

ผลกระทบของระดับการกระจาย การลงทุนธุรกิจในแนวตั้งต่อมูลค่าของกิจการ: กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

Effect of Level of Vertical Integration on Firm Value:
The Case of Listed Companies in Thailand in SET100

พัทธ์ดา สกรชัยมงคล

วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน)

Patlada Tanakornchaimongkol

M.S. in Financial Management

ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

Teerachai Arunruangsirilert, Ph.D., CPA

Assistant Professor of Department of Accounting,

Thammasat Business School, Thammasat University

ผลกระทบของระดับการกระจายการลงทุนธุรกิจในแนวตั้ง ต่อมูลค่าของกิจการ: กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยกลุ่ม SET100

พัทธ์ลดา รนกรชัยมงคล

วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน)

ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

บทคัดย่อ

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของระดับการกระจายการลงทุนธุรกิจในแนวตั้งต่อมูลค่าของกิจการ และผลกระทบของประเภทของอุตสาหกรรมต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจายการลงทุนธุรกิจในแนวตั้งกับมูลค่าของกิจการ การศึกษานี้อาศัยกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556-2558 รวมจำนวน 262 บริษัท จากทั้งหมด 6 กลุ่มอุตสาหกรรม และทำการวิเคราะห์ผลทางสถิติด้วยวิธีสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) โดยใช้อัตราส่วนที่คำนวณจากมูลค่าเพิ่มต่อยอดขาย (Value Added to Sale) ในการวัดระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งและใช้ Tobin's q ในการวัดมูลค่าของกิจการ ผลการวิจัยพบว่า บริษัทที่มีระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งสูงส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และประเภทกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่มีผลกระทบต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว

คำสำคัญ: การกระจายการลงทุนแนวตั้ง มูลค่ากิจการ กลุ่ม SET100

Effect of Level of Vertical Integration on Firm Value: The Case of Listed Companies in Thailand in SET100

Patlada Tanakornchaimongkol

M.S. in Financial Management

Teerachai Arunruangsirilert, Ph.D., CPA

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

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

■ บทนำ

รูปแบบกลยุทธ์การขยายกิจการแบ่งออกเป็นหลาย ๆ ประเภท โดยหนึ่งในกลยุทธ์ที่น่าสนใจคือ กลยุทธ์การกระจายการลงทุนแนวตั้งของบริษัท ที่มีจุดเด่นคือการกระจายการลงทุนไปยังบริษัทอื่นที่อยู่ในห่วงโซ่อุปทานของธุรกิจหลัก โดยเชื่อว่าเป็นกลยุทธ์ที่สร้างขึ้นมาสืบเนื่องมาเพื่อสร้างความแตกต่างให้กับธุรกิจและมีอิทธิพลตอบสนองทางบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัทจากการที่บริษัทหลักสามารถเข้าไปควบคุมและบริหารการดำเนินงานของบริษัทเป้าหมายที่เป็นหนึ่งในกิจกรรมของห่วงโซ่คุณค่าได้โดยตรง ทำให้เกิดการแลกเปลี่ยนทรัพยากรของบริษัทภายในเครือข่ายมากมาย (Fan and Goyal, 2006) แต่ในขณะเดียวกันในงานวิจัยหลายงานที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการกระจายการลงทุนแนวตั้งกลับให้ผลลัพธ์ที่หลากหลายแตกต่างกันไป (Dreyer, Iseksen, and Gronhaug, 2011) ดังนั้น ในงานวิจัยฉบับนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงผลกระทบของการควบรวมหรือกระจายการลงทุนของกิจการในแนวตั้ง (Vertical Integration) เมื่อเปรียบเทียบต้นทุน (Cost) และผลประโยชน์ (Benefit) จะส่งผลอย่างไรต่อมูลค่ากิจการจากการเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของระดับการกระจายการลงทุน รวมทั้งศึกษาว่าประเภทอุตสาหกรรมใดที่เหมาะสม ในบริบทของตลาดทุนไทย เพื่อให้แนวทางที่เป็นประโยชน์ต่อผู้บริหารของบริษัทและนักลงทุนในการตัดสินใจดำเนินกลยุทธ์และตัดสินใจลงทุนในบริษัทที่มีการขยายกิจการด้วยการกระจายธุรกิจในแนวตั้ง

■ บททวนวรรณกรรม

การกระจายการลงทุนในแนวตั้ง (Vertical Integration)

