



ผลกระทบของระดับการกระจายการลงทุนธุรกิจในแนวตั้งต่อมูลค่าของกิจการ
ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

โดย

นางสาวพัทธ์ลดา ธนกรชัยมงคล

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ผลกระทบของระดับการกระจายการลงทุนธุรกิจในแนวตั้งต่อมูลค่าของกิจการ
ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

โดย

นางสาวพัทธ์ลดา ธนกรชัยมงคล



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

LEVEL OF VERTICAL INTEGRATION EFFECTS ON FIRM VALUE: THE
CASE OF LISTED COMPANIES IN THAILAND, SET100 GROUP

BY

MISS PATLADA TANAKORNCHAIMONGKOL



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

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชย์ศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวพัทธ์ลดา ธนกรชัยมงคล

เรื่อง

ผลกระทบของระดับการกระจายการลงทุนธุรกิจในแนวตั้งต่อมูลค่าของกิจการที่
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

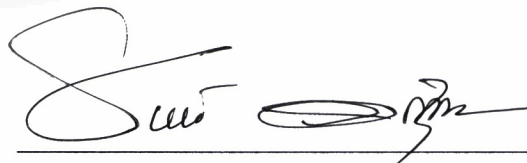
เมื่อ วันที่..... 30 ส.ย. 2560

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



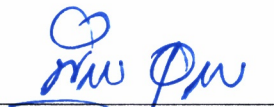
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลป์พร ศรีจันเพชร)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ผลกระทบของระดับการกระจายการลงทุนธุรกิจใน แนวตั้งต่อมูลค่าของกิจการที่จดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100
ชื่อผู้เขียน	นางสาวพัทธ์ธดา ธนกรชัยมงคล
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ
ปีการศึกษา	2559

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของระดับการกระจายการลงทุนธุรกิจในแนวตั้งต่อมูลค่าของกิจการ และผลกระทบของประเภทของอุตสาหกรรมต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนธุรกิจในแนวตั้งกับมูลค่าของกิจการ การศึกษาครั้งนี้อาศัยกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556-2558 รวมจำนวน 262 บริษัท จากทั้งหมด 6 กลุ่มอุตสาหกรรม แล้วมาทำการวิเคราะห์ผลทางสถิติด้วยวิธีสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) ซึ่งงานวิจัยครั้งนี้ใช้อัตราส่วนที่คำนวณจากมูลค่าเพิ่มต่อยอดขาย (Value Added to Sale) ในการวัดระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งและใช้ Tobin's Q ในการวัดมูลค่าของกิจการ

ผลการวิจัยพบว่า บริษัทที่มีระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งสูงส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว

คำสำคัญ: การกระจายการลงทุนแนวตั้ง, มูลค่ากิจการ, กลุ่ม SET100

Independent Study Title	LEVEL OF VERTICAL INTEGRATION EFFECTS ON FIRM VALUE: THE CASE OF LISTED COMPANIES IN THAILAND, SET100 GROUP
Author	Miss Patlada Tanakornchaimongkol
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Teerachai Arunruangsirilert, Ph.D.
Academic Years	2016

ABSTRACT

This research aims to study an impact of corporate vertical integration on firm value and also study effects of industry types on relationship between vertical integration and firm value. This study examines 262 firms-year observations between 2013 and 2015 in SET 100 of the Stock Exchange of Thailand from 6 industry groups by using multiple regression analysis. This study measures level of vertical integration by Value Added to Sale and also measures firm value by Tobin's q.

Results show that the level of vertical integration has a positive effect on firm value and almost all industry types affect such relationship.

Keywords: Vertical integration, firm value, SET100

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาวิจัยและค้นคว้าในครั้งนี้สามารถสำเร็จลุล่วงไปด้วยดี จากความกรุณาและความอนุเคราะห์จากท่านคณาจารย์ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี โดยเฉพาะอาจารย์ที่ปรึกษา ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ ที่ให้คำแนะนำและคำปรึกษา ตลอดจนความช่วยเหลือ ตรวจสอบและเสนอแนวทางในการแก้ไขข้อบกพร่องตลอดช่วงระยะเวลาการจัดทำศึกษาค้นคว้าวิจัยเล่มนี้ เพื่อให้การศึกษานิพนธ์ของผู้วิจัยนี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยจึงขอกราบขอบพระคุณอย่างสูงมา ณ ที่นี้ด้วย

งานวิจัยนี้ ขอขอบคุณรุ่นพี่และเพื่อนๆ ในหลักสูตร IBMP รุ่นที่ 7 ที่คอยช่วยเหลือ เป็นกำลังใจ และให้คำปรึกษาให้แก่ผู้วิจัยเสมอมา ตลอดจนเจ้าหน้าที่ในโครงการทุกท่านที่ให้ความช่วยเหลือติดต่อประสานงานระหว่างอาจารย์และนักศึกษาต่างเป็นอย่างดี

สุดท้ายนี้งานวิจัยนี้ไม่อาจสำเร็จลุล่วงไปได้ หากขาดกำลังใจจากครอบครัว ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณ บิดา มารดา พี่สาว พี่ชายและสมาชิกในครอบครัวทุกท่านที่ได้ให้การอบรมและส่งเสริมตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา

นางสาวพัทธ์ธิดา ธนกรชัยมงคล

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญภาพ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	2
1.3 ขอบเขตของการศึกษา	2
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 การกระจายการลงทุน	4
2.1.1 การขยายในสายการดำเนินงานผลิตภัณฑ์เดิม (Vertical Integration)	4
2.1.2 การขยายไปยังผลิตภัณฑ์ใหม่หรืออุตสาหกรรมใหม่ (Diversification)	5
2.2 ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
2.2.1 การกระจายธุรกิจใแนวดิ่งทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น	6
2.2.2 การกระจายธุรกิจใแนวดิ่งทำให้มูลค่ากิจการลดลง	6
2.3 วิธีการวิจัย	7
2.4 ความแตกต่างของประเภทอุตสาหกรรม	8
2.5 ตัวแปรควบคุม	9

2.6 สมมติฐานงานวิจัย	9
2.7 กรอบแนวคิดงานวิจัย	9
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	10
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	10
3.2 วิธีการเก็บข้อมูล	10
3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย	11
3.4 เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา	13
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	15
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	15
4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์	17
4.3 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน	18
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	21
5.1 สรุปผลการวิจัย	21
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	22
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยต่อเนื่อง	22
รายการอ้างอิง	24
ประวัติผู้เขียน	26

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 จำนวนกิจการในกลุ่มหลักทรัพย์ SET 100 จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม	11
4.1 ระดับการกระจายตัวแนวคิดของบริษัท	16
4.2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร	17
4.3 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหพันธ์	18
4.4 ผลค่า Variance Inflation Factor (VIF) และ ค่า Tolerance ของตัวแปร	19
4.5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบจำลอง	20
4.6 ตารางสรุปผลที่ได้จากการวิเคราะห์	21



สารบัญภาพ

ภาพที่

2.1 กรอบงานวิจัย

หน้า

10



บทที่ 1

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในสถานการณ์ที่การแข่งขันทางธุรกิจมีแนวโน้มสูงขึ้นเรื่อยๆตามกระแสโลกาภิวัตน์ที่ทำให้โลกเชื่อมต่อกันได้มากขึ้น แต่ละบริษัทหรือธุรกิจต่างต้องเตรียมพร้อมรับมือและหาทางออกที่ทำให้ตนเองนั้นอยู่เหนือกว่าคู่แข่ง ซึ่งกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจที่หลายๆบริษัทนำมาใช้คงไม่พ้นการรวบรวมและขยายกิจการของธุรกิจเพื่อสร้างโอกาสและลดความเสี่ยงในการทำธุรกิจ โดยเฉพาะในภาวะเศรษฐกิจที่มีความผันผวนสูง ธุรกิจต้องการมีการปรับตัวในกลยุทธ์เพื่อความมั่นคงและมีเสถียรภาพในอนาคต พร้อมกับเพิ่มศักยภาพและอำนาจให้กับตัวบริษัทมากขึ้น และด้วยแรงกดดันในการขยายตัวทั้งจากสภาพแวดล้อมภายนอกและโครงสร้างภายในบริษัททำให้มีการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในอัตราการขยายตัวของบริษัทข้ามชาติ (สมชาย ภคภาสน์วิวัฒน์, 2542)

ในรูปแบบกลยุทธ์การขยายกิจการแบ่งออกเป็นหลายประเภท โดยหนึ่งในกลยุทธ์ที่น่าสนใจคือ กลยุทธ์การกระจายการลงทุนแนวตั้งของบริษัท ที่มีจุดเด่นคือการกระจายการลงทุนไปยังบริษัทอื่นที่อยู่ในห่วงโซ่อุปทานของธุรกิจหลัก โดยเชื่อว่าเป็นกลยุทธ์ที่สร้างขึ้นมาเพื่อสร้างความแตกต่างให้กับธุรกิจและมีอิทธิพลตอบสนองทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทจากการที่บริษัทหลักสามารถเข้าไปควบคุมและบริหารการดำเนินงานบริษัทเป้าหมายที่เป็นหนึ่งในกิจกรรมของห่วงโซ่คุณค่าได้โดยตรง ทำให้เกิดการแลกเปลี่ยนทรัพยากรภายในเครือมากมาย (Fan and Goyal, 2006)

