

วจรชีวิตของกิจการกับการตัดสินใจเข้าควรวรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต  
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล  
พ.ศ. 2561

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

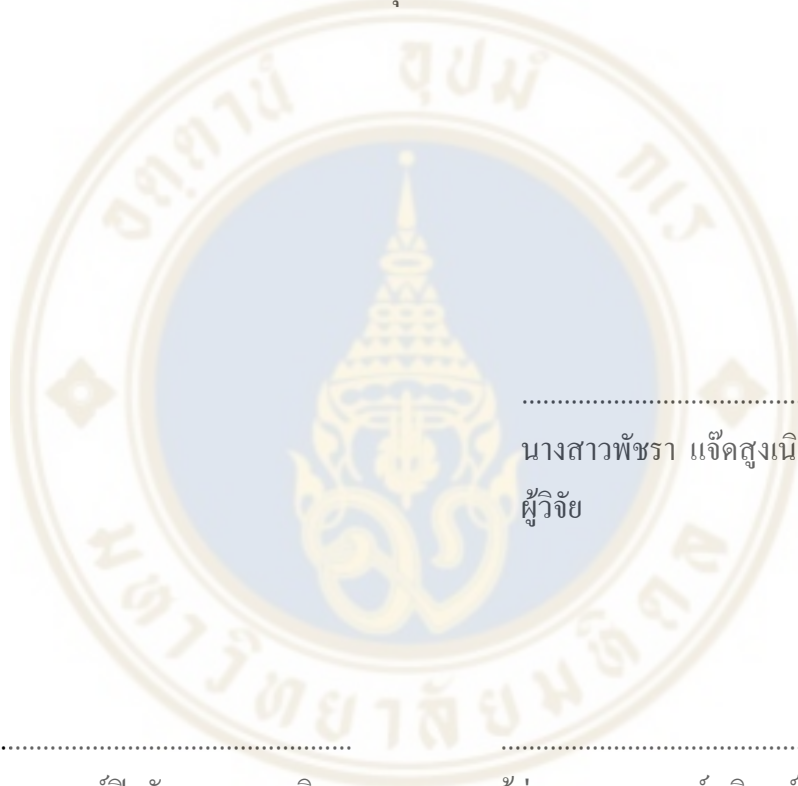
วงจรชีวิตของกิจการกับการตัดสินใจเข้าควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียน

ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 20 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2561



นางสาวพัชรา แจ่มสุนีน

ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัสร ธาระวานิช,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ชนินทร์ อยู่เพชร,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

ดวงพร อาภาศิลป์,

Ph.D.

คณบดีวิทยาลัยการจัดการ

มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร์โคติกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจควรรวมและเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประสบผลสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร ธาระวานิช และรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติรี จันทรโคธิกา ซึ่งได้สละเวลาให้คำปรึกษา คำแนะนำ ข้อเสนอแนะทางด้านวิชาการต่างๆ ที่เป็นประโยชน์มาโดยตลอดในการทำสารนิพนธ์ครั้งนี้ ซึ่งผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

นอกจากนี้ผู้วิจัยต้องขอขอบคุณผู้เอื้อเฟื้อข้อมูลในการทำสารนิพนธ์ครั้งนี้จากฐานข้อมูล Bloomberg ตลอดจนขอขอบพระคุณคณาจารย์วิทยาลัยจัดการมหาวิทาลัยมหิดลทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ และให้คำปรึกษามาตลอดระยะเวลาการศึกษาของผู้วิจัย

รวมทั้งผู้วิจัยขอขอบพระคุณบิดา มารดา ครอบครัว ผู้บังคับบัญชา และเพื่อนๆ ที่ช่วยเหลือสนับสนุน และให้กำลังใจผู้วิจัยมาโดยตลอด สุดท้ายนี้ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าสารนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจไม่มากก็น้อย และเป็นแนวทางต่อผู้ที่ศึกษาเรื่องที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมต่อไปในอนาคต หากสารนิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขอรับไว้และขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

พัชรา แจ็คสูงเนิน

วงจรชีวิตของกิจการกับการตัดสินใจเข้าควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย

CORPORATE LIFE CYCLE AND ACQUISITION DECISION OF COMPANIES LISTED IN  
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

พัชรา แจ็คสูงเนิน 5950018

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์  
ชนินทร์ อยู่เพชร, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทรโคติกา, Ph.D.

#### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อกำหนดปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจควบรวมและเข้าซื้อกิจการ  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวมตัวแปรจากทฤษฎีต่างๆ ที่เกี่ยวข้องได้แก่  
ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory) ทฤษฎีการซื้อกิจการในตลาดหุ้น (Stock  
market driven acquisition theory) และทฤษฎีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency theories)  
การศึกษาใช้เทคนิค Probit Model ในการศึกษาการควบรวมและเข้าซื้อกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย จำนวน 1,227 บริษัท โดยในกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดนี้มี 409 บริษัทเป็นบริษัทที่ทำการควบรวมและ  
เข้าซื้อกิจการในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง มิถุนายน พ.ศ. 2560 และที่เหลือเป็นบริษัทที่ไม่ได้ทำการ  
ควบรวมและเข้าซื้อกิจการในช่วงระยะเวลาเดียวกัน

คณะผู้วิจัยศึกษาผลกระทบของวงจรชีวิตของบริษัทที่มีต่อการตัดสินใจควบรวมและเข้าซื้อกิจการ  
โดยใช้อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแทนวัฏจักรชีวิตของบริษัท ผลการศึกษาพบว่าวงจรชีวิต  
ของกิจการไม่มีผลต่อโอกาสในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อแบ่งวงจรชีวิตของ  
บริษัทออกเป็น 3 ช่วงคือ Young firms, Mature firms และ Old firms เรียงตามลำดับของอัตราส่วนกำไรสะสมต่อ  
ส่วนของผู้ถือหุ้นจากน้อยไปหามากพบว่า Young firms มีโอกาสในการควบรวมกิจการมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ  
ในขณะที่ Mature firms และ Old firms ไม่มีผลต่อโอกาสในการควบรวมกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากนี้ผลการศึกษายังพบอีกว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ขนาดของสินทรัพย์  
รวม และสภาพคล่องของกิจการ (อัตราส่วนเงินสดรวมกับหลักทรัพย์ตามความต้องการของตลาดต่อสินทรัพย์รวม)  
อยู่ในระดับที่สูงกว่า จะมีโอกาสในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการมากกว่า

คำสำคัญ: การควบรวมและเข้าซื้อกิจการ/ วงจรชีวิตของบริษัท/ Merger/ Acquisition/ Corporate Life Cycle

## สารบัญ

		หน้า
	กิตติกรรมประกาศ	ข
	บทคัดย่อ	ค
	สารบัญตาราง	ช
	สารบัญภาพ	ซ
บทที่ 1	บทนำ	1
บทที่ 2	แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง	5
	2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	5
	2.1.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)	5
	2.1.2 ทฤษฎีอายุของกิจการ (Corporate life cycle theory)	6
	2.1.3 Market Misvaluation Hypothesis และทางเลือกของวิธีการ จ่ายชำระข้อเสนอซื้อ (Method of Payment)	8
	2.1.4 การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency Theories)	9
	2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)	11
	2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)	11
	2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีอายุของกิจการ (Corporate Life-cycle Theory)	12
	2.2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ตาม Market Misvaluation Hypothesis และทางเลือกของ วิธีการจ่ายชำระข้อเสนอซื้อ (Method of Payment)	12
บทที่ 3	ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ	15
	3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	15
	3.2 ตัวแปร (Variables)	18
	3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent variables)	18
	3.2.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)	18
	3.3 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)	24

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
<b>บทที่ 4 ผลการทดสอบ</b>	<b>26</b>
4.1 ผลการทดสอบปัจจัยที่กำหนดโอกาสการควบรวมกิจการ โดยใช้ Probit model	26
<b>บทที่ 5 สรุปผลการศึกษา</b>	<b>42</b>
5.1 ผลของงานวิจัย	42
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	43
5.3 ข้อเสนอแนะเพื่อการศึกษาวิจัยครั้งต่อไป	44
<b>บรรณานุกรม</b>	<b>45</b>
<b>ภาคผนวก</b>	<b>50</b>
ภาคผนวก ก กลุ่มข้อมูลของบริษัทที่ควบรวมและเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2550 - มิ.ย. พ.ศ. 2560	51
ภาคผนวก ข Robustness Test โดยใช้ Logit model	52
ภาคผนวก ค การบรรยายคุณสมบัติเชิงปริมาณทางสถิติของข้อมูลที่น่ามาวิจัย (Descriptive statistics) แสดงค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าน้อยสุด และค่าต่ำสุดของตัวแปรอธิบาย หลักที่ใช้ในแบบจำลอง	57
ภาคผนวก ง เมตริกสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation matrix) ของตัวแปรอธิบายที่ใช้ในงานวิจัย	58
ภาคผนวก จ ผลการทดสอบ Probit ของปัจจัยที่ส่งผลต่อการควบรวมและเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยแสดงผลเปรียบเทียบ RETE และ RETA ของบริษัททั้งหมด	59
ภาคผนวก ฉ ผลการทดสอบ Probit ของปัจจัยที่ส่งผลต่อการควบรวมและเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น Corporate Life Cycle เทียบกับก่อนแบ่งช่วงอายุของกิจการ	63

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
ภาคผนวก ช ผลการทดสอบ Logit ของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการควมรวมและ เข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทยโดยแสดงผลเปรียบเทียบ RETE และ RETA ของบริษัททั้งหมด	66
ภาคผนวก ซ ผลการทดสอบ Logit ของปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการควมรวมและ เข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทยโดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น Corporate Life Cycle เทียบกับก่อนแบ่งช่วงอายุของกิจการ	70
<b>ประวัติผู้วิจัย</b>	<b>73</b>





## สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
3.1	ข้อมูลกลุ่มตัวอย่าง	17
3.2	สรุปภาพรวมความสัมพันธ์ของตัวแปรและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	22
4.1	สรุปผลทางสถิติรวมของความน่าจะเป็นที่จะเป็นผู้ควบรวมและเข้าซื้อกิจการ และ Marginal effect ของตัวแปรอธิบายที่มีต่อ โอกาสการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ โดยใช้ Probit model (แทนอายุกิจการด้วย RETE)	30
4.2	Robustness Test สรุปผลทางสถิติรวมของความน่าจะเป็นที่จะเป็นผู้ควบรวมและเข้าซื้อ กิจการและ Marginal effect ของตัวแปรอธิบายที่มีต่อ โอกาสการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ โดยใช้ Probit model (แทนอายุกิจการด้วย RETA)	33
4.3	สรุปผลทางสถิติรวมของแต่ละช่วงวงจรชีวิตของกิจการ และ Marginal effect ของตัวแปร อธิบายที่มีต่อโอกาสการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ โดยใช้ Probit model (แทนอายุกิจการ ด้วย RETE)	37
4.4	Robustness Test สรุปผลทางสถิติรวมของแต่ละช่วงวงจรชีวิตของกิจการ และ Marginal effect ของตัวแปรอธิบายที่มีต่อ โอกาสการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ โดยใช้ Probit model (แทนอายุกิจการด้วย RETA)	40
4.5	รายงานความแม่นยำของการใช้ตัวแปรอธิบายทำนายการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ โดยใช้ Probit model (จะทำนายว่า ควบรวมและเข้าซื้อกิจการเมื่อได้ค่าความน่าจะเป็นตั้งแต่ 50%)	41



## สารบัญภาพ

ภาพ		หน้า
3.1	หลักเกณฑ์ในการเก็บข้อมูลงบการเงิน	16



## บทที่ 1

### บทนำ

การควบรวมและการเข้าซื้อกิจการเป็นเครื่องมือที่มีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศต่อการพัฒนาตลาดทุน ตลอดจนต่อธุรกิจในยุคปัจจุบันและอนาคต เนื่องจากสภาพแวดล้อมที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นทั้งภายในและภายนอกประเทศ ทำให้ธุรกิจต้องมีการปรับกลยุทธ์ทางธุรกิจเพื่อรองรับการแข่งขัน รวมถึงเพื่อให้บริษัทของตนอยู่รอด การควบรวมและการเข้าซื้อกิจการยังเป็นอีกเครื่องมือหนึ่งที่ช่วยเสริมศักยภาพในเรื่องของการทำงบการเงินของบริษัทให้แข็งแกร่ง ดันทุนการค้าดำเนินงานลดลงจากขนาดของกิจการที่ใหญ่ขึ้น (Economy of scale) เพิ่มอำนาจต่อรองด้านการค้าที่สูงขึ้น จากส่วนแบ่งของตลาดหลังการควบรวมและการเข้าซื้อกิจการที่เพิ่มสูงขึ้น สิทธิประโยชน์ทางภาษี ช่วยให้อุตสาหกรรมขยายตลาดเข้าสู่ธุรกิจใหม่ และลดความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจ

การที่ผู้ประกอบการจะทำการตัดสินใจควบรวมและการเข้าซื้อกิจการ ผู้ประกอบการจำเป็นต้องมีปัจจัยที่ส่งเสริมให้เกิดโอกาสในการควบรวมและการเข้าซื้อกิจการดังกล่าว ดังนั้นงานวิจัยชิ้นนี้จึงช่วยให้เข้าใจถึงปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าซื้อกิจการเพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน โดยศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) ซึ่งจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทั้งนี้ มีงานวิจัยมากมายที่ผู้วิจัยให้ความสนใจกับหัวข้อของการควบรวมกิจการของบริษัท ผลการศึกษาที่เคยมีมาในอดีตได้ศึกษาการควบรวมกิจการในแง่มุมมองของความมั่งคั่ง เช่น Jensen and Ruback (1983) Healy, Palepu, and Rubak (1992) Moeller, Schlingemann, and René M. Stulz (2004) Masulis, Wang, and Xie (2007) ในขณะที่งานศึกษาอื่นๆ ได้พัฒนาแบบจำลองที่รวมเอาตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับบริษัทและอุตสาหกรรมไว้เพื่อใช้อธิบายโอกาสที่จะเกิดการควบรวมกิจการ เช่น Ambrose and Megginson (1992) Espahbodi and Espahbodi (2003) Hagendorf, Collins, and Keasey (2008) ในขณะที่งานศึกษาก่อนหน้าอีกมากมายต่างล้วนเห็นพ้องต้องกันว่าไม่มีมติเป็นเอกฉันท์ว่าคุณสมบัติหรือลักษณะแบบใดเป็นตัวกำหนดบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) หรือการควบรวมกิจการให้ประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทหรือไม่

งานวิจัยฉบับนี้มุ่งเน้นศึกษาถึงผลกระทบของวงจรชีวิตของบริษัทต่อการควบรวมกิจการ กล่าวโดยละเอียดคือ ผู้วิจัยมุ่งเน้นศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างวงจรชีวิตของบริษัทกับโอกาสในการควบรวมกิจการ จากมุมมองของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) นักทฤษฎีองค์กร (Organizational theorists) อย่างเช่น Greiner (1972) และ Adizes (1979) ได้แสดงให้เห็นว่าบริษัทประสบกับการเปลี่ยนแปลงตลอดช่วงวงจรชีวิตของกิจการ และบริษัทมีลักษณะเฉพาะที่แตกต่างกันไปในแต่ละช่วงวงจรชีวิต

Jensen (1986) กล่าวว่าผู้บริหารกิจการมีแรงจูงใจที่จะสร้างความเจริญเติบโตของบริษัทในระดับที่มากกว่าขนาดที่เหมาะสมที่สุดที่ควรเป็น เนื่องจากการเติบโตทำให้ผู้บริหารมีอำนาจและผลประโยชน์เพิ่มมากขึ้น จนนำไปสู่การลงทุนค่าใช้จ่ายอย่างไร้ประสิทธิภาพ เมื่อบริษัทสร้างกระแสเงินสดได้เป็นจำนวนมาก ผู้บริหารของบริษัทจะไม่เลือกที่จะจ่ายเงินส่วนที่เหลือให้แก่ผู้ถือหุ้น แต่กลับจะจ่ายเงินส่วนนั้นไปกับการให้ผลประโยชน์พิเศษแก่ผู้บริหาร การกระจายการลงทุนอย่างไร้ประสิทธิภาพ ตลอดจนการเข้าซื้อกิจการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีที่บริษัทนั้นมีโอกาสการเติบโตในด้านอื่นน้อย

บทบาทความสำคัญของเงินสดในธุรกิจนั้นกว้างขวางมาก ความไม่สมบูรณ์ของตลาดทุนอันเกิดจากความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric information) ระหว่างผู้บริหารกิจการและเจ้าของเงินทุน ซึ่งสภาพคล่องในด้านเงินสดจะเข้ามามีบทบาทเชิงกลยุทธ์ที่สำคัญ ความขัดแย้งของตัวแทน (Agency conflicts) ที่เกิดขึ้นระหว่างผู้บริหารกิจการและเจ้าของเงินทุนจะรุนแรงขึ้นตามปริมาณของกระแสเงินสดอิสระที่บริษัทถือครองอยู่ เจ้าของเงินทุนมักจะชอบให้มีการจ่ายเงินสดส่วนเกินออกมา ในขณะที่ผู้บริหารกิจการจะให้คุณค่ากับกระแสเงินสดส่วนนี้เนื่องจากพวกเขาไม่ต้องถูกควบคุมดูแลจากเจ้าหนี้หรือบุคคลภายนอกที่ให้เงินทุนแก่บริษัท แม้ว่าสภาพคล่องจะเป็นเครื่องมือสำคัญที่มีประโยชน์แต่ก็มาพร้อมกับต้นทุนของกิจการ กล่าวคือนอกจากความไม่มีประสิทธิภาพด้านการจัดการทางการเงินแล้ว สภาพคล่องที่มากเกินไปอาจทำให้ปัญหาของต้นทุนตัวแทน (Agency cost) รุนแรงขึ้น

นัยของผลการศึกษาเหล่านี้คือ บริษัทที่เพิ่งเจริญเติบโต (Young firms) จะไม่สามารถทำการเข้าซื้อกิจการได้ ในขณะที่บริษัทที่เติบโตเต็มที่ (Mature firms) และบริษัทที่การเติบโตอืดตัว (Old firms) มีแนวโน้มมากกว่าที่จะเป็นบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ แต่ Davis and Stout (1992) ได้โต้แย้งว่า โดยทั่วไปแล้วบริษัทที่การเติบโตอืดตัว (Old firms) มีแนวโน้มที่จะประสบกับภาวะความเฉื่อยขององค์กร (Organizational inertia) ส่งผลให้ขาดความยืดหยุ่นและไม่สามารถปรับตัวให้เข้ากับสภาวะที่เปลี่ยนแปลงไปซึ่งสันนิษฐานว่าเป็นเหตุที่ทำให้บริษัทเหล่านี้มีแนวโน้มน้อยกว่าที่จะกลายเป็นบริษัทที่เข้าควบรวมกิจการ

จากสมมติฐานว่าบริษัทที่เติบโตเต็มที่ (Mature firms) จะเข้าควบรวมกิจการและกระจายธุรกิจมากกว่าเนื่องจากพวกเขาขาดแคลนโอกาสการเติบโตในอุตสาหกรรมนั้นๆ ผู้วิจัยจึงได้ทำการศึกษา

ความเป็นไปได้ว่าปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการเข้าซื้อกิจการของบริษัทที่เพิ่งเจริญเติบโต (Young firms) กับบริษัทที่เติบโตเต็มที่ (Mature firms) แตกต่างกันหรือไม่ เมื่อใช้อัตราส่วนของกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (RETE) เป็นมาตรวัดอายุของกิจการ ถ้าบริษัทมีแนวโน้มจะเข้าซื้อกิจการมากขึ้นเนื่องจากเมื่อบริษัทเจริญเติบโตขึ้น โอกาสในการเติบโตอีกในอนาคตจะลดน้อยลงด้วย เราคาดว่าบริษัทที่เติบโตเต็มที่ (Mature firms) จะมีอัตราส่วนของกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (RETE) สูงกว่าบริษัทที่เพิ่งเจริญเติบโต (Young firms) ซึ่งมีโอกาสรวบรวมกิจการมากกว่า ส่วนบริษัทที่เพิ่งเจริญเติบโต (Young firms) จะมีโอกาสรวบรวมกิจการน้อยกว่า แต่หากบริษัทมีอัตราส่วนของกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (RETE) สูงมาก ก็จะมีโอกาสการเข้ารวบรวมและซื้อกิจการต่ำลงเนื่องจากเข้าสู่ภาวะอิ่มตัว