การกระจายการลงทุนในแนวตั้งคือ การแลกเปลี่ยนทรัพยากรและสินทรัพย์ระหว่างกลุ่มบริษัทภายในเครือข่ายห่วงโซ่อุปทานทั้งหมด รวมถึงเป็นการขยายขอบเขตของธุรกิจให้กว้างขึ้น มีความครบวงจรในห่วงโซ่อุปทาน (Supply Chains) มากขึ้น หรือลงทุนไปยังธุรกิจอื่นที่อยู่ในขั้นตอนกระบวนการที่เกี่ยวข้องกับสายการดำเนินการทั้งหมดของสินค้าและบริการหลักของบริษัท โดยมุ่งเน้นการสร้างมูลค่าเพิ่มจากกิจการที่ขยายการลงทุนจากผลประโยชน์หลักคือ การควบคุมต้นทุนทั้งหมดได้ เนื่องจากบริษัทสามารถลดค่าใช้จ่ายทางการตลาด ต้นทุนวัตถุดิบ และเพิ่มผลผลิตได้มากขึ้น และเพิ่มอำนาจการแข่งขันในอุตสาหกรรมตนเองได้ ทำให้กำไรมีโอกาสเพิ่มขึ้น ซึ่งสามารถแบ่งกลยุทธ์นี้ตามสายการผลิตได้ออกเป็น 2 ลักษณะ ได้แก่ 1) การรวมธุรกิจไปข้างหลัง (Backward Integration) คือ การเข้าไปลงทุนในบริษัทเป้าหมายที่อยู่ส่วนบนของห่วงโซ่อุปทานของบริษัท หรือบริษัทที่มีธุรกิจอยู่ในขั้นตอนก่อนกระบวนการผลิตของบริษัทหลัก เพื่อสามารถเพิ่มอำนาจควบคุมและต่อรองเหนือบริษัทเหล่านั้น ตัวอย่างของบริษัทเป้าหมายในการรวมธุรกิจแบบนี้ โดยส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทที่เป็นฝ่ายจัดหาวัตถุดิบ วัสดุดิบและบริการต่าง ๆ ให้กับบริษัทหลัก และ 2) การรวมธุรกิจไปข้างหน้า (Forward Integration) คือ การลงทุนในบริษัทเป้าหมายที่อยู่ส่วนล่างของห่วงโซ่อุปทานของบริษัท หรือบริษัทที่มีธุรกิจอยู่ในขั้นตอนหลังจากกระบวนการผลิตของบริษัทหลักไปแล้ว ซึ่งจะทำให้บริษัทลดอำนาจต่อรองของบริษัทเป้าหมายลงได้ และบริษัทได้ใกล้ชิดกับลูกค้ามากขึ้น ตัวอย่างของบริษัทเป้าหมายในการรวมธุรกิจแบบนี้ ได้แก่ บริษัทขนส่งและจัดจำหน่ายสินค้า ร้านค้า เป็นต้น โดยอาศัยช่องทางการตลาดที่มีอยู่ของบริษัทเป้าหมายในการสร้างโอกาสเพิ่มขึ้น ดังนั้น กลยุทธ์การกระจายการลงทุนแนวตั้งนี้มีเป้าหมายหลัก เพื่อส่งเสริมให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้น ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของบริษัทย่อมส่งผลให้ภาพลักษณ์ของบริษัทในมุมมองของนักลงทุนดีขึ้น และจะมีผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นตามไปด้วย จึงเกิดเป็นสมมติฐานการวิจัยว่า ระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกต่อมูลค่าของกิจการ

■ ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาทฤษฎีและผลวิจัยที่เกี่ยวข้องในเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนแนวดิ่งกับมูลค่าของกิจการ พบว่ามีความสัมพันธ์ที่เป็นไปได้ทั้งสองทิศทาง คือ การกระจายธุรกิจแนวดิ่งทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นหรือลดลง ดังนี้

การกระจายธุรกิจในแนวดิ่งทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น

เป้าหมายของกลยุทธ์ในที่นี้สามารถอธิบายด้วยทฤษฎีคือ เพื่อที่จะสามารถลดค่าใช้จ่ายต่าง ๆ โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายจากการทำธุรกรรมต่างๆ (Transaction Cost) อ้างอิงจาก Williamson (1985) การใช้ประโยชน์จากการกระจายการลงทุนแนวดิ่งนี้ ทำให้บริษัทได้รับผลประโยชน์หลักคือ ความสามารถในการบริหารประสิทธิภาพของสายการดำเนินงานทั้งหมดหรือห่วงโซ่คุณค่า (Value Chain) ซึ่งความสามารถดังกล่าวทำให้บริษัทสามารถควบคุมต้นทุนและคุณภาพไปจนถึงการบริหารสินค้าคงคลัง การกระจายสินค้า และการจัดจำหน่ายของผลิตภัณฑ์ รวมถึงสามารถควบคุมความผันผวนของราคาวัตถุดิบและค่าใช้จ่ายอื่นในห่วงโซ่อุปทาน (Supply assurance) ได้ตามนโยบายที่ต้องการ พร้อมกับเกิดการประหยัดจากขนาดการผลิตซึ่งทำให้เกิดเป็นต้นทุนที่ต่ำลง ส่งผลต่อกำไรสุทธิของบริษัทที่มีโอกาสเพิ่มขึ้น นอกจากนี้การกระจายการลงทุนแนวดิ่งทั้ง 2 ทิศทางจะเป็นการเพิ่มอำนาจการต่อรองของบริษัททั้งในฝั่งซัพพลายเออร์และฝั่งลูกค้า สร้างความได้เปรียบต่อคู่แข่งในอุตสาหกรรม เกิดการผูกขาดของระบบสินค้า นอกจากนี้ยังมีประโยชน์ในประเด็นของอุปสรรคในการเข้าสู่อุตสาหกรรมของคู่แข่งรายใหม่สูงขึ้น (Higher entry barriers) ดังนั้นเมื่อบริษัทมีประสิทธิภาพในการจัดการทรัพยากรดีขึ้น กำไรเพิ่มขึ้นจากการที่สามารถบริหารต้นทุน รวมถึงความเชื่อมั่นในชื่อเสียงของบริษัทย่อมส่งผลให้ความมั่นคงและการเติบโตในอนาคตรวมทั้งมูลค่ากิจการของบริษัทดีขึ้นตามไปด้วยเช่นกัน (Pitts, 2006)

