

การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการ ของบริษัท  
ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาตามวิธีการชำระค่าหุ้น  
และรูปแบบการควบรวมกิจการ



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต  
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล  
พ.ศ. 2559

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควรรวมกิจการ ของบริษัท  
ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาตามวิธีการชำระค่าหุ้น  
และรูปแบบการควรรวมกิจการ

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 18 ตุลาคม 2559



นางสาวรมิตา ปวีดาภา  
ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

เทียนทิพ สุพานิช,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

ดวงพร อภาศิลป์,

Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทรโคติกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาตามวิธีการชำระค่าหุ้น และรูปแบบการควบรวมกิจการ ประสบผลสำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร ธาระวานิช และรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติร์ จันทร โคลิกา ซึ่งได้สละเวลาให้คำปรึกษา คำแนะนำ ตลอดจนข้อคิดเห็นต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ ต่อการทำสารนิพนธ์ในครั้งนี้

สุดท้ายทางผู้วิจัยขอขอบคุณผู้มีพระคุณ อาทิ คุณพ่อ คุณแม่ และครอบครัวที่ให้กำลังใจ และให้การสนับสนุนมาโดยตลอด รวมทั้งคุณบุญญา วิภัยสุขสกุล และเพื่อนทุกท่านที่ได้ร่วมแรงร่วมใจช่วยเหลืองานวิจัยครั้งนี้สำเร็จไปได้ด้วยดี หากงานวิจัยฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใดต้องขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

รมิตา ปวีดาภา



การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาตามวิธีการชำระค่าหุ้น และรูปแบบการควบรวมกิจการ  
THE RESPONSE OF STOCK PRICE WITH MERGER ANNOUNCEMENT OF THE LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

รมิตา ปวีดาภา 5750274

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัสร ธาระวานิช, Ph.D., เทียนทิพ สุพานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ธาดรี จันทร โคลิกา, Ph.D.

#### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการประกาศควบรวมกิจการ โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่มีการประกาศควบรวมกิจการ ตั้งแต่ 2518 จนถึง 2558 โดยทำการศึกษาทั้งในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target) ศึกษาแบ่งตาม วิธีการชำระค่าหุ้น (Payment Methods) และรูปแบบของการควบรวมกิจการ (Types of Merger) นอกจากนี้งานศึกษานี้ได้ศึกษาโดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross section Data) โดยใช้ตัวแปรขนาดของธุรกิจที่แตกต่างกันระหว่างบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการและถูกควบรวมกิจการ (Size of Firm)

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

คำสำคัญ : อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย, อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม, การประกาศควบรวมกิจการ

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ช
สารบัญภาพ	ณ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	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
2.1.5 ทฤษฎี Hubris Hypothesis	8
2.2 งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	9
2.2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทน ที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ	9
2.2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทน ที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ กรณีแบ่งตามรูปแบบการชำระเงิน (Payment Method)	11
2.2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทน ที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ กรณีแบ่งตามประเภทการควบรวม (Types of Merger)	14
2.2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทน ที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ กรณีตัวแปรขนาดของธุรกิจ (Size of Firm)	14

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
<b>บทที่ 3</b>	
<b>ข้อมูลที่ใช้ และการแบ่งประเภทการควบรวม</b>	<b>17</b>
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง	17
3.2 วิธีการแบ่งประเภทของการควบรวม	17
3.2.1 การได้มาซึ่งหุ้น	17
3.2.2 แบ่งตามประเภทการควบรวมกิจการ	18
<b>บทที่ 4</b>	
<b>สูตรและขั้นตอนในการวิจัย</b>	<b>20</b>
4.1 ช่วงระยะเวลาการศึกษา	20
4.2 การคำนวณอัตราผลตอบแทน	21
<b>บทที่ 5</b>	
<b>ตัวแปร</b>	<b>28</b>
5.1 ตัวแปรอิสระ	28
5.2 ตัวแปรตาม	29
5.3 ตัวแปรแทรกซ้อน	29
<b>บทที่ 6</b>	
<b>ผลการศึกษา</b>	<b>30</b>
6.1 ผลการวิเคราะห์การควบรวมกิจการ โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น (Payment Methods) ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	30
6.2 ผลการวิเคราะห์การควบรวมกิจการ โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น (Payment Methods) ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	33
6.3 ผลการวิเคราะห์การควบรวมกิจการ โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวมกิจการ (Type of Merger) ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	36
6.4 ผลการวิเคราะห์การควบรวมกิจการ โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวมกิจการ (Type of Merger) ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	39



สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
6.5 ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR)	
โดยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอย (Regression)	43
บทที่ 7 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	45
บรรณานุกรม	47
ประวัติผู้วิจัย	51



## สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
6.1	แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	32
6.2	แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) โดยพิจารณาจากวิธีการ ชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	32
6.3	แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากวิธีการ ชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	33
6.4	แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	35
6.5	แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) โดยพิจารณาจากวิธีการ ชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	35
6.6	แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากวิธีการ ชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	36
6.7	แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากประเภท การควบรวมกิจการ ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquire)	38
6.8	แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) โดยพิจารณาจาก ประเภทการควบรวม กิจการ ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquire)	38
6.9	แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากประเภท การควบรวม กิจการ ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquire)	39
6.10	แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากประเภท การควบรวมกิจการ ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	41
6.11	แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) โดยพิจารณาจาก ประเภทการควบรวมกิจการ ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	42
6.12	แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากประเภท การควบรวมกิจการ ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	42



## สารบัญตาราง (ต่อ)

ตาราง		หน้า
6.13	แสดงการวิเคราะห์การถดถอย (Regression) ของกลุ่มบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และกลุ่มบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	44



## สารบัญภาพ

ภาพ	หน้า	
4.1	แผนภาพแสดงช่วงเวลาทางสถิติที่ศึกษา	20
4.2	ช่วงของเหตุการณ์ที่ศึกษา	21
6.1	แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	31
6.2	แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากวิธีการ ชำระค่าหุ้น ในกรณี บริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	31
6.3	แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	34
6.4	แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น ในกรณี บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	34
6.5	แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวมกิจการ ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	37
6.6	แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากประเภท การควบรวมกิจการ ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquire)	37
6.7	แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวม กิจการ ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	40
6.8	แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากประเภท การควบรวมกิจการ ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	41

## บทที่ 1

### บทนำ

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

การที่ผู้ประกอบการจะทำการตัดสินใจเข้าควบรวมกิจการ หรือถูกควบรวมกิจการกับบริษัทใดบริษัทหนึ่ง ผู้ประกอบการจำเป็นต้องทราบ โอกาสและความเสี่ยงที่อาจจะเกิดขึ้นจากการเข้าควบรวมกิจการดังกล่าว ดังนั้นงานวิจัยชิ้นนี้จึงช่วยให้ผู้ประกอบการที่กำลังรวบรวมข้อมูลเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจ ทราบถึงตัวแปรต่างๆที่อาจส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงและโอกาสที่จะเกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการ ไม่ว่าจะเป็น ในกรณีประเภทการควบรวม (Type of Merger) กรณีรูปแบบการชำระเงิน (Payment Method) และปัจจัยด้านขนาดของธุรกิจ (Size of Firm)

ดังนั้นการศึกษานี้จึงประกอบไปด้วยสมมติฐานใหม่ที่จะช่วยในการอธิบายความเสี่ยงและโอกาสที่จะเกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อช่วยให้การควบรวมกิจการภายในประเทศเกิดขึ้นอย่างมีประสิทธิภาพและยังคงถูกใช้เพื่อเป็นเครื่องมือที่ช่วยให้กิจการขยายตลาดเข้าสู่ธุรกิจใหม่ และลดความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจ

การศึกษานี้มุ่งเน้นถึงวิธีการควบรวมกิจการในแต่ละวิธีว่ามีผลต่อราคาหุ้นของบริษัททั้งบริษัทที่เป็นผู้เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่เป็นผู้ถูกควบรวมกิจการ (Target) ว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยใช้ข้อมูลการทำธุรกรรมที่เกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 178 ธุรกรรม เป็นรายวัน ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่วันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2558 โดยตัดตัวอย่างช่วงที่เกิดเหตุการณ์ซ้อนทับกับวันประกาศเหตุการณ์การเพิ่มทุน ลดทุน และการประกาศจ่ายปันผลในกรณีที่มีการควบรวมใกล้เคียงกันโดยไม่เกิน 30 วัน โดยใช้เพื่อพิจารณาว่าตัวแปรใดที่ส่งผลต่อการเกิดอัตรา

ผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (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. วิธีการชำระค่าหุ้นเป็นเงินสดหรือหุ้นสามัญ (Payment Methods)
2. รูปแบบของการควบรวมกิจการซึ่งประกอบด้วย การควบรวมในแนวนอน (Horizontal Merger) การควบรวมในแนวตั้ง (Vertical Merger) และการควบรวมแบบผสม (Conglomerate Merger)

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

ผลการวิเคราะห์ตามวิธีการชำระเงิน พบว่าบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการและมีการชำระเงินด้วยหุ้น มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการไม่เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลการศึกษานี้ขัดแย้งกับงานศึกษาก่อนหน้านี้ของ Travlos (1987) ที่พบว่า การเข้าครอบงำกิจการ และจ่ายชำระเงินโดยใช้หุ้นแลกกัน ทำให้บริษัทผู้เข้าครอบงำ มีอัตราผลตอบแทนสะสม 2 วันนับจากวันประกาศข่าวจะต่ำกว่าปกติ อย่างมีนัยสำคัญ และขัดแย้งกับงานศึกษา Franks, Harris & Mayer (1988) ที่พบว่าในกรณีศึกษาของประเทศอเมริกา กรณีธุรกรรมแลกหุ้นพบผลตอบแทนติดลบอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่าหากวัดผลตอบแทนตั้งแต่ 4 เดือน ก่อนวันประกาศข่าวถึง 1 เดือนหลังจากนั้น พบว่าธุรกรรมเงินสดให้ผลตอบแทนเหนือปกติเล็กน้อยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้งในอเมริกาและในอังกฤษ เนื่องจากการใช้หุ้นในการจัดหาเงินทุน ผู้ชนะการประมูลต้องเผชิญกับระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลในระดับสูง ส่งผลให้การทำธุรกรรมด้วยหุ้นสามัญ (Security Offering) จะทำให้เกิดผลตอบแทนเฉลี่ยเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผู้ที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) มากกว่าการเสนอทำธุรกรรมด้วยเงินสด

ผลการวิเคราะห์ตามประเภทการควบรวมกิจการ (Types of Merger) ทั้ง 3 รูปแบบคือการควบรวมกิจการแบบแนวดิ่ง แนวนอน และแบบผสม ผลการศึกษาไม่พบว่าบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในทุกรูปแบบ ส่วนบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญเฉพาะการควบรวมกิจการแบบแนวดิ่งอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับงานศึกษาของ จริยา, แพรรพี และ เรืองฤทธิ์ (2015) ที่พบว่า ในกรณีผู้เข้าซื้อกิจการ ทั้งการควบรวมกิจการแบบผสม แบบแนวนอน และแบบแนวดิ่ง ไม่พบอัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญไม่ว่าจะเป็นด้านบวกหรือด้านลบ ไม่ว่าจะเป็นช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ ช่วงเกิดเหตุการณ์ และช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ด้วยเช่นกัน เนื่องจากไม่มีเหตุผลที่ชัดเจนในการควบรวมกิจการ เช่นเดียวกันกับงานศึกษาของ Kedia, Ravid & Pons (2008) พบว่าการควบรวมกิจการในแนวดิ่งจะทำให้บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการมีผลตอบแทนเป็นบวกหลังจากการควบรวมกิจการ เนื่องจากบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะได้ประโยชน์จากการควบรวมกิจการในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกัน ทำให้ต้นทุนการดำเนินงานลดลงจากขนาดของกิจการที่ใหญ่ขึ้น (Economy of Scale) เพิ่มอำนาจต่อรองด้านการค้าที่สูงขึ้น

ผลการศึกษาโดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-sectional Data) พบว่าในภาพรวมทั้งบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ โดยพบว่าตัวแปรขนาดของธุรกิจ (Size of Firm) ไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) ได้โดยงานวิจัยชิ้นนี้ถูกแบ่งออกเป็น 7 ส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theory and Literature Review), ข้อมูลที่ใช้ และการแบ่งประเภทการควบรวม (Data and Type of Merger), สูตรและขั้นตอนในการวิจัย (Methodology), ตัวแปร (Variables), ผลการทดสอบ (Results) และสรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ (Conclusion and Suggestion)



