

การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควมรวมกิจการ ของบริษัทที่
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาตามการควมรวม
ระหว่างบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์
โดยศึกษาตามกลุ่มอุตสาหกรรม



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2559

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการ ของบริษัทที่
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาตามการควบรวม
ระหว่างบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์
โดยศึกษาตามกลุ่มอุตสาหกรรม

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 18 ตุลาคม 2559



นางสาวกนกพร สาดเสาเงิน

ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

เทียนทิพ สุพานิช,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

ดวงพร อาภาศิลป์,

Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทรโคติกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาตามการควบรวมระหว่างบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์ โดยศึกษาตามกลุ่มอุตสาหกรรม ประสบผลสำเร็จ ลุล่วงได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร ชาระวานิช และรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติ จันทร โคติกา ซึ่งได้สละเวลาให้คำปรึกษา คำแนะนำ ตลอดจนข้อคิดเห็นต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการทำสารนิพนธ์ในครั้งนี้

สุดท้ายทางผู้วิจัยขอขอบคุณผู้มีพระคุณ อาทิ คุณพ่อ คุณแม่ และครอบครัวที่ทำให้กำลังใจ และให้การสนับสนุนมาโดยตลอด รวมทั้งคุณบุญญา วิจัยสุขสกุล และเพื่อนทุกท่านที่ได้ร่วมแรงร่วมใจช่วยเหลืองานวิจัยครั้งนี้สำเร็จไปได้ด้วยดี หากงานวิจัยฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใดต้องขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

กนกพร สาตเสาเงิน



การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาตามการควบรวมระหว่างบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์ โดยศึกษาตามกลุ่มอุตสาหกรรม

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

กนกพร สาดเสาเงิน 5750420

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยะสว ธาระวานิช, Ph.D., เทียนทิพ สุพานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคติกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการประกาศควบรวมกิจการ ได้ใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่มีการประกาศควบรวมกิจการ ตั้งแต่ 2518 จนถึง 2558 โดยทำการศึกษาทั้งในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target) และแบ่งตามบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์ และประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม (Types of Industry) 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	ซ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ทฤษฎีแนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	4
2.1.1 ทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด	4
2.1.2 การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ	5
2.1.3 ข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันและการส่งสัญญาณ	7
2.1.4 ทฤษฎีมุมมองบนพื้นฐานทรัพยากร	8
2.1.5 ทฤษฎี Hubris Hypothesis	8
2.2 งานวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	9
2.2.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทน ที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ	9
2.2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทน ที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ กรณีการควบรวมระหว่างบริษัท ที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดฯ (Listed) และบริษัทที่ไม่จดทะเบียน ในตลาดฯ (Non-Listed)	11
2.2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทน ที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ กรณีแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม (Industry)	12
2.2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทน ที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ กรณีตัวแปรขนาดของธุรกิจ (Size of Firm)	13

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 3 ข้อมูลที่ใช้ และการแบ่งประเภทการควบรวม	16
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง	16
3.2 วิธีการแบ่งประเภทของการควบรวม	16
3.2.1 เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	17
3.2.2 สินค้าอุปโภคบริโภค	17
3.2.3 ธุรกิจการเงิน	18
3.2.4 สินค้าอุตสาหกรรม	19
3.2.5 อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	20
3.2.6 ทรัพยากร	21
3.2.7 บริการ	21
3.2.8 เทคโนโลยี	22
บทที่ 4 สูตรและขั้นตอนในการวิจัย	23
4.1 ช่วงระยะเวลาการศึกษา	23
4.2 การคำนวณอัตราผลตอบแทน	24
บทที่ 5 ตัวแปร	31
5.1 ตัวแปรอิสระ	31
5.2 ตัวแปรตาม	32
5.3 ตัวแปรแทรกซ้อน	32
บทที่ 6 ผลการศึกษา	33
6.1 ผลการวิจัยการควบรวมระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดฯ (Listed) และบริษัท ที่ไม่อยู่ในตลาดฯ (Non-Listed) ในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	33
6.2 ผลการวิจัยการควบรวมระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดฯ (Listed) และบริษัท ที่ไม่อยู่ในตลาดฯ (Non-Listed) ในกรณีของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	36

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
6.3 ผลการวิจัยการควบรวมกิจการ โดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมในกรณี ของผู้เข้าควบรวมกิจการ (Acquired)	38
6.4 ผลการวิเคราะห์การควบรวมกิจการ โดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม ในกรณีของผู้ถูกควบรวมกิจการ (Target)	40
6.5 ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยใช้ วิธีการวิเคราะห์การถดถอย (Regression)	45
บทที่ 7 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ	47
บรรณานุกรม	49
ประวัติผู้วิจัย	53



สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า	
6.1	แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) และอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) ในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	35
6.2	แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	35
6.3	แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) และอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) ในกรณีของบริษัทที่ควบรวมซื้อกิจการ (Target)	37
6.4	แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ในกรณีของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	38
6.5	แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) ในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	39
6.6	แสดงอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) มุมมองของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	40
6.7	แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) กรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	40
6.8	แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) มุมมองของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	43
6.9	แสดงการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) มุมมองของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	43
6.10	แสดงการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) มุมมองของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	43
6.11	แสดงการวิเคราะห์การถดถอย (Regression) ของกลุ่มบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และกลุ่มบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	46

สารบัญญภาพ

ภาพ		หน้า
4.1	แผนภาพแสดงช่วงเวลาทางสถิติที่ศึกษา	23
4.2	ช่วงของเหตุการณ์ที่ศึกษา	24
6.1	ภาพแสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) กรณีของบริษัทที่เข้า ควบรวมกิจการ (Acquirer)	34
6.2	ภาพแสดงผลตอบแทนการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) ในกรณีของบริษัท ที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	34
6.3	แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) ในกรณีของบริษัทที่ถูก ควบรวมกิจการ (Target)	36
6.4	ภาพแสดงผลตอบแทนการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) ในกรณีของบริษัท ที่ถูกควบรวม กิจการ (Target)	37
6.5	แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยแบ่งตามอุตสาหกรรมในกรณี ของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	39
6.6	แสดงผลตอบแทนการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยแบ่งตามอุตสาหกรรม ในมุมมอง ของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)	39
6.7	แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยแบ่งตามอุตสาหกรรมในมุมมอง ของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	41
6.8	แสดงผลตอบแทนการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยแบ่งตามอุตสาหกรรม ในมุมมอง ของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	42
6.9	ภาพขยายแสดงผลตอบแทนการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยแบ่งตาม อุตสาหกรรมในมุมมองของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)	42

บทที่ 1

บทนำ

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

การที่ผู้ประกอบการจะทำการตัดสินใจเข้าควบรวมกิจการ หรือถูกควบรวมกิจการกับบริษัทใดบริษัทหนึ่ง ผู้ประกอบการจำเป็นต้องทราบ โอกาสและความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการเข้าควบรวมกิจการดังกล่าว ดังนั้นงานวิจัยชิ้นนี้จึงช่วยให้ผู้ประกอบการที่กำลังรวบรวมข้อมูลเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจ ทราบถึงตัวแปรต่างๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงและโอกาสที่จะเกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการ ไม่ว่าจะเป็น ในกรณีบริษัทเป็นบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) หรือเป็นบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target), กรณีการควบรวมระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดฯ (Listed) และบริษัทที่ไม่อยู่ในตลาดฯ (Non-Listed) กรณีกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน (Industry) และปัจจัยด้านขนาดของธุรกิจ (Size of Firm)

ดังนั้นการศึกษานี้จึงประกอบไปด้วยสมมติฐานใหม่ที่จะช่วยในการอธิบายความเสี่ยงและโอกาสที่จะเกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อช่วยให้การควบรวมกิจการภายในประเทศเกิดขึ้นอย่างมีประสิทธิภาพและยังคงถูกใช้เพื่อเป็นเครื่องมือที่ช่วยให้กิจการขยายตลาดเข้าสู่ธุรกิจใหม่ และลดความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจ

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

เกิดเหตุการณ์ซ้อนทับกับวันประกาศเหตุการณ์การเพิ่มทุน ลดทุน และการประกาศจ่ายปันผลในกรณีที่ การควรวรวมใกล้เคียงกันโดยไม่เกิน 30 วัน โดยใช้เพื่อพิจารณาว่าตัวแปรใดที่ส่งผลต่อการเกิดอัตรา ผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) โดยมีการแบ่งช่วงเวลาในการศึกษาเป็น 2 ช่วง คือช่วงประมาณ การ (Estimation Period) ใช้ข้อมูลการซื้อขายจำนวน 60 วัน และช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Period) ใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของการซื้อขายหลักทรัพย์วันที่ ± 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) อัตราผลตอบแทน เฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) และอัตราการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) โดยใช้วิธีการศึกษาแบบ Event Study โดยแบ่งหัวข้อที่สนใจออกเป็น 2 หัวข้อคือ

1. การศึกษาถึงบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ควรวรวมกับบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ และบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ควรวรวมกับบริษัทที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์
2. การแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรม โดยมีกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมด 8 กลุ่ม ซึ่งได้แก่ เกษตร และกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตร, สินค้าอุปโภคและบริโภค, ธุรกิจการเงิน, สินค้าอุตสาหกรรม, อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง, ทรัพยากร, บริการ และเทคโนโลยี

การศึกษาในช่วงที่สองคือ ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ช่วง (-1,+1) โดยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอย (Regression) โดยทำการวิเคราะห์ตัวแปรทาง สถิติที่สนใจเพื่อทดสอบผลกระทบของการควรวรวมกิจการว่าเมื่อมีการประกาศควรวรวมกิจการ ตัวแปร ดังกล่าวจะส่งผลอย่างไรต่อผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์นั้น ซึ่งปัจจัยในการวิเคราะห์คือ ขนาดของธุรกิจ (Size of Firm)

จากผลการศึกษาด้วยวิธีทดสอบทางสถิติ (t-test) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 พบว่าบริษัทที่ ถูกควรวรวมกิจการ (Target) จะมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ในเชิงบวก ส่วนบริษัทที่ เข้าควรวรวมกิจการ (Acquire) กลับไม่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) แต่อย่างไร โดย เมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) และปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (AAV) พบว่า บริษัทที่ถูกควรวรวมกิจการ (Target) เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) และมีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (AAV) ในเชิงบวกที่มากกว่าบริษัทที่เข้าควรวรวมกิจการ (Acquire) อย่างมีนัยสำคัญ ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับงานศึกษาของบุญทวี, นกคณ และ อาคม (1992) ซึ่งพบว่าอัตราผลตอบแทน เกินปกติของบริษัทที่ถูกควรวรวมกิจการจะสูงกว่าอัตราผลตอบแทนปกติของบริษัทผู้ทำการรวม กิจการ เนื่องจากในการรวมกิจการครั้งหนึ่ง บริษัทที่ตกเป็นเป้าหมายของการรวมนั้นมีเพียงบริษัท

เดียว ในขณะที่บริษัทผู้ทำการรวมนั้นมีหลายบริษัท การแข่งขันระหว่างบริษัทจึงอาจสูงมาก ดังนั้นผลประโยชน์จากการรวมกิจการที่จะตกแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทผู้ทำการรวมจึงเหลือไม่มากนัก

ผลการศึกษาโดยใช้ข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-sectional Data) พบว่าในภาพรวมทั้งบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ โดยพบว่าตัวแปรขนาดของธุรกิจ (Size of Firm) ไม่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) ได้

โดยงานวิจัยชิ้นนี้ถูกแบ่งออกเป็น 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 เมื่อตลาดทราบว่าประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทจะดีขึ้นหลังการรวมกิจการ ตลาดก็ให้ราคาหุ้นของบริษัททั้งสองสูงกว่าราคาที่ให้ไว้แต่เดิมเป็นเหตุให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติกับบริษัททั้งสองการพัฒนาประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทหลังการรวมกิจการอาจมาจากหลายสาเหตุได้แก่

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

2. การเข้าครอบงำกิจการเพื่อเปลี่ยนผู้บริหารที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Inefficient Management) แนวคิดนี้เชื่อว่าผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มีความสามารถบริหารงานได้ดีพอๆ กันแต่การที่ผลการดำเนินงานของบริษัทหนึ่งออกมาดีกว่าของอีกบริษัทหนึ่งมากก็เพราะผู้บริหารของ