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องพบว่า ในงานของ Mitchell (1976) ศึกษากลุ่มตัวอย่างหลักเพียงอุตสาหกรรมเดียวเท่านั้นคืออุตสาหกรรมทรัพยากร (น้ำมัน) ได้ผลออกมาว่าการกระจายธุรกิจแนวดิ่งได้ส่งผลทำให้ต้นทุนลดลงและมีกำไรเพิ่มขึ้น เช่นเดียวกับ Chatterjee and Wernerfelt (1991) ซึ่งใช้กลุ่มตัวอย่าง 116 บริษัทที่มีการควบรวมแนวดิ่งมาเปรียบเทียบความสามารถในการทำกำไรส่วนเกินกับบริษัททั่วไปในอุตสาหกรรมเดียวกัน พบว่าบริษัทเป้าหมายมีกำไรสูงขึ้นกว่าร้อยละ 20 พร้อมกับเสนอแนวทางว่าช่วงเวลาใดไหนจึงเหมาะกับการควบรวมกิจการในแนวดิ่งที่จะทำให้เกิดผลประโยชน์สูงสุด และในงานวิจัยของ Perry (1989) ได้เพิ่มกลุ่มตัวอย่างเป็นศึกษาในหลายอุตสาหกรรมมากขึ้น โดยผลที่ได้คือการกระจายการลงทุนแนวดิ่งส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานดีขึ้นเช่นกัน

การกระจายธุรกิจในแนวดิ่งทำให้มูลค่ากิจการลดลง

การกระจายการลงทุนแนวดิ่งเพื่อขยายการเติบโตของบริษัทอาจได้รับผลประโยชน์ระหว่างภายในร่วมกันแต่ในความเป็นจริง การกระจายการลงทุนแนวดิ่ง จำเป็นต้องพิจารณาความสามารถในการจัดการทรัพยากรและการทำงานของผู้บริหารและพนักงานภายในบริษัทด้วย เนื่องด้วยจากการกระจายการลงทุนลักษณะนี้เป็นความเกี่ยวข้องกันในสายการดำเนินงาน หากยังช่องระหว่างห่วงโซ่คุณค่ายังห่างกัน ยิ่งทำให้ความเชี่ยวชาญของบริษัทลดลง และความซับซ้อนของโครงสร้างสายการดำเนินงานตามระดับของการกระจายการลงทุน และยังมีกรรมรวมตัวสูง ต้นทุนของการบริหารและการสื่อสารร่วมมือกันยิ่งสูงขึ้น อาจทำให้การบริหารบริษัทเป้าหมายได้ดีไม่เพียงพอและไม่เกิดประสิทธิภาพสูงสุดได้ตามที่คาดหวัง นอกจากนี้ยังต้องคำนึงถึงต้นทุนที่เสียไป อย่างต้นทุนค่าเสียโอกาส (D'Aveni and Ravenscraft, 1994) ตัวอย่างเช่น การเสียโอกาสในการลงทุนในบริษัทสายการดำเนินการผลิตอื่น และเสียโอกาสในทางเลือกกับธุรกิจซัพพลายเออร์อื่น ๆ ซึ่งหากการกระจายการลงทุนไม่เป็นไปตามที่คาดหวังย่อมทำให้เกิดการสูญเสียมูลค่าจากการลงทุน

Pyrdol (1980) ได้ศึกษาการกระจายการลงทุนแนวดิ่งในกลุ่มตัวอย่างอุตสาหกรรมสาธารณูปโภคไฟฟ้าโดยการเปรียบเทียบกันระหว่างบริษัทผลิตไฟฟ้าที่มีเหมืองถ่านหินเป็นของบริษัทเองกับบริษัทผลิตไฟฟ้าอีกแห่งที่ไม่มีเหมืองเป็นของตัวเอง และพบว่า บริษัทที่มีเหมืองถ่านหินเป็นของตนเองกลับมีประสิทธิภาพในการผลิตน้อยกว่า โดยคาดว่าสาเหตุมาจากแรงจูงใจของบริษัทในการสร้างประสิทธิภาพมีไม่เพียงพอ และเช่นเดียวกับงานวิจัยของ Bhuyan (2002) ซึ่งอาศัยกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารในประเทศสหรัฐอเมริกาในการศึกษาความสัมพันธ์ของการกระจายการลงทุนแนวดิ่งต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท พบว่า ความสัมพันธ์มีการตอบสนองทิศทางลบต่อกำไรของบริษัท ซึ่งงานวิจัยดังกล่าวให้เหตุผลว่ามาจากการรวมตัวกันไม่สามารถสร้างผลการดำเนินงานที่แตกต่างไปจากปกติได้