และกลยุทธ์การกระจายการลงทุนแนวตั้งนี้เกิดขึ้นเพื่อตอบสนองกับปัญหาความผันผวนของตลาด ราคา และความต้องการของลูกค้า แต่ในขณะเดียวกันในหลายงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนแนวตั้งกลับให้ผลลัพธ์ที่หลากหลายแตกต่างกันไป (Dreyer, 2011)

ดังนั้นในการศึกษาค้นคว้าอิสระครั้งนี้ต้องการศึกษาถึงผลกระทบของการกระจายการลงทุนธุรกิจในแนวตั้งต่อมูลค่ากิจการในกลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทในกลุ่มหลักทรัพย์ของประเทศไทย และจากการศึกษาเบื้องต้นของกลยุทธ์รูปแบบนี้นั้นพบว่าผลประโยชน์ที่มีต่อธุรกิจนอกเหนือจากที่กล่าวมาข้างต้น คือ ความสามารถในการลดภาระต้นทุนหลายอย่างไม่ว่าจะเป็น ต้นทุนการผลิตลดลง ค่าใช้จ่ายระหว่างกัน ค่าใช้จ่ายในการขนส่ง สามารถเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินของกิจการมากขึ้น เป็นต้น ช่วยเพิ่มอำนาจการต่อรองทางการค้าลดความผันผวนของราคาซื้อราคาขายของวัตถุดิบ และลดราคาขายสินค้าได้(Yen-Ting Lin, 2014)

แต่ในขณะเดียวกันข้อเสียของการควมรวมในแนวตั้งพบเช่นกันว่า ค่าใช้จ่ายสำหรับดำเนินงานควมรวมกิจการกันเป็นจำนวนที่สูงอาจไม่คุ้มค่าต่อผลประโยชน์ที่จะได้รับในอนาคต รวมถึงการขาดประสิทธิภาพของซัพพลายเออร์ จากการที่ไม่มีการแข่งขันหรือทางเลือกกับซัพพลายเออร์อื่น (Giovanni Ursino, 2015) และอาจขาดความรู้ความสามารถในการบริหารที่เหมาะสม ในการจัดการกับบริษัทต้นน้ำปลายน้ำหลังจากควมรวมหรือขยายกิจการ

จากทฤษฎีและหลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการกระจายการลงทุนธุรกิจแนวตั้งทำให้ผู้วิจัยต้องการศึกษาถึงผลกระทบของการควมรวมหรือกระจายการลงทุนของกิจการแนวตั้ง (Vertical Integration) เมื่อเปรียบเทียบต้นทุน(Cost) และผลประโยชน์(Benefit) จะส่งผลอย่างไรต่อมูลค่ากิจการจากการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของระดับการกระจายการลงทุน โดยอาศัยข้อมูลกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100 และเนื่องจากความแตกต่างของแต่ละกลุ่มธุรกิจมีผลต่อมูลค่ากิจการจึงนำมาแบ่งประเภทอุตสาหกรรมเพื่อให้เห็นความแม่นยำมากขึ้น และเพื่อเป็นประโยชน์และแนวทางต่อผู้บริหารและบริษัทในการตัดสินใจควมรวมหรือกระจายธุรกิจในแนวตั้งหรือไม่

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1.2.1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนทางธุรกิจในแนวตั้งกับมูลค่าของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างไร

1.2.2. เพื่อศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของแต่ละอุตสาหกรรมต่อความสัมพันธ์ระหว่างกลยุทธ์การดำเนินงานในการกระจายการลงทุนแนวตั้งของธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100 กับมูลค่าของกิจการ

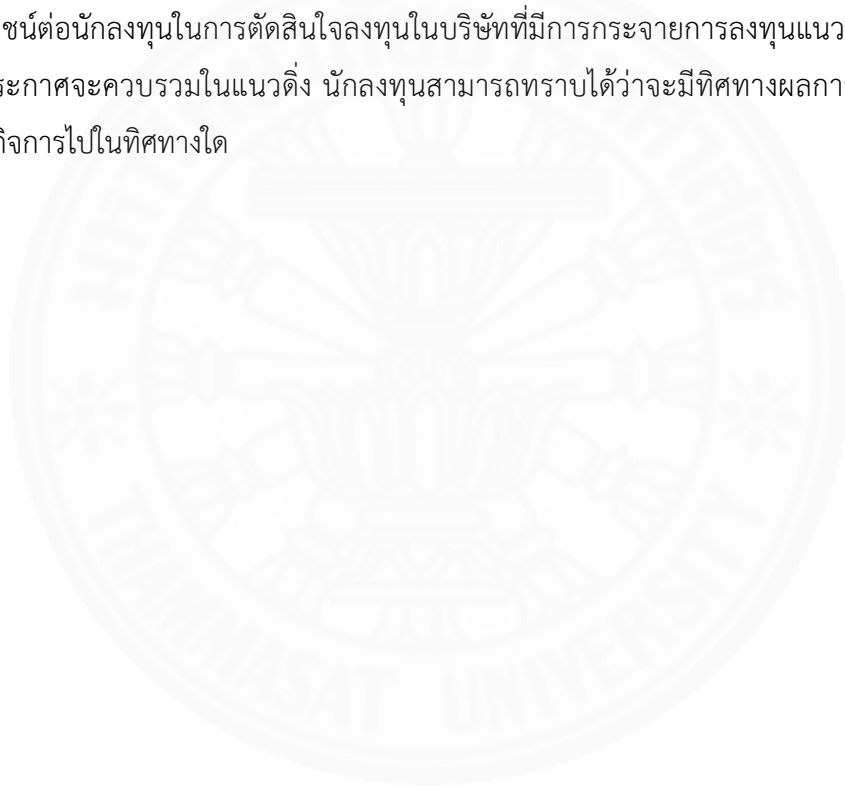
1.3 ขอบเขตงานวิจัย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ที่มีการดำเนินกิจการอยู่ในช่วงเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2558 ทั้งหมด 6 กลุ่มอุตสาหกรรม โดยยกเว้นการศึกษาถึงบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงินและอุตสาหกรรมที่ให้บริการเกี่ยวกับการเงิน เช่นบริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัย เนื่องจากในข้อมูลทางบัญชีในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินมีความซับซ้อน อีกทั้งนโยบายการลงทุนอยู่ภายใต้กฎระเบียบของธนาคารแห่ง

ประเทศไทย นอกจากนี้ยังต้องเป็นกิจการที่สามารถเข้าถึงข้อมูลรายงานทางการเงินได้ทั้งบริษัทใหญ่ และบริษัทย่อย

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานวิจัยนี้จะประโยชน์ต่อผู้บริหารในการตัดสินใจในการดำเนินกลยุทธ์การควมรวม แนวตั้งในอนาคตของบริษัท ว่าควรกระจายการลงทุนแนวตั้งหรือไม่และจะเป็นประโยชน์สูงสุดต่อผลการดำเนินงานของธุรกิจอย่างไร รวมถึงผลกระทบของระดับการกระจายการลงทุนในแต่ละอุตสาหกรรมและพิจารณาการดำเนินกลยุทธ์นี้จะส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ นอกจากนี้ยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนในบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนแนวตั้งหรือบริษัทที่มีการประกาศจะควมรวมในแนวตั้ง นักลงทุนสามารถทราบได้ว่าจะมีทิศทางผลการดำเนินงานและมูลค่ากิจการไปในทิศทางใด



บทที่ 2

การทบทวนวรรณกรรม

กลยุทธ์การกระจายธุรกิจและขยายการลงทุน เป็นหนึ่งกลยุทธ์ในระดับบริษัท (Corporate Strategy) เพื่อสร้างโอกาสความได้เปรียบทางการแข่งขันของธุรกิจ จากการที่สามารถจัดสรรทรัพยากรของบริษัททั้งจากภายในและภายนอกมาพัฒนา สร้างประสิทธิภาพและมูลค่าเพิ่มขึ้น เป็นจุดแข็งของธุรกิจได้ในอนาคตระยะยาว จึงถือได้ว่ากลยุทธ์การขยายธุรกิจนั้นเป็นกลยุทธ์ที่มีความสำคัญต่อโอกาสเติบโตขึ้นของบริษัทเป็นอย่างมาก โดยในช่วงเวลาที่ผ่านมามีการพบว่า บริษัทชั้นนำในการจัดอันดับ Fortune 500 ตั้งแต่ก่อนปี 1976 ส่วนใหญ่มีการควบรวมและขยายกิจการดำเนินธุรกิจมากกว่า 1 ธุรกิจนอกเหนือจากธุรกิจดั้งเดิม โดยเฉลี่ยการกระจายธุรกิจของบริษัทชั้นนำเหล่านี้อยู่ที่ประมาณ 10 กิจการที่แตกต่างกัน

ทั้งนี้ทิศทางและจุดประสงค์การดำเนินกลยุทธ์ของแต่ละบริษัทย่อมแตกต่างกันออกไป ขึ้นอยู่กับการพิจารณาของทรัพยากรที่มี ความเชี่ยวชาญและความสามารถในการจัดการ เทคโนโลยี รวมถึงสภาพอุตสาหกรรมแวดล้อม ดังนั้นจึงสามารถแบ่งกลยุทธ์การกระจายการลงทุนระดับบริษัทตามขอบเขตการดำเนินงานออกเป็น 2 แบบ คือ 1. การขยายในสายการดำเนินงานสินค้าและบริการเดิมของธุรกิจหลักของบริษัท (Vertical Integration) 2. การขยายไปยังผลิตภัณฑ์ใหม่หรืออุตสาหกรรมใหม่ (Diversification) อ้างอิงจาก Robert A. Pitts, 2006

