

การศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการ ของบริษัท  
ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาในกรณีของผู้เข้าควบรวม  
กิจการและถูกควบรวมกิจการ และประเภทการควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร เป็นกลาง  
และไม่เป็นมิตร



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต  
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล  
พ.ศ. 2559

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

การศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการ ของบริษัท  
ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาในกรณีของผู้เข้าควบรวม  
กิจการและถูกควบรวมกิจการ และประเภทการควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร เป็นกลาง  
และไม่เป็นมิตร

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 18 ตุลาคม 2559



นายชนกร วุฒิพงษ์  
ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช,  
Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษานิพนธ์

เทียนทิพ สุพานิช,  
Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

ดวงพร อภาศิริปป์,  
Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทรโคติกา,  
Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควรรวมกิจการ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาในกรณีของผู้เข้าควรรวมกิจการและถูกควรรวมกิจการ และประเภทการควรรวมกิจการแบบเป็นมิตร เป็นกลาง และไม่ เป็นมิตร ประสบผลสำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร ชาระวานิช และรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติรี จันทรโคติกา ซึ่งได้สละเวลาให้คำปรึกษา คำแนะนำ ตลอดจนข้อคิดเห็นต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการทำสารนิพนธ์ในครั้งนี้

สุดท้ายทางผู้วิจัยขอขอบคุณผู้มีพระคุณ อาทิ คุณพ่อ คุณแม่ และครอบครัวที่ให้อำลงใจ และให้การสนับสนุนมาโดยตลอด รวมทั้งคุณบุญญา วิจัยสุขสกุล และเพื่อนทุกท่านที่ได้ร่วมแรง ร่วมใจช่วยเหลืองานวิจัยครั้งนี้สำเร็จไปได้ด้วยดี หากงานวิจัยฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใดต้อง ขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

ชนกร วุฒิพงษ์



การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาในกรณีของผู้เข้าควบรวมกิจการและถูกควบรวมกิจการ และประเภทการควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร เป็นกลางและไม่เป็นมิตร

THE RESPONSE OF STOCK PRICE WITH MERGER ANNOUNCEMENT OF THE LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

ธนกร วุฒิพงษ์ 5750424

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยะภัทร ธาระวานิช, Ph.D., เทียนทิพ สุพานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา, Ph.D.

#### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการประกาศควบรวมกิจการ โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่มีการประกาศควบรวมกิจการ ตั้งแต่ 2518 จนถึง 2558 โดยทำการศึกษาทั้งในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target) และประเภทการควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร เป็นกลาง และแบบไม่เป็นมิตร (Management's Attitude) นอกจากนี้งานศึกษารังนี้ได้ศึกษาโดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross section Data) โดยใช้ตัวแปรขนาดของธุรกิจที่แตกต่างกันระหว่างบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการและถูกควบรวมกิจการ (Size of Firm)

ผลการศึกษาในภาพรวมพบว่า บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมที่ผิดปกติ (CAAR) อย่างมีนัยสำคัญโดยมีค่าเฉลี่ยที่ 2.02% ในช่วง 1 วัน ก่อนการประกาศควบรวมกิจการ และ 1 วันหลังการประกาศควบรวมกิจการ ในขณะที่บริษัทที่เข้าควบรวมกิจการไม่มีอัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ผลการศึกษาโดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวางพบว่า ตัวแปรขนาดของธุรกิจ (Size of Firm) ไม่สามารถอธิบายขนาดของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้นได้ทั้งในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ

คำสำคัญ : อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย, อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม, การประกาศควบรวมกิจการ

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ฉ
สารบัญภาพ	ช
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ทฤษฎีแนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	4
2.1.1 ทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด	4
2.1.2 การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ	5
2.1.3 ข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันและการส่งสัญญาณ	7
2.1.4 ทฤษฎีมุมมองบนพื้นฐานทรัพยากร	8
2.2 งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	8
2.2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทน ที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ	8
2.2.2 กรณีการควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร แบบไม่เป็นมิตร และแบบเป็นกลาง	11
2.2.3 กรณีตัวแปรขนาดของธุรกิจ	11
บทที่ 3 วิธีการดำเนินงานวิจัย	14
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง	14
3.2 สูตรและขั้นตอนในการวิจัย	15
3.2.1 ช่วงระยะเวลาการศึกษา	15
3.2.2 การคำนวณอัตราผลตอบแทน	16
3.2.3 ตัวแปร	22

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
<b>บทที่ 4 ผลการศึกษา</b>	<b>24</b>
4.1 ผลการศึกษาการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	24
4.2 ผลการศึกษาการควบรวมกิจการในแบบเป็นมิตร (Friendly), ไม่เป็นมิตร (Hostile) และแบบเป็นกลาง (Neutral) ในกรณีของผู้เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	27
4.3 ผลการศึกษาการควบรวมกิจการในแบบเป็นมิตร (Friendly), ไม่เป็นมิตร (Hostile) และแบบเป็นกลาง (Neutral) ในกรณีของผู้ถูกควบรวมกิจการ (Target)	30
4.4 ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอย (Regression)	34
<b>บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย</b>	<b>36</b>
<b>บรรณานุกรม</b>	<b>38</b>
<b>ประวัติผู้วิจัย</b>	<b>41</b>



## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
4.1 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณา ในกรณีบริษัท ที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	26
4.2 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวม กิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	26
4.3 แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณา ในกรณีบริษัท ที่เข้าควบรวม กิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	27
4.4 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) ตามวิธีการควบรวม ในกรณี ของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	29
4.5 แสดงอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) ตามวิธีการควบรวม ในกรณี ของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	29
4.6 แสดงการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) มุมมองของบริษัท ที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	30
4.7 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) ในกรณีของบริษัท ที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	32
4.8 แสดงอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) ในกรณีของบริษัท ที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	33
4.9 แสดงการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ในกรณีของบริษัท ที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	33
4.10 แสดงการวิเคราะห์การถดถอย (Regression) ของกลุ่มบริษัทที่เข้า ควบรวมกิจการ (Acquirer) และกลุ่มบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	35

## สารบัญญภาพ

ภาพ		หน้า
3.1	แผนภาพแสดงช่วงเวลาทางสถิติที่ศึกษา	15
3.2	ช่วงของเหตุการณ์ที่ศึกษา	16
4.1	แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณา ในกรณีบริษัท ที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	25
4.2	แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณา ในกรณีบริษัท ที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	25
4.3	แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยตามวิธีการควบรวม ในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	28
4.4	แสดงการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) ตามวิธีการควบรวม ในกรณี ของบริษัทที่เข้าควบรวม กิจการ (Acquirer)	28
4.5	แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยแบ่งตามวิธีการควบรวมกิจการ ในกรณีของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	31
4.6	แสดงการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) โดยแบ่งตามวิธีการควบรวมกิจการ ในกรณีของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	31
4.7	ภาพขยายแสดงการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) โดยแบ่งตามวิธีการควบรวมกิจการ ในกรณี ของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	32



## บทที่ 1

### บทนำ

การควบรวมกิจการเป็นเครื่องมือที่มีความสำคัญกับระบบเศรษฐกิจของประเทศ, การพัฒนาตลาดทุน และความสำคัญต่อธุรกิจในยุคปัจจุบันและอนาคต เนื่องจากสภาพแวดล้อมที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นทั้งภายในและภายนอกประเทศ ทำให้ธุรกิจต้องมีการปรับกลยุทธ์ทางธุรกิจเพื่อรองรับการแข่งขัน รวมถึงเพื่อให้บริษัทของตนอยู่รอด การควบรวมกิจการยังเป็นอีกเครื่องมือหนึ่งที่ช่วยเสริมศักยภาพในเรื่องของการทำงบการเงินของบริษัทให้แข็งแกร่ง, ต้นทุนการดำเนินงานลดลงจากขนาดของกิจการที่ใหญ่ขึ้น (Economy of Scale), เพิ่มอำนาจต่อรองด้านการค้าที่สูงขึ้น จากส่วนแบ่งของตลาดหลังการควบรวมกิจการที่เพิ่มสูงขึ้น, สิทธิประโยชน์ทางภาษี, ช่วยให้กิจการขยายตลาดเข้าสู่ธุรกิจใหม่ และลดความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจ

การที่ผู้ประกอบการจะทำการตัดสินใจเข้าควบรวมกิจการ หรือถูกควบรวมกิจการกับบริษัทใดบริษัทหนึ่ง ผู้ประกอบการจำเป็นต้องทราบโอกาสและความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจากการเข้าควบรวมกิจการดังกล่าว ดังนั้นงานวิจัยชิ้นนี้จึงช่วยให้ผู้ประกอบการที่กำลังรวบรวมข้อมูลเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจ ทราบถึงตัวแปรต่างๆที่อาจส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงและโอกาสที่จะเกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการ ไม่ว่าจะเป็น ในกรณีบริษัทเป็นบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) หรือเป็นบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target), กรณีการควบรวมระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดฯ (Listed) และบริษัทที่ไม่อยู่ในตลาดฯ (Non-Listed), กรณีประเภทการควบรวม (Type of Merger) และ ปัจจัยด้านขนาดของธุรกิจ (Size of Firm)

ดังนั้นการศึกษานี้จึงประกอบไปด้วยสมมติฐานใหม่ที่จะช่วยในการอธิบายความเสี่ยงและโอกาสที่จะเกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อช่วยให้การควบรวมกิจการภายในประเทศเกิดขึ้นอย่างมีประสิทธิภาพและยังคงถูกใช้เพื่อเป็นเครื่องมือที่ช่วยให้กิจการขยายตลาดเข้าสู่ธุรกิจใหม่ และลดความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจ

การศึกษาในครั้งนี้มุ่งเน้นถึงวิธีการควบรวมกิจการในแต่ละวิธีว่ามีผลต่อราคาหุ้นของบริษัททั้งบริษัทที่เป็นผู้เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่เป็นผู้ถูกควบรวมกิจการ (Target) ว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยใช้ข้อมูลการทำธุรกรรมที่เกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 178 ธุรกรรม เป็นรายวัน ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่วันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2558 โดยตัดตัวอย่างช่วงที่เกิดเหตุการณ์

ซ้อนทับกับวันประกาศเหตุการณ์การเพิ่มทุน ลดทุน และการประกาศจ่ายปันผลในกรณีที่การควมรวมใกล้เคียงกันโดยไม่เกิน 30 วัน โดยใช้เพื่อพิจารณาว่าตัวแปรใดที่ส่งผลต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) โดยมีการแบ่งช่วงเวลาในการศึกษาเป็น 2 ช่วง คือช่วงประมาณการ (Estimation Period) ใช้ข้อมูลการซื้อขายจำนวน 60 วัน และช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Period) ใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของการซื้อขายหลักทรัพย์วันที่  $\pm 5$  วัน จากวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date) ทั้งนี้ได้มีการแบ่งช่วงย่อยออกเป็น 3 ช่วงซึ่งประกอบไปด้วย ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ -5 ถึง -2 (Pre-event period) ช่วงเกิดเหตุการณ์ -1 ถึง +1 (Event period) และช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ +2 ถึง +5 (Post-event period)

การศึกษาในช่วงแรกคือศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) และอัตราการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) โดยใช้วิธีการศึกษาแบบ Event Study โดยแบ่งหัวข้อที่สนใจออกเป็น 2 หัวข้อคือ

1. การศึกษาถึงบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ
2. การแบ่งประเภทการควบรวมออกเป็นแบบเป็นมิตร เป็นกลาง และไม่เป็นมิตร

การศึกษาในช่วงที่สองคือ ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ช่วง (-1,+1) โดยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอย (Regression) โดยทำการวิเคราะห์ตัวแปรทางสถิติที่สนใจเพื่อทดสอบผลกระทบของการควบรวมกิจการว่าเมื่อมีการประกาศควบรวมกิจการตัวแปรดังกล่าวจะส่งผลอย่างไรต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์นั้น ซึ่งปัจจัยในการวิเคราะห์คือขนาดของธุรกิจ (Size of Firm)

จากผลการศึกษาด้วยวิธีทดสอบทางสถิติ (t-test) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 พบว่าบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target) จะมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ในเชิงบวก ส่วนบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquire) กลับไม่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) แต่อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) และปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (AAV) พบว่าบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target) เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) และมีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (AAV) ในเชิงบวกที่มากกว่าบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquire) อย่างมีนัยสำคัญ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานศึกษาของบุญทวี, นกตล และ อาคม (1992) ซึ่งพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทผู้ทำการรวมกิจการ เนื่องจากในการรวมกิจการครั้งหนึ่ง บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายของการรวมนั้นมีเพียงบริษัทเดียว ในขณะที่บริษัทผู้ทำการรวมนั้นมีหลายบริษัท การแข่งขันระหว่างบริษัทจึงอาจสูงมาก ดังนั้นผลประโยชน์จากการรวมกิจการที่จะตกแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทผู้ทำการรวมจึงเหลือไม่มากนัก

ผลการศึกษาโดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-sectional Data) พบว่าในภาพรวมทั้งบริษัทที่เข้ารวมกิจการ และบริษัทที่ถูกรวมกิจการ โดยพบว่าตัวแปรขนาดของธุรกิจ (Size of Firm) ไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) ได้

โดยงานวิจัยชิ้นนี้ถูกแบ่งออกเป็นห้าส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review), วิธีการดำเนินการวิจัย (Methodology), ผลการวิจัย (Results), และ สรุปผล (Conclusion) ตามลำดับ



## บทที่ 2

### ทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

##### 2.1.1 ทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด

Fama (2008) การวิเคราะห์ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพจะอยู่ภายใต้สมมติฐานตลาดแข่งขันสมบูรณ์ จึงส่งผลให้มูลค่าที่ควรเป็นของหุ้นจะเท่ากับราคาตลาด ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง จะเป็นข้อมูลสะท้อนข่าวสารอย่างสมบูรณ์ การตัดสินใจซื้อหรือขายหุ้นของนักลงทุน จึงอยู่บนพื้นฐานของการคาดคะเนด้วยเหตุผล (Rational Expectation) จึงไม่มีใครสามารถทำกำไรเกินปกติได้ โดยระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดแบ่งออกเป็น 3 ระดับ ตามความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลต่างๆ ดังนี้

1. ความมีประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak-Form Efficiency) กล่าวคือหากตลาดมีประสิทธิภาพ ระดับหนึ่งแล้ว จะไม่มีนักลงทุนรายใดที่จะนำข้อมูลการซื้อขายในอดีตมาวิเคราะห์ทางเทคนิค เพื่อสร้างกำไรเกินปกติได้อย่างต่อเนื่อง ดังนั้นการใช้แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้านเทคนิคเพื่อพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ จึงไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้

2. ความมีประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi-Strong Efficiency) กล่าวคือความสามารถของตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์สะท้อนถึงข้อมูลสาธารณะอย่างรวดเร็ว ได้แก่ ผลการดำเนินงานของกิจการรายงานการประชุมในวาระต่างๆ แผนการดำเนินงานในปัจจุบันและอนาคต การจัดอันดับความน่าเชื่อถือ รวมถึงข้อมูลเศรษฐกิจมหภาคที่เปิดเผยสู่สาธารณะอย่างถูกต้อง รวดเร็ว และครบถ้วน ดังนั้นการใช้แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้านเทคนิคและแนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเพื่อพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ จึงไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้

3. ความมีประสิทธิภาพในระดับสูง (Strong-Form Efficiency) กล่าวคือ ความสามารถของตลาดสามารถสะท้อนทั้งข้อมูลสาธารณะ และข้อมูลวงใน (Inside Information) ได้อย่างรวดเร็ว จึงไม่มีผู้ลงทุนคนใด หรือกลุ่มใดเลยที่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้อย่างคงเส้นคงวา



ดังนั้นในการนำแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพมาใช้ในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานในภาวะที่ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพ จะไม่ทำให้นักลงทุนสามารถกำไรส่วนเกินได้ แต่ในทางปฏิบัติผู้ลงทุนแต่ละคนย่อมมีความสามารถในการวิเคราะห์ข้อมูลแตกต่างกัน โดยผู้วิเคราะห์ที่มีความสามารถในการวิเคราะห์ที่เหนือกว่า, ความรวดเร็วในการเข้าถึงข้อมูล, การวิเคราะห์ข่าวสาร, การคาดการณ์ และการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละราย จะก่อให้เกิดอุปสงค์ และอุปทาน ในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งผลลัพธ์จะถูกสะท้อนออกมาในรูปแบบของราคาหลักทรัพย์ ณ เวลานั้น ดังนั้นข้อมูลข่าวสารที่กระจายออกมาจากระดับวงใน ทำให้การเข้าถึงข้อมูลของกลุ่มคนแต่ละกลุ่มแตกต่างกัน ทำให้เกิดการใช้อ้างอิงข้อมูลก่อนที่ข้อมูลดังกล่าวจะถูกเผยแพร่สู่สาธารณชน หรือนักลงทุนรายย่อย (Insider Trading)

### 2.1.2 การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ

Bose (2014) จากทฤษฎีนี้ได้กล่าวว่า เมื่อบริษัทหนึ่งเข้าร่วมกับอีกบริษัทจะทำให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทผู้ถูกรวมหรือของทั้งสองบริษัทดีขึ้น เมื่อตลาดทราบว่าประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทจะดีขึ้นหลังการรวมกิจการ ตลาดก็ให้ราคาหุ้นของบริษัททั้งสองสูงกว่าราคาที่ให้ไว้แต่เดิมเป็นเหตุให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติกับบริษัททั้งสองการพัฒนาประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทหลังการรวมกิจการอาจมาจากหลายสาเหตุได้แก่

1. การที่บริษัทผู้เข้าร่วมกิจการได้ถ่ายทอดเทคโนโลยีในการบริหารงานที่ดีให้บริษัทผู้ถูกรวม (Differential Managerial Efficiency) แนวคิดนี้เชื่อว่ากลุ่มผู้บริหารกิจการต่างๆ มีความตั้งใจที่จะบริหารของบริษัทให้ดีที่สุดเท่าที่ความสามารถจะอำนวย ผู้บริหารสามารถใช้เทคโนโลยีการบริหารงานบริษัทได้ในเวลาเดียวกัน ดังนั้นเมื่อผู้บริหารของบริษัทหนึ่งสามารถบริหารงานได้มีประสิทธิภาพดีกว่าผู้บริหารของอีกบริษัทและยังสามารถบริหารบริษัทหลายๆบริษัทได้ในเวลาเดียวกันด้วย บริษัทซึ่งมีผู้บริหารที่มีความสามารถสูงนี้อาจเข้าควบกิจการหรือเข้าครอบงำกิจการของอีกบริษัทหนึ่ง จากนั้นก็ถ่ายทอดเทคโนโลยีในการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพนี้ให้แก่บริษัทผู้ถูกรวมดำเนินงานของบริษัท การดำเนินงานของบริษัทผู้ถูกรวมก็จะมีประสิทธิภาพดีขึ้น ในขณะที่ประสิทธิภาพของการดำเนินงานของบริษัทผู้เข้าร่วมก็ไม่ได้ลดลง การควบกิจการและการเข้าครอบงำกิจการจึงถือว่าเป็นสิ่งที่ดีเพราะเมื่อบริษัทรวมกันแล้วผลการดำเนินงานรวมของทั้งสองบริษัทจะดีขึ้นเนื่องจากบริษัททั้งสองสามารถใช้กลุ่มผู้บริหารที่มีความสามารถร่วมกันได้ (Managerial Synergy)

2. การเข้าครอบงำกิจการเพื่อเปลี่ยนผู้บริหารที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Inefficient Management) แนวคิดนี้เชื่อว่าผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มีความสามารถบริหารงานได้ดีพอๆ กันแต่การที่ผลการดำเนินงานของบริษัทหนึ่งออกมาดีกว่าของอีกบริษัทหนึ่งมากก็เพราะผู้บริหารของ

บริษัทนั้นตั้งใจทำงานเต็มที่ ในขณะที่ผู้บริหารของอีกบริษัทหนึ่ง ไม่ได้ใช้ความสามารถของตนบริหารอย่างเต็มกำลัง หรือไม่ได้บริหารงาน โดยเห็นประโยชน์ของบริษัทเป็นที่ตั้ง ดังนั้นบริษัทที่มีผู้บริหารมีประสิทธิภาพ จึงเข้าครอบงำบริษัทอื่นเพื่อที่จะเปลี่ยนผู้บริหารเป็นกลุ่มใหม่ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ถูกครอบงำมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น

3. การรวมตัวกันของบริษัทอาจทำให้ต้นทุนของการดำเนินงานลดลง (Operating Synergy) การรวมตัวกันของสองบริษัททำให้ขนาดของกิจการหลังการรวมตัวมีขนาดใหญ่ขึ้น การเพิ่มขึ้นของขนาดอาจทำให้ต้นทุนการดำเนินงานของบริษัทลดลง ซึ่งส่งผลให้เกิดการประหยัดต่อขนาด

4. การรวมตัวกันทำให้การกระจายธุรกรรมของบริษัทดีขึ้น (Pure Diversification) การกระจายธุรกรรมช่วยให้การดำเนินงานของบริษัทมีประสิทธิภาพดีขึ้นได้ทั้งทางตรงและทางอ้อม

5. การรวมตัวกันแล้วทำให้เกิดผลดีทางการบริหารการเงินของบริษัท (Financial Synergy) ผลดีทางการบริหารการเงินนี้เป็นผลอย่างหนึ่งจากการรวมตัวกันแล้วมีการกระจายธุรกรรม

6. การปรับกลยุทธ์ของบริษัทเพื่อให้เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไป (Strategic Realignment to Changing Environments) การปรับกลยุทธ์เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของการบริหารงานของบริษัทเป็นแนวความคิดด้านการบริหารกลยุทธ์ (Strategic Management) การควบกิจการและการเข้าครอบงำกิจการอาจเป็นการปรับแผนกลยุทธ์แบบหนึ่ง (Long-Range Strategic Plan) ที่กิจการนำมาใช้ปรับการบริหารงานเพื่อให้เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไป

7. การปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานเพื่อลดปัญหากิจการมีมูลค่าต่ำกว่าระดับที่จะเป็นจริง (undervaluation) สมมติว่าตลาดมีการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ ข่าวสารข้อมูลทั้งหมดเกี่ยวกับบริษัทจึงถูกสะท้อนไว้ในราคาหุ้นของบริษัทแล้วอย่างถูกต้อง การที่ราคาหุ้นจะสูงหรือต่ำจึงขึ้นอยู่กับผู้บริหารว่ามีความสามารถในการบริหารกิจการดีเพียงใด หากผู้บริหารทำงานไม่มีประสิทธิภาพ ราคาหุ้นจะปรับตัวลดลง ทำให้ราคาหุ้นมีมูลค่าต่ำกว่าราคาที่เป็นจริง การรวมกิจการหรือการเข้าครอบงำกิจการแล้วมีผลให้ประสิทธิภาพในการบริหารงานของบริษัทดีขึ้น ก็จะทำให้ราคาหุ้นมีราคาสูงขึ้นเป็นการแก้ปัญหาราคาหุ้นมีมูลค่าต่ำกว่าระดับที่ควรจะเป็น

8. การรวมตัวกันของกิจการเพื่อเพิ่มอำนาจต่อรอง (Market Power) การรวมตัวกันทำให้ขนาดกิจการใหญ่ขึ้น ในขณะที่กำลังการผลิตของอุตสาหกรรมยังคงเดิม ส่วนแบ่งตลาดของกิจการหลังรวมตัวเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมจะสูงขึ้นมากและอาจทำให้บริษัทมีขนาดใหญ่พอที่จะมีอำนาจต่อรองในการกำหนดราคาของสินค้าหรือของวัตถุดิบ เพื่อการผลิตกำไรของบริษัทจะเพิ่มสูงขึ้นมากกว่ากำไรรวมของบริษัททั้งสองก่อนรวมตัว



9. ปัจจัยทางด้านภาษี (Tax Considerations) ผลประโยชน์ทางด้านภาษีอาจเป็นปัจจัยหนึ่งซึ่งเป็นแรงจูงใจให้บริษัทเข้าร่วมกิจการกัน การที่บริษัทมารวมตัวกันจะส่งผลให้บริษัทบริหารรายจ่ายภาษีได้ดีกว่าที่บริษัทจะแยกตัวเป็นอิสระจากกัน เช่นบริษัทหนึ่งมีผลกำไรแต่อีกบริษัทมีผลขาดทุนบริษัทที่ได้กำไรจะต้องเสียภาษีเต็มจำนวน ในขณะที่บริษัทที่มีผลขาดทุนไม่ได้รับภาษีที่เคยจ่ายไปคืน แต่ถ้าบริษัททั้งสองนี้รวมกันแล้ว จะทำให้กำไรสุทธิรวมลดลง ส่งผลให้ภาษีที่ต้องเสียจึงลดลงด้วย

### 2.1.3 ข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันและการส่งสัญญาณ

Eckbo, Giammarino, and Heinkel (1990) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ และความไม่เท่าเทียมกันในการรับข่าวสาร จากทฤษฎีบ่งชี้ว่าผู้บริหารหรือนักกลยุทธ์ในกิจการสามารถรับรู้ข้อมูลได้ดีกว่าผู้ถือหุ้นรายย่อย และส่งผลให้ราคาหุ้นสามารถปรับตัวได้สูงขึ้นอย่างรวดเร็วก่อนมีการประกาศให้ผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยทฤษฎีนี้สามารถนำมาอธิบายผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการประกาศควบรวมกิจการ Bradley, Desai, and Kim (1988) ได้กล่าวถึงการเข้าครอบงำกิจการที่ไม่บรรลุผล จะไม่ส่งผลต่อราคาหุ้นของบริษัทที่ปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่ประกาศว่าถูกเข้าควบรวมกิจการ โดยการที่ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้นอย่างถาวรนั้น เป็นผลมาจากความเชื่อมั่นของตลาด ที่มองว่าบริษัทผู้ถูกซื้อกิจการมีประสิทธิภาพมากพอที่จะถูกเสนอซื้อกิจการจากบริษัทอื่น แต่ในทางกลับกัน หากบริษัทผู้ถูกควบรวมกิจการเป็นบริษัทที่ไม่มีประสิทธิภาพ ราคาหุ้นของบริษัทที่ปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่มีการประกาศเข้าควบรวมกิจการจะคงอยู่ถาวรก็ต่อเมื่อการควบรวมกิจการสำเร็จเท่านั้น เป็นผลมาจากการที่ตลาดเชื่อว่า จะมีผู้บริหารชุดใหม่ที่มีประสิทธิภาพ เข้ามาทดแทนผู้บริหารชุดเดิม ซึ่งหากการเข้าควบรวมกิจการไม่สำเร็จ ราคาหุ้นของบริษัทจะถูกปรับลดลงมาตามราคาพื้นฐานที่ควรจะเป็นของบริษัท

นอกจากนี้ทฤษฎีดังกล่าวยังศึกษาถึงพฤติกรรมที่บริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งสัญญาณให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งอาจจะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหุ้นได้ กล่าวคือ ราคาหุ้นมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงสำหรับบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน (Decreasing Dividend Payout Ratio) จากการศึกษาพบว่า ราคาหุ้นจะปรับลดลงก่อนวันที่บริษัทจะประกาศจ่ายเงินปันผลจริง และจะปรับตัวลดลงถึงจุดต่ำสุดในวันที่ประกาศลดการจ่ายเงินปันผล จากนั้นราคาหุ้นมีแนวโน้มจะปรับตัวขึ้นทันที นักลงทุนที่ชอบการเก็งกำไรสามารถที่จะซื้อหุ้นลักษณะนี้เพื่อการเก็งกำไรในวันที่บริษัท ประกาศลดการจ่ายเงินปันผล เพื่อหวังราคาหุ้นปรับตัวขึ้น ในทางกลับกันราคาหุ้นมีแนวโน้มจะปรับตัวสูงขึ้นถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อนหน้า (Increasing Dividend Payout Ratio) และจากการศึกษาพบว่า ราคาหุ้นจะปรับตัวเพิ่มขึ้นก่อนวันที่ประกาศจริงและจะปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง

จุดสูงสุดในวันที่ประกาศเพิ่มการจ่ายเงินปันผล หลังจากนั้นราคาจะปรับตัวลดลงทันที นักลงทุนที่ชาญฉลาดอาจจะถือจังหวะนี้ขายทำกำไรได้