การจัดระดับการกระจายการลงทุน

การวัดระดับการกระจายการลงทุนของบริษัท Dreyer et al. (2011) ได้กล่าวถึงแนวทางการวัดระดับการกระจายการลงทุนแนวดิ่งว่า การค้นหาความสัมพันธ์นี้เป็นความสัมพันธ์ที่คลุมเครือ มีโครงสร้างที่ซับซ้อนหลายมิติ ทำให้งานวิจัยจำนวนมากใช้วิธีวัดระดับที่แตกต่างกันไปตามมุมมองของผู้วิจัย ซึ่งจากการทบทวนได้พบวิธีการวัดระดับที่แตกต่างกัน ได้แก่ Vesey (1978) ใช้อัตราส่วนของมูลค่าเพิ่มต่อยอดขาย (Value Added over Sales:VA/S) ในการวัดระดับการกระจายการลงทุนแนวดิ่ง และมีงานวิจัยของ Maddigan and Zaima (1985) มีแนวคิดในการวัดระดับการกระจายแนวดิ่งด้วยสมการ Vertical Industry Connection (VIC) โดยอาศัยข้อมูลจาก Input-Output Table ตามแบบจำลองของ Leontief (1986) เพื่อเปรียบเทียบข้อมูลบริษัทกับข้อมูลอุตสาหกรรม

สำหรับวิธีการวัดระดับการกระจายการลงทุนแนวดิ่งในงานวิจัยฉบับนี้ได้เลือกวิธีการที่อาศัยการคำนวณจาก 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 ส่วนที่เกี่ยวข้องกับแรงงานและพนักงาน ส่วนแบ่งต่อภาครัฐ ส่วนแบ่งต่อเจ้าหน้าที่ และส่วนแบ่งต่อนักลงทุน หรือกล่าวโดยรวมได้ว่ามีลักษณะคล้ายกับรูปแบบการหากำไรสะสมของบริษัท ตามทฤษฎีอัตราส่วนนี้สามารถนำมาใช้ในการวัดระดับการกระจายการลงทุนแนวดิ่งได้ โดยจะมีค่าระหว่าง 0 ถึง 1 ยิ่งมีค่าเข้าใกล้ 1 ยิ่งหมายความว่ามีการกระจายการลงทุนแนวดิ่งที่สูง เกิดค่าใช้จ่ายต่อบริษัทภายนอกกลุ่มบริษัทน้อยมาก อาศัยการใช้ทรัพยากรจากบริษัทภายในเครื่องมือมาก เกิดเป็นมูลค่าเพิ่มสูงตามเช่นกัน