2.1 การกระจายการลงทุน

2.1.1 การขยายในสายการดำเนินงานผลิตภัณฑ์เดิม (Vertical Integration)

เป็นการขยายขอบเขตของธุรกิจให้กว้างขึ้น มีความครบวงจรในห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chains) มากขึ้น หรือลงทุนไปยังธุรกิจอื่นที่อยู่ในขั้นตอนกระบวนการที่เกี่ยวข้องกับสายการดำเนินการทั้งหมดของสินค้าและบริการหลักของบริษัท โดยมุ่งเน้นการสร้างมูลค่าเพิ่มจากกิจการที่ขยายการลงทุนจากผลประโยชน์หลักคือ การควบคุมต้นทุนทั้งหมดได้ ด้วยบริษัทสามารถลดค่าใช้จ่ายทางการตลาด ต้นทุนวัตถุดิบ และเพิ่มผลผลิตได้มากขึ้น และเพิ่มอำนาจการแข่งขันในอุตสาหกรรมตนเองได้ ทำให้กำไรมีโอกาสเพิ่มขึ้น ซึ่งสามารถแบ่งกลยุทธ์นี้ตามสายการผลิตได้ออกเป็น 2 ลักษณะ คือ

- การรวมธุรกิจไปข้างหลัง(Backward Integration) คือ การเข้าไปลงทุนในบริษัทเป้าหมายที่อยู่ส่วนบนของห่วงโซ่อุปทานของบริษัท หรือบริษัทที่มีธุรกิจอยู่ในขั้นตอนก่อนกระบวนการผลิตของบริษัทหลัก เพื่อสามารถเพิ่มอำนาจควบคุมและต่อรองเหนือบริษัทเหล่านั้น โดย

ตัวอย่างบริษัทเป้าหมายส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทที่เป็นฝ่ายจัดหาวัตถุดิบ มอบสินค้าและบริการต่างๆ ให้กับบริษัทหลัก

- การรวมธุรกิจไปข้างหน้า (Forward Integration) คือ การลงทุนในบริษัทเป้าหมายที่อยู่ส่วนล่างของห่วงโซ่อุปทานของบริษัท หรือบริษัทที่มีธุรกิจอยู่ในขั้นตอนหลังจากกระบวนการผลิตของบริษัทหลักไปแล้ว ซึ่งจะทำให้บริษัทลดอำนาจต่อรองของบริษัทเป้าหมายไป และบริษัทได้ใกล้ชิดกับลูกค้ามากขึ้น ตัวอย่างบริษัทเป้าหมายได้แก่ บริษัทขนส่งและจัดจำหน่ายสินค้า ร้านค้า เป็นต้น โดยอาศัยช่องทางการตลาดที่มีอยู่ของบริษัทเป้าหมายสร้างโอกาสเพิ่มขึ้น

2.1.2 การขยายไปยังผลิตภัณฑ์ใหม่หรืออุตสาหกรรมใหม่ (Diversification)

การขยายกิจการประเภทนี้เน้นการขยายเพื่อสร้างความหลากหลายและให้มีความแตกต่างออกไปจากสินค้าและบริการเดิมของบริษัทรวมไปถึงตลาดใหม่ๆ และการขยายนี้แบ่งเป็นอีก 2 รูปแบบ คือ

- การกระจายลงทุนในธุรกิจใหม่ที่มีสัมพันธ์กับธุรกิจเดิม โดยจุดประสงค์หลักของรูปแบบนี้คือ อาศัยทรัพยากร ความรู้ความเชี่ยวชาญที่บริษัท มาจัดสรรให้เกิดประโยชน์สูงสุด สร้างเป็นโอกาสพัฒนาสู่ผลิตภัณฑ์และธุรกิจใหม่ ทั้งนี้เงื่อนไขที่มีความสัมพันธ์กับธุรกิจเดิมหมายถึง การกระจายนี้มีการใช้สายการดำเนินงานเดิมของธุรกิจหลักมาต่อยอดเป็นผลิตภัณฑ์ที่แตกต่างไปต่างจากเดิม ก่อให้เกิดเป็นประโยชน์ที่ต้นทุนต่ำลงจากการประหยัดจากขนาดการผลิต และรวมไปถึงประโยชน์ในการเพิ่มความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ สร้างชื่อเสียงและภาพลักษณ์ของบริษัทมากขึ้น เป็นต้น

- การกระจายลงทุนในธุรกิจใหม่ไม่สัมพันธ์กับธุรกิจเดิม จุดประสงค์จะเน้นที่การสร้างโอกาสเข้าสู่ตลาดอุตสาหกรรมใหม่ ที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับธุรกิจเดิม โดยผลประโยชน์คือ การกระจายความเสี่ยงสู่อุตสาหกรรมใหม่ที่มีความน่าสนใจและอัตราการเติบโตที่สูงกว่า ลดความผันผวนของกำไรจากการเปลี่ยนแปลงของภาวะเศรษฐกิจ รวมถึงผลประโยชน์ทางการเงิน และการลงทุนเพื่อกำไรจากการลงทุน เป็นต้น โดยส่วนการการลงทุนประเภทนี้จะเลือกซื้อบริษัทที่มีกิจการอยู่แล้วมากกว่าเริ่มขยายด้วยตัวบริษัทตัวเอง เนื่องด้วยอาจมีปัญหากจากทรัพยากรและความเชี่ยวชาญในการจัดการที่ไม่เพียงพอ

จากที่กล่าวมาในบทที่ 1 การศึกษาในวิจัยเล่มนี้ได้มุ่งเน้นสนใจศึกษาถึงผลกระทบของมูลค่ากิจการจากระดับการกระจายธุรกิจในแนวดิ่ง โดยจากการทบทวนวรรณกรรม และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกระจายการลงทุนแนวดิ่งและวรรณกรรมอื่นๆที่เกี่ยวข้อง ผู้ศึกษาจึงได้แบ่งการศึกษาทฤษฎีที่และผลวิจัยที่เกี่ยวข้องออกเป็น 2 กลุ่ม ดังนี้

2.2 ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 การกระจายธุรกิจแนวตั้งทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น

ด้วยลักษณะการกระจายการลงทุนแนวตั้ง คือการแลกเปลี่ยนทรัพยากรและสินค้าระหว่างกลุ่มบริษัทภายในเครือห่วงโซ่อุปทานทั้งหมด เพื่อที่สามารถลดค่าใช้จ่ายต่างๆ โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายจากการทำธุรกรรมต่างๆ (Transaction Cost) อ้างอิงจาก Williamson, 1985 การใช้ประโยชน์จากการกระจายการลงทุนแนวตั้งนี้ ทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์หลักคือความสามารถในการบริหารประสิทธิภาพของสายการดำเนินงานทั้งหมดหรือห่วงโซ่คุณค่า (Value Chain) โดยจากการสามารถทำให้บริษัทควบคุมต้นทุนและคุณภาพ ไปจนถึงการบริหารสินค้าคงคลัง การกระจายสินค้า และการจัดจำหน่ายของผลิตภัณฑ์ ควบคุมความผันผวนของราคาวัตถุดิบและค่าใช้จ่ายอื่นในห่วงโซ่อุปทาน (Supply assurance) ได้ตามนโยบายที่ต้องการ พร้อมกับเกิดการประหยัดจากขนาดการผลิตซึ่งจะทำให้เกิดเป็นต้นทุนที่ต่ำลง ส่งผลต่อกำไรสุทธิของบริษัทที่มีโอกาสเพิ่มขึ้น อีกทั้งการกระจายการลงทุนแนวตั้งทั้ง 2 ทิศทางจะเป็นการเพิ่มอำนาจการต่อรองของบริษัททั้งในฝั่งซัพพลายเออร์และฝั่งลูกค้า สร้างความได้เปรียบต่อคู่แข่งในอุตสาหกรรม เกิดการผูกขาดของระบบสินค้า นอกจากนี้ยังมีประโยชน์ในประเด็นของอุปสรรคในการเข้าสู่อุตสาหกรรมของคู่แข่งรายใหม่สูงขึ้น (Higher entry barriers) ดังนั้นเมื่อบริษัทมีประสิทธิภาพในการจัดการทรัพยากรดีขึ้น กำไรเพิ่มขึ้นจากการที่สามารถบริหารต้นทุน รวมถึงความเชื่อมั่นในชื่อเสียงของบริษัท ย่อมส่งผลให้ความมั่นคงและการเติบโตในอนาคตและมูลค่ากิจการของบริษัทดีขึ้นตามไปด้วยเช่นกัน (Robert A. Pitts, 2006)