รายงานฉบับนี้ทางผู้วิจัยยังได้ศึกษาว่าอัตราการเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะเปลี่ยนแปลงไปตามช่วงชีวิตของกิจการหรือไม่ และอัตราการเข้าซื้อกิจการตลอดอายุของบริษัทสอดคล้องกับการคาดการณ์ของทฤษฎีตัวแทน โดยทฤษฎีตัวแทนคาดว่าบริษัททำการเข้าซื้อกิจการที่ทำลายความมั่งคั่งเมื่อกระแสเงินสดมีปริมาณมากกว่าโอกาสการเจริญเติบโตภายในองค์กร และผู้บริหารจะมุ่งมั่นที่จะสร้างการเติบโตด้วยต้นทุนของเจ้าของเงินทุน Grabowski and Mueller (1975) และ Jensen (1986); Jensen and Ruback (1983) ทฤษฎีเหล่านี้ล้วนคาดว่าอัตราการเข้าซื้อกิจการของบริษัทจะสูงขึ้นเมื่อบริษัทมีการเจริญเติบโตเต็มที่

ดังนั้นการศึกษานี้จึงประกอบไปด้วยปัจจัยที่กำหนดโอกาสรวบรวมและเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อช่วยให้ทราบปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจรวบรวมและเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยสามารถแนวทางการวิเคราะห์โอกาสของบริษัทที่จะทำการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการในประเทศไทย ในอีกทั้งยังคงถูกใช้เพื่อเป็นเครื่องมือวิเคราะห์แนวโน้มของการขยายกิจการเข้าสู่ธุรกิจใหม่ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และนักลงทุนสามารถใช้ในการคาดการณ์การลงทุนของบริษัทที่จะรวบรวมและเข้าซื้อกิจการได้นอกจากนี้งานวิจัยในประเทศไทยที่ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่กำหนดโอกาสรวบรวมและเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Pre - Merger and Acquisition) มีค่อนข้างน้อย และยังไม่มียานวิจัยใดในประเทศไทยที่ศึกษาถึงปัจจัยช่วงวงจรชีวิตของกิจการตามทฤษฎีอายุกิจการ (Life - cycle theory)

งานวิจัยฉบับนี้ใช้ Probit model ในการศึกษาถึงปัจจัยที่กำหนดโอกาสรวบรวมและเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลที่ใช้ศึกษาครอบคลุมบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการรวบรวมกิจการในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง มิถุนายน พ.ศ. 2560 จากผลการศึกษาเราพบความสัมพันธ์เชิงบวกแต่ไม่มีนัยสำคัญระหว่างโอกาสในการรวบรวมกิจการกับวงจรชีวิตของบริษัทซึ่งแสดงอยู่ในรูปของอัตรากำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

แต่อย่างไรก็ตามเมื่อผู้วิจัยแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 3 ช่วงวงจรชีวิต พบว่าวงจรชีวิตของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาสในการควบรวมกิจการเช่นเดียวกัน แต่ผลทดสอบเช่นนั้นเกิดจากบริษัทที่เพิ่งเจริญเติบโต (Young firms) มากกว่าที่จะเป็นบริษัทที่เติบโตเต็มที่ (Mature firms) และบริษัทที่การเติบโตอ้อมตัว (Old firms) ทั้งนี้บริษัทที่เติบโตเต็มที่ (Mature firms) สัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาสในการควบรวมกิจการ ส่วนบริษัทที่การเติบโตอ้อมตัว (Old firms) สัมพันธ์เชิงลบกับโอกาสในการควบรวมกิจการสอดคล้องกับสมมติฐานทั้งคู่แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

งานวิจัยฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นห้าส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review), ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ (Methodology), ผลการทดสอบ (Results) สรุปผลการศึกษา (Conclusion) ตามลำดับ





## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

ในงานวิจัยที่ผ่านมา มีผู้พยายามนำทฤษฎีต่างๆ มาใช้อธิบายความเป็นไปได้ของการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ การศึกษานี้ได้ทำการรวบรวมทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง เพื่อกำหนดปัจจัยที่ใช้อธิบายถึงการตัดสินใจในการเข้าซื้อกิจการ ดังนี้

##### 2.1.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

ทฤษฎีตัวแทน กิจการมีโอกาสการเติบโตในช่วงเริ่มต้นของธุรกิจ อย่างไรก็ตามในที่สุดแล้วฝ่ายบริหารก็มั่นใจที่จะขยายกิจการจนเกินระดับที่เป็นไปได้ โดยการสำรวจโอกาสในการขยายกิจการที่มีอยู่ ทรายไบต์ที่ยังมีทรัพยากรเพียงพอ (Jensen, 1986) วิกฤตการณ์เกิดขึ้นเพราะ โอกาสการเพิ่มขึ้นของมูลค่าหุ้นของบริษัทมีแนวโน้มที่จะลดลง เมื่อบริษัทใช้โอกาสการเติบโตภายในองค์กรจากทฤษฎีนี้ ในที่สุดแล้วจะเกิดการเข้าซื้อกิจการเพราะขาดโอกาสในการเติบโตทางธุรกิจหรือเพราะการเข้าซื้อกิจการทำให้เกิดประโยชน์ต่อฝ่ายบริหาร งานวิจัยในกลุ่มนี้ส่วนใหญ่แล้วจะมองว่าการกระจายธุรกิจจะไม่ก่อให้เกิดประโยชน์เพราะเกิดความยุ่งยากในการบริหารจัดการกิจการที่มีลักษณะธุรกิจที่แตกต่างกัน

ทฤษฎีนี้อธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย คือ ตัวการ (Principal) และตัวแทน (Agent) การแบ่งแยกระหว่างผู้ที่เป็นเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น และผู้ที่บริหารกิจการนั้นเกิดขึ้นเมื่อเจ้าของกิจการที่เป็นผู้ถือหุ้น ไม่สามารถมาอยู่ร่วมกันเพื่อตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินงานในแต่ละวันของกิจการได้ ทำให้กิจการจำเป็นต้องมีผู้บริหารเพื่อเข้ามาทำหน้าที่แทน ซึ่งทรายไบต์ที่ผู้บริหารกิจการหรือตัวแทนบริหารงานโดยมุ่งสร้างผลประโยชน์สูงสุดให้แก่เจ้าของซึ่งเป็นตัวการแล้ว ความสัมพันธ์ของทั้ง 2 ฝ่ายก็จะยังคงราบรื่น แต่เมื่อใดที่วัตถุประสงค์และผลประโยชน์ของตัวการและตัวแทนไม่สอดคล้องกันแล้ว ก็จะทำให้เกิดปัญหาตัวแทนขึ้น (Agency problem) ในบรรดาถูกจ้างทั้งหมดของกิจการผู้ที่มีโอกาสจะฉวยผลประโยชน์มากที่สุดก็คือผู้บริหารระดับสูง ซึ่งมีอำนาจในการบริหารกิจการ

Jensen (1986) ได้เสนอความคิดที่ว่าสภาพคล่องของกิจการก็มีข้อเสียได้เช่นกัน เพราะสภาพคล่องที่มากเกินไปสามารถนำไปสู่การลงทุนที่มีมูลค่าลดลง (Value-reducing investments) ของบริษัทได้ การที่กิจการถือเงินสดไว้จำนวนมากเกินไปสามารถทำให้ปัญหาตัวแทนร้ายแรงยิ่งขึ้น ต้นทุนของการถือสภาพคล่องที่มากเกินไปคือความเป็นไปได้ที่บริษัทจะใช้สภาพคล่องส่วนเกินนี้ไปลงทุนในโครงการที่ให้มูลค่าลดลง

ตามทฤษฎีตัวแทน กิจการจะมีการเข้าซื้อหรือกระจายธุรกิจ เมื่อกิจการนั้นๆ ไม่มีโอกาสที่จะสามารถเติบโตได้และทางผู้บริหารไม่ต้องการที่จะจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น (เจ้าของ) ดังนั้นบริษัทจะเข้าซื้อกิจการอื่นเมื่อธุรกิจมีอัตราการเติบโตต่ำและมีกระแสเงินสดสูงถึงระดับการเข้าซื้อกิจการหรือเป็นบริษัทที่เติบโตเต็มที่ (Mature firms) การเข้าซื้อกิจการโดยบริษัทแบบนี้จะทำลายความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะการที่จะซื้อกิจการนอกกลุ่มธุรกิจที่บริษัทเคยทำ (Jensen, 1986)

### 2.1.2 ทฤษฎีอายุของกิจการ (Corporate life cycle theory)

ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory) DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006) เสนอว่าอายุการดำเนินงานของบริษัท (Life-cycle stage) เป็นปัจจัยที่กำหนดการควบรวมและเข้าซื้อกิจการของบริษัท โดยทฤษฎีนี้เสนอว่า บริษัทที่เพิ่งเริ่มดำเนินงาน มีโอกาสที่จะเข้าควบรวมและเข้าซื้อกิจการน้อยกว่าบริษัทที่ดำเนินงานเป็นเวลานาน เนื่องจากบริษัทที่เริ่มดำเนินงานอยู่ในช่วงกำลังเติบโต จำเป็นต้องรักษากระแสเงินสดไว้เพื่อใช้ในการขยายการเติบโตของตนเอง จึงยังมีกำไรสะสมไม่เพียงพอที่จะควบรวมและเข้าซื้อกิจการของบริษัทอื่น ขณะที่บริษัทที่มีอายุการดำเนินงานมานาน และมีการเติบโตอย่างเต็มที่แล้ว จะมีแนวโน้มการควบรวมและเข้าซื้อกิจการมากกว่า เพราะบริษัทมีกำไรสะสมเพียงพอในระดับหนึ่งที่จะเข้าควบรวมและซื้อกิจการ อีกทั้งบริษัทยังไม่มีคามจำเป็นต้องเก็บกระแสเงินสดไว้มากนัก

วงจรชีวิตที่มั่นคงอาจเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจด้านการเงินและการลงทุนซึ่งสามารถสังเกตได้จากปริมาณกำไรสะสมในโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ในระยะเริ่มแรกของการเติบโต การลงทุนทั้งหมดมักได้รับการสนับสนุนเงินทุนจากภายนอก (Grabowski & Mueller, 1975) บริษัทในช่วงวงจรนี้จะมีกำไรสะสมน้อยเพราะพวกเขานำผลกำไรทั้งหมดไปใช้ลงทุนผลพร้อมๆ กับระดมเงินทุนจากภายนอกด้วย เมื่อเวลาผ่านไปบริษัทพัฒนาวัฏจักรอย่างต่อเนื่องและเข้าสู่ช่วงเติบโตเต็มที่ พวกเขาจะเริ่มสะสมผลกำไรและมีกำไรสะสมในโครงสร้างต้นทุนสูงขึ้น ในงานวิจัยต้นแบบของ Owen and Yawson (2010) ได้อ้างอิงตามทฤษฎีของ DeAngelo et al. (2006) ซึ่งใช้สัดส่วนของกำไร



สะสมในส่วนประสมโครงสร้างเงินทุนของบริษัท (Capital mix) เป็นตัวแทนสำหรับวัดวงจรชีวิตของบริษัท และนำไปใช้ในการวิเคราะห์การควบรวมกิจการและกิจกรรมการซื้อกิจการ<sup>1</sup>

จากรูปแบบวงจรชีวิตขององค์กรตามที่ได้กล่าวไว้ในย่อหน้าก่อนหน้า ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า บริษัทที่มีกำไรสะสมในโครงสร้างเงินทุนน้อยยังคงอ่อนวัยและมีโอกาสน้อยที่จะมีส่วนร่วมในการเข้าซื้อกิจการเนื่องจากข้อจำกัดด้านทรัพยากร นอกจากนี้ผู้วิจัยยังตั้งสมมติฐานว่า บริษัทที่มีสัดส่วนกำไรสะสมในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอยู่ในระดับสูงเป็นบริษัทที่เจริญเติบโตเต็มที่และมีแนวโน้มที่จะกลายเป็นผู้เสนอราคาเข้าซื้อกิจการ เนื่องจากมีทรัพยากรที่จำเป็นในการดำเนินการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ ในทางตรงกันข้าม บริษัทซึ่งเติบโตจนถึงจุดอิ่มตัว แม้ว่าจะมีกำไรสะสมมากขึ้น แต่ก็มีโอกาสน้อยที่จะเข้าซื้อกิจการเนื่องจากความเฉื่อยขององค์กร (Davis & Stout, 1992; Shimizu & Hitt, 2005)

ผลการศึกษาของ Owen and Yawson (2010) แสดงให้เห็นว่าโอกาสในการเข้าควบรวมกิจการของบริษัทผู้ซื้อน้อยลงอย่างมีนัยสำคัญสำหรับบริษัทที่มีกำไรสะสมในโครงสร้างเงินทุนของบริษัทอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับความเห็นที่ว่าบริษัทที่เพิ่งเจริญเติบโตมีความเป็นไปได้ที่จะไม่สามารถระดมทรัพยากรให้เพียงพอต่อการเข้าซื้อหรือควบรวมกิจการ อย่างไรก็ตาม Owen and Yawson (2010) กลับพบว่าจากผลการศึกษาของพวกเขาไม่มีหลักฐานที่จะยืนยันได้ว่าบริษัทที่การเติบโตอิ่มตัว (บริษัทซึ่งมีกำไรสะสมในส่วนทุนอยู่ในระดับสูง) มีแนวโน้มสูงกว่าที่จะเข้าซื้อหรือควบรวมกิจการ ทั้งนี้สามารถอธิบายได้ว่า สาเหตุที่เป็นเช่นนั้นเกี่ยวข้องกับโดยตรงกับความเฉื่อยขององค์กร (organizational inertia) (Davis & Stout, 1992; Shimizu & Hitt, 2005) ทฤษฎีนี้อธิบายว่าบริษัทตอบสนองได้ช้าต่อสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป เมื่อบริษัทเติบโตจนถึงจุดอิ่มตัวและผลการศึกษาของ Owen and Yawson (2010) ก็แสดงให้เห็นว่าบริษัทเหล่านี้ตอบสนองต่อการควบรวมกิจการอย่างกระตือรือร้นน้อยลง อย่างไรก็ตามบริษัทที่เติบโตเต็มที่ที่มีความเป็นไปได้มากกว่าที่จะทำการควบรวมกิจการ ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation analysis) โดย Owen and Alfred Yawson แสดงให้เห็นว่าโอกาสในการควบรวมกิจการซึ่งสัมพันธ์กับวงจรชีวิตของบริษัทนั้นเกิดจากบริษัทที่เติบโตเต็มที่ในกลุ่มตัวอย่าง

<sup>1</sup> RETE (DeAngelo et al., 2006) หมายถึง อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดซึ่งเป็นมาตรวัดเงินทุนภายในที่มีอยู่และสามารถใช้ในการลงทุนได้ กำไรสะสมไม่จำเป็นต้องหมายถึงเงินสดตามหลักการบัญชีคงค้าง ดังนั้นมาตรวัดนี้จึงต่างออกไปจากกระแสเงินสดอิสระ หรือ Free cash flow ซึ่งแสดงถึงกระแสเงินสดรวมที่เหลือจากการลงทุนในโครงการที่มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นบวก

### 2.1.3 Market Misvaluation Hypothesis และทางเลือกของวิธีการชำระข้อเสนอซื้อ (Method of Payment)

Neoclassical theory มองว่าการควบรวมกิจการเป็นการตอบสนองต่อภาวะช็อคทางอุตสาหกรรม (Industrial shocks) ต่างๆ เช่น นโยบายต่อต้านการผูกขาด การยกเลิกกฎระเบียบ เพื่อปรับปรุงประสิทธิภาพให้ดีขึ้น (Jovanovic & Rousseau, 2005; Mitchell & Mulherin, 1996) แต่การมุ่งเน้นเพียงภาวะช็อคของแต่ละอุตสาหกรรมของทฤษฎีนี้ไม่ได้อธิบายว่าเงินสดหรือหุ้นถูกใช้เพื่อชำระข้อเสนอซื้อให้กับผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมาย แม้จะมีข้อมูลที่แสดงให้เห็นว่ามีรูปแบบที่ชัดเจนของวิธีการชำระข้อเสนอซื้อกิจการ

ทฤษฎี Stock market driven acquisition ของ Shleifer and Vishny (2003) เกี่ยวโยงกับ Neoclassical theory แต่สามารถเสนอหลักฐานเพิ่มเติมจาก Neoclassical theory ได้ ข้อเสนอสมมติฐานของทฤษฎีนี้คือ ตลาดการเงินไม่มีประสิทธิภาพดังนั้นจึงมีบริษัทบางบริษัทที่ถูกประเมินมูลค่าอย่างไม่ถูกต้องแบบจำลองทฤษฎีของ Shleifer and Vishny (2003) มาจากแนวคิดการจับจังหวะตลาด (Market timing) กล่าวคือผู้บริหารกิจการของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) ซึ่งใช้เหตุผลอย่างสมบูรณ์ (Completely rational) รู้ว่าตลาดไม่มีประสิทธิภาพจึงใช้ประโยชน์จากความไม่มีประสิทธิภาพนั้นผ่านการควบรวมกิจการ

ตาม Market misvaluation hypothesis บริษัทผู้ซื้อที่มีมูลค่าสูงเกินกว่าความเป็นจริง (Overvalued) จะซื้อบริษัทเป้าหมายที่มีมูลค่าสูงเกินกว่าความเป็นจริงในระดับที่น้อยกว่า (Less overvalued) โดยชำระข้อเสนอซื้อด้วยหุ้นสามัญ กล่าวอีกนัยหนึ่ง มูลค่าที่สูงกว่าความเป็นจริงของบริษัทผู้ซื้อเมื่อเทียบกับบริษัทเป้าหมายยิ่งมากเท่าไร ค่าพรีเมียม (Premium) ซึ่งบริษัทผู้ซื้อจ่ายให้บริษัทเป้าหมายด้วยหุ้นสามัญที่มูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalued) ยิ่งสูงขึ้นเท่านั้น หมายความว่าบริษัทผู้ซื้อที่มีช่องว่างในราคาหุ้นของตัวเองสำหรับชำระในจำนวนที่มากเกินไป (Overpay) ให้กับบริษัทเป้าหมายได้ ด้วยเหตุผลว่าบริษัทผู้ซื้อใช้ประโยชน์จากตลาดหุ้นที่มีมูลค่าสูงเกินกว่าความเป็นจริง การประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation) จึงเป็นปัจจัยที่สามารถผลักดันให้เกิดการควบรวมกิจการขึ้นแม้ว่าจะไม่มี Synergy เกิดขึ้นก็ตาม สำหรับการชำระข้อเสนอซื้อด้วยเงินสดนั้น บริษัทผู้ซื้อที่มีมูลค่าสูงเกินกว่าความเป็นจริงในระดับที่น้อยกว่า จะเสนอชำระข้อเสนอซื้อด้วยเงินสดต่อบริษัทเป้าหมายที่มีมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริง (Undervalued) ในระดับราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐานเท่านั้น ยิ่งบริษัทเป้าหมายมีมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริงมากเท่าไร ค่าพรีเมียมเงินสด (Cash premium) ซึ่งบริษัทเป้าหมายคาดหวังว่าจะได้รับจากบริษัทผู้ซื้อยิ่งมากขึ้นเท่านั้น

### 2.1.4 การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency Theories)

Bose (2014) ได้กล่าวว่า เมื่อบริษัทหนึ่งเข้าร่วมกับอีกบริษัทจะทำให้ประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทผู้ถูกรวมหรือของทั้งสองบริษัทดีขึ้น ดังนั้น เหตุผลที่ทำให้เกิดการควบรวมกิจการอาจมาจากหลายสาเหตุได้แก่

2.1.4.1 การที่บริษัทผู้เข้าร่วมกิจการได้ถ่ายทอดเทคโนโลยีในการบริหารงานที่ดีให้บริษัทผู้ถูกรวม (Differential managerial efficiency) แนวคิดนี้เชื่อว่ากลุ่มผู้บริหารกิจการต่างๆ มีความตั้งใจที่จะบริหารบริษัทให้ดีที่สุดเท่าที่ความสามารถจะอำนวย ผู้บริหารสามารถใช้เทคโนโลยีการบริหารงานบริษัทได้ในเวลาเดียวกัน ดังนั้นเมื่อผู้บริหารของบริษัทหนึ่งสามารถบริหารงานได้มีประสิทธิภาพดีกว่าผู้บริหารของอีกบริษัทและยังสามารถบริหารบริษัทหลายๆ บริษัทได้ในเวลาเดียวกันด้วย บริษัทซึ่งมีผู้บริหารที่มีความสามารถสูงนี้อาจเข้าควบกิจการหรือเข้าครอบงำกิจการของอีกบริษัทหนึ่ง จากนั้นก็ถ่ายทอดเทคโนโลยีในการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพนี้ให้แก่บริษัทผู้ถูกรวม การดำเนินงานของบริษัทผู้ถูกรวมก็จะมีประสิทธิภาพดีขึ้น ในขณะที่ประสิทธิภาพของการดำเนินงานของบริษัทผู้เข้าร่วมก็ไม่ได้ลดลง การควบกิจการและการเข้าครอบงำกิจการจึงถือว่าเป็นสิ่งที่ดีเพราะเมื่อบริษัทรวมกันแล้วผลการดำเนินงานรวมของทั้งสองบริษัทจะดีขึ้นเนื่องจากบริษัททั้งสองสามารถใช้กลุ่มผู้บริหารที่มีความสามารถร่วมกันได้ (Managerial synergy)

