

การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควรวรวมกิจการ
ตามมุมมองของประเภทการควรวรวม



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

กิตติกรรมประกาศ

รายงานการศึกษาอิสระฉบับนี้ จะไม่สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้หากไม่ได้รับการอนุเคราะห์จากดร.ปิยภัทร ธาระวณิช อาจารย์ที่ปรึกษา ที่ได้ให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะทั้งทางด้านวิชาการและให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขเนื้อหา และรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติรี จันทรโคติกา ที่ได้ชี้แนะแนวทางในการจัดทำรายงานการศึกษาค้นคว้าอิสระ รวมทั้งให้คำแนะนำในส่วนของการทดสอบแบบจำลองต่างๆและข้อมูลอันเป็นประโยชน์ ซึ่งผู้วิจัยขอขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่านเป็นอย่างสูง

นอกจากนี้ ผู้วิจัยขอขอบคุณหน่วยงานต่างๆ ที่ให้ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่อการจัดทำรายงานการศึกษาอิสระในครั้งนี้ ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและห้องสมุดวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล และขอขอบพระคุณบิดา มารดา พี่น้อง ผู้บังคับบัญชา และเพื่อนๆ ที่คอยให้กำลังใจ รวมทั้งให้ความช่วยเหลือและสนับสนุนทั้งด้านข้อมูลรวมถึงคำปรึกษาในการจัดทำรายงานการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้ จนสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ทางผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าผลการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้สนใจในด้านนี้ และสามารถนำข้อมูลทางการศึกษาค้นคว้าอิสระไปพัฒนาให้เกิดประโยชน์ต่อไป

เรืองฤทธิ เลิศชนะชมภู

การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการตามมุมมองของประเภทการควบรวม

THE RESPONSE OF STOCK PRICE, WHICH IS LISTED ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND, CLASSIFIED BY TYPE OF MERGER.

เรื่องฤทธิ์ เลิศชนะชมภู 5650154

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D., วสันต์ ศิริประภาศิริ, M. Sc.,
รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคติกา Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนในหลักทรัพย์ทั้งก่อนและหลังจากเหตุการณ์การประกาศควบรวม และการซื้อกิจการ โดยพิจารณาแบ่งแยกตามปัจจัยในเรื่องของการควบรวมกับบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์ โดยจะติดตามทั้งบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยศึกษาด้วยวิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ผลการศึกษาพบว่าในภาพรวมทั้งบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ และบริษัทที่ถูกซื้อกิจการไม่มีอัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญไม่ว่าจะเป็นด้านบวกหรือด้านลบ หากพิจารณาแยกตามประเภทการควบรวม พบว่า ทั้งการควบรวมแบบผสม การควบรวมแบบแนวนอน และการควบรวมแบบแนวตั้ง ก็ไม่พบอัตราผลตอบแทนสะสมทั้งที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญไม่ว่าจะเป็นด้านบวกหรือด้านลบทั้งผู้เข้าซื้อกิจการ และผู้ถูกซื้อกิจการนั้น ไม่น่าจะเป็นช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ ช่วงเกิดเหตุการณ์ และช่วงหลังเหตุการณ์ด้วยเช่นกัน

คำสำคัญ : การควบรวม

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	จ
สารบัญรูปภาพ	ช
บทที่ 1 บทนำ	1
วัตถุประสงค์ของการศึกษา	6
ประโยชน์ของการศึกษา	7
บทที่ 2 แนวคิดทางทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	8
ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัย	8
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	12
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย	23
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง	23
วิธีทางสถิติและขั้นตอนการศึกษา	24
สมมติฐานในการทดสอบ	27
บทที่ 4 ผลการวิจัย	28
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	40
ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในครั้งต่อไป	40
บรรณานุกรม	41
ภาคผนวก	44
ประวัติผู้วิจัย	48

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
4.1	แสดงจำนวนบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) บริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target)	29
4.2	ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target)	29
4.3	ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer)	29
4.4	ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target)	30
4.5	ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer)	31
4.6	ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยภาพรวม	33
4.7	ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) โดยภาพรวม	33
4.8	ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบผสม (Conglomerate)	35
4.9	ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบผสม (Conglomerate)	35
4.10	ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบแนวดิ่ง (Vertical)	37

สารบัญตาราง (ต่อ)

ตาราง	หน้า
4.11 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) โดยแยกตามวิธีการรวบรวมแบบแนวตั้ง (Vertical)	37
4.12 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยแยกตามวิธีการรวบรวมแบบแนวนอน (Horizontal)	39
4.13 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) โดยแยกตามวิธีการรวบรวมแบบแนวนอน (Horizontal)	39
ผ.1 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายวันที่ ± 5 นับจากวันที่ 0	44
ผ.2 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายวันที่ ± 5 นับจากวันที่ 0	45
ผ.3 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายวันที่ ± 10 นับจากวันที่ 0	46
ผ.4 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายวันที่ ± 10 นับจากวันที่ 0	47

ภาพที่		หน้า
4.1	ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัท ที่ถูกซื้อกิจการ โดยภาพรวม	32
4.2	ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะบริษัทที่เข้าซื้อ กิจการ โดยภาพรวม	33
4.3	ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัท ที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบผสม (Conglomerate)	34
4.4	ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะบริษัทที่เข้าซื้อ กิจการ (Acquirer) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบผสม (Conglomerate)	35
4.5	ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัท ที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบแนวตั้ง (Vertical)	36
4.6	ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะบริษัทที่เข้าซื้อ กิจการ (Acquirer) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบแนวตั้ง (Vertical)	37
4.7	ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัท ที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบแนวนอน (Horizontal)	38
4.8	ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะบริษัทที่เข้าซื้อ กิจการ (Acquirer) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบแนวนอน (Horizontal)	39

บทที่ 1

บทนำ

การควบรวมกิจการในปัจจุบันถือเป็นอีกเครื่องมือหนึ่งในการเสริมสร้างศักยภาพในการแข่งขันให้กับบริษัทไม่ว่าจะเป็นในแง่ของการกระจายความเสี่ยง ผลประโยชน์ในเรื่องภาษี หลังจากการควบรวม รวมไปถึงผลประโยชน์จากการสร้างกำลังคนของกิจการ ทั้งนี้หากกิจการสามารถควบรวมกิจการที่ก่อให้เกิดประโยชน์อันใดอันหนึ่งกับบริษัทผู้ซื้อที่จะทำให้กระแสเงินสดอิสระในอนาคตสูงขึ้น ย่อมจะส่งผลโดยตรงต่อราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม วิธีการควบรวมกิจการนั้นมีหลายวิธีด้วยกัน จึงเป็นที่น่าสนใจว่าการควบรวมวิธีที่แตกต่างกันนั้นจะให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีสาระสำคัญแตกต่างกันหรือไม่

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น หรือผลตอบแทนของบริษัททั้งก่อนและหลังการควบรวมกิจการ โดยการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เพื่อดูว่าภายหลังจากการควบรวมกิจการ (Event Period) ราคาของหลักทรัพย์หรือผลตอบแทนจะสามารถสร้างกำไรที่เกินปกติได้หรือไม่ ทั้งนี้ งานศึกษาเกี่ยวกับการควบรวมของบริษัทที่ผ่านมา มักเน้นศึกษาว่าบริษัทจะสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติได้หรือไม่ในช่วงที่เกิดการควบรวม โดยพิจารณาแยกเป็นรายอุตสาหกรรม แต่ไม่ได้ศึกษาถึงวิธีการหรือรูปแบบการควบรวมรวมทั้งปัจจัยในเรื่องของการที่บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์หรืออยู่นอกตลาดหลักทรัพย์หรือปัจจัยในเรื่องของวิธีการชำระค่าหุ้นเข้ามาประกอบว่ามีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากน้อยเพียงใด

การศึกษานี้วิเคราะห์เหตุการณ์ทางสถิติที่น่าสนใจเพื่อทดสอบผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมที่อาจส่งผลให้มีผลตอบแทนที่เกินปกติขึ้นหรือไม่ โดยจะให้ข้อมูลเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ทั้งก่อนและหลังวันประกาศการควบรวมกิจการ ซึ่งจะพิจารณาทั้งในภาพรวม รูปแบบและวิธีการควบรวมกิจการประกอบด้วย การควบรวมในแนวนอน การควบรวมในแนวตั้ง และการควบรวมแบบผสม รวมทั้งปัจจัยในเรื่องของการที่บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์หรืออยู่นอกตลาดหลักทรัพย์ และตามวิธีการชำระค่าหุ้น โดยใช้ข้อมูลเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้นว่าวิธีการควบรวมที่แตกต่างกันนั้นจะส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติหรือไม่ นอกจากนี้ ผลจากงานวิจัยฉบับนี้ ซึ่งใช้กลุ่มตัวอย่างที่เป็นข้อมูลที่ดึงมาจากแหล่งเดียวกันกับที่เคยมีการทำวิจัยเช่นนี้แล้ว จะเป็นการยืนยันหรือโต้แย้งผลการศึกษางานวิจัยดังกล่าวว่าในภาพรวมสามารถสรุปผลว่าใช้ได้โดยทั่วไปหรือไม่

งานวิจัยชิ้นนี้ถูกแบ่งออกเป็น 6 ส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), ประเภทและรูปแบบของการควบรวมกิจการ, งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review), ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ (Data, Variables, and Methodology), ผลการทดสอบ (Results) และสรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ (Conclusion)

ประเภทและรูปแบบของการควบรวมกิจการ

การควบรวมกิจการ เป็นหนึ่งในกลยุทธ์ธุรกิจที่หลายกิจการนำมาใช้ เพื่อสร้างความสำเร็จให้แก่ธุรกิจของตน เพราะการควบรวมทำให้บริษัทมีความเข้มแข็งขึ้น สามารถแข่งขันกับบริษัทใหญ่ และยังเป็น การขยายธุรกิจเพื่อสร้างผลกำไรสูงสุดให้แก่กิจการอีกด้วยโดยทั่วไปแล้วการรวมกิจการนั้นมักถูกนำมาใช้ในการสร้างอำนาจทางการต่อรองด้านตลาดไม่ว่าจะเป็นทางด้าน การแข่งขันทางการค้าหรือการขยายตลาดสินค้าหรือบริการของตน รวมถึงการจัดการทรัพยากร ส่วนเกินของบริษัทโดยลักษณะดังกล่าวมานี้อาจแบ่งได้ 3 รูปแบบคือ

1. การรวมกิจการในแนวนอน (Horizontal Merger and Acquisition) เป็นการรวมกิจการ ซึ่งประกอบกิจการเหมือนหรือคล้ายกันเพื่อประโยชน์ทางการผลิตหรือการตลาดซึ่งผู้ผลิตหรือผู้ขายที่อยู่สถานะเดียวกันในกระบวนการผลิต (Stage of Production) ผลของการรวมกิจการในลักษณะนี้มักกระทบกระเทือนต่อการแข่งขันในการผลิตดังกล่าวในตลาดเดียวกันเนื่องจากบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลนั้นสามารถกำหนดราคาขึ้นลงหรือรักษาระดับราคาของสินค้าและบริการ (Price-Fixing) ตลอดจนการแบ่งเขตตลาดได้อีกด้วย

ในทางเศรษฐศาสตร์ผลของการควบกิจการตามแนวนอนอาจก่อให้เกิดการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมเพิ่มมากขึ้น หากภายหลังจากการควบกิจการแล้วทำให้ผู้ผลิตมีส่วนแบ่งทางการตลาดมากขึ้น การควบกิจการในรูปแบบนี้จึงเป็นการสร้างอิทธิพลทางการตลาดหรืออำนาจในการผูกขาดเพิ่มมากขึ้น ซึ่งมีผลให้ระดับการแข่งขันในอุตสาหกรรมลดลงและส่งผลต่อเนื่องให้ประสิทธิภาพทางการผลิตนั้นลดลงตามไปด้วย โครงสร้างตลาดจึงโน้มเอียงไปสู่ตลาดผูกขาดมากขึ้น กล่าวคือ หากก่อนการควบรวมกิจการตลาดมีลักษณะของการแข่งขันและราคาขึ้นอยู่กับอุปสงค์และอุปทานในตลาดซึ่งทำให้ผู้ผลิตได้รับเพียงกำไรปกติ ต่อมาเมื่อมีการควบรวมกิจการเกิดขึ้นหน่วยผลิตจะมีอิทธิพลต่อตลาดเพิ่มมากขึ้นทำให้สามารถกำหนดราคาได้สูงกว่าต้นทุนส่วนเพิ่ม (Marginal cost) ซึ่งเป็นผลให้มีกำไรเกินปกติซึ่งเป็นลักษณะเฉพาะของตลาดแข่งขันไม่สมบูรณ์

2. การรวมกิจการในแนวตั้ง (Vertical Merger and Acquisition) เป็นการรวมกิจการตามแนวตั้ง เพื่อแสวงหาโอกาสทางธุรกิจจากกระบวนการผลิตและตลาดซึ่งประกอบด้วย ผู้จัดจำหน่าย วัตถุดิบ ผู้ผลิต พ่อค้าคนกลาง และผู้บริโภค การควบรวมกิจการตามแนวตั้งเป็นการควบ

รวมระหว่างกิจการที่ไม่ได้อยู่บนอุตสาหกรรมเดียวกันแต่มีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกัน ซึ่งอยู่ในขั้นตอนการผลิตที่แยกจากกันแต่อยู่ในกระบวนการผลิตเดียวกัน ทั้งนี้การควบรวมกิจการในแนวตั้งนั้นอาจเป็นการรวมกิจการเพียงบางลำดับขั้นตอนการผลิตหรือทั้งหมดก็ได้ โดยทั่วไปการควบรวมกิจการตามแนวตั้งสามารถกระทำได้ใน 2 ลักษณะ คือ

2.1 การควบกิจการตามแนวตั้งกับกิจการที่มีธุรกรรมในช่วงก่อนการผลิต (Backward Integration) เป็นความพยายามที่จะขยายกิจการไปยังกิจการที่จัดหาวัตถุดิบหรือวัสดุอุปกรณ์ต่างๆ ที่ใช้ในการผลิตของกิจการให้มารวมเป็นส่วนหนึ่งของกิจการ การควบกิจการในรูปแบบนี้จะทำให้เกิดความมั่นใจในการควบคุมด้านวัตถุดิบและการผลิตซึ่งจะทำให้กิจการจะมีต้นทุนการจัดหาวัตถุดิบที่ต่ำลง

2.2 การควบกิจการตามแนวตั้งกับกิจการที่มีธุรกรรมต่อเนื่องหลังการผลิต (Forward Integration) เป็นความพยายามในการหาโอกาสจากการเพิ่มระบบการจำหน่าย โดยการขยายไปยังกิจการที่ทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่ายให้มารวมเป็นส่วนหนึ่งของกิจการซึ่งส่งผลให้กิจการมีช่องทางการจำหน่ายเป็นของตนเองซึ่งจะทำให้สามารถเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันของกิจการได้

2.3 การรวมกิจการระหว่างกิจการซึ่งไม่มีความสัมพันธ์ต่อกัน (Conglomerate Merger and Acquisition) เป็นการรวมกิจการระหว่างกิจการที่แตกต่างสายการผลิต ธุรกิจหรืออยู่คนละส่วนแบ่งตลาด (Market Share) ไม่ว่าจะเป็นการรวมเอากิจการในฐานะผู้ซื้อผู้ขาย หรือผู้ผลิต ผลกระทบจากการรวมกิจการในลักษณะนี้อาจมองเห็นประโยชน์หรือความได้เปรียบบางประการจากการรวมตัวเช่น การโฆษณาการได้กำไรรวมจากความเป็นธุรกิจหลายกิจการความเสี่ยงจากการลงทุนหรือการขยายตลาดในกิจการใหม่ เป็นต้น ทั้งนี้การควบรวมธุรกิจนี้สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ลักษณะดังนี้

2.3.1 การควบรวมกิจการเพื่อขยายประเภทของผลิตภัณฑ์ (Product Extension Merger) เป็นการควบรวมกิจการเพื่อมุ่งหมายขยายฐานของธุรกิจโดยทางธุรกิจแล้วทั้ง 2 บริษัทนั้นมีความเกี่ยวข้องกันน้อยมากแต่การรวมกิจการเข้าด้วยกันนั้นทำให้กิจการมีบริการเสนอลูกค้า ซึ่งอาจจะเป็นกลุ่มเดียวกันมากขึ้น การควบรวมกิจการในลักษณะนี้อาจก่อให้เกิดความประหยัดจากขนาดจากการใช้ทรัพยากรร่วมกันบางอย่าง เช่น ปัจจัยการผลิต เทคโนโลยี ทักษะการบริหาร หรือทำให้กิจการประหยัดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานบางอย่างลง เช่น ค่าโฆษณา ค่าการวิจัยและพัฒนา การฝึกอบรมพนักงานและการพัฒนาองค์กร เป็นต้น

2.3.2 การควบรวมกิจการเพื่อกระจายธุรกิจอย่างแท้จริง (Pure Conglomerate) เป็นการรวมกิจการระหว่างบริษัทที่ไม่ได้ประกอบธุรกิจประเภท

เดียวกันหรือมีความสัมพันธ์เกี่ยวเนื่องกัน โดยมีวัตถุประสงค์หลักของการควบรวมกิจการในลักษณะนี้ คือ เพื่อมุ่งขยายฐาน เศรษฐกิจ และเพื่อลดความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ ซึ่งจะทำให้ผลการดำเนินงานไม่ขึ้นอยู่กับอุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่ง และเป็นการขยายการลงทุนจากอุตสาหกรรมที่มีภาวะการแข่งขันสูงหรือมีแนวโน้มถดถอยไปสู่อุตสาหกรรมที่มีโอกาสทางธุรกิจที่ดีกว่า อย่างไรก็ตามการควบรวมกิจการในธุรกิจที่กิจการไม่มีความชำนาญ อาจส่งผลให้ประสบความเสียหายจากการดำเนินงานได้

รูปแบบการชำระค่าหุ้นแก่ผู้ขาย

1. การชำระหุ้นด้วยเงินสด

ข้อดีของการชำระหุ้นด้วยเงินสด

1. ความรวดเร็ว ยิ่งผู้ซื้อสามารถรวบรัดธุรกรรมเร็วเพียงใด ก็หมายถึงการลดเวลาและโอกาสที่คู่แข่งรายอื่นจะมาแย่งซื้อและลดโอกาสที่บริษัทเป้าหมายเองจะมีปฏิกริยาขัดขึ้นลง

2. เงินสดมีค่าที่แน่ชัดและไม่มีปัญหาเกี่ยวกับสภาพคล่องของตลาด ซึ่งต่างกับกรณีที่ผู้ขายกิจการได้รับการชำระค่าหุ้นด้วยหุ้นหรือตราสารอื่นใดก็ตาม

