภาพของคณะกรรมการตรวจสอบ ซึ่งส่วนหนึ่งสามารถวัดได้จากระดับความเป็นอิสระของคณะกรรมการตรวจสอบ คำอธิบายนี้สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Chen and Chen (2012) ที่พบว่ากิจการที่กระจายการลงทุน และมีคณะกรรมการตรวจสอบที่มีคุณภาพสูงจะสามารถบรรเทาการลดลงของมูลค่ากิจการได้ จากที่กล่าวไปจึงอาจเป็นสาเหตุที่ผลการวิจัยนี้ไม่พบว่าสัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัทส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

H7: ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.6 พบว่าผลคุณระหว่างขนาดของคณะกรรมการบริษัท กับระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ หรือก็คือ ขนาดของคณะกรรมการบริษัทส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับมูลค่ากิจการ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานข้อที่ 7

ผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Coles, Daniel, and Naveen (2008) ที่พบว่า การกระจายการลงทุนของกิจการจะส่งผลให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น หากกิจการนั้นๆ มีคณะกรรมการขนาดใหญ่ ทั้งนี้ สามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีพึ่งพาทรัพยากร (Resource Dependence Theory) กล่าวคือ คณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่มักจะประกอบไปด้วยกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ที่แตกต่างกัน รวมถึงมักมีความสามารถในการเข้าถึงทรัพยากรต่างๆ ได้ดีกว่าคณะกรรมการขนาดเล็ก ซึ่งประสบการณ์และทรัพยากรเหล่านี้จะทำให้กิจการสามารถรับมือกับความไม่แน่นอนและอุปสรรคต่างๆ อันเกิดจากการกระจายการลงทุนได้ดียิ่งขึ้น ด้วยเหตุนี้ การที่กิจการมีคณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่จึงสามารถช่วยบรรเทาการลดลงของมูลค่ากิจการอันเกิดจากการกระจายการลงทุนได้ (Zahra & Pearce, 1989; Peng, 2004)

H9: การดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหาร ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.6 พบว่าผลคุณระหว่างการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารกับระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึงขัดแย้งกับสมมติฐานข้อที่ 9

สามารถอธิบายผลได้ว่า โดยปกติแล้ว การดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารจะทำให้กิจการประสบกับปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและ

เจ้าของที่รุนแรงขึ้น จึงส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง (Chen et al., 2005) อย่างไรก็ตาม กิจการที่กระจายการลงทุนมักจะต้องเผชิญกับความซับซ้อนและความไม่แน่นอนของสภาพแวดล้อมมากกว่ากิจการทั่วไป ดังนั้น การที่ประธานบริหารและประธานกรรมการเป็นคนเดียวกันจึงได้เปรียบในแง่ของการมีข้อมูลข่าวสารและความเข้าใจในกิจการสูง (Kroll et al., 2007) มีความยืดหยุ่นในการดำเนินงาน รวมถึงสามารถตัดสินใจและตอบสนองต่อสภาพแวดล้อมได้อย่างรวดเร็ว (Bortnick, 1981) ด้วยเหตุนี้ การดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารในกิจการที่กระจายการลงทุนจึงอาจก่อให้เกิดทั้งผลดีและผลเสียต่อกิจการ ผลกระทบสุทธิที่เกิดขึ้นจึงอาจคลุมเครือ ทำให้งานวิจัยนี้ไม่พบว่าการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

จากที่กล่าวไป สามารถสรุปผลการวิเคราะห์กับสมมติฐานของงานวิจัยได้ ดังแสดงในตารางที่ 4.7

ตารางที่ 4.7 การเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์กับสมมติฐานของงานวิจัย