2.1.4.2 การเข้าครอบงำกิจการเพื่อเปลี่ยนผู้บริหารที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Inefficient management) แนวคิดนี้เชื่อว่าผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มีความสามารถบริหารงานได้ดีพอๆ กัน แต่การที่ผลการดำเนินงานของบริษัทหนึ่งออกมาดีกว่าของอีกบริษัทหนึ่งมากก็เพราะผู้บริหารของบริษัทนั้นตั้งใจทำงานเต็มที่ ในขณะที่ผู้บริหารของอีกบริษัทหนึ่งไม่ได้ใช้ความสามารถของตนบริหารอย่างเต็มกำลัง หรือไม่ได้บริหารงานโดยเห็นประโยชน์ของบริษัทเป็นที่ตั้ง ดังนั้นบริษัทที่มีผู้บริหารมีประสิทธิภาพ จึงเข้าครอบงำบริษัทอื่นเพื่อที่จะเปลี่ยนผู้บริหารเป็นกลุ่มใหม่ทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ถูกครอบงำมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น

2.1.4.3 การรวมตัวกันของบริษัทอาจทำให้ต้นทุนของการดำเนินงานลดลง (Operating synergy) การรวมตัวกันของสองบริษัททำให้ขนาดของกิจการหลังการรวมตัวมีขนาดใหญ่ขึ้น การเพิ่มขึ้นของขนาดอาจทำให้ต้นทุนการดำเนินงานของบริษัทลดลง เนื่องจากการประหยัดต่อขนาด

2.1.4.4 การรวมตัวกันทำให้การกระจายธุรกรรมของบริษัทดีขึ้น (Pure diversification) การควบรวมหรือการขยายกิจการไปสู่ธุรกิจใหม่ที่ยังมีความสัมพันธ์คล้ายกับธุรกิจเดิม เช่น ผู้ผลิตโทรศัพท์มือถือ ขยายกิจการไปสู่ธุรกิจคอมพิวเตอร์ เป็นต้น ส่วนอีกรูปแบบหนึ่งคือ การขยายกิจการไปสู่ธุรกิจใหม่ที่ไม่มีความสัมพันธ์ใดๆ กับธุรกิจเดิมเลย ซึ่งรูปแบบนี้เห็นได้หลากหลายในปัจจุบัน เช่น กลุ่มธุรกิจที่ผลิตอาหาร ก้าวไปสู่ธุรกิจโทรคมนาคม เป็นต้น ซึ่งการเข้าซื้อหรือควบรวม

ในลักษณะนี้ จะก่อให้เกิดประโยชน์คือช่วยเพิ่มยอดขายของสินค้าได้มากและครอบคลุมความต้องการมากขึ้น และในอีกทางหนึ่งก็ยังช่วยกระจายความเสี่ยงที่จะเกิดเมื่อมีผลกระทบเกิดขึ้นในอุตสาหกรรมใดอุตสาหกรรมหนึ่ง ทำให้อีกธุรกิจหนึ่งก็อาจจะไม่ได้รับผลกระทบตามไปด้วย

2.1.4.5 การรวมตัวกันแล้วทำให้เกิดผลดีทางการบริหารการเงินของบริษัท (Financial synergy) การรวมกิจการของบริษัทที่มีสถานะทางการเงินที่มีความแตกต่างกันเพื่อจัดหาเงินทุน โดยยกตัวอย่างเช่น ในกรณีที่บริษัทมีการเติบโตอย่างรวดเร็ว แต่มีปัญหาทางการเงินที่เงินไม่เพียงพอต่อความต้องการที่จะขยายทางธุรกิจหรือลงทุนในด้านต่างๆ เพิ่ม บริษัทอาจจะแก้ปัญหาโดยการควบรวมกิจการของตนเองกับบริษัทที่มีฐานะทางการเงินมั่นคงและมีสภาพคล่องสูง เพื่อจะได้เงินทุนเข้ามาเสริมในบริษัท อีกทั้งยังช่วยเพิ่มอำนาจในการกู้ยืมหรือยังทำให้บริษัทมีความสามารถในการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินต่างๆ ได้โดยมีต้นทุนเงินทุนที่ต่ำลง

2.1.4.6 การปรับกลยุทธ์ของบริษัทเพื่อให้เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไป (Strategic realignment to changing environments) การปรับกลยุทธ์เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของการบริหารงานของบริษัทเป็นแนวความคิดด้านการบริหารกลยุทธ์ (Strategic management) การควบกิจการและการเข้าครอบงำกิจการอาจเป็นการปรับแผนกลยุทธ์แบบหนึ่ง (Long-range strategic plan) ที่กิจการนำมาใช้ปรับการบริหารงานเพื่อให้เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมที่เปลี่ยนแปลงไป

2.1.4.7 การปรับปรุงประสิทธิภาพการทำงานเพื่อลดปัญหากิจการมีมูลค่าต่ำกว่าระดับความเป็นจริง (Undervaluation) สมมติว่าตลาดมีการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ ข่าวสารข้อมูลทั้งหมดเกี่ยวกับบริษัทจึงถูกสะท้อนไว้ในราคาหุ้นของบริษัทแล้วอย่างถูกต้อง การที่ราคาหุ้นจะสูงหรือต่ำจึงขึ้นอยู่กับผู้บริหารว่ามีความสามารถในการบริหารกิจการดีเพียงใด หากผู้บริหารทำงานไม่มีประสิทธิภาพ ราคาหุ้นจะปรับตัวลดลง ทำให้ราคาหุ้นมีมูลค่าต่ำกว่าราคาที่แท้จริง การรวมกิจการหรือการเข้าครอบงำกิจการแล้วมีผลให้ประสิทธิภาพในการบริหารงานของบริษัทดีขึ้น ก็จะทำให้ราคาหุ้นมีราคาสูงขึ้นเป็นการแก้ปัญหาที่ราคาหุ้นมีมูลค่าต่ำกว่าระดับที่ควรจะเป็น

2.1.4.8 การรวมตัวกันของกิจการเพื่อเพิ่มอำนาจการต่อรอง (Market power) การรวมตัวกันทำให้ขนาดกิจการใหญ่ขึ้น ในขณะที่กำลังการผลิตของอุตสาหกรรมยังคงเดิม ส่วนแบ่งตลาดของกิจการหลังรวมตัวเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมจะสูงขึ้นมากและอาจทำให้บริษัทมีขนาดใหญ่พอที่จะมีอำนาจต่อรองในการกำหนดราคาของสินค้าหรือของวัตถุดิบ กำไรของบริษัทจะเพิ่มสูงขึ้นมากกว่ากำไรรวมของบริษัททั้งสองก่อนรวมตัว

2.1.4.9 ปัจจัยทางด้านภาษี (Tax considerations) ผลประโยชน์ทางด้านภาษีอาจเป็นปัจจัยหนึ่งซึ่งเป็นแรงจูงใจให้บริษัทเข้าร่วมกิจการกัน การที่บริษัทมารวมตัวกันจะส่งผลให้บริษัทบริหารรายจ่ายภาษีได้ดีกว่าที่บริษัทจะแยกตัวเป็นอิสระจากกัน เช่น บริษัทหนึ่งมีผลกำไร



แต่อีกบริษัทที่มีผลขาดทุน บริษัทที่ได้กำไรจะต้องเสียภาษีเต็มจำนวน ในขณะที่บริษัทที่มีผลขาดทุนไม่ได้รับภาษีที่เคยจ่ายไปคืน แต่ถ้าบริษัททั้งสองนี้รวมกันแล้วจะทำให้กำไรสุทธิรวมลดลง ส่งผลให้ภาษีที่ต้องเสียลดลงด้วย

## 2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)

ที่ผ่านมา มีงานศึกษาเชิงประจักษ์ทั้งในประเทศและต่างประเทศหลายงานที่นำทฤษฎีที่เกี่ยวข้องข้างต้นมาศึกษา โดยการศึกษาว่าตัวแปรชี้วัดที่มาจากทฤษฎีต่างๆ มีผลต่อการกำหนดการเข้าซื้อกิจการจริงหรือไม่ ผู้วิจัยสามารถสรุปผลการศึกษาที่ผ่านมาโดยแบ่งตามทฤษฎีที่เกี่ยวข้องได้ดังนี้

### 2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

การศึกษาเชิงประจักษ์จำนวนมากในกลุ่มนี้พบว่า บริษัทที่ถือเงินสดในปริมาณมากเกินปกติจะเลือกการลงทุนที่ไม่ดี โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลงทุนด้วยการเข้าซื้อกิจการ การศึกษาเชิงประจักษ์เหล่านี้สนับสนุนความคิดที่ว่าเงินสดสามารถนำไปสู่การเข้าซื้อกิจการที่คุณภาพต่ำ (Poor acquisitions) ในช่วงเศรษฐกิจดีซึ่งเป็นช่วงที่การระดมเงินทุนทำได้ง่ายกว่าในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจซบเซา ดังนั้นเงินสดที่บริษัทได้เก็บสะสมไว้จึงมีมากเกินไปและสามารถนำมาใช้ในการลงทุนที่ให้มูลค่าลดลง เช่น การเข้าซื้อกิจการที่คุณภาพต่ำได้

Harford (1999) ได้ทำการศึกษาว่าการมีเงินสดส่วนเกินเป็นตัวกำหนดให้ผู้บริหารกิจการที่มีอำนาจตัดสินใจลงทุนในโครงการที่ให้มูลค่าลดลงหรือไม่ การศึกษานี้มุ่งเน้นศึกษาการเข้าซื้อกิจการซึ่งเป็นผลลัพธ์ที่มีขนาดใหญ่และเห็นได้ชัดเจนของกระบวนการตัดสินใจลงทุน โดยเก็บข้อมูลจากบริษัทในสหรัฐอเมริกาตั้งแต่ปี 1950 – 1994 และใช้แบบจำลองในการระบุบริษัทที่รวยเงินสด (Cash-rich firms) หรือบริษัทที่สะสมเงินสดสำรองไว้มากกว่าผลคาดการณ์ที่ได้จากแบบจำลอง ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่รวยเงินสดมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นที่จะเข้าซื้อกิจการ สอดคล้องกับสมมติฐานกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow hypothesis) การเข้าซื้อกิจการเหล่านั้นมักทำให้บริษัทที่รวยเงินสดมีมูลค่าลดลง ซึ่งสะท้อนออกมาในรูปของปฏิบัติการเชิงลบของราคาหุ้นต่อการประกาศการเข้าซื้อกิจการและผลการดำเนินงานที่แย่ลงตามมาของบริษัทที่เกิดจากการควบรวมกิจการ (Combined firm)

### 2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีอายุของกิจการ (Corporate Life-cycle Theory)

งานศึกษาในกลุ่มนี้พบว่า ช่วงอายุของกิจการ (Life - cycle stage) มีส่วนในการกำหนดการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ งานศึกษาที่สำคัญได้แก่ DeAngelo et al. (2006) ซึ่งพบว่า การตัดสินใจควบรวมและเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกา มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Retained earnings over total equity) สอดคล้องกับทฤษฎี

งานศึกษาของ Owen and Yawson (2010) พบว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Retained earnings over total equity ratio) สูงก็มีโอกาสสูงที่จะเข้าซื้อกิจการ ส่วนบริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำก็มีโอกาสเข้าซื้อกิจการต่ำ การศึกษานี้ได้ใช้ตัวแปรควบคุม (Control variable) คือ อัตราผลตอบแทนของส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการเจริญเติบโตขนาดของกิจการ และระดับเงินสดในมือ

### 2.2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ตาม Market Misvaluation Hypothesis และทางเลือกของวิธีการชำระข้อเสนอซื้อ (Method of Payment)

มีผลงานศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวกับ Market misvaluation hypothesis มากมาย เช่น งานวิจัยของ Rhodes-Kropf, Robinson, and Viswanathan (2005) ก็ให้ผลลัพธ์ซึ่งสอดคล้องกับการคาดการณ์ของ Shleifer and Vishny (2003) Rhodes-Kropf et al. (2005) แบ่งองค์ประกอบของอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Market-to-book ratio หรือ M/B) ออกเป็น 3 ส่วนเพื่อเป็นตัวแปรแทน (Proxy) ของการประเมินมูลค่าผิดพลาดได้แก่

- ค่าความคลาดเคลื่อนเฉพาะของบริษัท (Firm-specific error) หรือส่วนต่างระหว่างราคาที่ได้จากการสังเกต (Observed price) กับมูลค่าประเมิน (Valuation) ที่สะท้อนปัจจัยพื้นฐาน ณ เวลาที่  $t$
- ค่าความคลาดเคลื่อนของเซกเตอร์ที่เป็นอนุกรมเวลา (Time-series sector error) คือส่วนต่างระหว่างมูลค่าประเมิน ซึ่งเป็นเงื่อนไขกับปัจจัยพื้นฐาน ณ เวลาที่  $t$  กับมูลค่าประเมินเฉพาะของบริษัท (Firm-specific valuation) ซึ่งสะท้อนมูลค่าในระยะยาว
- มูลค่าระยะยาวต่อมูลค่าตามบัญชี (Long-run value to book) ส่วนต่างระหว่างมูลค่าประเมินที่คิดจากมูลค่าระยะยาวและมูลค่าตามบัญชี

ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ซื้อ มีความคลาดเคลื่อนเฉพาะของบริษัท (Firm-specific error) มากกว่าบริษัทเป้าหมายสำหรับการควบรวมกิจการที่ชำระข้อเสนอซื้อด้วยหุ้นสามัญ กล่าวอีกนัยหนึ่งคือ บริษัทที่ซื้อซึ่งมีมูลค่าสูงเกินกว่าความเป็นจริงจะเข้าซื้อบริษัทเป้าหมายซึ่งมีมูลค่าเกินกว่าความเป็นจริงในระดับที่น้อยกว่าด้วยการชำระข้อเสนอซื้อด้วยหุ้นสามัญ เมื่อบริษัททั้งคู่อยู่ใน

ภาคธุรกิจที่มีมูลค่าสูงเกินกว่าความเป็นจริงเช่นเดียวกัน นอกจากนี้ผลการศึกษายังพบอีกว่าบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการควบรวมกิจการที่ชำระข้อเสนอซื้อด้วยหุ้นสามัญมีความคลาดเคลื่อนเฉพาะของบริษัท (Firm-specific error) และความคลาดเคลื่อนของเซกเตอร์ที่เป็นอนุกรมเวลา (Time-series sector error) ที่สูงกว่า ซึ่งบอกเป็นนัยยะได้ว่าทั้งบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายต่างก็มีส่วนของการประเมินมูลค่าผิดพลาดร่วมกัน

สำหรับการชำระข้อเสนอซื้อด้วยเงินสดนั้น ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าบริษัทเป้าหมายมีความคลาดเคลื่อนเฉพาะของบริษัท (Firm-specific error) เป็นลบ หมายความว่าบริษัทผู้ซื้อซึ่งมีมูลค่าสูงเกินกว่าความเป็นจริงในระดับที่น้อยกว่าจะเสนอจ่ายชำระด้วยเงินสดเท่านั้นต่อบริษัทเป้าหมายซึ่งมูลค่าต่ำกว่าความเป็นจริง

ผลการศึกษาเหล่านี้ล้วนแล้วแต่สอดคล้องกับการคาดการณ์ที่ว่า การเพิ่มขึ้นของการประเมินมูลค่าผิดพลาดของผู้ซื้อ (Acquirer) และเป้าหมาย (Target) ส่งผลต่อการซื้อขายด้วยหุ้นสามัญ กล่าวคือ ความคลาดเคลื่อนเฉพาะของบริษัท (Firm-specific error) ที่เพิ่มขึ้นทำให้ความเป็นไปได้ของการควบรวมกิจการ โดยชำระข้อเสนอซื้อด้วยหุ้นสามัญสูงขึ้นตามไปด้วย

ต่อมา Dong, Hirshleifer, Richardson, and Teoh (2006) ทดสอบ Mismeasurement theory โดยใช้วิธี 2 วิธีร่วมกัน ได้แก่ วิธี market-to-book ratio (M/B) และ Price to residual income model (M/V) พวกเขาได้แย้งว่าการประเมินมูลค่าผิดพลาดอาจมีความสัมพันธ์กับการเติบโตด้วยเหตุผล 2 ประการ ได้แก่

- ในเชิงจิตวิทยา ความผิดพลาดในการวัดตัวแปรแทนของการตั้งราคา ที่คลาดเคลื่อนไป (Mispricing proxy) อาจมีความสัมพันธ์กับ โอกาสการเติบโต
- การรับรู้ที่ผิดไป (Misperceptions) ของนักลงทุนอาจจะเกี่ยวข้องกับการเติบโต ดังนั้นอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (M/B) จึงถูกนำมาใช้เป็นตัวแปรแทนสำหรับการเติบโตที่คาดไว้หรือประสิทธิ ภาพด้านการจัดการ

พวกเขาใช้ส่วนทุนในการศึกษาวิจัยมากกว่าที่จะใช้มูลค่าสินทรัพย์รวมเนื่องจากส่วนทุนเป็นส่วนที่มีผลต่อการตัดสินใจควบรวมกิจการมากกว่าจะเป็นการประเมินมูลค่าผิดพลาดโดยรวม ส่วนประกอบของมูลค่าตามบัญชีของส่วนทุนอัน ได้แก่ มูลค่าพาร์ กำไรสะสม และทุนสำรอง ไม่เพียงสามารถสะท้อนการเติบโตของบริษัทได้ แต่ยังสามารถนำไปสู่การวัดที่ผิดพลาด (Mismeasurement) ได้ด้วย ดังนั้น Dong et al. จึงใช้ M/V model เพื่อจับข้อมูลอคติที่ทำให้เกิดการวัดที่ผิดพลาด (Mismeasurement confounding)

ผลการทดสอบของ Dong et al. พบว่า บริษัทผู้ซื้อส่วนใหญ่ที่มีค่า M/B และ M/V ที่สูงกว่าราคาหุ้นของบริษัทที่จะถูกซื้อตามคาดการณ์ไว้นั้น จะเลือกวิธีการชำระด้วยหุ้นซึ่งสามารถทำกำไร



จากการประเมินมูลค่าที่ผิดพลาดไป แต่ถ้าหากหุ้นของผู้ถูกซื้อมีค่า  $M/B$  และ  $M/V$  ที่สูงกว่า บริษัทผู้ซื้อ จะเลือกการชำระด้วยเงินสดแทนซึ่งหมายความว่าหุ้นมีการประเมินมูลค่าสูงกว่ามูลค่าการจ่ายซื้อด้วยเงินสด นอกจากนี้ยังแสดงให้เห็นว่าหากผู้ถูกซื้อ มีการประเมินราคาต่ำจะมีโอกาสในการเข้าซื้อกิจการไม่สำเร็จ ซึ่งสอดคล้องกับคำทำนายของ Shleifer and Vishny (2003) ที่ว่า บริษัทที่เสนอซื้อด้วยราคาด้วยเงินสดหากว่าบริษัทผู้ถูกซื้อ ยังถูกประเมินมูลค่าที่ต่ำอยู่ เนื่องจากมีแรงจูงใจในการทำกำไร โดยเสนอราคาต่ำกว่ามูลค่าเป้าหมายที่แท้จริง อย่างไรก็ตามหากบริษัทผู้ถูกซื้อ คาดว่าจะมีเงินสดส่วนเพิ่มที่สูงขึ้นจากผู้ซื้อ จะทำให้มีโอกาสในการเสนอราคาจะลดลง