บริษัทนั้นตั้งใจทำงานเต็มที่ ในขณะที่ผู้บริหารของอีกบริษัทหนึ่ง ไม่ได้ใช้ความสามารถของตนบริหารอย่างเต็มกำลัง หรือไม่ได้บริหารงาน โดยเห็นประโยชน์ของบริษัทเป็นที่ตั้ง ดังนั้นบริษัทที่มีผู้บริหารมีประสิทธิภาพ จึงเข้าครอบงำบริษัทอื่นเพื่อที่จะเปลี่ยนผู้บริหารเป็นกลุ่มใหม่ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ถูกครอบงำมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น

3. การรวมตัวกันของบริษัทอาจทำให้ต้นทุนของการดำเนินงานลดลง (Operating Synergy) การรวมตัวกันของสองบริษัททำให้ขนาดของกิจการหลังการรวมตัวมีขนาดใหญ่ขึ้น การเพิ่มขึ้นของขนาดอาจทำให้ต้นทุนการดำเนินงานของบริษัทลดลง ซึ่งส่งผลให้เกิดการประหยัดต่อขนาด

4. การรวมตัวกันทำให้การกระจายธุรกรรมของบริษัทดีขึ้น (Pure Diversification) การกระจายธุรกรรมช่วยให้การดำเนินงานของบริษัทมีประสิทธิภาพดีขึ้นได้ทั้งทางตรงและทางอ้อม

5. การรวมตัวกันแล้วทำให้เกิดผลดีทางการบริหารการเงินของบริษัท (Financial Synergy) ผลดีทางการบริหารการเงินนี้เป็นผลอย่างหนึ่งจากการรวมตัวกันแล้วมีการกระจายธุรกรรม

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

7. การปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานเพื่อลดปัญหากิจการมีมูลค่าต่ำกว่าระดับที่จะเป็นจริง (undervaluation) สมมติว่าตลาดมีการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ ข่าวสารข้อมูลทั้งหมดเกี่ยวกับบริษัทจึงถูกสะท้อนไว้ในราคาหุ้นของบริษัทแล้วอย่างถูกต้อง การที่ราคาหุ้นจะสูงหรือต่ำจึงขึ้นอยู่กับผู้บริหารว่ามีความสามารถในการบริหารกิจการดีเพียงใด หากผู้บริหารทำงานไม่มีประสิทธิภาพ ราคาหุ้นจะปรับตัวลดลง ทำให้ราคาหุ้นมีมูลค่าต่ำกว่าราคาที่แท้จริง 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) ควรเพิ่มขึ้นในวันที่มีการประกาศเสนอซื้อกิจการในราคาตลาดไม่คาดคิดมาก่อน และหลังจากนั้น ราคาจะลดกลับลงมาที่เดิมหรือต่ำกว่า เมื่อการเสนอราคานั้นไม่สำเร็จ โดยปัจจัยที่ใช้ในการกำหนดกลุ่มข้อมูลของทฤษฎีดังกล่าวคือ 1. การเสนอราคาต้องเป็นราคาตลาดไม่คาดคิดมาก่อน 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 ครอบครองกิจการและ q ratios ของทั้งบริษัทที่เข้าครอบครองกิจการ (Bidders) และถูกครอบครองกิจการ (Targets) ในช่วงของการทำข้อเสนอซื้อหุ้นต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป (Tender Offer) โดยศึกษาจากกลุ่มบริษัท ที่มีการทำ Tender Offer ในช่วงปี 1972 – 1987 จำนวน 704 กลุ่มตัวอย่าง โดยทำการศึกษาแบบ Cross-Sectional Regression ระยะเวลา 11 วันก่อนการประกาศครอบครองกิจการ โดยตั้งสมมติฐานว่า q ratios เป็นเครื่องบ่งชี้ประสิทธิภาพการบริหารจัดการ (managerial performance) (q ratios หาค่าได้จากอัตราส่วน ระหว่างราคาหรือมูลค่าของบริษัทในตลาดหุ้นกับต้นทุนของสินทรัพย์) โดยผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทน ที่ได้รับการครอบครองกิจการสุทธิจะมากขึ้น ถ้าบริษัทที่ถูกครอบครองกิจการมีผลการดำเนินงานที่แย่ และผู้เข้าครอบครองกิจการมีผลการดำเนินงานที่ดี 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 ครอบครองกิจการ (Target) และบริษัทที่ทำข้อเสนอซื้อ (Bidders) โดยเฉพาะอย่างยิ่ง พวกเขาพบว่า ผลตอบแทนที่ได้จากการครอบครองกิจการสุทธิ จะสูงขึ้นเมื่อบริษัทที่ถูกครอบครองกิจการมี q ratios สูง และบริษัทเข้าครอบครองกิจการมี q ratios ต่ำ โดยบริษัทที่เข้าทำข้อเสนอซื้อที่มี q ratios สูง จะเกิดอัตรา ผลตอบแทนเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่บริษัทที่บริษัทที่เข้าทำข้อเสนอซื้อที่มี q ratios ต่ำ จะ เกิดอัตราผลตอบแทนเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นการครอบครองกิจการที่ดีที่สุดในการที่ต้องการสร้าง มูลค่าเพิ่มต่อบริษัท คือการที่บริษัทที่มี q ratio สูงเข้าซื้อหรือครอบครองกิจการกับบริษัทที่มี q ratio ต่ำ โดยอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้น จะเกี่ยวข้องกับ วิธีการชำระเงิน, จำนวนของผู้ทำข้อเสนอซื้อกิจการ, การตอบสนองต่อการจัดการของบริษัทที่ถูกครอบครองกิจการ, ช่วงเวลาที่มีการครอบครองกิจการ, 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 และหลังจากครอบครองกิจการ 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 โดยผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (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 ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ มีการขยายตัวในกลุ่มอุตสาหกรรมเป็นอย่างมาก อีกทั้งยังได้รับประโยชน์ในการประหยัดต่อขนาด มีอำนาจในการต่อรองสูงขึ้น ผู้วิจัยมีการประเมินปฏิกิริยาของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศควบรวมกิจการ ผลงานวิจัยชี้ให้เห็นว่า มีการเปลี่ยนแปลงในราคาหุ้นทันทีตั้งแต่แรกหลังจากวันประกาศควบรวมกิจการ บางบริษัทราคาหุ้นมีการปรับราคาขึ้นนั้นแปลว่านักลงทุนมีความเชื่อมั่นในผลตอบแทนที่จะได้รับจากการควบรวมกิจการในครั้งนี้ แต่ผลวิจัยกลับพบว่าบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการส่วนใหญ่ไม่ได้ให้ผลตอบแทน บางบริษัทมีการปรับตัวลงทั้งนี้ขึ้นอยู่กับการเงิน และความมั่นคงของบริษัทที่ผู้ควบกิจการเข้าไปควบรวม แต่อย่างไรก็ตามได้เกิดผลกระทบเชิงบวกในเรื่องของโครงสร้างการลงทุนของบริษัท รวมถึงส่วนของผู้ถือหุ้นในระยะยาว

2.2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ กรณีการควบรวมระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดฯ (Listed) และบริษัทที่ไม่จดทะเบียนในตลาดฯ (Non-Listed)

ผลการศึกษาพบว่าการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทที่อยู่ในตลาดฯ ส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการเพิ่มขึ้น โดยเฉลี่ยที่ 0.59% ในขณะที่การควบรวมกิจการระหว่างบริษัทที่อยู่ในตลาดฯ กับบริษัทที่อยู่นอกตลาดฯ จะทำให้ราคาหุ้นของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการเพิ่มขึ้นถึง 2.71%

Feito-Ruiz and Menéndez-Requejo (2007) ทำการศึกษาการควบรวมระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Listed Company) กับบริษัทที่อยู่ทั้งในและนอกตลาดหลักทรัพย์ (Unlisted Company) โดยทำการศึกษาจากการประกาศควบรวมกิจการในยุโรป ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและธนาคาร ระหว่างปี 2002-2007 จำนวน 447 ธุรกรรม เพื่อศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ ในช่วงเวลา 20 วันก่อนและหลังการประกาศควบรวมกิจการ (-20,+20) เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด และนอกตลาดที่มีสภาพแวดล้อมที่แตกต่างกันทั้งด้านกฎหมาย และองค์กร ผลการศึกษาพบว่าเมื่อบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เข้าซื้อกิจการกับบริษัทที่ไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จะทำให้มูลค่าของผู้ถือหุ้นในบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการดีขึ้น โดยส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น 2.71% ในขณะที่การซื้อกิจการกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จะเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยเพียง 0.59% ซึ่งปัจจัยที่เกี่ยวข้องในการตัดสินใจซื้อกิจการกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดและบริษัทที่ไม่จดทะเบียนในตลาดขึ้นอยู่กับ การหาโอกาสในการบริหารจัดการ ซึ่งมักเกิดขึ้นมากในประเทศที่ไม่มีการป้องกันผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquiring Firm) นอกจากนั้นปัจจัยด้านความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล อาจนำไปสู่การลดราคาที่จะเสนอซื้อต่อบริษัทที่ไม่จดทะเบียนในตลาด ซึ่งปราศจากการกระจายความเสี่ยงจากข้อผูกพันการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ ซึ่งความน่าจะเป็นที่จะซื้อกิจการในบริษัทที่จดทะเบียนจะมากขึ้น เมื่อบริษัทที่ถูกซื้อกิจการอยู่ในประเทศที่ไม่มีการพัฒนาด้านตลาดทุน

2.2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ กรณีแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม (Industry)

จากงานวิจัยที่ผ่านมาในการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ หรือความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น โดยแบ่งการศึกษาตามกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่พบว่า ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม บริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) จะเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในเชิงลบ โดยผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยที่ศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังการควบรวมกิจการ ในมุมมองของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target)

Liargovas and Repousis (2011) ทดสอบผลกระทบของการควบรวมกิจการในกรีกต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและธนาคารของกรีก (Greek Banking Sector) ในช่วงระหว่างปี 1996-2009 จากจำนวนธุรกรรมที่มีการควบรวมจำนวน 9 ธุรกรรม โดยใช้วิธีการศึกษาแบบ Event Study โดยใช้สมมติฐานที่ปฏิเสธทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด (Semi-strong form of Efficient Market Hypothesis) ของตลาดหุ้นเอเธนส์ (Athens Stock Exchange) ผลการศึกษา

พบว่า 10 วันก่อนมีการประกาศควบรวมกิจการ เกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ต่อผู้ถือหุ้นในเชิงบวก เช่นเดียวกันกับในช่วงที่มีการประกาศข้อเสนอการควบรวมกิจการแบบ Horizontal and Diversifying Bank ทั้งในฝั่งของผู้เข้าซื้อกิจการและผู้ถูกซื้อกิจการ ยิ่งไปกว่านั้นอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมของผู้เข้าควบรวมกิจการเมื่อมีการชำระเงินด้วยเงินสดจะเพิ่มมากกว่าการชำระด้วยหุ้น

ผลลัพธ์โดยรวมแสดงให้เห็นว่าการควบรวมกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและธนาคาร ไม่มีผลกระทบต่อการสร้างควมมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น ทั้งในฝั่งของผู้เข้าควบรวมกิจการและผู้ถูกควบรวมกิจการ นอกจากนี้เขายังทำการตรวจสอบผลการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรมธนาคารในกรีซ โดยการประมาณหาสัดส่วนตัวชี้วัดทางการเงินจำนวน 20 ตัว (20 Financial ratios) พบว่าการควบรวมกิจการไม่ได้ส่งผลต่อการปรับปรุงผลการดำเนินงาน

Hagedoorn and Duysters (2000) ทำการศึกษาการควบรวมกิจการในอุตสาหกรรมคอมพิวเตอร์ที่มีเทคโนโลยีขั้นสูง 100 อันดับแรกของโลก ในช่วงปี 1986-1992 เพื่อทดสอบผลกระทบของการควบรวมกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีขั้นสูงต่อประสิทธิภาพทางเทคโนโลยีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ พบว่าการควบรวมกิจการสามารถนำไปสู่การปรับปรุงเทคโนโลยี และผลการดำเนินงานของบริษัทได้ แต่จำเป็นต้องให้การควบรวมกิจการมีความสอดคล้องกับกลยุทธ์ขององค์กร ซึ่งจะช่วยพัฒนาทักษะด้านเทคโนโลยี และความสามารถในการเรียนรู้ที่คาดว่าจะมีผลในเชิงบวกต่อการทำงานของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการหลังจากการควบรวมกิจการ

อุษา (2007) ทำการศึกษาการควบรวมกิจการของธุรกิจโรงพยาบาล ระหว่างบริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) และบริษัท อีจีวี เอ็นเตอร์เทนเมนต์ จำกัด (มหาชน) ในเดือนกันยายน 2014 เพื่อศึกษาแรงจูงใจในการควบรวมกิจการ โดยผลการศึกษาพบว่า การควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจโรงพยาบาล ไม่สามารถเพิ่มอำนาจการต่อรองกับผู้ประกอบธุรกิจจัดจำหน่ายภาพยนตร์ได้มากนัก เนื่องจากการมีอำนาจตลาดของธุรกิจการจัดจำหน่ายภาพยนตร์ไทยและการนำเข้าและจัดจำหน่ายภาพยนตร์ต่างประเทศ เป็นของผู้ประกอบธุรกิจอื่นอยู่ในสัดส่วนสูงมาก

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 และการแบ่งประเภทการควมรวม

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง

ในการวิจัยในครั้งนี้เป็นการทดสอบเชิงประจักษ์ (Empirical Test) โดยใช้ข้อมูลจากการประกาศการควมรวมของแต่ละบริษัท เพื่อนำข้อมูลมาศึกษาว่าเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการประกาศควมรวมหรือไม่ โดยข้อมูลที่ต้องรวบรวม คือ วันที่มีการประกาศการควมรวม ข้อมูลผลตอบแทนรายวัน มูลค่าการซื้อขายรายวัน โดยการศึกษานี้ใช้ข้อมูลในการคำนวณตัวแปรต่างๆ จากฐานข้อมูล โปรแกรม Reuters และ SETSMART ซึ่งจัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทจดทะเบียนที่ใช้เป็นข้อมูลในการศึกษา ได้แก่บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดฯ ที่มีการควมรวมตั้งแต่การเปิดตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ถึงเดือน 30 ธันวาคม พ.ศ. 2558 โดยตัดตัวอย่างช่วงที่เกิดเหตุการณ์ซ้อนทับกับวันประกาศเหตุการณ์การเพิ่มทุน ลดทุน และการประกาศจ่ายปันผล ในกรณีที่ใกล้เคียงกับการควมรวมกิจการอยู่ระหว่างก่อนและหลังการประกาศควมรวมกิจการไม่เกิน 30 วัน ซึ่งข้อมูลที่ได้จะนำมาวิเคราะห์ผลตอบแทนตามการศึกษาบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ควมรวมกับบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ และบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ควมรวมกับบริษัทที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์ และการแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม โดยในแต่ละประเภทของการควมรวมมีการวิเคราะห์แยกตามมุมมองของ บริษัทที่เข้าซื้อกิจการ และบริษัทที่ถูกซื้อกิจการ

3.2 วิธีการแบ่งประเภทของการควมรวม

ผู้วิจัยได้พิจารณาประเภทของการควมรวมโดยพิจารณาเป็นรายกรณีไป โดยเริ่มพิจารณาจากการแบ่งตามอุตสาหกรรม (Industry Group)

การแบ่งตามอุตสาหกรรมเป็นขั้นตอนที่เกี่ยวข้องกับผู้บริหารระดับสูง ในการที่จะกำหนดอุตสาหกรรมที่สนใจเพื่อการควมรวมกิจการ และสร้างเกณฑ์เพื่อใช้ในการเสาะหาบริษัทเป้าหมายในกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อให้เหมาะกับการดำเนินธุรกิจ ผู้วิจัยได้มีการแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมตามแหล่งข้อมูล Reuters ซึ่งได้จัดกลุ่มโดยอ้างอิงตามกลุ่มอุตสาหกรรมจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถแบ่งได้ตามประเภทดังต่อไปนี้

3.2.1 เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

คือกลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการเพาะปลูก ทำป้าไม้ ทำปศุสัตว์ การแปรรูปผลิตผลทางการเกษตร และการผลิตอาหารและเครื่องดื่

1. Agribusiness (ธุรกิจการเกษตร)

- ผู้ผลิตและจำหน่ายผลิตผลทางการเกษตร เพาะปลูก ทำป้าไม้ ประมง ปศุสัตว์ รวมถึงโรงเชือดและชำแหละ

- ผู้ผลิตและจำหน่ายอาหารสัตว์ รวมถึงตัวแทนจำหน่ายผลิตผลทางการเกษตรเบื้องต้นเพื่อนำไปใช้ต่อในอุตสาหกรรมอื่นๆ

ยกเว้น ธุรกิจที่เกี่ยวกับปุ๋ย และยาปราบศัตรูพืชที่เป็นเคมีภัณฑ์และกิจการที่เกี่ยวข้องกับเส้นใย

2. Food & Beverage (อาหารและเครื่องดื่ม)

- แปรรูปผลิตภัณฑ์ทางการเกษตรเพื่อเป็นอาหารพร้อมปรุง หรือพร้อมรับประทาน ได้แก่ การตัดแต่งและชำแหละเนื้อสัตว์ออกเป็นชิ้นส่วนต่างๆ ปรุงสุก ดำเนินกรรมวิธีเพื่อการเก็บรักษาสินค้า

- ประกอบกิจการร้านอาหาร ตัวแทนจำหน่ายอาหาร
- ผู้ผลิตและจำหน่ายอาหารและเครื่องดื่มต่าง ๆ
- ผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องปรุงรส

3.2.2 สินค้าอุปโภคบริโภค

คือกลุ่มอุตสาหกรรมที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับการผลิตหรือตัวแทนจำหน่ายสินค้าเพื่อการอุปโภคบริโภคต่างๆ ทั้งที่เป็นสินค้าที่จำเป็นและสินค้าฟุ่มเฟือย

1. Fashion (แฟชั่น)

- ประกอบด้วยผู้ประกอบการธุรกิจ เป็นผู้ผลิต ออกแบบ เป็นตัวแทนจำหน่ายสินค้า ต่อไปนี้

- เครื่องนุ่งห่ม รองเท้า เครื่องหนัง และกระเป๋า
- ผู้เจียรไนและแปรรูปอัญมณี และเครื่องประดับต่าง ๆ
- ผู้ผลิตวัตถุดิบสำหรับอุตสาหกรรมนี้ เช่น ผู้ผลิตเส้นใย เส้นด้าย และ

ฟอกหนัง เป็นต้น

2. Home & Office Products (ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน)

- ประกอบด้วยผู้ประกอบการเกี่ยวกับสินค้าประเภทของใช้ในครัวเรือนหรือสำนักงาน
- ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายของใช้ในครัวเรือน เช่น เฟอร์นิเจอร์เครื่องตกแต่งบ้าน อุปกรณ์กีฬา ของเล่น และเครื่องครัว เป็นต้น
- ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายอุปกรณ์ส่องสว่าง รวมถึงเครื่องใช้ไฟฟ้าภายในบ้านและสำนักงาน เช่น โทรทัศน์ เครื่องเสียง เครื่องถ่ายเอกสาร เป็นต้น
- ผู้ผลิตของใช้ในสำนักงาน เช่น ปากกา และแฟ้มเอกสารต่างๆ

3. Personal Products & Pharmaceuticals (ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์) ประกอบด้วยผู้ประกอบการต่อไปนี้

- ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายสินค้าเพื่อการอุปโภคส่วนตัวต่าง ๆ เช่น เครื่องสำอาง ผลิตภัณฑ์บำรุงผิวพรรณ น้ำหอม ฝ้ายอ้อม และกระดาษชำระ
- ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายยา เครื่องมือทางการแพทย์ และสินค้าที่ใช้ไบโอเทคโนโลยี (Biotechnology) ต่างๆ

3.2.3 ธุรกิจการเงิน

คือกลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวกับผู้ให้บริการทางการเงินประเภทต่าง ๆ เช่น ธนาคาร บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทประกันภัย เป็นต้น

1. Banking (ธนาคาร) คือ ผู้ที่ประกอบธุรกิจธนาคารตาม พ.ร.บ. การธนาคารพาณิชย์ และกฎหมายที่เกี่ยวข้อง รวมถึงกิจการ ในลักษณะเดียวกันที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายพิเศษ
2. Finance & Securities (เงินทุนและหลักทรัพย์) คือ ผู้ประกอบธุรกิจบริษัทเงินทุน ลิขซึ่งเข้าซื้อ แพลตฟอร์ม บัตรเครดิตสินเชื่อเพื่อการบริโภค บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนรวม บริษัทบริหารสินทรัพย์ และผู้ให้บริการด้านธุรกิจหลักทรัพย์อื่นๆ (ในกรณีของการเข้าซื้อจะต้องไม่เป็นผู้ให้บริการหรือขายสินค้าให้แก่ลูกค้าโดยตรง)
3. Insurance (ประกันภัยและประกันชีวิต) คือ ผู้ประกอบธุรกิจตาม พ.ร.บ. ประกันภัย พ.ร.บ. ประกันชีวิต รวมทั้งกิจการในลักษณะเดียวกัน ที่จัดตั้งขึ้นภายใต้กฎหมายพิเศษ

3.2.4 สินค้าอุตสาหกรรม

คือกลุ่มอุตสาหกรรมที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับการผลิตและจัดจำหน่ายวัตถุดิบทั่วไปที่สามารถนำไปใช้ได้หลายอุตสาหกรรม สินค้าขั้นต้นหรือสินค้าขั้นกลาง เครื่องมือและเครื่องจักรต่าง ๆ ที่นำไปใช้ต่อในอุตสาหกรรมการผลิตต่างๆ นอกจากนี้ยังรวมถึงอุตสาหกรรมยานยนต์

1. Automotive (ยานยนต์) คือผู้ประกอบการธุรกิจต่อไปนี้

- ผู้ผลิตหรือประกอบรถยนต์และยานยนต์ประเภทต่างๆ
- ผู้ผลิต ตัวแทนจำหน่ายหรือผู้ประกอบการชิ้นส่วนหรืออะไหล่รถยนต์
- ผู้ให้บริการซ่อมบำรุงรถยนต์
- ผู้จัดจำหน่าย และศูนย์จำหน่ายรถยนต์ทั้งมือหนึ่งและมือสอง

2. Industrial Materials & Machinery (วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร) คือผู้ประกอบการธุรกิจต่อไปนี้

- ผู้ผลิตและจำหน่ายเครื่องจักรและเครื่องมือทุกชนิดไม่ว่าจะเป็นเครื่องจักรกลหนักหรือเบา
- อุปกรณ์หรือส่วนประกอบพื้นฐานของเครื่องใช้ไฟฟ้าต่าง ๆ เช่น สายไฟ หลอดไฟ ฉนวนไฟฟ้า และมอเตอร์ต่าง ๆ
- วัตถุดิบที่ใช้ได้ในหลายอุตสาหกรรม

ยกเว้น บริษัทที่ผลิตเครื่องมือหรืออุปกรณ์ที่ใช้ได้เฉพาะในหมวดธุรกิจใดหมวดธุรกิจหนึ่งเท่านั้น(ไม่สามารถนำไปใช้กับการผลิตสินค้าในหมวดอื่นได้เลย) ให้จัดอยู่ในหมวดธุรกิจของสินค้า ชั้นปลายนั้น ๆ

3. Packaging (บรรจุภัณฑ์) คือ ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายบรรจุภัณฑ์และส่วนประกอบของบรรจุภัณฑ์ รวมทั้งวัสดุหรือผลิตภัณฑ์ ซึ่งนำไปผลิตบรรจุภัณฑ์ และไม่ได้จัดไว้ในหมวดธุรกิจอื่นๆ

4. Paper & Printing Materials (กระดาษและวัสดุการพิมพ์) ประกอบด้วยผู้ประกอบการธุรกิจต่อไปนี้

- ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายเยื่อกระดาษ กระดาษ และผลิตภัณฑ์กระดาษทุกชนิด
- ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายหมึกสำหรับการใช้ในการพิมพ์ต่างๆ (แต่ไม่รวมโรงพิมพ์ซึ่งจะอยู่ในหมวด Media & Publishing)

5. Petrochemicals & Chemicals (ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์) ประกอบด้วยผู้ประกอบการธุรกิจต่อไปนี้

- ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายสินค้าในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี เม็ดและผงพลาสติก และผลิตภัณฑ์พลาสติก ขึ้นรูปต่าง ๆ
- ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายสารเคมี เคมีภัณฑ์พื้นฐานเคมีภัณฑ์แปรรูปต่าง ๆ ปุ๋ย และยาปราบศัตรูพืช

ยกเว้น การผลิตสินค้าพลาสติกขึ้นรูปเพื่อเป็นอุปกรณ์ ชิ้นส่วน หรือเครื่องประกอบของสินค้าขั้นสุดท้าย หรือกลุ่มสินค้าใดเป็นการเฉพาะ

6. Steel (เหล็ก) คือ ผู้ผลิต แปรรูป หรือจำหน่ายผลิตภัณฑ์เหล็ก หรือมีส่วนประกอบจากเหล็กเป็นส่วนใหญ่ เช่น สแตนเลส เป็นต้น

3.2.5 อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

คือกลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวกับผู้ผลิตวัสดุก่อสร้าง ผู้พัฒนาและบริหารอสังหาริมทรัพย์ รวมถึงบริการก่อสร้าง และงานวิศวกรรม