สมมติฐาน	ผลการวิเคราะห์
H1: ระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ	สัมพันธ์ทิศทางลบ (สอดคล้องกับสมมติฐาน)
H2: สัดส่วนความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก	ไม่พบความสัมพันธ์ (ขัดแย้งกับสมมติฐาน)
H3: สัดส่วนความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัทส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100	ส่งผล (สอดคล้องกับสมมติฐาน)
H4: สัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัท กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก	สัมพันธ์ทิศทางลบ (ขัดแย้งกับสมมติฐาน)
H5: สัดส่วนกรรมการอิสระของบริษัท ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100	ไม่ส่งผล (ขัดแย้งกับสมมติฐาน)
H6: ขนาดของคณะกรรมการบริษัท กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก	ไม่พบความสัมพันธ์ (ขัดแย้งกับสมมติฐาน)
H7: ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100	ส่งผล (สอดคล้องกับสมมติฐาน)
H8: การดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหาร กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ	สัมพันธ์ทิศทางลบ (สอดคล้องกับสมมติฐาน)
H9: การดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหาร ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ กับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET 100	ไม่ส่งผล (ขัดแย้งกับสมมติฐาน)

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ และปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการที่มีต่อมูลค่ากิจการ รวมถึงศึกษาว่าการกำกับดูแลกิจการส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการหรือไม่ อย่างไร โดยผู้วิจัยได้ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 จำนวน 258 ตัวอย่าง และมีระยะเวลาในการศึกษาอยู่ในช่วงปี พ.ศ. 2555 – 2557

ตัวแปรที่ใช้ศึกษาในงานวิจัยนี้เป็นตัวแปรเชิงปริมาณ ประกอบด้วย ตัวแปรตาม ได้แก่ มูลค่าของกิจการ ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ระดับการกระจายการลงทุน และตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งประกอบด้วย ความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของกรรมการ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหาร โดยตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการทั้ง 4 จะทำหน้าที่เป็นตัวแปรกำกับด้วย นอกจากนี้ยังมีตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ โอกาสในการเติบโตของกิจการ และความเสี่ยงทางการเงินของกิจการ โดยผู้วิจัยได้เลือกใช้ตัวแบบสมการถดถอยเชิงพหุคูณในการวิเคราะห์หาความสัมพันธ์ดังกล่าว

ผลการวิจัยนี้พบว่า โดยทั่วไปแล้วระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดลง ซึ่งอธิบายได้ด้วยทฤษฎีต้นทุนความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของ กล่าวคือ ผู้บริหารมักมีแรงจูงใจที่จะกระจายการลงทุนเพื่อเพิ่มอำนาจและผลประโยชน์ส่วนตน และอาจเลือกกระจายการลงทุนในอุตสาหกรรม หรือโครงการที่ตนเองมีประสบการณ์หรือความเชี่ยวชาญ โดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น ทำให้มูลค่าของกิจการลดลง สำหรับปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการ พบว่าความเป็นอิสระของกรรมการ และการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารส่งผลเชิงลบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ สามารถอธิบายได้ว่าเนื่องจากกรรมการอิสระมักมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับบริษัทที่ตนดูแลอยู่น้อยกว่ากรรมการไม่อิสระ รวมถึงประเทศขนาดเล็กอย่างประเทศไทยก็อาจประสบกับปัญหาขาดแคลนกรรมการอิสระที่มีคุณภาพ ทำให้บริษัทจำเป็นต้องจ้างกรรมการอิสระที่มีความสามารถหรือความพร้อมในการทำงานที่ด้อยลงมา ส่วนการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารนั้นจะก่อให้เกิดปัญหาการสร้างบารมีแก่ผู้บริหาร โดยประธานบริหารจะสามารถใช้อำนาจเพื่อสร้างผลประโยชน์

ส่วนตนมากยิ่งขึ้น ปัจจัยทั้งสองนี้จึงเป็นตัวแทนของการกำกับดูแลกิจการที่มีประสิทธิภาพต่ำ และส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลง อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ไม่พบว่าความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท และขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ

นอกจากนี้ จากการศึกษาบทบาทของปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนและมูลค่าของกิจการ พบว่าความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท และขนาดของคณะกรรมการบริษัทส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ กิจการที่มีการกระจายการลงทุนจะมีมูลค่ากิจการเพิ่มมากขึ้น หากกิจการนั้นมีความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัทสูง หรือมีคณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากการที่พนักงานและกรรมการมีความเป็นเจ้าของในกิจการสูง จะทำให้ผลประโยชน์ของพวกเขาและของผู้ถือหุ้นเป็นไปในทิศทางเดียวกันมากขึ้น ปัญหาต้นทุนความขัดแย้งระหว่างตัวแทนและเจ้าของจึงลดลง ส่วนคณะกรรมการขนาดใหญ่มักประกอบไปด้วยกรรมการที่มีความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ที่หลากหลาย และมีความสามารถในการเข้าถึงทรัพยากรต่างๆ ได้ดี ทำให้กิจการสามารถรับมือกับความไม่แน่นอนและอุปสรรคต่างๆ ที่เกิดจากการกระจายการลงทุนได้ดียิ่งขึ้น ด้วยเหตุนี้ ความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท และขนาดของคณะกรรมการบริษัทจึงสามารถช่วยบรรเทาการลดลงของมูลค่ากิจการอันเกิดจากการกระจายการลงทุนได้

5.2 ข้อเสนอแนะจากผลงานวิจัย

ผลงานวิจัยนี้ได้ตอกย้ำถึงความสำคัญของการกำกับดูแลกิจการที่ดี กล่าวคือ กิจการที่กระจายการลงทุนทางธุรกิจสามารถลดผลกระทบที่เกิดขึ้น และเพิ่มมูลค่าของกิจการได้หากมีการกำกับดูแลกิจการที่เหมาะสม ผลงานวิจัยนี้เป็นประโยชน์สำหรับผู้บริหารเพื่อใช้เป็นแนวทางในการดำเนินกลยุทธ์กระจายการลงทุน โดยผู้บริหารควรคำนึงถึงการวางโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการที่เหมาะสม เช่น เปิดโอกาสให้พนักงานและกรรมการบริษัทได้มีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของกิจการ และกำหนดขนาดของคณะกรรมการบริษัทให้มีขนาดใหญ่เพียงพอ เป็นต้น เพื่อให้การกระจายการลงทุนทางธุรกิจก่อให้เกิดมูลค่าสูงสุดแก่กิจการ นอกจากนี้ ผลงานวิจัยนี้ยังเป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุน โดยนักลงทุนควรพิจารณาว่ากิจการที่ต้องการลงทุนนั้นมีการกำกับดูแลกิจการที่เหมาะสมหรือไม่อย่างไร หากเป็นกิจการทั่วไป นักลงทุนควรพิจารณาว่ากิจการนั้นมีคณะกรรมการอิสระมากน้อยเพียงใด และมีการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารหรือไม่ ส่วนในกรณีกิจการมีการกระจายการลงทุน การกำกับดูแลกิจการที่เหมาะสมอาจพิจารณาจากความเป็นเจ้าของ

ของพนักงานและกรรมการว่าอยู่ในระดับสูงหรือไม่ และมีขนาดคณะกรรมการบริษัทที่ใหญ่เพียงพอหรือไม่ เป็นต้น

5.3 ข้อจำกัดของงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีข้อจำกัดบางประการ ประการแรกคือ งานวิจัยนี้ใช้ตัวแปรทั้งสิ้น ได้แก่ ความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของกรรมการ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหาร เป็นตัวแปรที่สามารถสะท้อนถึงการกำกับดูแลกิจการได้อย่างครอบคลุม ซึ่งในความเป็นจริงการกำกับดูแลกิจการประกอบด้วยหลายปัจจัย และสามารถวัดได้หลายวิธี เช่น วัดจากสัดส่วนการถือหุ้นของกองทุนภายนอก หรือผลตอบแทนของคณะกรรมการบริษัท ประการที่สอง ตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยนี้จำกัดอยู่เพียงกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 เท่านั้น และประการสุดท้าย ข้อมูลรายได้จากการขายของบริษัทย่อยที่ใช้ในที่นี้หมายถึงบริษัทย่อยที่จดทะเบียนในประเทศไทย โดยจะไม่รวมรายได้ของกิจการร่วมค้าและบริษัทร่วมที่จดทะเบียนจัดตั้งในต่างประเทศ อันเนื่องมาจากข้อจำกัดในการเก็บข้อมูล