## บทที่ 3

### ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ

#### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยชิ้นนี้เป็นการทดสอบเชิงประจักษ์ (Empirical test) โดยใช้ข้อมูลจากการประกาศควบรวมกิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในฐานข้อมูลของ Bloomberg เพื่อนำมาศึกษาว่าปัจจัยใดบ้างที่มีผลต่อโอกาสในการตัดสินใจควบรวมกิจการ โดยข้อมูลที่ต้องรวบรวมคือ วันที่มีการประกาศควบรวมกิจการ (Announcement date) บริษัทเป้าหมาย (Target firms) บริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) อุตสาหกรรมของบริษัทผู้ซื้อ (Acquirer industry) มูลค่าที่ซื้อ (Deal size) วิธีการชำระเงิน (Method of payment) และสถานะของการควบรวมกิจการนั้น (Deal status) โดยการศึกษาจะใช้ข้อมูลในการคำนวณตัวแปรต่างๆ จากฐานข้อมูลของ Bloomberg บริษัทจดทะเบียนที่ใช้เป็นข้อมูลในการศึกษา ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง มิถุนายน พ.ศ. 2560 ซึ่งมีกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดจำนวน 1,227 บริษัท โดยในกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดนี้มี 409 บริษัทเป็นบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) และที่เหลือเป็นบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกันที่ไม่ได้ทำการควบรวมกิจการในช่วงระยะเวลาเดียวกัน ทั้งนี้กลุ่มตัวอย่างไม่ครอบคลุมถึง ธนาคาร บริษัทประกันภัย บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทอสังหาริมทรัพย์ และบริษัทในกลุ่มสาธารณูปโภค เนื่องจากกลุ่มธุรกิจดังกล่าวมีลักษณะของการกำกับดูแล และเกณฑ์ในการจัดทำงานการเงินที่แตกต่างออกไป รวมถึงยกเว้นกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการและบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน ซึ่งอาจเป็นข้อจำกัดในการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการ

แบบจำลองของงานวิจัยค้นแบบ Owen and Yawson (2010) ใช้บริษัทอื่นๆ ที่ไม่ได้เกี่ยวข้องกับการควบรวมกิจการเป็นบริษัทควบคุม (Matching firms) ดังนั้นทางทีมผู้วิจัยทำการเลือกบริษัทควบคุมที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และอยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันกับแต่ละบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งมีการควบรวมกิจการในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา โดยคัดเลือกบริษัทควบคุมจากบริษัทที่มีขนาดสินทรัพย์ (Total assets) ใกล้เคียงกับบริษัทซึ่งมีการควบรวมกิจการสองอันดับแรก และจัดแบ่งออกเป็นบริษัทควบคุมกลุ่มที่ 1 (Matching Firm 1) และบริษัทควบคุมกลุ่มที่ 2 (Matching Firm 2)

ผู้วิจัยยังเก็บข้อมูลทางการเงินของกลุ่มตัวอย่างจากฐานข้อมูลของ Bloomberg โดยหากบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) ประกาศควบรวมกิจการในช่วงระหว่างเดือนมกราคมถึงเดือนมีนาคมของปีที่  $t$  จะทำการเก็บข้อมูลทางการเงินของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) จากงบในปีที่  $t-2$  และหากบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) ประกาศควบรวมกิจการในช่วงระหว่างเดือนเมษายนถึงเดือนธันวาคมของปีที่  $t$  จะทำการเก็บข้อมูลทางการเงินของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) จากงบในปีที่  $t-1$  หลังจากนั้นจึงทำการเก็บข้อมูลด้านการเงินจากงบการเงินของบริษัทควบคุมทั้ง 2 ชุด โดยเทียบช่วงเวลาเดียวกันกับบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) หลักเกณฑ์ในการเก็บข้อมูลงบการเงินดังแสดงในรูปที่ 1



ภาพที่ 3.1 หลักเกณฑ์ในการเก็บข้อมูลงบการเงิน

ทั้งนี้ผู้วิจัยพบว่าการเก็บข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากฐานข้อมูลของ Bloomberg มีข้อจำกัดเรื่องการจัดแบ่งประเภทอุตสาหกรรม โดย Bloomberg จัดแบ่งประเภทอุตสาหกรรมตามเกณฑ์สากล ซึ่งแตกต่างจากการจัดแบ่งประเภทอุตสาหกรรมตามประเภทมาตรฐานอุตสาหกรรม (ประเทศไทย) ปี 2552 (TSIC ปี 2552) ทำให้ในบางปีไม่ปรากฏข้อมูลของบริษัทควบคุม นอกจากนี้ในงานวิจัยต้นแบบยังกำหนดให้กลุ่มตัวอย่างต้องมีข้อมูลกำไรสะสม ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด และมีสินทรัพย์รวมเป็นบวก อ้างอิงตาม DeAngelo et al. (2006) เมื่อตัดข้อมูลของบริษัทที่ไม่ตรงตามเกณฑ์ดังกล่าวข้างต้นแล้วพบว่ามีจำนวนกลุ่มตัวอย่างรวมทั้งสิ้น 873 ข้อมูล โดยแบ่งเป็นบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) จำนวน 301 ข้อมูล บริษัทควบคุมกลุ่มที่ 1 (Matching Firm 1) จำนวน 295 ข้อมูล และ บริษัทควบคุมกลุ่มที่ 2 (Matching Firm 2) จำนวน 277 ข้อมูล สามารถแสดงรายละเอียดดังนี้

ตารางที่ 3.1 ข้อมูลกลุ่มตัวอย่าง

ประเภทข้อมูล	บริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms)	บริษัทควบคุม กลุ่มที่ 1 (Matching Firm 1)	บริษัทควบคุม กลุ่มที่ 2 (Matching Firm 2)	รวม
กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด	409	409	409	1,227
หัก: กลุ่มตัวอย่างไม่ครอบคลุมถึง ธนาคาร, บริษัทประกันภัย,บริษัทหลักทรัพย์, บริษัท อสังหาริมทรัพย์, บริษัทในกลุ่มสาธารณูปโภค และกลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีข้อมูลกำไรสะสม, ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด และมีสินทรัพย์รวม เป็นบวก	(108)	(108)	(108)	(324)
หัก: Bloomberg จัดแบ่งประเภทอุตสาหกรรม ตามเกณฑ์สากล ซึ่งแตกต่างจากการจัดแบ่ง ประเภทอุตสาหกรรมตามประเภทมาตรฐาน อุตสาหกรรม (ประเทศไทย) ปี 2552 (TSIC ปี 2552) ทำให้ในบางปีไม่ปรากฏข้อมูลของ บริษัทควบคุม	-	(6)	(24)	(30)
<b>รวมกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดก่อนตัดข้อมูล RETE and RETA ของ Acquirer ที่ติดลบ</b>	<b>301</b>	<b>295</b>	<b>277</b>	<b>873*</b>
หัก: RETE and RETA ติดลบ เฉพาะ Acquirer	(23)	-	-	(23)
<b>รวมกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดหลังตัดข้อมูล RETE and RETA ของ Acquirer ที่ติดลบ</b>	<b>278</b>	<b>295</b>	<b>277</b>	<b>850*</b>

\* นอกจากนี้เมื่อทำการจัดเรียงข้อมูลก่อนทำการทดสอบพบว่า มี 2 บริษัทในกลุ่มตัวอย่างของ Matching Firm 1 ที่ไม่ปรากฏข้อมูลอัตราส่วนราคาหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชี (MTB) เนื่องจากมีการติดป้าย SP เพื่อห้ามการซื้อขายหุ้นจดทะเบียนชั่วคราว ได้แก่ บริษัท สหมิตรธงแก๊ส จำกัด (มหาชน) ไม่ปรากฏข้อมูล MTB ในปี พ.ศ. 2549 และบริษัท ทีพีไอ โพลีน เพาเวอร์ จำกัด (มหาชน) ไม่ปรากฏข้อมูล MTB ในปี พ.ศ. 2558 ทำให้เหลือจำนวนกลุ่มตัวอย่างก่อนตัด RETE และ RETA ของ Acquirer ที่ติดลบรวมทั้งสิ้น 871 ข้อมูล และกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดหลังตัดข้อมูล RETE และ RETA ของ Acquirer ที่ติดลบรวมทั้งสิ้น 850 ข้อมูลตามลำดับ

## 3.2 ตัวแปร (Variables)

### 3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent variables)

ตัวแปรหุ่นการเข้าซื้อกิจการ (Dummy variable indicating an acquisition) ตัวแปรที่ใช้จะถูกแทนค่าด้วย 1 ในกรณีที่บริษัทมีการเข้าซื้อกิจการ และจะแทนค่าด้วย 0 ในกรณีที่บริษัทไม่มีการเข้าซื้อกิจการ (เป็นบริษัทควบคุม Matching Firms) ตัวแปรนี้จะใช้ในการศึกษาความเป็นไปได้ในการเข้าซื้อกิจการของบริษัท โดยหาความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสการเข้าซื้อกิจการและตัวแปรอธิบายตามทฤษฎีต่างๆ ดังที่ได้อธิบายไว้แล้วในตอนต้น

### 3.2.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)

3.2.2.1 อัตราส่วนของกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Retained Earnings/ Total Equity หรือ RETE) กำไรสะสม (RE) คิดมาจากกำไรสะสมส่วนที่มีการหักค่าใช้จ่ายทั้งหมดแล้ว รวมถึงหักเงินปันผล และส่วนของผู้ถือหุ้น (TE) มาจากสินทรัพย์รวมหักด้วยหนี้สินรวม (Total assets less total liabilities) โดยอัตราส่วนนี้แสดงถึงช่วงชีวิตของกิจการตามทฤษฎีช่วงชีวิตของกิจการ (Life-cycle theory) โดยมีหน่วยเป็นเท่า

งานวิจัยทั้งในและต่างประเทศพบว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Retained earnings over total equity ratio) สูงก็มีโอกาสสูงที่จะควบรวมและเข้าซื้อกิจการ ส่วนบริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำก็มีโอกาสต่ำที่จะควบรวมและเข้าซื้อกิจการ งานวิจัยนี้ใช้ตัวแปรสำหรับอายุของกิจการ คือ RETE ทั้งนี้พึงสังเกตว่าตัวแปรนี้ไม่ได้วัดอายุของกิจการในความหมายที่ว่าก่อตั้งมากี่ปีหรือจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาแล้วกี่ปี แต่มีวัตถุประสงค์ที่จะวัดช่วงวงจรชีวิตของกิจการ (Life-cycle stage) โดยมีสมมุติฐานเบื้องหลังที่ว่ากิจการที่อยู่ตัวแล้ว (Maturity stage) ไม่มีความจำเป็นต้องระดมทุนเพิ่มจากผู้ถือหุ้นและจะใช้เงินทุนภายในเป็นหลักในการขยายกิจการตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ดังนั้นกิจการที่อยู่ตัวแล้วจึงควรมีสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดที่สูงกว่าในกรณีกิจการที่อยู่ในช่วงกำลังเติบโต (Growth stage) ทั้งนี้คาดว่าอายุของกิจการจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการควบรวมและซื้อกิจการ เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในช่วงเติบโต มีโอกาสขยายการลงทุนได้อีกหลายโครงการ ทั้งนี้สามารถแยกช่วงวงจรชีวิตของบริษัทได้เป็น 3 ช่วงคือ

- บริษัทที่เพิ่งเจริญเติบโต (Young firms) คือ บริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำ มีแนวโน้มที่จะเข้าควบรวมและเข้าซื้อกิจการต่ำ



- บริษัทที่เติบโตเต็มที่ (Mature firms) คือ บริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูง มีแนวโน้มที่จะเข้าควบรวมและเข้าซื้อกิจการสูง

- บริษัทที่การเติบโตอืดช้า (Old firms) คือ บริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงสุด มีแนวโน้มที่จะเข้าควบรวมและเข้าซื้อกิจการต่ำ

มีงานวิจัยอย่างกว้างขวางที่เสนอมาตรวัดวงจรชีวิตของกิจการตั้งแต่อายุของบริษัทจนถึงอัตราความสามารถในการทำกำไรของบริษัท แม้ว่าอายุและขนาดของบริษัทจะสามารถเป็นตัวบ่งชี้ช่วงภาวะเจริญเติบโตของบริษัทได้ แต่ก็ยังมีข้อจำกัดที่ทำให้ไม่สามารถเป็นตัวบ่งชี้ที่ดีได้ (Faff, Kwok, Podolski, & Wong, 2016) ทั้ง Dickinson (2011) และ Faff et al. (2016) ได้แย้งว่าอายุของบริษัทไม่ใช่ตัวบ่งชี้ที่ดีเนื่องจากเหตุผลหลายประการ ประการแรกระยะเวลาที่บริษัทเปลี่ยนถ่ายจากช่วงวงจรชีวิตหนึ่งไปอีกช่วงวงจรชีวิตหนึ่งแตกต่างกันไปตามแต่ละอุตสาหกรรม ประการที่สองบริษัทที่มีอายุบริษัทเท่ากันมีอัตราการเรียนรู้แตกต่างกันโดยขึ้นอยู่กับกลไกการตอบสนองของแต่ละบริษัท ประการที่สามการศึกษามากมายใช้ปีที่บริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นจุดเริ่มต้นของอายุบริษัท แต่บริษัทบางบริษัทอาจจะก่อตั้งขึ้นมานานกว่า (หรือสั้นกว่า) บริษัทก่อนที่จะเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นการนับอายุของบริษัทตั้งแต่ปีที่บริษัทเข้าจดทะเบียนจึงเป็นมาตรวัดซึ่งทำให้เข้าใจอายุที่แท้จริงของบริษัทผิดพลาด (Faff et al., 2016)

DeAngelo et al. (2006) เสนอว่าอัตรากำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นหรืออัตรากำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวบ่งชี้ที่ดีสำหรับการวัดวงจรชีวิตของกิจการ มาตรวัดดังกล่าวนี้สันนิษฐานเป็นนัยว่ากำไรสะสมเป็นตัวที่บ่งบอกข้อมูลสำคัญของวงจรชีวิตของกิจการ งานศึกษาในต่างประเทศอย่าง Chay and Suh (2009) และในงานศึกษาระดับประเทศไทยโดย Oonpipat (2009) ก็ใช้ตัวแปรดังกล่าว งานศึกษาล่าสุดหลายชิ้น เช่น Faff et al. (2016) Habib and Hasan (2015) Owen and Yawson (2010) ต่างก็ใช้ RETE เป็นตัวแปรที่ใช้วัดวงจรชีวิตของกิจการในการวิเคราะห์เชิงประจักษ์ ดังนั้นในงานวิจัยฉบับนี้ผู้วิจัยจึงใช้ RETE เป็นมาตรวัดวงจรชีวิตของกิจการ

แม้ว่าในส่วนก่อนหน้าของงานวิจัยฉบับนี้จะได้เสนอหลักฐานซึ่งสนับสนุนทฤษฎีที่ว่าวงจรชีวิตของกิจการมีบทบาทสำคัญในการกำหนดโอกาสที่จะตัดสินใจเข้าควบรวมกิจการ แต่มิได้บอกถึงตัวบ่งชี้ที่แน่นอนของช่วงชีวิตที่บริษัทนั้นๆ อยู่ งานวิจัยต้นแบบของ มุ่งเน้นศึกษาช่วงวงจรชีวิตเพียงเจริญเติบโต ช่วงวงจรชีวิตเจริญเติบโตเต็มที่ และวงจรชีวิตเจริญเติบโตอืดช้า โดยเฉพาะเนื่องจากช่วงวงจรชีวิตดังกล่าวสามารถแบ่งแยกได้อย่างชัดเจน นอกจากนี้ Sian Owen และ Alfred Yawson (2010) ยังได้ทำการสร้างแบบจำลอง logistic regression สำหรับช่วงวงจรชีวิตของบริษัทในแต่ละช่วงและโอกาสในการควบรวมกิจการ โดยแปลงข้อมูลของ Young Mature และ Old ให้อยู่ในรูปตัวแปรหุ่น (Dummy variables) ดังนั้นผู้วิจัยจึงได้จัดเรียงข้อมูล RETE ทั้งหมดของกลุ่มตัวอย่าง

และนำไปคูณกับช่วงวงจรชีวิตของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างทั้งสามช่วง (Y M และ O) ซึ่งเป็น Dummy variables โดย

Y=1 เมื่อเป็นบริษัทที่เพิ่งเจริญเติบโต (Young firms) คือบริษัทที่มี RETE อยู่ในช่วง Percentile ต่ำสุดน้อยกว่า 25% ลงไป

M=1 เมื่อเป็นบริษัทที่เติบโตเต็มที่ (Mature firms) คือบริษัทที่มี RETE อยู่ในช่วง Percentile ระหว่าง 25% ถึง 75%

O=1 เมื่อเป็นบริษัทที่การเติบโตอ้อมตัว (Old firms) คือบริษัทที่มี RETE อยู่ในช่วง Percentile มากกว่า 75% ขึ้นไป

จากนั้นจะได้ตัวแปร RETE\*Y, RETE\*M และ RETE\*O ซึ่งเป็น slope dummy ออกมาเพื่อจะใช้เป็นตัวแปรอธิบายสำหรับการทดสอบในแบบจำลองต่อไป

3.2.2.2 อัตราส่วนของกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (Retained Earnings/ Total Assets หรือ RETA) กำไรสะสม (RE) คิดมาจากกำไรสะสมส่วนที่มีการหักค่าใช้จ่ายทั้งหมดแล้ว รวมถึงหักเงินปันผล และสินทรัพย์รวม (TA) มาจากผลรวมของสินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์ไม่หมุนเวียน มีหน่วยเป็นเท่า งานวิจัยต้นแบบของ Owen and Yawson (2010) ได้ใช้ RETA แทนตัววัดวงจรชีวิตของกิจการเช่นเดียวกับ RETE โดยอ้างอิงจาก DeAngelo et al. (2006) ซึ่งประเมินช่วงระยะ (Stage) ของบริษัทในวงจรทางการเงิน (Financial Cycle) ด้วยกำไรสะสมเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นและกำไรสะสมเทียบกับสินทรัพย์รวม ดังนั้นทางผู้วิจัยจึงใช้ RETA แสดงถึงช่วงชีวิตของกิจการตามทฤษฎีช่วงชีวิตของกิจการ (Life-cycle theory) ด้วย โดยได้จัดเรียงข้อมูล RETA ทั้งหมดของกลุ่มตัวอย่าง และนำไปคูณกับช่วงวงจรชีวิตของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างทั้งสามช่วง (Y M และ O) ซึ่งเป็น Dummy variables โดย

Y=1 เมื่อเป็นบริษัทที่เพิ่งเจริญเติบโต (Young firms) คือบริษัทที่มี RETA อยู่ในช่วง Percentile ต่ำสุดน้อยกว่า 25% ลงไป

M=1 เมื่อเป็นบริษัทที่เติบโตเต็มที่ (Mature firms) คือบริษัทที่มี RETA อยู่ในช่วง Percentile ระหว่าง 25% ถึง 75%

O=1 เมื่อเป็นบริษัทที่การเติบโตอ้อมตัว (Old firms) คือบริษัทที่มี RETA อยู่ในช่วง Percentile มากกว่า 75% ขึ้นไป

จากนั้นจะได้ตัวแปร RETA\*Y, RETA\*M และ RETA\*O ซึ่งเป็น slope dummy ออกมาเพื่อจะใช้เป็นตัวแปรอธิบายสำหรับการทดสอบในแบบจำลองต่อไป



3.2.2.3 อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return on Equity หรือ ROE) อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นใช้ ROE ในการวัดศักยภาพหรือความสามารถของบริษัทในการสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น อีกทั้ง ROE ยังสามารถบอกได้ว่าบริษัทสามารถนำกำไรกลับมาลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนให้มีการเติบโตเพิ่มขึ้นได้มากน้อยเพียงใด โดย ROE สามารถคำนวณได้จากกำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ (Net income before extraordinary items) / ส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย x 100 มีหน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์

3.2.2.4 อัตราการเติบโต (Growth) อัตราการเติบโตของรายได้ โดยเปรียบเทียบช่วงปัจจุบันกับช่วงเดียวกันของปีก่อนของบริษัท อัตราการเติบโตมีแนวโน้มที่จะสัมพันธ์กับโอกาสที่จะมีการควบรวมกิจการในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากบริษัทที่มีอัตราการเติบโตของรายได้มีแนวโน้มที่จะควบรวมกิจการเพื่อขยายตลาดและโอกาสทางธุรกิจ โดยอัตราการเติบโตสามารถคำนวณได้จาก อัตราการเติบโตของรายได้เท่ากับ (อัตราการเติบโตของรายได้ปีปัจจุบัน – อัตราการเติบโตของรายได้ปีที่แล้ว) / อัตราการเติบโตของรายได้ปีที่แล้ว x 100 มีหน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์

3.2.2.5 อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Market to Book Value - MTB) มูลค่าของหุ้นเมื่อเทียบกับมูลค่าตามบัญชี การที่ MTB มีค่าสูงขึ้นทำให้บริษัทมีแนวโน้มที่จะเข้าซื้อกิจการมากขึ้น ตามทฤษฎี Market Misvaluation สามารถคำนวณได้จากราคาตลาดต่อหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น มีหน่วยเป็นเท่า