1. Construction Materials (วัสดุก่อสร้าง) ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายวัสดุก่อสร้างและวัสดุตกแต่งต่างๆ ไม่ว่าจะผลิตมาจากวัสดุประเภทใดก็ตาม ที่มีใช้เหล็ก และรวมถึงสุขภัณฑ์
2. Construction Services (บริการรับเหมาก่อสร้าง)
 - ผู้ให้บริการก่อสร้างที่อยู่อาศัย และสิ่งปลูกสร้างอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น บ้านจัดสรร อาคารชุด นิคมอุตสาหกรรม ศูนย์การค้า ถนน สะพาน เป็นต้น รวมถึงการให้บริการรับเหมาตกแต่ง ภายใน
 - ผู้ให้บริการและให้คำปรึกษาเกี่ยวกับโครงการก่อสร้าง รวมถึงระบบวิศวกรรมและงานออกแบบที่เกี่ยวข้องกับบริการรับเหมาก่อสร้าง
3. Property Development (พัฒนาอสังหาริมทรัพย์) ประกอบด้วยผู้ประกอบการต่อไปนี้
 - ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เพื่อขายหรือให้เช่า รวมถึงบริหารจัดการที่เกี่ยวข้องกับอสังหาริมทรัพย์ เช่น นิคมอุตสาหกรรม อาคารชุด หมู่บ้าน ที่ดิน เป็นต้น
 - ตัวแทนหรือนายหน้าในการขาย หรือให้เช่าอสังหาริมทรัพย์
4. Property Fund & Real Estate Investment Trusts (REITs) (กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์) คือ กองทุนรวมหรือกองทรัสต์ที่มีวัตถุประสงค์ที่จะนำเงินไปลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ต่างๆ รายได้มาจาก ค่าเช่า ดอกเบี้ย และกำไรจากการซื้อขายอสังหาริมทรัพย์

3.2.6 ทรัพยากร

คือกลุ่มอุตสาหกรรมที่ทางธุรกิจเกี่ยวกับการแสวงหรือจัดการทรัพยากรต่างๆ เช่น การผลิต และจัดสรรเชื้อเพลิง พลังงาน และการทำเหมืองแร่ เป็นต้น

1. Energy & Utilities (พลังงานและสาธารณูปโภค) ประกอบด้วยผู้ประกอบการต่อไปนี้
 - ผู้ผลิต ตำรวจ ขุดเจาะ ถิ่น และตัวแทนจำหน่ายพลังงานธรรมชาติในรูปแบบต่างๆ เช่น น้ำมันและก๊าซธรรมชาติ
 - ผู้ให้บริการสาธารณูปโภคต่างๆ เช่น ไฟฟ้า ประปา และแก๊ส
2. Mining (เหมืองแร่) คือ ผู้สำรวจแร่ ทำเหมืองแร่ ถลุงแร่ และตัวแทนจำหน่ายแร่ โดยแร่เหล่านี้เป็นแร่ธาตุต่างๆ ทั้งที่เป็นโลหะ และอโลหะ แต่ไม่รวมถึงแร่ธาตุที่ให้พลังงาน

3.2.7 บริการ

คือกลุ่มอุตสาหกรรมที่ทางธุรกิจให้บริการต่างๆ ยกเว้น บริการทางการเงิน และบริการด้านข้อมูลสารสนเทศหรือเทคโนโลยี หรือเป็นบริการที่ถูกจัดไว้ในกลุ่มอุตสาหกรรมหรือหมวดธุรกิจอื่นแล้ว

1. Commerce (พาณิชย์) พิจารณาจาก 2 ปัจจัย ประกอบด้วย
 - ผู้ให้บริการจำหน่ายสินค้าทั้งแบบค้าปลีกและค้าส่งให้แก่ผู้บริโภค ทั้งที่มีหน้าร้านเป็นสถานที่ จัดจำหน่าย เช่น ห้างร้าน ห้างสรรพสินค้า ดิสเคาท์สโตร์ ซูเปอร์สโตร์ ร้านสะดวกซื้อ และการขายที่ไม่มีหน้าร้าน เช่น การขายผ่านสื่ออิเล็กทรอนิกส์
 - สินค้าที่จำหน่ายต้องเป็นสินค้าขั้นสุดท้ายสำหรับผู้บริโภค จะเป็นสินค้าจากหลายหมวดก็ได้
2. Health Care Services (การแพทย์) ผู้ให้บริการทางการแพทย์ ทันตแพทย์ ศัลยกรรม ความงาม การฟื้นฟูสุขภาพและสมรรถภาพทางกายอื่น ๆ
3. Media & Publishing (สื่อและสิ่งพิมพ์) ประกอบด้วยผู้ประกอบการต่อไปนี้
 - สื่อบันเทิง เช่น คนตรี ภาพยนตร์ ละคร และรายการบันเทิงต่าง ๆ รวมถึงผู้ให้บริการ ด้านความบันเทิงอื่นๆ เช่น โรงภาพยนตร์ โรงละคร เป็นต้น
 - ผู้กระจายภาพและเสียง เช่น สถานีวิทยุและโทรทัศน์
 - ผู้ผลิตและจัดทำสื่อโฆษณาต่างๆ เช่น Advertising Agency
 - ผู้ผลิตและตัวแทนจำหน่ายสื่อสิ่งพิมพ์ เช่น โรงพิมพ์ สำนักพิมพ์ และผู้ผลิตหนังสือ วารสาร หนังสือพิมพ์ และสื่อสิ่งพิมพ์อื่นๆ

4. Professional Services (บริการเฉพาะกิจ) บริษัทที่ให้บริการเฉพาะด้านต่างๆ ที่ไม่ได้ระบุไว้หมวดธุรกิจใด เช่น การศึกษา ที่ปรึกษาทางธุรกิจ และผู้ให้บริการบำบัดของเสีย รวมถึงบริการเฉพาะกิจให้กับภาคธุรกิจอื่นๆ ที่ไม่ได้ถูกจัดไว้ในหมวดธุรกิจใด

5. Tourism & Leisure (การท่องเที่ยวและสันทนาการ) ประกอบด้วยผู้ประกอบการธุรกิจต่อไปนี้

- ผู้ประกอบการ โรงแรมและที่พักชั่วคราวต่าง ๆ และผู้ให้บริการด้านการท่องเที่ยวต่าง ๆ เช่น บริษัทนำเที่ยว
- ผู้ประกอบกิจการสถานที่เพื่อการพักผ่อน สันทนาการ และทัศนศึกษา เช่น สวนสัตว์ สถานบันเทิง สถานที่ออกกำลังกาย และสนามกีฬา

6. Transportation & Logistics (ขนส่งและโลจิสติกส์) ประกอบด้วยผู้ประกอบการธุรกิจต่อไปนี้

- ผู้ให้บริการที่เกี่ยวข้องกับการขนส่งในทุกๆ ช่องทาง เช่น ขนส่งทางอากาศ เช่น สนามบิน และสายการบิน ผู้ให้บริการขนส่งทางน้ำ เช่น ท่าเรือและบริษัทเดินเรือผู้ให้บริการขนส่งทางรถไฟ และการขนส่งทางบกอื่นๆ และผู้รับส่งสินค้าแบบครบวงจร (Logistics)
- ผู้รับฝากสินค้า ให้เช่าคลังสินค้าและบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

3.2.8 เทคโนโลยี

คือกลุ่มอุตสาหกรรมที่ทำธุรกิจเกี่ยวกับสินค้าเทคโนโลยี ไม่ว่าจะเป็นสินค้าขั้นต้นขั้นกลาง หรือขั้นสุดท้าย และรวมถึง ผู้ให้บริการทางเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร

1. Electronic Components (ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์) ผู้ผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ที่ใช้ในเครื่องใช้ไฟฟ้าหรืออุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์โดยทั่วไป เช่น IC PCB และ Semiconductor ยกเว้น ชิ้นส่วนที่ผลิตขึ้นเพื่อใช้เฉพาะในคอมพิวเตอร์

2. Information & Communication Technology (เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร) ประกอบด้วยผู้ประกอบการธุรกิจต่อไปนี้

- ผู้ให้บริการเทคโนโลยีที่เกี่ยวข้องกับการจัดการข้อมูลและการสื่อสาร เช่น ผู้ให้บริการ เครือข่ายโทรคมนาคม ดาวเทียม เคเบิล ผู้วางระบบ IT และผู้ให้บริการเครือข่ายทางอินเทอร์เน็ต จัดหาหรือออกแบบอินเทอร์เน็ต เป็นต้น
- ผู้ผลิต หรือให้บริการติดตั้งระบบคอมพิวเตอร์เมนเฟรม Server
- ผู้ผลิตและหรือผู้จำหน่ายอุปกรณ์สำหรับเทคโนโลยีนี้ เช่น อุปกรณ์สื่อสาร โทรคมนาคม ฮาร์ดแวร์ และชิ้นส่วนเฉพาะของคอมพิวเตอร์ และผู้พัฒนาซอฟต์แวร์

บทที่ 4

สูตรและขั้นตอนในการวิจัย

4.1 ช่วงระยะเวลาการศึกษา

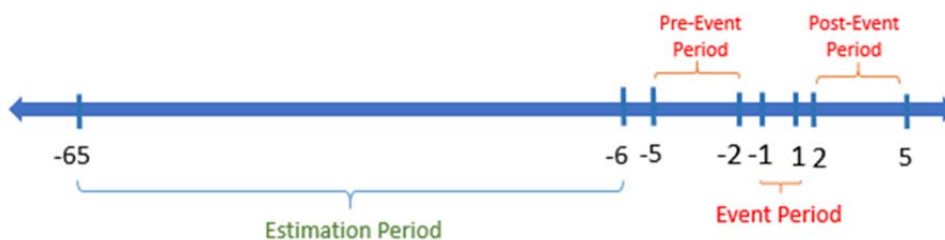
งานศึกษานี้ได้ทำการศึกษาช่วงวันที่มีการประกาศรวบรวมกิจการว่าส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์มีผลตอบแทนที่ผิดปกติหรือไม่ โดยใช้วิธี Event Study โดยมีการแบ่งช่วงเวลาในการศึกษาเป็น 2 ช่วง คือ

ช่วงที่ 1 หรือช่วงประมาณการ (Estimation Period) ใช้ข้อมูลการซื้อขายจำนวน 60 วัน

ช่วงที่ 2 หรือช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Period) ใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของการซื้อขายหลักทรัพย์วันที่ ± 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

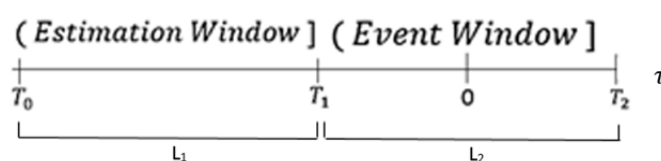
1. หาดัชนีผลตอบแทนรวมรายวัน (Total Return) (ข้อมูลจาก Reuter)

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

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

TR_t	คือ ผลตอบแทนรวมของดัชนี ณ วันที่ t โดยคำนวณจากผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่นำมาคำนวณดัชนี
Close price $_t$	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 และหัตยา (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
- β_i คือ ค่าความเสี่ยง

4. นำผลที่ได้จากสมการที่ (3) ซึ่งประกอบไปด้วย β 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 $\hat{\epsilon}_{it} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,t}$

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 “ ϵ^* ” สะท้อนว่าตัวแปรนั้นเป็นตัวแปรที่เกิดขึ้นในช่วง Event Window ถ้าไม่มี “ ϵ^* ” 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 γ 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 $R_m(T_1)$

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

โดยที่ $\text{Var}[\text{CAR}(t_1, t_2)]$ 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

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

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

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
 σ_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 วันหลังการประกาศควบรวมกิจการมาคำนวณหาผลตอบแทน

