



ผลกระทบของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่ากิจการที่
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

โดย

นางสาวภัทราพร แซ่เล่า

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ผลกระทบของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่ากิจการที่
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

โดย

นางสาวภัทราพร แซ่เล่า




การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



DIVERSIFICATION EFFECTS ON FIRM VALUE:
THE CASE OF LISTED COMPANIES IN THAILAND,
SET100 GROUP

BY

MISS PATTRAPORN SAELAO



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

นางสาวภัทราพร แซ่เล่า

เรื่อง

ผลกระทบของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่ากิจการที่
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน


30 พ.ค. 2559

เมื่อ วันที่

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร.นภดล ร่มโพธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ


(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

คณบดี


(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ผลกระทบของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100
ชื่อผู้เขียน	นางสาวภัทราพร แซ่เล่า
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการ รวมถึงศึกษาว่าประเภทของอุตสาหกรรมส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับมูลค่ากิจการหรือไม่ อย่างไร โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2557 รวมจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 258 บริษัท จาก 6 อุตสาหกรรม

ในส่วนการกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้นผู้วิจัยเลือกวัดการกระจายการลงทุนโดยใช้ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันและไม่สัมพันธ์กันซึ่งคำนวณจาก Entropy Index และสัดส่วนการกระจายการลงทุนซึ่งคำนวณจากหนึ่งลบ Specialization Ratio ส่วนมูลค่าของกิจการวัดได้จาก Tobin's q Ratio

จากการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการกระจายการลงทุนสูงส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยไม่สนใจว่าการกระจายนี้จะกระจายไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันหรือไม่สัมพันธ์กัน เนื่องด้วยปัจจัยต้นทุนที่เพิ่มขึ้น และความเชี่ยวชาญด้านอุตสาหกรรมนั้นน้อยลง นำไปสู่มูลค่าสูญเสียจากการกระจายการลงทุน ทำให้นักลงทุนมีมุมมองในเชิงลบต่อบริษัทมูลค่ากิจการจึงลดลง

เมื่อนำมาแบ่งประเภทรายอุตสาหกรรมมีเพียง 4 อุตสาหกรรมที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่ากิจการ ที่มีส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง อุตสาหกรรมทรัพยากร และอุตสาหกรรมเทคโนโลยี พบว่า 3 อุตสาหกรรมแรกนั้นหากมีการกระจายการลงทุนใน

ธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันมาก หรือ สัดส่วนการกระจายการลงทุนที่เพิ่มมากขึ้น จะส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนในธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันและสัดส่วนการกระจายการลงทุนกับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

ในทางกลับกัน อุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่การกระจายการลงทุนในระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันและไม่สัมพันธ์กันมาก หรือ สัดส่วนการกระจายการลงทุนที่เพิ่มมากขึ้นส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนในธุรกิจที่สัมพันธ์กัน ไม่สัมพันธ์กัน และสัดส่วนการกระจายการลงทุนกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: การกระจายการลงทุน, ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน, ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน, สัดส่วนการกระจายการลงทุน



Independent Study Title	DIVERSIFICATION EFFECTS ON FIRM VALUE: THE CASE OF LISTED COMPANIES IN THAILAND, SET100 GROUP
Author	Miss Pattraporn Saelao
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 independent study aims to study the effect of corporate diversification on firm value. It also study the moderating effects of types of industry on relationship between diversification and firm value, using 258 observations in 6 industries of listed companies in Thailand SET 100 group during 2012-2014.

In terms of diversification, this research used levels of related and unrelated diversification, calculated from Entropy Index. Proportion of diversification was calculated from one minus specialization ratio and firm value measured by Tobin's q Ratio.

The results show that in general level of diversification has significant negative impact on firm value. This may be caused by increase of diversification cost and decrease of industry specialization. Therefore, investors tend to regard these effects as negative signs, leading to firm value discount.

With regard to moderating effects of types of industries, the findings reveal that four Industries, including industrials, property & construction and resources and technology have significant moderating effects on the relationship between diversification and firm value. For industrials, property & construction and

resources industry, the study indicates that level of unrelated diversification and proportion of diversification have a significant negative impact on firm value.

Whereas in case of technology industry, the result shows that level of related diversification, level of unrelated diversification and level of diversification have positive impact on firm value.

Keywords: Diversification, Level of related diversification, Level of unrelated diversification, Proportion of diversification



กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยงานวิจัยนี้สำเร็จลุล่วงด้วยดีเนื่องมาจากการช่วยเหลือและให้คำแนะนำที่เป็นประโยชน์ต่องานวิจัยจาก รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์ ผู้เป็นอาจารย์ที่ปรึกษาเป็นอย่างดี ไม่ว่าจะเป็นการให้ข้อเสนอแนะและแนวคิดที่ทำให้งานวิจัยนี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ตลอดจนการให้แนวทางแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ เพื่อนำไปใช้ในการปรับปรุงงานวิจัยให้ดียิ่งขึ้น และขอขอบคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.นภดล ร่มโพธิ์ ที่ให้เกียรติมาเป็นประธานกรรมการสอบ พร้อมทั้งให้คำแนะนำสำหรับการปรับปรุงงานวิจัยให้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยจึงขอขอบพระคุณอย่างสูงมา ณ ที่นี้ด้วย

งานวิจัยนี้ไม่อาจสำเร็จลุล่วงไปได้ หากขาดกำลังใจจากครอบครัว คณาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่าน รวมถึงเพื่อน ๆ ที่เป็นกำลังใจและส่งเสริมสนับสนุนเป็นอย่างดี และเจ้าหน้าที่ทุกท่านที่ให้ความช่วยเหลือด้านการติดต่อประสานงานเป็นอย่างดี ตลอดระยะเวลาการทำงานวิจัยนี้

นางสาวภัทราพร แซ่เล่า

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(3)
กิตติกรรมประกาศ	(5)
สารบัญตาราง	(9)
สารบัญภาพ	(10)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	2
1.3 ขอบเขตของการศึกษา	3
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 การกระจายการลงทุน	4
2.1.1 การกระจายการลงทุนทางธุรกิจเชิงอุตสาหกรรม	4
2.1.1.1 การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจใหม่ที่มีความสัมพันธ์กับธุรกิจเดิม	5
2.1.1.2 การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจใหม่ที่ไม่มีความสัมพันธ์กับธุรกิจเดิม	5
2.1.2 การกระจายการลงทุนทางธุรกิจเชิงภูมิศาสตร์	7
2.2 ผลประโยชน์และต้นทุนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ	8

2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการ	9
2.3.1 การกระจายธุรกิจทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น	10
2.3.2 การกระจายธุรกิจทำให้มูลค่ากิจการลดลง	10
2.4 ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมกับการกระจายการลงทุน	12
2.5 ตัวแปรควบคุม	13
2.6 ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมกับการกระจายการลงทุน	13
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	14
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	14
3.1.1 ประชากร	14
3.1.2 กลุ่มตัวอย่าง	15
3.2 วิธีการเก็บข้อมูล	15
3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย	15
3.4 เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา	19
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	21
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	22
4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์	23
4.3 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน	24
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	30
5.1 สรุปผลการวิจัย	30
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	31
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยต่อเนื่อง	32

รายการอ้างอิง	33
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก	36
ภาคผนวก ข	42
ประวัติผู้เขียน	43



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 จำนวนกิจการใน กลุ่มSET100 ที่จะใช้ศึกษาโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม	14
4.1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร	22
4.2 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหพันธ์	23
4.3 ผลการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 1-3	25
4.4 ผลการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 4-6	27
4.5 ผลการเปรียบเทียบสมมติฐานที่1-3 กับผลที่ได้จากการวิเคราะห์	29
4.6 ผลการเปรียบเทียบสมมติฐานที่4-6 กับผลที่ได้จากการวิเคราะห์	30

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 ระดับและรูปแบบของการกระจายการลงทุน	7
2.2 กรอบงานวิจัย	13



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การดำเนินธุรกิจในปัจจุบันมีการแข่งขันกันสูงขึ้นเรื่อยๆ ทำให้กิจการต่างๆ ต้องจัดหากลยุทธ์ในการดำเนินงานที่เหมาะสม ประกอบกับโอกาสในการเติบโตทางธุรกิจที่เพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้กิจการส่วนใหญ่ใช้กลยุทธ์ในการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ (Diversification) มากขึ้น เพื่อลดความเสี่ยงในการทำธุรกิจและหาแนวร่วมทางธุรกิจมากขึ้น (ธเนศ ศิริกิจ, 2558)

การกระจายการลงทุนทางธุรกิจเป็นกลยุทธ์เพื่อการเติบโตของกิจการนั้นมีทั้งผลประโยชน์ (Benefit) และต้นทุน (Cost) โดยผลประโยชน์นั้นมาจากการประหยัดจากขอบเขตการผลิต (Economies of Scope) อำนาจการต่อรอง (Bargaining Power) ที่เพิ่มขึ้น รวมไปถึงการผนึกกำลังในการดำเนินงาน (Operational Synergy) การมีความสามารถในการกู้ยืม (Debt Capacity) ที่สูงขึ้น ในขณะที่ภาระทางภาษีมีน้อยลง (Interest Tax Shield)

ส่วนกิจการอาจต้องแบกรับต้นทุนที่มากขึ้น เช่น การเกิดปัญหาการอุดหนุนไขว้ (Cross-Subsidization) ที่กิจการยังคงเก็บสายธุรกิจที่มีผลการดำเนินงานต่ำเอาไว้ ทำให้มูลค่ากิจการโดยรวมต่ำกว่าที่ควรจะเป็น และปัญหาต้นทุนที่เกิดจากความไม่สมมาตรของข้อมูลที่เกิดขึ้นระหว่างผู้บริหารจากส่วนกลางกับผู้บริหารจากแต่ละสายธุรกิจ (Information Asymmetry Costs) ซึ่งต้นทุนนี้จะสูงขึ้นสำหรับกิจการที่กระจายการลงทุนในธุรกิจจากที่มีระดับชั้นการบังคับบัญชามากขึ้น ทำให้การดำเนินงานล่าช้าและส่งผลต่อการดำเนินงานของกิจการในที่สุด

ทฤษฎีและหลักฐานเชิงประจักษ์ที่อธิบายผลกระทบจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจต่อมูลค่ากิจการทั้งในและต่างประเทศยังคงให้ผลการวิจัยที่ไม่สอดคล้องกัน นั่นคือ การกระจายการลงทุนทางธุรกิจมีผลทั้งทางบวกและทางลบต่อมูลค่าของกิจการ โดย Chandler (1977) และ Grant and Jammine (1998) ให้ข้อสรุปว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มมากขึ้น

ในทางกลับกัน Lang and Stulz (1994), Berger and Ofek (1995) และ Servaes (1996) พบว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจทำให้มูลค่าของกิจการลดลง เช่นเดียวกับงานศึกษาของ Lins and Servaes (2002) ที่ศึกษาในกลุ่มตัวอย่างในประเทศกำลังพัฒนา อีกทั้งงานวิจัยที่มีการศึกษากลุ่มตัวอย่างในประเทศไทยอย่าง Claessens, Djankov, Fan and Lang (2000) ได้ศึกษาผลกระทบจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจระหว่างประเทศสหรัฐอเมริกา ญี่ปุ่น และประเทศในเอเชีย

ตะวันออกอื่นๆ รวมถึงประเทศไทย สามารถให้ข้อสรุปได้ว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจทำให้มูลค่าของกิจการลดลง นอกจากนี้ ในประเทศไทยงานวิจัยของ Charoenwong and Kamphaeng (2000) ได้ให้สรุปว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจทำให้มูลค่าของกิจการลดลง ในขณะที่ Saksrivechkul (2005) และ Sirijiwanont (2010) กลับให้ผลโต้แย้งกันว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้นไม่ได้ส่งผลต่อมูลค่ากิจการทั้งทางบวกและทางลบ

จากทฤษฎีและหลักฐานเชิงประจักษ์ข้างต้นจำนวนมากแสดงผลกระทบเชิงลบระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจและมูลค่าของกิจการ แต่ทฤษฎีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกลับถูกใช้อย่างแพร่หลายมากขึ้น ด้วยเหตุนี้ ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาถึงผลกระทบจากการลงทุนทางธุรกิจต่อมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อที่จะเป็นแนวทางในการตัดสินใจของผู้บริหารว่าควรใช้กลยุทธ์การกระจายการลงทุนทางธุรกิจหรือไม่ และนักลงทุนสามารถตัดสินใจได้ว่า จะลงทุนกับกิจการหรือไม่ นอกจากนี้ ยังศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างระดับของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการในกลุ่มธุรกิจทั้ง 6 ภาคอุตสาหกรรมซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 เนื่องจากในอดีตพบว่าความแตกต่างกันของกลุ่มธุรกิจมีผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัทด้วย

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

จากความเป็นมาและความสำคัญของปัญหาข้างต้น การศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 มีวัตถุประสงค์ของการวิจัย ดังนี้