3.2.2.6 กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) เป็นกระแสเงินสดที่ฝ่ายบริหารสามารถนำไปใช้จ่ายในการชำระดอกเบี้ยกู้ยืมหรือจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทได้ กระแสเงินสดอิสระที่บริษัทถือครองมีแนวโน้มที่จะสัมพันธ์กับโอกาสที่จะมีการควบรวมกิจการในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ ยิ่งบริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระมาก ยิ่งมีโอกาที่บริษัทจะเข้าซื้อกิจการมากขึ้น ตามทฤษฎี Agency theory กระแสเงินสดอิสระสามารถคำนวณได้จาก (กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน - ค่าใช้จ่ายในการลงทุน (capital expenditure)) / สินทรัพย์รวม มีหน่วยเป็นเท่า

3.2.2.7 สินทรัพย์สภาพคล่องของกิจการ (Liquidity) อัตราส่วนที่ใช้วัดสภาพคล่องของกิจการ โดยถ้าบริษัทมีสินทรัพย์สภาพคล่องของกิจการมาก ยิ่งเพิ่มโอกาสให้บริษัทควบรวมและเข้าซื้อกิจการ เนื่องจากบริษัทอาจเตรียมนำสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นไปใช้ในการขยายการลงทุน (Oonpipat, 2009) โดยสินทรัพย์สภาพคล่องของกิจการสามารถคำนวณได้จากเงินสดรวมกับหลักทรัพย์ตามความต้องการของตลาด / สินทรัพย์รวม มีหน่วยเป็นเท่า

3.2.2.8 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Leverage) อัตราส่วนที่ใช้วัดระดับหนี้สินของบริษัท ถ้าบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมยิ่งสูง โอกาสในการไปควบรวมและเข้าซื้อกิจการจะยิ่งน้อยลง เนื่องจากอาจจะถูกควบคุมด้วยเงื่อนไข (covenants) ต่างๆ ของเจ้าหนี้ โดย Leverage สามารถคำนวณได้จากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม มีหน่วยเป็นเท่า

3.2.2.9 ขนาดของกิจการ (Size) ขนาดของกิจการวัดจากมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด (Total assets) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการ ซึ่งการที่กิจการมีขนาดใหญ่ มีทรัพย์สินรวมมากยิ่งขึ้น โอกาสให้บริษัทมีการรวบรวมกิจการ งานวิจัยนี้ใช้ตัวแปรสำหรับขนาดของกิจการ คือ ล็อกฐานธรรมชาติ (ln) ของสินทรัพย์รวม มีหน่วยเป็นล็อกของล้านบาท

ตารางที่ 3.2 สรุปภาพรวมความสัมพันธ์ของตัวแปรและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ลำดับ	ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)	การวัดผล	ผล กระทบ	งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
1	RETE	กำไรสะสม/ส่วนของผู้ถือ (หน่วยเป็นเท่า)	(+)	ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory)
2	RETE*Y (RETE of Young Firm)	กำไรสะสม/ส่วนของผู้ถือหุ้น x dummy variable ของบริษัทที่มีวงจรชีวิตอยู่ในช่วง Young โดยเป็นบริษัทที่มี RETE ในช่วง percentile ที่ค่าน้อยกว่าหรือเท่ากับ 25 percentile (หน่วยเป็นเท่า)	(-)	ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory)
3	RETE*M (RETE of Mature Firm)	กำไรสะสม/ส่วนของผู้ถือหุ้น x dummy variable ของบริษัทที่มีวงจรชีวิตอยู่ในช่วง Mature โดยเป็นบริษัทที่มี RETE ในช่วง percentile ที่มีค่าอยู่ระหว่าง 25 - 75 percentile (หน่วยเป็นเท่า)	(+)	ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory)
4	RETE*O (RETE of Old Firm)	กำไรสะสม/ส่วนของผู้ถือหุ้น x dummy variable ของบริษัทที่มีวงจรชีวิตอยู่ในช่วง Old โดยเป็นบริษัทที่มี RETE ในช่วง percentile ที่ค่ามากกว่าหรือเท่ากับ 75 percentile (หน่วยเป็นเท่า)	(-)	ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory)
5	RETA	กำไรสะสม/สินทรัพย์รวม (หน่วยเป็นเท่า)	(+)	ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory)

ตารางที่ 3.2 สรุปภาพรวมความสัมพันธ์ของตัวแปรและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (ต่อ)

ลำดับ	ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)	การวัดผล	ผล กระทบ	งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
6	RETA*Y (RETA of Young Firm)	กำไรสะสม/สินทรัพย์รวม x dummy variable ของบริษัทที่มีวงจรชีวิตอยู่ในช่วง Young โดยเท่าบริษัทที่มี RETA ในช่วง percentile ที่ค่าน้อยกว่าหรือเท่ากับ 25 percentile (หน่วยเป็นเท่า)	(-)	ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory)
7	RETA*M (RETA of Mature Firm)	กำไรสะสม/สินทรัพย์รวม x dummy variable ของบริษัทที่มีวงจรชีวิตอยู่ในช่วง Mature โดยเป็นบริษัทที่มี RETA ในช่วง percentile ที่มีค่าอยู่ระหว่าง 25 - 75 percentile (หน่วยเป็นเท่า)	(+)	ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory)
8	RETA*O (RETA of Old Firm)	กำไรสะสม/สินทรัพย์รวม x dummy variable ของบริษัทที่มีวงจรชีวิตอยู่ในช่วง Old โดยเป็นบริษัทที่มี RETA ในช่วง percentile ที่ค่ามากกว่าหรือเท่ากับ 75 percentile (หน่วยเป็นเท่า)	(-)	ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory)
9	ROE	อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น เท่ากับ กำไรสุทธิ ก่อนรายการพิเศษ (net income before extraordinary items) ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เฉลี่ยปีปัจจุบัน คูณ 100 (หน่วยเป็น เปอร์เซ็นต์)	(+)	การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency theories)
10	Growth	อัตราการเติบโตของยอดขาย เท่ากับ (ยอดขายปีปัจจุบัน - ยอดขายปีก่อนหน้า) / ยอดขายปีก่อนหน้า x 100 (หน่วยเป็น เปอร์เซ็นต์)	(+)	การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency theories)
11	MTB	ราคาตลาดต่อหุ้น/มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (หน่วยเป็นเท่า)	(+)	ทฤษฎีการซื้อกิจการในตลาดหุ้น (Stock market driven acquisition theory)

ตารางที่ 3.2 สรุปภาพรวมความสัมพันธ์ของตัวแปรและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (ต่อ)

ลำดับ	ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)	การวัดผล	ผล กระทบ	งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
12	FCF	กระแสเงินสดอิสระ เท่ากับ (กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน - ค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capital expenditure)) / สินทรัพย์รวม (หน่วยเป็นเท่า)	(+)	ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)
13	Liquidity	อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเท่ากับเงินสดรวมกับหลักทรัพย์ตามความต้องการของตลาด (Marketable security) / สินทรัพย์รวม (หน่วยเป็นเท่า)	(+)	การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency theories)
14	Leverage	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ เท่ากับ หนี้สินรวม / สินทรัพย์รวม (หน่วยเป็นเท่า)	(-)	การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency theories)
15	Size	ขนาดของกิจการ = $\ln$ (สินทรัพย์รวม) (หน่วยเป็นลอการิทึมของล้านบาท)	(+)	การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency theories)

### 3.3 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้จะมีลักษณะเป็นแบบเก็บข้อมูลจากประชากรในช่วงเวลาที่กำหนด และบางครั้งข้อมูลในกลุ่มเดียวกันอาจจะไม่สอดคล้องกับเวลาเดียวกัน ในการวิเคราะห์ข้อมูลภาคตัดขวางอย่างแท้จริงนั้นจะไม่คำนึงถึงความแตกต่างของเวลาในการเก็บข้อมูล ดังนั้นถ้าข้อมูลถูกเก็บในช่วงเวลาต่างสัปดาห์กันแต่อยู่ในปีเดียวกันจะยังถือว่าเป็นข้อมูลภาคตัดขวาง ข้อมูลการซื้อกิจการครอบคลุมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550 ถึง มิถุนายน พ.ศ. 2560 วิธีการศึกษาที่ใช้ในงานศึกษานี้ได้คำนึงถึงลักษณะพิเศษดังกล่าวของข้อมูลในการหาความสัมพันธ์ โดยการใช้วิธีทางสถิติแบบ Cross sectional estimation method ส่วนขั้นตอนการศึกษาใช้เทคนิคสถิติดังต่อไปนี้

Probit model เป็นแบบจำลองที่ใช้ในการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (การควบรวมกิจการ) ซึ่งสามารถมีผลลัพธ์ได้เพียงแค่สองทาง (Binary variable) คือ ควบรวมและเข้าซื้อกิจการ

(แทนค่าด้วยตัวเลข 1) หรือไม่ควรรวมและเข้าซื้อกิจการ (แทนค่าด้วยตัวเลข 0) กับตัวแปรอธิบายแบบจำลองนี้มีสมมติฐานพื้นฐานว่าค่าดัชนี (Index function value) อันเป็นตัวแปรต่อเนื่องที่ไม่สามารถเก็บค่าได้ (Unobservable continuous variable) ซึ่งวัดความเต็มใจและความสามารถของบริษัทที่จะควรรวมและเข้าซื้อกิจการเป็นตัวกำหนดว่า บริษัทจะควรรวมและเข้าซื้อกิจการจริงหรือไม่ ถ้าค่านี้มากกว่าศูนย์ บริษัทถึงจะควรรวมกิจการ แต่ถ้าค่านี้น้อยกว่าศูนย์ บริษัทจะยังไม่ควรรวมกิจการ

Probit model ยังมีสมมติฐานต่อไปว่า การกระจายตัวของค่าดัชนี (Index function value) นี้ เป็นแบบปกติ (Normal distribution) ซึ่งในงานวิจัยนี้เราได้ทำ Robustness Test เทียบกับ Logit Model โดยเป็นการกระจายตัวของค่าดัชนี (Index function value) นี้ เป็นแบบ Logistic (Logistic distribution) โดยที่ทั้งสองแบบเป็นการแจกแจงที่มีความใกล้เคียงกันมากจะแตกต่างกันเพียงช่วงปลายของการแจกแจง ส่วนการประมาณค่าพารามิเตอร์ (Parameter) ของแบบจำลองจะใช้วิธี MLE (Maximum likelihood estimation)

สมการของแบบจำลอง Probit model เขียนได้ดังนี้

$$M\&A_{it}=1 \quad \text{If } I_{it} \geq 1$$

$$M\&A_{it}=0 \quad \text{If } I_{it} < 1$$

$$I_{it} = \beta_0 + \beta_1 RETE_i + \beta_2 ROE_i + \beta_3 Growth_i + \beta_4 Size_i + \beta_5 MTB_i \\ + \beta_6 FCF_i + \beta_7 Liquidity_i + \beta_8 Leverage_i + \varepsilon_{it}$$

$$P_{it} = \text{Prob}(Y_{it}=1|X_{it}) = F(I_i)$$

F = Cumulative Standard Normal Distribution

$\varepsilon_{it}$  คือ ค่าตัวรบกวนของแบบจำลองการควรรวมและเข้าซื้อกิจการ



## บทที่ 4

### ผลการทดสอบ

การส่วนนี้เป็นการนำตัวแปรที่กำหนดข้างต้นมาทดสอบหาความสัมพันธ์ด้วยเทคนิคที่กำหนดไว้ โดยในแบบจำลองใช้ตัวแปรอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด (RETE) และอัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) เป็นตัวแปรที่วัดโอกาสในการตัดสินใจเข้าควบรวมกิจการของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) และในแบบจำลองนั้นได้รวมตัวแปรควบคุมที่ใช้แทนปัจจัยจากทฤษฎีต่างๆ ไว้ด้วย ได้แก่ อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราการเติบโต (Growth) มูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของหุ้น (MTB) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) สินทรัพย์สภาพคล่องของกิจการ (Liquidity) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Leverage) และขนาดของกิจการ (Size)

#### 4.1 ผลการทดสอบปัจจัยที่กำหนดโอกาสการควบรวมกิจการโดยใช้ Probit model

ตารางที่ 4.1 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างวงจรชีวิตของบริษัทที่วัดด้วย RETE กับ การควบรวมและเข้าซื้อกิจการ ซึ่ง RETE คืออัตราส่วนของกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ในขั้นตอนนี้ผู้วิจัยนำเสนอผลลัพธ์สำหรับมาตรวัดวงจรชีวิตของบริษัทที่มีผลต่อโอกาสในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ ผลลัพธ์ที่ได้จากตารางที่ 4.1 จะแบ่งออกเป็นแบบจำลองที่ 1 คือ การทดสอบตัวอย่างทั้งหมด โดยที่ยังไม่ตัดข้อมูลของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms ที่มี RETE เป็นค่าลบ) และแบบจำลองที่ 2 คือ ทดสอบตัวอย่างโดยที่ตัดข้อมูลของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms ที่มี RETE เป็นค่าลบ) ซึ่งแบบจำลองทั้งสองแสดงให้เห็นว่า RETE มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับโอกาสที่จะเป็นผู้ควบรวมและเข้าซื้อกิจการอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือเมื่อบริษัทมีกำไรสะสมในโครงสร้างต้นทุนอยู่ในระดับสูง โอกาสที่บริษัทจะทำการควบรวมและเข้าซื้อกิจการจะเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่าวงจรชีวิตของบริษัทเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดโอกาสในการควบรวม

ข้อมูลที่ใช้จะครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนที่มีการควบรวมและเข้าซื้อกิจการในระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง มิถุนายน พ.ศ. 2560 โดยมีข้อสังเกตว่า ข้อมูลที่ใช้ในส่วนนี้จะไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่มีค่า RETE ติดลบ เนื่องจากเป็นกรณีพิเศษและเฉพาะ ไม่ได้เป็นปกติธรรมดาทั่วไปของการทำการซื้อและควบรวมกิจการ ยกตัวอย่างเช่น การซื้อหุ้นแบบย้อนกลับ (Reverse Takeover : RTO) คือ การซื้อกิจการที่มีขนาดใหญ่เมื่อเทียบกับกิจการของผู้ซื้อเองและมีผลให้เจ้าของกิจการหรือสินทรัพย์ที่ถูกซื้อนั้นเข้ามาเป็นผู้มีอำนาจควบคุมในบริษัทผู้ทำรายการสำหรับกรณีที่ถูกซื้อ มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนได้มาซึ่งสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ และมีการเปลี่ยนแปลงธุรกิจหลัก หรืออำนาจควบคุม จะถือเป็นรายการ RTO ที่ส่งผลให้เป็นการเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยทางอ้อม หรือ Backdoor Listing โดยในตัวอย่างของข้อมูลที่ผู้วิจัยนำมาศึกษาก็คือบริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) (BTS) ผู้ประกอบการหลักเกี่ยวกับระบบขนส่ง โดย BTS เปลี่ยนชื่อมาจาก บริษัทธนายง จำกัด (มหาชน) (TYONG) ที่ขณะนั้นประกอบธุรกิจสังหาริมทรัพย์ TYONG ได้เข้าซื้อหุ้นสามัญ บริษัท ระบบขนส่งมวลชนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) (BTSC) ซึ่งมีขนาดใหญ่มากจึงทำให้ BTSC เข้าจดทะเบียนทางอ้อมและย้ายไปซื้อขายในหมวดขนส่งและโลจิสติกส์ มีผลตั้งแต่วันที่ 11 พฤษภาคม 2553

อีกกรณีคือกรณีที่บริษัทผู้ซื้อกิจการนั้นได้รับการสนับสนุนทางการเงินจากบริษัทแม่ โดยในตัวอย่างของข้อมูลที่ผู้วิจัยนำมาศึกษาก็คือบริษัท เอ็ม พิคเจอร์ส เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) โดยเมื่อวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2552 บริษัทได้ซื้อหุ้นสามัญของบริษัท เอ็ม วี ดี จำกัด (เดิมชื่อ “บริษัท แปซิฟิก มาร์เก็ตติ้ง แอนด์ เอ็นเตอร์เทนเมนท์ กรุ๊ป จำกัด”) (“MVD”) จากบริษัท บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) และผู้ถือหุ้นรายอื่นของ MVD จำนวน 19,999,995 หุ้น ในราคาหุ้นละ 19.60 บาท รวมเป็นจำนวนเงิน 392 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 99.99 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของบริษัท MVD บริษัทซื้อหุ้นสามัญของบริษัท MVD โดยวิธีแลกหุ้นสามัญที่ออกใหม่ของบริษัทกับหุ้นสามัญของ MVD ในอัตรา 14 หุ้นสามัญของบริษัทต่อ 1 หุ้นสามัญของ MVD คิดเป็นจำนวนหุ้นทั้งหมด 275,883,475 หุ้น ในราคาหุ้น 1.40 บาท รวมเป็นจำนวนเงิน 386 ล้านบาท และชำระเป็นเงินสดเพิ่มเติมจำนวน 6 ล้านบาท บริษัทได้รับโอนสินทรัพย์และหนี้สินจากบริษัท MVD เป็นต้น ดังนั้นในส่วนต่อไปของงานวิจัยฉบับนี้ผู้วิจัยจะใช้ตัวอย่างโดยที่ตัดข้อมูลของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) ที่มี RETE เป็นค่าลบออกเพื่อใช้เป็นมาตรวัดวงจรชีวิตของกิจการเป็นหลัก เหตุผลดังที่กล่าวไปแล้ว

อีกทั้งผู้วิจัยได้ทำรายงาน Marginal effect ในตารางที่ 4.1 คู่กัน หรือก็คือผลการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables) แต่ละตัวซึ่งเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นจากค่าเฉลี่ยของมันหนึ่งหน่วยที่มีต่อโอกาสในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ (Probability of merger and acquisition) โดยให้



ตัวแปรอธิบายตัวอื่นๆ มีค่าเท่ากับค่าเฉลี่ยในกลุ่มตัวอย่าง สำหรับตารางที่ 4.5 จะเป็นการรายงานความแม่นยำของการใช้ตัวแปรอธิบายในการทำนายการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ

ค่า LR chi2 เป็นค่าสถิติที่ใช้ทดสอบว่าตัวแปรอธิบายที่อยู่ในแบบจำลองนั้น มีตัวแปรอย่างน้อยหนึ่งตัวที่สามารถอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ถ้าค่านี้มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าตัวแปรอธิบายที่มีสามารถอธิบายตัวแปรตามคือการตัดสินใจควบรวมและเข้าซื้อกิจการได้ ผลการศึกษาพบว่าตัวแปรที่ใช้ทดสอบในทั้งสองแบบจำลอง ซึ่งสามารถอธิบายโอกาสการควบรวมและเข้าซื้อกิจการได้โดยมีนัยสำคัญทางสถิติ

ค่า Pseudo R2 ในตารางที่ 4.1 ซึ่งวัดวงจรชีวิตของกิจการด้วย RETE โดยวิเคราะห์ในแบบจำลองที่ 2 คือ ทดสอบตัวอย่างโดยที่ตัดข้อมูลของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms ที่มี RETE เป็นค่าลบ) ซึ่งอธิบายได้ว่าตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้เท่ากับ 5.97 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งมีค่าใกล้เคียงกับค่า Pseudo R2 ในตารางที่ 4.2 ซึ่งวัดวงจรชีวิตของกิจการด้วย RETA ในแบบจำลองที่ 2 คือ ทดสอบตัวอย่างโดยที่ตัดข้อมูลของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms ที่มี RETA เป็นค่าลบ) ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้เท่ากับ 5.75 เปอร์เซ็นต์ สามารถสรุปได้ว่าแบบจำลองที่วัดวงจรชีวิตของกิจการด้วย RETE เป็นแบบจำลองที่มีความเหมาะสมใกล้เคียงแบบจำลองที่วัดวงจรชีวิตของกิจการด้วย RETA

ส่วน ค่า Counted R2 ในตารางที่ 4.1 ซึ่งวัดวงจรชีวิตของกิจการด้วย RETE โดยวิเคราะห์ในแบบจำลองที่ 2 คือ ทดสอบตัวอย่างโดยที่ตัดข้อมูลของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms ที่มี RETE เป็นค่าลบ) พบว่า ตัวแปรอธิบายที่ใช้ในการทดสอบสามารถทำนายการควบรวมและเข้าซื้อกิจการหรือไม่ควบรวมและเข้าซื้อกิจการได้ถูกต้องประมาณ 68.8 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งมีค่าใกล้เคียงกับ ค่า Counted R2 ในตารางที่ 4.2 ซึ่งวัดวงจรชีวิตของกิจการด้วย RETA ในแบบจำลองที่ 2 คือ ทดสอบตัวอย่างโดยที่ตัดข้อมูลของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms ที่มี RETA เป็นค่าลบ) ซึ่งสอดคล้องกับผลทางสถิติในตารางที่ 4.5 แสดงผลว่า แบบจำลองที่วัดอายุกิจการด้วย RETE ทำนายถูกต้องในกรณีที่มีการควบรวมและเข้าซื้อกิจการประมาณ 15.47 เปอร์เซ็นต์ และทำนายถูกต้องกรณีที่ไม่ควบรวมและเข้าซื้อกิจการประมาณ 92.11 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งมีค่าใกล้เคียงกับการวัดวงจรชีวิตของกิจการด้วย RETA