5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยต่อเนื่อง

1. งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนกับมูลค่าของกิจการในภาพรวม แต่ยังไม่ได้มีการศึกษาแยกตามประเภทของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ เช่น การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน – ไม่สัมพันธ์กัน หรือการกระจายการลงทุนในประเทศ – ต่างประเทศ ว่ามีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการอย่างไร ดังนั้น การศึกษาในอนาคตอาจนำงานวิจัยนี้ไปต่อยอดเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างประเภทของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่ากิจการ

2. กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยนี้ ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET 100 ในช่วงปี พ.ศ. 2555 – 2557 ซึ่งงานวิจัยในอนาคตอาจขยายขอบเขตของการศึกษาโดยการเพิ่มจำนวนกลุ่มตัวอย่าง หรือช่วงระยะเวลาในการศึกษา เพื่อให้เห็นความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจและการกำกับดูแลกิจการ กับมูลค่ากิจการที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้น

3. ปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการที่ใช้ในงานวิจัยนี้ครอบคลุมเพียง 4 ตัวแปร ได้แก่ ความเป็นเจ้าของของพนักงานและกรรมการบริษัท ความเป็นอิสระของกรรมการ ขนาดของคณะกรรมการบริษัท และการดำรงตำแหน่งควบของประธานกรรมการและประธานบริหารเท่านั้น

ผู้ที่สนใจจึงอาจนำตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการตัวแปรอื่นนอกเหนือจากที่กล่าวไปมาศึกษาหาผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ และผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับมูลค่ากิจการได้



รายการอ้างอิง

Book and Book Articles

Rumelt, R. P. (1974). *Strategy, Structure, and Economic Performance*. Boston: Harvard Business School.

Williamson, O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Collier Macmillan Publishers.

Articles

Aggarwal, R., Kyaw, N. A. & Zhao, X. (2008). *Leverage and Firm Value: A Global Perspective*, s.l.: s.n.

Akbar, S., S. Z. A., S. & I., S. (2008). Stock Market Reaction to Capital Expenditure Announcements by UK firms. *Applied Financial Economics*, Vol. 18, pp. 617-627.

Al-Maskati, N., Bate, A. J. & Bhabra, G. S. (2015). Diversification, corporate governance and firm value in small markets: evidence from New Zealand. *Accounting and Finance*, Vol. 55.

Anderson, R. C., Bates, T. W., Bizjak, J. M. & Lemmon, M. L. (2000). Corporate governance and firm diversification. *Financial Management*, Vol. 29(1), pp. 5-22.

Baker, G. P. (1992). A study in the creation and destruction of value. *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 1081-1119.

Berger, P. G. & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, p. 39-65.

Bhabra, G. S. (2007). Insider ownership and firm value in New Zealand. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 17, p. 142-154.

Bhide, A. (1990). Reversing corporate diversification. *Journal of Applied Corporate Finance*, 3(2), pp. 70-81.