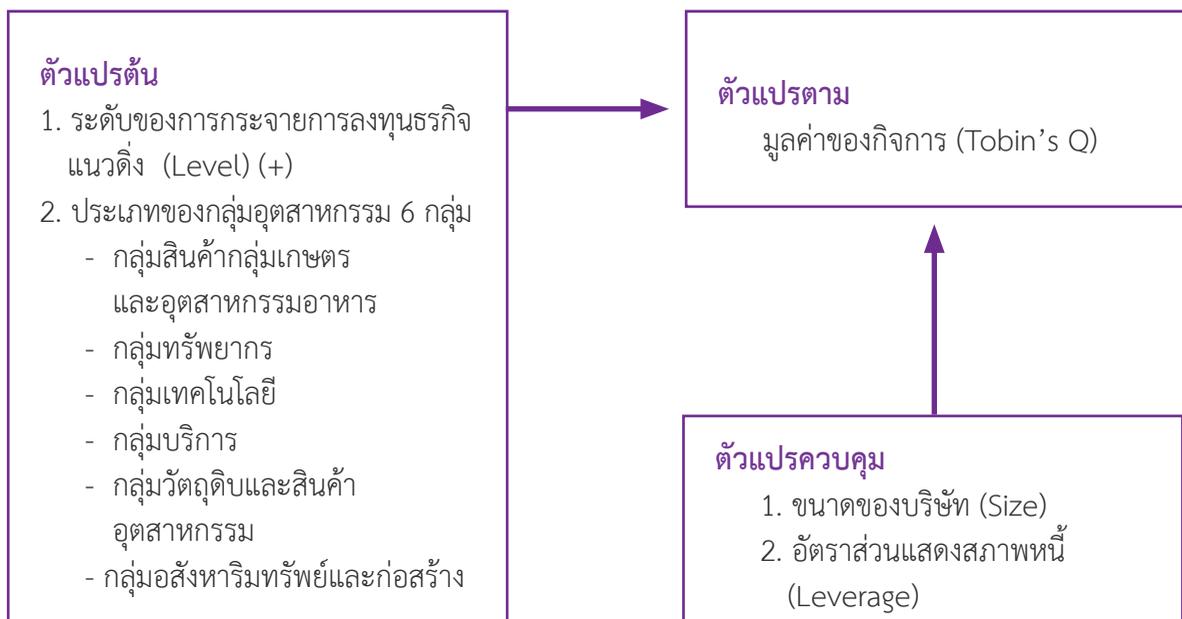
ความแตกต่างของประเภทอุตสาหกรรม

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าในกลุ่มยุทธศาสตร์การกระจายการลงทุนแนวดิ่งของแต่ละอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกันไป ตัวอย่างเช่น งานวิจัย Capon, Farley, and Hoening (1990) ได้ศึกษากลุ่มตัวอย่าง 320 ตัวอย่างโดยผลลัพธ์ที่ออกมามีความหลากหลายของผลตอบสนองของการกระจายการลงทุนแนวดิ่งต่อผลการทำกำไร โดยให้เหตุผลหนึ่งคือความแตกต่างของประเภทอุตสาหกรรมมีลักษณะห่วงโซ่อุปทานที่แตกต่างกันไป จึงเป็นเหตุให้งานวิจัยฉบับนี้ต้องการศึกษาถึงอิทธิพลของประเภทอุตสาหกรรมต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนแนวดิ่งกับมูลค่าของกิจการ และจึงนำประเภทของอุตสาหกรรมมาเป็นหนึ่งในตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้

ตัวแปรควบคุม

การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ ตัวแปรที่มีพบว่าคุณสมบัติต่อผลการดำเนินงานของกิจการ และมูลค่ากิจการ ได้แก่ ขนาดของกิจการ และ ความเสี่ยงทางการเงิน จากงานวิจัยของ Worapong Keawkam (2014) และ Patrapon Sealao (2015) พบว่าด้วยตัวแปรควบคุมนี้เป็นลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทซึ่งมีความสัมพันธ์ต่อผลการดำเนินงานแต่ละบริษัท

จากการทบทวนวรรณกรรม จึงนำมาซึ่งกรอบแนวคิดการวิจัยดังภาพ 1 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตัวแปรที่ศึกษา คือ ระดับของการกระจายการลงทุนธุรกิจแนวตั้งและความแตกต่างในแต่ละอุตสาหกรรม โดยศึกษาถึงผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ ซึ่งมีสมมติฐานความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นมีทิศทางเดียวกัน



ภาพ 1 กรอบแนวคิดวิจัย

วิธีการวิจัย

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ที่มีการดำเนินการอยู่ในช่วงเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2558 เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างนี้มีมูลค่าของกิจการและมีระดับการกระจายการลงทุนของธุรกิจที่สูง โดยยกเว้นบริษัทในอุตสาหกรรมการเงินและอุตสาหกรรมที่ให้บริการเกี่ยวกับการเงิน เนื่องจากข้อมูลทางบัญชีในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินมีความซับซ้อน อีกทั้งนโยบายการลงทุนอยู่ภายใต้กฎระเบียบของธนาคารแห่งประเทศไทย ทำให้นำมาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานได้ยาก ข้อมูลในการศึกษานี้จะแบ่งออกเป็น 6 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มสินค้ากลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี โดยรวมทั้งสิ้น 262 บริษัท ทั้งนี้ เมื่อหักข้อมูลตัวแปรของบางบริษัทที่ไม่ปรากฏอยู่รายงานทางการเงินทำให้มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างคงเหลือรวมทั้งสิ้น 258 บริษัท

ตัวแปรที่ใช้ศึกษาผลกระทบของระดับการกระจายการลงทุนแนวดิ่งต่อมูลค่าของกิจการเป็นตัวแปรเชิงปริมาณ เป็นการวัดระดับการกระจายการลงทุนแนวดิ่งที่วัดโดย Valued Added to Sale ด้วยวิธี VA/S ตามการศึกษาของ Haller & Stolowy (1998) และ Dreyer et al. (2011) ด้วยแนวคิดที่ว่ายิ่งมีการกระจายการลงทุนแนวดิ่งมาก ตัววัดจะยิ่งมีค่า ยิ่งเข้าใกล้ 1 เนื่องจากไม่มีรายการต้นทุนที่อาศัยบริษัทภายนอกหรือบริษัทเลย และสามารถหา Value added ได้ตามรูปแบบของกำไรสะสมจากวิธีการของ Bluszcz, Kijewska, and Sojda (2015) ดังนี้

Valued Added = Wages and Salaries + Interest Paid + Depreciation + Dividends + Tax + Retained Earnings

Wages and Salaries คือ ค่าแรงและเงินเดือนพนักงาน Interest paid คือ ดอกเบี้ยจ่าย Depreciation คือ ค่าเสื่อมราคาสะสม Dividend คือ เงินปันผลจ่าย Taxes คือ ภาษีจ่าย และ Retained Earnings คือ กำไรสะสมต่อการทดสอบสมมติฐานหาความสัมพันธ์ของระดับการกระจายการลงทุนแนวดิ่งต่อมูลค่ากิจการ ประกอบด้วย การวิเคราะห์เชิงพรรณนา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร อาศัยเครื่องมือ Pearson's Correlation Coefficient และการวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติด้วยสมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยวิเคราะห์ผ่านสมการการวิจัยดังนี้