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจไปยังธุรกิจประเภทต่างๆ ทั้งที่สัมพันธ์กันและไม่สัมพันธ์กันกับมูลค่าของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ว่ามีความสัมพันธ์แตกต่างกันอย่างไร

2. เพื่อศึกษาสัดส่วนการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางใด

3. เพื่อศึกษาเกี่ยวกับการดำเนินกลยุทธ์การกระจายการลงทุนทางธุรกิจของกิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 ในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

1.3 ขอบเขตของการศึกษา

งานวิจัยนี้ศึกษากิจการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stocks Exchange of Thailand: SET) แต่ไม่ครอบคลุมถึงบริษัทในอุตสาหกรรมการเงินทั้งในภาคธนาคาร สถาบันการเงิน บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ และบริษัทประกันชีวิต เนื่องจากนโยบายการลงทุนอยู่ภายใต้กฎระเบียบของธนาคารแห่งประเทศไทยซึ่งมีผลทำให้ไม่สามารถเปรียบเทียบข้อมูลกับอุตสาหกรรมอื่นได้ โดยระยะเวลาในการศึกษา เริ่มตั้งแต่ปี พ.ศ.2555 ถึง พ.ศ.2557 นอกจากนี้ยังต้องเป็นกิจการที่มีการระบุรหัสอุตสาหกรรม (TSIC Code) ได้ทั้งบริษัทใหญ่และบริษัทย่อย

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ประโยชน์จากการศึกษาครั้งนี้ ทำให้ทราบถึงผลกระทบจากการใช้กลยุทธ์การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ว่าส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการในทิศทางใด รวมทั้งอุตสาหกรรมใดที่เหมาะสมกับกลยุทธ์การกระจายการลงทุนทางธุรกิจในปัจจุบัน ซึ่งช่วยให้ผู้บริหารสามารถตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินกลยุทธ์ที่เหมาะสมว่าควรกระจายการลงทุนทางธุรกิจในสัดส่วนเท่าใด หรือควรกระจายการลงทุนทางธุรกิจในระดับใด เพื่อให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น และมีมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ยังช่วยนักลงทุนในการตัดสินใจว่าควรลงทุนกับกิจการที่ดำเนินกลยุทธ์นี้หรือไม่ เพื่อให้ได้รับผลประโยชน์ที่ดีที่สุด

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ในด้าน สัดส่วนการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจทั้งที่สัมพันธ์กันและไม่สัมพันธ์กัน และการดำเนินกลยุทธ์การกระจายการลงทุนในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม โดยมีการค้นคว้างานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังนี้

- 1.การกระจายการลงทุน(Diversification)
- 2.ผลประโยชน์ (Benefit) และต้นทุน (Cost) ของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ
- 3.ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการ
- 4.ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมกับการกระจายการลงทุน

2.1 การกระจายการลงทุน (Diversification)

กลยุทธ์ในการเติบโตทางธุรกิจเป็นกลยุทธ์ที่มุ่งเน้นการลงทุน การขยายตลาดและการขยายไปยังอุตสาหกรรมใหม่ๆ โดยใช้ทรัพยากรและความสามารถที่องค์กรมีอยู่ โดยกิจการจะสามารถกระจายธุรกิจได้ก็ต่อเมื่ออยู่ในสภาพที่มีทรัพยากรมาก มีความสามารถสูงและมีพลังมากพอในการสร้างความมั่นคง ความเข้มแข็งและการสร้างอำนาจทางการแข่งขันให้สามารถอยู่ได้ในระยะยาว ซึ่งการกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้นเป็นอีกหนึ่งกลยุทธ์ในการเติบโตที่สำคัญที่มีการใช้กันอย่างแพร่หลายในธุรกิจปัจจุบันเพื่อนำไปสู่การเติบโตอย่างมีประสิทธิภาพในอนาคต โดยการกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้น สามารถแบ่งออกเป็น 2 แนวทาง คือ การกระจายการลงทุนทางธุรกิจเชิงอุตสาหกรรม (Industrial Diversification) และการกระจายการลงทุนทางธุรกิจเชิงภูมิศาสตร์ (Geographic Diversification)

2.1.1 การกระจายการลงทุนทางธุรกิจเชิงอุตสาหกรรม (Industrial Diversification)

เป็นการกระจายการดำเนินงานไปในหลายสายธุรกิจ เพื่อสร้างความหลากหลายและความแตกต่างในการดำเนินงาน ซึ่งอาจเกี่ยวข้องหรือไม่เกี่ยวข้องกับสายธุรกิจเดิมของกิจการก็ได้

2.1.1.1 การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจใหม่ที่มีความสัมพันธ์กับธุรกิจเดิม (Related Diversification)

เป็นการใช้ประโยชน์จากทรัพยากรที่มีอยู่ในการเพิ่มสินค้าหรือบริการใหม่ที่มีการใช้เทคโนโลยีและเครื่องมือทางการตลาดร่วมกันกับสินค้าเดิมของกิจการ (Rumelt, 1974) หรืออีกนัยหนึ่งคือการมีห่วงโซ่คุณค่า (Value Chain) เดียวกันกับธุรกิจในปัจจุบัน ก่อให้เกิดโอกาสในการเคลื่อนย้ายทักษะและความเชี่ยวชาญทั้งทางด้านความรู้และเทคโนโลยีต่างๆ ไปสู่ธุรกิจใหม่ (สมยศ นาวิการ, 2546) เกิดความสอดคล้องทางธุรกิจส่งผลทำให้กิจการมีต้นทุนที่ต่ำลงจากการประหยัดจากขอบเขตการผลิต (Economies of Scope) ที่มีการใช้สายการผลิตร่วมกันและการประหยัดจากขนาดของการผลิต (Economies of Scale) ที่จำนวนการผลิตมีเพิ่มมากขึ้นจากการขยายไปยังสายธุรกิจใหม่ที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจเดิม (ศิริรักษ์ ชลารักษ์, 2548) สามารถกระจายความเสี่ยงออกไปได้ในหลายสายธุรกิจมากขึ้น (Palich, Cardinal and Miller, 2000) อีกทั้งยังได้รับผลประโยชน์จากชื่อเสียงในธุรกิจเดิม ซึ่งช่วยเพิ่มความมั่นใจให้กับผู้บริโภคได้มากขึ้นด้วย (Nayyer, 1993)

สำหรับกิจการที่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กันนั้นจะมีผลการดำเนินงาน เช่น ผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Return on assets) สูงกว่ากิจการที่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน ศิริรักษ์ ชลารักษ์ (2548) พบว่า ผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ทางบวกกับระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน เนื่องจากทำให้เกิดการประหยัดจากขนาด เกิดพลังผนึก (Synergy) จากการควบรวมกิจการ (Merging) และ การใช้ห่วงโซ่คุณค่าร่วมกัน

จากการศึกษาของ Rumelt (1974) และ Palepu (1985) พบว่ากิจการที่มีระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการในทิศทางบวก ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงตั้งสมมติฐานว่า

H1: ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันกับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มSET100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก

2.1.1.2 การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจใหม่ที่ไม่มีความสัมพันธ์กับธุรกิจเดิม (Unrelated Diversification)


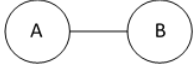
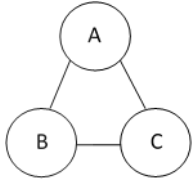
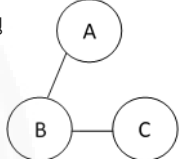
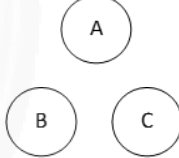
การกระจายการลงทุนแบบนี้ไม่มีความสอดคล้องกันทางธุรกิจ แต่จะเน้นไปที่โอกาสของธุรกิจใหม่ที่น่าสนใจและได้ประโยชน์ในแง่ของการเงิน หรือการทำกำไรให้ได้มากที่สุด โดยส่วนมากจะขยายตัวด้วยการเข้าไปซื้อกิจการที่มีอยู่แล้วในอุตสาหกรรมต่างๆ มากกว่าการเริ่มต้นธุรกิจขึ้นเองใหม่ ส่งผลทำให้กิจการสามารถกระจายความเสี่ยงได้จากการเคลื่อนย้ายการลงทุนจาก

ธุรกิจที่การเจริญเติบโตต่ำและกำไรน้อยไปยังธุรกิจที่อัตราการเจริญเติบโตสูงและมีกำไรมาก อีกทั้งยังเป็นเรื่องยากที่กิจการจะรักษาอัตรากำไรให้มีเสถียรภาพตลอดสำหรับธุรกิจเดียว การกระจายการลงทุนจะส่งผลดีต่อกิจการ เนื่องจากเมื่อธุรกิจหนึ่งเข้าสู่วงจรธุรกิจที่กำไรต่ำจะได้รับการชดเชยจากธุรกิจอื่นที่อยู่ในวงจรที่มีกำไรสูง และเนื่องจากธุรกิจบางประเภทได้รับผลกระทบจากความผันผวนของภาวะเศรษฐกิจ นั่นคือ ธุรกิจบางประเภทมีผลประกอบการตามภาวะเศรษฐกิจ ถ้าเศรษฐกิจดีผลการดำเนินงานก็จะดีตาม แต่บางธุรกิจมีผลประกอบการที่ไม่ขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจ ดังนั้น การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความแตกต่างกันจะช่วยลดความเสี่ยงจากความผันผวนของภาวะเศรษฐกิจได้ (เข็มเพชร เจริญรัตน์ และคณะ, 2545) ในทางกลับกัน ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันนั้นมีความสัมพันธ์ทางลบกับผลการดำเนินงาน เนื่องจากผู้บริหารไม่สามารถบริหารได้อย่างมีประสิทธิภาพและต้นทุนในการบริหารสายธุรกิจที่มีความหลากหลายมีมากกว่ากำไรที่สามารถรับรู้ได้ (Christensen and Montgomery, 1981; Palepu, 1985; Ravenscraft and Scherer, 1987 และ Purkayastha, 2013)

จากการศึกษา Rumelt (1974) และ Capon (1988) กล่าวว่า การกระจายการลงทุนในไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันเป็นการยากที่จะบริหารงานได้อย่างมีประสิทธิภาพในธุรกิจต่างๆ ที่มีความแตกต่างกัน ดังนั้นในการศึกษาคั้งนี้จึงตั้งสมมติฐานว่า

H2: ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันกับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มSET100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ

แม้ว่าการกระจายการลงทุนจะแบ่งประเภทได้ตามที่กล่าวไปในข้างต้น แต่ยังสามารถแบ่งระดับของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจให้มีความละเอียดและชัดเจนมากขึ้นได้อีกตามภาพที่ 2.1 ซึ่งเสนอโดย Rumelt (1974)

<p><u>การกระจายการลงทุนในระดับต่ำ</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • ธุรกิจประเภทเดียว (Single Business) 	<p>รายได้มากกว่า 95% มาจากธุรกิจนี้ </p>
<ul style="list-style-type: none"> • ธุรกิจหลัก (Dominant Business) 	<p>รายได้ระหว่าง 70% ถึง 95% มาจากธุรกิจเดียว </p>
<p><u>การกระจายการลงทุนในระดับปานกลาง</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • ธุรกิจที่สัมพันธ์กันมาก (Related Constrained) 	<p>รายได้น้อยกว่า 70% มาจากธุรกิจหลัก และธุรกิจทั้งหมดมีทรัพยากร เทคโนโลยีและการจำหน่ายที่เชื่อมโยงกัน </p>
<ul style="list-style-type: none"> • ธุรกิจที่สัมพันธ์กันบ้าง (Mixed related and Unrelated) 	<p>รายได้น้อยกว่า 70% มาจากธุรกิจหลักและมีการเชื่อมโยงกันทางธุรกิจบ้าง </p>
<p><u>การกระจายการลงทุนในระดับสูง</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • ธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน (Unrelated) 	<p>รายได้น้อยกว่า 70% มาจากธุรกิจหลักและธุรกิจต่างๆ ที่ไม่สัมพันธ์กัน </p>

ที่มา: Rumelt (1974)

ภาพที่ 2.1 แสดงระดับและรูปแบบของการกระจายการลงทุน

จากการศึกษา Rumelt (1974, 1982) และ Wernerfelt & Montgomery (1988) พบว่ากิจการที่มีสัดส่วนการกระจายการลงทุนในระดับสูงจะมีผลการดำเนินงานที่ดี ซึ่งส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นมากกว่ากิจการที่มีการกระจายการลงทุนในระดับต่ำ ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงตั้งสมมติฐานว่า

H3: สัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก

2.1.2 การกระจายการลงทุนทางธุรกิจเชิงภูมิศาสตร์ (Geographic Diversification)

เป็นการกระจายการดำเนินงานไปยังต่างประเทศมีการกล่าวถึงอยู่เพียงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจเชิงอุตสาหกรรมซึ่ง Bodnar, Tang and Weintrop