- Bortnick, J. (1981). International information flow: the developing world perspective. *Cornell International Law Journal*, 14(2), pp. 333-353.
- Changanti, R. S., Mahajan, V. & Sharma, S. (1985). Corporate Board Size, Composition and Corporate Failures in Retailing Industry. *Journal of Management Studies*, 22(4), pp. 400-417.
- Charoenwong, C. (2011). Corporate Diversification, Managerial Ownership and Firm Value: Evidence from the Thai Financial Crisis. *SSRN Electronic Journal*.
- Chavas, J.-P., Posner, J. & Hedtcke, J. (2009). Organic and Conventional Production Systems in the Wisconsin Integrated Cropping Systems Trial: II. Economic and Risk Analysis 1993–2006. *Agronomy Journal*, Vol. 101, pp. 288-295.
- Cheng, M.-C. & Tzeng, z.-C. (2011). The Effect of Leverage on Firm Value and How The Firm Financial Quality Influence on This Effect. *World Journal of Management*, Vol. 10, pp. 330 - 353.
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, p. 157–176.
- Chen, S.-S. & Ho, K. W. (2000). Corporate diversification, ownership structure, and firm value The Singapore evidence. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 9, pp. 315 - 326.
- Chen, S. S. & Chen, I. J. (2012). Corporate Governance and Capital Allocations of Diversified Firms. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, pp. 395-409.
- Chen, Z. L., Cheung, Y. L., Stouraitis, A. & Wong, A. W. S. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13(4), pp. 431-449.
- Chhaochharia, V. & Grinstein, Y. (2009). CEO compensation and board structure. *Journal of Finance*, Vol. 64, p. 231–261.
- Chongwoo, C., Tania, D. & Mishra, V. (2014). Corporate diversification, executive compensation and firm value: Evidence from Australia. *Australian School of Business*, Vol. 39(3), pp. 395-414.
- Chung, K. H. & Pruitt, S. W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, Vol. 23(3).

- Coles, J. L., Daniel, N. D. & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all?. *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, pp. 329-356.
- Comment, R. & Jarrell, G. (1995). Corporate focus and stock returns. *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, pp. 67-87.
- Denis, D. J., Denis, D. K. & Yost, K. (2002). Global diversification, industrial diversification and firm value. *The Journal of Finance*, Vol. 7(5), pp. 1951-1979.
- Denis, D. J., Denis, K. & Sarin, A. (1997). Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *Journal of Finance*, Vol. 52, p. 135-160.
- Dimitrov, V. & Tice, S. (2006). Corporate diversification and credit constraints: Real effects across the business cycle. *Review of Financial Studies*, 19(4), pp. 1465-1498.
- Eisenberg, T., Sundgren, S. & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, pp. 35-54.
- Faleye, O. (2007). Does One Hat Fit All? The Case of Corporate Leadership Structure. *Journal of Management & Governance*.
- Fauver, L., Houston, J. & Naranjo, A. (2003). Capital markets development, international integration, legal systems, and the value of corporate diversification: a cross-country analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, pp. 135-157.
- Fich, E. M. & Shivdasani, A. (2005). The impact of stock-option compensation for outside directors on firm value. *Journal of Business*, Vol. 78, p. 2229-2254.
- Firth, M. (1997). Takeovers in New Zealand: motives, stockholder returns, and executive share ownership. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 5, p. 419-440.
- Fleming, G., Oliver, B. & Skourakis, S. (2003). The valuation discount of multi-segment firms in Australia. *Accounting and Finance*, Vol. 43(2), pp. 167-185.
- Gleason, K. C., I. Kim, Y. H. & Y. S. Kim (2012). Corporate governance and diversification. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 41, pp. 1-31.
- Harris, M., Kriebel, C. H. & Raviv, R. (1982). Asymmetric information, incentives and intrafirm resource allocation. *Management Science*, 28(6), pp. 604-620.

- Haugen, R. A. & Baker, N. L. (1996). Commonality in the determinants of expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 41(401 - 439).
- Hoechle, D., Schmid, M., Walter, I. & Yermack, D. (2012). How much of the diversification discount can be explained by poor corporate governance?. *Journal of Financial Economics*, Vol. 103, p. 41–60.
- Hossain, M., Prevost, A. K. & Rao, R. P. (2001). Corporate governance in New Zealand: the effect of the 1993 companies act on the relation between board composition and firm performance. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 9, p. 119–145.
- Hovakimian, G. (2011). Financial constraints and investment efficiency: Internal capital allocation across the business cycle. *Journal of Financial Intermediation*, 20(2), pp. 264-283.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76(2), p. 323 – 329.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, Vol. 48, p. 831–880.
- Jensen, M. C. & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, Vol. 98(2), p. 225 – 264.
- Jiraporn, P., Kim, Y. S., Davidson, W. N. & Singh, M. (2006). Corporate governance, shareholder rights and firm diversification: an empirical analysis. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, p. 947–963.
- Khanna, T. & Palepu, K. (1997). Why focused strategies may be wrong for emerging markets?. *Harvard Business Review*, Vol. 75, pp. 41-51.
- Khanna, T. & Rivkin, J. (2001). Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. *Strategic Management Journal*, Vol. 22, pp. 45-57.
- Koerniadi, H. & Tourani-Rad, A. (2012). Does Board Independence Matter? Evidence from New Zealand. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 6(2), pp. 3-18.
- Kroll, M., Walters, B. & Le, S. (2007). The impact of board composition and top management team ownership structure on post-IPO performance in young