นอกจากนั้นผลที่ได้จากแบบจำลองที่ 2 คือ ทดสอบตัวอย่างโดยที่ตัดข้อมูลของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms ที่มี RETE เป็นค่าลบ) ในตารางที่ 4.1 และ ตารางที่ 4.2 อาจถูกตีความได้ว่า RETE ของบริษัทที่ผ่านมามีผลต่อการตัดสินใจควบรวมและเข้าซื้อกิจการมากกว่า RETA ดังนั้นการรายงานผล Marginal effect ของตัวแปรอื่นๆ จะยึดตามแบบจำลองที่สองซึ่งใช้ RETE เป็นตัวแปรวัดอายุของกิจการ ผลการประมาณค่าแบบจำลองพบว่า แต่ละปัจจัยมีความสัมพันธ์กับโอกาสการควบรวมและเข้าซื้อกิจการดังนี้

วงจรชีวิตของกิจการ จากผลการทดสอบดังแสดงในตารางที่ 4.1 พบว่า RETE สัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับโอกาสการควบรวมกิจการสอดคล้องตามสมมติฐานอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ขนาดของผลกระทบทันทีต่อโอกาสในการควบรวมกิจการ RETE เพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ยจะทำให้โอกาสที่บริษัทจะทำการควบรวมและเข้าซื้อกิจการเพิ่มขึ้น 3.85 เปอร์เซ็นต์ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่า ROE มีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับโอกาสการควบรวมกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องตาม Efficiency Theories ขนาดของผลกระทบทันทีต่อโอกาสในการควบรวมกิจการ เมื่อ ROE เพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ยบริษัทจะมีความน่าจะเป็นในการควบรวมกิจการเพิ่มขึ้นเพียง 0.27 เปอร์เซ็นต์

อัตราการเติบโต การศึกษานี้ใช้อัตราการเติบโตของรายได้ (Growth) ซึ่งคำนวณจากรายได้รวมปีนี้ลบรายได้รวมปีก่อนหน้าแล้วหารด้วยรายได้รวมปีก่อนหน้า คูณด้วย 100 เป็นตัวแปรหลักในการวัดการเติบโต ผลการทดสอบพบว่า Growth มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับโอกาสในการควบรวมกิจการสอดคล้องตามสมมติฐานแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ขนาดของกิจการ การศึกษานี้ใช้สินทรัพย์รวม (ถือฐานธรรมชาติของสินทรัพย์รวม) แทนตัววัดขนาดของกิจการ ผลการศึกษาพบว่าขนาดของกิจการสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับโอกาสในการควบรวมกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องตามสมมติฐาน ขนาดของผลกระทบทันทีต่อโอกาสในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ เมื่อบริษัทมีขนาดเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ยจะทำให้ความน่าจะเป็นในการควบรวมกิจการเพิ่มขึ้นถึง 4.97 เปอร์เซ็นต์

อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (MTB) ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโอกาสควบรวมและเข้าซื้อกิจการสอดคล้องตามทฤษฎี Stock market driven acquisition อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขนาดของผลกระทบทันทีต่อโอกาสในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ เมื่อบริษัทมี MTB เพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย จะทำให้โอกาสที่บริษัทจะทำการควบรวมและเข้าซื้อกิจการเพิ่มขึ้น 0.34 เปอร์เซ็นต์

กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโอกาสควบรวมสอดคล้องตามทฤษฎีตัวแทนแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity) การศึกษานี้ใช้ผลรวมของเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดต่อสินทรัพย์รวมแทนตัววัดสภาพคล่องของบริษัท ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโอกาสควบรวมและเข้าซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับผลการศึกษางานวิจัยของ Oonpipat (2009) ซึ่งอธิบายว่าบริษัทอาจเตรียมนำเงินสดที่เพิ่มขึ้นไปขยายการลงทุน สำหรับขนาดของผลกระทบทันทีต่อโอกาสในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ

เมื่อบริษัทมีอัตราส่วนสภาพคล่องเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย จะทำให้โอกาสที่บริษัทจะทำการควบรวมและเข้าซื้อกิจการเพิ่มขึ้น 31.84 เปอร์เซ็นต์

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Leverage) ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์กับโอกาสในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการในทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่าเมื่อบริษัทมีหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในระดับสูงจะทำให้มีโอกาสทำการควบรวมและเข้าซื้อกิจการลดน้อยลงสอดคล้องตามทฤษฎีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ สำหรับขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ เมื่อบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย จะทำให้โอกาสที่บริษัทจะทำการควบรวมและเข้าซื้อกิจการเพิ่มขึ้น 3.98 เปอร์เซ็นต์

**ตารางที่ 4.1** สรุปผลทางสถิติรวมของความน่าจะเป็นที่จะเป็นผู้ควบรวมและเข้าซื้อกิจการและ Marginal effect ของตัวแปรอธิบายที่มีต่อโอกาสการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ โดยใช้ Probit model (แทนอายุกิจการด้วย RETE)

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	ค่าเฉลี่ย	แบบจำลอง 1 (ใช้ข้อมูลทั้งหมด)		ค่าเฉลี่ย	แบบจำลอง 2 (ใช้ข้อมูลเฉพาะที่ RETE > 0)	
			Coefficient	Marginal Effect		Coefficient	Marginal Effect
RETE	+	0.2631	0.0188 (0.0350)	0.0069 (0.0127)	0.2796	0.1119 (0.1518)	0.0385 (0.0520)
ROE	+	12.8873	0.0030 (0.0018)	0.0011 (0.0007)	13.4398	0.0078 ** (0.0035)	0.0027 ** (0.0013)
Growth	+	12.8553	0.0008 (0.0011)	0.0003 (0.0004)	12.8452	0.0007 (0.0012)	0.0002 (0.0004)
Size	+	9.6504	0.1131 *** (0.0245)	0.0412 *** (0.0090)	9.7132	0.1443 *** (0.0281)	0.0497 *** (0.0099)
MTB	+	4.1130	0.0099 ** (0.0047)	0.0036 ** (0.0017)	3.9896	0.0097 * (0.0053)	0.0034 * (0.0018)
FCF	+	-0.0117	-0.1619 (0.3221)	-0.0591 (0.1195)	-0.0115	0.0031 (0.3444)	0.0011 (0.1186)
Liquidity	+	0.2338	1.0156 *** (0.3349)	0.3704 *** (0.1246)	0.2356	0.9246 ** (0.3766)	0.3184 ** (0.1326)
Leverage	-	1.9756	-0.1064 ** (0.0518)	-0.0388 ** (0.0178)	2.0177	-0.1157 ** (0.0563)	-0.0398 ** (0.0179)

**ตารางที่ 4.1** สรุปผลทางสถิติรวมของที่น่าจะเป็นที่จะเป็นผู้ควรรวมและเข้าซื้อกิจการและ Marginal effect ของตัวแปรอธิบายที่มีต่อโอกาสการควรรวมและเข้าซื้อกิจการ โดยใช้ Probit model (แทนอายุกิจการด้วย RETE) (ต่อ)

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	ค่าเฉลี่ย	แบบจำลอง 1 (ใช้ข้อมูลทั้งหมด)		ค่าเฉลี่ย	แบบจำลอง 2 (ใช้ข้อมูลเฉพาะที่ RETE >0)	
			Coefficient	Marginal Effect		Coefficient	Marginal Effect
Constant			-1.6381 *** (0.2489)			-2.1117 *** (0.2740)	
N			871	871		848	848
LR Chi2			39.7800 ***	39.7800 ***		64.0300 ***	64.0300 ***
Pseudo R2			0.0354	0.0354		0.0597	0.0597
Counted R2			0.6600	0.6600		0.6880	0.6880

\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (ค่าในวงเล็บแสดงค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error))

ผู้วิจัยทดสอบผล Robustness ของแบบจำลองด้วย Probit Model โดยใช้ RETA เป็นตัวแทนวัดวงจรชีวิตของกิจการ จากนั้นจึงทำการทดสอบด้วยวิธีเดียวกันอีกครั้ง ผลการทดสอบดังแสดงในตารางที่ 4.2 (แบบจำลอง 2) พบว่าได้ผลการทดสอบและขนาดของผลกระทบที่ใกล้เคียงกับแบบจำลอง Probit Model ซึ่งใช้ RETE เป็นตัวแทนวัดวงจรชีวิตของกิจการ ดังนี้

วงจรชีวิตของกิจการ ผลการทำ Robustness Test พบว่า RETA ให้ผลเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการใช้ RETE เป็นตัวแทนวัดวงจรชีวิตของกิจการ โดยบริษัทที่มีกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในระดับสูงมีโอกาสการควรรวมกิจการมากขึ้นสอดคล้องตามสมมติฐานอย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่า ROE มีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับโอกาสการควรรวมกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องตาม Efficiency Theories ขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสในการควรรวมกิจการ เมื่อ ROE เพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ยหรือเพิ่มเป็น 14.4398 เปอร์เซ็นต์ บริษัทจะมีความน่าจะเป็นในการควรรวมกิจการเพิ่มขึ้นเพียง 0.27 เปอร์เซ็นต์

อัตราการเติบโต การศึกษานี้ใช้อัตราการเติบโตของรายได้ (Growth) ซึ่งคำนวณจากรายได้รวมปีลบรายได้รวมปีก่อนหน้าแล้วหารด้วยรายได้รวมปีก่อนหน้า คูณด้วย 100 เป็นตัวแปร



หลักในการวัดการเติบโต ผลการทดสอบพบว่า Growth มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับโอกาสในการรวบรวมกิจการสอดคล้องตามสมมติฐานแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ขนาดของกิจการ การศึกษานี้ใช้สินทรัพย์รวม (ถือมาตรฐานธรรมชาติของสินทรัพย์รวม) แทนตัววัดขนาดของกิจการ ผลการศึกษาพบว่าขนาดของกิจการสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับโอกาสในการรวบรวมกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องตามสมมติฐาน ขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสในการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการ เมื่อบริษัทมีขนาดเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย จะทำให้ความน่าจะเป็นในการรวบรวมกิจการเพิ่มขึ้นถึง 5.31 เปอร์เซ็นต์

อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (MTB) ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ โอกาสรวบรวมและเข้าซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องตามทฤษฎี Stock market driven acquisition แต่ขนาดของผลกระทบค่อนข้างต่ำ เมื่อ MTB เพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์ จากค่าเฉลี่ย บริษัทจะมีความน่าจะเป็นในการรวบรวมกิจการเพิ่มขึ้นเพียง 0.34 เปอร์เซ็นต์

กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับโอกาสรวบรวมซึ่งไม่สอดคล้องตามทฤษฎีตัวแทน แต่ทั้งนี้ผลการทดสอบไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity) การศึกษานี้ใช้ผลรวมของเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดต่อสินทรัพย์รวมแทนตัววัดสภาพคล่องของบริษัท ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโอกาสรวบรวมและเข้าซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Oonpipat (2009) ซึ่งอธิบายว่าบริษัทอาจเตรียมนำเงินสดที่เพิ่มขึ้นไปขยายการลงทุน สำหรับขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสในการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการ เมื่อบริษัทมีอัตราส่วนสภาพคล่องเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย จะทำให้โอกาสที่บริษัทจะทำการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการเพิ่มขึ้น 33.45 เปอร์เซ็นต์

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Leverage) ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์กับโอกาสในการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการในทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่าเมื่อบริษัทมีหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในระดับสูงจะทำให้มีโอกาทำการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการลดน้อยลงสอดคล้องตามทฤษฎีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ สำหรับขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสในการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการ เมื่อบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์ จะทำให้โอกาสที่บริษัทจะทำการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการลดลง 4.13 เปอร์เซ็นต์



**ตารางที่ 4.2** Robustness Test สรุปผลทางสถิติรวมของความน่าจะเป็นที่จะเป็นผู้ควบรวมและเข้าซื้อกิจการและ Marginal effect ของตัวแปรอธิบายที่มีต่อโอกาสการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ โดยใช้ Probit model (แทนอายุกิจการด้วย RETA)

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	ค่าเฉลี่ย	แบบจำลอง 1 (ใช้ข้อมูลทั้งหมด)		ค่าเฉลี่ย	แบบจำลอง 2 (ใช้ข้อมูลเฉพาะที่ RETE > 0)	
			Coefficient	Marginal Effect		Coefficient	Marginal Effect
RETA	+	0.1809	-0.2334 ** (0.1141)	-0.0840 ** (0.0406)	0.2014	0.0705 (0.1511)	0.0244 (0.0526)
ROE	+	12.8873	0.0030 * (0.0017)	0.0011 * (0.0006)	13.4398	0.0078 *** (0.0029)	0.0027 *** (0.0011)
Growth	+	12.8553	0.0009 (0.0011)	0.0003 (0.0004)	12.8452	0.0008 (0.0012)	0.0003 (0.0004)
Size	+	9.6504	0.1293 *** (0.0252)	0.0465 *** (0.0091)	9.7132	0.1533 *** (0.0265)	0.0531 *** (0.0092)
MTB	+	4.1130	0.0093 ** (0.0046)	0.0033 ** (0.0017)	3.9896	0.0097 * (0.0052)	0.0034 * (0.0018)
FCF	+	-0.0117	-0.0733 (0.3249)	-0.0264 (0.1179)	-0.0115	-0.0079 (0.3456)	-0.0027 (0.1199)
Liquidity	+	0.2338	1.1133 *** (0.3392)	0.4006 *** (0.1246)	0.2356	0.9656 ** (0.3764)	0.3345 ** (0.1329)
Leverage	-	1.9756	-0.1290 ** (0.0555)	-0.0464 ** (0.0184)	2.0177	-0.1192 ** (0.0574)	-0.0413 ** (0.0182)
Constant			-1.7538 *** (0.2519)			-2.1756 *** (0.2673)	***
N			871	871		848	848
LR Chi2			43.4000 ***	43.4000 ***		61.7200 ***	61.7200 ***
Pseudo R2			0.0386	0.0386		0.0575	0.0575
Counted R2			0.6570	0.6570		0.6880	0.6880

\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (ค่าในวงเล็บแสดงค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error))

เมื่อผู้วิจัยได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมด้วยการแบ่งช่วงวงจรชีวิตออกเป็น 3 ช่วงคือ Young firms, Mature firms และ Old firms แล้วทำการทดสอบอีกครั้ง

ค่า LR chi2 เป็นค่าสถิติที่ใช้ทดสอบว่าตัวแปรอธิบายที่อยู่ในแบบจำลองนั้น มีตัวแปรอย่างน้อยหนึ่งตัวที่สามารถอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ถ้าค่านี้มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าตัวแปรอธิบายที่สามารถอธิบายตัวแปรตามคือการตัดสินใจรวบรวมและเข้าซื้อกิจการได้ ผลการศึกษาพบว่าตัวแปรที่ใช้ทดสอบในทั้งในตารางที่ 4.3 และ ตารางที่ 4.4 ซึ่งสามารถอธิบายโอกาสการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการได้โดยมีนัยสำคัญทางสถิติ

ค่า Pseudo R2 ในตารางที่ 4.3 ซึ่งวัดวงจรชีวิตของกิจการด้วย RETE ซึ่งอธิบายได้ว่าตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้เท่ากับ 7.27 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งมีใกล้เคียงกับค่า Pseudo R2 ในตารางที่ 4.4 ซึ่งวัดวงจรชีวิตของกิจการด้วย RETA ตัวแปรอธิบายสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้เท่ากับ 7.91 เปอร์เซ็นต์ สามารถสรุปได้ว่าแบบจำลองที่วัดวงจรชีวิตของกิจการด้วย RETE เป็นแบบจำลองที่มีความเหมาะสมในการพยากรณ์ใกล้เคียงแบบจำลองที่วัดวงจรชีวิตของกิจการด้วย RETA

ส่วน ค่า Counted R2 ในตารางที่ 4.3 ซึ่งวัดวงจรชีวิตของกิจการด้วย RETE พบว่า ตัวแปรอธิบายที่ใช้ในการทดสอบสามารถทำนายการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการหรือไม่รวบรวมและเข้าซื้อกิจการได้ถูกต้องประมาณ 67.00 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งมีค่าใกล้เคียงกับ ค่า Counted R2 ในตารางที่ 4.4 ซึ่งวัดวงจรชีวิตของกิจการด้วย RETA ในขณะที่ตารางที่ 4.5 แสดงผลว่า แบบจำลองที่วัดอายุกิจการด้วย RETE ทำนายถูกต้องในกรณีที่มีการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการประมาณ 15.47 เปอร์เซ็นต์ และทำนายถูกต้องกรณีที่ไม่รวบรวมและเข้าซื้อกิจการประมาณ 92.11 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งมีค่าใกล้เคียงกับการวัดวงจรชีวิตของกิจการด้วย RETA จากผลการประมาณค่าแบบจำลองพบว่า แต่ละปัจจัยมีความสัมพันธ์กับโอกาสในการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการดังนี้

วงจรชีวิตของกิจการ จากผลการทดสอบดังแสดงในตารางที่ 4.3 พบหลักฐานว่าวงจรชีวิตของกิจการมีผลต่อโอกาสในการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการ โดยบริษัทที่เพิ่งเจริญเติบโต (Young firms) ซึ่งมีกำไรสะสมในโครงสร้างต้นทุนอยู่ในระดับต่ำมีโอกาสการรวบรวมกิจการมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่คาดว่า Young firms จะมีโอกาสรวบรวมกิจการน้อยลงเนื่องด้วยข้อจำกัดด้านทรัพยากร สำหรับบริษัทที่อยู่ในช่วงการเติบโตเต็มที่ (Mature firms) ซึ่งมีกำไรสะสมจำนวนมากมีโอกาสรวบรวมกิจการมากขึ้นสอดคล้องตามสมมติฐานแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับบริษัทที่อยู่ในช่วงการเติบโตอิมตัว (Old firms) ที่แม้ว่าจะมีกำไรสะสมอยู่ในระดับสูงสุดแต่กลับมีโอกาสรวบรวมกิจการน้อยลงสอดคล้องตามสมมติฐานแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสในการควบรวมกิจการ สำหรับ Young firms เมื่อ RETE เพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย จะมีความน่าจะเป็นในการควบรวมกิจการเพิ่มขึ้นถึง 48.4 เปอร์เซ็นต์ เมื่อเป็น Mature firms แล้ว RETE เพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย จะมีความน่าจะเป็นในการควบรวมกิจการเพิ่มขึ้นเพียง 0.40 เปอร์เซ็นต์ ในขณะที่เมื่อถึงช่วงอิมตัวเป็น Old firms แล้ว RETE เพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย จะมีความน่าจะเป็นในการควบรวมกิจการลดลง 5.7 เปอร์เซ็นต์

อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่า ROE มีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับโอกาสการควบรวมกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องตาม Efficiency Theories ขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสในการควบรวมกิจการ เมื่อ ROE เพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย บริษัทจะมีความน่าจะเป็นในการควบรวมกิจการเพิ่มขึ้นเพียง 0.27 เปอร์เซ็นต์

อัตราการเติบโต การศึกษานี้ใช้อัตราการเติบโตของรายได้ (Growth) ซึ่งคำนวณจากรายได้รวมปีนี้ลบรายได้รวมปีก่อนหน้าแล้วหารด้วยรายได้รวมปีก่อนหน้า คูณด้วย 100 เป็นตัวแปรหลักในการวัดการเติบโต ผลการทดสอบพบว่า Growth มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับโอกาสในการควบรวมกิจการสอดคล้องตามสมมติฐานแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ขนาดของกิจการ การศึกษานี้ใช้สินทรัพย์รวม (ถือฐานธรรมชาติของสินทรัพย์รวม) แทนตัววัดขนาดของกิจการ ผลการศึกษาพบว่าขนาดของกิจการสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับโอกาสในการควบรวมกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องตามสมมติฐาน ขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ เมื่อบริษัทมีขนาดเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย จะทำให้ความน่าจะเป็นในการควบรวมกิจการเพิ่มขึ้นถึง 4.79 เปอร์เซ็นต์

อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (MTB) ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโอกาสควบรวมและเข้าซื้อกิจการสอดคล้องตามทฤษฎี Stock market driven acquisition แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโอกาสควบรวมสอดคล้องตามทฤษฎีตัวแทนแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity) การศึกษานี้ใช้ผลรวมของเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดต่อสินทรัพย์รวมแทนตัววัดสภาพคล่องของบริษัท ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโอกาสควบรวมและเข้าซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Oonpipat (2009) ซึ่งอธิบายว่าบริษัทอาจเตรียมนำเงินสดที่เพิ่มขึ้นไปขยายการลงทุน สำหรับขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ เมื่อบริษัทมีอัตราส่วนสภาพคล่องเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย จะทำให้โอกาสที่บริษัทจะทำการควบรวมและเข้าซื้อกิจการเพิ่มขึ้น 28.07 เปอร์เซ็นต์