(1998) กล่าวว่าการศึกษาแต่เพียงการกระจายการลงทุนทางธุรกิจเชิงอุตสาหกรรมนั้นไม่เพียงพอ แต่ควรพิจารณารวมไปถึงการกระจายธุรกิจไปยังต่างประเทศหรือเชิงภูมิศาสตร์ด้วย โดยสรุปพบว่าการกระจายธุรกิจไปยังต่างประเทศช่วยเพิ่มมูลค่าของกิจการให้สูงขึ้น ซึ่งให้ข้อสรุปที่ขัดแย้งกันกับ Sambharya (1996) ที่กล่าวว่าการศึกษาการกระจายการลงทุนไปยังต่างประเทศนั้น มีความแตกต่างทั้งในด้านของภาษาและวัฒนธรรมองค์กร เป็นสาเหตุให้ผู้บริหารไม่สามารถควบคุมการดำเนินงานให้มีประสิทธิภาพได้ เนื่องจากไม่มีทักษะและความเชี่ยวชาญในสายธุรกิจที่แตกต่างไปจากธุรกิจเดิมเพียงพอ จึงอาจส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการลดลงได้ แต่เนื่องด้วยจำนวนข้อมูลด้านกระจายเชิงภูมิศาสตร์ของบริษัทในประเทศไทยนั้นมีอยู่น้อยจึงไม่ได้นำมารวมในการศึกษาครั้งนี้

2.2 ผลประโยชน์ (Benefit) และต้นทุน (Cost) ของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ

ผลประโยชน์ของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้นมาจากผลประโยชน์จากความได้เปรียบทางด้านต้นทุนจากขอบเขตที่ประหยัด (Economies of Scope) เนื่องจากกิจการสามารถใช้ทรัพยากรร่วมกันในหลายสายธุรกิจ (Panzar and Willig 1981) และเมื่อกิจการมีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่หลากหลายมากขึ้น อาจทำให้กิจการต้องขยายกำลังการผลิตเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ต้นทุนในการผลิตต่อหน่วยนั้นต่ำลงหรือเกิดการประหยัดจากขนาด (Economies of Scale) (Gaughan, 2007) จึงช่วยให้กิจการมีเสถียรภาพที่น้อยลง (Lessard, 1979 Kogut, 1985 และ Dunning, 1998) และมีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้นจากการแบ่งปันห่วงโซ่คุณค่า (Value Chain) ร่วมกัน จากการศึกษาของ Lewellen (1971) พบว่ากิจการที่มีการกระจายการลงทุนสามารถเพิ่มความสามารถในการก่อหนี้ (Debt Capacity) และสามารถขยายเงินทุนภายใน (Internal Capital Market) ได้มากกว่ากิจการที่ไม่มีการกระจายการลงทุน ส่งผลให้เมื่อกิจการมีเงินทุนมากขึ้น กิจการก็สามารถนำเงินลงทุนไปลงทุนในโครงการที่มีประสิทธิภาพเพื่อเพิ่มผลการดำเนินงานได้มากขึ้น รวมทั้งยังได้รับผลประโยชน์ทางด้านภาษี (Interest Tax Shields) จากการก่อหนี้เพิ่มขึ้นด้วย นอกจากนี้ยังพบอีกว่ากิจการมีกระแสเงินสดที่ค่อนข้างคงที่และผันผวนตามกระแสเศรษฐกิจน้อยกว่ากิจการที่ไม่มีการกระจายการลงทุน เนื่องจากมีกระแสเงินสดเข้ามาจากหลายประเภทธุรกิจ จึงทำให้กิจการมีความเสี่ยงลดลง มีการแบ่งปันข้อมูลภายในกิจการได้มากขึ้น รวมถึงสามารถควบคุมการลงทุนได้มากกว่ากิจการที่ไม่มีการกระจายการลงทุน

ในด้านของต้นทุนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้น คือการใช้ทรัพยากรที่เพิ่มขึ้นในการดำเนินการลงทุนในหลายสายอุตสาหกรรมที่มีโอกาสในการลงทุนจำกัด (Stultz, 1990) ทำให้เกิดการลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Rajan, Servaes and Zingales, 2000) เป็นผลทำให้กิจการมี

มูลค่าลดลง รวมถึงต้นทุนค่าเสียโอกาสที่เกิดจากการที่ผู้บริหารปันส่วนเงินลงทุนผิดพลาด เช่น แทนที่จะนำเงินไปลงทุนในหน่วยธุรกิจที่มีผลการดำเนินงานที่ดีเพื่อให้ดียิ่งขึ้น แต่กลับนำเงินไปลงทุนในหน่วยธุรกิจที่มีผลการดำเนินงานต่ำหรือมีการเติบโตน้อยแทน (Berger and Ofek, 1995 ; Ahn and Denis, 2004) ซึ่งเป็นสาเหตุนำไปสู่มูลค่าสูญเสียดังกล่าวจากการกระจายการลงทุน (Value Loss)

2.3 ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการ

จากการศึกษาวิจัยในอดีตพบว่า การกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้นมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ โดยการศึกษาส่วนมากพบว่า กิจการที่มีการกระจายการลงทุนในธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กันนั้นจะมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่ากิจการที่กระจายไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน ดังเช่นผลการศึกษาของ Montgomery (1979) Christenson and Montgomery (1981) และ Simmonds (1990) ซึ่งตัววัดผลของการดำเนินงานของแต่ละการศึกษาจะแตกต่างกัน โดย Varadarajan (1986) พิจารณาจาก 2 ด้านคือ ด้านความสามารถในการทำกำไร (Profitability measures) ผ่านอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนต่อเงินทุนทั้งหมด และด้านผลของการเจริญเติบโต (Growth measures) ผ่านอัตราการเจริญเติบโตของยอดขายและอัตราการเติบโตของกำไรต่อหุ้น ขณะที่ Rumelt (1982) วัดจากอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนหรือวัดเฉพาะด้านความสามารถในการทำกำไร จากกลุ่มตัวอย่างในประเทศสหรัฐอเมริกา

ในส่วนของ Ramirez (2001) ได้วัดผลการดำเนินงานจาก 2 ด้าน คือ ด้านบัญชีโดยดูจากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ส่วนอีกด้านวัดจากมูลค่าตลาด โดยใช้ Tobin's Q ซึ่งได้ผลสรุปว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจทั้งที่สัมพันธ์กันและไม่สัมพันธ์กันส่งผลต่อการดำเนินงานไม่แตกต่างกันมากนัก

ผลการศึกษาของ Vilalonga (2000) พบว่า การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความเกี่ยวข้องกันนั้นทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นจากการเพิ่มคุณค่าของทรัพยากรที่กิจการมีอยู่ร่วมกัน (Mackey, 2006) ในขณะที่การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกันเลยจะก่อให้เกิดมูลค่าส่วนลด แต่ Maksimovic and Phillips (2002) และ Gomes and Livdan (2004) กลับพบว่า กิจการที่มีการเติบโตอย่างเต็มที่แล้วจะได้รับประโยชน์จากการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน ซึ่งขัดแย้งกับการศึกษาของ Saksrivechkul (2005) ที่พบว่า การกระจายธุรกิจไม่ได้ส่งผลทั้งในด้านบวกหรือด้านลบต่อมูลค่าของกิจการ โดยปัญหาตัวแทนกลายมาเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการลดลง จากการที่กิจการมีกระแสเงินสดที่เพิ่มมากขึ้นและผู้บริหารต้องการลงทุนให้ได้มากที่สุด จึงเกิดปัญหาการลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นลบมาก

เกินไป นอกจากนี้ การศึกษาของ Bodnar et al. (1999) และ Gande et al. (2009) พบว่า การกระจายการลงทุนเชิงภูมิศาสตร์นั้นทำให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มขึ้น ขณะที่การกระจายการลงทุนเชิงอุตสาหกรรมทำให้มูลค่าของกิจการลดลง

ในที่นี้ ผู้วิจัยได้จำแนกผลการวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบของการกระจายการลงทุนที่มีต่อมูลค่าของกิจการออกเป็น 2 กลุ่ม ดังนี้

2.3.1 การกระจายธุรกิจทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น (Value-enhancing)

การกระจายการลงทุนทางธุรกิจไปยังหลายสายธุรกิจ (Multidivisional) ทำให้กิจการมีทรัพยากรภายใน (Internal Capital Markets) เพิ่มมากขึ้น การจัดสรรทรัพยากรจากภายในจะมีประสิทธิภาพมากกว่าทรัพยากรจากภายนอก (Weston, 1970) ทำให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพเพิ่มมากขึ้นและมีความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้น (Chandler, 1997) และยังช่วยลดปัญหาเรื่องการลงทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น นั่นคือ ทำให้กิจการที่ทำการกระจายธุรกิจสามารถลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (NPV) ที่เป็นบวกได้เพิ่มขึ้น (Stulz, 1990) อีกทั้งยังมีความสามารถในการเข้าถึงเงินลงทุนได้มากกว่ากิจการที่มีการดำรงอยู่ในสายธุรกิจเดียว และยังช่วยเพิ่มความมั่นใจให้กับนักลงทุน เนื่องจากเป็นการกระจายความเสี่ยงเข้าไปในหลายธุรกิจมากขึ้นด้วย (Kuppuswamy and Villalonga, 2010) นอกจากนี้ การศึกษาของ Choe, Dey, Mishra and Park (2012) พบว่า การกระจายการลงทุนทำให้กิจการมีมูลค่าเพิ่มขึ้น 12.4% ถึง 18% เนื่องจากผู้บริหารมีแรงจูงใจในการได้รับผลประโยชน์ที่มากขึ้นในระยะยาวจากการเพิ่มขึ้นของราคาหุ้น หรือได้กำไรจากสิทธิในการเลือกซื้อหุ้นของกิจการ

สำหรับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนานั้นสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการได้ เนื่องจากสภาวะแวดล้อมในประเทศเหล่านี้ ยากต่อการที่กิจการที่ดำรงอยู่ในธุรกิจเดียวจะอยู่รอดได้ จึงใช้ประโยชน์จากการกระจายธุรกิจหรือการเข้าร่วมกันเป็นอุตสาหกรรมเพื่อสร้างอำนาจต่อรองให้สูงขึ้น (Khanna and Palepu, 1997, 2000) มากไปกว่านั้น Volkov and Smith (2015) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายธุรกิจกับมูลค่าของกิจการในช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Economic Downturns) พบว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจนั้นส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มมากขึ้น แต่มูลค่าของกิจการในช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอยจะเพิ่มขึ้นมากกว่าช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอย

2.3.2 การกระจายธุรกิจทำให้มูลค่ากิจการลดลง (Value-decreasing)

จากการศึกษาของ Liebeskind and Opler (1993) และ Comment and Jarrell (1995) พบว่าการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กันนั้นทำให้มูลค่าของกิจการลดลงมากกว่าเมื่อเทียบกับการกระจายการลงทุนไปในธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กัน

สอดคล้องกับ Berger and Ofek (1995) และ Kuppuswamy (2010) ที่วัดผลกระทบต่อมูลค่ากิจการโดยรวมด้วยมูลค่าส่วนเกิน (Excess Value) แล้วพบว่ามูลค่าส่วนเกินของกิจการที่คำนวณได้เป็นลบ แสดงว่าการกระจายการลงทุนทำให้เกิดมูลค่าความสูญเสีย (Value Loss) มากกว่าการเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการ ซึ่งเกิดจากการลงทุนที่มากเกินไปและมีการอุดหนุนไขว้ระหว่างกัน (Cross-subsidization) (Meyer, Milgrom and Roberts, 1992) โดยยังคงดำรงสายธุรกิจที่มีผลการดำเนินงานค่อนข้างต่ำเอาไว้ในกิจการ จึงทำให้ผลการดำเนินงานโดยรวมของกิจการต่ำกว่าที่ควรจะเป็น รวมทั้งยังมีความสามารถในการทำกำไรน้อยกว่ากิจการที่ไม่มีการกระจายการลงทุน งานศึกษากิจการในประเทศสหรัฐอเมริกาที่เดิมดำรงอยู่ในธุรกิจเดียวแต่ต่อมามีการกระจายธุรกิจของ Hyland (2003) ซึ่งใช้การเปรียบเทียบผ่าน Tobin's q ratio ในช่วงก่อนและหลังการกระจายธุรกิจ พบว่าในปีแรกหลังจากทำการกระจายธุรกิจ กิจการมีมูลค่าลดลง เช่นเดียวกับกับ Lang and Stulz (1994) แต่ไม่พบการเปลี่ยนแปลงของมูลค่ากิจการในปีที่สองและสามหลังการกระจายธุรกิจ ในขณะที่ Graham, Lemmon and Wolf (2000), Hyland (1997) และ Campa and Kedia (2002) กลับกล่าวว่ามีมูลค่าที่ลดลงดังกล่าวเป็นผลมาจากการเข้าซื้อกิจการที่มีมูลค่าส่วนลดมาก่อนแล้ว ไม่ได้เกิดจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ

มูลค่าที่ลดลงของกิจการนั้นเป็นผลกระทบมาจากหลายปัจจัย นั่นคือ ความไม่มีประสิทธิภาพของการจัดการทรัพยากรภายในกิจการ (Shin and Stulz, 1998) การขาดความรู้ความเชี่ยวชาญในการบริหารงานในสายธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน ส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานของกิจการที่มีการกระจายการลงทุนในระดับสูงมีต่ำกว่ากิจการที่มีการกระจายการลงทุนในระดับต่ำ (Rumelt, 1947, 1982 และ Bettis, 1981) การลงทุนในโครงการที่ไม่ได้ให้ผลประโยชน์ตอบแทนเท่าที่ควรหรือนำเงินไปใช้ผิดประเภท เช่น ผู้บริหารนำเงินไปลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิต่ำกว่าศูนย์มากขึ้น เนื่องด้วยกิจการมีกระแสเงินสดรับเพิ่มมากขึ้นจากการกระจายธุรกิจ (Jensen, 1986 และ Stulz, 1990) ต้นทุนที่เกิดจากความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry Costs) ที่เกิดขึ้นระหว่างผู้บริหารจากส่วนกลางกับผู้บริหารจากแต่ละสายธุรกิจ (Myerson, 1982 และ Harris, Kriebel and Raviv, 1982) รวมทั้งการใช้ดุลยพินิจต่อการทำให้เกิดรายการ (real activities manipulation) เนื่องจากผู้บริหารมีอำนาจในการควบคุมกิจการ จึงไม่แปลกที่ผู้บริหารจะคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผู้ถือหุ้นหรือผู้มีส่วนได้เสียคนอื่น ๆ โดยผู้บริหารอาจใช้การปรับแต่งข้อมูลภายในของกิจการให้ดูดีเยี่ยงกว่าที่ควรจะเป็น ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของกิจการนั้นลดต่ำลง เมื่อมีการกระจายการลงทุนจึงมีมูลค่าของกิจการลดต่ำลงเช่นกัน ซึ่ง Farooqi, Harris and Ngo (2014) พบว่าการใช้ดุลยพินิจต่อการทำให้เกิดรายการส่งผลทำให้การกระจายธุรกิจเชิงอุตสาหกรรมนั้นมีมูลค่าที่ลดลงมากกว่าการกระจายธุรกิจเชิงภูมิศาสตร์ และยังเผชิญกับปัญหาต้นทุน

ตัวแทน (Agency Problem) มากกว่าอีกด้วย โดย Rose and Shepard (1997), Scharfstein and Stein (2000), Tangtrakulporn and Meesap-lak (2010) และ Charoenwong, Ding and Jiraporn (2011) มีความเห็นเช่นเดียวกันว่าปัญหาต้นทุนตัวแทนนั้นทำให้มูลค่าของกิจการลดลง

นอกจากนี้ Lins and Servaes (2002) ได้ศึกษาผลกระทบจากการกระจายธุรกิจในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนา พบว่ากิจการที่กระจายการลงทุนทางธุรกิจจะมีมูลค่าลดลง 7% เทียบกับกิจการที่ดำรงอยู่ในธุรกิจเดียว เนื่องจากปัญหาการอุดหนุนไขว้และการลงทุนในระดับที่สูงเกินไปในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นลบ ทำให้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการด้อยลง ซึ่งข้อสรุปนี้สอดคล้องกับ Claessens et al. (1999) และ Pratyaksa, Sayoc, Koga and Siy (2015) ที่พบว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจของกลุ่มตัวอย่างในประเทศฟิลิปปินส์นั้นทำให้เกิดมูลค่าส่วนลดอยู่ในช่วง 43% ถึง 56% เมื่อเทียบกับการดำรงอยู่ในธุรกิจเดียว เนื่องมาจากการจัดสรรทรัพยากรภายในและปัญหาตัวแทน (Agency Problem) แต่โครงสร้างของความเป็นเจ้าของ (Ownership Structure) สามารถชดเชยมูลค่าที่ลดลงดังกล่าวได้ โดยกิจการครอบครัวจะมีมูลค่าเพิ่มขึ้นประมาณ 25% ถึง 54% และกิจการที่มีอำนาจในการควบคุมมากกว่า 50% จะมีมูลค่าเพิ่มขึ้น 33%

2.4 ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมกับการกระจายการลงทุน

การศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนในแต่ละประเภทของอุตสาหกรรมส่งผลต่อผลการดำเนินงานที่แตกต่างกัน เช่น งานวิจัยของ Jammine & Thomas (1988) ศึกษาตัวอย่างเฉพาะกิจการที่อยู่ในธุรกิจผลิตเท่านั้น ซึ่งพบว่าการกระจายการลงทุนไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการในกลุ่มธุรกิจผลิตซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอังกฤษ ในขณะที่การศึกษาของ Capar and Kotabe (2003) ได้ศึกษาการกระจายการลงทุนกับผลการดำเนินงานของธุรกิจบริการในประเทศเยอรมัน โดยศึกษาทั้งหมด 4 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มท่องเที่ยว กลุ่มบริการสารสนเทศ กลุ่มธุรกิจขายส่งและกลุ่มสาธารณูปโภค พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับผลของการดำเนินงานของธุรกิจบริการนั้นมีความสัมพันธ์ในรูป U-Shape เป็นผลมาจากกิจการมีผลการดำเนินงานจะลดต่ำลงเรื่อยๆ จนกระทั่งถึงจุดหนึ่งเนื่องจากการไม่ประหยัดต่อขนาด และเมื่อกระจายการลงทุนในระดับที่สูงขึ้น ผลการดำเนินงานก็จะเพิ่มสูงขึ้น เพราะได้รับประโยชน์จากขอบเขตที่ประหยัดได้มากขึ้น

จากการศึกษา Jammine and Thomas (1988) และ Capar and Kotabe (2003) พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนในแต่ละประเภทของอุตสาหกรรมส่งผลต่อผลการ

ดำเนินงานที่แตกต่างกัน ซึ่งส่งผลให้มูลค่าของกิจการ ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการแยกแต่ละประเภทของอุตสาหกรรม จึงตั้งสมมติฐานว่า

H4: ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันกับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มSET100

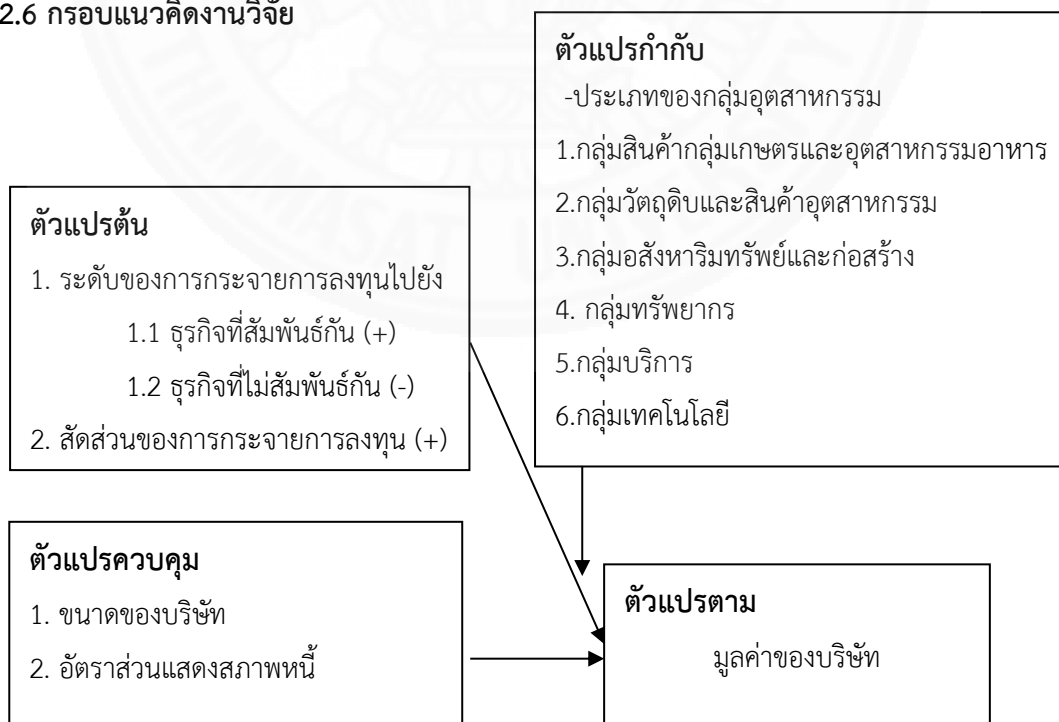
H5: ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันกับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มSET100

H6: ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มSET100

2.5 ตัวแปรควบคุม

ตัวแปรควบคุมที่ใช้จะเน้นไปทางลักษณะเฉพาะของแต่ละกิจการ (Company Specific-Characteristics) ที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งจะส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ โดยการศึกษาที่ผ่านมา Baysinger and Hoskisson (1989) และ Hall, Jr. (1995) ได้ใช้ตัวแปรควบคุมที่ทำการศึกษา 2 ตัวได้แก่ ขนาดของกิจการ และความเสียหายทางการเงิน

2.6 กรอบแนวคิดงานวิจัย



ภาพที่ 2.2 กรอบงานวิจัย

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

3.1.1 ประชากร

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 เนื่องจากเป็นกลุ่มกิจการที่มีมูลค่าตลาดสูงและเป็นกลุ่มกิจการที่มีระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ จึงเป็นข้อมูลที่เหมาะสมสำหรับการศึกษาในงานวิจัยนี้ โดยศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2555 ถึง 2557 และต้องเป็นบริษัทที่สามารถระบุรหัสอุตสาหกรรม (TSIC Code) ได้ทั้งบริษัทใหญ่และบริษัทย่อย ทั้งนี้ข้อมูลไม่รวมบริษัทที่จดทะเบียนที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการ และบริษัทในอุตสาหกรรมการเงินทั้งในภาคธนาคาร สถาบันการเงิน บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิต และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินและนโยบายการลงทุนอยู่ภายใต้กฎระเบียบของธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งมีผลทำให้ไม่สามารถเปรียบเทียบข้อมูลกับบริษัทในอุตสาหกรรมอื่นได้ สำหรับการศึกษานี้จะแบ่งออกเป็น 6 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มสินค้ากลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี ตาราง 3.1 จำนวนกิจการใน กลุ่มSET100 ที่จะใช้ศึกษาโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนกิจการ			
	2555	2556	2557	รวม
กลุ่มสินค้ากลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	9	6	6	21
กลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม	6	5	2	13
กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง	26	29	26	81
กลุ่มทรัพยากร	14	15	14	43
กลุ่มบริการ	19	22	28	69
กลุ่มเทคโนโลยี	11	10	10	31
รวม	85	87	86	258

หมายเหตุ จากรายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้คำนวณดัชนี, โดย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557, สืบค้นจาก <http://www.set.or.th/th/market/constituents.html>

3.1.2 กลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยนี้ใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET100 ที่มีการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ โดยศึกษาจากหมายเหตุประกอบงบการเงินในหัวข้อหลักเกณฑ์ในการจัดทำงบการเงิน หัวข้อเงินลงทุนในบริษัทย่อย หัวข้อเงินลงทุนในกิจการร่วมค้า และหัวข้อเงินลงทุนในบริษัทร่วม และข้อมูลจากรายงานประจำปี

3.2 วิธีการเก็บข้อมูล

ฐานข้อมูลหลักที่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ ฐานข้อมูลหลักทรัพย์ออนไลน์ของ Stock Exchange of Thailand's Market Analyzing and Reporting Tools (SETSMART) เว็บไซต์ของฐานข้อมูลธุรกิจ คอร์ปัส ของบริษัท บิซิเนส ออนไลน์ จำกัด (มหาชน) CORPUS และ เว็บไซต์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ โดยจะนำข้อมูล ทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งประกอบด้วย งบการเงินของบริษัทใหญ่ บริษัทย่อย กิจการร่วมค้า และบริษัทร่วม รวมถึงรายงานประจำปี มาใช้ในการพิจารณา

3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

3.3.1 ตัวแปรต้น คือ การกระจายการลงทุน

โดยศึกษาตัวแปรต้นออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่

ส่วนที่ 1 การวัดระดับการกระจายการลงทุนด้วยดัชนี Entropy Index

งานวิจัยของ Jacquemin and Berry (1979), Palepu (1985), Varadarajan (1986), Chararak (2005), Park and Jang (2013) และ Panmoung (2014) วัดระดับการกระจายการลงทุนโดยใช้ดัชนี Entropy Index ดังนี้

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

การกระจายการลงทุนทั้งหมด (Diversification Total, DT) สามารถแบ่งเป็นการกระจายการลงทุนที่สัมพันธ์กัน (Diversification Related, DR) และ การกระจายการลงทุนที่ไม่สัมพันธ์กัน (Diversification Unrelated, DU) โดยมีสมการดังนี้

การกระจายการลงทุนทั้งหมด (DT)