## 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 เมื่อตลาดทราบว่ามีประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทจะดีขึ้นหลังการรวมกิจการ 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

#### 2.1.5 ทฤษฎี Hubris Hypothesis

ทฤษฎี Hubris Hypothesis ใช้อธิบายมูลเหตุ หรือแรงจูงใจที่บริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquiring Firm) ตัดสินใจที่จะซื้อกิจการ ถึงแม้ว่าการเสนอซื้อกิจการนั้นจะมีมูลค่าที่มากเกินไป เป็นจริง โดยกล่าวว่าถ้าในความเป็นจริง บริษัทไม่มีกำไรรวมทั้งอาจเกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการ การตัดสินใจดังกล่าวจะขึ้นอยู่กับข้อสันนิษฐานที่เอาแต่ใจ (Overbearing) ของผู้เข้าร่วมประมูล ที่เชื่อว่าการประเมินมูลค่าของพวกเขาถูกต้อง

Roll (1986) กล่าวว่ามูลค่าตลาดเฉลี่ยของบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ (Target) จะเพิ่มขึ้นมากกว่า การลดลงของมูลค่าตลาดเฉลี่ยของผู้เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) เกิดจากค่าใช้จ่ายที่ใช้ในการเข้า



ควบรวมกิจการมีมาก ส่งผลให้เกิดผลขาดทุนสุทธิ โดยราคาตลาดของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target) ควรเพิ่มขึ้นในวันที่มีการประกาศเสนอซื้อกิจการในราคาในตลาดไม่คาดคิดมาก่อน และหลังจากนั้น ราคาจะลดกลับลงมาที่เดิมหรือต่ำกว่า เมื่อการเสนอราคานั้นไม่สำเร็จ โดยปัจจัยที่ใช้ในการกำหนดกลุ่มข้อมูลของทฤษฎีดังกล่าวคือ 1. การเสนอราคาต้องเป็นราคาในตลาดไม่คาดคิดมาก่อน 2. การเสนอราคาบ่งบอกถึงการไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับผู้เข้าประมูลรายอื่นๆ ต่อผู้ถูกซื้อกิจการรายเดียวกัน โดยคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงในราคาตลาดของผู้เข้าควบรวมกิจการ ออกเป็น 3 กรณีดังนี้

1. ราคาตลาดในวันที่มีการประกาศควบรวมกิจการ
2. ราคาเพิ่มขึ้นในวันที่มีการยกเลิกการควบรวมกิจการ
3. ราคาตลาดเมื่อทราบผู้ชนะการประมูล

ดังนั้นถ้าผู้เข้าควบรวมกิจการเข้าซื้อกิจการในราคาที่สูงเกินไป (Overvalue) จะส่งผลให้ราคาหุ้นลดลงหลังมีการควบรวมกิจการ ในขณะที่ราคาหุ้นของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการกลับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

## 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 และช่วงที่มีการควบรวมกิจการ กำหนดช่วงเวลาในการศึกษาหลังจากควบรวมกิจการ 30 วัน โดยใช้วิธี Market Adjusted เพื่อหาผลตอบแทนอ้างอิง พบว่า ในช่วงที่มีการเสนอซื้อขาย บริษัทที่ถูกซื้อ (Target) จะเกิด Abnormal Return 29% ในขณะที่บริษัทที่เข้าซื้อจะเกิด Abnormal Return เพียง 4% ช่วงที่เกิดหลังการควบรวม

กิจการ 30 วันพบว่า บริษัทที่ถูกซื้อ (Target) จะเกิด Abnormal Return 16% ในขณะที่บริษัทที่เข้าซื้อ จะเกิด Abnormal Return เพียง 1% ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสามารถบอกได้ว่าบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ แล้วประสบความสำเร็จในการสร้างมูลค่าต่อบริษัทมีสัดส่วนที่น้อย

Jarrell and Poulsen (1991) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ได้รับจากการเข้า ควบรวมกิจการและ q ratios ของทั้งบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Bidders) และถูกควบรวมกิจการ (Targets) ในช่วงของการทำข้อเสนอซื้อหุ้นต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป (Tender Offer) โดยศึกษาจากกลุ่มบริษัท ที่มีการทำ Tender Offer ในช่วงปี 1972 – 1987 จำนวน 704 กลุ่มตัวอย่าง โดยทำการศึกษาแบบ Cross-Sectional Regression ระยะเวลา 11 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ โดยตั้งสมมติฐานว่า q ratios เป็นเครื่องบ่งชี้ประสิทธิภาพการบริหารจัดการ (managerial performance) (q ratios หาค่าได้จากอัตราส่วน ระหว่างราคาหรือมูลค่าของบริษัทในตลาดหุ้นกับต้นทุนของสินทรัพย์) โดยผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทน ที่ได้รับการควบรวมกิจการสุทธิจะมากขึ้น ถ้าบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการมีผลการ ดำเนินงานที่แย่ และผู้เข้าควบรวมกิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี โดยผลการศึกษาดังกล่าวไม่ได้ศึกษา ถึงความสัมพันธ์ระหว่าง Tobin's q และลักษณะของการเข้าเสนอซื้อกิจการแต่อย่างใด (Characteristics of the offer) การค้นพบนี้ยืนยันผลการศึกษาของ Lane, Stulz, and Walking (1989) ที่พบว่าอัตราผลตอบแทน ที่ผิดปกติในการทำข้อเสนอซื้อหุ้น (abnormal return) เกี่ยวข้องกับ Tobin's q ratios ของบริษัทที่ถูก ควบรวมกิจการ (Target) และบริษัทที่ทำข้อเสนอซื้อ (Bidders) โดยเฉพาะอย่างยิ่ง พวกเขาพบว่า ผลตอบแทนที่ได้จากการควบรวมกิจการสุทธิ จะสูงขึ้นเมื่อบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการมี q ratios สูง และบริษัทเข้าควบรวมกิจการมี q ratios ต่ำ โดยบริษัทที่เข้าทำข้อเสนอซื้อที่มี q ratios สูง จะเกิดอัตรา ผลตอบแทนเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่บริษัทที่บริษัทที่เข้าทำข้อเสนอซื้อที่มี q ratios ต่ำ จะ เกิดอัตราผลตอบแทนเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นการควบรวมกิจการที่ดีที่สุดในการที่ต้องการสร้าง มูลค่าเพิ่มต่อบริษัท คือการที่บริษัทที่มี q ratio สูงเข้าซื้อหรือควบรวมกิจการกับบริษัทที่มี q ratio ต่ำ โดยอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้น จะเกี่ยวข้องกับ วิธีการชำระเงิน, จำนวนของผู้ทำข้อเสนอซื้อกิจการ, การตอบสนองต่อการจัดการของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ, ช่วงเวลาที่มีการควบรวมกิจการ, และ ความสัมพันธ์ของขนาดบริษัทที่เข้าซื้อและถูกซื้อกิจการ

งานวิจัยของ Goergen and Renneboog (2003) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับ ผลประโยชน์ที่ ผู้ประกอบการได้รับจากการเข้าซื้อกิจการของบริษัทในทวีปยุโรป 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% ในขณะที่บริษัท ที่เข้าซื้อกิจการ (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 ผู้วิจัยมีการประเมินปฏิกิริยาของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศควบรวมกิจการ ผลงานวิจัยชี้ให้เห็นว่า มีการเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้นทันทีตั้งแต่แรกหลังจากวันประกาศควบรวมกิจการ บางบริษัทราคาหุ้นมีการปรับราคาขึ้นนั้นแปลว่า นักลงทุนมีความเชื่อมั่นในผลตอบแทนที่จะได้รับจากการควบรวมกิจการในครั้งนี้ แต่ผลวิจัยกลับพบว่า บริษัทผู้เข้าควบรวมกิจการส่วนใหญ่ไม่ได้ให้ผลตอบแทน บางบริษัทมีการปรับตัวลงทั้งนี้ขึ้นอยู่กับงบการเงิน และความมั่นคงของบริษัทที่ผู้ควบกิจการเข้าไปควบรวม แต่อย่างไรก็ตามได้เกิดผลกระทบเชิงบวกในเรื่องของโครงสร้างการลงทุนของบริษัท รวมถึงส่วนของผู้ถือหุ้นในระยะยาว

## 2.2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ กรณีแบ่งตามรูปแบบการชำระเงิน (Payment Method)

จากงานศึกษาส่วนใหญ่ พบว่าปัจจัยที่ใช้ประกอบการตัดสินใจเลือกรูปแบบการชำระเงินคือระดับของข้อมูลที่ไม่วสมมาตร (Asymmetry Information) ซึ่งงานวิจัยส่วนใหญ่พบว่า เมื่อบริษัทผู้เข้าควบรวมกิจการเสนอการทำธุรกรรมด้วยหุ้นสามัญ (Security Offering) จะทำให้เกิดผลตอบแทนเฉลี่ยเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผู้ที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) มากกว่าการเสนอทำธุรกรรมด้วย

เงินสด (Cash Offering) เนื่องจากการใช้หุ้นในการจัดหาเงินทุน ผู้ชนะการประมูลต้องเผชิญกับระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลในระดับสูง ส่งผลให้ความน่าจะเป็นที่ยื่นข้อเสนอด้วยเงินสด (Cash Offering) จะมากกว่าการยื่นข้อเสนอด้วยหุ้นสามัญ (Security Offering)

Chemmanur, Paeglis, and Simonyan (2009) เป็นคนแรกที่ทดสอบข้อมูลที่ไม่สมมาตร (Asymmetry Information) ระหว่างบริษัทที่มีการเข้าควบรวมกิจการและถูกควบรวมกิจการโดยที่ไม่นำความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทมาคำนึงถึงผลกระทบต่อวิธีการชำระเงิน โดยเขาได้ตั้งสมมติฐานสองข้อคือ เมื่อบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Bidder) ประเมินมูลค่าของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target) ผู้ที่เข้าควบรวมกิจการจะพบกับข้อมูลที่ไม่สมมาตรซึ่งเกี่ยวข้องกับนักลงทุนภายนอกที่อยู่ในตลาด จำนวนของนักวิเคราะห์แปรผันตามผู้ถูกควบรวมกิจการ (Target) โดยที่ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์จะคาดการณ์เกี่ยวกับผู้ถูกควบรวมกิจการ, ข้อผิดพลาดในการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์เกี่ยวกับผู้ถูกควบรวมกิจการและระดับของความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทที่เข้าซื้อกิจการและถูกซื้อกิจการจะถูกใช้เป็นตัวแทน (Proxy) ในการวัดระดับของข้อมูลที่ไม่สมมาตร หลังจากทำการวิเคราะห์ผลพบว่าเมื่อผู้ชนะการประมูลต้องเผชิญกับระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลในระดับสูง (i.e. การประเมินราคาเป้าหมายเป็นเรื่องยากและความไม่แน่นอนของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการอยู่ในระดับที่สูงมาก) ความน่าจะเป็นที่ยื่นข้อเสนอด้วยหุ้นสามัญจะมากกว่า ในทำนองเดียวกันถ้าบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการเผชิญกับระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลในระดับสูงเมื่อมีการประเมินมูลค่าของบริษัทที่เสนอราคา (i.e. การประเมินมูลค่าของผู้เข้าควบรวมกิจการเป็นเรื่องยากมากและมีความไม่แน่นอนของผู้ที่ชนะการประมูลสูง) ความน่าจะเป็นในการชำระด้วยเงินสดจะมากขึ้น

Martynova and Renneboog (2009) ทดสอบสมมติฐานการแบ่งปันความเสี่ยง (Risk Sharing) โดยมุ่งเน้นไปที่ 3 ตัวแปรคือ 1. มูลค่าของตลาดของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Market Value of the acquiring firm) โดยคำนวณเป็นเวลา 60 วันก่อนมีการประกาศควบรวมกิจการ 2. มูลค่าการทำธุรกรรม (Transaction Value) โดยวัดจากจำนวนหุ้นที่ผู้ชนะการประมูลจ่ายให้กับบริษัทเป้าหมาย (ไม่รวมหนี้สิน) 3. ขนาดความสัมพันธ์ของการทำธุรกรรม คำนวณจากมูลค่าการทำธุรกรรมหารด้วยผลรวมของมูลค่าการทำธุรกรรมและมูลค่าตลาดของผู้ชนะการประมูล