5.3 ตัวแปรแทรกซ้อน

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

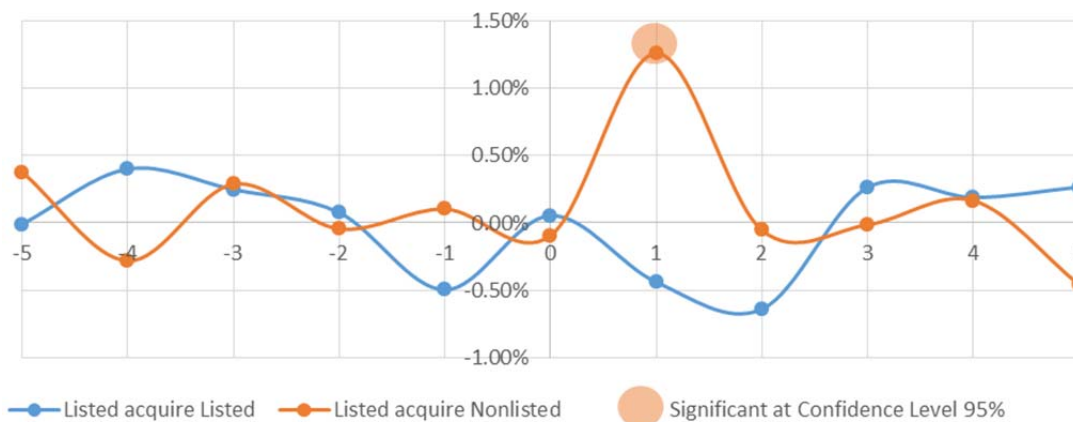
บทที่ 6 ผลการศึกษา

6.1 ผลการวิจัยการควมรวมระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดฯ (Listed) และบริษัทที่ไม่อยู่ในตลาดฯ (Non-Listed) ในกรณีของบริษัทที่เข้าควมรวมกิจการ (Acquirer)

ผลการศึกษาพบว่า เมื่อบริษัทที่จดทะเบียนฯ ทำการควมรวมกับบริษัทที่ไม่จดทะเบียนฯ จะไม่ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งในช่วงก่อนประกาศควมรวมกิจการ, วันประกาศควมรวมกิจการ และหลังประกาศควมรวมกิจการ แต่เมื่อศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) และอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติในวันที่ 1 หลังมีการประกาศควมรวมกิจการอยู่ที่ 1.25% และทำให้เกิดอัตราการซื้อขายที่ผิดปกติอยู่ที่ 6.70% ส่วนอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) พบว่าเกิดอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติในวันที่ 1 หลังมีการประกาศควมรวมกิจการอยู่ที่ 6.70% อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05

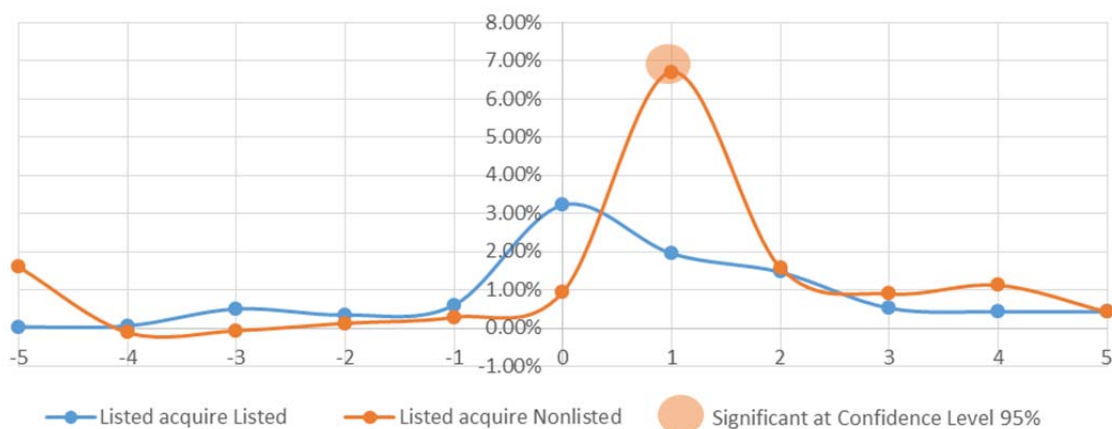
ขัดแย้งกับงานวิจัยของ Feito-Ruiz and Menéndez-Requejo (2007) ที่ทำการศึกษาการควมรวมระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Listed Company) กับบริษัทที่อยู่ทั้งในและนอกตลาดหลักทรัพย์ (Unlisted Company) โดยทำการศึกษาจากการประกาศควมรวมกิจการในยุโรป ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและธนาคาร ระหว่างปี 2002-2007 จำนวน 447 ธุรกิจ เพื่อศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นของบริษัทที่เข้าควมรวมกิจการ ในช่วงเวลา 20 ก่อนและหลังการประกาศควมรวมกิจการ (-20,+20) เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการควมรวมกิจการระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด และนอกตลาดที่มีสภาพแวดล้อมที่แตกต่างกันทั้งด้านกฎหมาย และองค์กร ผลการศึกษาพบว่าเมื่อบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์เข้าซื้อกิจการกับบริษัทที่ไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จะทำให้มูลค่าของผู้ถือหุ้นในบริษัทที่เข้าควมรวมกิจการ (Acquirer) ดีขึ้น โดยส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น 2.71% ในขณะที่การซื้อกิจการกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จะเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยเพียง 0.59% ซึ่งปัจจัยที่เกี่ยวข้องในการตัดสินใจซื้อกิจการกับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดและบริษัทที่ไม่จดทะเบียนในตลาดขึ้นอยู่กับ การหาโอกาสในการบริหารจัดการ ซึ่งมักเกิดขึ้นมากในประเทศที่ไม่มีการป้องกันผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการ (Acquiring Firm) นอกจากนั้นปัจจัยด้านความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล อาจนำไปสู่การลดราคาที่จะเสนอซื้อต่อบริษัทที่ไม่จดทะเบียนในตลาดได้

COMPANY STATUS (AAR) (Acquirer)



ภาพที่ 6.1 ภาพแสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) กรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

COMPANY STATUS (AAV) (Acquirer)



ภาพที่ 6.2 ภาพแสดงผลตอบแทนการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) ในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

ตารางที่ 6.1 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) และอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) ในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

COMPANY STATUS (Acquirer)									
Event Date	Listed acquire Listed (90 Events)		Listed acquire Nonlisted (159 Events)		Event Date	Listed acquire Listed (90 Events)		Listed acquire Nonlisted (159 Events)	
	AAR	SE	AAR	SE		AAV	SE	AAV	SE
-5	-0.01%	0.003	0.38%	0.004	-5	0.03%	1.71	1.60%	1.86
-4	0.40%	0.003	-0.28%	0.004	-4	0.06%	1.71	-0.11%	1.86
-3	0.25%	0.003	0.29%	0.004	-3	0.50%	1.71	-0.07%	1.86
-2	0.08%	0.003	-0.04%	0.004	-2	0.34%	1.71	0.13%	1.86
-1	-0.50%	0.003	0.10%	0.004	-1	0.60%	1.71	0.28%	1.86
0	0.05%	0.003	-0.09%	0.004	0	3.22% *	1.71	0.95%	1.86
1	-0.44%	0.003	1.26% ***	0.004	1	1.95%	1.71	6.70% ***	1.86
2	-0.64% *	0.003	-0.05%	0.004	2	1.46%	1.71	1.57%	1.86
3	0.26%	0.003	-0.01%	0.004	3	0.52%	1.71	0.89%	1.86
4	0.19%	0.003	0.17%	0.004	4	0.43%	1.71	1.12%	1.86
5	0.27%	0.003	-0.46%	0.004	5	0.43%	1.71	0.42%	1.86

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

ตารางที่ 6.2 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

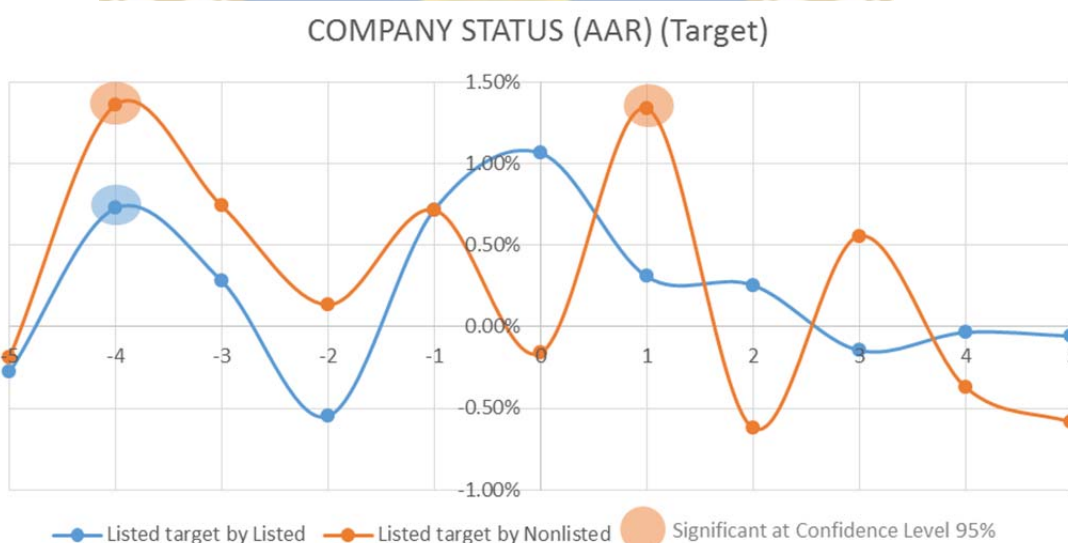
COMPANY STATUS (CAAR) (Acquirer)				
Event Study Period	Listed acquire Listed (90 Events)		Listed acquire Nonlisted (159 Events)	
	CAAR	SE	CAAR	SE
CAAR(-5,-2)	0.71%	0.007	0.33%	0.008
CAAR(-1,+1)	-0.89%	0.006	1.24%	0.007
CAAR(+2,+5)	0.18%	0.007	-0.33%	0.008

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

6.2 ผลการวิจัยการควมรวมระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดฯ (Listed) และบริษัทที่ไม่อยู่ในตลาดฯ (Non-Listed) ในกรณีของบริษัทที่ถูกควมรวมกิจการ (Target)

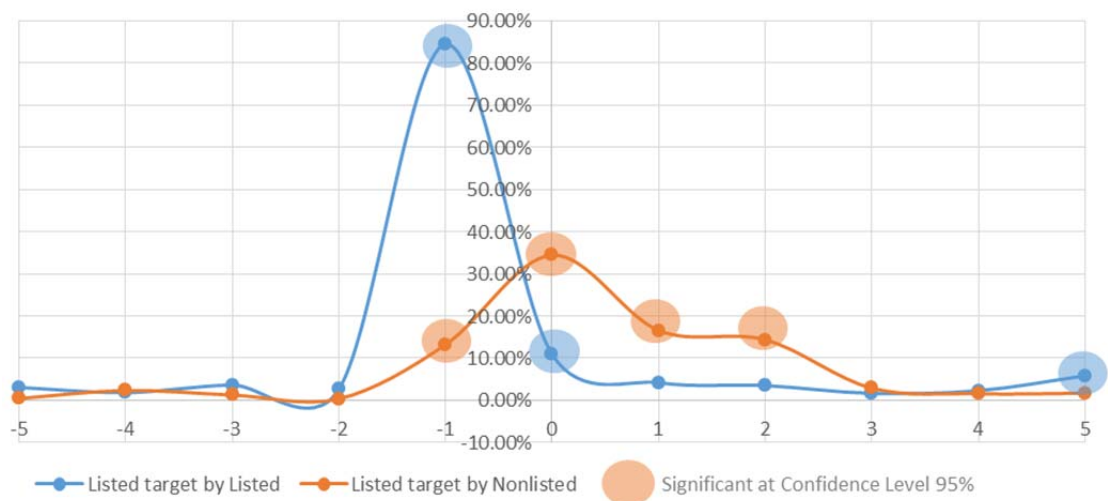
ผลการศึกษาพบว่า เมื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดฯ ถูกควมรวมกิจการโดยบริษัทที่ไม่จดทะเบียนในตลาดฯ จะทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ในเชิงบวกต่อผู้ถูกควมรวมกิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยพบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม 2 ช่วงคือ ในช่วง Event Periods (-1,+1) มีค่าอยู่ที่ 1.88% และช่วง Pre-Event Periods (-5,-2) มีค่าอยู่ที่ 2.05% อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05

เมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) และอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติในวันที่ 4 ก่อนมีการประกาศควมรวมกิจการอยู่ที่ 1.36% และวันที่ 1 หลังมีการประกาศควมรวมกิจการอยู่ที่ 1.34% และทำให้เกิดอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติตั้งแต่วันที่ 1 ก่อนมีการประกาศควมรวมกิจการ ไปจนถึงวันที่ 2 หลังมีการประกาศควมรวมกิจการ โดยพบอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติสูงสุดในวันที่มีการประกาศควมรวมกิจการ อยู่ที่ 2.88% อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05



ภาพที่ 6.3 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) ในกรณีของบริษัทที่ถูกควมรวมกิจการ (Target)

COMPANY STATUS (AAV) (Target)



ภาพที่ 6.4 ภาพแสดงผลตอบแทนการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) ในกรณีของบริษัทที่ถูกควมรวมกิจการ (Target)