ข้อเสียของการชำระหุ้นด้วยเงินสด

1. การรับเงินสดทำให้เกิดการรับรู้กำไรจากส่วนล้ามูลค่าหุ้น จึงต้องเสียภาษีในทันที ผิดกับการรับหุ้นซึ่งจะยังไม่รับรู้กำไรจนกว่าจะได้ขายหุ้นใหม่นั้น เท่ากับเป็นการถ่วงเวลาการเสียภาษีออกไปก่อน

2. เมื่อรับชำระราคาเป็นเงินสด ผู้ขายก็จะสูญเสียสิทธิในส่วนได้เสียของบริษัทใหม่ที่เกิดจากการควบกิจการโดยสิ้นเชิง

3. เป็นความเสี่ยงจากการหาแหล่งเงินทุนเพื่อทดแทน ในกรณีเงินสดที่ใช้ในการชำระได้มาจากการก่อหนี้ระยะสั้น ปัญหาจะอยู่ที่ว่าบริษัทผู้ซื้อจะสามารถแปลงหนี้ระยะสั้นเป็นเงินทุนระยะยาว คือ หุ้นสามัญ หรือหุ้นกู้ ได้อย่างราบรื่นเพียงใด

สำหรับในประเทศไทยเงินกู้จากธนาคารก็เป็นแหล่งเงินทุนหลักในการครอบงำกิจการ แต่สำหรับการขายตราสารเพื่อระดมทุนจากนักลงทุนเพียงบางกลุ่ม (Private Placement) อาจเพิ่มอีกทางเลือกเพื่อระดมเงินสด

2. การชำระด้วยตราสาร

นอกจากการชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดแล้ว บริษัทผู้ซื้อกิจการอาจให้ตราสารอื่นๆ แทนการชำระก็ได้ ตราสารที่จะใช้ในการแลกเปลี่ยนมีหลากหลายแต่ที่นิยมกันมากคือ หุ้นสามัญของบริษัทผู้เข้าซื้อกิจการเอง นอกจากนั้นก็ยังมีหุ้นบุริมสิทธิแปลงสภาพ, หุ้นกู้ เป็นต้น

ข้อดีของการชำระหุ้นด้วยตราสาร

1. เนื่องจากความลึกของตลาดหุ้นเพิ่มทุนนั้นมีอยู่จำกัด และมีความผันผวนสูงพอสมควร จึงไม่สามารถประกันได้ว่า ในยามที่บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุนมาแทนหนี้ ที่ก่อขึ้นเพื่อการครบงำกิจการนี้นั้น จะสามารถออกได้ในราคาที่น่าพอใจ หากผู้ซื้อกิจการ ไม่ต้องการจะเสี่ยงกับความไม่แน่นอนดังกล่าว อาจเลือกเป็นการเสนอแลกหุ้นแทนก็ได้ การเสนอแลกหุ้นนั้นก็เสมือนกับการออกหุ้นเพิ่มทุนขายให้ผู้ซื้อเฉพาะกลุ่มแทนที่จะเสนอขายต่อสาธารณะชน

2. หากใช้สมมุติฐานที่ว่า ตลาดจะกำหนดอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น (Price/Earnings Ratio หรือ PER) หากกำไรต่อหุ้นมาก ราคาหุ้นก็จะเพิ่มตาม ดังนั้นหากอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น ของผู้ซื้อกิจการสูงกว่าบริษัทเป้าหมาย และหากตลาดยังคงกำหนดราคาหุ้นของบริษัทผู้เข้าซื้อกิจการภายหลังการครบงำกิจการด้วยอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นเช่นเดิมแล้ว ก็ย่อมทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มมากขึ้น

ข้อเสียของการชำระหุ้นด้วยตราสาร

1. เมื่อเข้าซื้อกิจการ การใช้หุ้นสามัญจะดียกว่าการใช้เงินสด ทั้งนี้ก็เพราะ การใช้หุ้นแลกต้องใช้เวลาานกว่า สาเหตุมาจากกลไกการขออนุมัติต่างๆ นอกเหนือจากนั้นในแง่ผู้ขาย การรับหุ้นก็มีความเสี่ยงกว่าการรับเงินสดอีกด้วย

2. มีแรงกดดันให้ราคาหุ้นของผู้เข้าซื้อลดลงซึ่งอาจเกิดจากการออกหุ้นเพิ่มทุน (Dilute effect) และ แรงกดดันจากการขายของนักเก็งกำไรระยะสั้น (Arbitrageurs) โดยเหตุผลทั้งสองนี้ตั้งอยู่บนข้อเท็จจริงที่ว่า เพื่อเป็นการดึงดูดใจให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมาย ยอมแลกหุ้น เงื่อนไขการแลกเปลี่ยนมักจะทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายได้เปรียบ กล่าวคือ โดยการเปรียบเทียบ หุ้นของบริษัทเป้าหมายจะถูกตีราคาสูงกว่าราคาตลาด ขณะที่หุ้นของผู้เข้าซื้อกิจการจะถูกตีราคาต่ำกว่าตลาด

3. การรับชำระค่าหุ้นด้วยหุ้นนั้น มีค่าใช้จ่ายมาก รวมถึงปัญหาสภาพคล่องของหุ้น, ความผันผวนของตลาด ดังนั้นหากมีการเสนอชำระค่าหุ้นด้วยหุ้น มูลค่าของหุ้นที่เสนอแทนเงินสดนั้น มักจะต้องมีมูลค่าตลาดสูงกว่าเงินสดอย่างมีนัยสำคัญ จึงจะสามารถดึงดูดความสนใจของผู้ขายได้

วัตถุประสงค์ในการวิจัย

เพื่อศึกษาถึงผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งก่อนและหลังจากเหตุการณ์การประกาศควบรวมและการซื้อกิจการ โดยพิจารณาแบ่งแยกตาม ปัจจัยในเรื่องของการที่บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์หรืออยู่นอกตลาดหลักทรัพย์ โดยจะติดตาม ทั้งบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) ซึ่งศึกษาด้วยวิธี Event Study เพื่อวิเคราะห์ว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงก่อนและหลังการประกาศควบรวมหรือ เข้าซื้อกิจการหรือไม่ ซึ่งงานวิจัยนี้ได้แบ่งช่วงเวลาการศึกษาเป็น 2 ช่วง คือ ช่วงที่ 1 หรือช่วง ประมาณการ (Estimation Period) ใช้ข้อมูลการซื้อขายจำนวน 100 วัน และช่วงที่ 2 หรือช่วงที่เกิด เหตุการณ์ (Event Period) ใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของการซื้อขายหลักทรัพย์วันที่ ± 20 วัน จาก วันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date)

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อให้ทราบถึงผลกระทบของอัตราผลตอบแทนจากการประกาศควบรวมหรือการเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าอัตราผลตอบแทนจะส่งผลไปในทิศทางใด
2. เพื่อใช้ในการวางแผนในการตัดสินใจเข้าลงทุนในบริษัทเมื่อมีการประกาศควบรวมหรือการเข้าซื้อกิจการ
3. เพื่อให้ผู้ที่เกี่ยวข้องกับการเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารสามารถนำข้อมูลทดสอบไปพิจารณาว่านักลงทุนได้นำข่าวสารเหล่านั้นไปใช้ในการตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์มากน้อยเพียงใด
4. เพื่อนำผลการศึกษามาเป็นข้อมูลเบื้องต้นที่เป็นประโยชน์สำหรับบริษัทต่างๆในการพิจารณากำหนดแผนดำเนินธุรกิจที่จำเป็นต้องอาศัยการควบรวมกิจการ
5. เพื่อเป็นแนวทางในการศึกษาแก่ผู้ที่สนใจเกี่ยวกับการควบรวมหรือการเข้าซื้อกิจการในประเทศไทยต่อไป

บทที่ 2

งานวิจัยและแนวความคิดที่ใช้ในการศึกษา

ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

นักวิชาการได้นำเอาทฤษฎีและข้อสังเกต มาใช้อธิบายผลของการรวมกิจการ ได้รวบรวมและจัดกลุ่มทฤษฎี ได้ดังนี้

1. ทฤษฎีว่าด้วยการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency Theories)

ตามแนวคิดนี้ เมื่อบริษัทหนึ่งเข้าร่วมกับอีกบริษัทจะทำให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทผู้ถูกรวม หรือทั้ง 2 บริษัทนั้นดีขึ้น เมื่อตลาดทราบว่าคุณสมบัติการดำเนินงานของทั้ง 2 บริษัทนั้นดีขึ้นหลังจากการรวมกิจการ ตลาดก็ให้ราคาหุ้นของทั้ง 2 บริษัทนั้น สูงกว่าราคาที่เคยให้ไว้เดิม เป็นผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติกับบริษัททั้งสอง ซึ่งการพัฒนาประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทหลังจากการรวมกิจการอาจจะมาจากหลายสาเหตุ ได้แก่

1. การที่บริษัทผู้เข้าร่วมกิจการได้ถ่ายทอดเทคโนโลยีในการบริหารงานที่ดีไปให้กับบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Differential Managerial Efficiency)
2. การเข้าครอบงำกิจการเพื่อเปลี่ยนแทนผู้บริหารที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Inefficient Management)
3. การรวมตัวกันของบริษัทอาจทำให้ต้นทุนของการดำเนินงานลดลง (Operating Synergy)
4. การรวมตัวกันทำให้การกระจายธุรกรรมของบริษัทดีขึ้น (Pure Diversification)
5. การรวมตัวกันแล้วทำให้เกิดผลดีทางด้านการบริหารการเงินของบริษัท (Financial Synergy)
6. การปรับกลยุทธ์ของบริษัทเพื่อให้เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไป (Strategic Realignment to Changing Environment)
7. การปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานเพื่อลดปัญหากิจการมีมูลค่าต่ำกว่าระดับที่ควรจะเป็นจริง (Under Valuation)

8. การรวมตัวกันของกิจการเพื่อเพิ่มอำนาจการต่อรองด้านการค้า
(Market Power)

2. ข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันและการส่งสัญญาณ (Asymmetric Information and Signaling)

อาจใช้อธิบายอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการรวมกิจการได้ ถ้าหากตลาดมีกลไกการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ ทุกคนในตลาดจะมีข้อมูลเท่าเทียมกัน เพราะข้อมูลนี้ได้สะท้อนอยู่ในราคาหมดแล้ว แต่ในความเป็นจริงแต่ละคนมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทไม่เท่ากัน ผู้บริหารบริษัทย่อมมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทมากกว่าบุคคลภายนอก และนักลงทุนกลุ่มหนึ่งอาจจะมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทมากกว่านักลงทุนอีกกลุ่มหนึ่งก็เป็นได้ ดังนั้นมูลค่าของบริษัทที่กลุ่มหนึ่งประเมินจึงอาจจะสูงกว่าหรือต่ำกว่ามูลค่าที่อีกกลุ่มหนึ่งประเมินได้ เพราะข้อมูลที่ใช้กันแตกต่างกัน

Bradley (1980) ตั้งข้อสังเกตว่า แม้การเข้าครอบงำกิจการจะไม่สำเร็จ ราคาของหุ้นบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) ก็อาจจะไม่ปรับตัวลง ซึ่งเป็นการชี้ให้เห็นว่า การเข้าครอบงำกิจการมีผลแบบถาวร (Permanent Effects) การที่ตลาดปรับให้ราคาหุ้นสูงขึ้นแบบถาวรนี้ แสดงว่า ตลาดเชื่อว่าบริษัทเป็นบริษัทที่แท้จริง ส่วนในบางกรณีที่บริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) เป็นบริษัทที่ไม่มีประสิทธิภาพ จึงตกเป็นเป้าของการครอบงำกิจการ ราคาหุ้นของบริษัทนี้ก็ปรับตัวสูงขึ้นเมื่อมีการครอบงำ ซึ่งอาจจะเป็นผลจากการที่ตลาดเชื่อว่าจะมีการเปลี่ยนเอาผู้บริหารชุดใหม่ที่มีประสิทธิภาพเข้ามาบริหารงานแทนที่ สมมุติการเข้าครอบงำไม่สำเร็จ ตลาดก็อาจจะปรับราคาหุ้นให้ลดลงเดิมเพราะผู้บริหารชุดเดิมยังคงบริหารกิจการอยู่

ในทางกลับกัน Bradley, Desai, and Kim (1988) เห็นว่าการที่ราคาหุ้นของบริษัทไม่ได้ปรับตัวลดลงหลังจากเข้าครอบงำเกิดขึ้นแล้ว เป็นเพราะตลาดยังคงเชื่อว่าบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) อาจจะตกเป็นเป้าหมายของบริษัทอื่นได้ในเวลาต่อมา ราคาจึงทรงตัวอยู่ในระดับสูงนั้น

3. สมมุติฐานว่าด้วยการจ่ายเงินสดส่วนเกินคืนให้แก่เจ้าของกิจการ (The free cash flow Hypothesis)

แนวความคิดนี้เริ่มจากการที่ผู้บริหารควรจ่ายเงินสดส่วนเกิน (Free cash flows) คืนให้แก่เจ้าของกิจการและเจ้าหน้าที่ของกิจการ หากบริษัทไม่สามารถจัดหาโครงการลงทุนที่ให้มูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวกได้ แต่เมื่อผู้บริหารจ่ายเงินสดส่วนเกินนี้ออกไป เงินทุนที่อยู่ภายใต้การควบคุมของผู้บริหารจึงลดลง อำนาจของผู้บริหารจึงลดลงตามไปด้วย ผู้บริหารจึงไม่อยากจะจ่ายเงินส่วนเกินออกไปนัก แม้จะเป็นสิ่งที่ผู้บริหารควรจะทำ

ดังนั้นเพื่อเป็นการผูกมัดให้ผู้บริหารจ่ายเงินสดส่วนเกินออกไป บริษัทอาจจะออกหุ้นเพิ่มเพิ่มแล้วลดสัดส่วนของทุนลง การเข้าครอบงำกิจการโดยการก่อกำเนิดเพื่อระดมเงิน (Leveraged Buyout) อาจเป็นทางหนึ่งซึ่งเพิ่มหนี้แก่บริษัท ทำให้ผู้บริหารจ่ายเงินสดส่วนเกินออก ซึ่งการจ่ายเงินสดส่วนเกินออกไปนั้นจึงอาจจะใช้อธิบายผลตอบแทนเกินปกติจากการซื้อกิจการโดยการก่อกำเนิดได้ แต่ Fred, Chung, and Hoag (1990) ไม่เห็นด้วยกับแนวความคิดเรื่องการก่อกำเนิดเพื่อบังคับให้บริษัทจ่ายเงินสดส่วนเกินออกไป โดยแย้งว่า การก่อกำเนิดมากเกินไปเป็นอันตรายต่อบริษัท เพราะ บริษัทเสี่ยงต่อการมีเงินไม่พอมำจ่ายหนี้เมื่อครบกำหนด จึงอาจจะถูกฟ้องล้มละลายได้

4. ปัจจัยด้านภาษี (Tax Considerations)

ผลกระทบทางภาษีที่สำคัญ มี 2 เรื่อง คือ การชะลอการจ่ายภาษีและการปรับเพิ่มขนาดสินทรัพย์ โดยธุรกรรมที่ใช้หุ้นแลกหุ้นนั้นทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายไม่ต้องเสียภาษี ณ เวลาซื้อขาย เพราะรายได้ (Capital gain) จะเกิดขึ้นต่อเมื่อได้มีการขายหุ้นที่ได้รับมาแล้วเท่านั้น ซึ่งต่างกับธุรกรรมเงินสดที่ซึ่งผู้ขายจะรับรู้รายได้ทันทีจึงทำให้ต้องจ่ายภาษีในทันทีเช่นเดียวกัน เมื่อเป็นเช่นนี้ผลตอบแทนหลังภาษีของผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายจึงน้อยลง ดังนั้น จึงมีผู้ใช้ทฤษฎีผลกระทบทางภาษีมายอธิบายว่าการที่ผลตอบแทนเกินปกติต้องมากเป็นพิเศษในกรณีธุรกรรมเงินสดนั้น ก็เพราะต้องไปหักล้างข้อเสียเปรียบทางภาษีนั่นเอง

อนึ่ง ทฤษฎีนี้ใช้ได้กับประเทศที่มีภาษีสำหรับส่วนต่างของราคาหุ้น (Capital Gain) เท่านั้น สำหรับในประเทศไทย หลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับยกเว้นภาษีประเภทนี้ ดังนั้นผู้ลงทุนจึงไม่มีความแตกต่างทางภาษี ไม่ว่าจะซื้อขายนั้นจะชำระด้วยเงินสดหรือหุ้น อย่างไรก็ตามก็ดีสำหรับหลักทรัพย์ที่ไม่ได้จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้รับการยกเว้น ผลกระทบทางภาษีของหลักทรัพย์กลุ่มนี้จึงมีอยู่

5. กลไกการย้ายความมั่งคั่งโดยอ้อมจากเจ้าหนี้หรือลูกจ้างไปให้แก่ผู้ถือหุ้น (Redistribution of wealth)

การเข้าครอบงำกิจการอาจนำไปสู่การย้ายความมั่งคั่งจากลูกจ้างไปให้ผู้ถือหุ้นได้ เพราะบริษัทโดยผู้บริหารชุดใหม่อาจมีการเจรจาต่อรองกับกลุ่มลูกจ้างให้ยอมรับค่าจ้างเงินเดือนในระดับที่ต่ำลง Shleifer and Summers (1988) ได้ตั้งข้อสังเกตจากกรณีศึกษาเรื่องสายการบิน TWA ว่า การที่ค่าจ้างเงินเดือนของพนักงานอยู่ในระดับสูงมาก อาจจะมาจากสาเหตุ 3 สาเหตุด้วยกัน สาเหตุแรกมาจาก การที่กฎหมายยอมให้ลูกจ้างรวมตัวกันเป็นสหภาพแรงงาน (Union) หากสหภาพแรงงานมีความแข็งแกร่งและสามารถรวมตัวกับสหภาพแรงงานอื่นที่เกี่ยวข้องได้อีกการเรียกร้องขึ้น

ค่าแรงก็จะมีประสิทธิภาพมาก อีกสาเหตุมาจากการที่ผู้บริหารของบริษัท ไม่มีความแข็งแกร่งพอที่จะเจรจาต่อรองค่าแรงที่เหมาะสมกับสภาพแรงงาน แม้สภาพแรงงานจะไม่แข็งแกร่งมาก ก็อาจจะเรียกหรือค่าแรงในระดับสูงเกินสมควรได้จากบริษัท ส่วนสาเหตุที่สามเชื่อว่า การจ่ายค่าแรงระดับสูงเป็นการตอบแทนพนักงานของบริษัทที่เหมาะสมแล้ว เนื่องจากพนักงานได้พัฒนาทักษะและความสามารถให้เป็นผู้เชี่ยวชาญของบริษัท กล่าวคือ เมื่อพนักงานกตกลองใจทำงานกับบริษัทใดบริษัทหนึ่ง พนักงานก็จะพัฒนาทักษะและความสามารถของตนให้เหมาะสมกับที่ได้รับมอบหมายให้ดีที่สุด