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องพบว่า ในงานของ Mitchell, 1976 ศึกษากลุ่มตัวอย่างหลักเพียงอุตสาหกรรมเดียวเท่านั้นคืออุตสาหกรรมทรัพยากร (น้ำมัน) ได้ผลออกมาว่าการกระจายธุรกิจแนวตั้งได้ส่งผลทำให้ต้นทุนลดลงและมีกำไรเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกับ Chatterjee, 1991 ใช้กลุ่มตัวอย่าง 116 บริษัทที่มีการควบรวมแนวตั้งมาเปรียบเทียบความสามารถในการทำกำไรส่วนเกินกับบริษัททั่วไปในอุตสาหกรรมเดียวกัน พบว่าบริษัทเป้าหมายมีกำไรสูงขึ้นกว่าร้อยละ 20 และบริษัทได้รับผลตอบแทนทางบวกเพียงเล็กน้อย พร้อมกับเสนอแนวทางช่วงไหนเหมาะกับการควบรวมกิจการในแนวตั้งที่จะทำให้เกิดผลประโยชน์สูงสุด และในงานวิจัยของ Perry, 1989 ได้เพิ่มกลุ่มตัวอย่างเป็นศึกษาในหลายอุตสาหกรรมมากขึ้น โดยผลที่ได้คือการกระจายการลงทุนแนวตั้งส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้นเช่นกัน

2.2.2 การกระจายธุรกิจแนวตั้งทำให้มูลค่ากิจการลดลง

แม้ในการกระจายการลงทุนแนวตั้งเพื่อขยายการเติบโตของบริษัทจะได้รับผลประโยชน์ระหว่างภายในร่วมกัน แต่ในความเป็นจริงการกระจายการลงทุนแนวตั้ง ทำให้ยังคงมีสิ่ง

ที่ต้องเป็นกังวลคือ ความสามารถในการจัดการทรัพยากรและทำงานของผู้บริหารและพนักงานภายในบริษัท เนื่องด้วยการกระจายในแนวดิ่ง เป็นความเกี่ยวข้องกันในสายการดำเนินงาน ยิ่งช่องระหว่างห่วงโซ่คุณค่าห่างกันยิ่งทำให้ความเชี่ยวชาญของบริษัทลดลง และความซับซ้อนของโครงสร้างสายการดำเนินงานตามระดับของการกระจายการลงทุน และยิ่งมีการรวมตัวสูง ต้นทุนของการบริหารและการสื่อสารร่วมมือกันยิ่งสูงขึ้น อาจทำให้การบริหารบริษัทเป้าหมายได้ดีไม่เพียงพอและไม่เกิดประสิทธิภาพสูงสุดได้ตามที่คาดหวัง นอกจากนี้ยังต้องคำนึงถึงต้นทุนที่เสียไป อย่างต้นทุนค่าเสียโอกาส (D'Aveni and Ravenscraft, 1994) อย่างเช่น เสียโอกาสในการลงทุนในบริษัทสายการดำเนินการผลิตอื่น และเสียโอกาสในทางเลือกกับธุรกิจซัพพลายเออร์อื่นๆ ซึ่งหากการกระจายลงทุนไม่เป็นไปตามที่คาดหวังย่อมทำให้เกิดการสูญเสียมูลค่าจากการลงทุน

จากการศึกษาของ Pyrdol, 1978 ได้ศึกษาในกลุ่มตัวอย่างอุตสาหกรรมสาธารณูปโภคไฟฟ้า ในการกระจายการลงทุนแนวดิ่ง เทียบกันระหว่างบริษัทผลิตไฟฟ้าที่มีเหมืองถ่านหินเป็นของตัวเองกับบริษัทผลิตไฟฟ้าอีกแห่งที่ไม่มีเหมือง พบว่า บริษัทที่มีเหมืองถ่านหินเป็นของตนเองกลับมีประสิทธิภาพในการผลิตน้อยกว่า โดยคาดว่าสาเหตุมาจากแรงจูงใจของบริษัทในการสร้างประสิทธิภาพไม่เพียงพอ และเช่นเดียวกับงานวิจัยของ Bhuyan, 2002 อาศัยกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารในประเทศสหรัฐอเมริกา ศึกษาความสัมพันธ์ของการกระจายการลงทุนแนวดิ่งต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท พบว่า ความสัมพันธ์มีการตอบสนองทิศทางลบต่อกำไรของบริษัท ซึ่งงานวิจัยให้เหตุผลมาจากการรวมตัวกันไม่สามารถสร้างผลการดำเนินงานที่แตกต่างไปจากปกติได้

2.3 วิธีการวิจัย

ในการวัดระดับการกระจายการลงทุนของบริษัท Dreyer et al., 2011 ได้กล่าวถึงแนวทางการวัดระดับการกระจายการลงทุนแนวดิ่งว่า การค้นหาความสัมพันธ์นี้เป็นความสัมพันธ์ที่คลุมเครือ มีโครงสร้างที่ซับซ้อนหลายมิติ ทำให้ในหลากหลายงานวิจัยมีวิธีวัดระดับแตกต่างกันไปตามมุมมองของผู้วิจัย ซึ่งจากการทบทวนได้พบวิธีการวัดระดับที่แตกต่างกันไป ดังนี้

Vesey, 1978 ได้มีการวิธีการวัดโดยใช้ อัตราส่วนของมูลค่าเพิ่มต่อยอดขาย (Value Added over Sales:VA/S) ในการวัดระดับการกระจายการลงทุนแนวดิ่ง เป็นตัวแปรต้นในการทดสอบผลการดำเนินงานซึ่งพบว่า ไม่มีผลสะท้อนต่อความสามารถในการทำกำไรมากนัก โดยต่อมา งานวิจัยของ Buzzel, 1983 ได้นำแนวคิดอัตราส่วนต่อมูลค่าเพิ่มมาใช้และปรับเปลี่ยนเล็กน้อย เนื่องจากพบปัญหาในการคำนวณมูลค่าเพิ่ม ว่าถ้าหากเกิดเหตุการณ์เพิ่มขึ้นของกำไรในบางครั้งอาจไม่ได้มาจากการกระจายการลงทุนแนวดิ่ง ดังนั้นวิธีแก้ปัญหานี้ Buzzel ได้คิดอัตราส่วนขึ้นมาใหม่

เรียกว่า Adjusted VA/S โดยลบกำไรสุทธิออกจากมูลค่าเพิ่ม และใส่เพิ่มของตัวแปรที่เรียกว่า กำไรปกติหรือคิดจาก 20% ของมูลค่าตามบัญชีของเงินลงทุนเข้าไปในสมการ

อย่างไรก็ตามยังมีงานวิจัยของ Maddigan, 1981 และ Maddigan and Zaima, 1985 ได้มีแนวคิดในการวัดระดับการกระจายแนวตั้งด้วยสมการ Vertical Industry Connection(VIC) อาศัยข้อมูลจาก Input-Output Table ตามแบบจำลองของ Leontieff, 1951 เปรียบเทียบข้อมูลบริษัทกับข้อมูลอุตสาหกรรม ซึ่งสมการ VIC สามารถระบุระหว่างอุตสาหกรรมได้ละเอียดกว่า แต่ก็ยังมีข้อถกเถียงเช่นเดียวกันว่ายังมีปัญหาในการวัดระดับภายในอุตสาหกรรม (Beimborn, 2008) และในประเทศไทยฐานข้อมูลที่สามารถนำมาใช้ในสมการ VIC ยังไม่เพียงพอและมีข้อมูลล่าสุดถึงเพียงแค่ปี 2010 เท่านั้น

สำหรับวิธีการวัดระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งในงานนี้จึงได้เลือกวิธีการที่อาศัยการคำนวณจาก Value added to sale โดย Value added ตัวนี้ในการอธิบายของ Haller and Stolowy, 1998 เป็นแนวคิดที่ต้องการหาความมั่งคั่งที่เป็นส่วนต่าง(Subtractive method) ของผลลัพธ์ที่ได้(Output) หักออกด้วย ต้นทุนที่ใช้ไป(Input) แต่ในขณะเดียวกันสามารถหาได้ด้วยวิธีนำส่วนประกอบที่มีส่วนในการสร้างความมั่งคั่ง หรือมูลค่าเพิ่มมารวมกัน(Additive method) ซึ่งประกอบด้วย 4 ส่วนสำคัญคือ 1. ส่วนที่เกี่ยวข้องกับแรงงานและพนักงาน 2. ส่วนแบ่งต่อภาครัฐ 3. ส่วนแบ่งต่อเจ้าหน้าที่ และ 4. ส่วนแบ่งต่อนักทุน หรือกล่าวโดยรวมได้ว่ามีลักษณะคล้ายกับรูปแบบการหากำไรสะสมของบริษัท (Bluszcz et al., 2015) ตามทฤษฎีอัตราส่วนนี้สามารถนำมาใช้การวัดระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งได้จะมีค่าระหว่าง 0 ถึง 1 ยิ่งมีการเข้าใกล้ 1 ยิ่งหมายความว่าระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งที่สูง เกิดค่าใช้จ่ายต่อบริษัทภายนอกเรื่อน้อยมาก อาศัยการใช้ทรัพยากรจากบริษัทภายในเครือเยอะ เกิดเป็นมูลค่าเพิ่มสูงตามเช่นกัน

2.4 ความแตกต่างของประเภทอุตสาหกรรม

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าในกลยุทธ์การกระจายการลงทุนแนวตั้งของแต่ละอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกันไป ตัวอย่างเช่น งานวิจัย Capon et al., 1990 ได้ศึกษากลุ่มตัวอย่าง 320 ตัวอย่างโดยผลลัพธ์ที่ออกมามีความหลากหลายของผลตอบสนองของการกระจายการลงทุนแนวตั้งต่อผลการทำกำไร โดยให้เหตุผลหนึ่งคือความแตกต่างของประเภทอุตสาหกรรมมีลักษณะห่วงโซ่อุปทานที่แตกต่างกันไป จึงเป็นเหตุให้งานวิจัยครั้งนี้ต้องการศึกษาถึงอิทธิพลของประเภทอุตสาหกรรมต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งกับมูลค่าของกิจการ จึงนำมาเป็นหนึ่งในตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้