ตารางที่ 6.3 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) และอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) ในกรณีของบริษัทที่ควมรวมซื้อกิจการ (Target)

COMPANY STATUS (Target)									
Event Date	Listed target by Listed (130 Events)		Listed target by Nonlisted (68 Events)		Event Date	Listed target by Listed (130 Events)		Listed target by Nonlisted (68 Events)	
	AAR	SE	AAR	SE		AAV	SE	AAV	SE
-5	-0.28%	0.004	-0.19%	0.004	-5	3.04%	2.23	0.43%	2.96
-4	0.73% **	0.004	1.36% ***	0.005	-4	1.82%	2.23	2.30%	2.96
-3	0.28%	0.004	0.74%	0.005	-3	3.63%	2.23	1.24%	2.96
-2	-0.55%	0.004	0.14%	0.005	-2	2.62%	2.23	0.33%	2.96
-1	0.72% *	0.004	0.72%	0.005	-1	84.42% ***	2.23	13.20% ***	2.96
0	1.06% ***	0.004	-0.16%	0.004	0	10.88% ***	2.23	34.41% ***	2.96
1	0.31%	0.004	1.34% ***	0.004	1	4.17% *	2.23	16.56% ***	2.96
2	0.26%	0.004	-0.62%	0.005	2	3.49%	2.23	14.34% ***	2.96
3	-0.14%	0.004	0.56%	0.004	3	1.64%	2.23	2.86% ***	2.96
4	-0.03%	0.004	-0.37%	0.004	4	2.27%	2.23	1.54%	2.96
5	-0.06%	0.004	-0.59%	0.004	5	5.82% **	2.23	1.69%	2.96

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

ตารางที่ 6.4 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ในกรณีของบริษัทที่ถูกควมรวมกิจการ (Target)

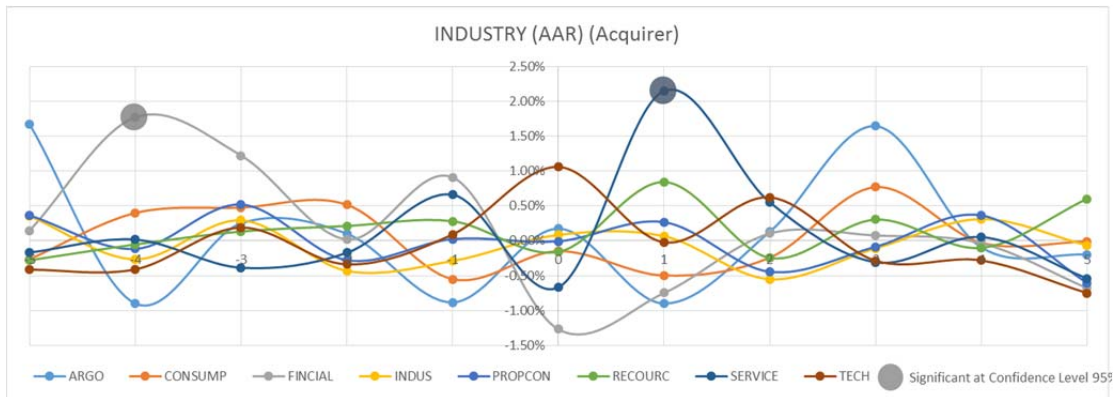
COMPANY STATUS (CAAR) (Target)				
	Listed target by Listed (130 Events)		Listed target by Nonlisted (68 Events)	
Event Study Period	CAAR	SE	CAAR	SE
CAAR(-5,-2)	0.18%	0.008	2.05% **	0.009
CAAR(-1,+1)	2.09% ***	0.006	1.88% **	0.008
CAAR(+2,+5)	0.02%	0.007	-1.02%	0.009

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

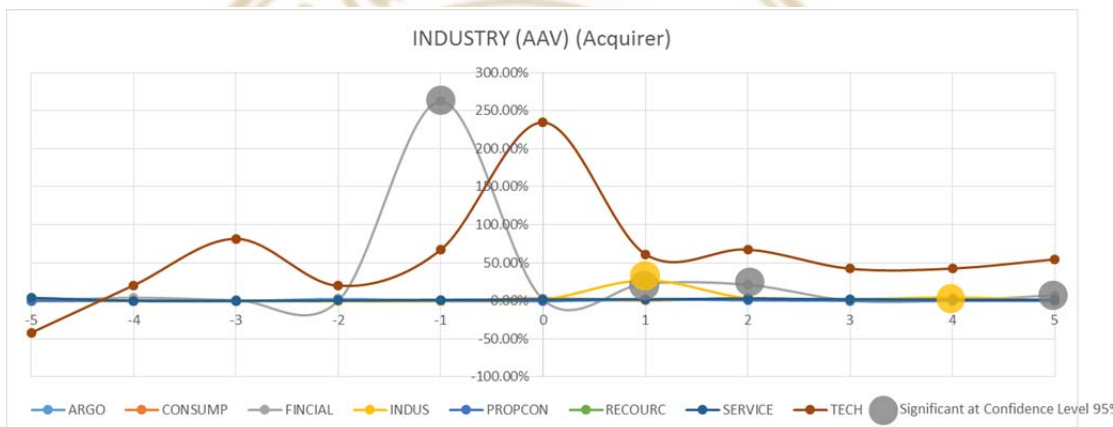
6.3 ผลการวิจัยการควมรวมกิจการโดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมในกรณีของผู้เข้าควมรวมกิจการ (Acquired)

ผลการศึกษาพบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญใน 2 กลุ่มอุตสาหกรรมคือกลุ่มธุรกิจการเงิน (Financials) และกลุ่มบริการ (Services) โดยในกลุ่มธุรกิจการเงินพบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมในช่วง Pre-Event Periods (-5,-2) โดยมีค่าอยู่ที่ 3.16% ในขณะที่กลุ่มบริการพบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมในช่วง Event Periods (-1,+1) มีค่าอยู่ที่ 2.14% อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05

เมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) และอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติและอัตราการซื้อขายที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญใน 2 กลุ่มอุตสาหกรรมคือกลุ่มธุรกิจการเงิน (Financials) และกลุ่มบริการ (Services) โดยในกลุ่มธุรกิจการเงินพบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติในวันที่ 4 ก่อนมีการประกาศซื้อกิจการอยู่ที่ 1.77% และทำให้เกิดอัตราการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติสูงสุดในวันที่ 1 ก่อนมีการประกาศซื้อกิจการอยู่ที่ 262.2% หรือ 2.62 เท่าและลดลงมาอยู่ที่ 22.58%, 20.99% และ 7.26% ในวันที่ 1, 2 และ 5 หลังมีการประกาศซื้อกิจการตามลำดับ ในขณะที่กลุ่มบริการ พบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติในวันที่ 1 หลังมีการประกาศซื้อกิจการอยู่ที่ 2.15% แต่ไม่ทำให้เกิดอัตราการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ยังพบว่ากลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials) เกิดอัตราการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในวันที่ 1 หลังมีการประกาศซื้อกิจการอยู่ที่ 26.94% และลดลงมาอยู่ที่ 4.39% ในวันที่ 4 หลังมีการประกาศซื้อกิจการตามลำดับ



ภาพที่ 6.5 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยแบ่งตามอุตสาหกรรมในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)



ภาพที่ 6.6 แสดงผลตอบแทนการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยแบ่งตามอุตสาหกรรมในมุมมองของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

ตารางที่ 6.5 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) ในกรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

INDUSTRY (Acquirer) (AAR)																
Event Date	ARGO (10 Events)		CONSUMP (18 Events)		FINCIAL (39 Events)		INDUS (35 Events)		PROPCON (75 Events)		RECOURC (30 Events)		SERVICE (62 Events)		TECH (39 Events)	
	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE
-5	1.67%	0.009	-0.26%	0.005	0.15%	0.007	0.35%	0.006	0.36%	0.005	-0.28%	0.005	-0.17%	0.004	-0.41%	0.011
-4	-0.90%	0.009	0.40%	0.005	1.77% **	0.007	-0.26%	0.006	-0.12%	0.005	-0.05%	0.005	0.02%	0.004	-0.41%	0.011
-3	0.25%	0.009	0.48%	0.005	1.22% *	0.007	0.29%	0.006	0.52%	0.005	0.13%	0.005	-0.39%	0.004	0.19%	0.011
-2	0.10%	0.009	0.52%	0.005	0.02%	0.007	-0.43%	0.006	-0.28%	0.005	0.21%	0.005	-0.17%	0.004	-0.34%	0.011
-1	-0.88%	0.009	-0.55%	0.005	0.91%	0.007	-0.29%	0.006	0.03%	0.005	0.28%	0.005	0.66% *	0.004	0.09%	0.011
0	0.17%	0.009	-0.15%	0.005	-1.27% *	0.007	0.09%	0.006	-0.01%	0.005	-0.16%	0.005	-0.67% *	0.004	1.06%	0.011
1	-0.90%	0.009	-0.50%	0.005	-0.75%	0.007	0.07%	0.006	0.27%	0.006	0.84%	0.005	2.15% ***	0.004	-0.02%	0.011
2	0.13%	0.009	-0.24%	0.005	0.10%	0.007	-0.55%	0.006	-0.44%	0.005	-0.24%	0.005	0.55%	0.004	0.62%	0.011
3	1.65%	0.009	0.77%	0.005	0.08%	0.007	-0.11%	0.006	-0.08%	0.006	0.30%	0.005	-0.31%	0.004	-0.29%	0.011
4	-0.10%	0.009	-0.03%	0.005	-0.03%	0.007	0.31%	0.006	0.37%	0.006	-0.10%	0.005	0.05%	0.004	-0.28%	0.011
5	-0.20%	0.009	-0.01%	0.005	-0.68%	0.007	-0.07%	0.006	-0.60%	0.005	0.60%	0.005	-0.54%	0.004	-0.75%	0.011

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

ตารางที่ 6.6 แสดงอัตราการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) มุมมองของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

INDUSTRY (Acquirer) (AAV)																
	ARGO (10 Events)		CONSUMP (18 Events)		FINCIAL (39 Events)		INDUS (35 Events)		PROPCON (75 Events)		RECOURC (30 Events)		SERVICE (62 Events)		TECH (39 Events)	
Event Date	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE
-5	-0.51%	2.298	1.94%	2.934	-0.13%	3.153	-0.22%	1.924	0.03%	1.378	3.82%	1.205	3.67% *	1.914	-42.00%	1.551
-4	0.17%	2.298	0.22%	2.934	3.88%	3.153	-0.21%	1.924	0.00%	1.378	-0.13%	1.205	-0.08%	1.914	20.33%	1.551
-3	-0.43%	2.298	0.08%	2.934	0.83%	3.153	-0.21%	1.924	0.15%	1.378	-0.26%	1.205	-0.22%	1.914	81.47%	1.551
-2	2.33%	2.298	-0.64%	2.934	0.07%	3.153	-0.22%	1.924	0.46%	1.378	0.20%	1.205	0.17%	1.914	19.55%	1.551
-1	-0.17%	2.298	-0.30%	2.934	262.20% ***	3.153	-0.30%	1.924	0.17%	1.378	1.05%	1.205	1.08%	1.914	67.08%	1.551
0	-0.41%	2.298	3.22%	2.934	1.61%	3.153	1.52%	1.924	-0.20%	1.378	1.65%	1.205	1.66%	1.914	234.60%	1.551
1	1.41%	2.298	0.27%	2.934	22.58% ***	3.153	26.94% ***	1.924	1.65%	1.378	1.92%	1.205	1.85%	1.914	61.15%	1.551
2	1.19%	2.298	3.66%	2.934	20.99% ***	3.153	3.24%	1.924	0.65%	1.378	2.77%	1.205	2.63%	1.914	67.38%	1.551
3	0.59%	2.298	0.26%	2.934	0.08%	3.153	1.70%	1.924	-0.04%	1.378	1.89%	1.205	1.82%	1.914	42.05%	1.551
4	0.50%	2.298	-0.01%	2.934	0.32%	3.153	4.39% **	1.924	-0.03%	1.378	1.46%	1.205	1.44%	1.914	42.28%	1.551
5	0.07%	2.298	-0.07%	2.934	7.26% **	3.153	0.54%	1.924	-0.19%	1.378	1.30%	1.205	1.23%	1.914	54.43%	1.551

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

ตารางที่ 6.7 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) กรณีของบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer)