การเข้าครอบงำกิจการที่มีการเปลี่ยนกลุ่มผู้บริหารและเจรจาลดค่าจ้างจากอัตราเดิมเป็นทางหนึ่งที่จะช่วยลดค่าใช้จ่ายของบริษัท จึงเป็นประโยชน์ต่อส่วนทุน และประโยชน์ต่อส่วนทุนนี้อาจเสมือนหนึ่งเป็นการยกย้ายผลประโยชน์มาจากส่วนของผู้จ้างซึ่งจะเหมาะสมยุติธรรมหรือไม่ นั้น ขึ้นอยู่กับว่า ระดับอัตราค่าจ้างเดิมที่อยู่ในระดับสูงนั้นมาจากสาเหตุใด ถ้าอัตราที่สูงมาจาก 2 สาเหตุแรกที่ถูกกล่าวไปแล้ว ข้างต้นอัตราค่าจ้างนั้นจึงสูงเกินไป ไม่ยุติธรรม การเจรจาลดค่าแรงลงหลังการเข้าครอบงำกิจการจึงเป็นการปรับระดับค่าจ้างให้ลดลงมาอยู่ในระดับที่เหมาะสม บริษัทจะได้แข่งขันได้ และผู้บริหารก็จะได้รับสินค้าและบริการในราคาที่เหมาะสม

6. ทฤษฎีผลของข่าวสารต่อแหล่งเงินทุนของบริษัทและการเลือกวิธีการชำระเงินค่าซื้อหุ้น

Myers and Majluf (1982) ได้วิเคราะห์พฤติกรรมกรรมการเลือกแหล่งเงินทุนของบริษัทแล้วสรุปเป็นทฤษฎีว่า นักลงทุนสามารถสังเคราะห์ข่าวสารจากแหล่งเงินทุนที่บริษัทเลือกใช้ได้ โดยหากบริษัทเลือกที่จะระดมทุนด้วยการออกหุ้น แสดงว่า ฝ่ายจัดการเห็นว่า ราคาตลาดของหุ้นสามัญในตอนนั้นสูงเกินไป ในทางตรงกันข้าม หากบริษัทเลือกที่จะระดมทุน ด้วยการก่อหนี้ ก็แสดงว่า ฝ่ายจัดการเห็นว่า ราคาตลาดของหุ้นสามัญในขณะนั้นต่ำเกินไป

การเลือกวิธีการชำระเงินค่าซื้อหุ้นในการครอบงำกิจการก็เป็นการเลือกแหล่งระดมทุนด้วย การชำระด้วยเงินสดมักจะได้มาด้วยการก่อหนี้ ส่วนการชำระด้วยหุ้นก็เป็นการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนนั่นเอง โดยที่การขายนั้นจำกัดให้เฉพาะกลุ่มผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมาย ดังนั้นหากบริษัทผู้เข้าครอบงำ เลือกวิธีการชำระด้วยหุ้น ย่อมสังเคราะห์ได้ว่า ฝ่ายจัดการเห็นว่า ราคาหุ้นของบริษัทผู้เข้าครอบงำนั้นกำลังสูงเกินไปอยู่ โดยทฤษฎีแล้ว นี่เป็นข่าวร้ายซึ่งควรจะนำมาซึ่งผลตอบแทนที่ติดลบสำหรับหุ้นของบริษัทผู้เข้าครอบงำเอง เป็นที่น่าสังเกตว่า ในทฤษฎีนี้ ผลกระทบควรเกิดแก่หุ้นของบริษัทผู้เข้าครอบงำ ไม่ใช่เกิดแก่บริษัทเป้าหมายทั้งนั้นเพราะการตัดสินใจ เรื่องวิธีการชำระเงินเป็นของฝ่ายจัดการของบริษัทผู้เข้าครอบงำ ข่าวสารที่ได้จากการตัดสินใจนี้จึงเป็นของบริษัทผู้เข้า

ครอบงำเท่านั้น สำหรับบริษัทเป้าหมายนั้น ไม่ควรจะมีผลกระทบ เพราะว่าตลาดย่อมจะเห็นและเข้าใจข่าวสารนี้แล้ว ทฤษฎีนี้จึงไม่อาจอธิบายถึงสาเหตุที่ธุรกรรมเงินสดก่อให้เกิดผลตอบแทน ของหุ้นบริษัทเป้าหมายที่สูงกว่าในธุรกรรมแลกหุ้นอย่างเด่นชัด

การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

ตามทฤษฎีการควบรวมที่กล่าวมาข้างต้น การควบรวมกิจการก่อให้เกิดประโยชน์ทางธุรกิจ ในแง่ของการลดต้นทุนจากผลของการเกิดการประหยัดต่อขนาด (Economy of Scale) การเพิ่มขึ้นของส่วนแบ่งตลาด สิทธิประโยชน์ทางภาษี ซึ่งจะนำไปสู่การเพิ่มรายได้ของกิจการส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์หรืออัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นสามารถสรุปได้ดังนี้

1. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องของผลการเปลี่ยนแปลงของการดำเนินงานหลังจากประกาศการเข้าซื้อกิจการ สามารถแบ่งผลการศึกษิตตามผลการดำเนินงานได้ 3 กรณีดังนี้

1.1 ผลประกอบการของบริษัทหลังควบรวมกิจการดีขึ้น

ในส่วนของงานวิจัยในต่างประเทศ Healy, Palepu, and Ruback (1992) ทดสอบว่า ภายหลังจากการควบรวมกิจการแล้ว ผลการดำเนินงานดีขึ้นหรือไม่ โดยได้ทำการสุ่มตัวอย่างการควบรวมกิจการขนาดใหญ่ขึ้นมา 50 รายการที่เป็นการควบรวมในสหรัฐอเมริกา ที่เกิดขึ้นในช่วงระหว่างปี 1979 – 1984 โดยทำการทดสอบด้วยวิธีสมการถดถอย (Regression) โดยกำหนดให้ค่าแสดงผลประกอบการเพิ่มขึ้นเป็นจุดตัดแกน (Intercept term) ของสมการที่หาความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังควบรวมกิจการเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานก่อนที่มีการควบรวม โดยมีหน้าต่างเหตุการณ์ (Event Window) คือ 5 ปีหลังจากการควบรวมเพื่อดูว่ามีผลการดำเนินงานดีขึ้นหรือไม่ ในการประเมินผลการดำเนินงานของบริษัทนั้น ได้นำปัจจัยเรื่องกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์ที่มีตัวตนเปรียบเทียบทั้งอุตสาหกรรม ซึ่งไม่รวมส่วนต่างที่จ่ายเพิ่มของ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) ได้ผลว่า ภายหลังจากการควบรวมกิจการแล้ว บริษัทที่เข้าซื้อกิจการนั้นมีผลประกอบการที่ดีขึ้น โดยมีผลผลิตของสินทรัพย์ (Asset Productivity) และ ตัวเลขทางการเงิน (Industry-adjusted cash-flow returns on all tangible assets (IACRTA)) ที่ดีขึ้นอย่างมาก ประมาณ 2.8% หากเทียบกับตลาด ทั้งนี้ ยังระบุว่าบริษัทที่เข้าซื้อกิจการนั้นจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) ของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้ แม้ว่าจะกล่าววิจัยและการพัฒนานั้นจะยังคงที่ ซึ่งต่อมา (Switzer, 1996) ศึกษาการควบรวมกิจการนั้นสร้างมูลค่าให้แก่บริษัทจากการควบรวม (Synergy) ที่ทำให้การดำเนินงานธุรกิจมีประสิทธิภาพมากขึ้น จาก

การศึกษาโดยใช้ข้อมูลการควบรวมกิจการ 324 ตัวอย่าง 20 ปี 1967-1987 วิเคราะห์ข้อมูลผลประกอบการในช่วงก่อนและหลังในบริษัทที่หลากหลาย ซึ่งพบว่าการรวมกิจการไม่ว่าจะเกิดจากการทำข้อเสนอซื้อ (Tender Offer) หรือวิธีการอื่นใด ก็นำไปสู่ผลประกอบการของบริษัทที่ดีขึ้นเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรม โดยเป็นการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญอย่างชัดเจน ซึ่งสามารถนำไปยืนยันได้ว่า ผลจากการวิจัยไม่ได้ให้ผลที่บิดเบือนแม้กลุ่มตัวอย่างจะมีขนาดเล็กก็ตาม นอกจากนี้ จากการเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงในตัวชี้วัดผลประกอบการแต่ละตัวที่สัมพันธ์กับการควบรวม ยังบ่งชี้ได้ว่าส่วนมากเป็นตัวผลักดันให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในภาพรวมซึ่งพบว่า มีการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญของกระแสเงินสดและการนำสินทรัพย์ไปใช้ ผลการศึกษายังสามารถชี้ให้เห็นว่า ผลของการเปลี่ยนแปลงในผลประกอบการของบริษัท จะถูกสะท้อนในราคาตลาดได้ประเมินมูลค่าใหม่จากการควบรวมกิจการ สอดคล้องกับ Linn and Switzer (2001) จากการศึกษา ข้อมูลการควบรวมกิจการ ระหว่างปี 1967-1987 จำนวน 413 ตัวอย่าง พบหลักฐานว่าได้มีเปลี่ยนแปลงไปในทางที่ดีขึ้น โดยมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นประมาณ 1.8% เมื่อเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรม นอกจากนี้จากผลการศึกษายังพบหลักฐานว่า ผลการดำเนินงานของบริษัท หากมีวิธีการซื้อกิจการ (Takeover) โดยเงินสด (Cash-finance transaction) มีการพัฒนาที่สูงกว่าหากเปรียบเทียบกับวิธีใช้หุ้นแลกเปลี่ยน (Stock-for-stock take over) รวมถึง Cornett, Mcnutt, and Tehranian (2006) ศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานโดยตรงจากการควบรวมกิจการในธุรกิจธนาคารปัจจัยโดยใช้ตัวแปร ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปรียบเทียบธนาคารขนาดใหญ่และเล็กผลการศึกษาพบว่า การรวมกิจการของธุรกิจธนาคารสามารถเพิ่มผลการดำเนินงาน (Operating Performance) ให้ดีขึ้นได้อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ยังพบว่าการควบรวมกับธนาคารขนาดใหญ่ส่งผลให้มีผลการดำเนินงานที่ขึ้นมากกว่าการควบรวมกับธนาคารขนาดเล็ก

สำหรับงานวิจัยในประเทศไทย วรเชษฐ (2548) ศึกษาวิธีการวัดและเปรียบเทียบประสิทธิภาพการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์ที่ควบรวมกิจการ และศึกษาความสัมพันธ์ของขนาดของธนาคารพาณิชย์และสัดส่วนการถือหลักทรัพย์ของชาวต่างชาติ ว่ามีผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงานหรือไม่ ทั้งนี้ได้ศึกษาจากธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ควบรวมกิจการตั้งแต่ปี 2542 - 2547 รวมทั้งสิ้น 7 แห่ง และวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานโดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratios) และตัวแบบจำลอง Data Envelopment Analysis พบว่าธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานดีขึ้นตามลำดับและมีจุดเด่นที่แตกต่างกันไป เช่น ธนาคารพาณิชย์บางแห่งมีการใช้สินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ บางแห่งมีความสามารถในการหาแหล่งเงินฝากได้เป็นอย่างดี นอกจากนี้พบว่าขนาดของธนาคาร

พาณิชย์มีผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงาน ส่วนในเรื่องการถือหลักทรัพย์โดยชาวต่างชาตินั้นไม่มีต่อประสิทธิภาพการดำเนินงาน

1.2 ผลประกอบการของบริษัทหลังควบรวมกิจการลดลงในบางตัวแปร

Mantravadi and Reddy (2008) เป็นการวิเคราะห์ถึงผลกระทบของการควบรวมทั้งก่อนและหลังการควบรวมกิจการ โดยพิจารณาจาก อัตราผลตอบแทนจากการดำเนินงาน โดยใช้ตัวอย่างการควบรวมทั้งหมดที่เกิดขึ้น ผลจากการทดสอบพบว่า ไม่มีผลกระทบอย่างมีสาระสำคัญของอัตราส่วนของผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นแต่อย่างใดแต่มีการลดลงอย่างมีสาระสำคัญของอัตราส่วนกำไรสุทธิ (Net profit margin ratio) และอัตราส่วนผลตอบแทนเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น ภายหลังจากการควบรวม

สำหรับการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทในเครือเดียวกันนั้น ผลการวิจัยสรุปว่ามีการลดลงอย่างมีสาระสำคัญสำหรับอัตราส่วนกำไรสุทธิ ในขณะที่อัตราส่วนทางการเงินอื่นไม่มีการเปลี่ยนแปลงการลดลงอย่างมีสาระสำคัญเป็นการบ่งบอกว่า บริษัทที่ไปควบรวมจะไม่มีแรงจูงใจในการควบรวมเพื่อเสริมสร้างประสิทธิภาพในการดำเนินงาน แต่จะช่วยในเรื่องของสินทรัพย์ที่ได้จากการควบรวมที่ใหญ่ขึ้น

การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนจากการดำเนินงานระหว่างก่อนและหลังการควบรวม โดยแยกตามวิธีการควบรวมนั้น พบว่า การควบรวมแบบแนวนอนนั้นจะทำให้เกิดการลดลงในผลการดำเนินงานที่สูงที่สุดสำหรับบริษัทที่ควบรวม ตามมาด้วยวิธีการควบรวมแบบผสม และการควบรวมแบบแนวตั้งตามลำดับ การลดลงดังกล่าวจะถูกแสดงด้วยผลตอบแทนเมื่อเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้น รวมทั้งอัตราส่วนกำไรสุทธิ (Net profit margin) ด้วยซึ่งมีผลกับทุกการควบรวม อย่างไรก็ตามผลแตกต่างระหว่างวิธีการควบรวมนั้น ไม่ได้มีการแตกต่างกันอย่างชัดเจน นำไปสู่การสรุปที่ว่า ผลตอบแทนของบริษัทที่ควบรวมนั้นไม่ได้แตกต่างกันอย่างมีสาระสำคัญระหว่างการวิธีควบรวมที่แตกต่างกัน

Gugler, Mueller, Yurtoglu, and Zulehner (2003) การวิจัยนี้วิเคราะห์ผลกระทบของบริษัทผู้ซื้อกิจการทั่วโลกในช่วงตลอด 15 ปีหลังจาก โดยการใช้ข้อมูลที่เป็นแบบ Panel Data โดยทดสอบสมมติฐานในหลายรูปแบบ ผลกระทบของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ นั้นถูกทดสอบโดยการนำไปเปรียบเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้มีการควบรวมกิจการ โดยการเปรียบเทียบความสามารถในการทำกำไร (Profitability) และยอดขายที่แตกต่างกัน ซึ่งผลการวิจัยพบว่า บริษัทที่เข้าซื้อกิจการนั้นโดยเฉลี่ยจะมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น (Profits) แต่มียอดขายที่ลดลง จึงสามารถสรุปผลกระทบต่อปัจจัยในเรื่องของประสิทธิภาพและ อำนาจทางการตลาดได้ว่า บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ ที่มีกำไร

เพิ่มขึ้นนั้น จะมีการเพิ่มขึ้นของประสิทธิภาพการดำเนินงานหรือ อำนาจทางการตลาด อย่างใดอย่างหนึ่ง

1.3 ผลประกอบการของบริษัทหลังควบรวมกิจการไม่ได้เพิ่มขึ้น

Ghosh (2001) กล่าวว่าจากผลการศึกษาเกี่ยวกับความถูกต้องของค่าประมาณการที่แสดงว่าผลประกอบการของกิจการเพิ่มขึ้นหลังมีการควบรวมกิจการหรือไม่ โดยเห็นว่าการสรุปผลทดสอบจากวิธีการสมการถดถอยที่แสดงให้เห็นถึงการเพิ่มขึ้นของผลประกอบการบริษัทหลังการควบรวมกิจการเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมเป็นผลที่บิดเบือน เนื่องจากค่าความคลาดเคลื่อน (Error term) ในการอาศัยค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมเป็นตัวเปรียบเทียบไม่ได้มีค่าแบบสุ่ม (Random) เพราะบริษัทส่วนใหญ่จะดำเนินการควบรวมกิจการในช่วงที่ธุรกิจของตนมีผลประกอบการที่ดีกว่าอุตสาหกรรมอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะสะท้อนออกมาในค่าประมาณที่ได้ ทำให้ผลของการทดสอบข้อมูลบิดเบือนไป จึงได้เลือกที่จะใช้วิธีการทดสอบที่คำนึงถึงผลของการมีผลประกอบการที่ดีก่อนที่จะมีการควบรวม ซึ่งเรียกว่า Change model โดยวัดผลประกอบการทั้งก่อนและหลังการควบรวมกิจการเทียบกับบริษัทที่มีขนาดและผลประกอบการที่ใกล้เคียงกับบริษัทที่ทำการควบรวมกิจการโดยได้อาศัยข้อมูลของการควบรวมกิจการขนาดใหญ่ที่เกิดขึ้นในช่วงระหว่างปี 1981 – 1995 โดยตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ คือกระแสเงินสดก่อนจ่ายภาษีปรับปรุงด้วยราคาตลาดของสินทรัพย์ทั้งหมด (Pre-tax cash flow scale by adjusted market value of total assets) ทำการทดสอบ พบว่าผลประกอบการของบริษัทหลังควบรวมกิจการไม่ได้เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับบริษัทที่มีขนาดและผลประกอบการที่เท่ากัน สอดคล้องกับ Ere1 (2009) ศึกษา เรื่องการกระจายความเสี่ยงของพอร์ตสินเชื่อ , ลดต้นทุนดอกเบี้ยเงินกู้ด้วยวิธีประหยัดต่อขนาดหลังการควบรวมกิจการ ผลการศึกษาพบว่าการควบรวมไม่สามารถกระจายความเสี่ยงจากพอร์ตสินเชื่อได้อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากมีการควบคุมระดับความเสี่ยงของสินเชื่อบุคคลอยู่แล้ว ทั้งนี้จากการศึกษายังพบว่าหลังการควบรวมกิจการธนาคารก็ยังไม่สามารถควบคุมสินเชื่อที่ไม่มีประสิทธิภาพได้ นอกจากนี้ผลการดำเนินงานต่าง ๆ หลังจากการควบรวมกิจการ โดยวัดจากอัตราส่วนทางการเงิน ไม่แตกต่างกันกับก่อนทำการควบรวม โดยการศึกษาการควบรวมกิจการในธุรกิจธนาคารในปี 1990 – 2000 ทั้งผู้เข้าซื้อกิจการและผู้ถูกซื้อกิจการ Barber and Jyon (1996) ผลของการศึกษาเชิงประจักษ์ที่ผ่านมาในการพิสูจน์ประเด็นดังกล่าว ให้ผลที่ขัดแย้งกัน เหตุผลที่งานวิจัยที่ผ่านมาให้ผลแตกต่างกันนั้น ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการกำหนดข้อมูลที่ใช้การทดสอบ วิธีที่ใช้ในการทดสอบแตกต่างกัน ความแตกต่างนี้ทำให้ผลการทดสอบแตกต่างกันแม้จะทำการทดสอบในเรื่องเดียวกันก็ตาม