2.5 ตัวแปรควบคุม

ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ ตัวแปรที่มีพบว่าความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานของกิจการและมูลค่ากิจการ ได้แก่ ขนาดของกิจการ และ ความเสี่ยงทางการเงิน จากงานวิจัยของ วรพงศ์ แก้วคำ, 2014 และ ภัทรพร แซ่เล่า, 2015 โดยในงานวิจัยที่ได้ทำการศึกษาพบว่าด้วยตัวแปรควบคุมนี้เป็นลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทซึ่งมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานแต่ละบริษัท

2.6 สมมติฐานงานวิจัย

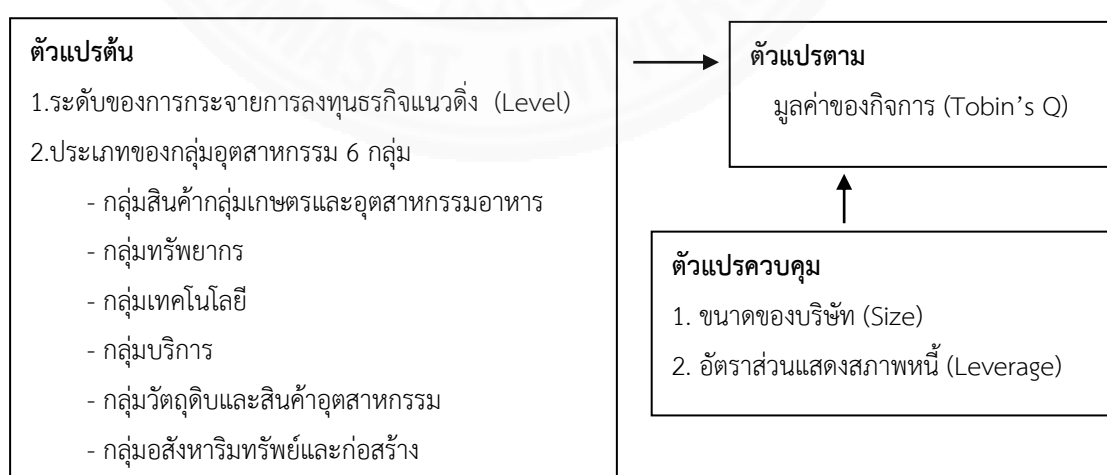
ในข้างต้นที่กล่าวถึงการทบทวนวรรณกรรมของงานวิจัยที่เกี่ยวข้องสามารถสรุปเป็นสมมติฐานงานวิจัยได้ดังนี้

H1 : ระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่าของกิจการ

H2 : ประเภทของอุตสาหกรรมมีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งกับมูลค่าของกิจการ

2.7 กรอบแนวคิดงานวิจัย

จากทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องสามารถสรุปเป็นกรอบงานวิจัยได้ดังนี้



ภาพที่ 2.1 กรอบงานวิจัย

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มประชากรตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ที่มีการดำเนินกิจการอยู่ในช่วงเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2558 โดยยกเว้นการศึกษาถึงบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงินและอุตสาหกรรมที่ให้บริการเกี่ยวกับการเงิน เช่น บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันภัย เนื่องจากในข้อมูลทางบัญชีในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินความซับซ้อน อีกทั้งนโยบายการลงทุนอยู่ภายใต้กฎระเบียบของธนาคารแห่งประเทศไทย นอกจากนี้ยังต้องเป็นกิจการที่สามารถเข้าถึงข้อมูลรายงานทางการเงินของบางตัวแปรได้

ตารางที่ 3.1 จำนวนกิจการในกลุ่มหลักทรัพย์ SET 100 จำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม โดยยกเว้นอุตสาหกรรมการเงิน

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนกิจการ			
	2556	2557	2558	รวม
กลุ่มสินค้ากลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	6	6	8	20
กลุ่มทรัพยากร	15	14	16	45
กลุ่มเทคโนโลยี	10	10	11	31
กลุ่มบริการ	23	29	24	76
กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	5	2	2	9
กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง	29	26	26	81
รวม	88	87	87	262

ที่มา รายชื่อหลักทรัพย์ที่ใช้คำนวณดัชนีจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.2 วิธีการเก็บข้อมูล

ฐานข้อมูลหลักที่นำมาใช้ในการศึกษาค้นคว้า ได้แก่ ฐานข้อมูลธุรกิจ CORPUS ของบริษัทบิซิเนส ออนไลน์ จำกัด(มหาชน) SETSMART (Stock Exchange of Thailand's Market Analyzing and Reporting Tools) และ DataStream รวมถึงข้อมูลภายในบริษัทจากเว็บไซต์ของ

แต่ละบริษัท ซึ่งประกอบด้วย ข้อมูลบริษัทย่อย บริษัทร่วม รายงานประจำปีและรายงานทางการเงิน มาประกอบการพิจารณา

3.3 ตัวแปรที่ใช้ในงานวิจัย

3.3.1 ตัวแปรต้น คือ ระดับการกระจายการลงทุนในแนวดิ่ง

การวัดระดับการลงทุนแนวดิ่งด้วยวิธี VA/S ตามการศึกษาของ Vasey, 1978, Haller & Stolowy, 1998 และ Dreyer et al., 2011 ด้วยแนวคิดว่ายิ่งมีการกระจายการลงทุนแนวดิ่งมาก ตัววัดจะมีค่ายิ่งเข้าใกล้ 1 เนื่องจากไม่มีรายการต้นทุนที่อาศัยบริษัทภายนอกเครือข่ายเลย และสามารถหา Value added ได้ตามรูปแบบของกำไรสะสมจากวิธีการของ Bluszcz et al., 2015 ดังนี้

$$\frac{VA}{S} = \frac{\text{Valued added}}{\text{Sale}}$$

โดยแนวคิดของ Valued Added แบบวิธีหาส่วนต่างระหว่างผลลัพธ์ที่ได้กับ ต้นทุนที่จ่ายไปอยู่ในรูปของ Sales – Purchase ในรายงานงบการเงินไม่มีรายงานต้นทุนที่จ่ายให้กับบริษัทภายนอกเครือข่ายของบริษัทหลักจึงไม่สามารถหาได้โดยตรง จึงเกิดเป็นรูปแบบการหา Valued Added แทนโดยหาจากส่วนที่สามารถสร้างความมั่งคั่งให้กับธุรกิจได้ ตามที่มีการอธิบายในบทที่ 2 จะได้เป็นสมการดังนี้

$$\text{Valued Added} = \text{Wages and Salaries} + \text{Interest Paid} + \text{Depreciation} + \text{Dividends} + \text{Tax} + \text{Retained Profit}$$

โดยที่	Sales	= ยอดขายรวมทั้งหมด
	Purchase	= ต้นทุนที่บริษัทจ่ายให้กับบริษัทภายนอกเครือข่าย
	Wages and Salaries	= ค่าแรงและเงินเดือนพนักงาน
	Interest paid	= ดอกเบี้ยจ่าย
	Depreciation	= ค่าเสื่อมราคาสะสม
	Dividend	= เงินปันผลจ่าย
	Taxes	= ภาษีจ่าย
	Retained Profit	= กำไรสะสมต่อปี

ประเภทอุตสาหกรรม

ในกลุ่มSET100 แบ่งเป็น 6 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มสินค้ากลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มทรัพยากร กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มบริการ กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กำหนดให้ตัวแปรต้นนี้เป็น ตัวแปรหุ่น(Dummy Variable) ได้แก่

ประเภทอุตสาหกรรม	ตัวแปร	มีค่าเท่ากับ
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	INDUS1	1 เมื่อบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร 0 เมื่อบริษัทไม่อยู่ในอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
ทรัพยากร	INDUS2	1 เมื่อบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มทรัพยากร 0 เมื่อบริษัทไม่อยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มทรัพยากร
เทคโนโลยี	INDUS3	1 เมื่อบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยี 0 เมื่อบริษัทไม่อยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยี
บริการ	INDUS4	1 เมื่อบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมบริการ 0 เมื่อบริษัทไม่อยู่ในอุตสาหกรรมบริการ
วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	INDUS5	1 เมื่อบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม 0 เมื่อบริษัทไม่อยู่ในอุตสาหกรรมวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม

3.3.2 ตัวแปรตาม คือ มูลค่าของกิจการ

การวัดผลกระทบต่อมูลค่าธุรกิจในการศึกษาจะใช้ตัวแปร Tobin's Q Ratio ที่สามารถสะท้อนถึงมูลค่ากิจการได้ดี เป็นการวัดมูลค่าตลาดของบริษัทยึดตามแนวทางของ Chung and Pruiit (1994) ที่ได้มีการดัดแปลงสูตรให้สะดวกและง่ายขึ้น เมื่อเทียบกับแนวทางของ Linderberg and Ross (1981) ที่มีปัญหาเรื่องของวิธีการคำนวณที่ซับซ้อน และใช้เวลาในการเก็บข้อมูลจำนวนมาก