INDUSTRY (Acquirer) (CAAR)																
	ARGO (10 Events)		CONSUMP (18 Events)		FINCIAL (39 Events)		INDUS (35 Events)		PROPCON (75 Events)		RECOURC (30 Events)		SERVICE (62 Events)		TECH (39 Events)	
Event Date	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE
CAAR(-5,-2)	1.13%	0.018	1.13%	0.010	3.16% **	0.0148	-0.05%	0.0125	0.49%	0.0112	0.02%	0.0106	-0.71%	0.0074	-0.97%	0.0225
CAAR(-1,+1)	-1.61%	0.016	-1.20%	0.008	-1.11%	0.0124	-0.14%	0.0110	0.29%	0.0097	0.97%	0.0091	2.14% ***	0.0063	1.13%	0.0193
CAAR(+2,+5)	1.48%	0.018	0.49%	0.010	-0.53%	0.0145	-0.41%	0.0126	-0.77%	0.0113	0.56%	0.0106	-0.24%	0.0073	-0.69%	0.0225

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

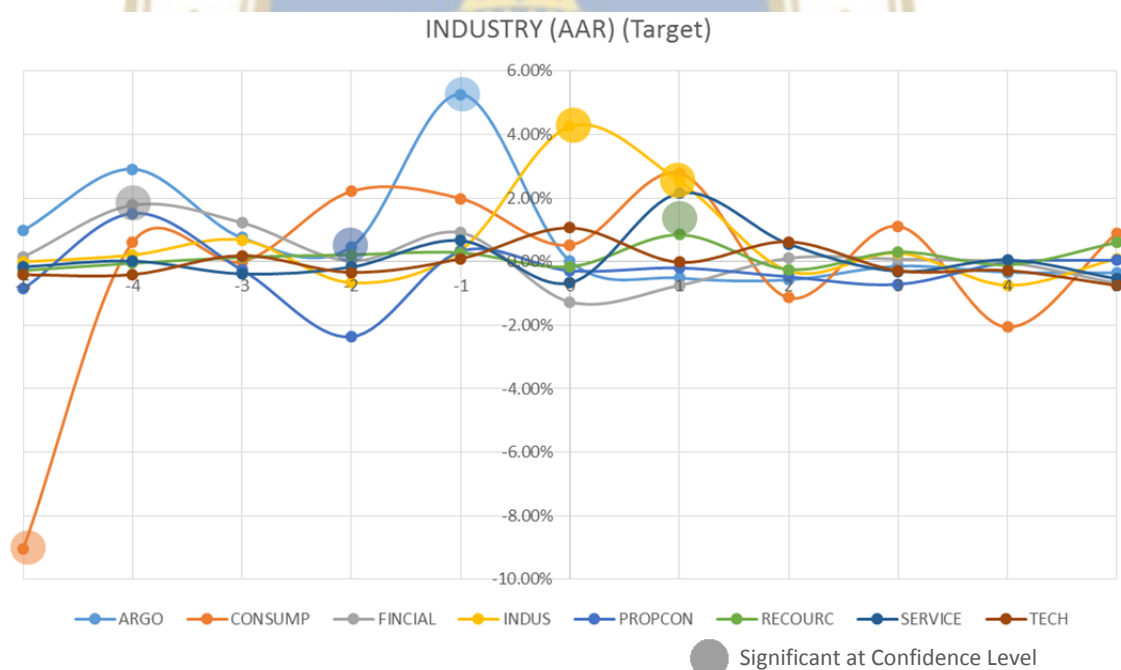
6.4 ผลการวิเคราะห์การควบรวมกิจการโดยแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรม ในกรณีของผู้ถูกควบรวมกิจการ (Target)

ผลการศึกษาพบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญใน 2 กลุ่มอุตสาหกรรมคือกลุ่มธุรกิจการเงิน(Financials) และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials) โดยในกลุ่มธุรกิจการเงินพบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมในช่วง Pre-Event Periods (-5,-2) โดยมีค่าอยู่ที่ 3.16% ในขณะที่กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม พบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมในช่วง Event Periods (-1,+1) มีค่าอยู่ที่ 7.12% อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05

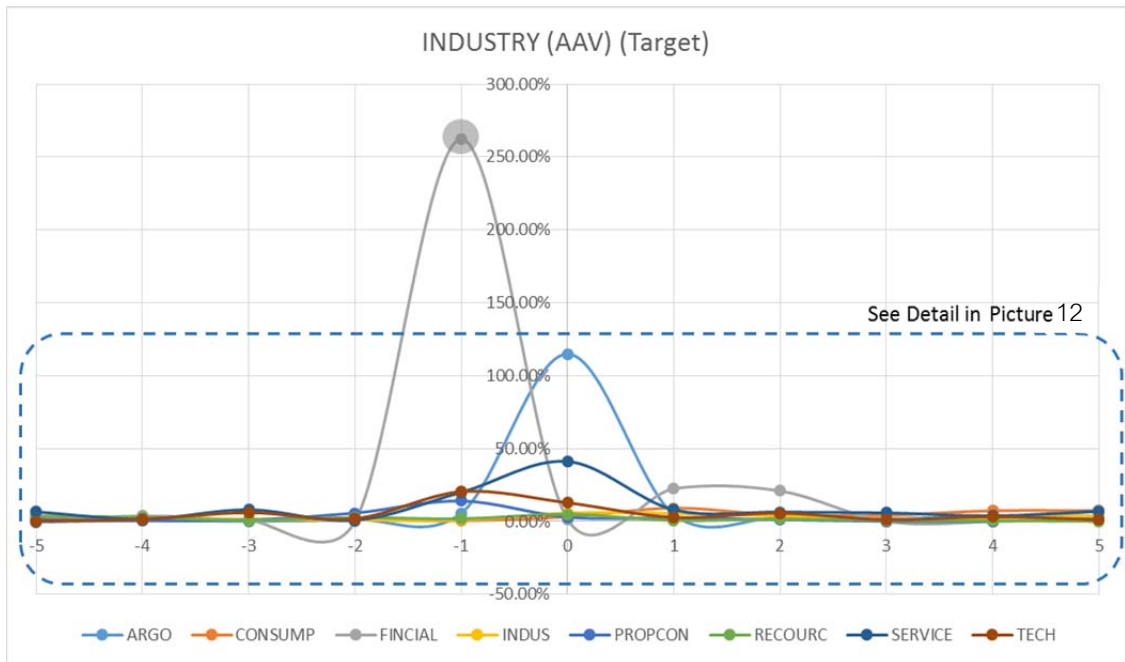
เมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) พบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มบริการ(Services) และกลุ่มเทคโนโลยี (Technology) โดยจะเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติตั้งแต่วันที่ 5, 4, 2, และ 1 ก่อนมีการประกาศ

ควรวรรวมกิจการ และวันที่ประกาศควรวรรวมกิจการไปจนถึงวันที่ 1 หลังมีการประกาศควรวรรวมกิจการ โดยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติต่ำสุดอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (Consumer Products) ในวันที่ 5 ก่อนมีการประกาศควรวรรวมกิจการอยู่ที่ -9.05% และอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสูงสุดอยู่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรม (Agro & Food Industry) ในวันที่ 1 ก่อนมีการประกาศควรวรรวมกิจการอยู่ที่ 5.26% โดยในภาพรวมพบว่าในวันที่ 1 หลังการประกาศควรวรรวมกิจการจะมีโอกาสเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติมากที่สุดคือในกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (Industrials) และกลุ่มทรัพยากร (Resources)

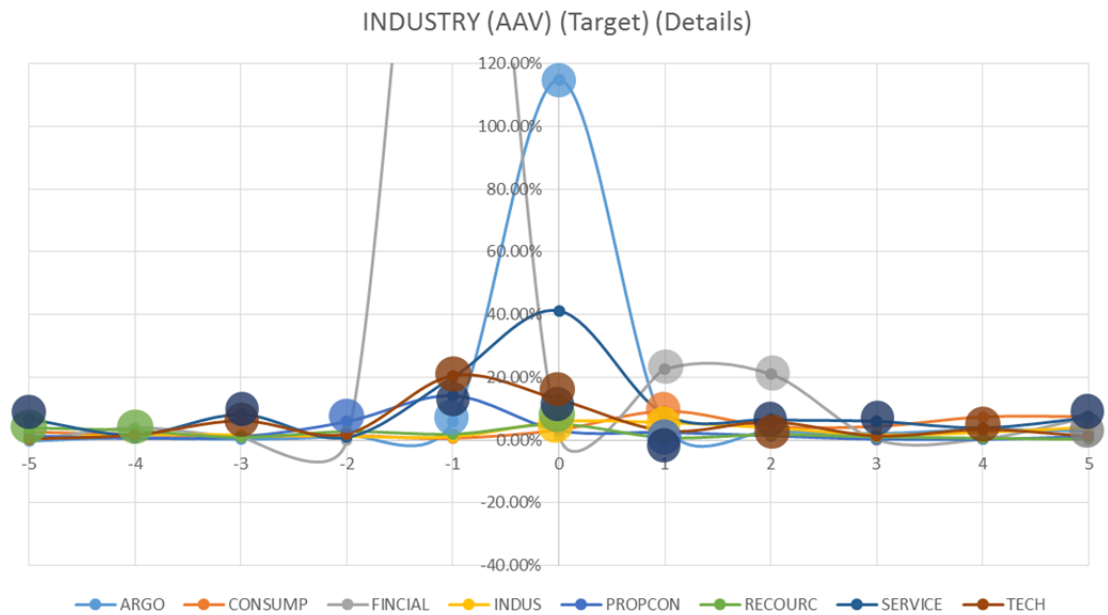
เมื่อพิจารณาถึงการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) พบว่าเกิดการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม โดยกลุ่มธุรกิจการเงิน (Financials) เกิดการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติสูงสุดอยู่ที่ 262.2% หรือ 2.62 เท่า ในวันที่ 1 ก่อนมีการประกาศควรวรรวมกิจการ รองลงมาเป็นกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรม (Agro & Food Industry) เกิดการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติสูงสุดอยู่ที่ 114.93% ในวันที่ประกาศควรวรรวมกิจการ ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมที่เกิดการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติต่ำสุดคือกลุ่มทรัพยากร (Resources) อยู่ที่ 2.96% ในวันที่ 4 ก่อนการประกาศควรวรรวมกิจการ



ภาพที่ 6.7 แสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAR) โดยแบ่งตามอุตสาหกรรมในมุมมองของบริษัทที่ถูกควรวรรวมกิจการ (Target)



ภาพที่ 6.8 แสดงผลตอบแทนการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยแบ่งตามอุตสาหกรรมในมุมมองของบริษัทที่ถูกควรวมกิจการ (Target)



● Significant at Confidence Level 95%

ภาพที่ 6.9 ภาพขยายแสดงผลตอบแทนการซื้อขายเฉลี่ยที่ผิดปกติ (AAV) โดยแบ่งตามอุตสาหกรรมในมุมมองของบริษัทที่ถูกควรวมกิจการ (Target)

ตารางที่ 6.8 แสดงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติ (AAR) มุมมองของบริษัทที่ถูกควรวรวมกิจการ (Target)

INDUSTRY (Target) (AAR)																
	ARGO (10 Events)		CONSUMP (18 Events)		FINCIAL (39 Events)		INDUS (35 Events)		PROPCON (75 Events)		RECOURC (30 Events)		SERVICE (62 Events)		TECH (39 Events)	
Event Date	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE	AAR	SE
-5	0.98%	0.015	-9.05% ***	0.0173	0.15%	0.007	-0.01%	0.006	-0.86%	0.009	-0.28%	0.005	-0.17%	0.005	-0.41%	0.011
-4	2.91% *	0.015	0.60%	0.0172	1.77% **	0.007	0.21%	0.006	1.52% *	0.009	-0.05%	0.005	0.02%	0.005	-0.41%	0.011
-3	0.75%	0.015	0.00%	0.0173	1.22% *	0.007	0.68% *	0.006	-0.26%	0.009	0.13%	0.005	-0.39%	0.005	0.19%	0.011
-2	0.46%	0.015	2.21%	0.0171	0.02%	0.007	-0.67%	0.006	-2.37% ***	0.009	0.21%	0.005	-0.17%	0.005	-0.34%	0.011
-1	5.26% ***	0.015	1.98%	0.0171	0.91%	0.007	0.35%	0.006	0.32%	0.009	0.28%	0.005	0.66%	0.005	0.09%	0.011
0	0.01%	0.015	0.52%	0.0171	-1.27% *	0.007	4.25% ***	0.006	-0.29%	0.009	-0.16%	0.005	-0.67%	0.005	1.06%	0.011
1	-0.52%	0.015	2.78%	0.0172	-0.75%	0.007	2.52% ***	0.006	-0.20%	0.009	0.84%	0.005	2.15% *	0.005	-0.02%	0.011
2	-0.58%	0.015	-1.14%	0.0172	0.10%	0.007	-0.30%	0.006	-0.48%	0.009	-0.24%	0.005	0.55%	0.005	0.62%	0.011
3	-0.14%	0.015	1.11%	0.0171	0.08%	0.007	0.27%	0.006	-0.72%	0.009	0.30%	0.005	-0.31%	0.005	-0.29%	0.011
4	-0.34%	0.015	-2.06%	0.0172	-0.03%	0.007	-0.74%	0.006	-0.03%	0.009	-0.10%	0.005	0.05%	0.005	-0.28%	0.011
5	-0.36%	0.015	0.90%	0.0172	-0.68%	0.007	0.09%	0.006	0.04%	0.009	0.60%	0.005	-0.54%	0.005	-0.75%	0.011