ผลการวิจัยพบว่ามูลค่าของการทำธุรกรรมด้วยหุ้นสามัญ (Security Offering) ที่ใช้สำหรับการควบรวมและการเข้าซื้อกิจการ สูงกว่า 10 เท่าของมูลค่าของข้อเสนอแบบเงินสดและแบบผสม (Mixed deals) ซึ่งสอดคล้องกับการคาดการณ์ของ Hansen (1987) ในแง่ที่ว่าบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการเลือกหุ้นในการซื้อกิจการ เมื่อระดับของความไม่แน่นอนของบริษัทเป้าหมายอยู่ในระดับสูง ดังนั้นบริษัทเป้าหมายจะถูกบังคับให้ต้องแบ่งปันความเสี่ยง (Risk sharing) ของส่วนต่างราคาของผู้เสนอซื้อกิจการต้องจ่าย การประเมินมูลค่าที่ผิดพลาดของบริษัทที่เป็นเป้าหมายจะยิ่งรุนแรงมากขึ้น เมื่อมูลค่า

การทำธุรกรรมของการครอบครองอยู่ในระดับสูงและขนาดของบริษัทเป้าหมายสัมพันธ์กับขนาดของบริษัทที่ชนะการประมูล ดังนั้นค่าพรีเมียมของการชำระด้วยหุ้นสามัญก็จะมากตามไปด้วย

ส่วนใหญ่งานวิจัยก่อนหน้านี้ที่ศึกษาประเด็นการจัดหาเงินทุนในการควบรวมกิจการ มักจะให้ความสนใจไปที่การตอบสนองของตลาดเมื่อมีการประกาศซื้อกิจการ เนื่องจากโดยทั่วไปแล้วปัจจัยต่างๆที่ใช้ประกอบการตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนมักได้รับความสนใจอย่างจำกัด Travlos (1987) ได้ทำการศึกษาการควบรวมกิจการ โดยที่บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการเป็นบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ พบว่าเมื่อใช้หุ้นเป็นวิธีการชำระเงิน จะทำให้เกิดผลตอบแทนเฉลี่ยเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผู้ที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) มากกว่าชำระเงินเป็นเงินสด เนื่องจากการใช้หุ้นในการจัดหาเงินทุน มักจะทำให้เกิด Adverse selection effect หรือ Hidden Information โดยประเด็นที่พบคือการศึกษาดังกล่าวไม่สามารถควบคุมตัวแปรความคาดหวังของตลาดที่เกิดขึ้นในขณะที่มีการประกาศควบรวมกิจการได้ ซึ่งถูกนำมาใช้ในการตัดสินใจจัดหาเงินทุนในการควบรวมกิจการ ดังนั้นการศึกษานี้จะศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นในกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยจะทำการศึกษาจากทั้งฝั่งที่เข้าควบรวมกิจการ และฝั่งที่ถูกควบรวมกิจการ ตัวแปรที่ผู้เข้าควบรวมกิจการและผู้ถูกซื้อกิจการใช้ประกอบการพิจารณาเลือกวิธีการชำระเงิน ขนาดของข้อเสนอที่สอดคล้องกัน (Relative deal size) และความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetry Information) นอกจากนี้ยังพบหลักฐานที่สอดคล้องกับการคาดการณ์เรื่องการปกปิดข้อมูล (Adverse Selection) โดยกรณีที่มีการประกาศการควบรวมกิจการด้วยหุ้นพบผลกระทบเชิงลบมากกว่าการควบรวมกิจการด้วยเงินสด โดยเขาสรุปว่ากรณีดังกล่าวสอดคล้องกับความถูกต้องของการทดลองเรื่องการปกปิดข้อมูล (Adverse Selection) ดังนั้นเราให้ตัวแทน (Proxy) ของมูลค่าที่มากกว่าหรือต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของผู้เข้าควบรวมกิจการ (Overvaluation - Undervaluation) ด้วยอัตราผลตอบแทนรวมสะสมในช่วงที่มีการประกาศควบรวมกิจการ

Hansen (1987) คาดการณ์ว่าผู้เสนอซื้อกิจการส่วนใหญ่จะใช้หุ้นในการชำระเงิน ในกรณีที่มีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันในฝั่งของผู้ถูกซื้อกิจการอยู่ในระดับสูง โดยข้อมูลที่ไม่สมมาตรดังกล่าวมีแนวโน้มที่จะเพิ่มมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการให้สูงขึ้น เมื่อเทียบกับมูลค่าของผู้ที่ชนะการประมูล ดังนั้นเมื่อหุ้นถูกใช้ในข้อเสนอที่ค่อนข้างใหญ่ จึงสามารถช่วยลดสัดส่วนที่รุนแรงมากในการเข้าควบคุมของผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจมากกว่า สุดท้ายโครงสร้างเงินทุนของผู้ชนะการประมูลจะเพิ่มสูงขึ้น ทำให้เกิดผลกระทบที่ส่งผลเพียงเล็กน้อยต่อสภาพทางการเงินโดยรวมของบริษัทซึ่งช่วยให้ความกังวลเกี่ยวกับข้อจำกัดของการจัดหาเงินทุนลดน้อยลง

Myers and Majluf (1984) และ Hansen (1987) คาดการณ์ว่าผู้ที่เข้าควบรวมกิจการชอบที่จะจัดหาเงินทุนด้วยหุ้นในกรณีที่พวกเขาพบว่าหุ้นของพวกเขามีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงในตลาด



และยินดีที่จะจัดหาเงินทุนด้วยเงินสด เมื่อหุ้นของพวกเขามีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงในตลาด ขณะที่ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับมูลค่าสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นของผู้ที่เข้าควบรวมกิจการซึ่งเป็นผลกระทบที่เกิดจากการปกปิดข้อมูล (Adverse Selection) ซึ่งอยู่ในขั้นเลวร้าย ชัดแย้งกับงานวิจัยของ Korajczyk, Lucas, and McDonald (1988) ที่พบว่าเมื่อใช้การจัดหาเงินทุนด้วยหุ้น นักลงทุนรายใหม่จะแบกรับความเสี่ยงจากการปกปิดข้อมูล (Adverse Selection) ได้หลังจากที่ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น แต่สุดท้ายแล้ว ถ้าผู้ชนะการประมูลเคยมีประสบการณ์ที่ได้รับกำไรจากราคาหุ้นที่มีขนาดใหญ่ ผู้ถือหุ้นจะรู้สึกได้ถึงการลงทุนที่ลดส่วนการมีอำนาจในการออกเสียงลง

### 2.2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ กรณีแบ่งตามประเภทการควบรวม (Types of Merger)

Kedia, Ravid & Pons (2008) ผู้เขียนพิจารณาจำแนกประเภทการควบรวมต่างๆ และความมั่งคั่งของผลกระทบในการควบรวมแต่ละประเภทในช่วงเวลาตั้งแต่ปี 1979-2002 ออกเป็น 3 ประเภท คือ การควบรวมแบบแนวนอน, การควบรวมแบบแนวตั้ง, และการควบรวมแบบผสม ผลการศึกษาในช่วง -1,+1 พบว่าการควบรวมในแนวตั้ง แบบชัดเจนนั้นให้ผลตอบแทนเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อมีการควบรวมกับ การควบรวมแนวตั้ง ที่ไม่ชัดเจนจะได้ผลตอบแทนต่ำกว่า การควบรวมในแนวนอน และการควบรวมแบบผสมที่ชัดเจน ซึ่งสามารถสรุปได้ว่า การควบรวมในแนวตั้ง ที่ไม่ชัดเจนนั้นให้ผลตอบแทนแก่ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการแยกจากการควบรวมในแนวนอน และการควบรวมแบบผสม ซึ่งอาจเป็นเพราะว่าไม่มีเหตุผลที่ชัดเจนในการควบรวมกิจการ ดังนั้นจึงได้แบ่งข้อมูลเป็น 2 แบบ คือการควบรวมกิจการก่อน ปี 1996 และ หลังปี 1996 พบว่าการควบรวมกิจการก่อนปี 1996 บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ มีผลตอบแทนที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญหลังจากประกาศควบรวมกิจการ แต่หากพิจารณาช่วงหลังจากปี 1996 พบว่าบริษัทที่เข้าซื้อกิจการมีผลตอบแทนลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ในทางตรงกันข้ามพบว่าบริษัทที่เข้าซื้อกิจการตามการควบรวมแบบแนวนอน และแบบผสมมีผลตอบแทนเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ

### 2.2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ กรณีตัวแปรขนาดของธุรกิจ (Size of Firm)

ผลการศึกษาส่วนใหญ่พบว่า การเข้าซื้อกิจการขนาดใหญ่ไม่ได้สร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น อีกทั้งยังเป็นการทำลายความเชื่อมั่นของผู้ถือหุ้น ในขณะที่การเข้าซื้อกิจการของบริษัทที่มีขนาดเล็กกลับเป็นการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น เนื่องจากความแตกต่างของขนาดเป็นหนึ่งในสาเหตุหลักที่ก่อให้เกิดการทำงานร่วมกัน และทำให้การดำเนินงานของบริษัทประสบความสำเร็จ ซึ่งการที่บริษัท

ที่ถูกควบรวมกิจการเป็นบริษัทเล็กกว่า จะทำให้สามารถเพิ่มศักยภาพทางการตลาด และความสามารถในการใช้ประโยชน์จากการประหยัดต่อขนาดได้ดีกว่า ในทางกลับกันการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทที่มีขนาดเท่ากัน หรือขนาดใหญ่ทั้งคู่จะมีความเสี่ยงสูงมากสำหรับผู้เข้าซื้อกิจการ การทำธุรกรรมกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่มักจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทค่อยๆ ลดลง การเข้าซื้อกิจการกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่มักจะมีปัญหาในเรื่องการผนึกกำลังกันซึ่งเป็นไปได้อย่างยากลำบาก

Bradley, Desai & Kim (1988) มีหลักฐานว่าผู้บริหารของบริษัทขนาดใหญ่มีการจ่ายเงินจำนวนมากหลังจากเข้าซื้อกิจการบริษัทที่มีขนาดใหญ่พอๆ กับบริษัทของตน โดยให้ผลตอบแทนเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ นี่คือนิยามที่เพิ่มขึ้นของบริษัทขนาดใหญ่ ในทางกลับกันบริษัทขนาดเล็กกลับให้ผลตอบแทนให้กับบริษัทที่เป็นผู้เข้าซื้อกิจการในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ บริษัทที่เข้าซื้อบริษัทขนาดเล็กมีกำไรเหลือจากการเข้าซื้อกิจการ ทำให้บริษัทที่เข้าซื้อกิจการของบริษัทขนาดเล็กมีเงินเหลือเพื่อนำไปจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้นมากกว่าบริษัทที่เข้าซื้อบริษัทขนาดใหญ่

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

Filipovic (2012) พบว่าการควบรวมกิจการที่มีขนาดขององค์กรที่แตกต่างกันจะประสบความสำเร็จกว่าการควบรวมกิจการที่มีขนาดเท่ากัน เนื่องจากการจัดการกลยุทธ์, โครงสร้าง, และ วัฒนธรรมขององค์กร จุดมุ่งหมายหลักของงานวิจัยคือวิเคราะห์ผลกระทบของขนาดของบริษัทที่ประสบความสำเร็จในการ take over บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะประสบความสำเร็จในการควบรวม

กิจการ ได้ต่อเมื่อมีการกำหนดเป้าหมายในการควบรวมกิจการคือบริษัทของผู้ถูควรรวมกิจการจะต้องมีประสิทธิภาพที่ดีขึ้นก่อนการประกาศควบรวมกิจการ สมมติฐานที่เป็นที่ยอมรับ บริษัทที่มีขนาดเล็กเมื่อเทียบ อัตราส่วนของขนาดของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ กับบริษัทที่เป็นผู้ควบรวมกิจการ ประสบความสำเร็จมากขึ้นคือประสิทธิภาพของการทำงานของบริษัทเป้าหมายหลังการควบรวมกิจการ ได้รับการทดสอบและได้รับการยืนยัน 43 บริษัท ในบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการในประเทศโคเอเชีย สอดคล้องกับผลการวิจัยของ Filipovic (2012) ต่างมีผลงานวิจัยที่ตรงกันว่า ขนาดองค์กรที่มีขนาดแตกต่างกันประสบความสำเร็จมากกว่าการควบรวมขององค์กรที่มีขนาดเท่ากัน อย่างมีนัยสำคัญ การควบรวมของบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกันสามารถเพิ่มประสิทธิภาพของบริษัทเป้าหมาย ในทางกลับกันบริษัทที่มีขนาดเท่ากันมีการควบรวมกันเป็นการไม่คำนึงถึงต้นทุนของบริษัท และมีเปอร์เซ็นต์ในการเติบโตน้อยกว่าบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกันควบรวมกิจการกัน





## บทที่ 3

### ข้อมูลที่ใช้ และการแบ่งประเภทการควบรวม

#### 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 ซึ่งข้อมูลที่ได้จะนำมาวิเคราะห์ผลตอบแทนตามการศึกษาบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ควบรวมกับบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ และบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ควบรวมกับบริษัทที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์ และการแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม โดยในแต่ละประเภทของการควบรวมมีการวิเคราะห์แยกตามมุมมองของ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ และบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ

#### 3.2 วิธีการแบ่งประเภทของการควบรวม

ผู้วิจัยได้พิจารณาประเภทของการควบรวมโดยพิจารณาเป็นรายกรณีไป โดยเริ่มพิจารณาจาก

##### 3.2.1 การได้มาซึ่งหุ้น

การได้มาซึ่งหุ้น (Share Acquisition) คือ การที่บริษัทหนึ่งเข้าไปซื้อทั้งทรัพย์สินและหนี้สินของอีกบริษัทหนึ่งด้วยการซื้อ "หุ้น" จนเป็นผลให้ผู้ถือหุ้นเดิมสูญเสียอำนาจในการบริหาร โดยบริษัทผู้ซื้อสามารถชำระค่าหุ้นเป็นเงินสด หรือการแลกหุ้น (Share Swap) สามารถแบ่งแยกประเภทได้ดังนี้

1. เงินสด เป็นวิธีการชำระค่าหุ้นที่ได้รับความนิยมสูงเนื่องจากที่ความสะดวก รวดเร็ว ลดเวลาและโอกาสที่คู่แข่งรายอื่นจะมาแย่งซื้อและลดโอกาสที่บริษัทเป้าหมายจะมีปฏิริยาจัดขึ้น และเงินสดมีค่าที่แน่ชัดไม่มีปัญหาเกี่ยวกับสภาพคล่องของตลาด แต่การชำระด้วยเงินสดต่างมีข้อเสียเช่นกัน ในมุมมองของผู้ขายคือการรับเงินสดทำให้เกิดการรับรู้กำไรจากส่วนล้ามูลค่าหุ้น จึงต้องเสียภาษี และผู้ขายจะสูญเสียสิทธิในส่วนได้ส่วนเสียดังกล่าวใหม่ที่เกิดจากการควบกิจการ โดยสิ้นเชิง

2. หุ้นสามัญ การเข้าซื้อกิจการโดยใช้หุ้นสามัญนั้นจะด้อยกว่าการใช้เงินสด เนื่องจากการควบรวมกิจการสิ่งที่สำคัญที่สุดคือความรวดเร็วของธุรกรรม แต่การใช้หุ้นแลกต้องใช้เวลาานกว่า ทั้งนี้การใช้หุ้นเป็นวิธีการชำระค่าหุ้นกลับมีข้อดีคือเสมือนกับเป็นการออกหุ้นเพิ่มทุนขายให้ผู้ซื้อเฉพาะกลุ่ม แทนที่จะเสนอขายต่อสาธารณชน และทำให้มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมายสูงขึ้น หากตลาดกำหนดราคาของบริษัทภายหลังการครอบงำด้วย PER หรือ (Price/Earnings Ratio) ของผู้เข้าครอบงำอยู่ นอกจากนั้นการครอบงำโดยการแลกหุ้นยังทำให้การลงบัญชีสามารถใช้วิธีร่วมได้เสีย (Pooling of Interest) แต่ถ้าใช้ซื้อด้วยเงินสดจะต้องลงบัญชีด้วยวิธีซื้อ (Purchasing Method) เท่านั้น

ผู้วิจัยได้อ้างอิงจากแหล่งข้อมูล Bloomberg ซึ่งระบบมีการแสดงข้อมูลของบริษัทโดยแบ่งการได้มาซึ่งหุ้นเป็น การควบรวมโดยจ่ายเป็นเงินสด, การควบรวมโดยจ่ายเป็นหุ้นสามัญ และการควบรวมโดยจ่ายเป็นทั้งเงินสด และหุ้นสามัญ โดยการที่บริษัทจะเข้าควบรวมกิจการจะต้องมีการเปิดเผยข้อมูลโดยผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 3.2.2 แบ่งตามประเภทการควบรวมกิจการ

การแบ่งตามประเภทการควบรวมกิจการ สามารถแบ่งได้ 3 ประเภท ซึ่งสามารถอธิบายได้ดังนี้

1. การควบรวมกิจการในแบบแนวนอน (Horizontal Merger) คือ การที่บริษัทตั้งแต่ 2 บริษัทขึ้นไปตกลงรวมกิจการกัน โดยเป็นการรวมกันระหว่างกิจการที่ประกอบธุรกิจเหมือนกันหรืออยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

2. การควบรวมกิจการในแบบแนวตั้ง (Vertical Merger) คือ การที่บริษัทตั้งแต่ 2 บริษัทขึ้นไป ตกลงรวมกิจการกัน โดยเป็นการรวมกันระหว่างกิจการที่ประกอบธุรกิจในสายธุรกิจเดียวกัน หรือก็คือการรวมกันของธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำ (Upstream) จนถึงปลายน้ำ (Downstream) แบ่งเป็น 2 วิธี

- ขยายตัวไปข้างหลัง (Backward Integration) หมายถึงการขยายธุรกิจย้อนกลับไปเป็นผู้จัดหาหรือผู้จัดจำหน่ายกลับมาให้ธุรกิจปัจจุบันของตนซึ่งจะมีประโยชน์ในการช่วยให้เกิดการครอบคลุุมธุรกิจได้ครบวงจร

- ขยายตัวไปข้างหน้า (Forward Integration) หมายถึงการขยายธุรกิจตรงไปข้างหน้าภายในสายธุรกิจของตนเองปัจจุบัน โดยทำการมุ่งสู่ตลาดหรือลูกค้าโดยตรงไม่ต้องผ่านตัวแทนจำหน่าย

3. การควบรวมกิจการซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กัน (Conglomerate Merger) คือ การที่บริษัทตั้งแต่ 2 บริษัทขึ้นไปตกลงรวมกิจการกัน โดยเป็นการรวมกิจการระหว่างบริษัทที่ประกอบธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกัน โดยสิ้นเชิง

โดยผู้วิจัยได้ใช้เกณฑ์ในการแบ่งประเภทการควบรวมกิจการจากทฤษฎีข้างต้น ประกอบกับดุลยพินิจของผู้วิจัย โดยกำหนดให้บริษัทที่ควบรวมกิจการที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน ถือเป็น การควบรวมกิจการแบบแนวนอน ส่วนบริษัทที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันแต่อยู่ในหมวดธุรกิจเดียวกันให้ถือเป็น การควบรวมกิจการแบบแนวตั้ง และบริษัทที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน และไม่ได้อยู่ในหมวดธุรกิจเดียวกันให้ถือเป็น การควบรวมกิจการแบบผสม



## บทที่ 4

### สูตรและขั้นตอนในการวิจัย

#### 4.1 ช่วงระยะเวลาการศึกษา

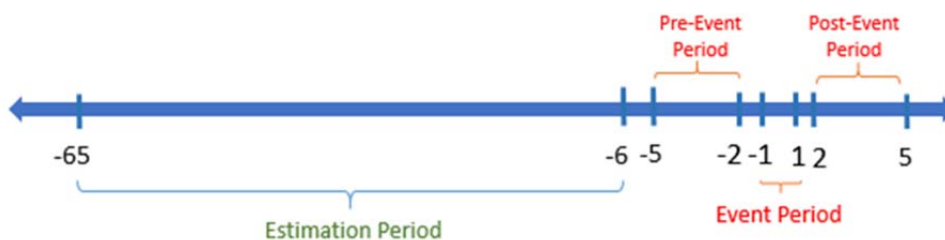
งานศึกษานี้ได้ทำการศึกษาช่วงวันที่มีการประกาศรวบรวมกิจการว่าส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีผลตอบแทนที่ผิดปกติหรือไม่ โดยใช้วิธี Event Study โดยมีการแบ่งช่วงเวลาในการศึกษาเป็น 2 ช่วง คือ

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 4.1 แผนภาพแสดงช่วงเวลาทางสถิติที่ศึกษา

## 4.2 การคำนวณอัตราผลตอบแทน

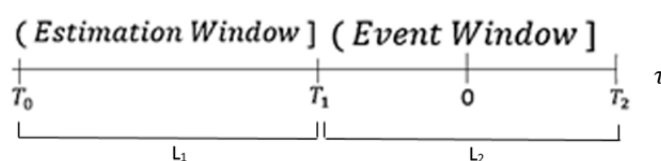
### 1. หาดัชนีผลตอบแทนรวมรายวัน (Total Return) (ข้อมูลจาก Reuter)

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

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

$TR_t$	คือ ผลตอบแทนรวมของดัชนี ณ วันที่ $t$ โดยคำนวณจากผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่นำมาคำนวณดัชนี
Close price $_t$	คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ $t$
Outstanding shares $_t$	คือ จำนวนหุ้นที่ใช้คำนวณดัชนี ณ วันที่ $t$
Close price $_{t-1}$	คือ ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ วันที่ $t-1$
Outstanding Shares $_{t-1}$	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. ธนัท, ภัสสร และหทัยา (2016) แสดงการคำนวณหาผลตอบแทนปกติ โดยใช้วิธี Market Model (John, Andrew and MacKinlay, 1997) สามารถเขียนเป็นช่วงของเหตุการณ์ที่ศึกษาได้ดังนี้



ภาพที่ 4.2 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. คำนวณหาค่า 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 สามารถคำนวณหาค่า 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. คำนวณผลตอบแทนผิดปกติรายวันสะสม (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

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

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

## บทที่ 5

### ตัวแปร

ตัวแปรต้น หรือตัวแปรอิสระ (Independent Variable) เป็นตัวแปรที่เป็นสาเหตุที่ก่อให้เกิดผล หรือก่อให้เกิดการแปรผันของปรากฏการณ์ เป็นตัวแปรที่ผู้วิจัยกำหนดหรือจัดกระทำได้ เพื่อศึกษาผลที่เกิดขึ้นจากตัวแปรนี้ โดยในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยมีตัวแปรต้นดังนี้

#### 5.1 ตัวแปรอิสระ

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 ยิ่งมากจะทำให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ยิ่งมากขึ้น ซึ่งเป็นไปในทางเดียวกันกับ ผลงานวิจัยของ Bradley, Desai & Kim (1988) ที่พบว่ากรณีที่บริษัทเข้าควบรวมกิจการกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่พอๆ กับบริษัทของตนจะให้ผลตอบแทนผิดปกติในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ในทางกลับกันบริษัทขนาดเล็กกลับให้ผลตอบแทนให้กับบริษัทที่เป็นผู้เข้าซื้อกิจการในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากบริษัทที่เข้าซื้อบริษัทขนาดเล็กมีกำไรเหลือจากการเข้าซื้อกิจการ ทำให้บริษัทที่เข้าซื้อกิจการของบริษัทขนาดเล็กมีเงินเหลือเพื่อนำไปจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้นมากกว่าบริษัทที่เข้าซื้อบริษัทขนาดใหญ่ ในมุมมองของบริษัทที่เป็นผู้ถูกควบรวมกิจการ (Target) ผู้วิจัยได้ตั้งสมมติฐานว่าหากบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ

ถูกควบรวมกิจการโดยบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกันมาก จะทำให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการยิ่งมากขึ้น หรือมีสมมติฐานเป็นบวก ซึ่งเป็นไปในทางเดียวกันกับ Filipovic (2012) ที่พบว่า การควบรวมกิจการที่มีขนาดขององค์กรที่แตกต่างกันจะประสบความสำเร็จกว่าการควบรวมกิจการที่มีขนาดเท่ากัน เนื่องจากการจัดทากลยุทธ์, โครงสร้าง, และวัฒนธรรมขององค์กร