#### 2.1.4 ทฤษฎีมุมมองบนพื้นฐานทรัพยากร

Penrose (1995) ทฤษฎีที่มุ่งเน้นปัจจัยภายในขององค์กร นั่นคือ ทรัพยากร ภายในองค์กร และความสามารถขององค์กรเป็นพื้นฐานหลัก ในการดำเนินงาน โดยมีความสำคัญอย่างยิ่งในการสร้างความได้เปรียบในการแข่งขัน ทั้งนี้ผลการดำเนินงานของบริษัทจะถูกกำหนดโดยทรัพยากรภายในองค์กร ภายใต้ข้อสมมติฐานที่กล่าวว่าทรัพยากรของแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกันและไม่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์ โดยได้จำแนกทรัพยากรภายในองค์กรหรือธุรกิจออกเป็น 3 ประเภท คือ 1. ทรัพยากรทางกายภาพ (Physical Resource) ได้แก่ โรงงาน อุปกรณ์เครื่องจักร ท่าเรือที่ตั้งเทคโนโลยี วัตถุดิบ และสินทรัพย์ต่างๆ เป็นต้น 2. ทรัพยากรมนุษย์ (Human Resource) ได้แก่ พนักงาน ความรู้ ความสามารถ ความชาญฉลาด การทำงาน เป็นทีม การฝึกอบรม ประสบการณ์ เป็นต้น 3. ทรัพยากรองค์กร (Organizational Resource) ได้แก่ โครงสร้างขององค์กรกระบวนการวางแผน วัฒนธรรม องค์กร ฐานข้อมูล ระบบสารสนเทศ เครื่องหมายการค้า ลิขสิทธิ์สิทธิบัตร และความมีชื่อเสียง เป็นต้น ดังนั้นบริษัทที่มีทรัพยากรสอดคล้องกับกลยุทธ์จะประสบความสำเร็จ

David and Montgomery (1995) ในกรณีที่ต้องการรักษาผลประโยชน์ให้เหนือคู่แข่ง ทรัพยากรภายในบริษัทต้องมีคุณค่ามากพอและไม่สามารถหาทดแทนได้ง่าย Lavie (2006) ซึ่งเมื่อมีการควบรวมธุรกิจ ทรัพยากรดังกล่าวจะถูกนำมาใช้ร่วมกันอย่างมีประสิทธิภาพ โดยบริษัทอาจพยายามที่จะใช้ประโยชน์จากทรัพยากรส่วนเกินเพื่อให้เกิดการประหยัดต่อขนาด และเกิดการพัฒนาร่วมกันได้ในอนาคต เพื่อให้เกิดความรู้ที่เหนือกว่าบริษัทอื่นๆ ซึ่งเป็นปัจจัยหลักในการพัฒนาศักยภาพการแข่งขันของบริษัทเอง

## 2.2 งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง

### 2.2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ

จากงานศึกษาที่ผ่านมาส่วนใหญ่พบว่า บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่บริษัทที่เข้าควบรวมกิจการส่วนใหญ่จะเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงลบ

Jensen and Smith (1984) ได้รวบรวมงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการควบคุมองค์กรผ่านมุมมองของตลาด (Stock) เพื่อศึกษา จำนวน 7 งานวิจัย ในช่วงปี 1958-1981 จำนวน 17-161 กลุ่มตัวอย่าง พบว่า การเข้าซื้อกิจการสามารถสร้างผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นของทั้งบริษัทที่เป็นผู้ซื้อและผู้ขาย โดยผลประโยชน์ดังกล่าวเกิดจากการเข้าซื้อกิจการของบริษัทเท่านั้น โดยที่ไม่คำนึงถึงศักยภาพของผู้ที่ทำหน้าที่ต่อรองเข้าซื้อ (Bidders Managerial) แบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ช่วงคือช่วงที่มีการเสนอซื้อขาย (Tenders Offer) โดยเลือกกลุ่มกำหนดช่วงเวลาในการศึกษา 20-60 วัน และช่วงที่มีการรวบรวมกิจการ กำหนดช่วงเวลาในการศึกษาหลังจากรวบรวมกิจการ 30 วัน โดยใช้วิธี Market Adjusted เพื่อหาผลตอบแทนอ้างอิง พบว่า ในช่วงที่มีการเสนอซื้อขาย บริษัทที่ถูกซื้อ (Target) จะเกิด Abnormal Return 29% ในขณะที่บริษัทที่เข้าซื้อจะเกิด Abnormal Return เพียง 4% ช่วงที่เกิดหลังการรวบรวมกิจการ 30 วันพบว่า บริษัทที่ถูกซื้อ (Target) จะเกิด Abnormal Return 16% ในขณะที่บริษัทที่เข้าซื้อจะเกิด Abnormal Return เพียง 1% ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสามารถบอกได้ว่าบริษัทที่เข้าซื้อกิจการแล้วประสบความสำเร็จในการสร้างมูลค่าต่อบริษัทมีสัดส่วนที่น้อย

Jarrell and Poulsen (1991) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ได้รับจากการเข้ารวบรวมกิจการและ q ratios ของทั้งบริษัทที่เข้ารวบรวมกิจการ (Bidders) และถูกรวบรวมกิจการ (Targets) ในช่วงของการทำคำเสนอซื้อหุ้นต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป (Tender Offer) โดยศึกษาจากกลุ่มบริษัทที่มีการทำ Tender Offer ในช่วงปี 1972 – 1987 จำนวน 704 กลุ่มตัวอย่าง โดยทำการศึกษาแบบ Cross-Sectional Regression ระยะเวลา 11 วันก่อนการประกาศรวบรวมกิจการ โดยตั้งสมมติฐานว่า q ratios เป็นเครื่องบ่งชี้ประสิทธิภาพการบริหารจัดการ (managerial performance) (q ratios หาค่าได้จากอัตราส่วนระหว่างราคาหรือมูลค่าของบริษัทในตลาดหุ้นกับต้นทุนของสินทรัพย์) โดยผลการศึกษาพบว่าผลตอบแทน ที่ได้จากการรวบรวมกิจการสุทธิจะมากขึ้น ถ้าบริษัทที่ถูกรวบรวมกิจการมีผลการดำเนินงานที่แย่ และผู้เข้ารวบรวมกิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี โดยผลการศึกษาดังกล่าวไม่ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง Tobin's q และลักษณะของการเข้าเสนอซื้อกิจการแต่อย่างใด (Characteristics of the offer) การค้นพบนี้ยืนยันผลการศึกษาของ Lane, Stulz, and Walking (1989) ที่พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในการทำคำเสนอซื้อหุ้น (abnormal return) เกี่ยวข้องกับ Tobin's q ratios ของบริษัทที่ถูกรวบรวมกิจการ (Target) และบริษัทที่ทำคำเสนอซื้อ (Bidders) โดยเฉพาะอย่างยิ่ง พวกเขาพบว่าผลตอบแทนที่ได้จากการรวบรวมกิจการสุทธิ จะสูงขึ้นเมื่อบริษัทที่ถูกรวบรวมกิจการมี q ratios สูง และบริษัทเข้ารวบรวมกิจการมี q ratios ต่ำ โดยบริษัทที่เข้าทำคำเสนอซื้อที่มี q ratios สูง จะเกิดอัตราผลตอบแทนเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่บริษัทที่บริษัทที่เข้าทำคำเสนอซื้อที่มี q ratios ต่ำ จะเกิดอัตราผลตอบแทนเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นการรวบรวมกิจการที่ดีที่สุดในการที่ต้องการสร้างมูลค่าเพิ่มต่อบริษัท คือการที่บริษัทที่มี q ratio สูงเข้าซื้อหรือรวบรวมกิจการกับบริษัทที่มี q ratio ต่ำ



โดยอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้น จะเกี่ยวข้องกับ วิธีการชำระเงิน, จำนวนของผู้ทำข้อเสนอซื้อกิจการ, การตอบสนองต่อการจัดการของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ, ช่วงเวลาที่มีการควบรวมกิจการ, และความสัมพันธ์ของขนาดบริษัทที่เข้าซื้อและถูกซื้อกิจการ

งานวิจัยของ Goergen and Renneboog (2003) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับ ผลประโยชน์ที่ผู้ประกอบการได้รับจากการเข้าซื้อกิจการของบริษัทในทวีปยุโรป ระหว่างปี 1993-2007 จำนวน 70 บริษัทที่ถูกซื้อกิจการ และ 66 บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ โดยทำการศึกษาแบบ Event Study ช่วง Tender Offer 60 วัน และหลังจากควบรวมกิจการ 60 วัน โดยใช้วิธี CAPM ในการหาผลตอบแทนอ้างอิง พบว่า บริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) จะเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ ในเชิงบวก 29% ในขณะที่บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) จะเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ ในเชิงลบที่ -2%

หลังจากนั้น Sudarsanam and Mahate (2003) จึงทำการศึกษาต่อ ในประเด็นผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับในกรณีที่บริษัทเป็นผู้เสนอซื้อกิจการ (Bidder) โดยทำการศึกษาจากบริษัทควบรวมกิจการได้สำเร็จ ในช่วงปี 1983 - 1995 จำนวน 519 กลุ่มตัวอย่าง โดยทำการศึกษาแบบ Event Study แบ่งเป็นช่วงก่อนควบรวมกิจการ 1 วัน และหลังควบรวมกิจการ 40 วัน โดยใช้วิธีการหาผลตอบแทนอ้างอิงจาก ขนาดของธุรกิจ, Market adjusted, Book to market, Mean Adjusted โดยผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquirer) เกิด Abnormal Return เชิงลบที่ -1.4% ในวันที่มีการประกาศซื้อกิจการ และจะเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเชิงลบ ในระยะยาวหลังควบรวมกิจการภายในระยะเวลา 3 ปี อยู่ที่ -15% เนื่องจากก่อนการเสนอราคา นักลงทุนไม่ได้คาดการณ์ผลการดำเนินงานของผู้ซื้อมาก่อน แต่พวกเขากลับใช้ข้อมูลที่ได้ในขณะนั้นประกอบการตัดสินใจแทน จึงทำให้การคาดการณ์ดังกล่าวคลาดเคลื่อนไปจากความเป็นจริงมาก โดยจะเห็นผลได้อย่างชัดเจนจากมูลค่าของผลการดำเนินการที่เกิดขึ้นจริงหลังการควบรวมกิจการในระยะยาว

Barasa (2015) ได้มีการศึกษาผลของการควบรวมกิจการ และการประกาศเข้าซื้อกิจการว่ามีผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในปีเรีย ประเทศเคนย่าอย่างไร โดยผู้ศึกษาได้มีการศึกษาช่วงก่อนและหลังการประกาศควบรวมกิจการ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ทั้งนี้ยังได้มีการศึกษาผลตอบแทนระยะสั้น ช่วงก่อนและหลังการประกาศควบรวมกิจการ ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าบริษัทผู้เข้าซื้อกิจการ มีการขยายตัวในกลุ่มอุตสาหกรรมเป็นอย่างมาก อีกทั้งยังได้รับประโยชน์ในการประหยัดต่อขนาด มีอำนาจในการต่อรองสูงขึ้น ผู้วิจัยมีการประเมินปฏิกริยาของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศควบรวมกิจการ ผลงานวิจัยชี้ให้เห็นว่า มีการเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้นทันทีตั้งแต่แรกหลังจากวันประกาศควบรวมกิจการ บางบริษัทราคาหุ้นมีการปรับราคาขึ้นนั้นแปลว่า นักลงทุนมีความเชื่อมั่นในผลตอบแทนที่จะได้รับจากการควบรวมกิจการในครั้งนี้ แต่ผลวิจัยกลับพบว่า บริษัทผู้เข้าควบรวมกิจการส่วนใหญ่ไม่ได้ให้ผลตอบแทน บางบริษัทมีการปรับตัวลงทั้งนี้ขึ้นอยู่กับ

งบการเงิน และความมั่นคงของบริษัทที่ผู้ควบกิจการเข้าไปควบรวม แต่อย่างไรก็ตามได้เกิดผลกระทบเชิงบวกในเรื่องของโครงสร้างการลงทุนของบริษัท รวมถึงส่วนของผู้อถือหุ้นในระยะยาว

### 2.2.2 กรณีการควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร แบบไม่เป็นมิตร และแบบเป็นกลาง

งานศึกษาของ Möhlmann (2012) พบว่าบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) หากมีการเข้าควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร จะทำให้ผลตอบแทนเพิ่มขึ้นมากกว่าช่วงก่อนเกิดการควบรวมกิจการ แต่ในระยะยาว การควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรจะทำให้ผลกำไรของบริษัทลดลง หรือทำให้มูลค่าในส่วนของผู้ถือหุ้นสำหรับบริษัทผู้เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) ลดต่ำลง โดยผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของ Schwert (1999) ที่พบว่า ราคาหุ้นในช่วงก่อนการควบรวมกิจการของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรจะลดลง เนื่องจากการเข้าควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรทำให้บริษัทที่เข้าควบรวมกิจการต้องชำระค่าพรีเมียมให้บริษัทเป้าหมายในอัตราที่สูง ทั้งนี้มีโอกาสน้อยมากที่การควบรวมกิจการจะสำเร็จ

Browne and Rosengren (1987) พบว่า ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะได้รับประโยชน์จากการควบรวมแบบไม่เป็นมิตร เนื่องจากราคาหุ้นของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะเพิ่มสูงขึ้นมาก เช่นเดียวกับงานศึกษาของ Pearce and Robinson (2004) ที่พบว่า การควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร ทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการมีความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าทั้งสองฝ่ายใช้เวลาในการเจรจาต่อรองกันนานขึ้น

### 2.2.3 กรณีตัวแปรขนาดของธุรกิจ

ผลการศึกษาส่วนใหญ่พบว่า การเข้าซื้อกิจการขนาดใหญ่ไม่ได้สร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น อีกทั้งยังเป็นการทำลายความเชื่อมั่นของผู้ถือหุ้น ในขณะที่การเข้าซื้อกิจการของบริษัทที่มีขนาดเล็กกลับเป็นการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น เนื่องจากความแตกต่างของขนาดเป็นหนึ่งในสาเหตุหลักที่ก่อให้เกิดการทำงานร่วมกัน และทำให้การดำเนินงานของบริษัทประสบความสำเร็จ ซึ่งการที่บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการเป็นบริษัทเล็กกว่า จะทำให้สามารถเพิ่มศักยภาพทางการตลาด และความสามารถในการใช้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดได้ดีกว่า ในทางกลับกันการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทที่มีขนาดเท่ากัน หรือขนาดใหญ่ทั้งคู่จะมีความเสี่ยงสูงมากสำหรับผู้เข้าซื้อกิจการ การทำธุรกรรมกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่มักจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทค่อยๆ ลดลง การเข้าซื้อกิจการกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะมีปัญหาในเรื่องการผนึกกำลังกันซึ่งเป็นไปได้อย่างยากลำบาก