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Leverage) ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์กับโอกาสในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการในทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่าเมื่อบริษัทมีหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในระดับสูงจะทำให้มีโอกาสดำเนินการควบรวมและเข้าซื้อกิจการลดน้อยลงสอดคล้องตามทฤษฎีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ สำหรับขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ เมื่อบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย จะทำให้โอกาสที่บริษัทจะทำการควบรวมและเข้าซื้อกิจการลดลง 3.95 เปอร์เซ็นต์

ทั้งนี้บริบทของกลุ่มตัวอย่างในผลงานวิจัยชิ้นนี้ต่างจากกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยเชิงประจักษ์ทั้งในแง่ของช่วงระยะเวลาที่เก็บข้อมูลและพฤติกรรมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่การตัดสินใจในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการอาจจะไม่ได้ขึ้นอยู่กับวงจรชีวิตของบริษัทเป็นสำคัญ แต่การควบรวมและเข้าซื้อกิจการอาจจะเป็นไปเพื่อวัตถุประสงค์ด้านอื่น อาทิ เพื่อสร้างผลกำไร หรือ โครงสร้างทางการเงินและสภาพสังคมวัฒนธรรมของประเทศไทย เช่น เนื่องจากว่าบริษัทที่มีกำไรสะสมน้อยแต่ยังมีการควบรวมกิจการและเข้าซื้อกิจการที่เกิดขึ้นช่วงเวลาที่ศึกษาวิจัยเนื่องมาจากกลุ่มบริษัทเหล่านี้เป็นบริษัทลูกของบริษัทแม่ที่มีผลประกอบการทางการเงินที่แข็งแกร่งพอจะสามารถช่วยให้บริษัทลูกทำการควบรวมกิจการและเข้าซื้อกิจการ และบริษัทลูกที่มีกำไรสะสมน้อยแต่ยังมีการควบรวมกิจการเหล่านั้นมีลักษณะธุรกิจประเภทเดียวกันกับบริษัทที่ไปควบรวม (Target Firm) และมีบริษัทแม่ให้การสนับสนุนทางการเงิน เพื่อเพิ่มศักยภาพในการขยายธุรกิจในภาพรวมของบริษัทในเครือ หรือ องค์กรบางองค์กรในประเทศไทยมีการบริหารจัดการองค์กรแบบครอบครัว (Family-run business) ซึ่งหากองค์กรใดในระดับหนึ่งก็ยังไม่ทำการควบรวมหรือเข้าซื้อกิจการแบบในต่างประเทศ หรือหากมองในมุมมองที่ว่าถ้าผู้บริหารงานไม่มีความสามารถ ในต่างประเทศก็จะเกิดการเข้าซื้อกิจการเพื่อทำการบริหารแทนให้เกิดมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้น แต่ในประเทศไทยบริษัทหลายบริษัทยังมีการบริหารจัดการองค์กรแบบครอบครัว (Family-run business) ดังนั้น โอกาสที่จะเกิดการเปลี่ยนผู้บริหาร โดยการเข้าซื้อกิจการจึงเป็นไปได้น้อย เป็นต้น ซึ่งสอดคล้องกับผลงานวิจัยของนางสาวลลิตา แซ่กัง ในปี พ.ศ. 2558 (Sackang, 2015) จากการวิเคราะห์ความสัมพันธ์พบว่าบริษัทที่มีอายุน้อยกว่าหรือเท่ากับ 30 ปี นั้นมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าธุรกิจที่มีอายุน้อยนั้นมีผลการดำเนินงานของกิจการที่ดีกว่า อาจเนื่องมาจากการสูญเสียทิศทางในระยะยาวของกิจการหรือความสัมพันธ์ของเครือญาติเมื่อเวลาผ่านไปจะมีระยะห่างจากจำนวนสมาชิกที่เพิ่มขึ้น ทำให้ผลการดำเนินงานของธุรกิจเมื่อมีอายุมากต่ำลง ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลสถิติของการสืบทอดธุรกิจครอบครัวในไทย เป็นต้น



ตารางที่ 4.3 สรุปผลทางสถิติรวมของแต่ละช่วงวงจรชีวิตของกิจการ และ Marginal effect ของตัวแปรอธิบายที่มีต่อโอกาสการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ โดยใช้ Probit model (แทนอายุกิจการด้วย RETE)

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	ค่าเฉลี่ย	Coefficient	Marginal Effect
RETE*Y	-	-0.1246	1.6742 ** (0.7920)	0.4840 ** (0.1881)
RETE*M	+	0.2175	0.0138 (0.3253)	0.0040 (0.0939)
RETE*O	-	0.1868	-0.1973 (0.2328)	-0.0570 (0.0693)
ROE	+	13.4398	0.0095 ** (0.0038)	0.0027 ** (0.0012)
Growth	+	12.8452	0.0002 (0.0012)	0.0001 (0.0004)
Size	+	9.7132	0.1656 *** (0.0293)	0.0479 *** (0.0099)
MTB	+	3.9896	0.0079 (0.0049)	0.0023 (0.0015)
FCF	+	-0.0115	0.1480 (0.3553)	0.0428 (0.0997)
Liquidity	+	0.2356	0.9709 ** (0.3977)	0.2807 ** (0.1204)
Leverage	-	2.0177	-0.1365 ** (0.0575)	-0.0395 ** (0.0147)
Constant			-2.2818 *** (0.2897)	***
N			848	848
LR Chi2			77.9500 ***	77.9500 ***
Pseudo R2			0.0727	0.0727
Counted R2			0.6700	0.6700

\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (ค่าในวงเล็บแสดงค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error))



ผู้วิจัยทดสอบผล Robustness ของแบบจำลองด้วย Probit Model โดยใช้ RETA เป็นตัวแทน วัตถุประสงค์ของกิจการ โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น Young firms, Mature firms และ Old firms ด้วยวิธีเดียวกับการแบ่งช่วงวงจรชีวิตของกิจการโดยใช้ตัวแปร RETE จากนั้นจึงทำการทดสอบด้วยวิธีเดียวกันอีกครั้ง ผลการทดสอบดังแสดงในตารางที่ 4.4

วงจรชีวิตของกิจการ ผลการทำ Robustness Test พบว่า RETA ให้ผลเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการใช้ RETE เป็นตัวแทนวัตถุประสงค์ของกิจการ โดย Young firms ซึ่งมีกำไรสะสมน้อยมีโอกาสดำเนินการรวมกิจการมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสในการรวมกิจการ เมื่อ RETA เพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย Young firms จะมีความน่าจะเป็นในการรวมกิจการเพิ่มขึ้นถึง 101.95 เปอร์เซ็นต์ สำหรับ Mature firms ซึ่งมีกำไรสะสมจำนวนมาก มีโอกาสดำเนินการรวมกิจการมากขึ้นสอดคล้องตามสมมติฐานแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับ Old firms ที่แม้ว่าจะมีกำไรสะสมอยู่ในระดับสูงสุดแต่กลับมีโอกาสดำเนินการน้อยลงสอดคล้องตามสมมติฐานแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่า ROE มีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับโอกาสการรวมกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องตาม Efficiency Theories ขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสในการรวมกิจการ เมื่อ ROE เพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย บริษัทจะมีความน่าจะเป็นในการรวมกิจการเพิ่มขึ้นเพียง 0.23 เปอร์เซ็นต์

อัตราการเติบโต การศึกษานี้ใช้อัตราการเติบโตของรายได้ (Growth) ซึ่งคำนวณจากรายได้รวมปีนี้ลบรายได้รวมปีก่อนหน้าแล้วหารด้วยรายได้รวมปีก่อนหน้า คูณด้วย 100 เป็นตัวแปรหลักในการวัดการเติบโต ผลการทดสอบพบว่า Growth มีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับโอกาสในการรวมกิจการสอดคล้องตามสมมติฐานแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ขนาดของกิจการ การศึกษานี้ใช้สินทรัพย์รวม (ถือฐานธรรมชาติของสินทรัพย์รวม) แทนตัววัดขนาดของกิจการ ผลการศึกษาพบว่าขนาดของกิจการสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันกับโอกาสในการรวมกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องตามสมมติฐาน ขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสในการรวมและเข้าซื้อกิจการ เมื่อบริษัทมีขนาดเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย จะทำให้ความน่าจะเป็นในการรวมกิจการเพิ่มขึ้นถึง 4.89 เปอร์เซ็นต์

อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (MTB) ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโอกาสรวมและเข้าซื้อกิจการสอดคล้องตามทฤษฎี Stock market driven acquisition แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโอกาสรวมสอดคล้องตามทฤษฎีตัวแทนแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity) การศึกษานี้ใช้ผลรวมของเงินสดและหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาดต่อสินทรัพย์รวมแทนตัววัดสภาพคล่องของบริษัท ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโอกาสรวบรวมและเข้าซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Oompipat (2009) ซึ่งอธิบายว่าบริษัทอาจเตรียมนำเงินสดที่เพิ่มขึ้นไปขยายการลงทุนสำหรับขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสในการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการ เมื่อบริษัทมีอัตราส่วนสภาพคล่องเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย จะทำให้ออกาสที่บริษัทจะทำการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการเพิ่มขึ้น 38.22 เปอร์เซ็นต์

อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม (Leverage) ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์กับโอกาสในการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการในทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่าเมื่อบริษัทมีหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในระดับสูงจะทำให้มีโอกาสดำเนินการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการลดน้อยลงสอดคล้องตามทฤษฎีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ สำหรับขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสในการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการ เมื่อบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้น 1 เปอร์เซ็นต์จากค่าเฉลี่ย จะทำให้ออกาสที่บริษัทจะทำการรวบรวมและเข้าซื้อกิจการลดลง 5.64 เปอร์เซ็นต์

จากการทำ Robustness Test โดยใช้ RETA เป็นตัวแทนวัดวงจรชีวิตของกิจการ จะเห็นได้ว่าผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ กับโอกาสการรวบรวมกิจการตลอดจนขนาดของผลกระทบที่เกิดขึ้นสอดคล้องกับผลการทดสอบซึ่งใช้ RETE ในการวัดวงจรชีวิตของกิจการ ยกเว้นความน่าจะเป็นที่ Young firms จะรวบรวมกิจการเพิ่มสูงกว่ากรณีที่ใช้ RETE เป็นตัวแทนวัดวงจรชีวิตของกิจการ ทั้งนี้ผลที่ได้อาจตีความได้ว่าแบบจำลองที่ใช้มีความน่าเชื่อถือ

นอกจากการศึกษาโดยใช้ Probit Model เพื่อหาค่าทางสถิติของผลการวิจัยแล้ว ยังได้มีการทดสอบ Robustness Test โดยใช้ Logit Model เพื่อทำการเปรียบเทียบผลลัพธ์ที่ได้ พบว่าได้ผลการทดสอบและขนาดของผลกระทบที่ใกล้เคียงกับแบบจำลอง Probit Model ซึ่งแสดงค่าผลลัพธ์ทางสถิติในภาคผนวก ตารางที่ A-2 ซึ่งประกอบไปด้วย ตาราง A-2.1 ถึง A-2.5 ทั้งนี้ผลที่ได้ อาจตีความได้ว่าแบบจำลองที่ใช้มีความน่าเชื่อถือ

**ตารางที่ 4.4** Robustness Test สรุปผลทางสถิติรวมของแต่ละช่วงวงจรชีวิตของกิจการ และ Marginal effect ของตัวแปรอธิบายที่มีต่อโอกาสการควบรวมและเข้าซื้อกิจการโดยใช้ Probit model (แทนอายุกิจการด้วย RETA)

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมาย ที่คาดหวัง	ค่าเฉลี่ย	Coefficient	Marginal Effect
RETA*Y	-	-0.0191	3.2743 ** (1.3148)	1.0195 ** (0.3873)
RETA*M	+	0.1017	0.8400 (0.5703)	0.2615 (0.1791)
RETA*O	-	0.1188	-0.4564 (0.3057)	-0.1421 (0.0942)
ROE	+	13.4398	0.0073 ** (0.0035)	0.0023 ** (0.0011)
Growth	+	12.8452	0.0003 (0.0012)	0.0001 (0.0004)
Size	+	9.7132	0.1572 *** (0.0271)	0.0489 *** (0.0087)
MTB	+	3.9896	0.0070 (0.0050)	0.0022 (0.0016)
FCF	+	-0.0115	0.2752 (0.3648)	0.0857 (0.1080)
Liquidity	+	0.2356	1.2275 ** (0.3976)	0.3822 ** (0.1285)
Leverage	-	2.0177	-0.1812 ** (0.0625)	-0.0564 ** (0.0162)
Constant			-2.2503 *** (0.2804)	***
N			848	848
LR Chi2			84.8500 ***	84.8500 ***
Pseudo R2			0.0791	0.0791
Counted R2			0.6830	0.6830

\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (ค่าในวงเล็บแสดงค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error))

ตารางที่ 4.5 รายงานความแม่นยำของการใช้ตัวแปรอธิบายทำนายการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ โดยใช้ Probit model (จะทำนายว่า ควบรวมและเข้าซื้อกิจการเมื่อได้ค่าความน่าจะเป็นตั้งแต่ 50%)

ผลการทำนายการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ ตามแบบจำลองที่ 1 (RETE)	การควบรวมและเข้าซื้อกิจการที่เกิดขึ้นจริง		รวมจำนวนบริษัทที่ทำนาย
	(จำนวนบริษัท)		
	ควบรวมและเข้าซื้อกิจการ	ไม่ควบรวมและเข้าซื้อกิจการ	
ทำนายว่าควบรวมและเข้าซื้อกิจการ	43	45	88
ทำนายว่าไม่ควบรวมและเข้าซื้อกิจการ	235	525	760
รวมจำนวนบริษัท	278	570	848
% บริษัทที่ทำนายถูกต้อง	15.47%	92.11%	100%

ผลการทำนายการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ ตามแบบจำลองที่ 2 (RETA)	การควบรวมและเข้าซื้อกิจการที่เกิดขึ้นจริง		รวมจำนวนบริษัทที่ทำนาย
	(จำนวนบริษัท)		
	ควบรวมและเข้าซื้อกิจการ	ไม่ควบรวมและเข้าซื้อกิจการ	
ทำนายว่าควบรวมและเข้าซื้อกิจการ	40	31	71
ทำนายว่าไม่ควบรวมและเข้าซื้อกิจการ	238	539	777
รวมจำนวนบริษัท	278	570	848
% บริษัทที่ทำนายถูกต้อง	14.39%	94.56%	100%

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษา

#### 5.1 ผลของงานวิจัย

ผลงานวิจัยชิ้นนี้มุ่งเน้นศึกษาทฤษฎีวงจรชีวิตของกิจการเพื่อใช้อธิบายโอกาสในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลที่ใช้จะครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนที่มีการควบรวมและเข้าซื้อกิจการในระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง มิถุนายน พ.ศ. 2560 เกณฑ์หลักที่ใช้ในการวัดวงจรชีวิตของกิจการ คืออัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด (RETE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับ โอกาสที่จะเป็นผู้ควบรวมและเข้าซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือเมื่อบริษัทมีกำไรสะสมในโครงสร้างต้นทุนอยู่ในระดับสูง โอกาสที่บริษัทจะทำการควบรวมและเข้าซื้อกิจการจะเพิ่มมากขึ้นตามไปด้วย ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่าวงจรชีวิตของบริษัทเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดโอกาสในการควบรวมกิจการ รวมถึงการทดสอบปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์กับโอกาสการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ ซึ่งผลการทดสอบออกมาพบว่าปัจจัยด้านอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น อัตราการเติบโต ขนาดของกิจการ อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี อัตราส่วนสภาพคล่อง มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโอกาสควบรวมและเข้าซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ คือเมื่อปัจจัยเหล่านี้มีค่าเพิ่มขึ้น จะทำให้โอกาสที่บริษัทจะทำการควบรวมและเข้าซื้อกิจการเพิ่มขึ้นด้วย มีเพียงกระแสเงินสดอิสระ ที่ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโอกาสควบรวมสอดคล้องตามทฤษฎีตัวแทนแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมที่ผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์กับโอกาสในการควบรวมและเข้าซื้อกิจการในทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่าเมื่อบริษัทมีหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในระดับสูงจะทำให้มีโอกาทำการควบรวมและเข้าซื้อกิจการลดน้อยลงสอดคล้องตามทฤษฎีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ

นอกจากนี้เมื่อแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 3 ช่วงวงจรชีวิต คือ Young firms, Mature firms และ Old firms แล้วทำการทดสอบอีกครั้งพบว่า บริษัทที่เพิ่งเจริญเติบโต (Young firms) ซึ่งมีกำไรสะสมในโครงสร้างต้นทุนอยู่ในระดับต่ำมีโอกาสการควบรวมกิจการมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่คาดว่า Young firms จะมีโอกาสควบรวมกิจการน้อยลงเนื่องด้วยข้อจำกัดด้านทรัพยากร ในส่วนของบริษัทที่อยู่ในช่วงการเติบโตเต็มที่ (Mature firms) ซึ่งมีกำไรสะสมจำนวน



มากมีโอกาสดูรวมกิจการมากขึ้นสอดคล้องตามสมมติฐานแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับบริษัทที่อยู่ในช่วงการเติบโต (Old firms) ที่แม้ว่าจะมีกำไรสะสมอยู่ในระดับสูงสุดแต่กลับมีโอกาสดูรวมกิจการน้อยลงสอดคล้องตามสมมติฐานแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ การทดสอบปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์กับโอกาสการรวมและเข้าซื้อกิจการ ซึ่งผลการทดสอบออกมาพบว่าปัจจัยด้านอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ขนาดของกิจการ อัตราส่วนสภาพคล่อง มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับโอกาสดูรวมและเข้าซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ คือเมื่อปัจจัยเหล่านี้มีค่าเพิ่มขึ้นจะทำให้โอกาสที่บริษัทจะทำการรวมและเข้าซื้อกิจการเพิ่มขึ้นด้วย ในส่วนของปัจจัยด้านอัตราการเติบโต อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี กระแสเงินสดอิสระ มีผลการศึกษพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับ โอกาสดูรวมสอดคล้องตามทฤษฎีแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และปัจจัยด้านอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม ที่ผลการศึกษพบว่ามีความสัมพันธ์กับโอกาสในการรวมและเข้าซื้อกิจการในทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่าเมื่อบริษัทมีหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมอยู่ในระดับสูงจะทำให้มีโอกาสดูรวมและเข้าซื้อกิจการลดน้อยลงสอดคล้องตามทฤษฎีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ

## 5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

ถึงแม้ว่าในปัจจุบันธุรกิจต่างๆ ทั่วโลกจะให้ความสนใจกับการรวมและเข้าซื้อกิจการ (M&A) โดยนิยมใช้เป็นเครื่องมือที่สำคัญอันหนึ่งในการขยายกิจการของตนเอง แต่สำหรับในประเทศไทยนั้นจำนวนธุรกรรมการรวมและเข้าซื้อกิจการที่เกิดขึ้นยังถือว่าไม่มากนักและจำกัดอยู่ในวงแคบ ประกอบกับลักษณะของการรวมกิจการที่เกิดขึ้นยังไม่มีหลากหลายเท่าใดนักเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเปรียบเทียบกับกิจกรรมการรวมกิจการในประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างประเทศสหรัฐอเมริกา และประเทศในแถบยุโรป เป็นต้น ทำให้จำนวนข้อมูลที่เก็บได้มีค่อนข้างจำกัด ส่งผลให้เมื่อนำข้อมูลมาทดสอบเพื่อหาปัจจัยสำคัญทางสถิติแล้วได้ผลการศึกษาที่ต่างจากงานวิจัยในประเทศ

ทั้งนี้ในงานศึกษานี้ได้ทำการเก็บข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากฐานข้อมูลของ Bloomberg ซึ่งมีข้อจำกัดเรื่องการจัดแบ่งประเภทอุตสาหกรรม โดย Bloomberg จัดแบ่งประเภทอุตสาหกรรมตามเกณฑ์สากล ซึ่งแตกต่างจากการจัดแบ่งประเภทอุตสาหกรรมตามประเภทมาตรฐานอุตสาหกรรม (ประเทศไทย) ปี 2552 (TSIC ปี 2552) ทำให้ในบางปีไม่ปรากฏข้อมูลของบริษัทควบคุม นอกจากนี้ยังมีข้อจำกัดเรื่องการเก็บข้อมูลของบริษัทควบคุม (Control firms) ที่จะนำมาเปรียบเทียบกับบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) ซึ่งจะเก็บข้อมูลโดยเลือกบริษัท