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

โดย P_i แทน สัดส่วนของรายได้จากการขายภายในหมู่ย่อยอุตสาหกรรม

ตามการจัดประเภทอุตสาหกรรมตามมาตรฐานสากล

N แทน จำนวนหมู่ย่อยอุตสาหกรรมที่บริษัทมีส่วนร่วมในการดำเนินงาน

โดยแทนค่าหมู่ย่อยอุตสาหกรรมด้วยเลขรหัส 4 ตัว

การกระจายการลงทุนที่สัมพันธ์กัน (DR)

$$DR = \sum_{j=1}^M DR_j P_j$$

$$\text{ซึ่ง } DR_j = \sum_{i \in j} P_i^j \ln\left(\frac{1}{P_i^j}\right)$$

โดย P_i^j แทน สัดส่วนของรายได้จากการขายภายในของหมู่ย่อยอุตสาหกรรม

ภายในหมวดย่อยอุตสาหกรรมตามการจัดประเภทอุตสาหกรรม

ตามมาตรฐานสากล

M แทน จำนวนหมวดอุตสาหกรรมที่บริษัทมีส่วนร่วมในการดำเนินงาน

โดยแทนค่าหมู่ย่อยอุตสาหกรรมด้วยเลขรหัส 2 ตัว

P_j แทน สัดส่วนของรายได้จากการขายของบริษัทภายในหมวดย่อยอุตสาหกรรม

การกระจายการลงทุนที่ไม่สัมพันธ์กัน (DU)

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

โดย P_j แทน สัดส่วนของรายได้จากการขายของบริษัทภายในหมวดย่อยอุตสาหกรรม

M แทน จำนวนหมวดย่อยอุตสาหกรรม

ในการศึกษาครั้งนี้ได้นำการจัดประเภทมาตรฐานอุตสาหกรรม (ประเทศไทย) ปี 2552 ซึ่งจัดทำโดยกรมการจัดหางาน กระทรวงแรงงานที่ปรับปรุงให้สอดคล้องกับมาตรฐานอุตสาหกรรมสากลที่องค์การสหประชาชาติได้ดำเนินการปรับปรุง คือ International Classification of All Economic Activities (ISIC) ฉบับ Revision 4 (2006) เพื่อให้เป็นมาตรฐานสากลและสามารถวิเคราะห์เปรียบเทียบข้อมูลระหว่างหน่วยงานได้

สำหรับทั้ง 3 ตัวแปรข้างต้น จะมีค่ามากกว่าหรือเท่ากับ 0 และค่ายิ่งมาก แสดงว่า ยิ่งมีการกระจายการลงทุนมากนั่นเอง

ส่วนที่ 2 สัดส่วนการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ โดยใช้วิธี Specialization Ratio ตามงานวิจัยของ Rumelt (1974)

$$\text{Specialization Ratio (SR)} = \frac{\text{รายได้ของธุรกิจหลักของกิจการ}}{\text{รายได้รวมทั้งหมดของกิจการ}}$$

โดย รายได้ของธุรกิจหลักของกิจการ แทน รายได้จากการขายของบริษัทใหญ่
เพียงบริษัทเดียว

รายได้รวมทั้งหมดของกิจการ แทน รายได้จากการขายทั้งหมดของบริษัท
ใหญ่และบริษัทย่อย

สำหรับงานวิจัยนี้จะใช้เป็น Level of Diversification หรือ 1- Specialization Ratio เพื่อง่ายต่อการแปลผลการวิจัย

กระจายการลงทุนระดับสูง	LEVEL \geq 0.95
กระจายการลงทุนระดับปานกลาง	0.70 \leq LEVEL < 0.95
กระจายการลงทุนระดับต่ำ	LEVEL < 0.70

3.3.2 ตัวแปรตาม คือ มูลค่าของกิจการ

งานวิจัยนี้ใช้ Tobin's q Ratio เป็นตัวชี้วัดมูลค่าของกิจการ โดยที่การคำนวณ Tobin's q Ratio มีหลากหลายวิธี แต่งานวิจัยนี้จะยึดตามแนวทาง Chung and Pruitt (1994) เนื่องจากมีการปรับปรุงสูตรให้ง่ายต่อการคำนวณและมีค่าใกล้เคียงกับ Tobin's q Ratio ตามแนวทางของ Linderberg and Ross (1981) ซึ่งได้รับการยอมรับว่าถูกต้องตามหลักทฤษฎี

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

โดย MVE แทน มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น
(จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแล้ว×ราคาหุ้น)

BVD แทน มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน

BVA แทน มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์

3.3.3 ตัวแปรควบคุม คือ ลักษณะเฉพาะของกิจการ

ตัวแปรควบคุมที่ใช้จะเน้นไปทางลักษณะเฉพาะของแต่ละกิจการ (Company Specific-Characteristics) ที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งจะส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ โดยการศึกษาที่ผ่านมา Baysinger and Hoskisson (1989) และ Hall, Jr. (1995) ได้ใช้ตัวแปรควบคุมที่ทำการศึกษา 2 ตัวดังนี้

1. ขนาดของกิจการ พิจารณาจาก Logarithm ของสินทรัพย์รวมของกิจการ

$$SIZE = \text{Log} (TA)$$

โดย SIZE แทน ขนาดของกิจการ

TA แทน สินทรัพย์ทั้งหมด (Total Assets)

2. ความเสี่ยงทางการเงิน พิจารณาจากอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้

$$LEV = \frac{TL}{TA}$$

โดย LEV แทน อัตราส่วนสภาพหนี้

TL แทน หนี้สินทั้งหมด (Total Liabilities)

TA แทน สินทรัพย์ทั้งหมด (Total Assets)

3.3.4 ตัวแปรกำกับ คือ ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม

ผู้วิจัยใช้ตัวเลขที่ระบุรหัสอุตสาหกรรม (TSIC Code) ของแต่ละบริษัท ซึ่งได้จำแนกอุตสาหกรรมออกเป็นประเภท หมวด หมู่และหมู่ย่อย โดยใช้แทนรหัส 4 ตัว ทั้งนี้ในกลุ่ม SET100 จะแบ่งเป็น 6 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มสินค้ากลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี ดังนั้น จึงให้ตัวแปรกำกับเหล่านี้เป็น Dummy Variable ซึ่งเป็นตัวแทนในแต่ละอุตสาหกรรม ได้แก่

D1 เป็น ตัวแปร Dummy ซึ่งจะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อกลุ่มตัวอย่างอยู่ในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร และจะมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อกลุ่มตัวอย่างไม่อยู่ในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร

D2 เป็น ตัวแปร Dummy ซึ่งจะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อกลุ่มตัวอย่างอยู่ในอุตสาหกรรมวัตถุดิบและสินค้า และจะมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อกลุ่มตัวอย่างไม่อยู่ในอุตสาหกรรมวัตถุดิบและสินค้า

D3 เป็น ตัวแปร Dummy ซึ่งจะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อกลุ่มตัวอย่างอยู่ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และจะมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อกลุ่มตัวอย่างไม่อยู่ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์

D4 เป็น ตัวแปร Dummy ซึ่งจะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อกลุ่มตัวอย่างอยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มทรัพยากร และจะมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อกลุ่มตัวอย่างไม่อยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มทรัพยากร

D5 เป็น ตัวแปร Dummy ซึ่งจะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อกลุ่มตัวอย่างอยู่ในอุตสาหกรรมบริการ และจะมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อกลุ่มตัวอย่างไม่อยู่ในอุตสาหกรรมบริการ

3.4 เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

1. แบ่งประเภทของข้อมูลโดยการคำนวณ Level of Diversification และ Entropy Index
2. ทดสอบสหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุม
3. การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติโดยใช้สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างไร โดยสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

สมการที่ 1 ทดสอบสมมติฐานที่ 1-3

$$\text{Tobin's Q Ratio} = \beta_0 + \beta_1 \text{DR} + \beta_2 \text{DU} + \beta_3 \text{LEVEL} + \beta_4 \text{SIZE} + \beta_5 \text{LEV} + \varepsilon$$

โดย Tobin's q Ratio แทน มูลค่าของกิจการ

DR แทน ระดับของการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน

DU แทน ระดับของการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน

LEVEL แทน สัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ

SIZE แทน ขนาดของกิจการ

LEV แทน อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้

สมการที่ 2-4 ทดสอบสมมติฐานที่ 4-6

$$\text{Tobin's Q Ratio} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DR} + \alpha_2 \text{DRD}_1 + \alpha_3 \text{DRD}_2 + \alpha_4 \text{DRD}_3 + \alpha_5 \text{DRD}_4 + \alpha_6 \text{DRD}_5 + \alpha_7 \text{SIZE} + \alpha_8 \text{LEV} + \varepsilon$$

$$\text{Tobin's Q Ratio} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DU} + \alpha_2 \text{DUD}_1 + \alpha_3 \text{DUD}_2 + \alpha_4 \text{DUD}_3 + \alpha_5 \text{DUD}_4 + \alpha_6 \text{DUD}_5 + \alpha_7 \text{SIZE} + \alpha_8 \text{LEV} + \varepsilon$$

$$\text{Tobin's Q Ratio} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{LEVEL} + \alpha_2 \text{LEVELD}_1 + \alpha_3 \text{LEVELD}_2 + \alpha_4 \text{LEVELD}_3 + \alpha_5 \text{LEVELD}_4 + \alpha_6 \text{LEVELD}_5 + \alpha_7 \text{SIZE} + \alpha_8 \text{LEV} + \varepsilon$$

โดย Tobin's q Ratio แทน มูลค่าของกิจการ

DR แทน ระดับของการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน

DU แทน ระดับของการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน

LEVEL แทน สัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ

SIZE แทน ขนาดของกิจการ

LEV แทน อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้

D1 เป็น ตัวแปร Dummy ซึ่งจะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อกลุ่มตัวอย่างอยู่ในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร และจะมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อกลุ่มตัวอย่างไม่อยู่ในอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร

D2 เป็น ตัวแปร Dummy ซึ่งจะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อกลุ่มตัวอย่างอยู่ในอุตสาหกรรมวัสดุก่อสร้างและสินค้า และจะมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อกลุ่มตัวอย่างไม่อยู่ในอุตสาหกรรมวัสดุก่อสร้างและสินค้า

D3 เป็น ตัวแปร Dummy ซึ่งจะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อกลุ่มตัวอย่างอยู่ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ และจะมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อกลุ่มตัวอย่างไม่อยู่ในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์

D4 เป็น ตัวแปร Dummy ซึ่งจะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อกลุ่มตัวอย่างอยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มทรัพยากร และจะมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อกลุ่มตัวอย่างไม่อยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มทรัพยากร

D5 เป็น ตัวแปร Dummy ซึ่งจะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อกลุ่มตัวอย่างอยู่ในอุตสาหกรรมบริการ และจะมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อกลุ่มตัวอย่างไม่อยู่ในอุตสาหกรรมบริการ

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

งานวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2557 โดยเก็บข้อมูลได้ทั้งหมด 258 บริษัท ใน 6 อุตสาหกรรม นำไปสู่ผลการศึกษาดังต่อไปนี้

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปรที่ใช้ศึกษาผลกระทบจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการเป็นตัวแปรเชิงปริมาณ ประกอบด้วย มูลค่ากิจการซึ่งเป็นตัวแปรตาม ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน และ สัดส่วนการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ซึ่งเป็นตัวแปรต้น ขนาดของบริษัท และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวแปรควบคุม และ ประเภทของอุตสาหกรรม เป็นตัวแปรกำกับ โดยผลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรทั้งหมดเป็นดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

ตัวแปร	สถิติเชิงพรรณนา			
	ค่าเฉลี่ย	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
Tobin's q Ratio (เท่า)	2.1208	15.0629	0.5188	1.7599
DR (สัดส่วน)	0.1033	1.4431	0	0.2474
DU (สัดส่วน)	0.4737	2.0843	0	0.4390
LEVEL (เท่า)	0.4552	1.0000	0.0047	0.3422
SIZE (Log)	7.5705	9.2557	6.4104	0.5495
LEV (เท่า)	0.5284	0.9770	0.0970	0.1606

โดย Tobin's q Ratio แทน มูลค่าของกิจการ

DR แทน ระดับของการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน

DU แทน ระดับของการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน

LEVEL แทน สัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ

SIZE แทน ขนาดของกิจการ

LEV แทน อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้

ตัวแปรตามของงานวิจัยนี้พบว่า มูลค่าของกิจการ (Tobin's q Ratio) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.1079 เท่า แสดงให้เห็นว่า โดยเฉลี่ยแล้ว กลุ่มตัวอย่างสามารถใช้สินทรัพย์อย่างมีประสิทธิภาพ ทำให้เพิ่มมูลค่าทางการตลาด

ในส่วนตัวแปรต้นแบ่งได้เป็น 2 ส่วน ส่วนแรก คือ ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน และระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน พบว่า ค่าเฉลี่ยของระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันซึ่งเท่ากับ 0.1033 ซึ่งต่ำกว่า ค่าเฉลี่ยของระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันเท่ากับ 0.4737 แสดงว่า บริษัทส่วนใหญ่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กันน้อยกว่ากระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน

ส่วนที่สอง คือ สัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.4552 จากค่าสูงสุด 1 และต่ำสุด 0.0047 แสดงว่า บริษัทส่วนใหญ่มีการกระจายการลงทุนในระดับต่ำ

นอกจากนี้ในส่วนตัวแปรตัวแปรควบคุม log ของขนาดของบริษัทค่าเฉลี่ยเท่ากับ 7.5705 ค่าสูงสุดเท่ากับ 9.2557 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 6.4104 และอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5284 เท่า ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.9770 เท่า และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.0970 เท่า

4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ตารางที่ 4.2 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

Pearson Correlation	Tobin's q Ratio	DR	DU	LEVEL	SIZE
DR	-0.0430				
DU	-0.0061	0.2014**			
LEVEL	-0.1596*	0.2785**	0.4913**		
SIZE	-0.3062**	0.1394**	0.1606**	0.1859**	
LEV	-0.2409**	0.0080	0.0548	0.0837	0.3059**

**,* Coefficient is significant at the 0.01, 0.05 level respectively, Dependent Variable: Tobin's Q

จากตารางที่ 4.2 ผลของการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรตามพบว่า มูลค่าของกิจการนั้นมีความสัมพันธ์กับสัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจทางลบอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และมีความสัมพันธ์กับขนาดของกิจการ และอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ทางลบอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01

สำหรับตัวแปรต้น ระดับของการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันและระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันมีความสัมพันธ์กันเองทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยมีค่า สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.2014 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับต่ำ และพบว่าระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันและระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันยังมีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับขนาดของบริษัทอีกด้วย

นอกจากนี้ สัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ พบว่า ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 สัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจมีความสัมพันธ์ทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับระดับของการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน ระดับของการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน และ ขนาดของกิจการ ซึ่งมีความสัมพันธ์จากมากไปน้อยตามลำดับ

จากข้อมูลค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่แสดงในตารางที่ 4.2 ทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ต่อกันอย่างมีนัยสำคัญระหว่างตัวแปร แต่ขนาดของความสัมพันธ์ ระหว่างกันยังอยู่ในระดับต่ำจนถึงปานกลาง ดังนั้น เพื่อให้แน่ใจว่าตัวแปรเป็นอิสระต่อกัน จึงมีการพิจารณาค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) ซึ่งพบว่า Tolerance ของตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุมต่างมีค่าเข้าใกล้ 1 ทั้งสิ้น และเมื่อ พิจารณาจากค่า VIF พบผลลัพธ์ที่เป็นทิศทางเดียวกันกับค่า Tolerance ซึ่งได้ผลไม่เกิน 5 จากผลลัพธ์ที่ได้พบว่ามีค่า VIF ของตัวแปรแต่ละตัวอยู่ในเกณฑ์ที่เหมาะสม ไม่มีปัญหา Multicollinearity (Zikmund et al., 2013) ดังนั้น จึงสามารถใช้ตัวแปรทั้งหมดในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจาย การลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่ากิจการได้

4.3 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 4.3 ผลการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 1-3

ตัวแปร	Coefficients	P-Value
(Constant)	9.2104	0.0000
DR	0.1013	0.8170
DU	0.4798	0.0770
LEVEL	-0.8376*	0.0190
SIZE	-0.7968**	0.0000
LEV	-1.7301*	0.0110

**,* Coefficient is significant at the 0.01, 0.05 level respectively, Dependent Variable: Tobin's Q

จากตารางที่ 4.3 แสดงผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 1-3 ดังนี้

สมมติฐานที่ 1: ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันกับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์พบว่า ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน (DR) ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าของกิจการ ดังนั้น จึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 1 ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่า การที่องค์กรมีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันเป็นสิ่งที่ผู้ถือหุ้นได้คาดหวังไว้อยู่แล้ว ดังนั้น การลงทุนดังกล่าว จึงไม่ได้ส่งผลให้มูลค่าขององค์กรซึ่งวัดจากมูลค่าหุ้นเพิ่มขึ้นแต่อย่างใด

สมมติฐานที่ 2: ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันกับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์พบว่าระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน (DU) ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าของกิจการ ดังนั้น จึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 2 ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่า แม้ว่าการกระจายการลงทุนน่าจะทำให้บริษัทได้รับผลตอบแทนมากขึ้น ส่งผลเชิงบวกต่อมูลค่าขององค์กร แต่เมื่อเป็นการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน ผู้บริหารอาจไม่ได้มีความเชี่ยวชาญเกี่ยวกับธุรกิจนั้นๆ ทำให้มูลค่าขององค์กรลดลง จึงทำให้โดยรวมแล้ว ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ

ผลการวิจัยที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ ศิริรักษ์ ชลารักษ์ (2548) ที่พบว่าระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันกับผลการดำเนินงานของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กัน

สมมติฐานที่ 3: สัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET100 มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์พบว่า สัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ (LEVEL) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าของกิจการ ดังนั้น จึงไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ 3 ซึ่งอาจเนื่องมาจากการที่กิจการมีสัดส่วนการกระจายการลงทุนสูงส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยไม่สนใจว่าการกระจายนี้จะกระจายไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันหรือไม่สัมพันธ์กัน เนื่องจากการกระจายการลงทุนทำให้เกิดการใช้ทรัพยากรที่เพิ่มมากขึ้น (Stultz, 1990) เกิดต้นทุนในการลงทุน (cost) ที่มากขึ้น หรือ กิจการต้องนำเงินไปลงทุนในหน่วยธุรกิจที่มีผลการดำเนินงานต่ำหรือมีการเติบโตน้อยแทน (Berger and Ofek, 1995 ; Ahn and Denis, 2004) ซึ่งเป็นสาเหตุนำไปสู่มูลค่าสูญเสียจากการกระจายการลงทุน (Value Loss) ทั้งนี้ การกระจายการลงทุนในสัดส่วนที่มากอาจจะทำให้ความเชี่ยวชาญและเจาะจงด้านอุตสาหกรรมนั้นน้อยลง ทำให้นักลงทุนมีมุมมองในเชิงลบต่อบริษัท ผลการวิจัยที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Rumelt (1947,1982) และ Bettis (1981) ที่พบว่า ผลการดำเนินงานของกิจการที่มีการกระจายการลงทุนในระดับสูงจะต่ำกว่าผลการดำเนินงานของกิจการที่มีการกระจายการลงทุนในระดับต่ำ ซึ่งผลการดำเนินงานนั้นส่งผลต่อมูลค่าของกิจการ

นอกจากนี้ งานวิจัยส่วนใหญ่ในบทที่ 2 พบว่ามูลค่าที่ลดลงของกิจการนั้นเป็นผลกระทบมาจากหลายปัจจัย นั่นคือ ความไม่มีประสิทธิภาพของการจัดการทรัพยากรภายในกิจการ การขาดความรู้ความเชี่ยวชาญในการบริหารงานในสายธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน การลงทุนในโครงการที่ไม่ได้ให้ผลประโยชน์ตอบแทนเท่าที่ควรหรือนำเงินไปใช้ผิดประเภท และต้นทุนที่เกิดจากความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry Costs) ที่เกิดขึ้นระหว่างผู้บริหารจากส่วนกลางกับผู้บริหารจากแต่ละสาย เป็นต้น

สำหรับตัวแปรควบคุมอย่างขนาดของบริษัทและอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้มีผลกระทบต่อมูลค่าบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Baysinger and Hoskisson (1989) และ Hall, Jr. (1995) โดยกิจการที่มีขนาดใหญ่จะมีมูลค่าของกิจการน้อยกว่ากิจการขนาดเล็ก และกิจการที่มีสัดส่วนของหนี้สินสูง ก็จะทำให้มูลค่าของกิจการลดลงเช่นกัน

จากนั้นเมื่อมีการแบ่งประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมเข้ามาเกี่ยวข้องโดยใส่ตัวแปรกำกับเพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 4-6 ผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) พบว่า มีเพียงบางอุตสาหกรรมที่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญดังนี้

ตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์สมมติฐานที่ 4-6

ตัวแปร	DR		DU		LEVEL	
	Coeff.	P-Value	Coeff.	P-Value	Coeff.	P-Value
DR	0.4902	0.7660	-	-	-	-
DU	-	-	0.7002	0.1150	-	-
LEVEL	-	-	-	-	-0.4933	0.1040
เกษตรและ อุตสาหกรรมอาหาร	-0.8438	0.6200	-0.8810	0.2030	-0.6998	0.2730
สินค้าอุตสาหกรรม	-0.7707	0.7210	-1.0620	0.2670	-1.3356*	0.0260
อสังหาริมทรัพย์และ การก่อสร้าง	0.4908	0.8010	-0.9914*	0.0410	-0.9303*	0.0120
ทรัพยากร	-26.0232	0.5850	-1.3235*	0.0290	-1.0015*	0.0210
บริการ	0.6830	0.6970	0.1028	0.8210	0.3634	0.3320
เทคโนโลยี	8.7876**	0.0000	8.1623**	0.0000	8.0991**	0.0000
SIZE	-0.7564	0.0010	-0.6750	0.0010	-0.6066	0.0030
LEV	-1.7789	0.0130	-1.8380	0.0070	-1.4590	0.0260

**,* Coefficient is significant at the 0.01, 0.05 level respectively, Dependent Variable: Tobin's Q

สมมติฐานที่ 4: ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันกับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET100

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์พบว่า ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน (DR) กับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญเพียงหนึ่งอุตสาหกรรมเท่านั้น ดังนั้น จึงสนับสนุนสมมติฐานที่ 4

จากผลการวิจัยมีเพียงอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่ส่งผลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องด้วยปัจจุบันอุตสาหกรรมเทคโนโลยีเป็นอุตสาหกรรมที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็วและมีมูลค่าสูง จึงเป็นอุตสาหกรรมที่มีการแข่งขันกันมาก ดังนั้น การกระจายธุรกิจไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันส่งผลให้กิจการที่ไปลงทุนนั้นมีความได้เปรียบทางด้านต้นทุนจากขอบเขตที่ประหยัด (Economies of Scope) ต้นทุนในการผลิตต่อหน่วยนั้นต่ำลงหรือเกิดการประหยัดจากขนาด (Economies of Scale) การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้นจากการแบ่งปันห่วงโซ่คุณค่า (Value Chain) ร่วมกัน และการแลกเปลี่ยน

ข้อมูลของแต่ละกิจการที่ไปลงทุนโดยเฉพาะข้อมูลงานวิจัยทางเทคโนโลยีที่เป็นสิ่งขับเคลื่อนกิจการในอุตสาหกรรมนี้

สมมติฐานที่ 5: ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันกับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET100

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์พบว่า ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน (DU) กับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญถึง 3 อุตสาหกรรม ดังนั้น จึงสนับสนุนสมมติฐานที่ 5

จากผลการวิจัย อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง และ อุตสาหกรรมทรัพยากรส่งผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันกับมูลค่าของกิจการ เนื่องจากทั้งสองอุตสาหกรรมนี้มีการดำเนินงานที่เป็นลักษณะเฉพาะตัวและอาศัยความเชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมนั้นๆ หากมีการขยายการลงทุนจะมีต้นทุนมหาศาล และต้องใช้เวลาในการเรียนรู้ในอุตสาหกรรมอื่นที่ไปลงทุน ดังนั้น การกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันจะก่อให้เกิดต้นทุนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่ไม่มีประสิทธิภาพ คือการใช้ทรัพยากรที่เพิ่มขึ้นในการดำเนินการลงทุนในหลายสายอุตสาหกรรมที่มีโอกาสในการลงทุนจำกัด เป็นผลทำให้กิจการมีมูลค่ากิจการลดลง

ในทางกลับกัน ผลการวิจัยพบว่า อุตสาหกรรมเทคโนโลยีส่งผลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันกับมูลค่ากิจการอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากปัจจุบันโลกธุรกิจล้วนมีเทคโนโลยีเป็นส่วนหนึ่งในการดำเนินงาน การที่กิจการในอุตสาหกรรมนี้เข้าไปลงทุนในอุตสาหกรรมอื่นย่อมส่งผลดีต่อกิจการที่ลงทุนและถูกลงทุน เพราะนอกจากเป็นการกระจายความเสี่ยง (Risk Diversification) เมื่อนำเทคโนโลยีเข้ามาใช้พัฒนาการดำเนินงานของกิจการก่อให้เกิดประสิทธิภาพและประสิทธิผลแก่กิจการโดยรวม ซึ่งส่งผลต่อมูลค่าของกิจการที่มีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้น

สมมติฐานที่ 6: ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET100

จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์พบว่า ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจ (LEVEL) กับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญถึง 4 อุตสาหกรรม ดังนั้น จึงสนับสนุนสมมติฐานที่ 6

จากผลการวิจัยอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง และ อุตสาหกรรมทรัพยากรส่งผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการ ซึ่งอาจเป็นเพราะว่าทั้งสามอุตสาหกรรมนี้มี