Bradley, Desai & Kim (1988) มีหลักฐานว่าผู้บริหารของบริษัทขนาดใหญ่มีการจ่ายเงินจำนวนมากหลังจากเข้าซื้อกิจการบริษัทที่มีขนาดใหญ่พอๆกับบริษัทของตน โดยให้ผลตอบแทนเป็น

ลอบอย่างมีนัยสำคัญ นี่คือปัญหาที่เพิ่มขึ้นของบริษัทขนาดใหญ่ ในทางกลับกันบริษัทขนาดเล็กกลับให้ผลตอบแทนให้กับบริษัทที่เป็นผู้เข้าซื้อกิจการในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ บริษัทที่เข้าซื้อบริษัทขนาดเล็กมีกำไรเหลือจากการเข้าซื้อกิจการ ทำให้บริษัทที่เข้าซื้อกิจการของบริษัทขนาดเล็กมีเงินเหลือเพื่อนำไปจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้นมากกว่าบริษัทที่เข้าซื้อบริษัทขนาดใหญ่

Moeller, Schlingemann, & Stulz (2005) ทดสอบบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ จำนวน 12,023 บริษัท ในปี 1980 ถึง 2001 ผลการทดสอบแสดงให้เห็นถึงการดำรงอยู่ของการเข้าซื้อกิจการ การประกาศผลตอบแทนต่อการเข้าซื้อบริษัทให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยจะเห็นว่าบริษัทขนาดเล็กเมื่อมีการประกาศเข้าซื้อกิจการ มีผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ในขณะที่เดียวกันผลการทดสอบของ บริษัทขนาดใหญ่แสดงผลอย่างมีนัยสำคัญ โดยสูญเสียความมั่นคงของผู้ถือหุ้นเมื่อบริษัทมีการประกาศเข้าซื้อกิจการของบริษัทมหาชน โดยไม่คำนึงถึงว่าการซื้อกิจการมีต้นทุน นอกจากนั้น การเข้าซื้อกิจการขนาดใหญ่ไม่ได้สร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น อีกทั้งยังเป็นการทำลายความเชื่อมั่นของผู้ถือหุ้น ในขณะที่การเข้าซื้อกิจการของบริษัทที่มีขนาดเล็กกลับเป็นการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น เช่นเดียวกับ Krishnan, Hitt, & Park (2007) ที่พบว่าความแตกต่างของขนาดเป็นหนึ่งในสาเหตุหลักที่ก่อให้เกิดการทำงานร่วมกัน และทำให้การดำเนินงานของบริษัทประสบความสำเร็จ ในมุมมองของ บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการเป็นบริษัทเล็กกว่า บริษัทสามารถเพิ่มศักยภาพทางการตลาด และความสามารถในการใช้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาด นอกจากนั้น Hackbarth & Morellec (2006) ยังแสดงให้เห็นว่าการควบรวมกิจการกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีความเสี่ยงสูงมากสำหรับผู้เข้าซื้อกิจการ การทำธุรกรรมกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่มักจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทค่อยๆ ลดลง การเข้าซื้อกิจการกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่มักจะมีปัญหาในเรื่องการผนีกกำลังกัน

Filipovic (2012) พบว่าการควบรวมกิจการที่มีขนาดขององค์กรที่แตกต่างกันจะประสบความสำเร็จกว่าการควบรวมกิจการที่มีขนาดเท่ากัน เนื่องจากการจัดการกลยุทธ์, โครงสร้าง, และวัฒนธรรมขององค์กร จุดมุ่งหมายหลักของงานวิจัยคือวิเคราะห์ผลกระทบของขนาดของบริษัทที่ประสบความสำเร็จในการ take over บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะประสบความสำเร็จในการควบรวมกิจการได้ต่อเมื่อมีการกำหนดเป้าหมายในการควบรวมกิจการคือบริษัทของผู้ควบรวมกิจการจะต้องมีประสิทธิภาพที่ดีขึ้นกว่าก่อนการประกาศควบรวมกิจการ สมมติฐานที่เป็นที่ยอมรับ บริษัทที่มีขนาดเล็กเมื่อเทียบกับ อัตราส่วนของขนาดของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ กับบริษัทที่เป็นผู้ควบรวมกิจการ ประสบความสำเร็จมากขึ้นคือประสิทธิภาพของการทำงานของบริษัทเป้าหมายหลังการควบรวมกิจการ ได้รับการทดสอบและได้รับการยืนยัน 43 บริษัท ในบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการในประเทศ โคอเซีย สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Filipovic (2012) ต่างมีผลงานวิจัยที่ตรงกันว่า ขนาดองค์กรที่มีขนาดแตกต่างกันประสบความสำเร็จมากกว่าการควบรวมขององค์กรที่มีขนาดเท่ากัน อย่างมีนัยสำคัญ



การควบรวมของบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกันสามารถเพิ่มประสิทธิภาพของบริษัทเป้าหมาย ในทางกลับกันบริษัทที่มีขนาดเท่ากันมีการควบรวมกันเป็นการไม่คำนึงถึงต้นทุนของบริษัท และมีเปอร์เซ็นต์ในการเติบโตน้อยกว่าบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกันควบรวมกิจการกัน



### บทที่ 3

#### วิธีการดำเนินงานวิจัย

#### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง

ในการวิจัยในครั้งนี้เป็นการทดสอบเชิงประจักษ์ (Empirical Test) โดยใช้ข้อมูลจากการประกาศการควบรวมของแต่ละบริษัท เพื่อนำข้อมูลมาศึกษาว่าเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการประกาศควบรวมหรือไม่ โดยข้อมูลที่ต้องรวบรวม คือ วันที่มีการประกาศการควบรวม ข้อมูลผลตอบแทนรายวัน มูลค่าการซื้อขายรายวัน โดยการศึกษานี้ใช้ข้อมูลในการคำนวณตัวแปรต่างๆ จากฐานข้อมูล โปรแกรม Reuters และ SETSMART ซึ่งจัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทจดทะเบียนที่ใช้เป็นข้อมูลในการศึกษา ได้แก่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดฯ ที่มีการควบรวมตั้งแต่การเปิดตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ถึงเดือน 30 ธันวาคม พ.ศ. 2558 โดยตัดตัวอย่างช่วงที่เกิดเหตุการณ์ซ้อนทับกับวันประกาศเหตุการณ์การเพิ่มทุน ลดทุน และการประกาศจ่ายปันผล ในกรณีที่ใกล้เคียงกับการควบรวมกิจการอยู่ระหว่างก่อนและหลังการประกาศควบรวมกิจการไม่เกิน 30 วัน ซึ่งข้อมูลที่ได้จะนำมาวิเคราะห์แยกตามมุมมองของ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ และบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ รวมทั้งผลกระทบของปัจจัยในเรื่องของการแบ่งประเภทของการควบรวม

ข้อมูลที่ใช้ทำในการวิจัยได้อ้างอิงจากแหล่งข้อมูล Reuters โดยแบ่งลักษณะการควบรวมกิจการออกเป็นการควบรวมแบบเป็นมิตร (Friendly), การควบรวมแบบไม่เป็นมิตร (Hostile) และการควบรวมแบบเป็นกลาง (Neutral) โดยที่การควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร (Friendly) คือการที่บริษัท 2 บริษัทได้ทำการตกลงกันด้วยความสมัครใจจะมีการซื้อขายหุ้นกัน ส่วนการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร (Hostile) คือการได้หุ้นมาซึ่งหุ้น โดยหากผู้เข้าซื้อหุ้นของกิจการมีการเข้าซื้อหุ้นถึงจุด หรือข้ามจุดที่ทำให้ผู้ได้หุ้นมาต้องปฏิบัติตาม Mandatory Tender Offer สำหรับเกณฑ์ของประเทศไทย โดยคณะกรรมการตลาดทุน ได้กำหนด Trigger Point ไว้ 3 ช่วง ได้แก่ 25%, 50% หรือ 75% ของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ โดยการที่บริษัทจะเข้าควบรวมกิจการจะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลโดยผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และการควบรวมแบบเป็นกลาง (Neutral) คือการที่ผู้บริหารของบริษัทที่ถูกเข้าซื้อกิจการ ไม่มีความคิดเห็นเกี่ยวกับการทำธุรกรรมดังกล่าว

### 3.2 สูตรและขั้นตอนในการวิจัย

งานวิจัยนี้ได้แบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน คือ ขั้นตอนและวิธีการเก็บข้อมูล โดยสามารถแบ่งได้ดังต่อไปนี้

#### 3.2.1 ช่วงระยะเวลาการศึกษา

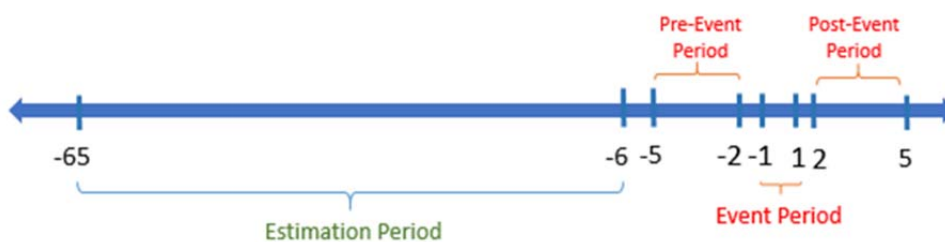
งานศึกษานี้ได้ทำการศึกษาช่วงวันที่มีการประกาศควบรวมกิจการว่าส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีผลตอบแทนที่ผิดปกติหรือไม่ โดยใช้วิธี Event Study โดยมีการแบ่งช่วงเวลาในการศึกษาเป็น 2 ช่วง คือ

ช่วงที่ 1 หรือช่วงประมาณการ (Estimation Period) ใช้ข้อมูลการซื้อขายจำนวน 60 วัน

ช่วงที่ 2 หรือช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Period) ใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของการซื้อขายหลักทรัพย์วันที่  $\pm 30$  วัน จากวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date) ทั้งนี้ได้มีการแบ่งช่วงย่อยออกเป็น 3 ช่วงซึ่งประกอบไปด้วย

1. ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ -5 ถึง -2 (Pre-event period)
2. ช่วงเกิดเหตุการณ์ -1 ถึง +1 (Event period)
3. ช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ +2 ถึง +5 (Post-event period)

โดยการวิเคราะห์เหตุการณ์ทางสถิติที่สนใจ (Event Study) มีการกำหนดวันและช่วงเวลา ดังนี้



ภาพที่ 3.1 แผนภาพแสดงช่วงเวลาทางสถิติที่ศึกษา

### 3.2.2 การคำนวณอัตราผลตอบแทน

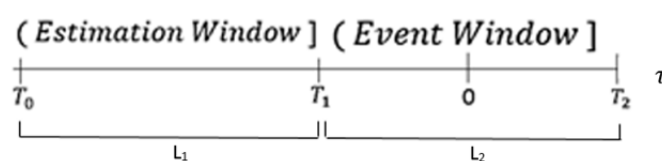
#### 1. หาอัตราผลตอบแทนรวมรายวัน (Total Return) (ข้อมูลจาก Reuter)

$$TR_t = \left[ \frac{\sum_{i=1}^n (\text{Closing Price}_t \times \text{Outstanding Share } s_t)}{\sum_{i=1}^n [(\text{Closing Price}_{t-1} \times \text{Outstanding Share } s_{t-1}) \pm (\text{Adjusted Price} \times \text{Adjusted Shares})]} - 1 \right] + \text{Total Dividend Yield}_t \quad (1)$$

$$\text{Total Dividend Yield}_t = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{Dividend per share} \times \text{Outstanding Share } s_{t-1})}{\sum_{i=1}^n [(\text{Closing Price}_{t-1} \times \text{Outstanding Share } s_{t-1}) \pm (\text{Adjusted Price} \times \text{Adjusted Shares})]} \quad (2)$$

$TR_t$	คือ ผลตอบแทนรวมของดัชนี ณ วันที่ t โดยคำนวณจากผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่นำมาคำนวณดัชนี
Close price <sub>t</sub>	คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t
Outstanding shares <sub>t</sub>	คือ จำนวนหุ้นที่ใช้คำนวณดัชนี ณ วันที่ t
Close price <sub>t-1</sub>	คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t-1
Outstanding Shares <sub>t-1</sub>	คือ จำนวนหุ้นที่ใช้คำนวณดัชนี ณ วันที่ t-1
Dividend per share	คือ เงินปันผล (Cash Dividend) ต่อหุ้นที่บริษัทประกาศจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น
Adjusted price	คือ ราคาที่นำมาใช้ในการปรับค่าผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ในกรณีที่บริษัทมี Corporate Action เกิดขึ้น
Adjusted shares	คือ จำนวนหุ้นที่นำมาใช้ในการปรับค่าผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ในกรณีที่บริษัทมี Corporate Action เกิดขึ้น

2. ชนัท, ภัสสร และหทัยา (2016) แสดงการคำนวณหาผลตอบแทนปกติ โดยใช้วิธี Market Model (John, Andrew and MacKinlay, 1997) สามารถเขียนเป็นช่วงของเหตุการณ์ที่ศึกษาได้ดังนี้



ภาพที่ 3.2 ช่วงของเหตุการณ์ที่ศึกษา

ในการประมาณค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกตินั้น โดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทน (Return) ของเหตุการณ์ที่ศึกษา โดยกำหนดให้

- $\tau = 0$  เป็นวันที่เกิดเหตุการณ์ที่ศึกษา
- $L_1 = T_1 - T_0$  เป็นช่วงของเหตุการณ์ที่ใช้ในการประมาณค่าอัตราผลตอบแทนที่ปกติ (Estimation Window) จะอยู่ในช่วง  $\tau = T_0 + 1$  ถึง  $\tau = T_1$
- $L_2 = T_2 - T_1$  เป็นช่วงของเหตุการณ์ที่สนใจ (Event Window) จะอยู่ในช่วง  $\tau = T_1 + 1$  ถึง  $\tau = T_2$
- $L_3 = T_3 - T_2$  เป็นช่วงหลังของเหตุการณ์ที่สนใจ (Post-Event Window) จะอยู่ในช่วง  $\tau = T_2 + 1$  ถึง  $\tau = T_3$

3. คำนวณผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงประมาณการ (Estimation Period) นับตั้งแต่วันที่ -65 ถึงวันที่ -6 มาคำนวณ แล้วประมาณค่าด้วยวิธีสมการถดถอย ตามสมการที่ (3)

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

- $R_{i,t}$  คือ ผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์รายตัวที่ประกาศการควบรวมหรือการซื้อกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในวันที่  $t$
- $\epsilon_{i,t}$  คือ ค่าความผิดพลาด (Error Term)
- $R_{m,t}$  คือ อัตราผลตอบแทนตลาด (Market Return) รายวันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- $\beta_i$  คือ ค่าความเสี่ยง

4. นำผลที่ได้จากสมการที่ (3) ซึ่งประกอบไปด้วย  $\beta$  และค่า  $R_{m,t}$  ใน Event Period ไปแทนค่าในสมการที่ (3) เพื่อคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นใน Event Period

5. นำผลจากการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วง Event period ที่คิดได้จากข้อ 4 มาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของแต่ละครั้งที่เกิดเหตุการณ์ในช่วง Event Period เพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return: AR) ซึ่งแสดงได้โดยสมการดังนี้

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}) \quad \text{เมื่อ } t = -5 \dots +5 \quad (4)$$



6. คำนวณหาค่า Standard Error (SE) ของ AR จากความสัมพันธ์ ดังนี้

$$SE(AR)_{it} = \left[ \sigma_{\epsilon_i}^2 \left[ 1 + \frac{1}{L_1} + \frac{(R_{m_t} - \bar{R}_m)^2}{\sum_r^N (R_{m_r} - \bar{R}_m)^2} \right] \right]^{\frac{1}{2}} \quad (5)$$

โดยที่  $\sigma_{\epsilon_i}^2 = \frac{\sum_{t=t_0}^{t_1} \hat{\epsilon}_{it}^2}{L_1 - 2}$

$L_1$  คือ จำนวนเหตุการณ์

7. จากข้อ 6 คำนวณหา  $\sigma_{\epsilon_i}^2$  ดังสมการ

$$\sigma_{\epsilon_i}^2 = \frac{\sum_{t=t_0}^{t_1} \hat{\epsilon}_{it}^2}{L_1 - 2} \quad (6)$$

โดยที่  $\sigma_{\epsilon_i}^2$  คือ ค่าประมาณความแปรปรวนของค่าความผิดพลาดทางสถิติ (error terms) ในแบบจำลอง  $R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t}$  โดยเป็นค่าประมาณ Variance ( $\epsilon_{i,t}$ )

$\hat{\epsilon}_{it}$  คือ ค่าความผิดพลาดในช่วงประมาณค่า (Estimated residuals in the estimation period)

โดย  $\hat{\epsilon}_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m_t}$

สำหรับค่า  $t$  ในช่วง estimation period คือ จาก  $T_0$  ถึง  $T_1$

8. นำอัตราผลตอบแทนผิดปกติ (Abnormal Return) ที่คำนวณได้จากสมการที่ (4) มาคำนวณอัตราผลตอบแทนผิดปกติรายวัน โดยเฉลี่ย (Average Abnormal Return) ได้ดังสูตรต่อไปนี้

$$AAR_{it} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (7)$$

เมื่อ  $N$  = จำนวนเหตุการณ์



9. กำหนดค่า Standard Error (SE) ของ AAR จากความสัมพันธ์ ดังนี้

$$SE(AAR)_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SE(AR)_{it} \quad (8)$$

โดยที่  $SE(AR)$  คือ ค่า Standard Error (SE) ของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ

10. จากความสัมพันธ์ข้างต้น สามารถกำหนดค่า Z- statistic เพื่อทดสอบค่าทางสถิติของ AAR ดังนี้

$$Z(AAR)_t = \frac{AAR_t}{SE(AAR)_t} \quad (9)$$

โดยที่  $Z_{AAR}$  คือ ค่า Z- statistic ของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย ณ ช่วงเวลา t

$SE_{AAR}$  คือ ค่า Standard Error (SE) ของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย

11. กำหนดผลตอบแทนผิดปกติรายวันสะสม (Cumulative Abnormal Return) โดยสามารถคำนวณได้ดังสมการดังนี้

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad 10$$

เมื่อ  $t_1, t_2$  คือ เวลาในช่วง Event Window

หรือ เขียนในรูปเมตริกได้ว่า

$$CAR_i(t_1, t_2) = \gamma' \hat{\epsilon}_i^* \quad (11)^*$$

\* สัญลักษณ์ “ $\hat{\epsilon}$ ” สะท้อนถึงค่าตัวแปรที่ประมาณได้จากแบบจำลอง เช่น  $\hat{\epsilon}_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$

คือ ค่าความผิดพลาดที่ประมาณได้ ส่วนสัญลักษณ์ “ $\epsilon^*$ ” สะท้อนว่าตัวแปรนั้นเป็นตัวแปรที่เกิดขึ้นในช่วง Event Window ถ้าไม่มี “ $\epsilon^*$ ” แสดงว่าเกิดขึ้นในช่วง Estimation Period

ตัวอย่างเช่น  $\hat{\epsilon}_{it}$  คือ ความผิดพลาดของแบบจำลองในช่วง estimation period

ส่วน  $\hat{\epsilon}_{it}^*$  คือ ความผิดพลาดของแบบจำลองในช่วง event window

โดยทั้งคู่ล้วนได้มาจากแบบจำลองเดียวกัน คือ ได้จาก  $\hat{\epsilon}_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$

โดยที่  $\gamma$  คือ เวกเตอร์ขนาด  $(L_2 \times 1)$  โดย มีค่าเท่ากับ 1 ณ ตำแหน่งเวลา  $t_1$  ถึง  $t_2$  ในช่วง Event Window และมีค่าศูนย์ในช่วงเวลาที่เหลือ

$\hat{\epsilon}_i$  คือ เวกเตอร์ของความผิดพลาดของแบบจำลองของสินทรัพย์  $i$  ในช่วง Event Window ที่ได้จากสมการ  $\hat{\epsilon}_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt}$

โดยที่  $t$  คือ เวลาในช่วง Event Window และเวกเตอร์ที่มีขนาด  $(L_2 \times 1)$

$$V_i = I\sigma_{\epsilon_i}^2 + X_i^*(X_i'X_i)^{-1}X_i'\sigma_{\epsilon_i}^2 \quad (12)$$

โดยที่  $V_i$  คือ Variance – Covariance Matrix ของ forecasting errors ( $\hat{\epsilon}_i^*$ ) ในช่วง Event Window มีขนาดเท่ากับ  $(L_2 \times L_2)$

$I$  คือ เมตริกเอกลักษณ์ (Identify Matrix) ที่มีขนาด  $(L_2 \times L_2)$

$X_i^*$  คือ เมตริกขนาด  $(L_2 \times 2)$

โดย คอลัมน์แรก คือ เลข 1 ส่วนคอลัมน์ที่สอง คือ ค่า  $R_{m,t}$  ในช่วง Event Window จากบน คือ  $R_m(T_1+1)$  จนกระทั่งถึงค่าล่างสุด คือ  $R_m(T_2)$

$X_i$  คือ เมตริกขนาด  $(L_1 \times 2)$

โดย คอลัมน์แรก คือ เลข 1 ส่วนคอลัมน์ที่สอง คือ ค่า  $R_{m,t}$  ในช่วง Estimation Period จากบน คือ  $R_m(T_0)$  จนกระทั่งถึงค่าล่างสุด คือ  $R_m(T_1)$

$$\text{Var}[CAR_i(t_1, t_2)] = \gamma' V_i \gamma \quad (13)$$

โดยที่  $\text{Var}[CAR(t_1, t_2)]$  คือ ค่าความแปรปรวน (Variance) ของค่าผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงเวลา  $t_1$  ถึง  $t_2$  ของสินทรัพย์  $i$

12. จำนวนผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return: CAAR) และค่า Standard Error (SE) ของ CAAR โดยสามารถคำนวณได้ดังสมการดังนี้

$$CAAR(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2) \quad (14)$$

$$\text{Var}[CAAR(t_1, t_2)] = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \text{Var}[CAR_i(t_1, t_2)] \quad (15)$$

โดยที่  $\text{Var}[\text{CAAR}(t_1, t_2)]$  คือ ค่าความแปรปรวน (Variance) ของค่าผลตอบแทนผิดปกติสะสมเฉลี่ยในช่วงเวลา  $t_1$  ถึง  $t_2$

การทดสอบทางสถิติใช้ค่า Z-statistic ที่มีการกระจายตัวแบบปกติมาตรฐาน (Standard Normal Distribution)

$$Z = \frac{\text{CAAR}(t_1, t_2)}{\text{SE}[\text{CAAR}(t_1, t_2)]} \quad (16)$$

โดยที่  $\text{SE}[\text{CAAR}(t_1, t_2)]$  คือ  $\text{Var}[\text{CAAR}(t_1, t_2)]^{\frac{1}{2}}$

13. คำนวณหาปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (Abnormal Volume) ใช้ในการคำนวณหาอัตราปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติในช่วงวันประกาศควบรวมกิจการ ดังสมการ

$$AV_{it} = \frac{V_{it} - EV_i}{EV_i} \quad (17)$$

โดยที่  $V_{i,t}$  คือ ปริมาณการซื้อขาย ณ วันที่  $t$  ของหุ้น  $i$

$EV_i$  คือ ค่าคาดการณ์ปริมาณการซื้อขายที่ควรจะเป็นของหุ้น  $i$

14. คำนวณ Expected Volume (EV) ใช้ในการคาดการณ์ปริมาณการซื้อขายที่ควรจะเป็น ดังสมการ

$$EV_i = \frac{\sum_{t=1}^N V_{it}}{L_1} \quad (18)$$

โดยที่  $V_{i,t}$  คือ ปริมาณการซื้อขาย ณ วันที่  $t$  ของหุ้น  $i$

$L_1$  คือ จำนวนวันในช่วง Estimation Period

15. คำนวณ Average abnormal volume (AAV) ใช้ในการคำนวณปริมาณการซื้อขายผิดปกติรายวันโดยเฉลี่ย โดยสามารถคำนวณได้ดังสมการ

$$AAV_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AV_{it} \quad (19)$$

16. คำนวณหาค่า Z - statistic ของปริมาณการซื้อขายแต่ละเหตุการณ์ เขียนในรูปสมการ ดังนี้

$$z(AAV) = \frac{AAV_t}{\left( \frac{\sum_{i=1}^N \sigma_i^2}{N} \right)} \quad (20)$$

โดยที่  $Z_{AAV}$  คือ ค่า z - statistic ของปริมาณการซื้อขายแต่ละเหตุการณ์  
 $\sigma_i^2$  คือ ค่าความแปรปรวนของปริมาณการซื้อขายแต่ละเหตุการณ์  
 โดยมีค่าดังสมการ

$$\sigma_i^2 = \sqrt{\frac{\sum_{t=t_1}^{t_2} AV_{it}^2}{L_1}} \quad (21)$$

$L_1$  คือ จำนวนวันในช่วงเวลาของ Estimation Period

### 3.2.3 ตัวแปร

ตัวแปรต้น หรือตัวแปรอิสระ (Independent Variable) เป็นตัวแปรที่เป็นสาเหตุที่ก่อให้เกิดผล หรือก่อให้เกิดการแปรผันของปรากฏการณ์ เป็นตัวแปรที่ผู้วิจัยกำหนดหรือจัดกระทำได้ เพื่อศึกษาผลที่เกิดขึ้นจากตัวแปรนี้ โดยในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยมีตัวแปรต้นดังนี้

1. ตัวแปรอิสระที่ใช้อธิบายขนาดของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้น  
 ตัวแปร Y คืออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ของบริษัทในช่วงที่มีการประกาศควบรวมกิจการ (Event Periods -1,+1)

Market Capital Ratio

$$\text{สูตร} = \frac{\text{สัดส่วนมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ของผู้เข้าควบรวมกิจการ}}{\text{มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ของผู้ถูกควบรวมกิจการ}}$$

ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานว่า ในมุมมองของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ หากบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เข้าควบรวมกิจการ กับบริษัทที่มีขนาดเล็กกว่า จะทำให้ราคาของหุ้นบริษัทที่เป็นผู้เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) สูงขึ้น เนื่องจากการประหยัดต้นทุนได้ดีกว่าการควบรวมกับบริษัทที่มีขนาดเท่าเทียมกัน โดยคาดการณ์ว่าจะเป็นไปได้ในทิศทางบวก Market Capital Ratio ยิ่งมากจะทำให้

อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ยิ่งมากขึ้น ซึ่งเป็นไปในทางเดียวกันกับ ผลงานวิจัยของ Bradley, Desai & Kim (1988) ที่พบว่า การที่บริษัทเข้าควบรวมกิจการกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่พอๆ กับบริษัทของตนจะให้ผลตอบแทนผิดปกติในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ในทางกลับกันบริษัทขนาดเล็กกลับให้ผลตอบแทนให้กับบริษัทที่เป็นผู้เข้าซื้อกิจการในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากบริษัทที่เข้าซื้อบริษัทขนาดเล็กมีกำไรเหลือจากการเข้าซื้อกิจการ ทำให้บริษัทที่เข้าซื้อกิจการของบริษัทขนาดเล็กมีเงินเหลือเพื่อนำไปจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้นมากกว่าบริษัทที่เข้าซื้อบริษัทขนาดใหญ่ ในมุมมองของบริษัทที่เป็นผู้ถูกควบรวมกิจการ (Target) ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานว่าหากบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการถูกควบรวมกิจการโดยบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกันมาก จะทำให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการยิ่งมากขึ้น หรือมีสมมติฐานเป็นบวก ซึ่งเป็นไปในทางเดียวกันกับ Filipovic (2012) ที่พบว่า การควบรวมกิจการที่มีขนาดขององค์กรที่แตกต่างกันจะประสบความสำเร็จกว่าการควบรวมกิจการที่มีขนาดเท่ากัน เนื่องจากการจัดทากลยุทธ์, โครงสร้าง, และวัฒนธรรมขององค์กร