## 5.2 ตัวแปรตาม

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

## 5.3 ตัวแปรแทรกซ้อน

ตัวแปรแทรกซ้อนหรืออาจเรียกว่าตัวแปรเกิน (Extraneous Variable) เป็นตัวแปรที่ไม่ต้องการศึกษาของงานวิจัยเรื่องหนึ่งๆ ในขณะที่มีลักษณะเหมือนตัวแปรอิสระ ตัวแปรแทรกซ้อนนี้จะส่งผลกระทบต่อตัวแปรอิสระที่ศึกษา ทำให้ผลการวัดค่าตัวแปรคลาดเคลื่อนไปได้ ตัวแปรชนิดนี้จึงต้องทำการควบคุมให้เกิดขึ้นน้อยที่สุด โดยในงานวิจัยนี้มีตัวแปรแทรกซ้อน คือ เหตุการณ์การจ่ายเงินปันผล โดยผู้วิจัยได้ตัดตัวอย่างช่วงที่เกิดเหตุการณ์ซ้อนทับกับวันประกาศเหตุการณ์การเพิ่มทุน ลดทุน และการประกาศจ่ายปันผลในกรณีที่การควบรวมใกล้เคียงกันโดยไม่เกิน 30 วัน

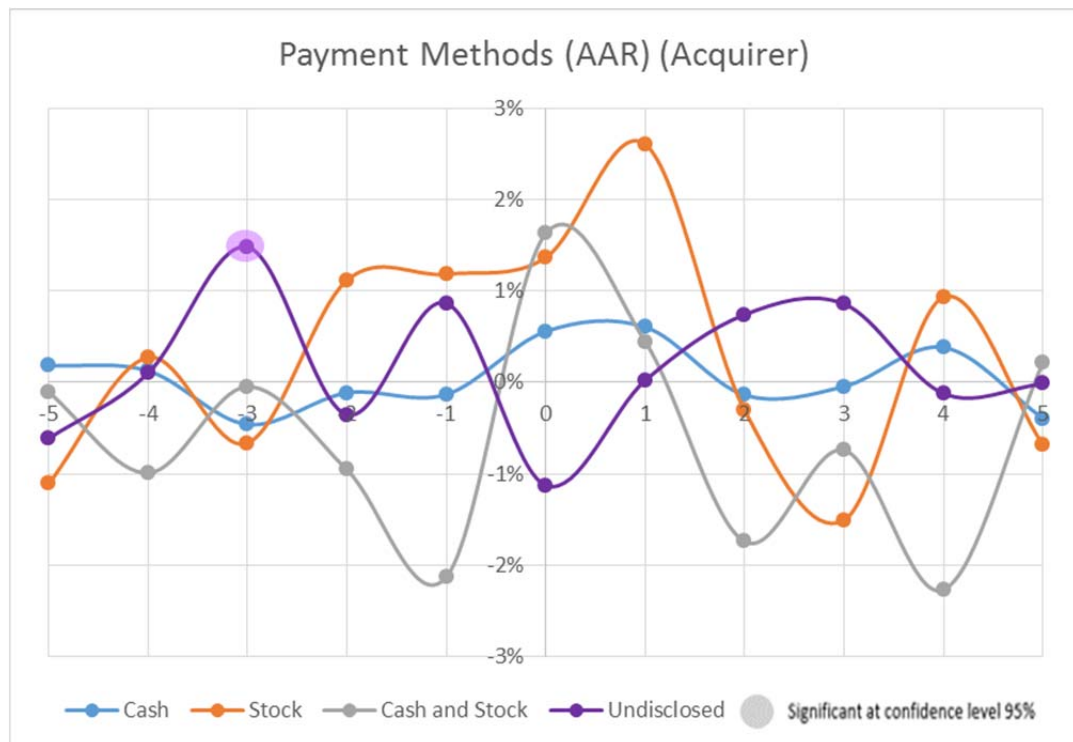
## บทที่ 6 ผลการศึกษา

### 6.1 ผลการวิเคราะห์การควมรวมกิจการ โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น (Payment Methods) ในกรณีบริษัทที่เข้าควมรวมกิจการ (Acquirer)

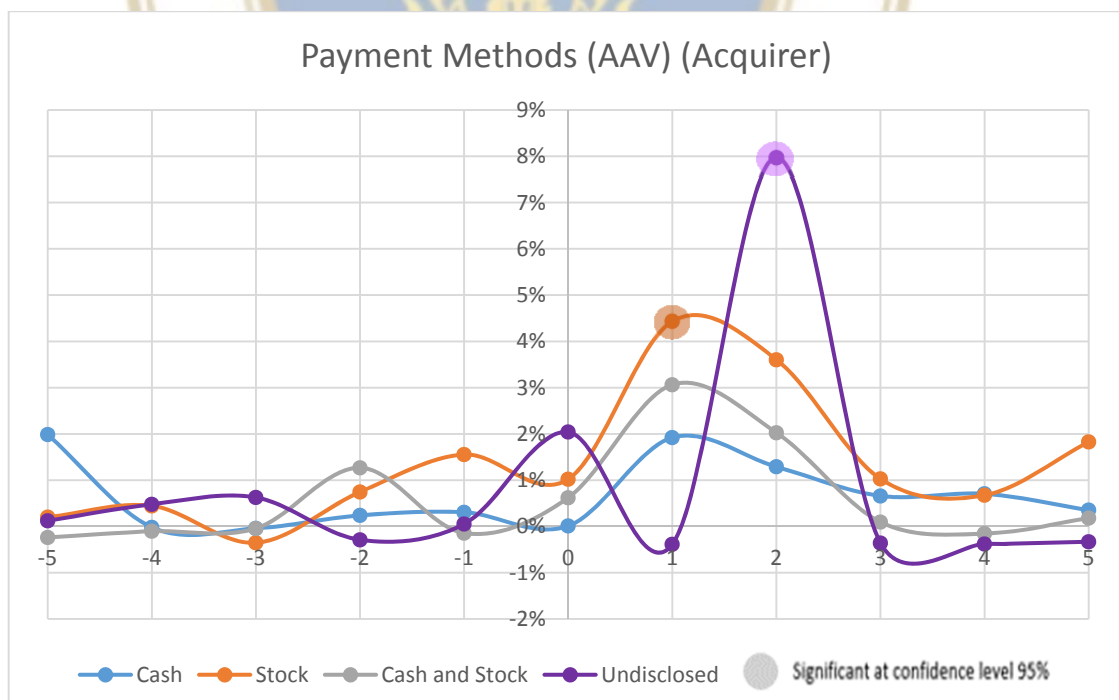
จากการวิเคราะห์ตามประเภทการจ่ายชำระเงิน กรณีบริษัทที่เข้าควมรวมกิจการ ในภาพรวมพบว่า มีเพียงกรณีไม่เปิดเผยวิธีการชำระค่าหุ้นเท่านั้นที่ให้อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติอย่างมีนัยสำคัญที่ 1.48% ในวันที่ 3 ก่อนการประกาศควมรวมกิจการ โดยหากพิจารณาอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมพบว่าวิธีการชำระราคาด้วยหุ้น มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 1 วันก่อนการประกาศควมรวมกิจการ จนถึง 1 วันหลังการประกาศควมรวมกิจการ ที่ 5.16% เมื่อพิจารณาถึงปริมาณการซื้อขาย พบว่ากรณีการชำระเงินโดยหุ้น มีปริมาณการซื้อขายที่เกินปกติที่ 4.43% ในวันที่ 1 หลังการประกาศควมรวมกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ในกรณีที่เปิดเผยวิธีการชำระค่าหุ้นพบว่าเกิดปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ ในวันที่ 2 หลังการประกาศควมรวมกิจการ

โดยผลการศึกษาไม่ปฏิบัติตามสมมติฐานของผู้วิจัย คือ ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่เข้าควมรวมกิจการและมีการชำระราคาด้วยหุ้นมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลการศึกษาดังกล่าวขัดแย้งกับงานศึกษาของ Travlos (1987) ที่พบว่า การเข้าครอบงำกิจการ และจ่ายชำระเงินโดยใช้หุ้นแลกนั้น ทำให้บริษัทผู้เข้าครอบงำ มีอัตราผลตอบแทนสะสม 2 วันนับจากวันประกาศข่าวจะต่ำกว่าปกติ อย่างมีนัยสำคัญ และขัดแย้งกับงานศึกษา Franks, Harris & Mayer (1988) พบว่าในกรณีศึกษาของประเทศอเมริกา กรณีธุรกรรมแลกหุ้นพบผลตอบแทนติดลบอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่าหากวัดผลตอบแทนตั้งแต่ 4 เดือน ก่อนวันประกาศข่าวถึง 1 เดือนหลังจากนั้นพบว่าธุรกรรมเงินสดให้ผลตอบแทนเหนือปกติเล็กน้อยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้งในอเมริกาและในอังกฤษ เนื่องจากการใช้หุ้นในการจัดหาเงินทุน ผู้ชนะการประมูลต้องเผชิญกับระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลในระดับสูง ส่งผลให้การทำธุรกรรมด้วยหุ้นสามัญ (Security Offerring) จะทำให้เกิดผลตอบแทนเฉลี่ยเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผู้ที่เข้าควมรวมกิจการ (Acquirer) มากกว่าการเสนอทำธุรกรรมด้วยเงินสด





ภาพที่ 6.1 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)



ภาพที่ 6.2 แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

ตารางที่ 6.1 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

Event Date	Payment Methods (AAR) (Acquirer)							
	Cash (121 Events)		Stock (9 Events)		Cash and Stock (4 Events)		Undisclosed (9 Events)	
	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE
-5	0.18%	0.0046	-1.11%	0.0110	-0.11%	0.0318	-0.62%	0.0061
-4	0.13%	0.0046	0.27%	0.0109	-0.99%	0.0318	0.10%	0.0061
-3	-0.46%	0.0047	-0.66%	0.0109	-0.05%	0.0318	1.48% **	0.0061
-2	-0.12%	0.0047	1.12%	0.0109	-0.96%	0.0318	-0.35%	0.0061
-1	-0.13%	0.0046	1.18%	0.0109	-2.13%	0.0318	0.87%	0.0061
0	0.56%	0.0046	1.37%	0.0109	1.63%	0.0318	-1.13%	0.0062
1	0.61%	0.0046	2.61% *	0.0113	0.45%	0.0337	0.02%	0.0063
2	-0.14%	0.0046	-0.31%	0.0113	-1.74%	0.0320	0.74%	0.0061
3	-0.05%	0.0046	-1.51%	0.0109	-0.74%	0.0332	0.86%	0.0061
4	0.38%	0.0047	0.93%	0.0110	-2.27%	0.0322	-0.12%	0.0061
5	-0.40%	0.0046	-0.69%	0.0110	0.22%	0.0325	-0.02%	0.0061

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

ตารางที่ 6.2 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

Event Study Period	Payment Methods (CAAR) (Acquirer)							
	Cash (121 Events)		Stock (9 Events)		Cash and Stock (4 Event)		Undisclosed (9 Events)	
	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE
CAAR(-5,-2)	-0.26%	0.0095	-0.38%	0.0225	-2.10%	0.0652	0.61%	0.0125
CAAR(-1,+1)	1.03%	0.0081	5.16% ***	0.0196	-0.05%	0.0573	-0.24%	0.0108
CAAR(+2,+5)	-0.20%	0.0095	-1.57%	0.0225	-4.54%	0.0667	1.46%	0.0125

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

ตารางที่ 6.3 แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

Event Date	Payment Methods (AAV) (Acquirer)							
	Cash (121 Events)		Stock (9 Events)		Cash and Stock (4 Events)		Undisclosed (9 Events)	
	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE
-5	1.99%	1.5883	0.20%	1.6114	-0.24%	2.5577	0.12%	2.3707
-4	-0.02%	1.5883	0.45%	1.6114	-0.10%	2.5577	0.48%	2.3707
-3	-0.04%	1.5883	-0.35%	1.6114	-0.04%	2.5577	0.63%	2.3707
-2	0.24%	1.5883	0.74%	1.6114	1.27%	2.5577	-0.29%	2.3707
-1	0.31%	1.5883	1.55%	1.6114	-0.14%	2.5577	0.05%	2.3707
0	0.01%	1.5883	1.02%	1.6114	0.62%	2.5577	2.04%	2.3707
1	1.92%	1.5883	4.43% **	1.6114	3.06%	2.5577	-0.39%	2.3707
2	1.29%	1.5883	3.60% *	1.6114	2.03%	2.5577	7.98% ***	2.3707
3	0.66%	1.5883	1.03%	1.6114	0.09%	2.5577	-0.36%	2.3707
4	0.71%	1.5883	0.68%	1.6114	-0.16%	2.5577	-0.38%	2.3707
5	0.35%	1.5883	1.83%	1.6114	0.18%	2.5577	-0.33%	2.3707