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

โดย Tobin's q Ratio แทน มูลค่าของกิจการ

LEVEL แทน ระดับของการกระจายการลงทุนแนวดิ่งของธุรกิจ (VA/S)

SIZE แทน ขนาดของกิจการ

LEV แทน อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้

INDUS1 = 1 เมื่อบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร และ 0 เมื่อบริษัทไม่อยู่ในอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

INDUS2 = 1 เมื่อบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มทรัพยากร และ 0 เมื่อบริษัทไม่อยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มทรัพยากร

INDUS3 = 1 เมื่อบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยี และ 0 เมื่อบริษัทไม่อยู่ในอุตสาหกรรมกลุ่มเทคโนโลยี

INDUS4 = 1 เมื่อบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมบริการ และ 0 เมื่อบริษัทไม่อยู่ในอุตสาหกรรมบริการ

INDUS5 = 1 เมื่อบริษัทอยู่ในอุตสาหกรรมวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม และ 0 เมื่อบริษัทไม่อยู่ในอุตสาหกรรมวัตถุดิบและสินค้าอุตสาหกรรม

■ ผลการศึกษา

จากตารางที่ 1 แสดงให้เห็นถึงภาพรวมของข้อมูลทางการเงินจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 258 บริษัทที่ประกอบด้วยค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Max) ค่าต่ำสุด (Min) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) จะเห็นว่ามูลค่าของกิจการของกลุ่มตัวอย่างที่นำมาใช้ในการศึกษามีค่าเฉลี่ยที่ 1.9336 เท่า ในมุมมองทางตลาดหมายความว่าโดยเฉลี่ยแล้วกลุ่มตัวอย่างมีการบริหารบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพ สามารถเพิ่มมูลค่าของกิจการได้ และสำหรับตัวแปรตามหรือระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งมีค่าสูงสุดเท่ากับ 0.9993 เท่า เข้าใกล้ 1 เท่าหมายความว่ามีความเสี่ยงที่มีการกระจายการลงทุนแนวตั้งในระดับที่สูงสามารถใช้ทรัพยากรเครือข่ายภายในบริษัทให้เกิดมูลค่าเพิ่มได้เป็นอย่างมาก

ตารางที่ 1 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

ตารางที่ 2 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วยสัมประสิทธิ์สหพันธ์

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

,* บ่งชี้ถึงระดับความมีนัยสำคัญที่ 5% และ 1% ตามลำดับ

ตารางที่ 2 แสดงให้เห็นว่ามูลค่าของกิจการ (Tobin's q) มีความสัมพันธ์กับระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้ง (LEVEL) และตัวแปรควบคุมทั้งสอง คือ ขนาดของกิจการ และอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99% โดยผลที่แสดงมานั้น มูลค่าของกิจการ มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้ง แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้และขนาดของกิจการจากมากไปน้อยตามลำดับ นอกจากนี้ระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งยังมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับขนาดของกิจการและอัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ในทิศทางลบเช่นเดียวกัน นอกจากนี้พบว่าตัวแปรไม่แสดงถึงปัญหา Multicollinearity เนื่องจากไม่มีตัวแปรคู่ใดมีความค่าสหสัมพันธ์มากกว่า 0.7

ตารางที่ 3 แสดงถึงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ และพบว่าระดับการกระจายการลงทุนแนวดิ่งของกิจการ มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 กับมูลค่าของกิจการ หมายความว่า ถ้าบริษัทยังมีระดับการกระจายการลงทุนแนวดิ่งในระดับสูงขึ้น จะส่งผลให้มีมูลค่ากิจการมีค่าเพิ่มขึ้นตามไปด้วย ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานทางทฤษฎีและสอดคล้องกับงานวิจัยของ Mitchell (1976) และ Perry (1989) ที่พบว่าการกระจายการลงทุนแนวดิ่งส่งผลให้ผลการดำเนินงานดีขึ้นเช่นกัน อาจเป็นผลมาจากความสามารถในการบริหาร เพื่อลดต้นทุน และเพิ่มกำไรของบริษัท สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่าขนาดบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่ากิจการ เป็นไปตามงานวิจัยของ Patrapon Sealao (2015) ที่เป็นเพราะบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีสภาพคล่องในการบริหารน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก มีภาระต้นทุนในการบริหารที่สูงกว่า ทำให้แม้มีมูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์สูงแต่สามารถสร้างมูลค่ากิจการทางการตลาดได้ต่ำกว่า

ในการศึกษาผลกระทบของประเภทอุตสาหกรรมต่อความสัมพันธ์ ผลการวิเคราะห์พบว่ามียุทธศาสตร์ถึง 5 อุตสาหกรรมที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนแนวดิ่งกับมูลค่าของกิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดย ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99 ประกอบด้วยอุตสาหกรรมประเภทกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยีที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ในทิศทางบวกตามลำดับ และ ณ ความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 มีอุตสาหกรรมประเภทกลุ่มทรัพยากร และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารส่งผลต่อความสัมพันธ์ในทิศทางบวกตามลำดับเช่นเดียวกัน

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยตามแบบจำลอง

ตัวแปร	LEVEL		
	Coefficient	Robust Std. Error	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