- entrepreneurial firms. *Academy of Management Journal*, 50(5), pp. 1198-1216.
- Kumar, N. & Singh, J. P. (2013). Effect of board size and promoter ownership on firm value: some empirical findings from India. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, Vol. 13, pp. 88-96.
- Lamont, O. (1997). Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets. *Journal of Finance*, Volume 52, pp. 83-109.
- Lang, L. & Stulz, R. (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy*, Vol. 102, pp. 1248-1280.
- Lee, K., Peng, M. & Lee, K. (2008). From diversification premium to diversification discount during institutional transitions. *Journal of World Business*, Vol. 43, pp. 47-65.
- Lewellen, W. G. (1971). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance*, Vol. 26, pp. 521-537.
- Lins, K. & Servaes, H. (1999). International evidence on the value of corporate diversification. *Journal of Finance*, Vol. 54(6), p. 2215 – 2239.
- Lins, K. V. & Servaes, H. (2002). Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?. *Journal of Financial Management*.
- Lipton, M. & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, Vol. 48, p. 59–77.
- Meyer, M., Milgrom, P. & Roberts, J. (1992). Organizational prospects, influence costs, and ownership changes. *Journal of Economics and Management Strategy*, Vol. 1, pp. 9-35.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, p. 147–175.
- Nachum, L. (2004). Geographic and industrial diversification of developing country firms. *Journal of Management Studies*, Vol. 41, pp. 273-294.
- Ozbas, O. & Scharfstein, D. S. (2008). Evidence on the dark side of internal capital markets. *Review of Financial Studies*.
- Peng, M. W. (2004). Outside directors and firm performance during institutional transitions. *Strategic Management Journal*, 25(5), pp. 453-471.

- Peng, M. W., Zhang, S. J., and Li, X.C. (2007) CEO duality and firm performance during China's intuitional transition. *Management and Organization Review*, Vol. 3(2), pp. 205-225.
- Pergola, T. M. & Joseph, G. W. (2011). Corporate governance and board equity ownership. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 11(2), pp. 200-213.
- Pervan, M. & Višić, J. (2012). Influence of firm size on its business success. *Croatian Operational Research Review*, Vol. 3.
- Rachmawati, A. & Triatmoko, H. (2007). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *SNA X Makassar*, Vol. 1.
- Rajan, R., Servaes, H. & Zingales, L. (2000). The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment. *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 35-80.
- Ramaswamy, K., Li, M. & Petit, B. (2004). Who drives unrelated diversification? A study of Indian manufacturing firms. *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 21, pp. 403-423.
- Sahin, K. (2015). The moderating effects of a board of directors on FDI's international diversification in Turkey. *International Journal of Organizational Analysis*, 23(1), pp. 61 - 88.
- Saloner, G. (1987). Predation, mergers, and incomplete information. *RAND Journal of Economics*, 18(2), pp. 165-186.
- Scharfstein, D. & Stein, J. (2000). The dark side of internal capital markets: divisional rent seeking and inefficient investment. *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 2537-2567.
- Servaes, H. (1996). The value of diversification during the conglomerate merger wave. *The Journal of Finance*, Volume 51(4), pp. 1201-1225.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1992). Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach. *The Journal of Finance*, 45(4), pp. 379-396.
- Singh, M., Nejadmalayeri, A. & Mathur, I. (2007). Performance impact of business group affiliation: an analysis of the diversification-performance link in a developing economy. *Journal of Business Research*, Vol. 60(4), pp. 339-347.