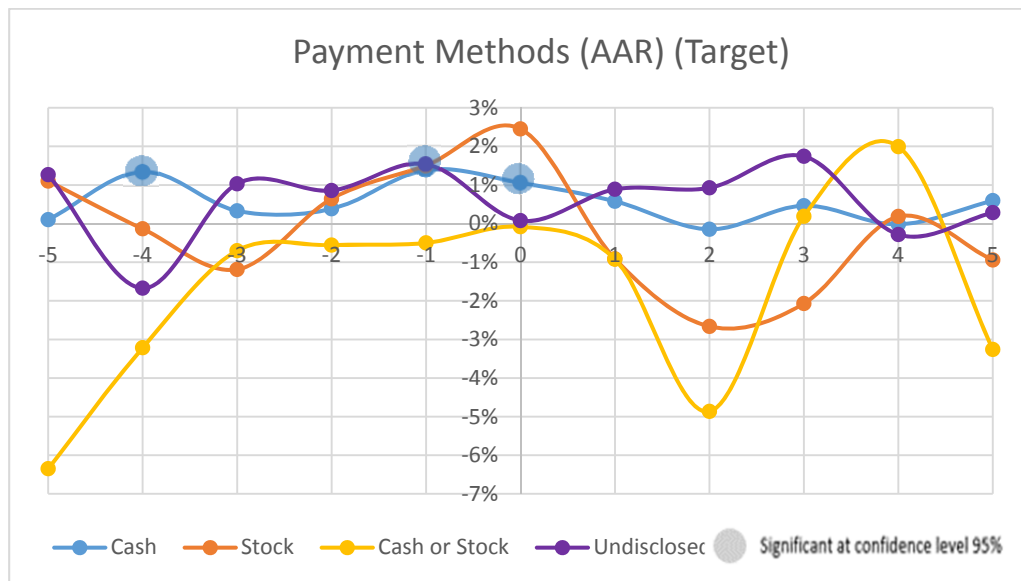
หมายเหตุ: \* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

## 6.2 ผลการวิเคราะห์การควบรวมกิจการ โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น (Payment Methods) ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

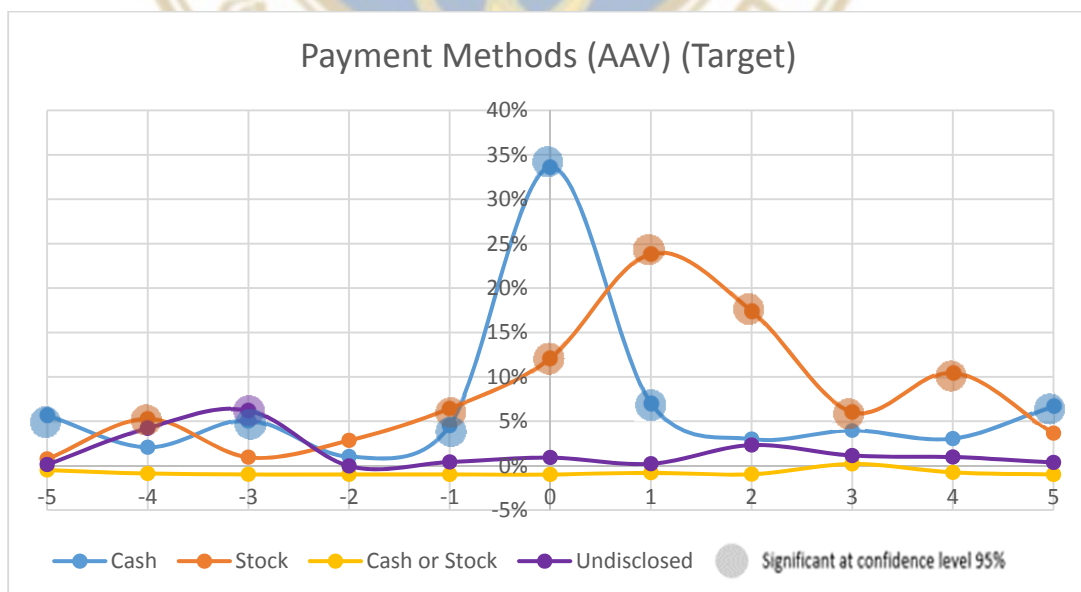
จากการวิเคราะห์ตามประเภทการจ่ายชำระเงิน กรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ ในภาพรวมพบว่ากรณีชำระค่าหุ้นโดยเงินสด บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ -4, -1, 0 ของการประกาศควบรวมกิจการ เมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในช่วงวันที่ -5 ถึงวันที่ +1 ของช่วงการประกาศควบรวมกิจการ และมีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (AAV) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ -5, -3, -1, 0, 1, 5 ของการประกาศควบรวมกิจการ เมื่อพิจารณาในกรณีชำระค่าหุ้นด้วยหุ้น ไม่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ และไม่พบอัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ โดยพบปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (AAV) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ -4, -1, 0, 1, 2, 3, 4 ของการประกาศควบรวมกิจการ เมื่อพิจารณากรณีไม่เปิดเผยวิธีการชำระค่าหุ้น ไม่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ และไม่พบอัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ โดยพบว่ามีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (AAV) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ -3 ของการประกาศควบรวมกิจการ

โดยผลการศึกษาสอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่า การควบรวมกิจการและชำระเงินด้วยเงินสด จะทำให้บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวก ซึ่งผลการวิเคราะห์ดังกล่าว

สอดคล้องกับงานวิจัยของ Franks, Harris & Mayer (1988) ที่ศึกษาผลกระทบของวิธีการชำระราคาในการครอบงำกิจการทั้งในอเมริกาและอังกฤษ พบว่าสำหรับบริษัทเป้าหมาย หากมีการครอบงำกิจการโดยใช้ธุรกรรมชำระด้วยเงินสด จะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าธุรกรรมแลกหุ้น เนื่องจากการใช้หุ้นในการจัดหาเงินทุน มักจะทำให้เกิด Adverse selection effect หรือ Hidden Information



ภาพที่ 6.3 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)



ภาพที่ 6.4 แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)



ตารางที่ 6.4 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

Payment Methods (AAR) (Target)								
Event Date	Cash (65 Events)		Stock (5 Events)		Cash or Stock (2 Event)		Undisclosed (6 Events)	
	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE
-5	0.10%	0.0039	1.10%	0.0133	-6.35%	0.0321	1.26%	0.0202
-4	1.35% ***	0.0039	-0.14%	0.0133	-3.22%	0.0321	-1.67%	0.0215
-3	0.33%	0.0039	-1.19%	0.0133	-0.70%	0.0320	1.03%	0.0185
-2	0.38%	0.0039	0.64%	0.0133	-0.56%	0.0321	0.86%	0.0183
-1	1.39% ***	0.0039	1.51%	0.0133	-0.50%	0.0321	1.54%	0.0182
0	1.06% ***	0.0039	2.45%	0.0133	-0.08%	0.0325	0.08%	0.0182
1	0.58%	0.0039	-0.92%	0.0137	-0.93%	0.0320	0.89%	0.0182
2	-0.15%	0.0039	-2.66%	0.0133	-4.86%	0.0320	0.93%	0.0183
3	0.46%	0.0039	-2.07%	0.0133	0.19%	0.0323	1.74%	0.0187
4	-0.02%	0.0039	0.18%	0.0135	1.99%	0.0325	-0.28%	0.0182
5	0.59%	0.0039	-0.94%	0.0134	-3.26%	0.0326	0.28%	0.0193

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

ตารางที่ 6.5 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

Payment Methods (CAAR) (Target)								
Event Study Period	Cash (65 Events)		Stock (5 Events)		Cash or Stock (2 Event)		Undisclosed (6 Events)	
	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE
CAAR(-5,-2)	2.16% ***	0.0080	0.41%	0.0274	-10.83% *	0.065707	1.48%	0.0400
CAAR(-1,+1)	3.03% ***	0.0069	3.04%	0.0239	-1.51%	0.056945	2.51%	0.0320
CAAR(+2,+5)	0.89%	0.0081	-5.49%	0.0273	-5.95%	0.065679	2.67%	0.0393

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

ตารางที่ 6.6 แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากวิธีการชำระค่าหุ้น ใน  
กรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

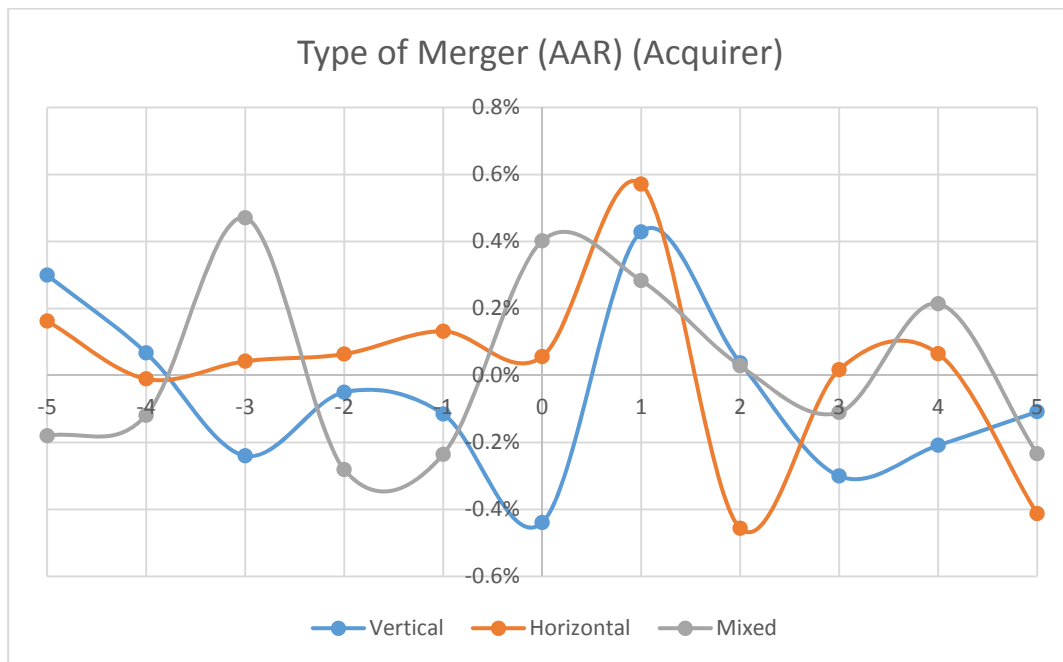
Event Date	Payment Methods (AAV) (Target)							
	Cash (65 Events)		Stock (5 Events)		Cash or Stock (2 Event)		Undisclosed (6 Events)	
	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE
-5	5.67% **	2.2634	0.74%	1.5659	-0.50%	3.791	0.11%	2.2300
-4	2.07%	2.2634	5.26% **	1.5659	-0.90%	3.791	4.24%	2.2300
-3	5.13% **	2.2634	0.94%	1.5659	-0.98%	3.791	6.25% **	2.2300
-2	1.02%	2.2634	2.84%	1.5659	-0.99%	3.791	-0.04%	2.2300
-1	4.55% **	2.2634	6.45% **	1.5659	-1.00%	3.791	0.40%	2.2300
0	33.62% ***	2.2634	12.11% *	1.5659	-1.00%	3.791	0.91%	2.2300
1	7.02% ***	2.2634	23.90% ***	1.5659	-0.81%	3.791	0.21%	2.2300
2	2.99%	2.2634	17.43% ***	1.5659	-0.97%	3.791	2.32%	2.2300
3	3.98%	2.2634	6.06% **	1.5659	0.19%	3.791	1.13%	2.2300
4	3.04%	2.2634	10.50% ***	1.5659	-0.76%	3.791	0.97%	2.2300
5	6.76% ***	2.2634	3.65%	1.5659	-1.00%	3.791	0.36%	2.2300