2. ตัวแปรตาม (Dependent Variable) เป็นตัวแปรที่เป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงค่าของตัวแปรอิสระ เป็นตัวแปรที่ผู้วิจัยมุ่งวัดเพื่อเป็นข้อมูลสำหรับนำมาวิเคราะห์เพื่อตอบคำถามของการวิจัยว่าเป็นผลมาจากสิ่งใด โดยในงานวิจัยนี้มีตัวแปรตาม คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติรายวัน โดยเฉลี่ย (Average Abnormal Return) และผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยรายวันสะสม (Cumulative Average Abnormal Return) โดยใช้ช่วง 5 วัน ก่อนการประกาศควบรวมกิจการ และ 5 วัน หลังการประกาศควบรวมกิจการมาคำนวณหาผลตอบแทน

3. ตัวแปรแทรกซ้อนหรืออาจเรียกว่าตัวแปรเกิน (Extraneous Variable) เป็นตัวแปรที่ไม่ต้องการศึกษาของงานวิจัยเรื่องหนึ่งๆ ในขณะนั้น มีลักษณะเหมือนตัวแปรอิสระ ตัวแปรแทรกซ้อนนี้จะส่งผลมารบกวน ตัวแปรอิสระที่ศึกษา ทำให้ผลการวัดค่าตัวแปรคลาดเคลื่อนไปได้ ตัวแปรชนิดนี้จึงต้องทำการควบคุมให้เกิดขึ้นน้อยที่สุด โดยในงานวิจัยนี้มีตัวแปรแทรกซ้อน คือ เหตุการณ์การจ่ายเงินปันผล โดยผู้วิจัยได้ตัดตัวอย่างช่วงที่เกิดเหตุการณ์ซ้อนทับกับวันประกาศเหตุการณ์การเพิ่มทุน ลดทุน และการประกาศจ่ายปันผลในกรณีที่มีการควบรวมใกล้เคียงกัน โดยไม่เกิน 30 วัน



## บทที่ 4 ผลการศึกษา

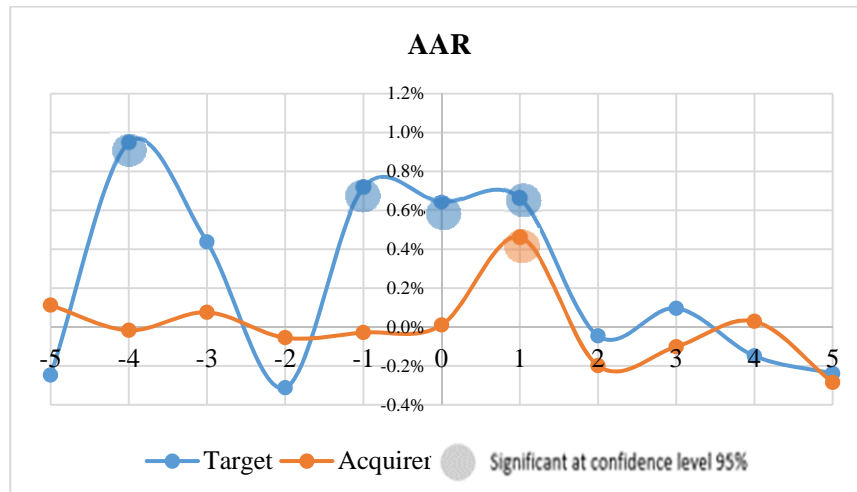
### 4.1 ผลการศึกษาการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

ผลการวิเคราะห์โดยภาพรวมพบว่า บริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ 1 หลังการประกาศควบรวมกิจการ โดยไม่พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) อย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงก่อนและหลัง 5 วัน ของวันประกาศควบรวมกิจการ และมีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (AAV) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ 1 หลังการประกาศควบรวมกิจการ

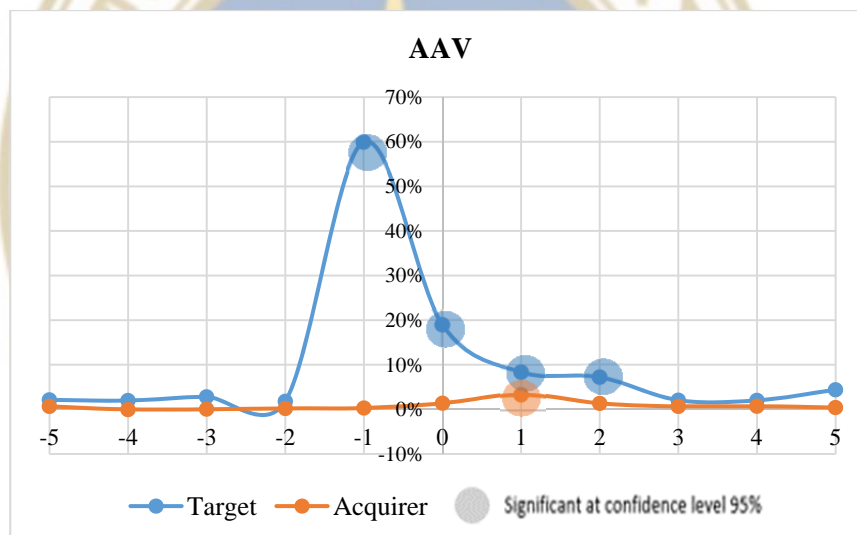
บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target) เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ -4, -1, 0, 1 ของการประกาศควบรวมกิจการ เมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงบวกที่ 2.02% อย่างมีนัยสำคัญ ในช่วง 1 วัน ก่อนเกิดการประกาศควบรวมกิจการและ 1 วันหลังการประกาศควบรวมกิจการ โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญเกิดขึ้นเพียงชั่วคราวในช่วง 1 วันก่อนเกิดการประกาศควบรวมกิจการและ 1 วันหลังการประกาศควบรวมกิจการ โดยพบว่าช่วงวันที่ 2-5 หลังจากรวันประกาศควบรวมกิจการไม่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (AAV) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ -1, 0, 1, 2 ของการประกาศควบรวมกิจการ

โดยผลการศึกษานี้เป็นไปตามที่คาดการณ์ กล่าวคือ พบว่าบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการมีผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงบวก ในขณะที่บริษัทที่เข้าควบรวมกิจการไม่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม โดยผลการศึกษาสอดคล้องกับงานศึกษาของ บุญตรี, นกคณ และ อาคม (1992) ซึ่งพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทผู้ถูกควบรวมกิจการจะสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทผู้ทำการรวมกิจการ เนื่องจากในการรวมกิจการครั้งหนึ่ง บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายของการรวมนั้นมีเพียงบริษัทเดียว ในขณะที่บริษัทผู้ทำการรวมนั้นมีหลายบริษัท การแข่งขันระหว่างบริษัทจึงอาจสูงมาก ดังนั้นผลประโยชน์จากการรวมกิจการที่จะตกแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทผู้ทำการรวมจึงเหลือไม่มากนัก





ภาพที่ 4.1 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณา ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)



ภาพที่ 4.2 แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณา ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

ตารางที่ 4.1 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณา ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

AAR				
	Target (198 Events)		Acquirer (392 Events)	
Event Date	AAR	SE	AAR	SE
-5	-0.25%	0.0029	0.11%	0.0022
-4	0.95% ***	0.0029	-0.02%	0.0022
-3	0.44%	0.0029	0.08%	0.0022
-2	-0.31%	0.0028	-0.05%	0.0022
-1	0.72% **	0.0029	-0.03%	0.0022
0	0.64% **	0.0029	0.01%	0.0022
1	0.66% **	0.0028	0.46% **	0.0022
2	-0.05%	0.0028	-0.20%	0.0022
3	0.10%	0.0028	-0.10%	0.0022
4	-0.15%	0.0028	0.03%	0.0022
5	-0.24%	0.0028	-0.28%	0.0022

หมายเหตุ: \* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

ตารางที่ 4.2 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

CAAR				
	Target (198 Events)		Acquirer (392 Events)	
Event Study Period	CAAR	SE	CAAR	SE
CAAR(-5,-2)	0.82%	0.0059	0.12%	0.0045
CAAR(-1,+1)	2.02% **	0.0050	0.44%	0.0039
CAAR(+2,+5)	-0.34%	0.0058	-0.56%	0.0045

หมายเหตุ: \* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

**ตารางที่ 4.3** แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณา ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

AAV				
	Target (198 Events)		Acquirer (392 Events)	
Event Date	AAV	SE	AAV	SE
-5	2.14%	2.5048	0.68%	1.7062
-4	1.98%	2.5048	-0.03%	1.7062
-3	2.81%	2.5048	0.06%	1.7062
-2	1.83%	2.5048	0.20%	1.7062
-1	59.90% ***	2.5048	0.31%	1.7062
0	18.98% ***	2.5048	1.37%	1.7062
1	8.44% ***	2.5048	3.42% **	1.7062
2	7.23% ***	2.5048	1.36%	1.7062
3	2.06%	2.5048	0.66%	1.7062
4	2.02%	2.5048	0.72%	1.7062
5	4.40%	2.5048	0.41%	1.7062

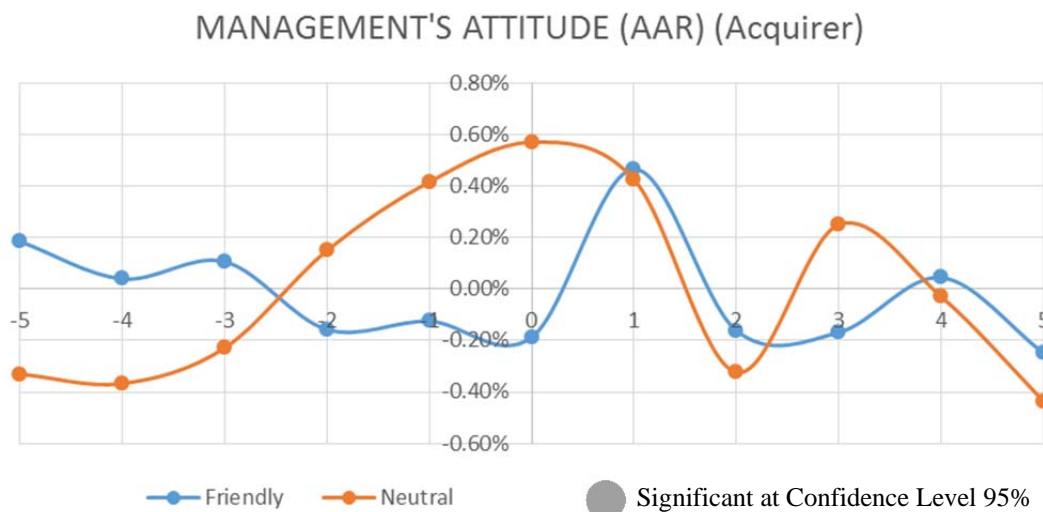
หมายเหตุ: \* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

#### 4.2 ผลการศึกษาการควบรวมกิจการในแบบเป็นมิตร (Friendly), ไม่เป็นมิตร (Hostile) และแบบเป็นกลาง (Neutral) ในกรณีของผู้เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

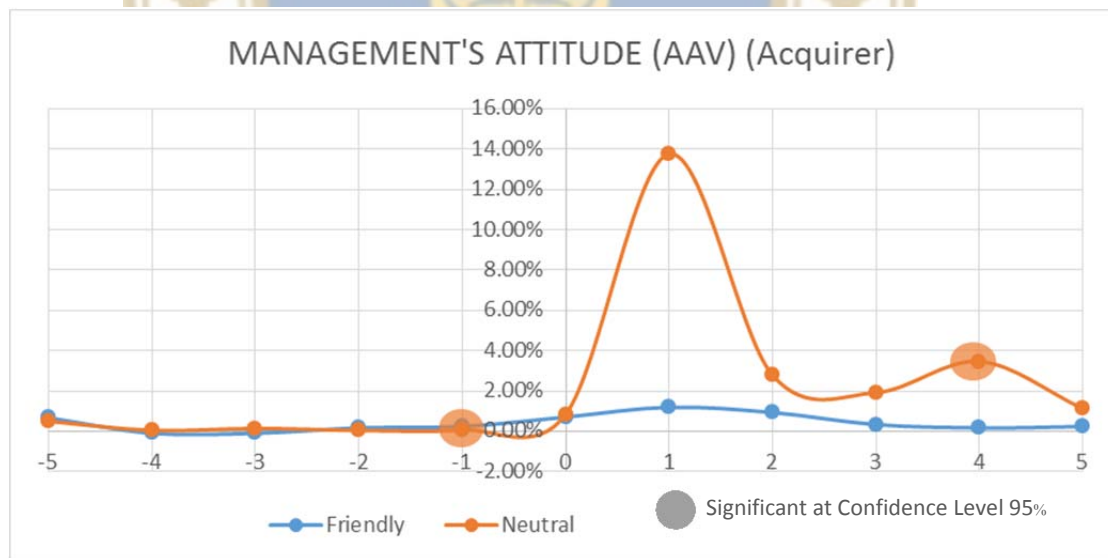
ทั้งนี้เนื่องจากในประเทศไทยยังไม่มีกรณีการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรมาก่อน ทำให้การศึกษาดังกล่าวถูกจำกัดให้ศึกษาได้เพียงการควบรวมแบบเป็นมิตร และแบบเป็นกลาง โดยผลการศึกษาพบว่า การควบรวมกิจการตามทัศนคติที่มีต่อการบริหารจัดการของเป้าหมาย ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ในเชิงบวกต่อผู้เข้าควบรวมกิจการ อย่างมีนัยสำคัญในรูปแบบการควบรวมแบบเป็นกลาง (Neutral) โดยพบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมในช่วง Event Periods (-1,+1) มีค่าอยู่ที่ 1.41% อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05

เมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) และอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) ไม่พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ ถ้าพิจารณาถึงอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ พบว่าการควบรวมแบบเป็นมิตร (Friendly-Acquired) เกิดการซื้อขายผิดปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญ โดยการควบรวมแบบเป็นมิตรเกิดการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติในวันที่ 1 ก่อนการประกาศควบรวม

กิจการ และในวันที่ 4 หลังการประกาศควบรวมกิจการ โดยในวันที่ 4 เกิดการซื้อขายผิดปกติเฉลี่ยสูงสุด อยู่ที่ 3.46