จำนวนและมูลค่าที่มากในตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET100 จึงสอดคล้องกับผลการวิจัยในสมมติฐานที่ 3 ที่สัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญกับมูลค่าของกิจการ โดยมุมมองของนักลงทุนส่วนใหญ่ที่มีต่อกิจการในอุตสาหกรรมเหล่านี้ที่มีจุดประสงค์การลงทุนเพื่อหวังผลตอบแทนในรูปเงินปันผล หรือมูลค่าหุ้นที่สูงขึ้น ในอุตสาหกรรมที่มีความน่าเชื่อถือและมีมูลค่าสูงในตลาดหลักทรัพย์ไทย ดังนั้น สัดส่วนการกระจายการลงทุนที่เพิ่มมากขึ้น จะทำให้ผลประโยชน์ของนักลงทุนที่ลดน้อยลง ซึ่งส่งผลเชิงลบต่อมูลค่าของกิจการ

ในทางกลับกัน ผลการวิจัยของอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่การกระจายการลงทุน ส่งผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการ เนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มเติบโตมากขึ้นตามแนวโน้มของตลาดและมีลักษณะธุรกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วและแข่งขันกันสูง ประกอบกับผลการวิจัยในสมมติฐานที่ 4 และ 5 ที่พบว่า อุตสาหกรรมเทคโนโลยีไม่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันหรือไม่สัมพันธ์กันก็ตามล้วนส่งผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าของกิจการ โดยมุมมองของนักลงทุนจึงมองเห็นว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจสำหรับกิจการในอุตสาหกรรมนี้เปรียบเสมือนการเติบโตของบริษัทที่จะเพิ่มโอกาสการในการสร้างกำไรและเพิ่มมูลค่ากิจการมากขึ้นด้วย

จากผลการวิจัยข้างต้นสามารถสรุปเปรียบเทียบสมมติฐานไว้ในตารางที่ 4.5 - 4.6 ดังนี้

ตารางที่ 4.5 ผลการเปรียบเทียบสมมติฐานที่ 1-3 กับผลที่ได้จากการวิเคราะห์

สมมติฐาน	ผลที่คาดหวัง	ผลลัพธ์ที่ได้
H1: ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันกับมูลค่าของกิจการ	เชิงบวก	ไม่มี ความสัมพันธ์
H2: ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันกับมูลค่าของกิจการ	เชิงลบ	ไม่มี ความสัมพันธ์
H3: สัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการ	เชิงบวก	เชิงลบ

ตารางที่ 4.6 ผลการเปรียบเทียบสมมติฐานที่4-6 กับผลที่ได้จากการวิเคราะห์

สมมติฐาน	ผลลัพธ์ที่ได้	รายละเอียด
H4: ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันกับมูลค่าของกิจการ	มีความสัมพันธ์ 1 อุตสาหกรรม	กลุ่มเทคโนโลยี (+)
H5: ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันกับมูลค่าของกิจการ	มีความสัมพันธ์ 3 อุตสาหกรรม	กลุ่มเทคโนโลยี (+) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง (-) กลุ่มทรัพยากร (-)
H6: ประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรมส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของกิจการ	มีความสัมพันธ์ 4 อุตสาหกรรม	กลุ่มเทคโนโลยี (+) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (-) กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง (-) กลุ่มทรัพยากร (-)

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2557 โดยเก็บข้อมูลที่ได้ทั้งหมด 258 บริษัท ใน 6 อุตสาหกรรม เพื่อศึกษาผลกระทบจากการใช้กลยุทธ์การกระจายการลงทุนทางธุรกิจ ว่าส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการในทิศทางใด รวมทั้งอุตสาหกรรมใดที่เหมาะสมกับกลยุทธ์การกระจายการลงทุนทางธุรกิจในปัจจุบัน ซึ่งช่วยให้ผู้บริหารสามารถตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินกลยุทธ์ที่เหมาะสม และช่วยนักลงทุนในการตัดสินใจว่าควรลงทุนกับกิจการที่ดำเนินกลยุทธ์นี้หรือไม่เพื่อให้ได้รับผลประโยชน์ที่ดีที่สุด

ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการกระจายการลงทุนสูงส่งผลให้มูลค่ากิจการลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยไม่สนใจว่าการกระจายนี้จะกระจายไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันหรือไม่สัมพันธ์กัน เนื่องด้วยปัจจัยต้นทุนที่เพิ่มมากขึ้นและการเชี่ยวชาญและเจาะจงด้านอุตสาหกรรมนั้นน้อยลง ทำให้นักลงทุนมีมุมมองในเชิงลบต่อบริษัทมูลค่ากิจการจึงลดลง

เมื่อนำมาแบ่งประเภทรายอุตสาหกรรมมีเพียง 4 อุตสาหกรรมที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่ากิจการ ที่มีส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง และ อุตสาหกรรมทรัพยากร พบว่า หากมีการกระจายการลงทุนในธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันมาก หรือ สัดส่วนการกระจายการลงทุนที่เพิ่มมากขึ้น จะส่งผลเชิงลบต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนในธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันและสัดส่วนการกระจายการลงทุนกับมูลค่าของกิจการ เพราะทำให้ผลประโยชน์ของนักลงทุนลดน้อยลง เนื่องจากการดำเนินงานที่เป็นลักษณะเฉพาะตัวและอาศัยความเชี่ยวชาญในอุตสาหกรรม หากมีการขยายการลงทุนจะมีต้นทุนมหาศาล และต้องใช้เวลาในการเรียนรู้ในอุตสาหกรรมอื่นที่ไปลงทุน

ในทางกลับกัน อุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่การกระจายการลงทุน ในระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันและไม่สัมพันธ์กันมาก หรือ สัดส่วนการกระจายการลงทุนที่เพิ่มมากขึ้น ส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนในธุรกิจที่สัมพันธ์กัน ไม่สัมพันธ์กัน และสัดส่วนการกระจายการลงทุนกับมูลค่ากิจการ เนื่องจากในการดำเนินงานของแต่ละกิจการล้วนมีเทคโนโลยีเป็นส่วนหนึ่ง การที่กิจการในอุตสาหกรรมนี้เข้าไปลงทุนในกิจการอื่นย่อม

ส่งผลดีต่อกิจการที่ลงทุนและถูกลงทุน เพราะเป็นการกระจายความเสี่ยง (Risk Diversification) ต้นทุนจากขอบเขตที่ประหยัด (Economies of Scope) ต้นทุนในการผลิตต่อหน่วยนั้นต่ำลงหรือเกิดการประหยัดจากขนาด (Economies of Scale) การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้นจากการแบ่งปันห่วงโซ่คุณค่า (Value Chain) และ มีการแบ่งปันข้อมูลภายในกิจการได้มากขึ้น ดังนั้นทางนักลงทุนจึงมองเห็นว่าการกระจายการลงทุนทางธุรกิจสำหรับกิจการในอุตสาหกรรมนี้เปรียบเสมือนการเติบโตของบริษัทที่จะมีแต่จะเพิ่มโอกาสการเติบโตและเพิ่มมูลค่ากิจการมากขึ้นด้วย

ผู้บริหารสามารถนำผลการศึกษาจากงานวิจัยนี้ไปใช้ในการสนับสนุนการตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินกลยุทธ์การกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่เหมาะสม เพื่อให้กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น และมีมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น นั่นคือ บริษัทไม่ควรจะกระจายการลงทุนทางธุรกิจมากเกินไปเนื่องจากการใช้กลยุทธ์การกระจายการลงทุนทางธุรกิจในสัดส่วนที่สูงจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการที่ลดลง ไม่ว่าจะการกระจายการลงทุนทางธุรกิจจะไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันหรือไม่สัมพันธ์กันก็ตาม อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารควรคำนึงถึงประเภทของอุตสาหกรรมในการตัดสินใจดังกล่าวด้วยเนื่องจากผลของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่มีต่อมูลค่าของกิจการนั้นขึ้นอยู่กับประเภทของอุตสาหกรรมด้วย โดยอุตสาหกรรมที่เหมาะสมกับกลยุทธ์การกระจายการลงทุนทางธุรกิจในปัจจุบันอย่างอุตสาหกรรมเทคโนโลยีจะทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มมากขึ้น ส่วนอุตสาหกรรมที่ไม่เหมาะสมในการกระจายการลงทุนทางธุรกิจอย่างอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง และ อุตสาหกรรมทรัพยากร จะส่งผลลบต่อมูลค่ากิจการ

5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีข้อจำกัดของข้อมูล เนื่องจากการหาตัวแปร ระดับการกระจายการลงทุน ต้องใช้ข้อมูลรายได้จากการขายของบริษัทใหญ่ที่เป็นกลุ่มตัวอย่างและรายได้จากการขายของบริษัทย่อย กิจการร่วมค้าและบริษัทร่วมของบริษัทใหญ่ที่เป็นกลุ่มตัวอย่างนั้น โดยข้อมูลดังกล่าวสามารถหาข้อมูลได้จากเว็บไซต์ของฐานข้อมูลธุรกิจคอร์ปัส (www.corpus.bol.co.th) ซึ่งจะมีข้อมูลเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนจัดตั้งในประเทศไทย ซึ่งบางบริษัทไม่มีข้อมูลหรือมีข้อมูลไม่ครบถ้วน ดังนั้น ผู้วิจัยจึงนำเฉพาะบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนมาใช้ในการคำนวณเท่านั้น

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยต่อเนื่อง

1.งานวิจัยนี้มีกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ในช่วงปี พ.ศ. 2555-2557 เท่านั้น ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตจึงอาจขยายขอบเขตของกลุ่มตัวอย่างหรือระยะเวลาที่ศึกษาเพิ่มเติมได้ เพื่อให้เห็นผลกระทบจากการกระจายการลงทุนทางธุรกิจที่มีต่อมูลค่ากิจการมีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น

2.ประเภทของการกระจายการลงทุนสามารถแบ่งได้หลายรูปแบบนอกเหนือจากในงานวิจัยนี้ หากในอนาคตผู้ที่ต้องการศึกษาในเรื่องนี้ สามารถจะเลือกรูปแบบการแบ่งประเภทของการกระจายการลงทุนแบบอื่น เช่น การแบ่งประเภทเป็นการกระจายการลงทุนในประเทศและการกระจายการลงทุนไปยังต่างประเทศ เป็นต้น

3.ตัวแปรการกระจายการลงทุน เนื่องจากความยุ่งยากในการหาตัวแปร ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน และไม่สัมพันธ์กัน หากสามารถหาตัวแปรที่วัดค่าได้ดีกว่าหรือเก็บข้อมูลได้สะดวกกว่าก็ควรเปลี่ยนไปใช้ตัวแปรอื่นนั้น

รายการอ้างอิง

หนังสือและบทความในหนังสือ

เข็มเพชร เจริญรัตน์และคณะ. (2545). *การเงินธุรกิจ*. กรุงเทพมหานคร.

วิทยานิพนธ์

ญาณินท์ ปิ่นม่วง. (2557). *การกระจายการลงทุนทางธุรกิจและการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100*. การค้นคว้าอิสระ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

วรรณพร ศิริจิวนนท์. (2553). *ผลกระทบจากการกระจายทางธุรกิจต่อมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. การค้นคว้าอิสระ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

ศิริรักษ์ ชลารักษ์. (2548). *ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

ธเนศ ศิริกิจ. (2558). วางกลยุทธ์ธุรกิจ ปี 2015. สืบค้นจาก:

<http://www.positioningmag.com/content/59188>

กรมพัฒนาธุรกิจการค้า. (2552). *การจัดประเภทธุรกิจของนิติบุคคล*. สืบค้นจาก

http://www.dbd.go.th/download/PDF/_book_business_man.pdf.

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). *รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้คำนวณดัชนี*. สืบค้นจาก

<http://www.set.or.th/th/market/constituents.html>

Articles

- Berger, P., & Ofek, E.(1995). Diversification's Effect on Firm Value. *Journal of Financial Economics*.
- Chandler, A. D. (1977). *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press.
- Charoenwong, C., Jiraporn, P., & Ding, D. K. (2011). Corporate Diversification, Managerial Ownership, and Firm Value: Evidence from the Thai Financial Crisis. *Journal of Emerging Markets*.
- Charlie Charoenwong, Pornsit Jiraporn, และ David K Ding. (2011). Corporate Diversification, Managerial Ownership, and Firm Value: Evidence from the Thai Financial Crisis. *Journal of Emerging Markets*.
- Claessens Stijn, Djankov Simeon, Fan Joseph P.H., and Lang Larry H.P. (1998). Diversification and Efficiency of Investment By East Asian Corporations. Unpublished manuscript, *The University of Chicago*.
- Graham, J.R., Lemmon, M. L., & Wolf, J.G. (2002). Does Corporate Diversification Destroy Value?. *Journal of Finance*.
- Hall, Ernest H Jr; St John, Caron H. (1995). Corporate Diversification and Performance: An Investigation of Causality. *Australian Journal of Management*.
- Javeria Farooqi, Oneil Harris and Thanh Ngo. (2014). Corporate diversification, real activities manipulation, and firm value. *Journal of Multinational Financial Management*.
- Kwangmin Park, SooCheong (Shawn) Jang. (2013). Effects of within-industry diversification and related diversification strategies on firm performance. *International Journal of Hospitality Management*
- Lewellen, W.G. (1970). A pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance*.
- Palepu, K. (1985). Diversification strategy, profit performance and the entropy measure. *Strategic Management Journal*.