** ,*** ปังชี้ถึงระดับความมีนัยสำคัญที่ 5% และ 1% ตามลำดับ

ผลของอุตสาหกรรมทั้ง 5 กลุ่มอุตสาหกรรมที่ส่งผลในทิศทางบวกต่อความสัมพันธ์นี้ สาเหตุหลักอาจเป็นเพราะในมุมมองของทั้งบริษัทและนักลงทุนต่างเล็งเห็นถึงผลประโยชน์ที่ได้รับจากกลยุทธ์ ด้วยกลุ่มตัวอย่างที่นำมาเป็นกลุ่มที่มีมูลค่าธุรกิจ และมีสภาพคล่องในการซื้อขายสูง เป็นที่โดดเด่นของแต่ละอุตสาหกรรม ดังนั้นเมื่อเกิดการกระจายการลงทุน แนวตั้งไปยังธุรกิจหรือกิจการที่มีความสัมพันธ์กัน ย่อมส่งผลดีต่อประสิทธิภาพการบริหารต้นทุน การบริหารการจัดการขายได้ หรือเรียกโดยรวมว่าเกิดประสิทธิภาพในบริหารห่วงโซ่คุณค่าของบริษัท (Value Chain) ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด (Economies of Scale) รวมถึงการกระจายการลงทุนแนวตั้งยังคงเน้นในธุรกิจหลักอยู่ความเชี่ยวชาญเดิมที่มีของบริษัทไม่ได้ไปไหนแต่การเพิ่มเข้ามาของธุรกิจที่เกี่ยวข้องในแนวตั้งทำให้ยังอยู่ในห่วงโซ่อุปทานเดิม(Supply Chain) มีการแลกเปลี่ยนทรัพยากรความเชี่ยวชาญเพื่อพัฒนาธุรกิจให้อุตสาหกรรมเดิมได้ ทั้งนี้ผลความสัมพันธ์สามารถสรุปได้ดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ตารางสรุปผลที่ได้จากการวิเคราะห์

สมมติฐาน	ผลลัพธ์ที่ได้
1. ผลกระทบของระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งต่อมูลค่าของกิจการ	มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก
2. ประเภทอุตสาหกรรมต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งกับมูลค่าของกิจการ	มีความสัมพันธ์ทิศทางบวก 5 อุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง กลุ่มบริการ กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มทรัพยากร กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

■ อภิปรายและสรุปผลการวิจัย

ผลการศึกษาพบว่าในระดับการกระจายการลงทุนแนวตั้งส่งผลต่อมูลค่ากิจการในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยเป็นผลหลักมาจากการที่บริษัทยังมีการกระจายการลงทุนในแนวตั้งมาก จะทำให้เกิดการบริหารต้นทุนได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น พร้อมกับบริหารค่าใช้จ่ายอื่น ๆ โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมร่วมกันและระหว่างกันทำให้ต้นทุนลดลง นอกจากการลดต้นทุนแล้ว อ้างอิงจากงานของ Williamson, 1985 ที่กล่าวว่าประโยชน์หลักของกลยุทธ์นี้คือเพื่อการบริหารห่วงโซ่คุณค่าทั้งหมดของธุรกิจให้มีประสิทธิภาพสูงสุด ดังนั้นเมื่อบริษัทได้มีการนำกลยุทธ์มาใช้ ในมุมมองของผู้บริหารสิ่งได้เพิ่มอีกคือ อำนาจในการต่อรองธุรกิจที่เพิ่มขึ้น การแลกเปลี่ยนความรู้ความเชี่ยวชาญของธุรกิจอื่น ๆ ของห่วงโซ่อุปทาน และสามารถควบคุมความผันผวนของเศรษฐกิจจากสายการผลิตตนเองได้ นอกจากนี้ในมุมมองของนักลงทุนย่อมเห็นถึงผลประโยชน์กำไรที่เพิ่มขึ้นจากการลดต้นทุนได้เช่นกัน ถึงแม้ว่ากลยุทธ์การกระจายการลงทุนแนวตั้งนี้ไม่เกิดผลประโยชน์ในด้านการกระจายความเสี่ยง แต่หากมองในทางกลับกัน นักลงทุนอาจมองว่าการที่บริษัทยังคงเน้นในสายธุรกิจที่ตนเองมีเชี่ยวชาญมากที่สุดอยู่ เป็นส่วนหนึ่งที่สามารถกำหนดความมั่นคงยั่งยืนของบริษัทในอนาคตได้ด้วย นอกจากนี้ยังพบว่ามีถึง 5 กลุ่มอุตสาหกรรมที่ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนธุรกิจแนวตั้งของบริษัทกับมูลค่ากิจการในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ คืออุตสาหกรรมกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง กลุ่มบริการ กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มทรัพยากร และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ซึ่งหมายความว่าหากมี