ภาพที่ 4.3 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยตามวิธีการควบรวม ในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)



ภาพที่ 4.4 แสดงการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) ตามวิธีการควบรวม ในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

ตารางที่ 4.4 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) ตามวิธีการควบรวม ในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

MANAGEMENT'S ATTITUDE (Acquirer) (AAR)						
	FRIENDLY (322 Events)		HOSTILE (0 Events)		NEUTRAL (63 Events)	
Event Date	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE
-5	0.18%	0.003	-	-	-0.33%	0.004
-4	0.04%	0.003	-	-	-0.37%	0.003
-3	0.11%	0.003	-	-	-0.23%	0.004
-2	-0.16%	0.003	-	-	0.15%	0.004
-1	-0.13%	0.003	-	-	0.42%	0.004
0	-0.19%	0.003	-	-	0.57%	0.004
1	0.47% *	0.003	-	-	0.42%	0.004
2	-0.16%	0.003	-	-	-0.32%	0.004
3	-0.17%	0.003	-	-	0.25%	0.004
4	0.04%	0.003	-	-	-0.03%	0.003
5	-0.25%	0.003	-	-	-0.43%	0.004

หมายเหตุ: \*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 \*\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตารางที่ 4.5 แสดงอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) ตามวิธีการควบรวม ในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

MANAGEMENT'S ATTITUDE (Acquirer) (AAV)						
	FRIENDLY (322 Events)		HOSTILE (0 Events)		NEUTRAL (63 Events)	
Event Date	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE
-5	0.67%	1.715	-	-	0.50%	1.705
-4	-0.10%	1.715	-	-	0.04%	1.705
-3	-0.10%	1.715	-	-	0.13%	1.705
-2	0.17%	1.715	-	-	0.04%	1.705
-1	0.24%	1.715	-	-	0.07%	1.705
0	0.70%	1.715	-	-	0.84%	1.705
1	1.19%	1.715	-	-	13.75% ***	1.705
2	0.93%	1.715	-	-	2.78%	1.705
3	0.33%	1.715	-	-	1.92%	1.705
4	0.16%	1.715	-	-	3.46% **	1.705
5	0.24%	1.715	-	-	1.13%	1.705

หมายเหตุ: \*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 \*\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01



ตารางที่ 4.6 แสดงการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) มุมมองของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

MANAGEMENT'S ATTITUDE (Acquirer) (CAAR)						
	FRIENDLY (322 Events)		HOSTILE (0 Events)		NEUTRAL (63 Events)	
Event Date	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE
CAAR(-5,-2)	0.17%	0.005	-	-	-0.78%	0.007
CAAR(-1,+1)	0.15%	0.005	-	-	1.41% **	0.006
CAAR(+2,+5)	-0.53%	0.005	-	-	-0.54%	0.007

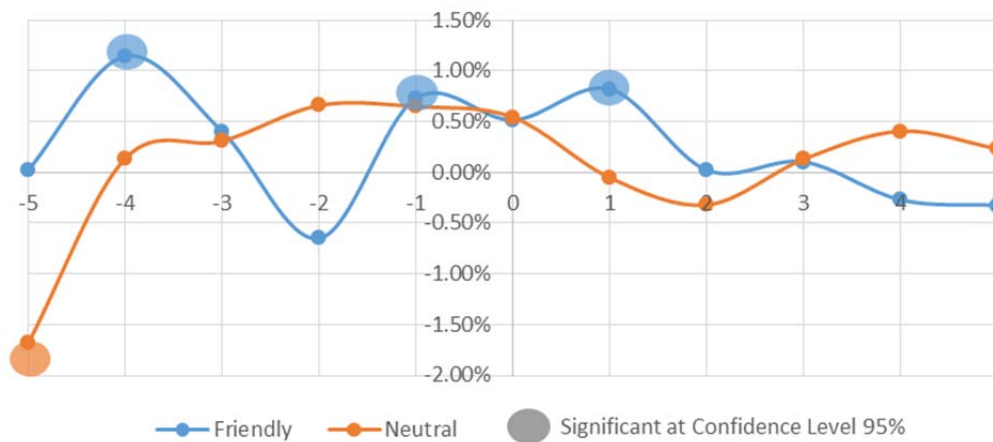
หมายเหตุ: \*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 \*\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

#### 4.3 ผลการศึกษาการควบรวมกิจการในแบบเป็นมิตร (Friendly), ไม่เป็นมิตร (Hostile) และแบบเป็นกลาง (Neutral) ในกรณีของผู้ถูกควบรวมกิจการ (Target)

ทั้งนี้เนื่องจากในประเทศไทยยังไม่มีกรณีการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรมาก่อน ทำให้การศึกษาดังกล่าวถูกจำกัดให้ศึกษาได้เพียงการควบรวมแบบเป็นมิตร และแบบเป็นกลาง โดยผลการศึกษาพบว่า การควบรวมกิจการตามทัศนคติที่มีต่อการบริหารจัดการของเป้าหมาย ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ในรูปแบบการควบรวมแบบเป็นมิตร โดยการควบรวมแบบเป็นมิตรพบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมในช่วง Event Periods (-1,+1) มีค่าอยู่ที่ 2.07% อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05

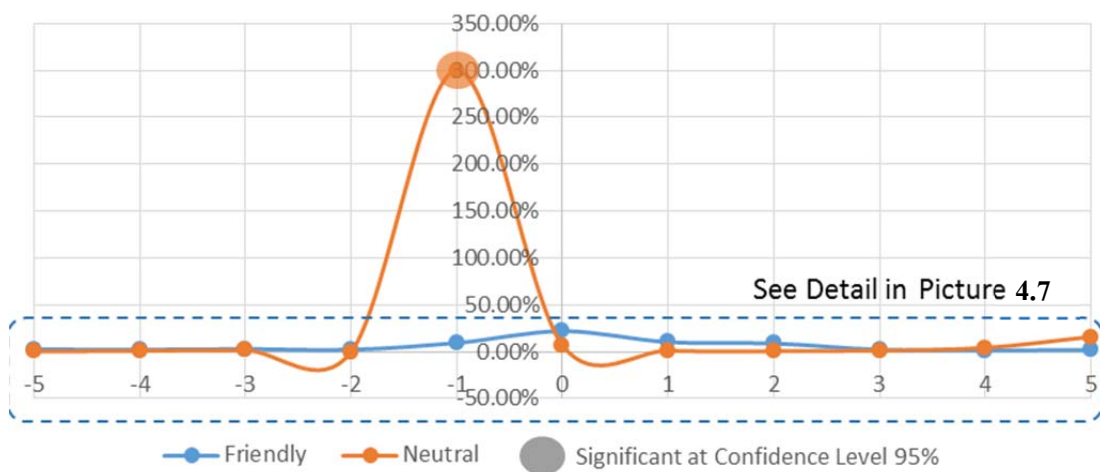
จากการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติในการควบรวมแบบเป็นมิตร โดยพบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติในวันที่ 4 และ 1 ก่อนการประกาศควบรวมกิจการ และวันที่ 1 หลังการประกาศควบรวมกิจการ โดยมีค่าอยู่ที่ 1.14, 0.73% และ 0.82% ตามลำดับ ส่วนการควบรวมแบบเป็นกลาง พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติในวันที่ 5 ก่อนการประกาศควบรวมกิจการ โดยมีค่าอยู่ที่ -1.68% ถ้าพิจารณาถึงอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ พบว่าเกิดการซื้อขายผิดปกติเฉลี่ยในทุกรูปแบบการควบรวมอย่างมีนัยสำคัญ โดยการควบรวมแบบเป็นมิตรมีการซื้อขายผิดปกติในวันที่ -1, 0, 1 และ 2 โดยมีค่าอยู่ที่ 9.37%, 22.01%, 10.34% และ 8.91% ส่วนการควบรวมแบบเป็นกลางเกิดการซื้อขายผิดปกติเฉลี่ยในวันที่ -1, 0 และ 5 ตามลำดับ โดยมีค่าอยู่ที่ 299.78%, 6.92% และ 15.98% ตามลำดับอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05

### MANAGEMENT'S ATTITUDE (AAR) (Target)



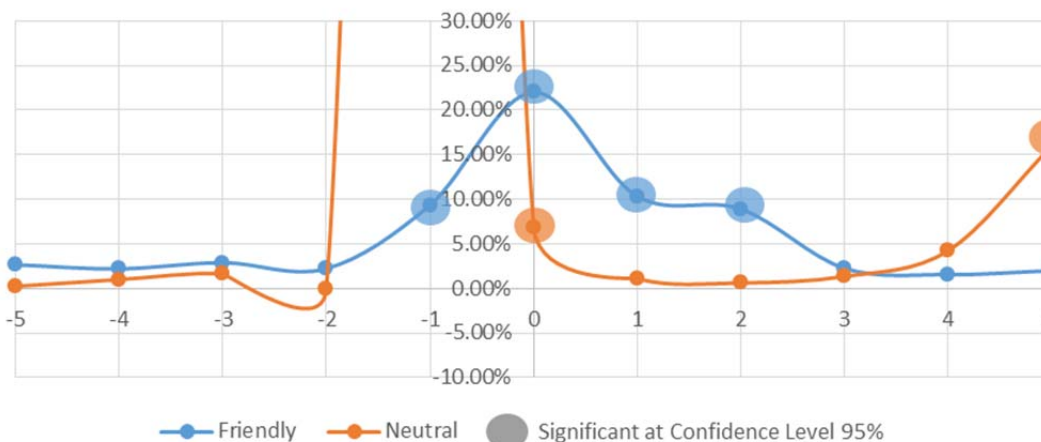
ภาพที่ 4.5 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยแบ่งตามวิธีการควบรวมกิจการ ในกรณีของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

### MANAGEMENT'S ATTITUDE (AAV) (Target)



ภาพที่ 4.6 แสดงการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) โดยแบ่งตามวิธีการควบรวมกิจการ ในกรณีของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

## MANAGEMENT'S ATTITUDE (AAV) (Target)



ภาพที่ 4.7 ภาพขยายแสดงการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) โดยแบ่งตามวิธีการรวบรวมกิจการ ในกรณีของบริษัทที่ถูกรวบรวมกิจการ (Target)

ตารางที่ 4.7 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) ในกรณีของบริษัทที่ถูกรวบรวมกิจการ (Target)

MANAGEMENT'S ATTITUDE (Target) (AAR)							
Event Date	FRIENDLY (157 Events)			HOSTILE (0 Events)		NEUTRAL (33 Events)	
	AAR		SE	AAR	SE	AAR	SE
-5	0.02%		0.003	-	-	-1.68% **	0.006
-4	1.15% ***		0.003	-	-	0.14%	0.006
-3	0.40%		0.003	-	-	0.31%	0.006
-2	-0.65%		0.003	-	-	0.66%	0.006
-1	0.73% **		0.003	-	-	0.65%	0.006
0	0.52%		0.003	-	-	0.54%	0.006
1	0.82% **		0.003	-	-	-0.05%	0.006
2	0.02%		0.003	-	-	-0.32%	0.006
3	0.10%		0.003	-	-	0.13%	0.006
4	-0.27%		0.003	-	-	0.41%	0.006
5	-0.32%		0.003	-	-	0.23%	0.006

ตารางที่ 4.8 แสดงอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) ในกรณีของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

MANAGEMENT'S ATTITUDE (Target) (AAV)						
Event Date	FRIENDLY (157 Events)		HOSTILE (0 Events)		NEUTRAL (33 Events)	
	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE
-5	2.67%	2.580	-	-	0.25%	2.362
-4	2.21%	2.580	-	-	1.00%	2.362
-3	2.91%	2.580	-	-	1.67%	2.362
-2	2.22%	2.580	-	-	-0.02%	2.362
-1	9.37% ***	2.580	-	-	299.78% ***	2.362
0	22.01% ***	2.580	-	-	6.92% ***	2.362
1	10.34% ***	2.580	-	-	1.12%	2.362
2	8.91% ***	2.580	-	-	0.63%	2.362
3	2.27%	2.580	-	-	1.35%	2.362
4	1.56%	2.580	-	-	4.23% *	2.362
5	2.01%	2.580	-	-	15.98% ***	2.362

หมายเหตุ: \*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 \*\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตารางที่ 4.9 แสดงการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ในกรณีของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

MANAGEMENT'S ATTITUDE (Target) (CAAR)						
Event Date	FRIENDLY (157 Events)		HOSTILE (0 Events)		NEUTRAL (33 Events)	
	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE
CAAR(-5, -2)	0.92%	0.007	-	-	4.65%	0.013
CAAR(-1, +1)	2.07% ***	0.006	-	-	4.61%	0.011
CAAR(+2, +5)	-0.47%	0.007	-	-	-1.00%	0.013

หมายเหตุ: \*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 \*\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

เนื่องจากข้อจำกัดด้านข้อมูลในประเทศไทย ที่ไม่พบการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร ทำให้การศึกษาดังกล่าวถูกจำกัดให้ศึกษาได้เพียงการควบรวมแบบเป็นมิตร และแบบเป็นกลาง ซึ่งงานวิจัยก่อนหน้านี้ส่วนใหญ่พบว่า การเข้าควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร จะส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ อย่างเช่นงานวิจัยของ Schwert (1999) ที่พบว่า บริษัทที่เข้าทำการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร จะส่งผลให้ราคาหุ้นของ

บริษัทที่เข้าทำการควบรวมกิจการในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ที่เข้าทำการควบรวมกิจการลดลง โดยการเข้าควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรทำให้บริษัทผู้เข้าควบรวมต้องชำระค่าพรีเมียมให้บริษัทเป้าหมายในอัตราที่สูง และมีโอกาสที่จะเข้าควบรวมได้สำเร็จในอัตราที่ต่ำกว่าการเข้าควบรวมในกรณีอื่น เช่นเดียวกับ Chen and Cornu (2002) ที่พบว่า การควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรจะมีการแข่งขันของผู้เข้าควบรวมกิจการสูงกว่าการเข้าควบรวมกิจการแบบเป็นมิตรอย่างมีนัยสำคัญ และการเข้าควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรจะมีการเสนอซื้อด้วยเงินสดและมีพรีเมียมที่สูงกว่า และโอกาสที่การเข้าควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรจะสำเร็จจะมีโอกาสน้อยกว่ากรณีเข้าควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร

ในขณะที่งานวิจัยก่อนหน้านี้ที่ศึกษาอัตราผลตอบแทนผิดปกติของผู้ที่ถูกซื้อกิจการพบว่า บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร จะเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ เช่น งานวิจัยของ Browne and Rosengren (1987) ที่พบว่า ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะได้รับประโยชน์จากการควบรวมแบบไม่เป็นมิตร เนื่องจากราคาหุ้นของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะเพิ่มสูงขึ้นมาก เช่นเดียวกับงานศึกษาของ Pearce and Robinson (2004) ที่พบว่า การควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร ทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการมีความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าทั้งสองฝ่ายใช้เวลาในการเจรจาต่อรองกันนานขึ้น

โดยสาเหตุที่ทำให้การควบรวมแบบไม่เป็นมิตรเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ สามารถอธิบายได้จากแนวคิดของ Chen and Cornu (2002) ที่กล่าวว่า การควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรจะมีการแข่งขันของผู้เข้าควบรวมกิจการสูงกว่าการเข้าควบรวมกิจการแบบเป็นมิตรอย่างมีนัยสำคัญ โดยการเข้าควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรจะมีการเสนอซื้อด้วยเงินสดและมีพรีเมียมที่สูงกว่า และโอกาสที่การเข้าควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรจะสำเร็จจะมีโอกาสน้อยกว่ากรณีเข้าควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร นอกจากนี้งานวิจัยของ Schwert (1999) ยังพบว่า บริษัทที่เข้าทำการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร ทำให้บริษัทผู้เข้าควบรวมต้องชำระค่าพรีเมียมให้บริษัทเป้าหมายในอัตราที่สูง และมีโอกาสที่จะเข้าควบรวมได้สำเร็จในอัตราที่ต่ำกว่าการเข้าควบรวมในกรณีอื่น

#### 4.4 ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอย (Regression)

วิเคราะห์การถดถอยอย่างง่าย (Simple Regression) ของความสัมพันธ์ระหว่าง สัดส่วนของขนาดธุรกิจของผู้เข้าควบรวมกิจการกับผู้ถูกควบรวมกิจการ โดยศึกษาว่าขนาดธุรกิจที่แตกต่างกัน จะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ของทั้งผู้เข้าควบรวมกิจการและผู้ถูกควบรวมกิจการ โดยข้อมูลของตัวแปรอิสระ(k) คือ ใช้สัดส่วน มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัท



ที่เข้าควบรวมกิจการ ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ ซึ่งใช้ข้อมูลจาก Thomson Reuters โดยตัวแปร Y คืออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ของบริษัทในช่วงที่มีการประกาศควบรวมกิจการ (Event Periods -1,+1)

โดยการศึกษาจะแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มคือ กลุ่มของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และกลุ่มของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

ผลการศึกษาของกลุ่มบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) จำนวน 104 บริษัท (จากตารางที่ 4.10) พบว่าตัวแปรสัดส่วนของขนาดธุรกิจของผู้เข้าควบรวมกิจการกับผู้ถูกควบรวมกิจการไม่ส่งผลให้มีการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAAR) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งขัดแย้งกับผลการวิจัยของ Moeller, Schlingemann & Stulz (2005) ที่ผลการศึกษาพบว่า การเข้าซื้อกิจการขนาดใหญ่ไม่ได้สร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น อีกทั้งยังเป็นการทำลายความเชื่อมั่นของผู้ถือหุ้น ในขณะที่การเข้าซื้อกิจการของบริษัทที่มีขนาดเล็กกลับเป็นการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น

ผลการศึกษาของกลุ่มบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target) จำนวน 118 บริษัท (จากตารางที่ 4.10) พบว่าตัวแปรสัดส่วนของขนาดธุรกิจของผู้เข้าควบรวมกิจการกับผู้ถูกควบรวมกิจการ ไม่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAAR) ได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งขัดแย้งกับงานศึกษาของ Krishnan, Hitt & Park (2007) ที่พบว่าความแตกต่างของขนาดเป็นหนึ่งในสาเหตุหลักที่ก่อให้เกิดการทำงานร่วมกัน และทำให้การดำเนินงานของบริษัทประสบความสำเร็จ ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการเป็นบริษัทเล็กกว่า บริษัทสามารถเพิ่มศักยภาพทางการตลาด และความสามารถในการใช้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดได้ ทำให้ราคาหุ้นของบริษัทผู้ถูกควบรวมกิจการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญหลังมีการควบรวมกิจการ

ตารางที่ 4.10 แสดงการวิเคราะห์การถดถอย (Regression) ของกลุ่มบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และกลุ่มบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

	Dependent Variable (Y)	Independent Variable (X)	Expected Sign of Coefficient	OLS	Constant	R-Square	F-test
Target (118 Events)	CAAR	Market Cap. Ratio	(+)	-0.0000 (0.0000)	0.0399** (0.0172)	0.0008	10
Acquirer (104 Events)	CAAR	Market Cap. Ratio	(+)	-0.0000 (0.0000)	0.0119 (0.0159)	0.0006	7

หมายเหตุ: \*มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1 \*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 \*\*\* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, ในวงเล็บ คือ Standard Error

$$\text{Market Cap. Ratio} \text{ คือ } \frac{\text{Market Cap. Acquirer}}{\text{Market Cap. Target}}$$

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่าการประกาศควบรวมกิจการจะส่งผลกระทบต่อให้บริษัทเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่มีการประกาศควบรวมกิจการ ตั้งแต่ 2518 จนถึง 2558 ศึกษาด้วยวิธีทดสอบทางสถิติ (t-test) และศึกษาโดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross section Data) โดยตัดตัวอย่างช่วงที่เกิดเหตุการณ์ซ้อนทับกับวันประกาศเหตุการณ์การเพิ่มทุน ลดทุน และการประกาศจ่ายปันผลในกรณีที่การควบรวมใกล้เคียงกัน โดยไม่เกิน 30 วันนับจากการประกาศการควบรวมกิจการ เพื่อพิจารณาว่าตัวแปรใดที่ส่งผลกระทบต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR)

ผลการศึกษาด้วยวิธีทดสอบทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 พบว่าบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target) จะมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงบวก ส่วนบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquire) กลับไม่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมแต่อย่างใด โดยเมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ พบว่าบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target) เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และมีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ ในเชิงบวกที่มากกว่าบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquire) อย่างมีนัยสำคัญ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานศึกษาของบุญทวี, นกคด และ อาคม (1992) ซึ่งพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะสูงกว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทผู้ทำการรวมกิจการ เนื่องจากในการรวมกิจการครั้งหนึ่ง บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายของการรวมนั้นมีเพียงบริษัทเดียว ในขณะที่บริษัทผู้ทำการรวมนั้นมีหลายบริษัท การแข่งขันระหว่างบริษัทจึงอาจสูงมาก ดังนั้นผลประโยชน์จากการรวมกิจการที่จะตกแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทผู้ทำการรวมจึงเหลือไม่มากนัก

เมื่อพิจารณาตัวแปรการควบรวมกิจการตามทัศนคติที่มีต่อการบริหารจัดการของเป้าหมาย (Target Management's Attitude) ที่มีต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ พบว่าตามรูปแบบการควบรวมกิจการในมุมมองของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ พบว่าในประเทศไทยยังไม่มีการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรมาก่อน ทำให้การศึกษาดังกล่าวถูกจำกัดให้ศึกษาได้เพียงการควบรวมแบบเป็นมิตร และแบบเป็นกลาง โดยผลการศึกษาพบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม ในเชิงบวกต่อผู้เข้าควบรวมกิจการ อย่างมีนัยสำคัญในกรณีที่เป็นการควบรวมแบบเป็นกลาง (Neutral) และเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในเชิงบวกต่อผู้ถูกควบรวมกิจการ

อย่างมีนัยสำคัญ ในกรณีที่เป็นการควบรวมแบบเป็นมิตร โดยทั้งคู่พบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม ในช่วง Event Periods (-1,+1) เนื่องจากงานวิจัยก่อนหน้านี้ส่วนใหญ่พบว่า การเข้าควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร จะส่งผลให้บริษัทที่เข้าควบรวมกิจการเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมในเชิงลบ ในขณะที่บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ เช่นงานวิจัยของ Schwert (1999) ที่พบว่า บริษัทที่เข้าทำการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร จะส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทที่เข้าทำการควบรวมกิจการในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ที่เข้าทำการควบรวมกิจการลดลง เช่นเดียวกับ Chen and Cornu (2002) ที่พบว่า การควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรจะมีการแข่งขันของผู้เข้าควบรวมกิจการสูงกว่าการเข้าควบรวมกิจการแบบเป็นมิตรอย่างมีนัยสำคัญ และการเข้าควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรจะมีการเสนอซื้อด้วยเงินสดและมีพรีเมียมที่สูงกว่า และโอกาสที่การเข้าควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรจะสำเร็จจะมีโอกาสน้อยกว่ากรณีเข้าควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร ในขณะที่ยานวิจัยก่อนหน้านี้ที่ศึกษาอัตราผลตอบแทนผิดปกติของผู้ที่ถูกซื้อกิจการพบว่า บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร จะเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ เช่นงานวิจัยของ Browne and Rosengren (1987) ที่พบว่า ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะได้รับประโยชน์จากการควบรวมแบบไม่เป็นมิตร เนื่องจากราคาหุ้นของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะเพิ่มสูงขึ้นมาก เช่นเดียวกับงานศึกษาของ Pearce and Robinson (2004) ที่พบว่า การควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร ทำให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการมีความมั่งคั่งเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าทั้งสองฝ่ายใช้เวลาในการเจรจาต่อรองกันนานขึ้น

สำหรับผลการศึกษาโดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-sectional Data) โดยใช้ตัวแปรขนาดของธุรกิจ (Size of Firm) พบว่าในภาพรวมทั้งบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ ไม่สามารถอธิบายขนาดของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมที่เกิดขึ้นได้

เนื่องจากงานวิจัยนี้มีข้อจำกัด ในเรื่องจำนวนของกลุ่มตัวอย่างในบางหัวข้อที่มีปริมาณไม่มากนัก จึงอาจทำให้ผลที่ได้มีความคลาดเคลื่อนสูง ผู้วิจัยจึงแนะนำให้ขยายจำนวนของกลุ่มตัวอย่างที่จะศึกษาให้มีจำนวนเพิ่มมากขึ้น โดยการขยายขอบเขตการศึกษาในเรื่อง การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการควบรวมกิจการกับบริษัทในต่างประเทศ โดยศึกษาจากการประกาศควบรวมกิจการ โดยแบ่งตามประเภทของการควบรวมกิจการ, การควบรวมกับบริษัทที่จดทะเบียนและไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์, วิธีการชำระค่าหุ้น, ประเภทของอุตสาหกรรม และการควบรวมแบบเป็นมิตรและไม่เป็นมิตรเพิ่มเติมด้วย เพื่อทำให้งานวิจัยมีกลุ่มตัวอย่างเพิ่มมากขึ้น

## บรรณานุกรม

- จรีษา พ่อคำ, แพรวพี เรียบร้อย, และ เรืองฤทธิ์ เลิศชนะชมภู (2015). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการตามมุมมองของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ กับบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ปรินญาการจัดการมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, มหาวิทยาลัยมหิดล.
- ชนันท์ กิจนิธิกุล, ภัตสร ขจรเกียรติคุณ, และ หัตยา เมฆประสิทธิ์ (2016). การศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกรณีที่มีการซื้อหุ้นคืน. ปรินญาการจัดการมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, มหาวิทยาลัยมหิดล.
- บุญทรี บุญบาร, นกมล ศิลปวิทย์, และ อาคม เตชวณิชวนิสา (1992). การตอบสนองของราคาหุ้นสามัญของบริษัทเป้าหมายเมื่อเกิดการรวมกิจการ. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Barasa, R. (2015). *The impact of merger and acquisition announcements on share prices of companies listed at the nairobi securities exchange*. Master of business administration of the school of bussiness, University of Nairobi.
- Bose, S. (2014). Mergers and acquisitions: A popular tool for financial and operating synergt in the era of modern economy. *Journal of Commerce & Management*, 1(6), 24-28.
- 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 Financial Economics*, 21(1), 3–40.
- Browne, L. E., & Rosengren, E. S. (1987). Are hostile takeovers different. 200-241.
- David, C., & Montgomery, C. A. (1995). Competing on resources: strategy in the 1990s. *Harvard Business Review*, 73(1), 118-128.
- Eckbo, E. B., Giammarino, R. M., & Heinkel, R. L. (1990). Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers: Theory and tests. *The Review of Financial Studies*, 3(4), 651-674.
- Fama, E. F. (2008). Agency problems and the theory of the firm. *The journal of political economy*, 88(2), 288-307.



## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Filipovic, D. (2012). *Impact of company's size on takeover success*. Faculty of Economics and Business, University of Zagreb.
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2003). Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids. 18-25.
- Hackbarth, D., & Morellec, E. (2006). *Stock returns in mergers and acquisitions*. Washington University.
- Jarrell, G. A., & Poulsen, A. B. (1991). The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from three decades. *The Journal of Financial*, 18(1), 409-419.
- Jensen, M. C., & Smith, C. W. (1984). The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview. 18-21.
- Krishnan, H. A., Hitt, M. A., & Park, D. (2007). Acquisition premiums, subsequent workforce reductions and post-acquisition performance. *Journal Management Studies*, 44(5), 709-732.
- Lane, L. H., Stulz, R. M., & Walkling, R. A. (1989). Managerial performance, tobin's q, and the gains from successful tender offers. *Journal of Financial Economics*, 24(1), 137-154.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring firm returns in the recent merger wave. *Journal of Finance*, 2(1), 757-782.
- Möhlmann, B. W. A. (2012). *Hostile takeovers: The long term effect on shareholder value of acquiring companies*. Master Specialisation Financial Economics, Eeasmus University Rotterdam.
- Myers, Stewart C, & Majluf, Nicholas S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors Journal of Financial Economics 13, 187-221.
- Penrose, E. (1995). *The theory of the growth of the firm*. Oxford Scholarship Online.



## บรรณานุกรม (ต่อ)

Schwert, W. G. (1999). *Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder?* , University of Rochester.

Sudarsanam, S., & Mahate, A. A. (2003). Glamour acquirers, method of payment and post acquisition performance: The UK evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(1), 299-342.