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

โดย MVE = มูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น (ราคาหุ้น x จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแล้ว)

BVD = มูลค่าตามบัญชีของหนี้สิน

BVA = มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์

3.3.3 ตัวแปรควบคุม

ขนาดของกิจการ วัดจาก Logarithm ของสินทรัพย์รวมของกิจการ

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

โดย SIZE = ขนาดของกิจการ

TA = สินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท

ความเสี่ยงทางการเงิน วัดจากอัตราส่วนสภาพหนี้

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

โดย LEV = อัตราส่วนสภาพหนี้

TL = หนี้สินรวมทั้งหมดของบริษัท

TA = สินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัท

3.4 เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา

ในการทดสอบสมมติฐานหาความสัมพันธ์ของระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งต่อมูลค่ากิจการ จะแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 3 ส่วน ประกอบด้วย การวิเคราะห์เชิงพรรณนา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร อาศัยเครื่องมือ Pearson's Correlation Coefficient และการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติด้วยสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยอาศัยการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งต่อมูลค่ากิจการมาเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\text{Tobin's Q Ratio} = \beta_0 + \beta_1 \text{LEVEL} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{LEV} + \beta_4 \text{INDUS1} + \beta_5 \text{INDUS2} \\ + \beta_6 \text{INDUS3} + \beta_7 \text{INDUS4} + \beta_8 \text{INDUS5} + \epsilon$$

โดย Tobin's q Ratio แทน มูลค่าของกิจการ

LEVEL แทน ระดับของการกระจายการลงทุนแนวตั้งของธุรกิจ (VA/S)

SIZE แทน ขนาดของกิจการ

LEV แทน อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้

INDUS1 แทน เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

INDUS2	แทน	ทรัพยากร
INDUS3	แทน	เทคโนโลยี
INDUS4	แทน	บริการ
INDUS5	แทน	วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม



บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

การศึกษางานวิจัยครั้งนี้ต้องการทราบถึงผลกระทบของระดับการกระจายการลงทุนของกิจการในแนวตั้งต่อมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ตั้งแต่ปี 2556-2558 โดยศึกษาทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นอุตสาหกรรมการเงิน รวมทั้งสิ้น 262 บริษัท โดยอาศัยโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติมาทดสอบสมมติฐาน แบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 3 ส่วนดังนี้

- 4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic)
- 4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)
- 4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ(Multiple Regression Analysis)

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วยตัวแปรต้น คือ ระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งของแต่ละกิจการ และประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม ตัวแปรตามคือ มูลค่ากิจการตามการคำนวณแบบ Tobin's Q โดยมีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และขนาดของบริษัท เป็นตัวแปรควบคุม ทั้งนี้ในขั้นตอนการเก็บข้อมูลตัวแปรต้น ปรากฏว่าไม่สามารถเก็บข้อมูลบางตัวแปรของบริษัทได้ 4 บริษัทเนื่องจากไม่ปรากฏอยู่ในรายงานทางการเงิน ทำให้เหลือบริษัทกลุ่มตัวอย่างรวมทั้งสิ้น 258 บริษัท

ตารางที่ 4.1 ระดับการกระจายตัวแนวตั้งของบริษัท

ระดับการกระจายธุรกิจแนวตั้ง(ร้อยละ)	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
น้อยกว่า 20	70	27
20-40	100	39
40-60	48	19
60-80	30	12
มากกว่า 80	10	4
รวม	258	100
ค่าเฉลี่ยระดับการกระจายธุรกิจแนวตั้ง	ร้อยละ	0.346640

จากตารางที่ 4.1 พบว่าในกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 258 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีระดับการกระจายธุรกิจแนวตั้งส่วนใหญ่อยู่ที่ร้อยละ 20-40 และเช่นเดียวกับค่าเฉลี่ยทั้งหมดของกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งหมายความว่าในหลายบริษัทได้เห็นถึงความสำคัญและผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากการกระจายการลงทุนแนวตั้งในระดับหนึ่ง

ตารางที่ 4.2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

ตัวแปร	สถิติเชิงพรรณนา			
	ค่าเฉลี่ย	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
Tobin's q Ratio (เท่า)	1.9336	14.7756	0.1484	1.9330
LEVEL(เท่า)	0.3466	0.9993	-0.2894	0.2208
SIZE (Log)	10.5824	12.3523	9.1740	0.5657
LEV (เท่า)	0.5466	0.9806	0.1077	0.1707

โดย ตัวแปรตาม Tobin's q Ratio แทน มูลค่าของกิจการ
ตัวแปรต้น LEVEL แทน ระดับของการกระจายการลงทุนในแนวตั้งของธุรกิจ
ตัวแปรควบคุม SIZE แทน ขนาดของกิจการ
 LEV แทน อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้

จากตารางที่ 4.2 แสดงให้เห็นถึงภาพรวมของข้อมูลทางการเงินจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 258 บริษัทที่ประกอบด้วยค่าเฉลี่ย(Mean) ค่าสูงสุด(Max) ค่าต่ำสุด(Min) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน(Standard Deviation) จะเห็นได้ว่ามูลค่าของกิจการของกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษามีค่าเฉลี่ยที่ 1.9336 เท่า ในมุมมองทางตลาดหมายความว่า โดยเฉลี่ยแล้วกลุ่มตัวอย่างมีการบริหารบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพ สามารถเพิ่มมูลค่าของกิจการได้ และสำหรับตัวแปรตามหรือระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งมีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.9993 เท่า เข้าใกล้ 1 เท่าหมายความว่าตัวอย่างบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนแนวตั้งในระดับที่สูง สามารถใช้ทรัพยากรเครือข่ายภายในบริษัทให้เกิดมูลค่าเพิ่มได้เป็นอย่างมาก

นอกจากนี้ในส่วน of ตัวแปรควบคุม ขนาดของกิจการมีค่าอยู่ในช่วง 9.1740 ถึง 12.3523 มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 10.5824 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.5657 และอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5466 และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.1707 แสดงให้เห็นถึงแต่ละบริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกัน

4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ตารางที่ 4. 3 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

Pearson Correlation	Tobin's q Ratio	LEVEL	SIZE
LEVEL	0.1811***		
SIZE	- 0.4079***	-0.1541**	
LEV	- 0.2175***	-0.2619***	0.3871***

เครื่องหมาย **,*** บ่งชี้ถึงระดับความมีนัยสำคัญที่ 5% และ 1% ตามลำดับ

จากตารางข้างต้นจะเห็นได้ว่ามูลค่าของกิจการ(Tobin's q) มีความสัมพันธ์กับระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้ง(LEVEL) และตัวแปรควบคุมทั้งสอง คือ ขนาดของกิจการ และอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99% โดยผลที่แสดงมานั้น มูลค่าของกิจการ มีความสัมพันธ์ทางบวกกับระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้ง แต่มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้และขนาดของกิจการจากมากไปน้อยตามลำดับ นอกจากนี้ ระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งยังมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับขนาดของกิจการและอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ในทางลบเช่นเดียวกัน

จากการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ ดูขนาดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พบว่าค่านี้อยู่ในช่วงระดับต่ำถึงปานกลาง แต่เพื่อทดสอบปัญหา Multicollinearity ในการสร้างความมั่นใจว่าตัวแปรแต่ละตัวมีความเป็นอิสระต่อกัน ดังนั้นจึงได้นำค่า Variance Inflation Factor (VIF) และค่า Tolerance มาเป็นตัววัดเพิ่ม โดยหากค่า VIF มีค่ามากกว่า 10 แสดงว่าอาจมีปัญหา Multicollinearity และหากค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรเป็นอิสระต่อกัน ซึ่งผลออกมาพบว่า ตัวแปรที่ใช้ในแบบจำลองเป็นอิสระต่อกัน

ตารางที่ 4.4 ผลค่า Variance Inflation Factor (VIF) และ ค่า Tolerance ของตัวแปร

ตัวแปร	VIF	Tolerance
LEVEL	1.24	0.847133
SIZE	1.18	0.847133
LEV	1.08	0.928132
Mean VIF	1.17	

4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ

$$\text{Tobin's Q Ratio} = \beta_0 + \beta_1 \text{LEVEL} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{LEV} + \beta_4 \text{INDUS1} + \beta_5 \text{INDUS2} + \beta_6 \text{INDUS3} + \beta_7 \text{INDUS4} + \beta_8 \text{INDUS5} + \varepsilon$$

โดย	INDUS1	แทน	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
	INDUS2	แทน	ทรัพยากร
	INDUS3	แทน	เทคโนโลยี
	INDUS4	แทน	บริการ
	INDUS5	แทน	วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม

ตารางที่ 4.5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยตามแบบจำลอง

ตัวแปร	LEVEL		
	Coef.	Robust STD. Err.	P-Value
LEVEL	0.9729**	0.3861	0.012
SIZE	-1.255045***	0.3230	0.000
LEV	-0.4519	0.6714	0.502
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	0.5351**	0.2110	0.012
ทรัพยากร	0.8207**	0.3772	0.031
เทคโนโลยี	0.8356***	0.2915	0.004
บริการ	1.0849***	0.2741	0.000
วัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม	0.3819	0.3758	0.31
อสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง	14.52266***	3.2956	0.000