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

ตารางที่ 6.9 แสดงการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติ (AAV) มุมมองของบริษัทที่ถูกควรวรวมกิจการ (Target)

INDUSTRY (Target) (AAV)																
	ARGO (10 Events)		CONSUMP (18 Events)		FINCIAL (39 Events)		INDUS (35 Events)		PROPCON (75 Events)		RECOURC (30 Events)		SERVICE (62 Events)		TECH (39 Events)	
Event Date	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE	AAV	SE
-5	-0.39%	2.541	2.51%	3.129	-0.13%	3.153	0.41%	2.173	1.31%	2.396	3.83% ***	1.284	6.65% **	2.690	0.31%	1.424
-4	0.80%	2.541	1.78%	3.129	3.88%	3.153	1.69%	2.173	0.57%	2.396	2.96% **	1.284	1.62%	2.690	1.59%	1.424
-3	0.23%	2.541	1.15%	3.129	0.83%	3.153	1.59%	2.173	1.02%	2.396	0.86%	1.284	8.10% ***	2.690	6.13% ***	1.424
-2	1.39%	2.541	1.42%	3.129	0.07%	3.153	1.14%	2.173	5.83% **	2.396	2.70% *	1.284	0.83%	2.690	1.98%	1.424
-1	5.82% **	2.541	0.56%	3.129	262.20% ***	3.153	1.06%	2.173	14.08% ***	2.396	1.85%	1.284	20.00% ***	2.690	20.47% ***	1.424
0	114.93% ***	2.541	3.22%	3.129	1.61%	3.153	5.82% **	2.173	2.98%	2.396	4.99% ***	1.284	41.20% ***	2.690	12.88% ***	1.424
1	4.87% *	2.541	9.19% **	3.129	22.58% ***	3.153	5.53% **	2.173	2.43%	2.396	0.73%	1.284	8.10% ***	2.690	2.88%	1.424
2	2.82%	2.541	4.36%	3.129	20.99% ***	3.153	3.90% *	2.173	1.30%	2.396	1.73%	1.284	6.47% **	2.690	5.78% ***	1.424
3	2.07%	2.541	4.34%	3.129	0.08%	3.153	1.60%	2.173	0.24%	2.396	0.97%	1.284	5.94% **	2.690	1.26%	1.424
4	3.32%	2.541	7.36% *	3.129	0.32%	3.153	2.43%	2.173	0.18%	2.396	0.59%	1.284	3.88%	2.690	3.33% **	1.424
5	2.76%	2.541	7.45% *	3.129	7.26% **	3.153	4.02% **	2.173	1.16%	2.396	0.16%	1.284	7.11% **	2.690	1.17%	1.424

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

ตารางที่ 6.10 แสดงการซื้อขายเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) มุมมองของบริษัทที่ถูกควรวรวมกิจการ (Target)

INDUSTRY (Target) (CAAR)																
	ARGO (10 Events)		CONSUMP (18 Events)		FINCIAL (39 Events)		INDUS (35 Events)		PROPCON (75 Events)		RECOURC (30 Events)		SERVICE (62 Events)		TECH (39 Events)	
Event Date	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE	CAAR	SE
CAAR(-5,-2)	5.11% *	0.030	-6.24% *	0.0353	3.16% **	0.015	0.21%	0.012	-1.97%	0.018	1.40%	0.010	0.43%	0.011	2.80%	0.023
CAAR(-1,+1)	4.76% *	0.026	5.28% *	0.0302	-1.11%	0.012	7.12% ***	0.010	-0.16%	0.016	1.60% *	0.009	1.51%	0.009	-0.20%	0.020
CAAR(+2,+5)	-1.41%	0.030	-1.18%	0.0352	-0.53%	0.015	-0.68%	0.012	-1.18%	0.018	1.30%	0.010	0.20%	0.011	0.88%	0.023

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

ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยของ Liargovas and Repousis (2011) ที่ทดสอบผลกระทบของการควบรวมกิจการในกรีกต่อประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและธนาคารของกรีก (Greek Banking Sector) โดยการวัดสัดส่วนทางการเงิน 20 ตัว ในช่วงระหว่างปี 1996-2009 จากจำนวนธุรกรรมที่มีการควบรวมจำนวน 9 ธุรกรรม พบว่าในกลุ่มธุรกิจการเงิน จะเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม (CAAR) ต่อผู้ถือหุ้นในเชิงบวกในช่วง 10 วันก่อนมีการประกาศควบรวมกิจการ ทั้งในฝั่งของผู้เข้าซื้อกิจการและถูกซื้อกิจการ ผลการศึกษาดังกล่าวสะท้อนให้เห็นถึงการรั่วไหลของข้อมูล และการผูกขาดของตลาดการเงินในประเทศ ทำให้การควบรวมกิจการของธุรกิจการเงินสามารถช่วยลดต้นทุนของการดำเนินงานลง (Operating Synergy) ส่งผลให้เกิดการประหยัดต่อขนาด รวมถึงช่วยให้การกระจายธุรกรรมของบริษัทดีขึ้น (Pure Diversification) ทั้งทางตรงและทางอ้อม

การที่กลุ่มบริการ (Services) และกลุ่มเทคโนโลยี (Technology) ไม่พบผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติเป็นผลมาจากทฤษฎีมุมมองบนพื้นฐานทรัพยากร (Resource Based View) ที่มุ่งเน้นปัจจัยภายในขององค์กร โดยกลุ่มบริการ (Services) มีทรัพยากรมนุษย์ (Human Resource) เป็นปัจจัยหลักในการขับเคลื่อนองค์กร ได้แก่ พนักงาน ความรู้ความสามารถ ความชาญฉลาด การทำงานเป็นทีม การฝึกอบรม และประสบการณ์ ซึ่งการถ่ายเททรัพยากรดังกล่าวเป็นเรื่องที่ยากและละเอียดอ่อน ส่งผลให้ตลาดไม่เชื่อมั่นว่าหลังการควบรวมกิจการ ทรัพยากรดังกล่าวจะถูกนำมาใช้ร่วมกันอย่างมีประสิทธิภาพ

ส่วนกลุ่มเทคโนโลยี มีทรัพยากรองค์กร (Organizational Resource) เป็นปัจจัยหลักที่อาจส่งผลต่อความไม่มั่นใจของนักลงทุน เช่น ฐานข้อมูล ระบบสารสนเทศ เครื่องหมายการค้า ลิขสิทธิ์ สิทธิบัตร และความมีชื่อเสียง ดังนั้นเมื่อมีการควบรวมธุรกิจ ทรัพยากรดังกล่าวจะถูกนำมาใช้ร่วมกันอย่างมีประสิทธิภาพ โดยบริษัทอาจพยายามที่จะใช้ประโยชน์จากทรัพยากรส่วนเกินเพื่อให้เกิดการประหยัดต่อขนาด และเกิดการพัฒนาร่วมกันได้ในอนาคต เพื่อให้เกิดความรู้ที่เหนือกว่าบริษัทอื่นๆ ซึ่งเป็นปัจจัยหลักในการพัฒนาศักยภาพการแข่งขันของบริษัทเอง ทรัพยากรภายในองค์กรภายใต้ข้อสมมติฐานดังกล่าวอาจทำให้เกิดความขัดแย้งในช่วงของการเปลี่ยนถ่ายทรัพยากรระหว่างบริษัทที่ควบรวมกิจการ และถูกควบรวมกิจการ สอดคล้องกับแนวคิดของ Barney (1991) ที่กล่าวว่า ทรัพยากรของแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกันและไม่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์

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 6.11 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

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

ผลการศึกษาด้วยวิธีทดสอบทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 พบว่าเมื่อศึกษาถึงการควบรวมกิจการระหว่างบริษัทที่จดทะเบียน (Listed Company) กับบริษัทที่ไม่จดทะเบียน (Non-Listed Company) พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมในเชิงบวก อย่างมีนัยสำคัญต่อผู้ที่ถูกควบรวมกิจการเท่านั้น ในขณะที่บริษัทที่เข้าควบรวมกิจการไม่พบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญแต่อย่างใด เนื่องจากบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ส่วนใหญ่มักจะเป็นบริษัทขนาดเล็กและยังไม่มีระบบการบริหารจัดการที่ดี ทำให้เมื่อเกิดการควบรวมกิจการ ตลาดจึงเชื่อว่าผู้เข้ารวมกิจการจะสามารถถ่ายทอดเทคโนโลยีในการบริหารงานที่ดีให้บริษัทผู้ถูกรวม (Differential Managerial Efficiency) การดำเนินงานของบริษัทผู้ถูกรวมก็จะมีประสิทธิภาพดีขึ้น ในขณะที่ประสิทธิภาพของการดำเนินงานของบริษัทผู้เข้าร่วมก็ไม่ได้ลดลง การควบกิจการและการเข้าครอบงำกิจการจึงถือว่าเป็นสิ่งที่ดีเพราะเมื่อบริษัทรวมกันแล้วผลการดำเนินงานรวมของทั้งสองบริษัทจะดีขึ้น เนื่องจากบริษัททั้งสองสามารถใช้กลุ่มผู้บริหารที่มีความสามารถร่วมกันได้ (Managerial Synergy) ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ (Efficiency Theories)

พิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม รายกลุ่มอุตสาหกรรม พบอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมต่อบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการ (Target) ยกเว้นกลุ่มบริการ (Services) และกลุ่มเทคโนโลยี (Technology) ในขณะที่บริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ (Acquirer) พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญใน 2 กลุ่มอุตสาหกรรมคือกลุ่มธุรกิจการเงิน (Financials) และกลุ่มบริการ (Services) สอดคล้องกับงานวิจัยของ Liargovas and Repousis (2011) ที่ทดสอบผลกระทบของการควบรวมกิจการในกรีซต่อประสิทธิภาพ

ในการดำเนินงานของกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและธนาคารของกรีก (Greek Banking Sector) โดยการวัดสัดส่วนทางการเงิน 20 ตัว พบว่าในกลุ่มธุรกิจการเงินจะเกิดอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยผิดปกติสะสม เชิงบวกในช่วง 10 วันก่อนมีการประกาศควบรวมกิจการ ทั้งในฝั่งของผู้เข้าซื้อกิจการและถูกซื้อกิจการ ผลการศึกษาดังกล่าวสะท้อนให้เห็นถึงการรั่วไหลของข้อมูล และการผูกขาดของตลาดการเงินในประเทศ ทำให้การควบรวมกิจการของธุรกิจการเงินสามารถช่วยลดต้นทุนของการดำเนินงานลง (Operating Synergy) ส่งผลให้เกิดการประหยัดต่อขนาด รวมถึงช่วยให้การกระจายธุรกรรมของบริษัทดีขึ้น (Pure Diversification) ทั้งทางตรงและทางอ้อม

ส่วนการที่กลุ่มบริการ (Services) และกลุ่มเทคโนโลยี (Technology) ไม่พบผลตอบแทนเฉลี่ยที่ผิดปกติต่อบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการนั้น เป็นผลมาจากทฤษฎีมุมมองบนพื้นฐานทรัพยากร (Resource Based View) ที่มุ่งเน้นปัจจัยภายในขององค์กร ได้แก่ พนักงาน ความรู้ความสามารถ ความชาญฉลาด การทำงานเป็นทีม การฝึกอบรม และประสบการณ์ รวมถึงทรัพยากรองค์กร (Organizational Resource) เช่น ฐานข้อมูล ระบบสารสนเทศ เครื่องหมายการค้า ลิขสิทธิ์สิทธิบัตร และความมีชื่อเสียง ซึ่งการถ่ายเททรัพยากรดังกล่าวเป็นเรื่องที่ยากและละเอียดอ่อน ส่งผลให้ตลาดไม่เชื่อมั่นว่าหลังการควบรวมกิจการ ทรัพยากรดังกล่าวจะถูกนำมาใช้ร่วมกันอย่างมีประสิทธิภาพ สอดคล้องกับแนวคิดของ Barney (1991) ที่กล่าวว่าทรัพยากรของแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกันและไม่สามารถทดแทนกันได้อย่างสมบูรณ์

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

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

บรรณานุกรม

- 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.