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

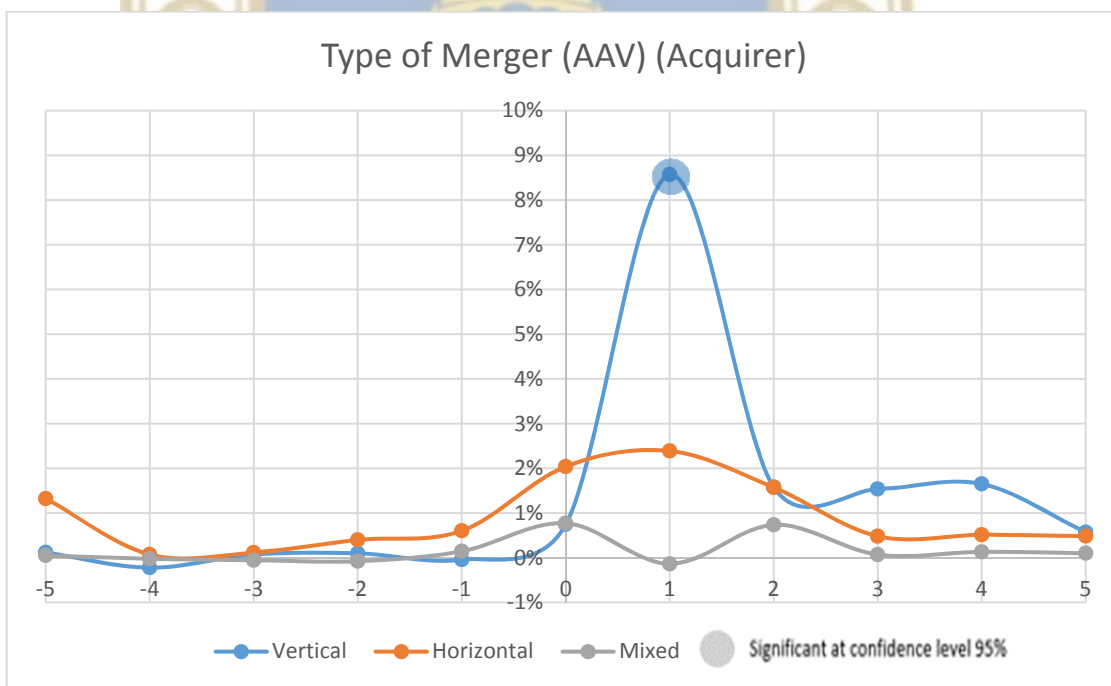
### 6.3 ผลการวิเคราะห์การควบรวมกิจการ โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวมกิจการ (Type of Merger) ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

จากการวิเคราะห์ตามประเภทการควบรวมกิจการ กรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ พบว่าการควบรวมทั้ง 3 กรณี คือ ทั้งการควบรวมตามแนวตั้ง การควบรวมตามแนวนอน และการควบรวมแบบผสม ไม่พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ และการควบรวมทั้ง 3 ประเภท ไม่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญด้วยเช่นกัน โดยพบว่ากรณีการควบรวมตามแนวตั้ง มีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในวันที่ 1 ของการประกาศควบรวมกิจการ ในขณะที่การควบรวมตามแนวนอน และการควบรวมแบบผสม ไม่พบว่ามีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ

โดยผลการศึกษาไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่คาดไว้ โดยในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ และควบรวมกิจการในแนวดิ่งไม่พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม ซึ่งผลการวิเคราะห์ดังกล่าว สอดคล้องกับงานศึกษาของ จริยา, แพรร์พี และ เรืองฤทธิ์ (2015) ที่พบว่า ในกรณีผู้เข้าซื้อกิจการ ทั้งการควบรวมกิจการแบบผสม แบบแนวนอน และแบบแนวดิ่ง ไม่พบอัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญไม่ว่าจะเป็นด้านบวกหรือด้านลบ ไม่ว่าจะในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ ช่วงเกิดเหตุการณ์ และช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ด้วยเช่นกัน ซึ่งอาจเป็นเพราะว่าไม่มีเหตุผลที่ชัดเจนในการควบรวมกิจการ



ภาพที่ 6.5 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวมกิจการ ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)



ภาพที่ 6.6 แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวมกิจการ ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquire)

ตารางที่ 6.7 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวมกิจการ  
ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquire)

Type of Merger (AAR) (Acquirer)						
Event Date	Vertical (106 Events)		Horizontal (186 Events)		Mixed (100 events)	
	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE
-5	0.30%	0.0033	0.16%	0.0034	-0.18%	0.0047
-4	0.07%	0.0033	-0.01%	0.0034	-0.12%	0.0047
-3	-0.24%	0.0033	0.04%	0.0034	0.47%	0.0047
-2	-0.05%	0.0033	0.06%	0.0034	-0.28%	0.0048
-1	-0.12%	0.0034	0.13%	0.0034	-0.24%	0.0047
0	-0.44%	0.0034	0.06%	0.0034	0.40%	0.0047
1	0.43%	0.0034	0.57% *	0.0034	0.28%	0.0047
2	0.04%	0.0034	-0.46%	0.0034	0.03%	0.0047
3	-0.30%	0.0034	0.02%	0.0034	-0.11%	0.0047
4	-0.21%	0.0034	0.06%	0.0035	0.21%	0.0047
5	-0.11%	0.0034	-0.41%	0.0034	-0.23%	0.0047

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

ตารางที่ 6.8 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวม  
กิจการ ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquire)

Type of Merger (CAAR) (Acquirer)						
Event Study Period	Vertical (106 Events)		Horizontal (186 Events)		Mixed (100 events)	
	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE
CAAR(-5, -2)	0.08%	0.0069	0.26%	0.0069	-0.11%	0.0096
CAAR(-1, +1)	-0.13%	0.0059	0.76%	0.0059	0.45%	0.0082
CAAR(+2, +5)	-0.58%	0.0069	-0.79%	0.0070	-0.10%	0.0096

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

**ตารางที่ 6.9** แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวมกิจการ ในกรณีบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquire)

Type of Merger (AAV) (Acquirer)						
Event Date	Vertical (106 Events)		Horizontal (186 Events)		Mixed (100 Events)	
	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE
-5	0.12%	1.8747	1.32%	1.6749	0.05%	1.5709
-4	-0.22%	1.8747	0.07%	1.6749	-0.02%	1.5709
-3	0.07%	1.8747	0.12%	1.6749	-0.06%	1.5709
-2	0.10%	1.8747	0.40%	1.6749	-0.08%	1.5709
-1	-0.04%	1.8747	0.60%	1.6749	0.14%	1.5709
0	0.74%	1.8747	2.04%	1.6749	0.77%	1.5709
1	8.57% ***	1.8747	2.39%	1.6749	-0.14%	1.5709
2	1.58%	1.8747	1.57%	1.6749	0.74%	1.5709
3	1.54%	1.8747	0.48%	1.6749	0.07%	1.5709
4	1.65%	1.8747	0.51%	1.6749	0.13%	1.5709
5	0.57%	1.8747	0.48%	1.6749	0.10%	1.5709

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

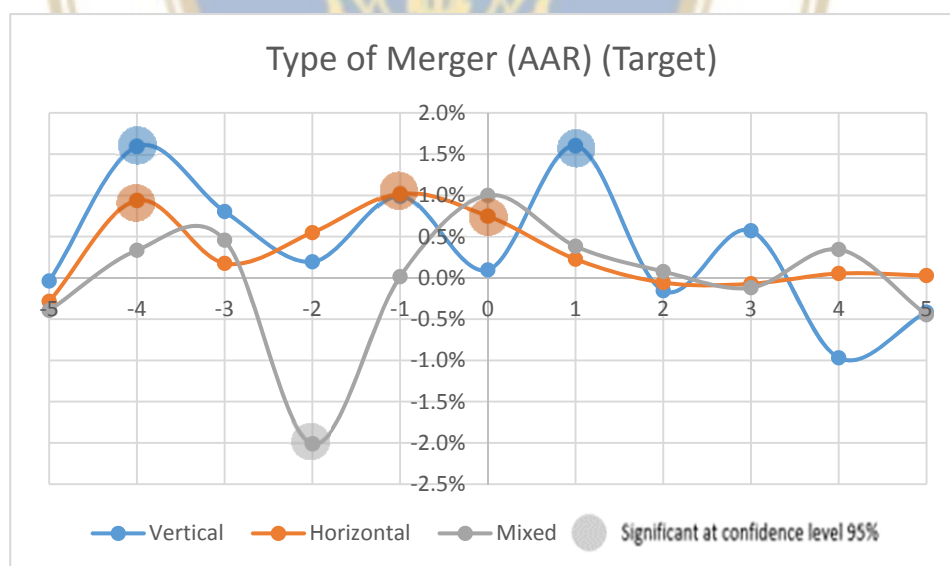
#### 6.4 ผลการวิเคราะห์การควบรวมกิจการ โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวมกิจการ (Type of Merger) ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

จากการวิเคราะห์ตามประเภทการควบรวมกิจการ กรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ พบว่าการควบรวมกิจการตามแนวดิ่ง มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในวันที่ -4, 1 ของการประกาศควบรวมกิจการ และเมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในช่วงวันที่ -5 ถึงวันที่ +1 ของช่วงการประกาศควบรวมกิจการ โดยมีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (AAV) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในวันที่ -3, -1, 0, 1, 2 ของการประกาศควบรวมกิจการ เมื่อพิจารณากรณีการควบรวมกิจการตามแนวนอน บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ -4, 1, 0 ของการประกาศควบรวมกิจการ และเมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในช่วงวันที่ -1 ถึงวันที่ +1 ของช่วงการประกาศควบรวมกิจการ โดยมีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (AAV) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ -1, 0, 1, 5 ของการประกาศควบรวมกิจการ กรณีการควบรวม

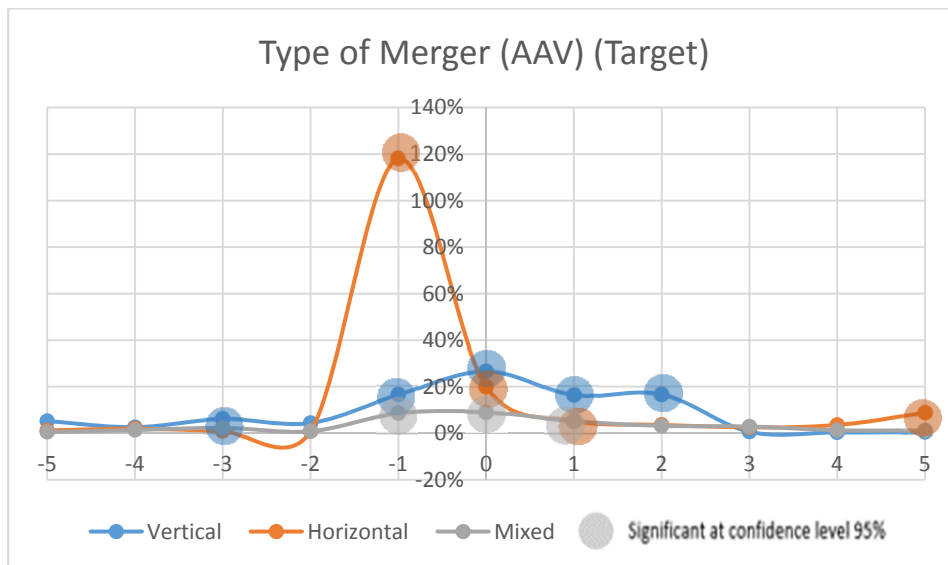


กิจการแบบผสม บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ -2 ของการประกาศควบรวมกิจการ และเมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) พบว่าไม่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในช่วงวันที่ -5 ถึงวันที่ +5 ของช่วงการประกาศควบรวมกิจการ โดยมีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (AAV) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ -1, 0, 1 ของการประกาศควบรวมกิจการ

โดยผลการศึกษาเป็นไปตามสมมติฐานที่ว่า การควบรวมกิจการในแนวดิ่งจะให้ผลตอบแทนแก่ผู้ถูกควบรวมกิจการในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งผลการวิเคราะห์ดังกล่าวขัดแย้งกับงานศึกษาของ จริยา, แพรรพี และ เรืองฤทธิ์ (2015) ที่พบว่า ในกรณีผู้ถูกควบรวมกิจการ ทั้งการควบรวมกิจการแบบผสม แบบแนวนอน และแบบแนวดิ่ง ไม่พบอัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญไม่ว่าจะเป็นด้านบวกหรือด้านลบ ไม่ว่าจะเป็นช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ ช่วงเกิดเหตุการณ์ และช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ด้วยเช่นกัน โดยงานศึกษานี้สอดคล้องกับงานศึกษาของ Kedia, Ravid & Pons (2008) ที่พบว่า การควบรวมกิจการในแนวดิ่งจะทำให้บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการมีผลตอบแทนเป็นบวกหลังจากการควบรวมกิจการ เนื่องจากบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะได้ประโยชน์จากการควบรวมกิจการในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกัน ทำให้ต้นทุนการดำเนินงานลดลงจากขนาดของกิจการที่ใหญ่ขึ้น (Economy of Scale) เพิ่มอำนาจต่อรองด้านการค้าที่สูงขึ้น



ภาพที่ 6.7 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวมกิจการ ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)