2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์หลังจากประกาศการเข้าซื้อกิจการ

2.1 มุมมองภาพรวมของการควบรวม

การควบรวมกิจการและการครอบงำกิจการมีผลกระทบต่อทั้งบริษัทผู้เข้าร่วม และบริษัทผู้ถูกร่วม ทั้งทางด้าน การดำเนินงานและด้านโครงสร้างทางการเงินของบริษัท ในอเมริกา Fred and Copeland (1992) ทำการรวบรวมผลการศึกษาในอดีตที่เกี่ยวกับผลกระทบของการควบรวมกิจการที่สะท้อนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Returns) ของบริษัทผู้เข้าร่วมและบริษัทผู้ถูกร่วม ได้ข้อสรุปว่า กรณีการควบกิจการ (Merger) บริษัทผู้เข้าร่วมกิจการจะได้อัตราผลตอบแทนเกินปกติประมาณ 2 – 3% ในขณะที่บริษัทผู้ถูกรวมจะได้อัตราผลตอบแทนเกินปกติถึง 20% ส่วนกรณีการครอบงำกิจการ (Takeover) บริษัทผู้เข้าครอบงำจะให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติ ตั้งแต่ 1-4% แต่บริษัทผู้ถูกรวมจะให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติ ถึง 30-35%

Dilshad (2013) ศึกษาเฉพาะการซื้อกิจการระหว่างสถาบันการเงินในยุโรปเท่านั้น โดยศึกษาเหตุการณ์ตั้งแต่ปี 2001-2010 มีทั้งหมด 18 รายการ โดยการศึกษาเหตุการณ์ ทั้งนี้ผลการวิจัยสรุปว่า มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงระยะเวลาสั้นๆสำหรับบริษัทที่เข้าซื้อกิจการโดยเมื่อสิ้นสุดหน้าต่างเหตุการณ์แล้ว อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมจะมีค่าเป็นศูนย์ ในขณะที่เดียวกันบริษัทที่ถูกซื้อกิจการนั้นมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในวันที่มีการประกาศการควบรวมกิจการ โดยใช้ช่วง Estimation Window: 3 วันก่อนวันที่จะมีการประกาศการควบรวม Kahn (2012) พบว่าบริษัทที่ถูกซื้อกิจการจะมีผลกระทบในอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ในทิศทางที่ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนการศึกษาผลกระทบกับบริษัทที่เข้าซื้อกิจการยังไม่ชัดเจน เนื่องจากอัตราผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ มีโอกาสต่ำลงหรือไม่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในวันที่ประกาศการควบรวมกิจการ โดยงานวิจัยนี้ได้ทดสอบ 96 บริษัทที่ทำการควบรวมใน US ในช่วงระหว่างปี 2001 – 2011 โดยทำการศึกษาเป็นแบบ Event Study เทียบกับราคาหุ้น โดยทำการประเมินหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative abnormal returns) Andrade, Mitchell, and Stafford (2001) ศึกษาตัวอย่างการควบรวม 3,688 รายการระหว่างปี 1973–1998 โดยใช้ตัวแปรอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม ในการทดสอบหน้าต่างเหตุการณ์ (Event Window) สองการทดสอบ คือ ระยะสั้น ใช้หน้าต่างเหตุการณ์ (-3, +3 days) และระยะยาวใช้ (-20, 0) พบว่า บริษัทที่ถูกซื้อกิจการนั้น มีผลตอบแทนที่ผิดปกติทั้ง Event Window สั้นและยาว โดยระยะยาวให้ผลอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมากกว่า แต่สำหรับ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ นั้น ในระยะสั้นพบว่าผลตอบแทนลดลงแต่ไม่มีสาระสำคัญ

การศึกษาของ บุญทรี, นภดล และ อาคม (2535) พบว่าบริษัทผู้ตกเป็นเป้าหมายจะให้ อัตราผลตอบแทนเกินปกติถึงกว่า 25% ซึ่งอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทผู้ถูกรวมจะสูงกว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทผู้ทำการรวมมาก ทั้งนี้อาจเพราะในการรวมกิจการครั้งหนึ่ง บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายของการรวมนั้นมีเพียงบริษัทเดียว ในขณะที่บริษัทผู้ทำการรวมนั้นมีหลาย บริษัท การแข่งขันระหว่างบริษัทจึงอาจสูงมาก บริษัทที่รวมกิจการได้สำเร็จจึงมักจะเป็นบริษัทที่ยื่น ข้อเสนอได้ดีที่สุดแก่เป้าหมาย ดังนั้นผลประโยชน์จากการรวมกิจการที่จะตกแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท ผู้ทำการรวมจึงเหลือไม่มากนัก ข้อสังเกตอีกข้อหนึ่ง คือ ส่วนใหญ่อัตราผลตอบแทนเกินปกติของทั้ง บริษัทผู้เข้าร่วมและบริษัทผู้ถูกรวมจะเป็นบวก กรณีนี้อาจตีความได้ว่า การรวมกิจการเป็นการ เปลี่ยนแปลงโครงสร้างที่จะทำให้การดำเนินการของทั้งสองบริษัทนั้นดีขึ้น ราคาหุ้นของทั้งสอง บริษัทจึงสูงขึ้นเรื่อยๆ

พรหมกร, แววรธรรม และ เอกรัฐ (2553) ศึกษาเกี่ยวกับการตอบสนองของราคา หลักทรัพย์เมื่อมีการทำคำเสนอซื้อเพื่อครอบงำกิจการ โดยใช้ข้อมูลของบริษัทที่ทำคำเสนอซื้อเพื่อ ครอบงำกิจการตั้งแต่ปี 2544-2551 จำนวน 114 บริษัท โดยศึกษาด้วยวิธีศึกษาเหตุการณ์ เพื่อ ทดสอบการตอบสนองของราคาในช่วงก่อนและหลังการประกาศการครอบงำกิจการ 20 วันและ การศึกษาจะใช้ข้อมูลการซื้อขายรายวัน จำนวน 200 วันก่อนช่วงระยะเวลาที่จะนำมาทดสอบ ผล การศึกษาพบว่า บริษัทที่เข้าครอบงำจะให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ

กฤตธี, ณรงค์ และ สิริภรณ์ (2557) ใช้ช่วงประมาณการ 145 วัน (Estimation Period) และ Event Period -5 วันถึง +5 วัน โดยรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ มกราคม 2542 จนถึง สิงหาคม 2557 จำนวนตัวอย่างของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการจำนวน 583 เหตุการณ์ และบริษัทที่ถูกควมรวมจำนวน 245 เหตุการณ์ ผลการวิจัยพบว่า บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ ไม่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมี นัยสำคัญ แต่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติกับ บริษัทที่ถูกควมรวม นอกจากนี้ยังได้ศึกษาโดยการ แบ่งแยกตามรายอุตสาหกรรม โดยพบอัตราที่ผิดปกติในกลุ่มธุรกิจประเภทสถาบันการเงิน และ พลังงานและปิโตรเคมี

2.2 มุมมองของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ กับบริษัทที่ถูกควมรวมกิจการ

Fuller, Netter, and Stegemoller (2002) ได้ทำการศึกษาผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นจาก บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ ทั้งนี้บริษัทที่ถูกซื้อกิจการนั้นมีทั้งที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดฯ (Public) และบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดฯ (Private) หรือที่เป็นบริษัทย่อย เนื่องจากมีการเลือกบริษัทที่ ถูกซื้อกิจการที่แตกต่างกันดังกล่าวรวมทั้งวิธีการจ่ายเงินซื้อกิจการที่แตกต่างกันแล้วนั้น ดังนั้น ผลตอบแทนจึงขึ้นอยู่กับลักษณะเฉพาะบริษัทที่เข้าซื้อกิจการและ บริษัทที่ถูกซื้อกิจการ

ข้อมูลที่ทำการศึกษาที่นำมาจากการรวบรวมกิจการของอเมริกาที่ประสบผลสำเร็จในการรวบรวม บริษัทที่ถูกซื้อกิจการ ทั้งในและต่างประเทศ ซึ่งตั้งแต่การรวบรวมปี 1 มกราคม 1990 ถึง 31 ธันวาคม 2000 ซึ่งบริษัทที่ถูกซื้อกิจการประกอบไปด้วยทั้งที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดฯ และไม่ได้จดทะเบียนในตลาดฯ รวมถึงที่เป็นบริษัทย่อย โดยที่ผู้ซื้อกิจการนั้นเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดฯ ทำการซื้อขายกันอยู่ในตลาดหลักทรัพย์โดยมี Event Study Period อยู่ที่ 5 วัน (+2,-2 วัน)

ผลจากการวิจัยพบว่า บริษัทที่เข้าซื้อกิจการนั้นมีการลดลงของผลตอบแทนอย่างมีสาระสำคัญเมื่อทำการซื้อกิจการที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดฯ และมีการเพิ่มขึ้นอย่างมีสาระสำคัญของผลตอบแทนเมื่อทำการซื้อกิจการที่เป็นบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดฯ หรือ ที่เป็นบริษัทย่อย ในขณะที่เดียวกันหากขนาดของบริษัทที่ถูกซื้อกิจการใหญ่ขึ้นย่อมทำให้เกิดผลตอบแทนมากขึ้นด้วยเช่นกัน

นอกจากนี้ในมุมมองเรื่องของวิธีการชำระเงิน พบว่า บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ ควบรวมกับบริษัทที่ถูกซื้อกิจการซึ่งจดทะเบียนในตลาดฯ โดยจ่ายผลตอบแทนเป็นเงินสด, หุ้นและเงินสด หรือหุ้นอย่างเดียว พบว่ามีผลตอบแทนลดลงแต่นับว่าสำคัญเฉพาะการจ่ายผลตอบแทนเป็นหุ้น

Chang (1998) พบว่าการได้มาซึ่งบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดฯ นั้น สามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินปกติอย่างมีสาระสำคัญหากเปรียบเทียบกับการได้มาซึ่งบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดฯ โดยการทดสอบผลตอบแทนของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการโดยรวมบริษัทที่ถูกซื้อกิจการจำนวน 281 บริษัทตั้งแต่ปี 1981 จนถึง 1992 และเปรียบเทียบกับผลตอบแทนจากการควบรวมบริษัทที่ถูกซื้อกิจการที่จดทะเบียนในตลาดฯ จำนวน 255 บริษัท ตั้งแต่ปี 1981 จนถึง 1988 พบว่าไม่มีผลตอบแทนที่เกินปกติอย่างมีสาระสำคัญในช่วง 2 วันก่อนวันประกาศควบรวมหากควบรวมบริษัทที่ถูกซื้อกิจการด้วยเงินสด อย่างไรก็ตาม หากบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ ควบรวมบริษัทที่ถูกซื้อกิจการด้วยหุ้น จะพบว่ามีผลตอบแทนอย่างมีสาระสำคัญเพิ่มขึ้นประมาณ 2.64% ผู้วิจัยยังแนะนำว่าหากทำการควบรวมโดยวิธีการออกหุ้น ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะถูกสร้างขึ้นมาจาก Target Shareholder โดยถ้าผู้ถือหุ้นรายใหญ่เหล่านั้นสามารถเข้าไปทำการดูแลกิจกรรมของ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการได้จะทำให้ผลการดำเนินงานของ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการเป็นไปในทางที่ดีขึ้น เพื่อที่จะทำการทดสอบนี้ผู้วิจัยได้ทำการแยกบริษัทที่เข้าซื้อกิจการว่าภายหลังจากการควบรวมกิจการนั้นมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เข้ามาที่ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการเพิ่มขึ้นหรือไม่ เขาพบว่าผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ 4.96% กรณีหากมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เข้ามา เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่ 1.77% หากไม่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพิ่มเข้ามา

Hansen and Lott (1996) ได้ทำการทดสอบถึงผลตอบแทนของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการที่จดทะเบียนและไม่ได้จดทะเบียนในตลาด โดยใช้ข้อมูลของบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ และถูกซื้อกิจการ ทั้งหมดจำนวน 252 บริษัทตั้งแต่ปี 1985 จนถึงปี 1991

ผลจากการทดสอบพบว่า บริษัทที่เข้าซื้อกิจการนั้นสามารถสร้างผลตอบแทนที่เกินปกติได้ 2% ซึ่งสูงกว่าผลตอบแทนที่ได้จากการซื้อกิจการที่เป็นบริษัทที่ไม่จดทะเบียนในตลาดฯ ประมาณ 65% ของข้อเสนอซื้อกิจการที่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนนั้น และพบว่าผลตอบแทนของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการมีแนวโน้มลดลง ในขณะที่มี 43% เท่านั้นของข้อเสนอซื้อกิจการที่เป็นบริษัทที่ไม่จดทะเบียนพบว่าทำให้ผลตอบแทนของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการลดลง ทั้งนี้สมมุติฐานว่าทำไมการควบรวมบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดฯ จึงทำให้บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ เกิดผลตอบแทนที่ดีกว่าการควบรวมบริษัทที่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดฯ เนื่องมาจากการที่บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ ที่เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดฯ นั้นเมื่อควบรวมกับบริษัทที่ถูกซื้อกิจการที่จดทะเบียนในตลาดฯ จะทำให้เกิดการแบ่งผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นแต่ละคน ถือเป็นกระจายผลประโยชน์อย่างทั่วถึง

ในทางกลับกัน ในกรณีที่บริษัทที่เข้าซื้อกิจการที่จดทะเบียนในตลาดฯ เมื่อควบรวมกับบริษัทที่ถูกซื้อกิจการที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดฯ เมื่อเกิดกำไรจากการควบรวมผู้ถือหุ้นของบริษัทที่เป็นบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ จะรับรู้กำไรแต่เพียงผู้เดียว

2.3 กรณีการควบรวมแบ่งตามประเภทการควบรวม

Simi, Abraham, and Vicente (2008) ศึกษาการตอบสนองของตลาดที่มีต่อการควบรวมกิจการ ประกอบด้วย การควบรวมในแนวนอน การควบรวมในแนวตั้ง และการควบรวมแบบผสม โดยเลือกการประกาศควบรวมทั้งในด้านบริษัทที่เข้าซื้อกิจการและ บริษัทที่ถูกซื้อกิจการ จาก U.S. Public listed firms จำนวน 1,696 ตัวอย่างที่ประกาศควบรวมในช่วงปี 1972 – 2002 และเลือกเฉพาะที่ควบรวมสำเร็จ (Completed deal) ไม่รวมแตกพาร์ ซื้อหุ้นคืน แลกเปลี่ยน หรืออื่นๆ โดยใช้วิธีศึกษาเหตุการณ์ในการทดสอบตัวแปร โดยมีช่วงหน้าต่างเหตุการณ์

(-1,+1days) พบว่าการควบรวมในแนวตั้ง แบบชัดเจนนั้นให้ผลตอบแทนเป็นบวก แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อรวมกับ การควบรวมแนวตั้ง ที่ไม่ชัดเจนจะได้ผลตอบแทนต่ำกว่า การควบรวมในแนวนอน แบบชัดเจน และการควบรวมแบบผสมซึ่งสรุปได้ว่า การควบรวมในแนวตั้ง ที่ไม่ชัดเจนนั้นให้ผลตอบแทนแก่ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ แย่กว่าการควบรวมในแนวนอนและการควบรวมแบบผสม ซึ่งอาจเป็นเพราะว่าไม่มีเหตุผลที่ชัดเจนในการควบรวมดังนั้น จึงได้แบ่งข้อมูลเป็น 2 แบบ คือ การควบรวมก่อน ปี 1996 และ หลังปี 1996 พบว่าก่อนปี 1996 บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ มีผลตอบแทนที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญหลังจากประกาศควบรวม แต่หลังจากปี 1996 บริษัทที่เข้าซื้อกิจการมี

ผลตอบแทนลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ในทางตรงกันข้าม การควรวรมในแนวนอน นั้น บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ มีผลตอบแทนเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ

3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของวิธีชำระต่ออัตราผลตอบแทน

งานวิจัยแรกๆ ในเรื่องนี้ได้แก่ Gordon and Yagil (1981) และ Wansley, Lane, and Yang (1983) ได้ศึกษาพบว่าการเสนอซื้อด้วยเงินสด ให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติ สูงกว่าการเสนอซื้อด้วยการแลกหุ้น Gordon and Yagil (1981) ศึกษาการครอบงำกิจการประเภทข้ามสายธุรกิจ ซึ่งเกิดขึ้นในช่วงปี 1948 – 1976 ส่วน Wansley, Lane, and Yang (1983) นั้นศึกษาการครอบงำกิจการตั้งแต่ 1970 -1978 ซึ่งพบว่าอัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยใน 41 วัน นับจากวันประกาศครอบงำกิจการ มีค่าเท่ากับ 33.54% สำหรับกรณีชำระด้วยเงินสด เทียบกับ 17.47% สำหรับกรณีแลกด้วยหลักทรัพย์ และ 11.77% สำหรับกรณีที่ประกอบด้วยการชำระเงินสดและหลักทรัพย์

หลังจากนั้นยังมีงานของ Travlos (1987) ซึ่งศึกษาผลกระทบของวิธีการชำระที่มีผลต่อทั้งบริษัทเป้าหมายและบริษัทผู้เข้าครอบงำ ผลการวิจัยในส่วนของบริษัทเป้าหมายนั้น คล้ายคลึงกับ Wansley, Lane, and Yang (1983) คือพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติสองวันนับจากวันที่ประกาศข่าว เท่ากับ 17.06% สำหรับธุรกรรมเงินสดและ 12.04% สำหรับธุรกรรมแบบแลกหุ้น นอกจากนี้ยังพบอัตราผลเกินปกติในทั้งสองวิธีการชำระตั้งแต่หนึ่งสัปดาห์ก่อนการประกาศเข้าครอบงำอีกด้วย

สำหรับการศึกษาในส่วนของบริษัทผู้เข้าครอบงำนั้น Travlos (1987) พบว่าในกรณีที่ใช้หุ้นแลกนั้น อัตราผลตอบแทนสะสม 2 วันนับจากวันประกาศข่าวจะต่ำกว่าปกติ 1.47% อย่างมีนัยสำคัญ ผลอันนี้ดูขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Gordon and Yagil (1981) ซึ่งพบอัตราผลตอบแทนเกินปกติ 5.3% ในช่วง 8 เดือนก่อนการเสร็จสิ้นของธุรกรรม ซึ่ง Travlos (1987) ให้ข้อสังเกตว่าการที่ช่วงเวลาก่อนการวัดอัตราผลตอบแทนในการศึกษา Gordon and Yagil (1981) ระยะเวลา 8 เดือน อาจทำให้เกิดผลกระทบจากปัจจัยอื่นก็เป็นได้ ผลการศึกษาของ Travlos (1987) สอดคล้องกับของ Eger (1983) ซึ่งศึกษาการเข้าครอบงำกิจการโดยการแลกหุ้น 37 ตัวอย่างและพบว่าผู้ถือหุ้นของบริษัทผู้เข้าครอบงำมีขาดทุนประมาณ 3% ในช่วงที่เกิดธุรกรรม