- Stein, J. C. (1997). Internal capital markets and the competition for corporate resources. *The Journal of Finance*, 52(1), pp. 223-247.
- Stewart, R. (1991). R. Stewart, Chairman and Chief Executives: An Explanation of their Relationship. *Journal of Management Studies*, 28(5), pp. 511-527.
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, Vol. 26(1), p. 3 – 27.
- Teece, D. J. (1980). Economies of scope and the scope of the enterprise. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1(3), pp. 223-247.
- Teece, D. J. (1982). Towards an economic theory of the multiproduct firm. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 3(1), pp. 39-63.
- Wang, C.-F. (2014). International diversification and firm performance: The moderating effects of corporate governance. *European Journal of International Management*, Vol. 8(4), pp. 415-439.
- Wernerfelt, B. & Montgomery, C. A. (1988). Tobin's q and the importance of focus in firm performance. *The American Economic Review*, pp. 246-250.
- Weston, J. F. (1970). The nature and significance of conglomerate firms. *St. John's Law Review*, Vol. 44, pp. 66-80.
- Yakov, A. & Lev, B. (1981). Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 12, pp. 605-617.
- Yan, A., Yang, Z. & Jiao, J. (2010). Conglomerate investment under various capital market conditions. *Journal of Banking and Finance*, 34(1), pp. 103-115.
- Yang, C. C., Lee, C. F., Gu, Y. X. & Lee, Y. W. (2010). Co-determination of capital structure and stock returns – A LISREL approach: An empirical test of Taiwan stock market. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 50, pp. 222 - 233.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, p. 185–211.
- Yermack, D. (2004). Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. *Journal of Finance*, Vol. 59, p. 2281–2308.

- Yiu, D., Bruton, G. & Lu, Y. (2005). Understanding business group performance in an emerging economy: acquiring resources and capabilities in order to prosper. *Journal of Management Studies*, Vol. 42, pp. 183-206.
- Zahra, S. & Pearce, J. (1989). Boards on directors and corporate financial performance: a review and integrative model. *Journal of Management*, 15(2), pp. 291-334.

Thesis

- ถิรพัฒน์, ส. (2546). *การกระจายการลงทุนทางธุรกิจในประเทศไทย*, ม.ป.ท.: จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. ภาควิชาการธนาคารและการเงิน; กองทุนรัชดาภิเษกสมโภช.
- Bermig, A. & Frick, B. (2010). *Board Size, Board Composition and Firm Performance: Empirical Evidence from Germany*, s.l.: University of Paderborn - Faculty of Business Administration, Economics and Business Computing.
- Charoenwong, C. & Kamphaeng, N. (2000). *The Effect of Corporate Diversification Firm Value: A Case of Public Companies in Thailand*, s.l.: s.n.
- Huei, N. S. (2012). *The influence of ownership, control, governance and diversification on the performance of family-controlled in Malaysia*, Newcastle: University of Northumbria.
- Kamphaeng, N. (2000). *The relation between corporate diversification and managerial equity ownership in Thailand*. Chulalongkorn University.
- Kyereboah-Coleman, A. & Biekpe, N. (2008). *The relationship between board size, board composition, CEO duality and firm performance: experience from Ghana*, s.l.: University of Stellenbosch Business School (USB), Cape Town, South Africa.
- Ooi, C.-A., Hooy, C.-W. & Som, A. P. M. (2014). *Corporate Diversification and Firm Performance: Evidence*. Malaysia, EDP Sciences.
- Yang, T. & Zhao, S. (2012). *CEO Duality, Competition, and Firm Performance*, USA: School of Business, Villanova University.



ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

ค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	VIF
Level	1.16
Officers and Directors Ownership	1.25
Board Independence	1.24
Board Size	1.51
CEO Duality	1.14
Size	1.87
Profitability	1.21
GrowthOpp	1.09
Leverage	1.31
Mean VIF	1.31

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวจินต์ หวังตระกูลดี
วันเดือนปีเกิด	16 ตุลาคม 2535
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557: บริหารธุรกิจบัณฑิต (การบริหารธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