ภาพที่ 6.8 แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวมกิจการ ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

ตารางที่ 6.10 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวมกิจการ ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

Type of Merger (AAR) (Target)						
Event Date	Vertical (56 Events)		Horizontal (81 Events)		Mixed (59 Events)	
	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE
-5	-0.04%	0.0060	-0.28%	0.0037	-0.39%	0.0057
-4	1.60% **	0.0061	0.94% **	0.0037	0.33%	0.0057
-3	0.80%	0.0060	0.18%	0.0037	0.46%	0.0057
-2	0.20%	0.0060	0.55%	0.0037	-2.01% ***	0.0057
-1	1.00%	0.0060	1.03% ***	0.0037	0.02%	0.0058
0	0.10%	0.0060	0.75% **	0.0037	1.00% *	0.0057
1	1.60% ***	0.0060	0.23%	0.0037	0.38%	0.0057
2	-0.16%	0.0060	-0.06%	0.0037	0.08%	0.0057
3	0.57%	0.0060	-0.07%	0.0037	-0.12%	0.0057
4	-0.97%	0.0059	0.05%	0.0037	0.34%	0.0057
5	-0.42%	0.0060	0.03%	0.0037	-0.45%	0.0057

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

ตารางที่ 6.11 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวมกิจการ ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

Type of Merger (CAAR) (Target)						
Event Study Period	Vertical (56 Events)		Horizontal (81 Events)		Mixed (59 Events)	
	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE
CAAR(-5, -2)	2.56% **	0.0124	1.38% *	0.0075	-1.61%	0.0117
CAAR(-1, +1)	2.70% **	0.0105	2.00% ***	0.0065	1.40%	0.0101
CAAR(+2, +5)	-0.97%	0.0122	-0.05%	0.0075	-0.14%	0.0117

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

ตารางที่ 6.12 แสดงปริมาณการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยพิจารณาจากประเภทการควบรวมกิจการ ในกรณีบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

Type of Merger (AAV) (Target)						
Event Date	Vertical (56 Events)		Horizontal (81 Events)		Mixed (59 Events)	
	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE
-5	5.20% *	2.8954	1.15%	2.4752	0.54%	2.1165
-4	2.59%	2.8954	1.96%	2.4752	1.38%	2.1165
-3	6.05% **	2.8954	1.05%	2.4752	2.31%	2.1165
-2	4.38%	2.8954	0.81%	2.4752	0.84%	2.1165
-1	16.35% ***	2.8954	118.20% ***	2.4752	8.55% ***	2.1165
0	26.57% ***	2.8954	20.06% ***	2.4752	9.12% ***	2.1165
1	16.23% ***	2.8954	5.43% **	2.4752	5.19% **	2.1165
2	16.72% ***	2.8954	3.64%	2.4752	3.15%	2.1165
3	0.61%	2.8954	2.48%	2.4752	2.88%	2.1165
4	0.33%	2.8954	3.53%	2.4752	1.28%	2.1165
5	0.48%	2.8954	8.79% ***	2.4752	1.21%	2.1165

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

## 6.5 ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอย (Regression)

วิเคราะห์การถดถอยอย่างง่าย (Simple Regression) ของความสัมพันธ์ระหว่าง สัดส่วนของขนาดธุรกิจของผู้เข้าควบรวมกิจการกับผู้ถูกควบรวมกิจการ โดยศึกษาว่าขนาดธุรกิจที่แตกต่างกันจะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ของทั้งผู้เข้าควบรวมกิจการและผู้ถูกควบรวมกิจการ โดยข้อมูลของตัวแปรอิสระ(k) คือ ใช้สัดส่วน มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ ต่อ มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ ซึ่งใช้ข้อมูลจาก Thomson Reuters โดยตัวแปร Y คืออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ของบริษัทในช่วงที่มีการประกาศควบรวมกิจการ (Event Periods -1,+1)

โดยการศึกษาจะแบ่งออกเป็น 2 กลุ่มคือ กลุ่มของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และกลุ่มของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

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

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

ตารางที่ 6.13 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 7

### สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่าการประกาศควบรวมกิจการจะส่งผลกระทบต่อ  
บริษัทเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่มีการประกาศควบรวมกิจการ ตั้งแต่ 2518 จนถึง 2558  
ศึกษาด้วยวิธีทดสอบทางสถิติ (t-test) และศึกษาโดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross section Data) โดย  
ตัดตัวอย่างช่วงที่เกิดเหตุการณ์ซ้อนทับกับวันประกาศเหตุการณ์การเพิ่มทุน ลดทุน และการประกาศ  
จ่ายปันผลในกรณีที่การควบรวมใกล้เคียงกัน โดยไม่เกิน 30 วันนับจากการประกาศการควบรวมกิจการ  
เพื่อพิจารณาว่าตัวแปรใดที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR)

ผลการศึกษาด้วยวิธีทดสอบทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 พบว่าเมื่อพิจารณาจากวิธีการ  
ชำระค่าหุ้น (Payment Methods) พบว่าบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการและถูกควบรวมกิจการ โดยมีการ  
ชำระราคาด้วยหุ้น มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลการศึกษา  
ในกรณีเป็นบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการและมีการชำระราคาด้วยหุ้น ขัดแย้งกับงานศึกษาก่อนหน้านี้  
ของ Travlos (1987) ที่พบว่าการเข้าครอบงำกิจการ และจ่ายชำระหนี้โดยใช้หุ้นแลกนั้น ทำให้บริษัท  
ผู้เข้าครอบงำ มีอัตราผลตอบแทนสะสม 2 วันนับจากวันประกาศข่าวจะต่ำกว่าปกติ อย่างมีนัยสำคัญ  
และขัดแย้งกับงานศึกษา Franks, Harris & Mayer (1988) ที่พบว่าในกรณีศึกษาของประเทศอเมริกา  
กรณีธุรกรรมแลกหุ้นพบผลตอบแทนติดลบอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่าหากวัดผลตอบแทนตั้งแต่ 4  
เดือน ก่อนวันประกาศข่าวถึง 1 เดือนหลังจากนั้น พบว่าธุรกรรมเงินสดให้ผลตอบแทนเหนือปกติ  
เล็กน้อยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้งในอเมริกาและในอังกฤษ เนื่องจากการใช้หุ้นในการจัดหาเงินทุน  
ผู้ชนะการประมูลต้องเผชิญกับระดับความไม่สมมาตรของข้อมูลในระดับสูง ส่งผลให้การทำธุรกรรม  
ด้วยหุ้นสามัญ (Security Offerring) จะทำให้เกิดผลตอบแทนเฉลี่ยเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่อผู้ที่เข้า  
ควบรวมกิจการ (Acquirer) มากกว่าการเสนอทำธุรกรรมด้วยเงินสด

ส่วนงานวิจัยที่ศึกษาในกรณีเป็นบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการพบว่าผลการศึกษาสอดคล้อง  
กับงานวิจัยของ Franks, Harris & Mayer (1988) ที่ศึกษาผลกระทบของวิธีการชำระราคาในการ  
ครอบงำกิจการทั้งในอเมริกาและอังกฤษ พบว่าสำหรับบริษัทเป้าหมาย หากมีการครอบงำกิจการโดยใช้  
ธุรกรรมชำระด้วยเงินสด จะให้อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าธุรกรรมแลกหุ้น เนื่องจากการใช้หุ้นใน  
การจัดหาเงินทุน มักจะทำให้เกิด Hidden Information

จากการวิเคราะห์ตามประเภทการควบรวมกิจการ (Types of Merger) ทั้ง 3 รูปแบบคือการควบรวมกิจการแบบแนวดิ่ง แนวนอน และแบบผสม ซึ่งผลการศึกษาไม่พบว่าบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในทุกรูปแบบ ส่วนบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการพบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญเฉพาะการควบรวมกิจการแบบแนวดิ่งอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับงานศึกษาของ จริยา, แพรพรี และ เรืองฤทธิ์ (2015) ที่พบว่า ในกรณีผู้เข้าซื้อกิจการ ทั้งการควบรวมกิจการแบบผสม แบบแนวนอน และแบบแนวดิ่ง ไม่พบอัตราผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญไม่ว่าจะเป็นด้านบวกหรือด้านลบ ไม่ว่าจะเป็นช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ ช่วงเกิดเหตุการณ์ และช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ด้วยเช่นกัน เนื่องจากไม่มีเหตุผลที่ชัดเจนในการควบรวมกิจการ เช่นเดียวกันกับงานศึกษาของ Kedia, Ravid & Pons (2008) พบว่าการควบรวมกิจการในแนวดิ่งจะทำให้บริษัทที่ถูกควบรวมกิจการมีผลตอบแทนเป็นบวกหลังจากการควบรวมกิจการ เนื่องจากบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการจะได้ประโยชน์จากการควบรวมกิจการในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องเนื่องกัน ทำให้ต้นทุนการดำเนินงานลดลงจากขนาดของกิจการที่ใหญ่ขึ้น (Economy of Scale) เพิ่มอำนาจต่อรองด้านการค้าที่สูงขึ้น

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

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

## บรรณานุกรม

- จรรยา พ้อคำ, แพรรพี เรียบร้อย, และ เรืองฤทธิ์ เลิศชนะชมภู (2015). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการตามมุมมองของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ กับบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ปรินญาการจัดการมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, มหาวิทยาลัยมหิดล.
- ชนันท์ กิจนิธิกุล, ภัตสร ขจรเกียรติคุณ, และ หัตยา เมฆประสิทธิ์ (2016). การศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกรณีที่มีการซื้อหุ้นคืน. ปรินญาการจัดการมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, มหาวิทยาลัยมหิดล.
- บุญตรี บุญบาร, นกมล ศิลปวิทย์, และ อาคม เตชววัฒน์วิศาล (1992). การตอบสนองของราคาหุ้นสามัญของบริษัทเป้าหมายเมื่อเกิดการรวมกิจการ. คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- อุษา ไวยเจริญ (2007). การควบรวมกิจการในธุรกิจ โรงภาพยนตร์. เศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะเศรษฐศาสตร์.
- 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.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal Management*, 17(1), 99-120.
- 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.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, C. A. (1997). *The Economic Financial market*. Princeton University Press, Princeton, New Jersey.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Chemmanur, T. J., Paeglis, I., & Simonyan, K. (2009). The medium of exchange in acquisitions: Does the private information of both acquirer and target matter? *Journal of Corporate Finance*, 15(1), 523-541.
- Chen, C., & Cornu, P. (2002). Managerial performance, bid premiums, and the characteristics of takeover targets. *Journal Of Economics And Finance*, 3(1), 69-84.
- 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.
- Feito-Ruiz, I., & Menéndez-Requejo, S. (2007). *Acquisition of listed vs unlisted firms: Determinants in different legal and institutional environments*. University of Leon, Campus de Vergazana.
- Filipovic, D. (2012). *Impact of company's size on takeover success*. Faculty of Economics and Business, University of Zagreb.
- 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.
- 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.
- Hagedoorn, J., & Duysters, G. (2000). *The effect of mergers and acquisitions on the technological performance of companies in a high-tech environment*. University of Maastricht, The Netherlands.



## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Hansen, R. G. (1987). A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions. *The Journal of Business*, 60(1), 77-95.
- 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.
- Kedia, Simi, Ravid, Abraham S, & Pons, Vicente. (2008). Vertical mergers and the market valuation of the benefits of vertical integration. University of Pennsylvania, The Wharton School.
- Korajczyk, R. A., Lucas, D., & McDonald, R. (1988). The effect of information releases on the pricing and timing of equity issues: Theory and evidence. 2-35.
- 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.
- Lavie, D. (2006). *The competitive advantage of interconnected firms: an extension of the resource-based view*. The University of Texas at Austin. (31)
- Liargovas, P., & Repousis, S. (2011). The impact of mergers and acquisitions on the performance of the greek banking sector: An event study approach. *Journal of Economics and Finance*, 3(2), 89-96.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2009). What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems, or the means of payment? *Journal of Corporate Finance*, 15, 290-312.



## บรรณานุกรม (ต่อ)

- 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.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions. *The Journal of Finance*, 65(1), 32-47.
- 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.
- Pearce, J. A., & Robinson, R. B. (2004). *Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth*. Villanova University.
- Penrose, E. (1995). *The theory of the growth of the firm*. Oxford Scholarship Online.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeover. *The Journal of Business*, 59(2), 197-216.
- 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.
- Travlos, N. G. (1987). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. *Journal of Finance*, 42(4), 943-963.