เครื่องหมาย **, *** บ่งชี้ถึงระดับความมีนัยสำคัญที่ 5% และ 1% ตามลำดับ

จากตารางผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ในตารางที่ 4.5 พบว่าระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 กับมูลค่าของกิจการ หมายความว่า ถ้าบริษัทยังมีระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งในระดับสูงขึ้น จะส่งผลให้มีมูลค่ากิจการมีค่าเพิ่มขึ้นตามไปด้วย ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานทางทฤษฎีและสอดคล้องกับงานวิจัยของ Mitchell, 1976 และ Perry, 1989 ที่พบว่าการกระจายการลงทุนแนวตั้งส่งผลให้ผลการดำเนินงานดีขึ้นเช่นกัน อาจเป็นผลมาจากความสามารถในการบริหารเพื่อลดต้นทุนและเพิ่มกำไรของบริษัท

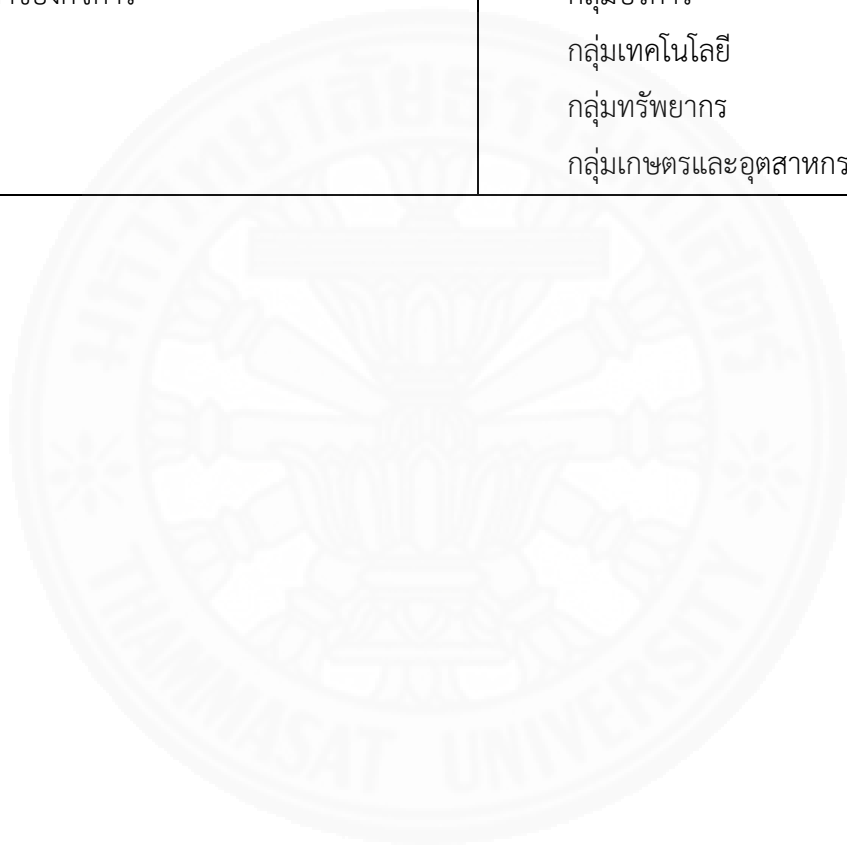
สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่าขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ เป็นไปตามงานวิจัยของ Baysinger and Hoskison, 1989 และ ภัทรพร แซ่เล่า, 2558 ที่เป็นเพราะบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีสภาพคล่องในการบริหารน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก มีภาระต้นทุนในการบริหารที่สูงกว่า ทำให้แม้มีมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์สูงแต่สามารถสร้างมูลค่ากิจการทางการตลาดได้ต่ำกว่า

ในการศึกษาผลกระทบของประเภทอุตสาหกรรมต่อความสัมพันธ์ ผลการวิเคราะห์พบว่ามียุทธศาสตร์ถึง 5 ยุทธศาสตร์ที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งกับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดย ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99 ประกอบด้วยยุทธศาสตร์ประเภทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยีที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ในทิศทางบวกตามลำดับ และ ณ ความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 มียุทธศาสตร์ประเภทกลุ่มทรัพยากร และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารส่งผลต่อความสัมพันธ์ในทิศทางบวกตามลำดับเช่นเดียวกัน

ผลของอุตสาหกรรมทั้ง 5 กลุ่มอุตสาหกรรมที่ส่งผลในทิศทางบวกต่อความสัมพันธ์นี้ สาเหตุหลักอาจเป็นเพราะในมุมมองของทั้งบริษัทและนักลงทุนต่างเล็งเห็นถึงผลประโยชน์ที่ได้รับจากกลยุทธ์ ด้วยกลุ่มตัวอย่างที่นำมาเป็นกลุ่มที่มีมูลค่าธุรกิจและมีสภาพคล่องในการซื้อขายสูง เป็นที่โดดเด่นของแต่ละอุตสาหกรรม ดังนั้นเมื่อเกิดการกระจายการลงทุนแนวตั้งไปยังธุรกิจหรือกิจการที่มีความสัมพันธ์กัน ย่อมส่งผลดีต่อประสิทธิภาพการบริหารต้นทุน การบริหารการจัดการขายได้ หรือเรียกโดยรวมว่าเกิดประสิทธิภาพในบริหารห่วงโซ่คุณค่าของบริษัท(Value Chain) ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด (Economies of Scale) รวมถึงการกระจายการลงทุนแนวตั้งยังคงเน้นในธุรกิจหลักอยู่ความเชี่ยวชาญเดิมที่มีของบริษัทไม่ได้ไปไหนแต่การเพิ่มเข้ามาของธุรกิจที่เกี่ยวข้องในแนวตั้งทำให้ยังอยู่ในห่วงโซ่อุปทานเดิม(Supply Chain) มีการแลกเปลี่ยนทรัพยากรความเชี่ยวชาญเพื่อพัฒนาธุรกิจในอุตสาหกรรมเดิมได้

ตารางที่ 4. 6 ตารางสรุปผลที่ได้จากการวิเคราะห์

สมมติฐาน	ผลลัพธ์ที่ได้
1. ผลกระทบของระดับการกระจายการลงทุน แนวตั้งต่อมูลค่าของกิจการ	มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก
2. ประเภทอุตสาหกรรมต่อความสัมพันธ์ ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งกับ มูลค่าของกิจการ	มีความสัมพันธ์ทิศทางบวก 5 อุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง กลุ่มบริการ กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มทรัพยากร กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

การศึกษาในงานวิจัยครั้งนี้มีจุดประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบความระดับการกระจายการลงทุนธุรกิจในแนวตั้งของบริษัทต่อมูลค่าของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 โดยเลือกกลุ่มตัวอย่างในช่วงเวลาตั้งแต่ พ.ศ. 2556-2558 ใน 6 กลุ่มอุตสาหกรรม จำนวนรวมทั้งหมด 262 บริษัท แต่ทั้งนี้ต้องหักในส่วนข้อมูลตัวแปรของบางบริษัทที่ไม่ปรากฏอยู่รายงานทางการเงินทำให้มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างรวมทั้งหมด 258 บริษัท โดยมีตัวแปรควบคุม 2 ตัวที่มีผลต่อมูลค่าของกิจการคือ ขนาดของกิจการและอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ พร้อมกับศึกษาถึงประเภทอุตสาหกรรมแต่ละกลุ่มที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนธุรกิจในแนวตั้งของบริษัทกับมูลค่ากิจการ เพื่อนำไปสู่การตัดสินใจกำหนดกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจของแต่ละบริษัท

ผลการศึกษาพบว่าในระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งส่งผลทางบวกต่อมูลค่ากิจการในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยเป็นผลหลักมาจากการที่ยังมีการกระจายการลงทุนในแนวตั้งมาก จะทำให้เกิดการบริหารต้นทุนได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น พร้อมกับบริหารค่าใช้จ่ายอื่นๆ โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมร่วมกันและระหว่างกันทำให้ต้นทุนลดลง นอกจากการลดต้นทุนแล้ว อ้างอิงจากงานของ Williamson, 1985 ที่กล่าวว่าประโยชน์หลักของกลยุทธ์นี้คือเพื่อการบริหารห่วงโซ่คุณค่าทั้งหมดของธุรกิจให้มีประสิทธิภาพสูงสุด ดังนั้นเมื่อบริษัทได้มีการนำกลยุทธ์มาใช้ ในมุมมองของผู้บริหารสิ่งได้เพิ่มอีกคืออำนาจในการต่อรองธุรกิจที่เพิ่มขึ้น การแลกเปลี่ยนความรู้ความเชี่ยวชาญของธุรกิจอื่นๆของห่วงโซ่อุปทาน และสามารถควบคุมความผันผวนของเศรษฐกิจจากสายการผลิตตนเองได้ นอกจากนี้ในมุมมองของนักลงทุนย่อมเห็นถึงผลประโยชน์กำไรที่เพิ่มขึ้นจากการลดต้นทุนได้เช่นกันถึงแม้ว่าการกระจายการลงทุนแนวตั้ง กลยุทธ์นี้ไม่เกิดผลประโยชน์ในด้านการกระจายความเสี่ยง แต่หากมองในทางกลับกัน นักลงทุนอาจมองว่าการที่บริษัทยังคงเน้นในสายธุรกิจที่ตนเองมีเชี่ยวชาญมากที่สุดอยู่ เป็นส่วนหนึ่งที่สามารถกำหนดความมั่นคงยั่งยืนของบริษัทในอนาคตได้ด้วย