ในกรณีของธุรกรรมที่จ่ายด้วยเงินสดนั้น Travlos (1987) พบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม 2 วันนับจากวันประกาศข่าวของบริษัทผู้เข้าครอบงำเท่ากับ 0.24% แต่ไม่มีนัยสำคัญ ดังนั้น Travlos (1987) จึงสรุปว่า โดยเฉลี่ยแล้วผู้ถือหุ้นของบริษัทผู้เข้าครอบงำจะได้ผลตอบแทนในอัตราปกติถ้าธุรกรรมนั้นชำระด้วยเงินสด ผลในส่วนนี้ก็ยังขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Gordon and Yagil (1981) ซึ่งพบอัตราผลตอบแทนเหนือปกติต่อเดือนสะสม เท่ากับ 7.9% ในระยะ 8 เดือนก่อนการเสร็จสิ้นของธุรกรรม

Franks, Harris, and Mayer (1988) ศึกษาผลกระทบของวิธีการชำระราคาในการครอบงำกิจการทั้งในอเมริกาและอังกฤษ พบว่า สำหรับเป้าหมายธุรกรรมชำระด้วยเงินสดให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าธุรกรรมแลกหุ้นในทั้ง 2 ประเทศ แต่สำหรับบริษัทผู้เข้าครอบงำนั้น การวัดผลตอบแทนในเดือนที่เกิดธุรกรรม กรณีธุรกรรมเงินสด พบว่า กลับมีผลตอบแทนเกินปกติเล็กน้อย แต่มีนัยสำคัญเฉพาะในอเมริกา แต่ไม่มีนัยสำคัญในประเทศอังกฤษ ส่วนกรณีธุรกรรมแลกหุ้นพบผลตอบแทนติดลบอย่างมีนัยสำคัญในอเมริกา แต่ไม่มีนัยสำคัญในอังกฤษ แต่ถ้าวัดผลตอบแทนตั้งแต่ 4 เดือนก่อนวันประกาศข่าวถึง 1 เดือนหลังจากนั้น พบว่าธุรกรรมเงินสด ให้ผลตอบแทนเหนือปกติเล็กน้อยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้งในอเมริกาและในอังกฤษ แต่ในธุรกรรมแลกหุ้นนั้น ไม่มีนัยสำคัญใดๆเลย

Huang and Walking (1987) วิเคราะห์ผลกระทบของปัจจัย 3 อย่าง คือ วิธีการชำระค่าหุ้น รูปแบบของการครอบงำระหว่างการทำคำเสนอซื้อต่อมหาชน (Tender offer) กับการเจรจา ระหว่างฝ่ายจัดการของทั้ง 2 ฝ่าย (Merger) และการต่อต้านของฝ่ายจัดการ ซึ่งก่อนหน้าการศึกษาได้มีการศึกษาพบว่า บริษัทเป้าหมายให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติ ในกรณีการเสนอซื้อ ซึ่งได้รับประมาณ 30-35% ซึ่งสูงกว่ากรณีควบกิจการ ซึ่งได้รับประมาณ 15-20% แต่การศึกษาเหล่านั้นไม่ได้คำนึงถึงวิธีการชำระค่าหุ้นและการต่อต้านของฝ่ายจัดการ Huang and Walking (1987) พบว่า หากพิจารณาวิธีการชำระราคาและระดับการต่อต้านเข้าด้วยแล้ว อัตราผลตอบแทนในกรณีการเสนอซื้อ มิได้สูงกว่าในกรณีการควบรวมกิจการแต่อย่างใด การต่อต้านของฝ่ายจัดการมีผลให้อัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นเล็กน้อย แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งปัจจัยที่มีผลกระทบมากที่สุด คือ การชำระราคา เมื่อควบคุมปัจจัยเรื่องรูปแบบการครอบงำและการต่อต้านของฝ่ายจัดการแล้ว พบว่า ธุรกรรมที่ชำระด้วยเงินสด ให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติมากกว่ากรณีธุรกรรมแลกหุ้น โดยมีค่าเฉลี่ยของธุรกรรมเงินสดเท่ากับ 29.3% เทียบกับ 14.4% ในธุรกรรมชำระด้วยหุ้น ส่วนธุรกรรมที่มีการชำระแบบผสม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 23.3%

Queen (1989) ได้เพิ่มตัวแปรสำคัญ เข้าไปในงานวิจัย คือ การคาดหมายของตลาดซึ่งช่วยให้ข้อมูลว่า การเสนอซื้อเพื่อการครอบงำนั้น ได้ถูก คาดหมายไว้มากน้อยเพียงใดก่อนหน้าวันประกาศข่าว โดยสามารถสรุปได้ว่าในช่วงประกาศข่าวนั้นคล้ายคลึงกับของการศึกษาอื่นๆ ที่กล่าวมาแล้ว แต่ Queen (1989) ได้วิเคราะห์หลุมถึงช่วงก่อนประกาศข่าวด้วย และพบว่าช่วงนี้ บริษัทเป้าหมายให้ผลตอบแทนในกรณีธุรกรรมที่แลกด้วยตราสารมากกว่าในธุรกรรมเงินสด ส่วนบริษัทผู้เข้าซื้อนั้น อัตราผลตอบแทนเกินปกตินั้นจะไม่แตกต่างกัน ไม่ว่าธุรกรรมนั้นจะชำระด้วยตราสารหรือเงินสด และเมื่อศึกษารวมทั้ง 2 ช่วงเวลาก็จะพบว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติของทั้งบริษัทเป้าหมายและบริษัทผู้เข้าครอบงำเหมือนกัน ไม่ว่าจะชำระด้วยเงินสดหรือแลกด้วยตราสาร Queen

(1989) จึงสรุปว่า ความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนนั้นเกิดขึ้นจากการที่การเสนอซื้อเพื่อการ
ครอบงำกิจการนั้นถูกคาดหวังไว้มากน้อยเพียงใดนั่นเอง

ในประเทศไทยนั้นยังไม่พบงานวิจัยที่เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างวิธีชำระค่าหุ้นกับ
ผลตอบแทน



บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง (Data and Sample)

ในการวิจัยในครั้งนี้เป็นการทดสอบเชิงประจักษ์ (Empirical Test) โดยใช้ข้อมูลจากการประกาศการควบรวมของแต่ละบริษัท เพื่อนำข้อมูลมาศึกษาว่าเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการประกาศควบรวมหรือไม่ โดยข้อมูลที่ต้องรวบรวม คือ วันที่มีการประกาศการควบรวม ข้อมูลผลตอบแทนรายวัน มูลค่าการซื้อขายรายวัน โดยการศึกษานี้ใช้ข้อมูลในการคำนวณตัวแปรต่าง ๆ จากฐานข้อมูล SETSMART จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทจดทะเบียนที่ใช้เป็นข้อมูลในการศึกษา ได้แก่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดฯ ที่มีการควบรวมตั้งแต่เดือน มกราคม พ.ศ. 2542 ถึงเดือน สิงหาคม 2557 โดยตัดตัวอย่างช่วงที่เกิดเหตุการณ์ซ้อนทับกับวันประกาศ เหตุการณ์การเพิ่มทุน ลดทุน และการประกาศขายหุ้นผลในกรณีที่การควบรวมใกล้เคียงกันโดยไม่เกิน 20 วัน ซึ่งข้อมูลที่ได้จะนำมาวิเคราะห์ผลตอบแทนตามประเภทของการควบรวมทั้ง 3 ประเภท คือ การควบรวมแนวดิ่ง การควบรวมแนวนอนและการควบรวมแบบผสมรวมถึงในแต่ละประเภทของการควบรวมมีการวิเคราะห์แยกตามมุมมองของ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ และ บริษัทที่ถูกซื้อกิจการ รวมทั้งผลประทบของปัจจัยในเรื่องของการเป็นบริษัทจดทะเบียน และผลกระทบของการพิจารณาแยกตามวิธีการชำระเงินอีกด้วย

ทางกลุ่มได้พิจารณาประเภทของการควบรวมโดยพิจารณาเป็นรายกรณีไป โดยเริ่มพิจารณาจากมุมมองอุตสาหกรรม (Industry Group) ซึ่งเป็นระดับที่ใหญ่ที่สุด รองลงมาคือระดับธุรกิจ (Industry Sector) และระดับหน่วยย่อย (Industry Subgroup) ซึ่งเป็นระดับที่เล็กที่สุด ทั้งนี้จะมีการกำหนดว่า หากบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ และบริษัทที่ถูกซื้อกิจการที่ควบรวมกันเป็นอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน จะถือว่าการควบรวมนั้นเป็นการควบรวมแบบแนวนอนทันที แต่หากมิใช่ประเภทเดียวกัน ทางกลุ่มจะทำการพิจารณาโดยยึดถือตามข้อมูล ข่าวสารของการควบรวมกิจการ รวมไปถึงวัตถุประสงค์ของการควบรวมกิจการเป็นหลัก ทั้งนี้มีรายละเอียดขั้นตอนในการแบ่งประเภทการควบรวม ตามรายละเอียดดังนี้

1. ในระดับอุตสาหกรรม (Industry Group) ถ้าหากทั้ง 2 บริษัทมีได้อยู่ในระดับอุตสาหกรรมเดียวกัน จะถือว่า การควบรวมนั้นเป็นการควบรวมแบบผสมทันที แต่หากอยู่ใน

อุตสาหกรรมเดียวกันจะต้องมาพิจารณาต่อไปว่าเป็นการรวบรวมแบบใดระหว่าง การรวบรวมแบบแนวดิ่ง (Vertical) หรือการรวบรวมแบบแนวนอน (Horizontal)

2. ในระดับธุรกิจหน่วยย่อย (Subgroup) หากทั้งสองบริษัทอยู่ในหน่วยย่อยเดียวกัน ถือเป็นสัญญาณว่าการรวมนั้นอาจจะเป็นการรวบรวมแบบแนวนอน หากไม่อยู่ในหน่วยย่อยเดียวกัน จะถือเป็นสัญญาณว่า การรวบรวมดังกล่าวอาจจะเป็นการรวบรวมแบบแนวดิ่ง (Vertical)

เมื่อได้ข้อมูลข้างต้นแล้ว ทางกลุ่มจึงพิจารณาเพิ่มเติมจากเนื้อหาในข่าวที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับการรวบรวมดังกล่าว โดยดึงข้อมูลมาจาก SETSMART เพื่อวิเคราะห์เพิ่มเติมเพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่ชัดเจนมากขึ้น ทั้งนี้เนื้อหาข่าวจะมีการบอกประเภทของธุรกิจของทั้ง 2 บริษัทอย่างชัดเจน รวมทั้งวัตถุประสงค์ในการรวบรวมของบริษัทอีกด้วย

วิธีทางสถิติและขั้นตอนการศึกษา

การวิเคราะห์เหตุการณ์ทางสถิติที่สนใจ (Event Study) มีการกำหนดวันและช่วงเวลา ดังนี้



การคำนวณอัตราผลตอบแทน

1. ทางกลุ่มได้ใช้ข้อมูลจาก BLOOMBERG สำหรับอัตราผลตอบแทนรวมรายวัน (Total Return) ซึ่งได้มีการไว้แล้วนำมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติแบบต่อเนื่องโดยใช้สูตร

$$R_{m,t} = \ln(\text{SET } t / \text{SET } t-1)$$

สมการที่ (1)

$R_{m,t}$: ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์รายวันในวันที่ t

$\text{SET } t$: ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ t

$\text{SET } t-1$: ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ $t-1$

2. นำผลการคำนวณผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงประมาณการ (Estimation Period) นับตั้งแต่วันที่ -120 ถึงวันที่ -21 มาคำนวณหาค่า $\hat{\alpha}_i$ และ $\hat{\beta}_i$ โดยใช้วิธีสมการถดถอยตาม SML (Security Market Line) ด้านล่าง

$$R_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{สมการที่ (2)}$$

$R_{i,t}$: ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์รายตัวที่ประกาศการควบรวมหรือการซื้อกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในวันที่ t

$\varepsilon_{i,t}$: ค่าความผิดพลาด (Error Term)

$R_{m,t}$: อัตราผลตอบแทนตลาด (Market Return) รายวันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. นำผลที่ได้ข้างต้นซึ่งประกอบไปด้วย $\hat{\alpha}$ และ $\hat{\beta}$ และค่า $R_{m,t}$ ใน Event Period ไปแทนค่าในสมการที่ (2) เพื่อคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นใน Event Period

4. นำผลจากการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วง Event Period ที่คิดได้จากข้อ 3 มาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของแต่ละครั้งที่เกิดเหตุการณ์ในช่วง Event Period เพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ ซึ่งแสดงได้โดยสมการดังนี้

$$\hat{\varepsilon}_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}) \quad \text{เมื่อ } t = -20 \dots +20 \quad \text{สมการที่ (3)}$$

5. หาค่า $\hat{\sigma}_i$ และ SE (AAR) โดยใช้ข้อมูลจากแบบจำลองกำหนดราคาหลักทรัพย์ในช่วงประมาณการ (Estimation Period) จากสมการ

$$\hat{\sigma}_i = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n \hat{\varepsilon}_{it}^2}{n-2}} \quad \text{สมการที่ (4)}$$

$$SE(AAR) = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2} \quad \text{สมการที่ (5)}$$

โดยที่

n : จำนวนวันในช่วงประมาณการ (Estimation Period) นั่นคือ 100 วัน

$\hat{\sigma}_i$: ค่า Standard Deviation ของผลตอบแทนของหุ้น i (%ต่อวัน) ในช่วงประมาณการ (Estimation Period) 100 วัน จากสมการที่ (4)

6. นำอัตราผลตอบแทนผิดปกติ (Abnormal Return) ที่คำนวณได้จากสมการที่ (3) และค่า Standard Deviation ของผลตอบแทนของหุ้น i ($\hat{\sigma}_i$) ในช่วงประมาณการ (Estimation Period) ที่คำนวณได้จากสมการที่ (4) มาหาค่า Standardized Abnormal Return (SARit) เพื่อหาค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ณ เวลา t เปรียบเทียบกับความเสี่ยงจากสมการ

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_i} \quad \text{สมการที่ (6)}$$

7. นำอัตราผลตอบแทนผิดปกติ (Abnormal Return) ที่คำนวณได้จากสมการที่ (3) มาคำนวณอัตราผลตอบแทนผิดปกติรายวันโดยเฉลี่ย (Average Abnormal Return) ได้ดังสูตรต่อไปนี้

$$SD = \frac{1}{N} \sqrt{\sum \sigma_i^2} \quad \text{สมการที่ (7)}$$

เมื่อ N = จำนวนเหตุการณ์

8. หลังจากหาค่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยรายวัน (Average Abnormal Return) จะทำการคำนวณ ผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยรายวันสะสม (Accumulated Average Abnormal Return) และ SE (CAAR) โดยสามารถคำนวณได้ดังสมการดังนี้

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

สมการที่ (8)

$$SE(CAAR(t_1, t_2)) = \frac{1}{N} \sqrt{(t_2 - t_1) \cdot \sum_{i=1}^N \sigma_i^2}$$

สมการที่ (9)

สมมติฐานในการทดสอบ

การศึกษานี้ใช้การวิเคราะห์เหตุการณ์ทางสถิติที่สนใจเพื่อทดสอบผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมที่อาจส่งผลให้มีผลตอบแทนที่เกินปกติขึ้นหรือไม่ โดยทำการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติรายวันโดยเฉลี่ย (Average Abnormal Return) และผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยรายวันสะสม (Accumulated Average Abnormal Return) ที่เกิดขึ้นในช่วงระหว่างเกิดเหตุการณ์แล้วจึงทดสอบว่าค่าดังกล่าวแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยใช้ค่า t-statistic test โดยหากค่าที่ทดสอบได้แตกต่างจากศูนย์อย่างมีสาระสำคัญ หมายถึง ราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีสาระสำคัญ ในกลับกัน หากค่าทดสอบที่ได้พบว่ามีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างไม่มีสาระสำคัญ หมายถึง ราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมไม่ส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีสาระสำคัญ

บทที่ 4 ผลการศึกษา

ผลการศึกษาผลกระทบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ จะแสดงในภาพรวม ทั้งมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) และ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) จากนั้นแสดงผลการวิเคราะห์ตามประเภทของการควบรวมโดยสามารถสรุป



ตารางที่ 4.1 ตารางแสดงจำนวนบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) บริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target)

Merger	Total	Conglomerate	Vertical	horizontal	Listed - Listed				Listed - Non-Listed □				Pay	
					All	Conglomerate	Vertical	horizontal	All	Conglomerate	Vertical	horizontal	Cash	Stock
Target	103	33	33	37	52	15	24	13	51	18	9	24	88	9
Acquirer	320	81	139	100	76	23	33	20	244	58	106	80	310	10

ตารางที่ 4.2 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target)

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%

** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5%

*** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

บริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) - CAAR

Time	Total	Conglomerate □	Vertical	horizontal	Listed Target - Listed Acquirer				Listed Target - Non-Listed Acquirer				Target - Acquirer	
					All Target	Conglomerate	Vertical	horizontal	All	Conglomerate	Vertical	horizontal	Cash	Stock
จำนวน	103	33	33	37	52	15	24	13	51	18	9	24	88	9
Pre Event	7.29%	14.57%	3.84%	3.88%	4.59%	7.53%	5.83%	-1.08%	3.69%	6.53%	-0.83%	3.25%	7.00%	3.03%
Event	3.16%	4.64%	2.10%	2.78%	2.49%	-1.89%	5.33% **	2.30%	6.65%	10.72%	3.37%	4.83%	2.75%	1.33%
Post Event	-1.32%	-1.71%	-3.80%	1.25%	-2.30%	-2.91%	-2.13%	-1.88%	2.85%	8.11%	-0.30%	0.08%	-2.52%	-5.79%

ตารางที่ 4.3 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer)

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%

** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5%

*** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) - (CAAR)

Time	Total	Conglomerate	Vertical	horizontal	Listed Acquirer - Listed Target				Listed Acquirer □ Non-Listed Target				Acquirer - Target	
					All Acquire	Conglomerate	Vertical	horizontal	All Acquire	Conglomerate	Vertical	horizontal	Cash	Stock
จำนวน	320	81	139	100	76	23	33	20	244	58	106	80	310	10
Pre Event	-2.14%	0.01%	-5.88%	1.31%	0.61%	-0.75%	1.36%	0.56%	-1.80%	1.72%	-5.63%	-0.12%	-2.36%	6.30%
Event	2.43%	1.13%	4.23%	0.97%	-0.07%	-0.76%	0.53%	-0.46%	2.40%	1.37%	3.76%	1.14%	2.22%	2.31%
Post Event	-2.04%	-1.52%	-4.39%	0.82%	0.10%	2.38%	-3.13% *	2.78%	-1.82%	-1.00%	-2.86%	-0.45%	-2.11%	-0.72%

ตารางที่ 4.4 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target)