การกระจายการลงทุนแนวดิ่งในระดับที่สูงขึ้นในอุตสาหกรรมที่กล่าวมาจะส่งผลเชิงบวกต่อความสัมพันธ์ระหว่างระดับการกระจายการลงทุนธุรกิจในแนวดิ่งของบริษัทกับมูลค่ากิจการเพราะด้วยกลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในกลุ่มหลักทรัพย์ SET100 เป็นกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม มีความโดดเด่นละเป็นที่สนใจของนักลงทุน โดยความเคลื่อนไหวของบริษัทในการดำเนินกลยุทธ์นี้นักลงทุนอาจมองเห็นโอกาสในการทำกำไรเพิ่มขึ้นและอำนาจในการต่อรองในธุรกิจรวมถึงการสร้างอุปสรรคในการเข้ามาแข่งขันของผู้ค้ารายใหม่หรือคู่แข่งที่มีอยู่แล้วด้วย และเช่นเดียวกับงานวิจัยของ D'Aveni and Ravenscraft (1994) ที่ได้ศึกษาแล้วพบว่าในการกระจายการลงทุนแนวดิ่งของกิจการแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมไม่ได้มีความแตกต่างกันต่อความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานบริษัท

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า งานวิจัยนี้สามารถนำไปสู่การตัดสินใจกำหนดกลยุทธ์การดำเนินธุรกิจของแต่ละบริษัท โดยสามารถอาศัยผลงานวิจัยเป็นข้อมูลสนับสนุนในแนวทางตัดสินใจ ทำให้สามารถสะท้อนถึงมุมมองของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และทำให้ทราบได้ว่านักลงทุนและตลาดมีปฏิกิริยาอย่างไรต่อกลยุทธ์ในการกระจายการลงทุนธุรกิจแนวดิ่ง ซึ่งผลการศึกษาสะท้อนออกมาถึงข้อเสนอแนะให้บริษัทควรกำหนดกลยุทธ์ในการกระจายการลงทุนธุรกิจแนวดิ่งในระดับที่เพิ่มขึ้นเพื่อส่งเสริมมูลค่าของกิจการ อย่างไรก็ตามการศึกษานี้ศึกษาเฉพาะบริษัทที่อยู่ใน SET 100 ซึ่งถ้าสามารถขยายการศึกษาเป็นทั้งตลาดหรือมีการเปรียบเทียบการศึกษาระหว่างประเทศต่าง ๆ อาจทำให้เห็นประเด็นและผลการศึกษาที่น่าสนใจมากขึ้น

References

- Bluszcz, A., Kijewska, A., and Sojda, A. (2015). Economic value added in metallurgy and mining sector in Poland. *Metalurgija -Sisak then Zagreb*, 54 (2), 437-440.
- Bhuyan, S. (2002). Impact of Vertical Mergers on Industry Profitability: An Empirical Evaluation. *Review of Industrial Organization*, 20 (1), 61-79.
- Capon, N., Farley, J., and Hoenig, S. (1990). A Meta-Analysis of Financial Performance. *Management Science*, 36 (10): 1143-1159.
- Chatterjee, S. and Wernerfelt, B. (1991). The link between resources and type of diversification: Theory and evidence. *Strategic Management Journal*, 12, 33-48.
- 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*, 37 (5), 1167-1206.
- Dreyer, B., Iseksen J. R., and Gronhaug K. (2011). Vertical integration and performance: The impact of measurements and industry. *Økonomisk Fiskeriforskning*, 21(1), 41-59.
- Fan, J.P.H. and Goyal, V.K. (2006). On the Patterns and Wealth Effects of Vertical Mergers. *The Journal of Business*. 79 (2), 877-902.
- Haller, A. and Stolowy, H. (1998). Value Added in Financial Accounting, A Comparative Study between Germany and France. *Advances in International Accounting*. 11 (1).
- Leontief, Wassily W. (1986). *Input-Output Economics*. 2nd ed., New York: Oxford University Press.
- Lewellen, Wilbur G. and Badrinath, S.G. (1997). On the measurement of Tobin's q. *Journal of Financial Economics*, 44 (1), 77-122.
- Maddigan, R.J. and Zaima, J.K. (1985). The Profitability of Vertical Integration. *Managerial and Decision Economics*. 6 (3), 178-179.
- Mitchell, E.J. (1976). *Capital cost savings of vertical integration*, in E.J. Mitchell (ed.) *Vertical Integration in the Oil Industry*. Washington, D.C.: American Enterprise Institute.
- Patrapon Sealao. (2015). *Effect of diversification of business investment on firm value of firms in the capital market of Thailand SET100*. Thammasat Library.
- Perry, M. K. (1989). *Handbook of Industrial Organization: Chapter 4 Vertical integration: Determinants and effects*, Vol1. Elsevier.
- Pitts, R. A. (2006). *Strategic Management: Building and Sustaining Competitive Advantage*. Thomson/South-Western.
- Pyrdol J. (1980). *The Effects of Electric Utilities' Captive Coal Operations on Performance and Competition in the Coal Industry*. Federal Energy Regulatory Commission.
- Vesey, J. (1978). Vertical integration: Its effects on business performance. *Managerial Planning*, 26 (6), 11-15.
- Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York, NY: Free Press.
- Worapong Keawkam. (2014). *Extent and components of board of directors and firm value*. Prince of Songkla University.