- Park Kwangmin, SooCheong (Shawn) Jang. (2012). Effect of diversification on firm performance: Application of the entropy measure. *International Journal of Hospitality Management*
- Pratyaksa, R., Sayoc, R. A., Koga, M. M., & Siy, M. D. (2015). The Influence of . *DLSU Business & Economics Review*.
- Ramanujam. (1987). Diversification and Performance : A Reexamination Using a New Two-Dimensional. *Academy of Management Journal*.
- Rorian Pratyaksa, Rosanina A Sayoc, Mika M Koga, และ Michael Dominic O Siy. (2015).The Influence of . *DLSU Business & Economics Review*.
- Rumelt, R.P. (1974). Strategy, Structure, and Economic Performance, Division of Research, *Harvard Business School, Boston, MA: Belknap Press Of Harvard*.
- Simmounds, Paul G. (1990). The combined diversification breath and mode dimensions and the performance of large diversified firms. *Strategic Management Journal*.
- Tangtrakulporn Janejira and Meesap-lak Chutima. (2010). Diversification Effects on Firm Value and Corporate Governance Underlying Theories and Case Studies from Thailand. *Unpublished manuscript, Lund University*.
- Zikmund, W. G., Babin, B. J., Carr, J. C. and Griffin, M. (2013). Business Research Methods, *CENGAGE Learning Custom Publishing*.



ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

ระดับการกระจายการลงทุน

ดัชนีการจัดระดับการกระจายการลงทุน (Entropy Index)

การคำนวณจะเริ่มจากการพิจารณาว่าบริษัทนั้นมีบริษัทย่อย กิจการร่วมค้าและบริษัทร่วมเป็นบริษัทใดบ้าง โดยข้อมูลดังกล่าวสามารถดูได้จากหัวข้อหลักเกณฑ์ในการจัดทำงบการเงิน หัวข้อเงินลงทุนในบริษัทย่อย หัวข้อเงินลงทุนในกิจการร่วมค้าและหัวข้อเงินลงทุนในบริษัทร่วมซึ่งเปิดเผยไว้ในหมายเหตุประกอบงบการเงินและรายงานประจำปี ส่วนการระบุรหัสอุตสาหกรรมนั้นจะระบุตามการจัดประเภทมาตรฐานอุตสาหกรรม (ประเทศไทย) ปี 2552

1. เมื่อทราบบริษัทย่อย กิจการร่วมค้าและบริษัทร่วมที่บริษัทได้ลงทุนไว้แล้วนั้น ก็ทำการจัดเก็บข้อมูลรายได้จากการขายและรหัสอุตสาหกรรมของบริษัทเหล่านั้น ซึ่งสามารถหาข้อมูลได้จากเว็บไซต์ของฐานข้อมูลธุรกิจคอร์ปัส (www.corpus.bol.co.th) โดยตัวอย่างในการคำนวณระดับการกระจายการลงทุนครั้งนี้จะสมมติขึ้นดังนี้

ตัวอย่างข้อมูลบริษัทที่ใช้ในการคำนวณ

	รหัสอุตสาหกรรม	รายได้จากการขาย
บริษัท A	1121	40
บริษัท B	1170	20
บริษัท C	5100	10
บริษัท D	5130	10
บริษัท E	7010	20

เมื่อรวบรวมข้อมูลเรียบร้อยแล้วก็สามารถคำนวณได้ดังนี้

การกระจายการลงทุนทั้งหมด (DT)

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

โดย P_i แทน สัดส่วนของรายได้จากการขายภายในหมู่ย่อยอุตสาหกรรม

ตามการจัดประเภทอุตสาหกรรมตามมาตรฐานสากล

N แทน จำนวนหมู่ย่อยอุตสาหกรรมที่บริษัทมีส่วนร่วมในการดำเนินงาน

โดยแทนค่าหมู่ย่อยอุตสาหกรรมด้วยเลขรหัส 4 ตัว

ตัวอย่างในการคำนวณการกระจายการลงทุนทั้งหมด (DT)

	รหัสอุตสาหกรรม	รายได้จากการขาย	Pi	1/Pi	ln(1/Pi)	Pi*ln(1/Pi)
บริษัท A	1121	40	0.4	2.5	0.916291	0.366516
บริษัท B	1170	20	0.2	5	1.609438	0.321888
บริษัท C	5100	10	0.1	10	2.302585	0.230259
บริษัท D	5130	10	0.1	10	2.302585	0.230259
บริษัท E	7010	20	0.2	5	1.609438	0.321888
DT						1.470808

การคำนวณระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน ดังนี้

การกระจายการลงทุนที่สัมพันธ์กัน (DR)

$$DR = \sum_{j=1}^M DR_j P_j$$

$$\text{ซึ่ง } DR_j = \sum_{i \neq j} P_i^j \ln\left(\frac{1}{P_i}\right)$$

โดย P_i^j แทน สัดส่วนของรายได้จากการขายภายในของหมู่ย่อยอุตสาหกรรมภายในหมวดย่อยอุตสาหกรรมตามการจัดประเภทอุตสาหกรรมตามมาตรฐานสากล

M แทน จำนวนหมวดอุตสาหกรรมที่บริษัทมีส่วนร่วมในการดำเนินงาน โดยแทนค่าหมู่ย่อยอุตสาหกรรมด้วยเลขรหัส 2 ตัว

P_j แทน สัดส่วนของรายได้จากการขายของบริษัทภายในหมวดย่อยอุตสาหกรรม

ก่อนการคำนวณค่า DR ต้องมีการคำนวณค่า DRj ดังนี้

ตัวอย่างในการหาค่า DRj

	รหัส อุตสาหกรรม	รายได้จาก การขาย	Pij	1/Pij	ln(1/ Pij)	Pij *ln(1/ Pij) =(DRj)
บริษัท A	1121	40	0.66667	1.5000	0.40546	0.27031
บริษัท B	1170	20	0.33333	3.0000	1.09861	0.366204
บริษัท C	5100	10	0.5	2.0000	0.69314	0.346574
บริษัท D	5130	10	0.5	2.0000	0.69314	0.346574
บริษัท E	7010	20	1	1.0000	0	0

เมื่อคำนวณค่า DRj ได้แล้ว จากนั้นนำมาคำนวณหาระดับการกระจายการลงทุนไปยัง
ธุรกิจที่สัมพันธ์กันดังนี้

	รหัสอุตสาหกรรม	รายได้จากการขาย	Pj	DRj	DRj*Pj
บริษัท A	1121	40	0.6	0.27031	0.162186
บริษัท B	1170	20		0.366204	0.219722
บริษัท C	5100	10	0.2	0.346574	0.069315
บริษัท D	5130	10		0.346574	0.069315
บริษัท E	7010	20	0.2	0	0
				DR	0.520538

การกระจายการลงทุนที่ไม่สัมพันธ์กัน (DU)

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

โดย P_j แทน สัดส่วนของรายได้จากการขายของบริษัทภายในหมวดย่อย
อุตสาหกรรม

M แทน จำนวนหมวดย่อยอุตสาหกรรม

ตัวอย่างในการคำนวณระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน (DU)

	รหัส อุตสาหกรรม	รายได้จากการ ขาย	Pj	1/Pj	ln(1/ Pj)	Pi *ln(1/ Pj)
บริษัท A	1121	40	0.6	1.66667	0.510826	0.306495
บริษัท B	1170	20				
บริษัท C	5100	10	0.2	5	1.609438	0.321888
บริษัท D	5130	10				
บริษัท E	7010	20	0.2	5	1.609438	0.321888
DU						0.950271

จากตาราง DR และ DU ตัวอย่างในการคำนวณระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กันและไม่สัมพันธ์กันนั้นจะมีการรวมรายได้จากการขายของบริษัท A และบริษัท B เข้าด้วยกันและรวมรายได้จากการขายของบริษัท C และบริษัท D เข้าด้วยกัน เนื่องจากทั้ง 2 กลุ่มนั้นอยู่ในหมวดอุตสาหกรรมเดียวกันซึ่งดูจากบริษัทมีเลขรหัสอุตสาหกรรม 2 หลักแรกที่เหมือนกันตามการจัดประเภทมาตรฐานอุตสาหกรรม (ประเทศไทย) ปี 2552 ดังนั้นโดยสรุปแล้วจากตัวอย่างข้างต้น จะคำนวณหาค่าระดับการกระจายการลงทุนต่างๆ ได้ดังนี้

$$\text{ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน (DR)} = 0.5205$$

$$\text{ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน (DU)} = 0.9503$$

เมื่อนำค่าทั้งสองมารวมกันจะได้เท่ากับค่าระดับการกระจายการลงทุนทั้งหมด (DT) ซึ่งเท่ากับ 1.4708

2. สถิติเชิงพรรณนาของระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันและระดับการกระจายการลงทุนทั้งหมด

ตารางสรุปสถิติเชิงพรรณนาของระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน (DR) ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน (DU) และระดับการกระจายการลงทุนทั้งหมด (DT)

กลุ่มอุตสาหกรรม	สถิติเชิงพรรณนา	DR	DU	DT
เกษตรและ อุตสาหกรรมอาหาร	Mean	0.2651	0.5825	0.8476
	Median	0.1835	0.6026	1.1145
	S.D	0.2910	0.3897	0.5080
สินค้าอุตสาหกรรม	Mean	0.2410	0.4975	0.7385
	Median	0.0189	0.4787	0.4976
	S.D	0.3163	0.4197	0.7176
อสังหาริมทรัพย์และ การก่อสร้าง	Mean	0.0948	0.5535	0.6483
	Median	0.0021	0.5038	0.6351
	S.D	0.1617	0.4990	0.5725
ทรัพยากร	Mean	0.0095	0.5642	0.5737
	Median	0.0000	0.5953	0.5986
	S.D	0.0291	0.3312	0.3280
บริการ	Mean	0.1094	0.5892	0.6987
	Median	0.0138	0.3351	0.5559
	S.D	0.1825	0.5858	0.6296
เทคโนโลยี	Mean	0.1515	0.4861	0.6376
	Median	0.0000	0.4863	0.6674
	S.D	0.1912	0.3746	0.4567

จากตารางข้างต้น แสดงถึงสถิติเชิงพรรณนาของระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน ระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กันและระดับการกระจายการลงทุนทั้งหมดของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม โดยผลสถิติพบว่าทุกกลุ่มอุตสาหกรรมมีค่าเฉลี่ยระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน (DU) สูงกว่าค่าเฉลี่ยระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน (DR) นั่นแสดงว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 ส่วนใหญ่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่มีความสัมพันธ์กันมากกว่ากระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กัน

นอกจากนี้ยังพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่มีระดับการกระจายการลงทุนทั้งหมด (DT) สูงที่สุด คือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารซึ่งเท่ากับ 0.8476 และต่ำที่สุด คือ กลุ่มทรัพยากรซึ่งเท่ากับ 0.5737 และกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่สัมพันธ์กัน (DR) สูงที่สุด คือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารซึ่งเท่ากับ 0.2651 และต่ำที่สุด คือ กลุ่มทรัพยากรซึ่งเท่ากับ 0.0095 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีระดับการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจที่ไม่สัมพันธ์กัน (DU) สูงที่สุด คือ กลุ่มบริการซึ่งเท่ากับ 0.5892 และต่ำที่สุด คือ กลุ่มเทคโนโลยีซึ่งเท่ากับ 0.4861



ภาคผนวก ข

การทดสอบค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF)

ตัวแปร	VIF	Tolerance
DR	1.1000	0.9081
DU	1.3300	0.7499
LEVEL	1.4000	0.7162
SIZE	1.1500	0.8668
LEV	1.1100	0.9038
Mean VIF	1.2200	

แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ ซึ่งในส่วนของค่า Tolerance และ Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าค่า Tolerance ของตัวแปรต้นและตัวแปร ควควบคุมต่างมีค่า เข้าใกล้ 1 ทั้งสิ้น แสดงให้เห็นว่าตัวแปรต่าง ๆ ที่ใช้ศึกษากระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของ กิจการมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตัวอื่น ๆ น้อย และค่า VIF พบผลลัพธ์ที่เป็นทิศทางเดียวกันกับค่า Tolerance ซึ่งมีค่าไม่เกิน 5 ซึ่งจากผลลัพธ์ที่ได้พบว่าค่า VIF ของตัวแปรแต่ละตัวอยู่ในเกณฑ์ที่ เหมาะสม ดังนั้นจึงสามารถใช้ตัวแปรทั้งหมดในการวิเคราะห์กระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่าของ กิจการ

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นางสาวภัทราพร แซ่เล่า

วันเดือนปีเกิด

18 กุมภาพันธ์ 2536

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2557: บัณฑิต
(การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ)
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