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%

** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5%

*** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

Time	Total	Conglomerate	Vertical	horizontal	Listed Target - Listed Acquirer				Listed Target - Non-Listed Acquirer				Target - Acquirer	
					All Target	Conglomerate	Vertical	horizontal	All Target	Conglomerate	Vertical	horizontal	Cash	Stock
จำนวน	103	33	33	37	52	15	24	13	51	18	9	24	88	9
-20	3.26%	3.41%	-0.16%	6.18%	0.46%	0.80%	0.57%	-0.14%	4.42%	8.12%	1.97%	2.57%	0.90%	0.90% *
-19	-1.48%	-3.39%	0.21%	-1.29%	0.11%	-0.76%	0.52%	0.36%	-3.50%	-6.94%	2.05%	-3.01%	-1.21%	-0.03%
-18	4.63%	14.17%	0.27%	0.01%	0.20%	0.21%	0.31%	-0.03%	3.13%	6.97%	1.09%	1.02%	5.15%	0.81%
-17	-3.02%	-11.22%	-0.50%	2.04%	-0.14%	1.04%	-0.34%	-1.14%	-1.70%	-7.80%	-0.83%	2.55%	-4.33%	-0.01%
-16	-1.82%	2.31%	0.27%	-7.35%	-0.44%	-1.56%	0.10%	-0.14%	-1.16%	0.34%	0.29%	-2.82%	0.83%	-1.45%
-15	1.74%	-2.18%	-0.40%	7.16%	-0.50%	-0.66%	-0.86%	0.34%	1.32%	0.44%	-1.25%	2.94%	-0.87%	-0.27%
-14	-0.10%	1.90%	-0.74%	-1.31%	0.57%	2.67% **	-0.03%	-0.75%	-0.66%	1.37%	-1.20% **	-1.98%	1.00%	0.08%
-13	5.06%	13.01%	0.70%	1.87%	0.27%	0.10%	0.74%	-0.42%	4.02%	7.20%	-0.16%	3.21%	5.01%	-0.75%
-12	-5.20%	-9.30%	0.35%	-6.50%	0.16%	0.01%	0.58%	-0.42%	-1.00%	1.40%	0.49% *	-3.36%	-3.64%	-0.07%
-11	-1.06%	-3.92%	0.12%	0.43%	0.03%	-0.39%	0.45%	-0.24%	-2.59%	-7.21%	-0.74%	0.19%	-1.47%	1.01%
-10	5.64%	13.88%	0.58%	2.79%	-0.19%	0.37%	-0.68% *	0.06%	6.12%	12.28%	-0.04%	3.81%	5.80%	-0.38%
-9	0.19%	0.69%	0.43%	-0.47%	0.78% *	0.63%	1.55% *	-0.47%	-0.36%	0.60%	-1.29% **	-0.73%	0.18%	1.31%
-8	-2.43%	-8.81%	0.45%	0.69%	0.47%	-0.24%	1.18%	-0.04%	-0.17%	-0.78%	-1.02%	0.60%	-2.96%	-0.82%
-7	0.44%	0.74%	0.47%	0.15%	0.45%	0.52%	0.33%	0.59%	-0.34%	-1.90%	0.80%	0.40%	0.68%	-0.22%
-6	1.75%	6.55%	0.31%	-1.25%	0.99% **	2.41% *	0.34%	0.57%	-4.29%	-7.59%	-0.69%	-3.16%	2.78%	1.62%
-5	-1.00%	-2.99%	0.58%	-0.62%	-0.18%	0.29%	-0.35%	-0.40%	2.96%	8.87%	0.59% **	-0.58%	-1.28%	0.04%
-4	-0.12%	-1.73%	0.84%	0.47%	0.86%	1.54%	0.92%	-0.02%	-3.01%	-9.74%	1.04%	0.51%	-0.24%	1.30%
-3	0.81% **	1.45% *	0.07%	0.90% **	0.69%	0.54%	0.50%	1.21%	0.50%	0.92%	-1.92% **	1.08% **	0.68%	-0.05%
-2	1.73%	3.78%	0.84%	0.70%	0.28%	-0.11%	0.21%	0.84%	3.77%	10.77%	0.47%	-0.24%	1.32%	0.77%
-1	2.40%	2.59%	3.80%	0.98%	3.17% *	1.26%	4.90%	2.17% **	-2.17%	-7.66%	-0.09%	1.17%	2.18%	10.25%
0	2.65%	8.78%	0.81%	-1.18%	0.83%	-2.40%	3.06% *	0.43%	5.33%	17.21%	0.05%	-1.61%	1.50%	1.90%
1	1.97%	2.13%	0.71%	2.94%	0.27%	-0.55%	1.88%	-1.78% **	3.24%	0.04%	1.61%	6.26%	2.92%	1.09%
2	-5.58% *	-12.64%	-4.06%	-0.65%	-2.05%	-0.08%	-4.73%	0.63%	-3.52%	-9.63%	1.34%	-0.75% *	-5.16%	-12.68%
3	0.87%	4.11%	-0.71%	-0.61%	-0.99% **	-1.08%	-0.80%	-1.22%	3.45%	9.08%	2.80%	-0.53%	0.99%	-2.59% **
4	0.31%	-0.56%	-0.24%	1.57%	-0.09%	0.99% *	0.47%	-2.35%	1.18%	0.26%	-0.24%	2.40%	-0.43%	0.80%
5	-1.52%	-4.86%	-0.76%	0.78%	-0.03%	-0.57% **	-1.05%	2.49%	-3.04%	-8.04%	-2.08%	0.36%	-1.83%	-0.58%
6	3.56%	12.26%	-1.12% **	-0.02%	-0.61% *	-0.23%	-0.65%	-0.98% *	2.10%	7.63%	-0.76%	-0.97% *	4.27%	0.03%
7	-0.18%	0.89%	0.29%	-1.54%	0.21%	-0.75%	0.29%	1.16%	-1.03%	0.18%	0.59%	-2.54%	0.23%	-0.10%
8	-0.41%	-1.58%	0.66%	-0.32%	-0.01%	-0.22%	0.75%	-1.18%	-0.10%	0.19%	0.39%	-0.50%	-0.43%	0.15%
9	-4.44%	-13.54%	-0.62% **	0.27%	-0.19%	-0.45%	-0.11%	-0.03%	-3.17%	-8.57%	-0.29%	-0.21%	-5.26%	0.37%
10	2.15%	7.98%	-0.48%	-0.71%	-0.12%	-0.26%	-0.04%	-0.10%	-0.30%	1.14%	-0.47%	-1.32%	2.92%	-0.01%
11	0.12%	0.68%	0.46%	-0.67%	0.21%	0.52%	0.45%	-0.60%	0.23%	0.40%	2.30%	-0.68%	0.32%	-0.61%
12	-0.07%	-0.50%	0.05%	0.21%	-0.34%	-0.86% **	-0.24%	0.08%	0.05%	0.02%	-1.57%	0.68%	-0.18%	-0.65%
13	0.84%	0.74%	-0.82% **	2.41%	0.18%	-0.63%	-0.45%	2.29% *	1.51%	0.12%	-1.61%	3.72%	0.44%	0.29%
14	-1.17%	-2.44%	-0.64%	-0.51%	0.38%	1.03%	-0.21%	0.70%	-0.36%	-0.46%	0.54%	-0.63%	-1.25%	-0.47%
15	-1.08%	-1.77%	-0.18%	-1.26%	-0.48%	0.20%	-0.62%	-1.01%	-0.09%	0.68%	3.43%	-1.99%	-0.89%	0.01%
16	2.17%	4.40%	0.45%	1.73%	0.02%	0.40%	0.02%	-0.41%	4.14%	7.60%	0.07%	3.06%	1.75%	-0.95%
17	-3.11%	-9.08%	-0.64%	0.02%	0.02%	-0.11%	0.07%	0.09%	-0.02%	0.51%	-0.75%	-0.14%	-3.73%	0.01%
18	0.32%	3.74%	-0.32%	-2.16%	-0.41%	0.00%	-0.35%	-1.02%	-5.35%	-9.88%	-2.54%	-3.00%	1.65%	-0.54%
19	2.24%	4.79%	0.45% *	1.55%	0.35%	-0.01%	0.31%	0.84%	3.65%	7.78%	-0.61%	2.16%	1.28%	-0.09%
20	-1.92%	-6.98%	0.39%	0.52% **	-0.39%	-0.89%	0.04%	-0.60%	0.02%	-0.52%	0.51%	0.23%	-2.36%	-0.86%

ตารางที่ 4.5 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer)

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%

** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5%

*** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

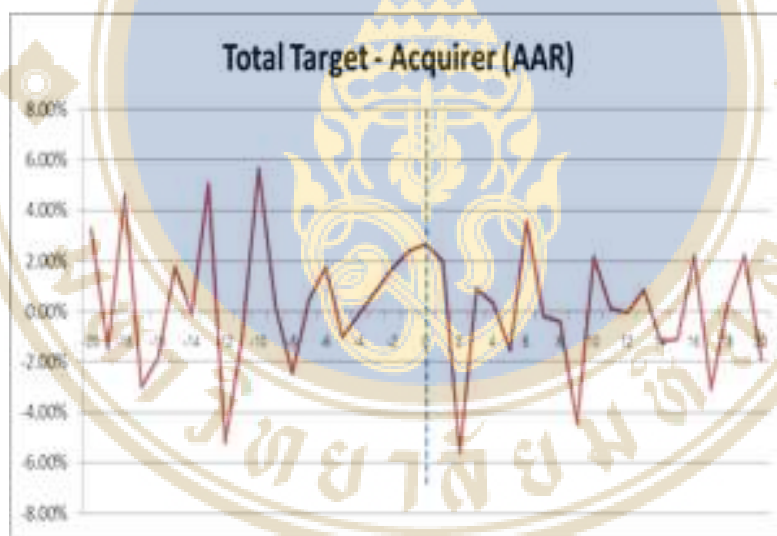
Time	Listed Acquirer - Listed Target				Listed Acquirer				Acquirer - Target					
	Total	Conglomerate	Vertical	horizontal	All Acquire	Conglomerate	Vertical	horizontal	All Acquire	Conglomerate	Vertical	Horizontal	Cash	Stock
จำนวน	320	81	139	100	76	23	33	20	244	58	106	80	310	10
-20	-0.94%	0.40%	-2.28%	-0.17%	0.06%	-0.09%	-0.31%	0.30%	-1.25%	0.20%	-2.89%	-0.16%	-0.96%	1.06%
-19	-1.61%	-0.49% *	-0.16%	-4.53%	0.29%	-0.51%	0.42%	1.22% *	-1.87%	-0.37%	0.12%	0.42%	-5.71%	1.32%
-18	1.68%	0.24%	0.57% **	4.39%	0.21%	0.09%	0.38%	0.12%	1.32%	0.28%	-1.06%	5.31%	1.82%	0.99%
-17	-0.29%	0.39%	-1.12%	0.31%	-0.11%	-0.13%	-0.11%	-0.37%	0.33%	0.01%	0.37%	0.42%	-0.41%	0.88%
-16	1.07%	-0.28%	2.69%	-0.09%	-0.02%	0.80%	-0.53%	-0.24%	1.35%	-0.21%	3.40%	-0.08%	1.14%	0.48%
-15	-0.91%	0.00%	-2.18%	0.11%	0.28%	-0.04%	0.49%	0.39%	-1.13%	0.29%	-2.81%	0.12%	-0.89%	0.77%
-14	-0.20%	-0.43%	-0.36%	0.19%	-0.29%	0.10%	-0.16%	-0.88% **	-0.69%	-0.13%	-1.89%	0.43%	-0.25%	0.28%
-13	0.43%	0.01%	0.86%	0.16%	-0.33%	-0.61%	-0.57% **	0.18%	1.67%	0.13%	3.35%	0.15%	0.51%	-0.56%
-12	-1.10%	-0.13%	-2.37%	-0.14%	-0.12%	-0.53%	0.38%	-0.20%	-1.42%	0.28%	-3.06%	-0.31%	-1.17%	-0.90%
-11	0.53%	0.24%	1.10%	-0.04%	-0.02%	0.12%	0.20%	-0.64% *	-0.09%	0.42%	-0.13%	-0.29%	0.37%	0.42%
-10	0.09%	0.27%	-0.35%	0.55% *	0.08%	0.08%	0.00%	0.00%	0.21%	0.41%	-0.10%	0.55%	-0.08%	0.46%
-9	-0.18%	-0.18%	-0.10%	-0.30%	0.16%	-0.17%	0.85%	-0.32%	-0.14%	-0.06%	-0.07%	-0.22%	-0.16%	-1.59%
-8	0.01%	-0.31%	0.19%	0.01%	-0.19%	-0.71% **	0.12%	-0.06%	-0.03%	-0.30%	-0.11%	0.01%	-0.15%	0.30%
-7	-0.01%	-0.32%	0.24%	-0.11%	0.18%	0.41%	0.19%	-0.33%	1.06%	-0.61%	2.70%	0.05%	0.17%	-1.22%
-6	0.94%	0.43%	1.74%	0.25%	-0.06%	-0.51%	-0.26%	0.78%	0.02%	1.11% *	-0.47% *	-0.33%	0.92%	0.82%
-5	-0.69%	-0.15%	-1.57%	0.10%	0.20%	0.35%	0.12%	0.08%	-0.01%	0.08%	0.12%	-0.42% **	-0.64%	0.20%
-4	-0.20%	0.21%	-0.85%	0.38%	0.32%	0.31%	0.49%	0.45%	-1.09%	0.27%	-2.87%	0.21%	-0.19%	1.40%
-3	-0.73%	0.11%	-1.90%	0.23%	-0.01%	0.32%	-0.35%	0.06%	-0.04%	-0.06%	-0.23%	0.15%	-0.85%	1.19%
-2	1.88%	0.58%	3.68%	0.44%	-0.01%	-0.75% *	0.48%	-0.15%	1.62%	0.48%	3.22%	0.47% *	1.77%	2.98%
-1	-1.52%	0.26%	-3.77%	0.15%	-0.26%	-0.05%	-0.15%	-0.64% *	-1.15%	0.23%	-2.70%	-0.11%	-1.61%	0.86%
0	0.19%	-0.17%	0.25%	0.39%	0.36%	-0.34%	1.02% *	0.41%	0.33% *	0.13%	0.15%	0.66%	0.08%	1.29%
1	0.08%	0.50%	0.00%	-0.15%	-0.51%	-0.04%	-1.05%	-0.22%	0.16%	0.44%	0.04%	-0.07%	0.05%	-2.34% *
2	1.80%	-0.04%	4.07%	0.13%	0.36%	0.42%	0.22%	0.14%	1.45%	0.09%	3.05%	0.19%	1.93%	-0.48%
3	-0.64%	0.54%	-1.97%	0.25%	-0.20%	-0.15%	-0.39%	0.28%	-1.11%	0.01%	-2.52%	0.11%	-0.61%	-1.44%
4	0.21%	-0.36%	0.48%	0.30%	0.42%	-0.12%	0.07%	1.50% ***	1.24%	-0.11%	3.06%	-0.16%	0.33%	1.77%
5	0.58%	-0.33%	1.62%	-0.15%	-0.15%	-0.45%	-0.74%	1.23% ***	-0.12%	-0.30%	0.29%	-0.25%	0.58%	0.72%
6	-1.79%	0.30%	-4.37%	0.11%	-0.02%	0.94%	-0.77%	-0.30%	-1.48%	0.22%	-3.51%	-0.03%	-1.95%	-0.25%
7	-0.06%	-0.01%	-0.20%	0.09%	0.09%	0.57%	-0.13%	0.14%	0.03%	-0.19%	-0.18%	0.55% **	-0.02%	-1.49%
8	0.68%	-0.20%	1.71%	-0.05%	-0.19%	-0.42%	-0.09%	-0.37%	-0.04%	0.03%	0.07%	-0.03%	0.65%	-0.39%
9	0.71%	-0.50% *	1.93%	-0.01%	0.23%	0.38%	-0.15%	0.53%	1.15%	-0.52% *	3.12%	-0.30%	0.70%	1.77%
10	-1.10%	-0.09%	-2.61%	0.20%	0.11%	1.18%	-0.66% **	0.03%	-1.33%	-0.34%	-2.90%	0.06%	-1.12%	1.04%
11	-0.26% *	-0.56%	-0.09%	-0.25%	0.44%	0.94%	0.50%	-0.18%	-0.10%	0.28%	-0.19%	-0.22%	-0.08%	-1.49% *
12	-1.41%	-0.31%	-2.91%	-0.20%	-0.50% *	-0.65% *	0.00%	-1.15%	-0.04%	-0.32%	0.31%	-0.21%	-1.49%	-1.03%
13	0.79%	0.01%	1.58%	0.34%	0.05%	0.16%	-0.12%	0.55%	0.05%	0.19%	0.04%	0.11%	0.73%	2.92%
14	0.11%	0.47%	-0.07%	0.06%	0.01%	0.16%	0.07%	-0.51%	0.27%	0.61%	0.28%	-0.10%	0.15%	-0.25%
15	0.76%	-0.12%	1.74%	0.09%	0.35%	1.06%	-0.14%	0.57%	-0.05%	-0.14%	0.17%	-0.21%	0.86%	0.39%
16	-1.00%	-0.46%	-2.03%	-0.02%	0.03%	-0.58% *	-0.06%	0.85% **	-0.23%	-0.40%	-0.19%	0.00%	-1.06%	-0.03%
17	-0.17%	-0.09%	-0.35%	0.01%	-0.02%	-0.11%	-0.21%	-0.06%	0.11%	0.03%	-0.05%	0.16%	-0.13%	-1.52%
18	0.10%	0.11%	-0.10%	0.38%	-0.09%	-0.32%	-0.12%	0.27%	-0.02%	0.21%	-0.39%	0.27%	0.08%	-1.54%
19	0.10%	0.14%	0.10%	0.08%	-0.02%	0.31%	0.06%	0.00%	0.14%	-0.13%	0.09%	0.31%	-0.06%	1.19%
20	0.35%	-0.05%	1.13%	-0.42% *	-0.46% **	-0.55%	-0.43%	-0.60% *	-0.31% **	-0.15%	-0.34% **	-0.54% **	0.38%	-1.09% *