และในการศึกษาแบ่งประเภทอุตสาหกรรมพบว่า มีถึง 5 กลุ่มอุตสาหกรรมที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนธุรกิจในแนวตั้งของบริษัทกับมูลค่ากิจการในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ คืออุตสาหกรรมกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง กลุ่มบริการ กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ซึ่งหมายความว่าหากมีการ

กระจายการลงทุนแนวดิ่งในระดับที่สูงขึ้นในอุตสาหกรรมที่กล่าวมาจะส่งผลเชิงบวกต่อความ
ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนธุรกิจในแนวดิ่งของบริษัทกับมูลค่ากิจการเพราะ
ด้วยกลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ SET100 เป็นกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ของแต่ละกลุ่ม
อุตสาหกรรม มีความโดดเด่นและเป็นที่น่าสนใจของนักลงทุน โดยความเคลื่อนไหวของบริษัทในการดำเนินกล
ยุทธ์นี้นักลงทุนอาจมองเห็นโอกาสในการทำกำไรเพิ่มขึ้นและอำนาจในการต่อรองในธุรกิจรวมถึงสร้าง
อุปสรรคในการเข้ามาแข่งขันของผู้ค้ารายใหม่หรือคู่แข่งที่มีอยู่แล้วด้วย และเช่นเดียวกับงานวิจัยของ
D'Aveni, 1994 ที่ได้ศึกษาแล้วพบว่าในการกระจายการลงทุนแนวดิ่งของกิจการ แต่ละกลุ่ม
อุตสาหกรรมไม่ได้มีความแตกต่างกันต่อความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานบริษัท

5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในครั้งนี้

ดังที่กล่าวมาในข้างต้น งานวิจัยนี้จุดประสงค์คือเพื่อนำไปสู่การตัดสินใจกำหนดกลยุทธ์
การดำเนินธุรกิจของแต่ละบริษัท สามารถอาศัยเป็นข้อมูลสนับสนุนในแนวทางตัดสินใจ เนื่องด้วยตัว
แปรมูลค่าของกิจการที่นำมาใช้เป็นมูลค่าของกิจการทางการตลาด ไม่ได้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยใน
รายงานทางการเงิน โดยมูลค่าของกิจการในรูปแบบค่า Tobin's Q นี้สะท้อนถึงมุมมองของนักลงทุน
ในตลาดหลักทรัพย์ประเมินมูลค่าออกมาผ่านทางราคาหุ้นที่ซื้อ-ขาย ทำให้ทราบได้ว่านักลงทุนและ
ตลาดมีปฏิกิริยาเช่นไรต่อกลยุทธ์ในการกระจายการลงทุนธุรกิจแนวดิ่ง โดยผลออกมาที่แนะนำคือ
บริษัทควรกำหนดกลยุทธ์ในการกระจายการลงทุนธุรกิจแนวดิ่งในระดับที่เพิ่มขึ้นเพื่อส่งเสริมมูลค่า
ของกิจการ

5.3 ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยต่อเนื่อง

ในหลายงานวิจัยที่ผ่านมาของต่างประเทศได้มีการศึกษาถึงผลกระทบของระดับการ
กระจายการลงทุนแนวดิ่งต่อผลการดำเนินงานของบริษัทด้วยวิธีการวัดหลากหลายรูปแบบที่แตกต่าง
กันออกไป ซึ่งหนึ่งในวิธีที่เหมาะสมและปัจจุบันที่สุดคือการหาแบบ Vertical Industry
Connection(VIC) และ Input-Output matrix ของแต่ละอุตสาหกรรม ซึ่งในประเทศไทยยังมี
ข้อจำกัดในการเข้าถึงข้อมูลส่วนนี้อยู่ทำให้การวัดระดับด้วยตัววัดนี้ยังไม่สามารถทำได้ ซึ่งหากใน
ภายหลังมีการปรับปรุงพัฒนาระบบฐานข้อมูลของอุตสาหกรรมแล้ว ควรมีการศึกษาผลกระทบต่อ
เพื่อให้ได้ความแม่นยำมากยิ่งขึ้น

ภายในงานวิจัยครั้งนี้ได้มีการศึกษาในช่วงระยะเวลา 3 ปีเท่านั้นคิดเป็นกลุ่มตัวอย่าง
เพียง 262 บริษัท โดยยังไม่รวมข้อมูลบางตัวแปรที่อาจไม่สามารถเข้าถึงได้ สำหรับผู้สนใจใน

การศึกษากลยุทธ์การดำเนินงานการกระจายการลงทุนแนวดิ่ง สามารถขยายขอบเขตช่วงเวลาเพื่อศึกษาให้ได้ความชัดเจนและแม่นยำมากยิ่งขึ้น พร้อมกับในการศึกษานี้สนใจผลกระทบต่อมูลค่าทางตลาดของกิจการจากมุมมองของนักลงทุนเป็นหลัก ซึ่งหากงานวิจัยในขั้นต่อไปอาจศึกษาเจาะลึกมากขึ้นถึงผลกระทบที่เกิดต่อผลการดำเนินงานต่างๆภายในบริษัท



รายการอ้างอิง

หนังสือและบทความในหนังสือ

Pitts, Robert A.(2006) *Strategic Management : Building and Sustaining Competitive Advantage*. Thomson/South-Western

วิจิต อุ๋อัน .(2003). *การจัดการเชิงกลยุทธ์*. ศูนย์หนังสือมหาวิทยาลัยศรีปทุม. หน้า 75-83

สมชาย ภคภาสน์วิวัฒน์.(1999). *การบริหารเชิงกลยุทธ์*. สำนักพิมพ์อมรินทร์, หน้า 128-137

วิทยานิพนธ์

ภัทรพร แซ่เล่า.(2015). *ผลกระทบของการกระจายการลงทุนทางธุรกิจกับมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100*. สำนักหอสมุดมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

วรรณพร ศิริจิวนนท์.(2010). *ผลกระทบจากการกระจายธุรกิจต่อมูลค่ากิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. สำนักหอสมุดมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

วรวงศ์ แก้วคำ.(2014). *ขนาดและองค์ประกอบคณะกรรมการบริษัทกับมูลค่าของกิจการ*. มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

Weerapong Wasukaratana.(2009). *บทวิเคราะห์ : การควบรวม ธุรกิจ Merger and Acquisition*
เข้าถึงได้จาก L3nr: <https://www.l3nr.org/posts/242258>

Articles

Axel Haller and Herve Stolowy.(1998). *Value Added in Financial Accounting, A Comparative Study between Germany and France*. *Advances in International Accounting* .11(1)

- D'Aveni R. A. and Ravenscraft D.J.(1994). *Economies of Integration versus Bureaucracy Costs: Does Vertical Integration Improve Performance?*. The Academy of Management Journal, Vol. 37, No. 5 (Oct., 1994), pp. 1167-1206
- Dreyer, B., Iseksen J. R., and Gronhaug K.(2011). *Vertical Integration and Performance: The Impact of Measurements and Industry*
- Fan, J.P.H. and Goyal V.K.(2006). *On the Patterns and Wealth Effects of Vertical Mergers* the Journal of Business Vol. 79, No. 2 (March 2006), pp. 877-902
- Giovanni Ursino .(2015). *Supply Chain Control: A Theory of Vertical Integration*. BE J. Econ. Anal. Policy 2015; 15(4): 1831–1866
- Harrigan, K.R.. *Vertical Integration and Corporate Strategy*. The Academy of Management Journal
- Joseph P. H. Fan and Vidhan K. Goyal.(2006). *On the Patterns and Wealth Effects of Vertical Mergers*. The Journal of Business, Vol. 79, No. 2 (March 2006), pp. 877-902
- Maddigan R.J. and Zaima J.K.(1985). *The Profitability of Vertical Integration*. Managerial and Decision Economics Vol. 6, No. 3 (Sep., 1985), pp. 178-179
- Reed R. and Fronmueller M.P.(1990). *Vertical Integration: A Comparative Analysis of Performance and Risk*. Managerial and Decision Economics Vol. 11, No. 3 (Jul., 1990), pp. 177-185
- Richard A. D'Aveni and David J. Ravenscraft. (1994). *Economies of Integration versus Bureaucracy Costs: Does Vertical Integration Improve Performance?*. The Academy of Management Journal, Vol. 37, No. 5 (Oct., 1994), pp. 1167-1206
- Shackman, J.D.(2007). *Corporate Diversification, Vertical Integration, and Internal Capital Markets: A Cross-Country Study*. Management International Review, Vol. 47, No. 4 (2007), pp. 479-504
- Simi Kedia, S. Abraham Ravid and Vicente Pons.(2011). *When Do Vertical Mergers Create Value?*. Financial Management, Vol. 40, No. 4 (WINTER 2011), pp. 845-877
- Vol. 28, No. 2 (Jun., 1985), pp. 397-425
- Yen-Ting Lin .(2014). *Vertical Integration under Competition: Forward, Backward, or No Integration?*, Production and Operation Management. Vol.23, No. 1, January 2014, pp.19–35

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวพัทธ์ลดา ธนกรชัยมงคล
วันเดือนปีเกิด	2 มกราคม พ.ศ. 2537
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2558: บริหารธุรกิจบัณฑิต (การจัดการธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