4.1 ผลการวิเคราะห์การควบรวมตามประเภทการควบรวม

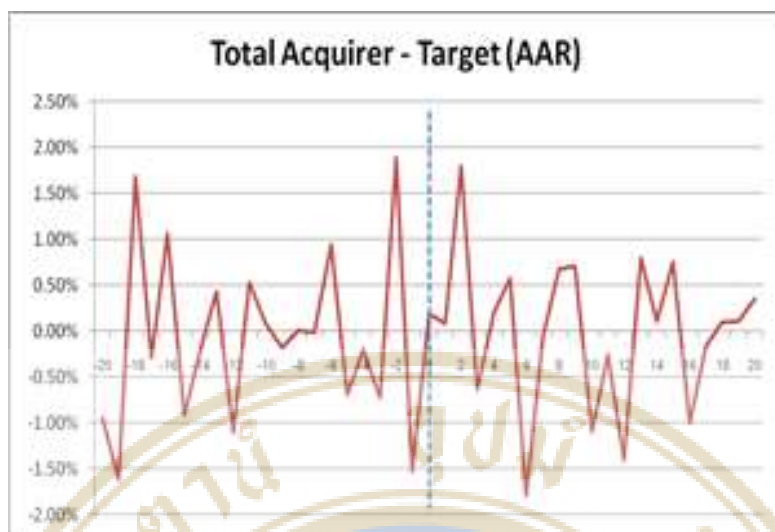
4.1.1 มุมมองภาพรวม

จากผลการศึกษาผลกระทบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยโดยแยกตามประเภทการควบรวม ซึ่งจากการวิเคราะห์มุมมองในภาพรวม พบว่า บริษัทที่ถูกซื้อกิจการจะพบว่ามี การเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) ในวันที่ 3 วันก่อนการประกาศ การควบรวมกิจการ โดยมีผลกระทบในเชิงบวก และวันที่ 2 หลังการประกาศจะมีผลตอบแทนเป็นลบ ในด้านของ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการนั้น พบผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงลบในวันที่ 11 หลังการควบรวม

หากพิจารณาผลของกระทบบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยแบบสะสม (CAAR) โดยมุมมองในภาพรวม พบว่าไม่มีอัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญไม่ว่าจะเป็นด้านบวกหรือด้านลบของทั้งบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ และบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ



ภาพที่ 4.1 ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ โดยภาพรวม



ภาพที่ 4.2 ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ โดยภาพรวม

ตารางที่ 4.6 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะ มุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยภาพรวม

Time	CAAR	SE(CAAR)	T-Test	P-Value
Pre Event	7.29%	12.70%	0.57	0.57
Event	3.16%	6.69%	0.47	0.64
Post Event	-1.32%	12.70%	-0.10	0.92

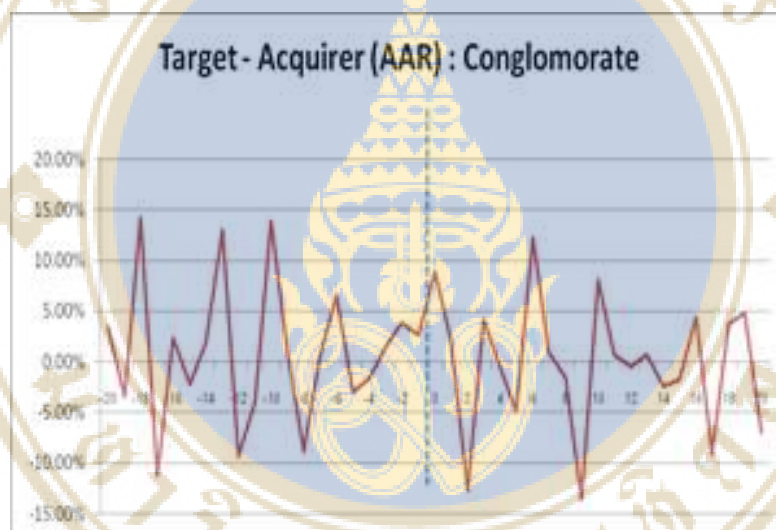
ตารางที่ 4.7 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) โดยภาพรวม

Time	CAAR	SE(CAAR)	T-Test	P-Value
Pre Event	-2.14%	4.37%	-0.49	0.63
Event	2.43%	2.30%	1.05	0.29
Post Event	-2.04%	4.37%	-0.47	0.64

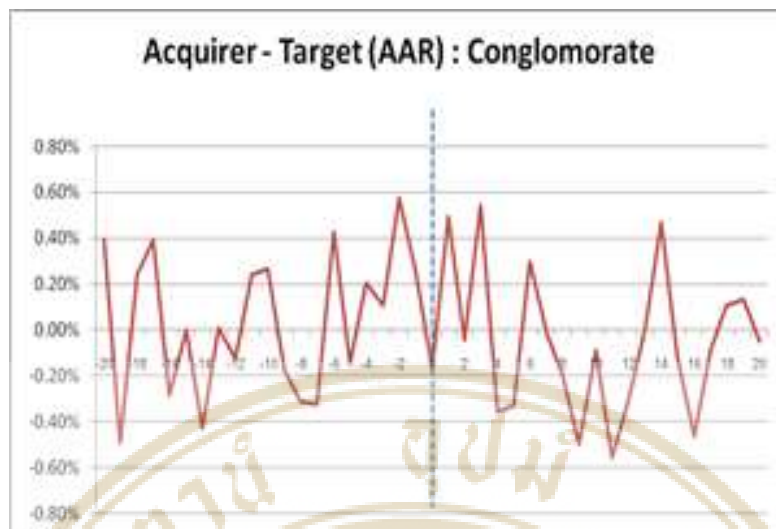
4.1.2 มุมมองด้านการควบรวมระหว่างกิจการซึ่งไม่มีความสัมพันธ์ต่อกัน (Conglomerate)

จากผลการศึกษาผลกระทบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยโดยแยกตามประเภทการควบรวม ซึ่งจากการวิเคราะห์มุมมองการควบรวมระหว่างกิจการซึ่งไม่มีความสัมพันธ์ต่อกัน (Conglomerate) พบว่า ทั้งบริษัทที่ถูกซื้อกิจการมีผลตอบแทนในเชิงบวกในวันที่ 3 หลังการประกาศควบรวม ในขณะที่บริษัทที่เข้าซื้อกิจการมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญทั้งในด้านลบในวันที่ 19 ก่อนประกาศและวันที่ 9 หลังการประกาศ

หากพิจารณาผลของกระทบบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยแบบสะสม (CAAR) โดยแยกตามประเภทการควบรวมแบบผสม พบว่าไม่มีอัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญไม่ว่าจะเป็นด้านบวกหรือด้านลบของทั้งบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ และบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ



ภาพที่ 4.3 ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบผสม (Conglomerate)



ภาพที่ 4.4 ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบผสม (Conglomerate)

ตารางที่ 4.8 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะ มุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบผสม (Conglomerate)

Time	CAAR	SE(CAAR)	T-Test	P-Value
Pre Event	14.57%	37.09%	0.39	0.70
Event	4.64%	19.55%	0.24	0.81
Post Event	-1.71%	37.09%	0.01	0.99

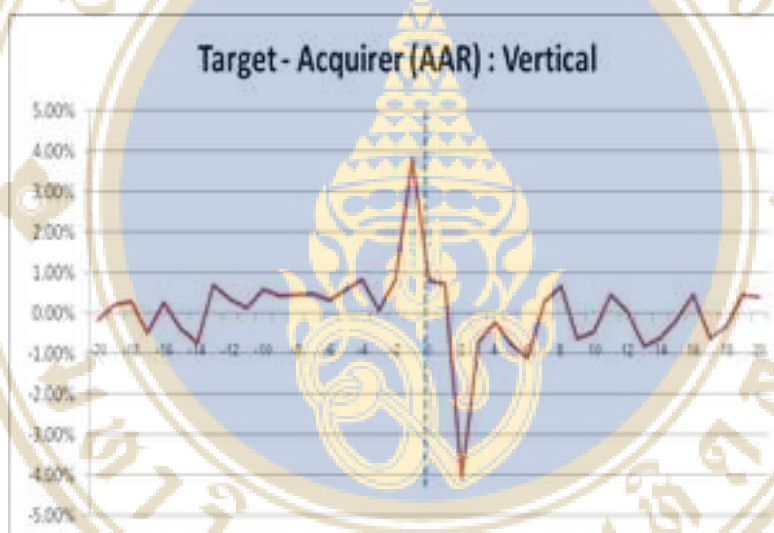
ตารางที่ 4.9 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบผสม (Conglomerate)

Time	CAAR	SE(CAAR)	T-Test	P-Value
Pre Event	0.01%	3.41%	0.00	1.00
Event	1.13%	1.80%	0.63	0.53
Post Event	-1.52%	3.41%	-0.45	0.66

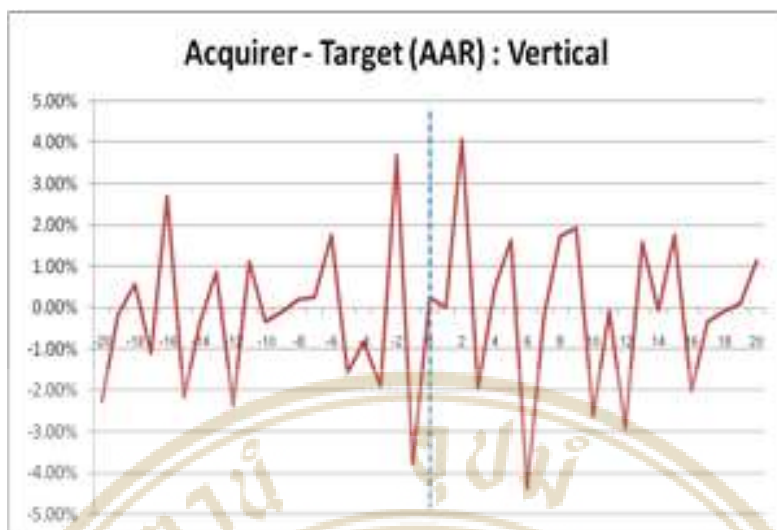
4.1.3 มุมมองด้านการควบรวมแบบแนวดิ่ง

จากผลการศึกษาผลกระทบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยโดยแยกตามประเภทการควบรวม ซึ่งจากการวิเคราะห์มุมมองการควบรวมแบบแนวดิ่ง (Vertical) พบว่า บริษัทที่ถูกซื้อกิจการ พบว่ามีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ จะมีผลตอบแทนเป็นลบในวันที่ 6, 9 และ 13 หลังวันประกาศ และมีตอบแทนเป็นบวก ในวันที่ 19 หลังประกาศ ในขณะที่ชวกันบริษัทที่เข้าซื้อกิจการมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ อย่างมีนัยสำคัญในด้านบวก ในวันที่ 18 ก่อนวันประกาศการควบรวม

หากพิจารณาผลของกระทบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยแบบสะสม (CAAR) โดยแยกตามประเภทการควบรวมแบบแนวดิ่ง พบว่า ไม่มีอัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญไม่ว่าจะเป็นด้านบวกหรือด้านลบของทั้งบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ และบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ



ภาพที่ 4.5 ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบแนวดิ่ง (Vertical)



ภาพที่ 4.6 ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) โดยแยกตามวิธีการรวบรวมแบบแนวดิ่ง

ตารางที่ 4.10 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยแยกตามวิธีการรวบรวมแบบแนวดิ่ง (Vertical)

Time	CAAR	SE(CAAR)	T-Test	P-Value
Pre Event	3.84%	3.60%	1.07	0.29
Event	2.10%	1.90%	1.10	0.28
Post Event	-3.80%	3.60%	-1.06	0.30

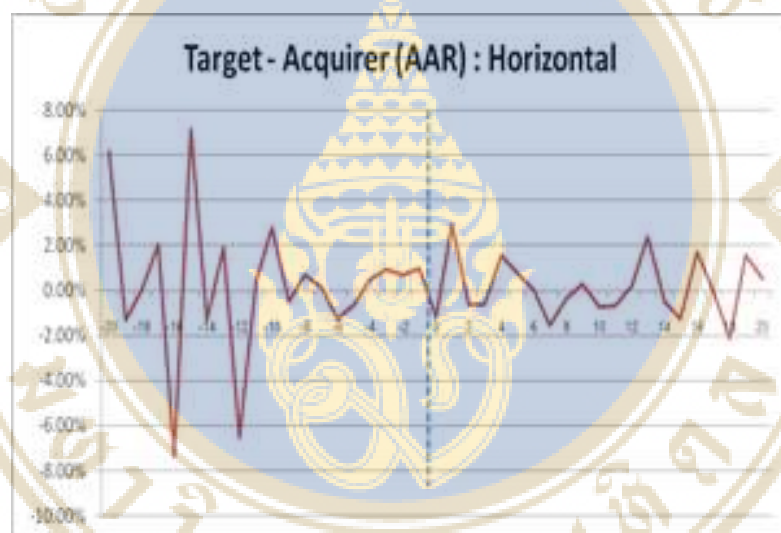
ตารางที่ 4.11 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) โดยแยกตามวิธีการรวบรวมแบบแนวดิ่ง (Vertical)

Time	CAAR	SE(CAAR)	T-Test	P-Value
Pre Event	-5.88%	9.81%	-0.60	0.55
Event	4.23%	5.17%	0.82	0.41
Post Event	-4.39%	9.81%	-0.45	0.65

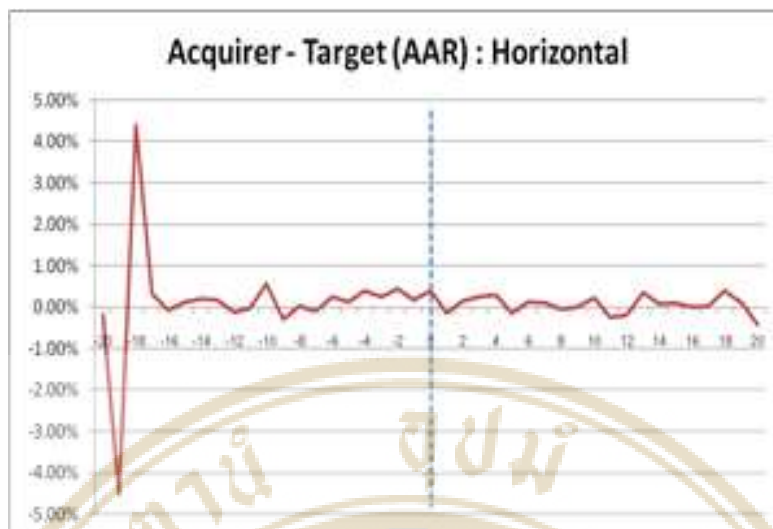
4.1.4 มุมมองด้านการควบรวมแบบแนวนอน

จากผลการศึกษาผลกระทบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยโดยแยกตามประเภทการควบรวม ซึ่งจากการวิเคราะห์มุมมองการควบรวมแบบแนวนอน (Horizontal) พบว่า บริษัทที่ถูกซื้อกิจการ โดยพบว่าการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ซึ่งมีผลกระทบในเชิงบวกในวันที่ 3 ก่อนการประกาศ ในขณะที่บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในด้านบวก ในวันที่ 10 ก่อนประกาศควบรวม

หากพิจารณาผลของกระทบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยแบบสะสม (CAAR) โดยแยกตามประเภทการควบรวมแบบแนวนอน (Horizontal) พบว่าไม่มีอัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญไม่ว่าจะเป็นด้านบวกหรือด้านลบของทั้งบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ และบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ



ภาพที่ 4.7 ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบแนวนอน



ภาพที่ 4.8 ภาพแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบแนวนอน

ตารางที่ 4.12 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะ มุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบแนวนอน (Horizontal)

Time	CAAR	SE(CAAR)	T-Test	P-Value
Pre Event	3.88%	12.05%	0.32	0.75
Event	2.78%	6.35%	0.44	0.66
Post Event	1.25%	12.05%	0.10	0.92

ตารางที่ 4.13 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยพิจารณาเฉพาะ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) โดยแยกตามวิธีการควบรวมแบบแนวนอน (Horizontal)

Time	CAAR	SE(CAAR)	T-Test	P-Value
Pre Event	1.31%	1.42%	0.92	0.36
Event	0.97%	0.75%	1.30	0.20
Post Event	0.82%	1.42%	0.58	0.56

4.2 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกรณีที่มีการประกาศควบรวมหรือการเข้าซื้อกิจการ โดยศึกษาทั้งในช่วงก่อนและหลังการประกาศในช่วงเดือนมกราคม พ.ศ. 2542 ถึงเดือน สิงหาคม พ.ศ. 2557 ซึ่งใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) เป็นวิธีที่ใช้ในการศึกษาโดยกำหนดวันที่ตลาดหลักทรัพย์เปิดเผยข่าวการประกาศควบรวมหรือการเข้าซื้อกิจการเป็นวันที่ 0 และได้กำหนดช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Period) โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายวันที่ ± 20 นับจากวันที่ 0 เพื่อทดสอบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเกิดเหตุการณ์หรือไม่ การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์หลักคือศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของกลุ่มบริษัทโดยพิจารณาแบ่งแยกตามวิธีการควบรวมกิจการ โดยมองในมุมมองทั้งบริษัทที่เข้าซื้อกิจการและบริษัทที่ถูกซื้อกิจการว่าจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์หรือไม่

ผลการศึกษาพบว่า ในภาพรวมทั้งบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ และบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ ไม่มีอัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญไม่ว่าจะเป็นด้านบวกหรือด้านลบ

หากพิจารณาแยกตามประเภทการควบรวม พบว่า ทั้งการควบรวมแบบผสม การควบรวมแบบแนวนอน และการควบรวมแบบแนวตั้ง ก็ไม่พบอัตราผลตอบแทนสะสมทั้งที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญไม่ว่าจะเป็นด้านบวกหรือด้านลบทั้งผู้เข้าซื้อกิจการ และผู้ถูกซื้อกิจการนั้น ไม่ว่าจะเป็นช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ ช่วงเกิดเหตุการณ์ และช่วงหลังเหตุการณ์ด้วยเช่นกัน

ทั้งนี้งานวิจัยนี้มีข้อจำกัด โดยศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดฯ ทั้งบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ และบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ ซึ่งถ้าเป็นบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักฯ จะไม่สามารถกระทำได้ เนื่องจากข้อจำกัดของข้อมูลของบริษัทที่อยู่นอกตลาดฯ นอกจากนี้ยังมิได้คำนึงถึงสัดส่วนการเข้าไปถือหลักทรัพย์ในบริษัทที่ถูกซื้อกิจการแต่อย่างใด อีกทั้งการกำหนดวิธีแบ่งประเภทการควบรวมนั้น ทางกลุ่มได้ใช้วิจารณญาณ และสมมุติฐานที่ทางกลุ่มได้มีการกำหนดขึ้นมาเท่านั้น

สำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษารั้งต่อไป ทางคณะวิจัยเห็นว่าหากต้องการให้เห็นภาพและผลลัพธ์ให้ชัดยิ่งขึ้น ควรมีการแยกวิเคราะห์ตามอุตสาหกรรมเพิ่มเติมด้วย หรืออาจเพิ่มปัจจัยในเรื่องของการควบรวมที่เป็นมิตร และไม่เป็นมิตรเพิ่มเติม

บรรณานุกรม

- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120.
- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1996). Detecting abnormal operating performance : The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 359-399.
- Bradley, M. (1980). Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Business*, 53(4), 345-376.
- Bradley, M., Desai, A., & Kim, H. E. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms *Journal of Business* 53(1), 345-376.
- Chang, S. (1998). Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns. *The Journal of Finance*, 53(2), 773-784.
- Cornett, M. M., Mcnutt, J. J., & Tehranian, H. (2006). Performance Changes Around Bank Mergers: Revenue Enhancements versus Cost Reductions. *Journal of Money Credit and Banking*, 38(4), 1013-1050.
- Dilshad, M. N. (2013). Profitability Analysis of Mergers and Acquisitions: An Event Study Approach. *Business and Economic Research*, 3(1), 89-125.
- Eger, C. E. (1983). An Empirical Test of the Redistribution Effect in Pure Exchange Mergers. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 18(4), 547-572.
- Erel, I. (2009). The Effect of Bank Mergers on Loan Prices: Evidence from the United States. *Advance Access publication*, 24(4), 1069-1101.
- Franks, J. R., Harris, R. S., & Mayer, C. (1988). *Means of Payment in Takeovers: Results for the United Kingdom and the United States*: University of Chicago Press.
- Fred, W. J., Chung, K. S., & Hoag, S. E. (1990). *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*: Prentice-Hall, Inc.
- Fred, W. J., & Copeland, T. E. (1992). *Managerial finance*. Florida: Dryden Press.
- Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions. *The Journal of Finance*, 57(4), 1763-1793.
- Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7(2), 151-178.
- Gordon, M. J., & Yagil, J. (1981). Financial gains from conglomerate mergers. *Research in Finance* 3(7), 103-142.

- Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B., & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: an international comparison. *International Journal of Industrial Organization*, 21(5), 625-653.
- Hansen, R. G., & Lott, J. R. J. (1996). Externalities and Corporate Objectives in a World with Diversified Shareholder/Consumers. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 31(1), 43-68.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does Corporate Performance Improve After Mergers? *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-176.
- Huang, Y.-S., & Walking, R. A. (1987). Target Abnormal Returns Associated With Acquisition Announcements. *Journal of Financial Economics*, 19(2), 329-349.
- Kahn, B. (2012). Merger Premiums and Arbitration Spreads: Evidence From U.S. Mergers Facing Regulatory Challenges. *Journal of International Finance and Economics*, 12(1), 95-103.
- Linn, S. C., & Switzer, J. A. (2001). Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions? *Journal of Banking & Finance*, 25(6), 1113-1138.
- Mantravadi, P., & Reddy, A. V. (2008). Type of Merger and Impact on Operating Performance: The Indian Experience. *Economic & Political Weekly*, 43(39), 66-74.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1982). Corporate Financing and Investment. Decisions When Firms Have Information The Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Queen, M. (1989) Market anticipation of corporate takeover and the gain for the bidders, Unpublished Doctoral Dissertation, The Anderson School at UCLA.
- Shleifer, A., & Summers, L. H. (1988). *Breach of Trust in Hostile Takeovers*: University of Chicago Press.
- Simi, K. S., Abraham, R., & Vicente, P. (2008). Vertical Merger and the Market Valuation of the Benefits of Vertical Integration. *Financial Management* 34(1), 12-46.
- Switzer, J. A. (1996). Evidence on Real Gains in Corporate Acquisitions. *Journal of Economics and Business* 48(5), 443-460.
- Travlos, N. G. (1987). Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. *The Journal of Finance*, 42(4), 943-963.
- Wansley, J. W., Lane, W. R., & Yang, H. C. (1983). Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and Method of Payment. *Financial Management*, 12(3), 16-22.
- กฤตธี คงเรือง, ณรงค์ ลักษณะประวัติ และ สิทธิกรรณ์ ผลประसार. “การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศซื้อหรือควบรวมกิจการรายอุตสาหกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” การศึกษาด้วยตนเอง หลักสูตรปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล, 2557.
- บุญทวี บุญบาร, นกคณ ศิลปวิทย์ และ อาคม เตชะวัฒน์วิศาล. “การตอบสนองของราคาหุ้นสามัญของบริษัทเป้าหมายเมื่อเกิดการรวมกิจการ.” การศึกษาด้วยตนเอง โครงการวิจัยสำหรับนักศึกษาปริญญาโท สำหรับผู้บริหาร คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2535.

พรหมกร คำรู้ย, แววรรณ รอดเจริญ และ เอกรัฐ ล้อวรลักษณ์. “การศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการทำคำเสนอซื้อเพื่อเข้าครอบงำกิจการ (Tender Offer) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.” การศึกษาด้วยตนเอง หลักสูตรปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล, 2553.

วรเชษฐ วานิชสุขสมบัติ. “การวัดประสิทธิภาพการดำเนินงานของธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยภายใต้การควบรวมกิจการ.” การศึกษาด้วยตนเอง หลักสูตรปริญญา บัณฑิตมหาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548.

อัญญา ชันธวิทย์. “การควบกิจการและการครอบงำกิจการ.” คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2540.



ภาคผนวก

ตารางที่ ผ.1 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายวันที่ ± 5 นับจากวันที่ 0
 * คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% *** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

Time	Total Target	Conglomerate	Vertical	horizontal	Listed Target - Listed Acquirer				Listed Target - Non-Listed Acquirer				Target - Acquirer	
					All Target	Conglomerate	Vertical	horizontal	All Target	Conglomera	Vertical	horizontal	Cash	Stock
จำนวน	103	33	33	37	52	15	24	13	51	18	9	24	88	9
-5	-1.12%	-3.33%	0.47%	-0.45%	-0.30%	-0.01%	-0.38%	-0.49%	2.93%	8.94%	0.49% *	-0.66%	-1.49%	0.00%
-4	-0.37%	-2.39%	0.78%	0.34%	0.82%	1.33%	0.94%	0.03%	-3.22%	-10.06%	1.04%	0.32%	-0.54%	1.32%
-3	0.67% **	1.34% *	0.10%	0.78% *	0.59%	0.39%	0.44%	1.10%	0.42%	1.05%	-1.92% **	0.81%	0.54%	-0.14%
-2	1.85%	3.92%	0.86%	0.67%	0.22%	-0.16%	0.20%	0.71%	3.77%	10.92%	0.49%	-0.37%	1.36%	0.75%
-1	2.35%	2.68%	3.79%	1.20% **	3.13%	1.07%	4.91%	2.22% **	-2.23%	-7.46%	-0.10%	0.90%	2.12%	10.35%
0	2.56%	8.70%	0.85%	-1.29%	0.78%	-2.57%	3.11% *	0.36%	5.31%	17.23%	0.14%	-1.68%	1.45%	1.91%
1	2.00%	2.09%	0.76%	2.15%	0.29%	-0.56%	1.91%	-1.74% **	3.34%	0.44%	1.65%	6.14%	2.88%	1.11%
2	-5.71% *	-13.16%	-4.05%	-0.42%	-2.13%	-0.44%	-4.73%	0.74%	-3.56%	-9.81%	1.38%	-0.73% **	-5.36%	-12.71%
3	0.72%	3.74%	-0.74%	-0.29%	-1.02% **	-1.18%	-0.82%	-1.20%	3.16%	8.59%	2.85%	-0.79%	0.79%	-2.56% **
4	0.23%	-0.55%	-0.27%	1.05%	-0.16%	0.82% *	0.40%	-2.31%	1.19%	0.45%	-0.25%	2.28%	-0.47%	0.68%
5	-1.68%	-5.28%	-0.78%	0.26%	-0.06%	-0.73% **	-1.04%	2.52%	-3.15%	-8.53%	-2.00%	0.46%	-1.96%	-0.64%

ตารางที่ ผ.2 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ(AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ(Acquirer) โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายวันที่ ±5 นับจากวันที่ 0

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%

** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5%

*** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

Time	Listed Acquirer - Listed Target				Listed Acquirer - Non-Listed Target				Acquirer - Target					
	Total Acquirer		Vertical	horizontal	All Acquirer	Conglomerate	Vertical	horizontal	All Acquirer	Conglome	Vertical	horizontal	Cash	Stock
จำนวน	320	139	81	100	76	23	33	20	244	58	106	80	310	10
-5	-0.70%	-0.22%	0.47%	0.16%	0.18%	0.29%	0.08%	0.13%	-0.01%	-0.03%	0.13%	-0.38% *	-0.64%	0.21%
-4	-0.16%	0.25%	0.78%	0.44% **	0.34%	0.32%	0.48%	0.51%	-1.04%	0.27%	-2.72%	0.20%	-0.14%	1.35%
-3	-0.71%	0.10%	0.10%	0.18%	0.00%	0.29%	-0.33%	0.12%	-0.02%	-0.04%	-0.18%	0.16%	-0.82%	1.10%
-2	1.94%	0.59%	0.86%	0.17%	0.01%	-0.71% *	0.44%	-0.09%	1.68%	0.49%	3.29%	0.54% **	1.84%	2.96%
-1	-1.55%	0.09%	3.79%	0.06%	-0.28%	-0.08%	-0.17%	-0.58% *	-1.17%	-0.04%	-2.62% *	-0.07%	-1.63%	0.87%
0	0.26% *	0.05%	0.85%	0.36%	0.37%	-0.33%	1.00% *	0.47%	0.41% **	0.30%	0.22%	0.69%	0.16%	1.27%
1	0.10%	0.55%	0.76%	0.01%	-0.46%	-0.02%	-1.03%	-0.12%	0.14%	0.35%	0.03%	-0.05%	0.07%	-2.39% *
2	1.82%	-0.05%	-4.05%	0.22%	0.38%	0.43%	0.20%	0.24%	1.45%	0.01%	3.06%	0.22%	1.95%	-0.48%
3	-0.63%	0.52%	-0.74%	0.19%	-0.15%	-0.13%	-0.37%	0.36%	-1.12%	-0.03%	-2.51%	0.07%	-0.59%	-1.42%
4	0.21%	-0.36%	-0.27%	0.36%	0.45% *	-0.09%	0.07%	1.54% ***	1.25%	-0.07%	3.05%	-0.17%	0.34%	1.71%
5	0.61%	-0.31%	-0.78%	-0.04%	-0.14%	-0.44%	-0.75%	1.26% ***	-0.07%	-0.34%	0.40%	-0.21%	0.63%	0.59%

ตารางที่ ผ.3 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ(AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ(Target) โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายวันที่ ±10 นับจากวันที่ 0
 * คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10% ** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% *** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

Time	Total Target	Conglomerate	Vertical	horizontal	Listed Target - Listed Acquirer				Listed Target - Non-Listed Acquirer				Target - Acquirer	
					All Target	Conglomerate	Vertical	horizontal	All Target	Conglomera	Vertical	horizontal	Cash	Stock
จำนวน	103	33	33	37	52	15	24	13	51	18	9	24	88	9
-10	5.60%	13.89%	0.61%	2.28%	-0.15%	0.21%	-0.54%	0.18%	6.09%	12.36%	0.04%	3.65%	5.82%	-0.31%
-9	0.16%	0.60%	0.46%	-0.54%	0.73%	0.42%	1.51% *	-0.36%	-0.37%	0.62%	-1.33% **	-0.74%	0.13%	1.33%
-8	-2.57%	-8.99%	0.49%	0.37%	0.43%	-0.41%	1.21%	-0.03%	-0.24%	-0.83%	-1.00%	0.49%	-3.01%	-0.94%
-7	0.37%	0.39%	0.52%	0.04%	0.47%	0.42%	0.40%	0.66%	-0.43%	-2.02%	0.73%	0.33%	0.57%	-0.21%
-6	1.69%	6.47%	0.38%	-1.56%	0.98% **	2.21% *	0.40%	0.62%	-4.32%	-7.50%	-0.75%	-3.26%	2.76%	1.68%
-5	-1.07%	-3.21%	0.47%	-0.51%	-0.31%	0.05%	-0.45%	-0.48%	2.91%	8.89%	0.48% *	-0.65%	-1.42%	0.05%
-4	-0.22%	-2.04%	0.81%	0.42%	0.86% *	1.40%	0.95%	0.07%	-3.06%	-9.68%	1.00%	0.39%	-0.36%	1.36%
-3	0.76% **	1.39% *	0.12%	0.96% **	0.64%	0.47%	0.49%	1.12%	0.45%	0.95%	-1.94% **	0.97% **	0.62%	-0.10%
-2	1.85%	3.94%	0.88%	0.65%	0.30%	-0.07%	0.25%	0.82%	3.70%	10.71%	0.44%	-0.33%	1.41%	0.79%
-1	2.43%	2.75%	3.81%	1.33% **	3.16% *	1.15%	4.89%	2.29% **	-2.21%	-7.62%	-0.14%	1.07%	2.22%	10.35%
0	2.63%	8.79%	0.88%	-1.22%	0.81%	-2.49%	3.12% *	0.36%	5.29%	17.17%	0.08%	-1.65%	1.52%	1.94%
1	1.89%	1.70%	0.79%	2.14%	0.31%	-0.49%	1.94%	-1.77% **	3.01%	-0.50%	1.63%	6.16%	2.76%	1.14%
2	-5.63% *	-12.91%	-4.04%	-0.44%	-2.10%	-0.35%	-4.73%	0.75%	-3.51%	-9.59%	1.33%	-0.75% **	-5.25%	-12.68%
3	0.83%	3.97%	-0.72%	-0.21%	-0.99% **	-1.11%	-0.80%	-1.21%	3.27%	8.73%	2.79%	-0.64%	0.92%	-2.56% **
4	0.24%	-0.65%	-0.26%	1.11%	-0.13%	0.90% *	0.41%	-2.34%	1.05%	-0.01%	-0.26%	2.33%	-0.48%	0.72%
5	-1.53%	-4.81%	-0.74%	0.25%	-0.01%	-0.62% **	-1.02%	2.55%	-3.02%	-7.90%	-2.05%	0.29%	-1.79%	-0.60%
6	3.53%	12.26%	-1.08% *	-0.05%	-0.65% *	-0.39%	-0.65%	-0.96% *	2.11%	7.70%	-0.75%	-1.01% **	4.29%	-0.01%
7	-0.18%	0.83%	0.30%	-1.50%	0.20%	-0.74%	0.24%	1.21%	-1.00%	0.31%	0.51%	-2.54%	0.21%	-0.10%
8	-0.51%	-1.69%	0.70%	-0.38%	-0.05%	-0.40%	0.79%	-1.18%	-0.35%	-0.25%	0.37%	-0.70%	-0.50%	0.15%
9	-4.41%	-13.55%	-0.56% **	0.25%	-0.18%	-0.55%	-0.09%	0.09%	-3.16%	-8.60%	-0.28%	-0.16%	-5.21%	0.32%
10	2.17%	8.00%	-0.42%	-0.57%	-0.08%	-0.26%	0.00%	-0.04%	-0.33%	1.10%	-0.51%	-1.33%	2.96%	0.03%

ตารางที่ ผ.4 ตารางแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาเฉพาะมุมมองบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายวันที่ ± 10 นับจากวันที่ 0

* คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%

** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5%

*** คือ นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1%

Time	Total Acquirer	Conglomerate □	Vertical	horizontal	Listed Acquirer - Listed Target				Listed Acquirer - Non-Listed Target				Acquirer - Target	
					All Acquirer	Conglomerate	Vertical	horizontal	All Acquirer	Conglome	Vertical	horizontal	Cash	Stock
จำนวน	320	139	81	100	76	23	33	20	244	58	106	80	310	10
-10	0.08%	0.22%	-0.36%	0.39%	0.09%	0.11%	0.00%	0.05%	0.18%	0.36%	-0.17%	0.58%	-0.08%	0.44%
-9	-0.17%	-0.19%	-0.07%	-0.20%	0.17%	-0.16%	0.84%	-0.30%	-0.12%	-0.07%	0.00%	-0.22%	-0.14%	-1.60%
-8	0.04%	-0.31%	0.25%	0.04%	-0.17%	-0.66% *	0.09%	-0.03%	-0.04%	-0.33%	-0.17%	0.05%	-0.11%	0.24%
-7	-0.03%	-0.33%	0.23%	-0.05%	0.19%	0.46%	0.19%	-0.32%	1.07%	-0.66%	2.77%	0.03%	0.16%	-1.27%
-6	0.98%	0.37%	1.86%	0.20%	-0.04%	-0.49%	-0.26%	0.81%	0.04%	1.06% *	-0.41%	-0.30%	0.97%	0.79%
-5	-0.65%	-0.18%	-1.49%	0.17%	0.20%	0.34%	0.08%	0.11%	0.00%	0.05%	0.11%	-0.37% *	-0.60%	0.21%
-4	-0.20%	0.22%	-0.84%	0.44% **	0.33%	0.31%	0.48%	0.49%	-1.05%	0.27%	-2.72%	0.20%	-0.18%	1.36%
-3	-0.75%	0.06%	-1.92%	0.18%	-0.01%	0.29%	-0.33%	0.09%	-0.04%	-0.07%	-0.23%	0.17%	-0.86%	1.10%
-2	1.88%	0.54%	3.66%	0.17%	-0.01%	-0.77% **	0.44%	-0.11%	1.62%	0.45%	3.20%	0.54% **	1.77%	2.97%
-1	-1.51%	0.13%	-3.68%	0.05%	-0.27%	-0.03%	-0.16%	-0.61% *	-1.15%	0.02%	-2.60%	-0.06%	-1.58%	0.87%
0	0.25%	-0.02%	0.30%	0.36%	0.37%	-0.35%	1.02% *	0.45%	0.39% **	0.24%	0.22%	0.69%	0.15%	1.27%
1	0.14%	0.56%	0.11%	-0.01%	-0.47%	-0.03%	-1.03%	-0.18%	0.18%	0.39%	0.12%	-0.07%	0.11%	-2.36% *
2	1.83%	-0.03%	4.12%	0.22%	0.37%	0.46%	0.20%	0.20%	1.45%	0.06%	3.05%	0.23%	1.96%	-0.48%
3	-0.60%	0.54%	-1.86%	0.19%	-0.14%	-0.08%	-0.35%	0.33%	-1.12%	0.01%	-2.53%	0.08%	-0.56%	-1.43%
4	0.22%	-0.38%	0.54%	0.36%	0.45% *	-0.07%	0.08%	1.52% ***	1.24%	-0.08%	3.05%	-0.18%	0.35%	1.70%
5	0.58%	-0.32%	1.61%	-0.04%	-0.15%	-0.43%	-0.75%	1.23% ***	-0.09%	-0.33%	0.33%	-0.20%	0.60%	0.62%
6	-1.74%	0.32%	-4.29%	0.04%	-0.02%	0.95%	-0.81%	-0.27%	-1.47%	0.18%	-3.53%	0.03%	-1.89%	-0.36%
7	-0.03%	-0.04%	-0.12%	0.04%	0.10%	0.57%	-0.13%	0.16%	0.06%	-0.22%	-0.13%	0.59% **	0.02%	-1.53%
8	0.67%	-0.28%	1.76%	-0.16%	-0.19%	-0.42%	0.09%	-0.37%	-0.06%	-0.02%	0.08%	-0.07%	0.65%	-0.44%
9	0.73%	-0.46% *	1.95%	0.05%	0.24%	0.39%	-0.15%	0.55%	1.16%	-0.53% *	3.16%	-0.29%	0.73%	1.73%
10	-1.08%	-0.05%	-2.59%	0.08%	0.12%	1.17%	-0.64% **	0.03%	-1.33%	-0.39%	-2.84%	0.05%	-1.10%	1.02%