เปรียบเทียบที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันกับบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) และมีขนาดสินทรัพย์รวมใกล้เคียงกับบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) มากที่สุดสองอันดับแรก เมื่อแบ่งวงจรชีวิตของบริษัทเพื่อนำมาวิเคราะห์เชิงสถิติในแบบจำลองที่กลุ่มตัวอย่างมีเพียงบริษัทที่เพิ่งเจริญเติบโต (Young firms) เท่านั้น ผู้วิจัยได้แบ่งเฉพาะบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) เพียงอย่างเดียวแต่ไม่ได้จัดแบ่งวงจรชีวิตของบริษัทของบริษัทควบคุม (Control firms) ซึ่งอาจเป็นข้อจำกัดของการทดสอบเชิงสถิติ

จากการทำการเก็บข้อมูลและมีการทดสอบบริษัทที่มีกำไรสะสมเป็นลบแต่ยังมีการควบรวมกิจการและเข้าซื้อกิจการที่เกิดขึ้นช่วงเวลาที่ศึกษาวิจัย เนื่องมาจากกลุ่มบริษัทเหล่านี้เป็นบริษัทลูกของบริษัทแม่ที่มีผลประกอบการทางการเงินที่แข็งแกร่งพอจะสามารถช่วยให้บริษัทลูกทำการควบรวมกิจการและเข้าซื้อกิจการ และบริษัทลูกที่มีกำไรสะสมเป็นลบแต่ยังมีการควบรวมกิจการเหล่านี้มีลักษณะธุรกิจประเภทเดียวกันกับบริษัทที่ถูกควบรวม (Target firms) และมีบริษัทแม่ให้การสนับสนุนทางการเงิน เพื่อเพิ่มศักยภาพในการขยายธุรกิจ ในภาพรวมของบริษัทในเครือ ยกตัวอย่างเช่น บริษัท เอ็ม พิคเจอร์ส เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) โดยเมื่อวันที่ 1 กรกฎาคม พ.ศ. 2552 บริษัทได้ซื้อหุ้นสามัญของบริษัท เอ็ม วี ดี จำกัด (“MVD”) จากบริษัท บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 99.99 ของทุนจดทะเบียนและชำระแล้วของบริษัท MVD บริษัทซื้อหุ้นสามัญของบริษัท MVD โดยวิธีแลกหุ้นสามัญที่ออกใหม่ของบริษัทกับหุ้นสามัญของ MVD 4 เป็นต้น

### 5.3 ข้อเสนอแนะเพื่อการศึกษาวิจัยครั้งต่อไป

สำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป ผู้วิจัยเห็นว่าควรวัดวงจรชีวิตของบริษัท อาจใช้ตัวแปรอื่น นอกเหนือจากการใช้อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัววัดแทนได้ อาทิ อายุของกิจการ (Firm age) การเติบโตของยอดขาย (Sales growth) อัตราผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล (Dividend yield) ใช้จ่ายฝ่ายทุน (Capital expenditures) เป็นต้น ทั้งนี้เพื่อนำผลการทดสอบที่ได้มาเปรียบเทียบกัน

นอกเหนือจากการใช้ข้อมูลงบการเงินรวมของบริษัทที่ไปทำการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ (Acquiring firms) ซึ่งเป็นบริษัทที่มีอำนาจการควบคุมจากบริษัทแม่อีกบริษัทหนึ่ง ควรทำการวิจัยเป็นภาพรวมคือใช้ข้อมูลของงบการเงินรวมทั้งบริษัทและแม่บริษัทลูกนั้นเพื่อทำการวิจัยต่อไปในอนาคต

## บรรณานุกรม

- Adizes, I. (1979). *Managing corporate lifecycle: how to get to and stay at the top (Vol. 2)*. Santa Barbara, CA: The Adizes Institute Publisher.
- Ambrose, B. W., & Megginson, W. L. (1992). The role of asset Structure, ownership structure, and takeover defenses in determining acquisition likelihood. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(4), 575-589.
- Ang, J. S., & Cheng, Y. (2006). Direct evidence on the market-driven acquisition theory. *Journal of Financial Research*, 29(2), 199–216.
- Arikan, A. M., & Stulz, R. M. (2016). Corporate acquisitions, diversification, and the firm's life cycle. *Journal of Finance*, 71(1), 139-194.
- Baniya, D., & Shan, M. (2016). *A study on The Factors Affecting Merger and Acquisition Decision In Nepalese Banking Sector*. Master of Business Administration Master Thesis, University of Agder, Norway.
- Bose, S. (2014). Mergers and acquisitions: A popular tool for financial and operating synergy in the era of modern economy. *Sai Om Journal of Commerce & Management*, 1(6), 23-29.
- Chay, J. B., & Suh, J. (2009). Payout policy and cash-flow uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 88-107.
- Davis, G. F., & Stout, S. K. (1992). Organization theory and the market for corporate control: A dynamic analysis of the characteristics of large takeover targets, 1980-1990. *Administrative science quarterly*, 37 (4), 605-633.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.
- Dickinson, V. (2011). *Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle*. University of Mississippi, MS 38677, USA.
- Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S., & Teoh, S. H. (2006). Does investor misvaluation drive the takeover market? *Journal of Finance*, 61,(2), 725-762.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Eckbo, B. E. (2009). Bidding strategies and takeover premiums: A review. *Journal of Corporate Finance*, 15(1), 149-178.
- Erel, I., Jang, Y., & Minton, B. A. (2017). *Corporate liquidity, acquisitions, and macroeconomic conditions*. Charles A. Dice Center working paper 2017-13. The Ohio State University. Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics.
- Erel, I., Jang, Y., & Weisbach, M. S. (2012). *Financing-motivated acquisitions*. Working Paper 17867. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA 02138.
- Espahbodi, H., & Espahbodi, P. (2003). Binary choice models and corporate takeover. *Journal of Banking & Finance*, 27(4), 549-574.
- Faff, R., Kwok, W. C., Podolski, E. J., & Wong, G. (2016). Do corporate policies follow a Life-cycle? *Journal of Banking & Finance*, 69(1), 95-107.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- Grabowski, H. G., & Mueller, D. C. (1975). Life-cycle effects on corporate returns on retentions. *Review of Economics and Statistics*, 57(4), 400-409.
- Greiner, L. E. (1972). Evolution and revolution as organizations grow. *Harvard Business Review* 50(4), 37-46.
- Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics* (Fourth ed.). New York, USA: The McGrawHill Companies.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2015). Firm life cycle, corporate risk-taking, and investor sentiment. *Accounting & Finance*, 57(2), 465-497.
- Hagendorf, J., Collins, M., & Keasey, K. (2008). Investor protection and the value effects of bank merger announcements in Europe and the US. *Journal of Banking & Finance*, 32(7), 1333-1348.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of finance*, 54(6), 1969-1997.
- Healy, P. M., Palepu, K. C., & Rubak, R. S. (1992). *Does corporate performance improve after mergers?* Working paper No.3348 Journal of Financial Economics. National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA 02138.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Isarapongpaisal, P. (2015). *Critical success factor in merger and acquisition (M&A) and short-term stock reactions to M&A announcement*. Master of Science Independent Study, Thammasart University, Bangkok, Thailand.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.
- Jovanovic, B., & Rousseau, P. L. (2005). *The Q-theory of mergers*. Working Paper 8740. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA 02138.
- Kumar, M. S. (1985). Growth, acquisition activity and firm size: Evidence from the United Kingdom. *Journal of Industrial Economics*, 33(3), 327-338.
- Mantecon, T. (2008). An analysis of the implications of uncertainty and agency problems on the wealth effects to acquirers of private firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(5), 892-905.
- Martin, K. J. (1996). The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities, and management ownership. *Journal of Finance*, 51(4), 1227-1246.
- Martin, K. J., & McConnell, J. J. (1991). Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover. *Journal of Finance*, 46(2), 671-687.
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate governance and acquirer returns. *Journal of Finance*, 62(4), 1851-1889.
- Michael C. Jensen. (2004). Agency costs of overvalued equity. *European Financial Management*, 10(4), 549-565.
- Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 193-229.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & René M. Stulz. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201-228.



## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Oonpipat, O. (2009). *Dividend policy and earned/contributed capital mix: The empirical study of Thailand*. Master of Science Independent Study, Thammasat University, Bangkok, Thailand.
- Owen, S., & Yawson, A. (2010). Corporate life cycle and M&A activity. *Journal of Banking & Finance* 34(2), 427-440.
- Powell, R., & Yawson, A. (2005). Industry aspects of takeovers and divestitures: Evidence from the UK. *Journal of Banking & Finance*, 29(12), 3015-3040.
- Powell, R. G. (1997). Modelling takeover likelihood. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(7&8), 1009-1030.
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., & Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 561-603.
- Rhodes-Kropf, M., & Viswanathan, S. (2004). Market valuation and merger waves. *Journal of Finance*, 59(6), 2685-2718.
- Saekang, L. (2015). *The Relationship between family involvement and firm performance: Evidence from firms listed on the stock exchange of Thailand in SET100*. Master of Science Independent Study, Thammasat University, Bangkok, Thailand.
- Shimizu, K., & Hitt, M. A. (2005). What constrains or facilitates divestitures of formerly acquired firms? The effects of organizational inertia. *Journal of Management*, 31(1), 50-72.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics* 70(3), 295-311.
- Sumetsittikul, K. (2015). *Takeover regulations and the medium of exchange*. Master of Science Thesis, Chulalongkorn University Bangkok, Thailand.
- Weitzel, U., & McCarthy, K. J. (2011). Theory and evidence on mergers and acquisitions by small and medium enterprises *International journal of entrepreneurship and innovation management*, 14(2).

## บรรณานุกรม (ต่อ)

Whangsatian, P. (2010). *How dose merger and acquisition influence the operating performance of companies? - Study cases in Thailand during year 1999-2007* Master of Science Independent Study, Thammasart University, Bangkok, Thailand.





## ภาคผนวก ก

กลุ่มข้อมูลของบริษัทที่ควบรวมและเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาด  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2550 - มิ.ย. พ.ศ. 2560

ปี	จำนวน ธุรกรรมในปีที่ ทำการศึกษา (No. of Deal)	จ่ายชำระด้วย เงินสด (Cash deal) (%)	จ่ายชำระด้วยหุ้น (Stock deal) (%)	จ่ายชำระ แบบผสม (Mixed deal) (%)	ไม่เปิดเผยข้อมูล (Undisclosed deal) (%)
2550	50	88.00	2.00	2.00	8.00
2551	39	92.31	5.13	0.00	2.56
2552	37	83.78	5.41	8.11	2.70
2553	45	86.67	2.22	4.44	6.67
2554	35	88.57	2.86	8.57	0.00
2555	38	84.21	5.26	0.00	10.53
2556	31	93.55	0.00	0.00	6.45
2557	44	88.64	2.27	0.00	9.09
2558	37	83.78	0.00	0.00	16.22
2559	34	82.35	0.00	0.00	17.65
2560	19	73.68	0.00	0.00	26.32
<b>รวม</b>	<b>409</b>	<b>85.96</b>	<b>2.29</b>	<b>2.10</b>	<b>9.65</b>

แสดงถึงกลุ่มข้อมูลของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์  
ระหว่างปี พ.ศ. 2550 – มิ.ย. พ.ศ. 2560 ประกอบด้วย จำนวนการควบรวมกิจการในแต่ละปี โดยแบ่งเป็น  
ลักษณะการชำระ (Method of payment) 4 รูปแบบ คือ ชำระด้วยเงินสด (Cash deal) ชำระด้วยหุ้นสามัญ  
(Stock deal) ชำระแบบผสม (Mixed deal) และไม่เปิดเผยข้อมูล (Undisclosed deal)

## ภาคผนวก ข

## Robustness Test โดยใช้ Logit model

สรุปผลทางสถิติรวมของความน่าจะเป็นที่จะเป็นผู้ควรมอบและเข้าซื้อกิจการและ Marginal effect ของตัวแปรอธิบายที่มีต่อโอกาสการควรมอบและเข้าซื้อกิจการ โดยใช้ Logit model (แทนอายุกิจการด้วย RETE)

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	ค่าเฉลี่ย	แบบจำลอง 1 (ใช้ข้อมูลทั้งหมด)		ค่าเฉลี่ย	แบบจำลอง 2 (ใช้ข้อมูลเฉพาะที่ RETE > 0)	
			Coefficient	Marginal Effect		Coefficient	Marginal Effect
RETE	+	0.2631	0.0329 (0.0596)	0.0073 (0.0132)	0.2796	0.1804 (0.2307)	0.0372 (0.0474)
ROE	+	12.8873	0.0056 *	0.0012 *	13.4398	0.0128 **	0.0026 **
Growth	+	12.8553	0.0013 (0.0019)	0.0003 (0.0004)	12.8452	0.0010 (0.0020)	0.0002 (0.0004)
Size	+	9.6504	0.1888 ***	0.0419 ***	9.7132	0.2394 ***	0.0494 ***
MTB	+	4.1130	0.0158 **	0.0035 **	3.9896	0.0153 *	0.0032 *
FCF	+	-0.0117	-0.2384 (0.5296)	-0.0529 (0.1198)	-0.0115	0.0138 (0.5718)	0.0029 (0.1179)
Liquidity	+	0.2338	1.6827 ***	0.3733 ***	0.2356	1.5392 **	0.3179 **
Leverage	-	1.9756	-0.1797 **	-0.0399 **	2.0177	-0.1933 **	-0.0399 **
Constant			-2.7248 *** (0.4188)			-3.4827 *** (0.4624)	
N			871	871		848	848
LR Chi2			40.4000 ***	40.4000 ***		63.4600 ***	63.4600 ***
Pseudo R2			0.0360	0.0360		0.0591	0.0591
Counted R2			0.6610	0.6610		0.6880	0.6880

\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (ค่าในวงเล็บแสดงค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error))



สรุปผลทางสถิติรวมของความน่าจะเป็นที่จะเป็นผู้ควบรวมและเข้าซื้อกิจการและ Marginal effect  
ของตัวแปรอธิบายที่มีต่อโอกาสการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ โดยใช้ Logit model

(แทนอายุกิจการด้วย RETA)

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	ค่าเฉลี่ย	แบบจำลอง 1 (ใช้ข้อมูลทั้งหมด)		ค่าเฉลี่ย	แบบจำลอง 2 (ใช้ข้อมูลเฉพาะที่ RETE >0)	
			Coefficient	Marginal Effect		Coefficient	Marginal Effect
RETA	+	0.1809	-0.3731 *	-0.0815 *	0.2014	0.1070 (0.2416)	0.0223 (0.0505)
ROE	+	12.8873	0.0053 *	0.0012 *	13.4398	0.0129 *** (0.0049)	0.0027 *** (0.0011)
Growth	+	12.8553	0.0014 (0.0019)	0.0003 (0.0004)	12.8452	0.0011 (0.0020)	0.0002 (0.0004)
Size	+	9.6504	0.2135 *** (0.0418)	0.0466 *** (0.0092)	9.7132	0.2542 *** (0.0443)	0.0529 *** (0.0094)
MTB	+	4.1130	0.0148 ** (0.0074)	0.0032 ** (0.0016)	3.9896	0.0153 * (0.0085)	0.0032 * (0.0018)
FCF	+	-0.0117	-0.1036 (0.5361)	-0.0226 (0.1182)	-0.0115	-0.0036 (0.5751)	-0.0008 (0.1197)
Liquidity	+	0.2338	1.8280 *** (0.5615)	0.3993 *** (0.1266)	0.2356	1.6098 *** (0.6255)	0.3348 *** (0.1336)
Leverage	-	1.9756	-0.2147 ** (0.0939)	-0.0469 ** (0.0184)	2.0177	-0.1995 ** (0.0967)	-0.0415 ** (0.0180)
Constant			-2.8875 *** (0.4222)	***		-3.5876 *** (0.4535)	***
N			871	871		848	848
LR Chi2			43.4900 ***	43.4900 ***		61.2300 ***	61.2300 ***
Pseudo R2			0.0387	0.0387		0.0571	0.0571
Counted R2			0.6590	0.6590		0.6830	0.6830

\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01  
(ค่าในวงเล็บแสดงค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error))

สรุปผลทางสถิติรวมของแต่ละช่วงวงจรชีวิตของกิจการ และ Marginal effect ของตัวแปรอธิบายที่มีต่อโอกาสการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ โดยใช้ Logit model (แทนอายุกิจการด้วย RETE)

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	ค่าเฉลี่ย	Coefficient	Marginal Effect
RETE*Y	-	-0.1246	2.7814 ** (1.2776)	0.4642 ** (0.1695)
RETE*M	+	0.2175	0.0411 (0.5357)	0.0069 (0.0891)
RETE*O	-	0.1868	-0.2942 (0.3811)	-0.0491 (0.0656)
ROE	+	13.4398	0.0152 ** (0.0062)	0.0025 ** (0.0012)
Growth	+	12.8452	0.0003 (0.0020)	0.0001 (0.0003)
Size	+	9.7132	0.2727 *** (0.0489)	0.0455 *** (0.0099)
MTB	+	3.9896	0.0125 (0.0078)	0.0021 (0.0013)
FCF	+	-0.0115	0.2342 (0.5854)	0.0391 (0.0945)
Liquidity	+	0.2356	1.6283 ** (0.6562)	0.2718 ** (0.1165)
Leverage	-	2.0177	-0.2270 ** (0.0963)	-0.0379 ** (0.0139)
Constant			-3.7523 *** (0.4884)	***
N			848	848
LR Chi2			76.9300 ***	76.9300 ***
Pseudo R2			0.0717	0.0717
Counted R2			0.6690	0.6690

\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (ค่าในวงเล็บแสดงค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error))

สรุปผลทางสถิติรวมของแต่ละช่วงวงจรชีวิตของกิจการ และ Marginal effect ของตัวแปรอธิบายที่มีต่อโอกาสการควบรวมและเข้าซื้อกิจการ โดยใช้ Logit model (แทนอายุกิจการด้วย RETA)

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	ค่าเฉลี่ย	Coefficient	Marginal Effect
RETA*Y	-	-0.0191	5.5127 ** (2.2436)	1.0020 ** (0.3836)
RETA*M	+	0.1017	1.4376 (0.9546)	0.2613 (0.1755)
RETA*O	-	0.1188	-0.7190 (0.5159)	-0.1307 (0.0928)
ROE	+	13.4398	0.0122 ** (0.0057)	0.0022 ** (0.0011)
Growth	+	12.8452	0.0004 (0.0021)	0.0001 (0.0004)
Size	+	9.7132	0.2620 *** (0.0455)	0.0476 *** (0.0088)
MTB	+	3.9896	0.0111 (0.0079)	0.0020 (0.0015)
FCF	+	-0.0115	0.4508 (0.6076)	0.0819 (0.1039)
Liquidity	+	0.2356	2.0670 *** (0.6614)	0.3757 *** (0.1270)
Leverage	-	2.0177	-0.3040 *** (0.1064)	-0.0553 *** (0.0154)
Constant			-3.7422 *** (0.4799)	***
N			848	848
LR Chi2			83.7700 ***	83.7700 ***
Pseudo R2			0.0781	0.0781
Counted R2			0.6820	0.6820

\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (ค่าในวงเล็บแสดงค่าความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error))

รายงานความแม่นยำของการใช้ตัวแปรอธิบายทำนายการควบรวมและเข้าซื้อกิจการโดยใช้  
Logit model (จะทำนายว่า ควบรวมและเข้าซื้อกิจการเมื่อได้ค่าความน่าจะเป็นตั้งแต่ 50%)

ผลการทำนายการควบรวมและ เข้าซื้อกิจการ ตามแบบจำลองที่ 1 (RETE)	การควบรวมและเข้าซื้อกิจการที่เกิดขึ้นจริง (จำนวนบริษัท)		รวมจำนวน บริษัทที่ทำนาย
	ควบรวมและเข้าซื้อ กิจการ	ไม่ควบรวมและเข้า ซื้อกิจการ	
ทำนายว่าควบรวมและเข้าซื้อ กิจการ	43	46	89
ทำนายว่าไม่ควบรวมและเข้าซื้อ กิจการ	235	524	759
รวมจำนวนบริษัท	278	570	848
% บริษัทที่ทำนายถูกต้อง	15.47%	91.93%	100%

ผลการทำนายการควบรวมและ เข้าซื้อกิจการ ตามแบบจำลองที่ 2 (RETA)	การควบรวมและเข้าซื้อกิจการที่เกิดขึ้นจริง (จำนวนบริษัท)		รวมจำนวน บริษัทที่ทำนาย
	ควบรวมและเข้าซื้อ กิจการ	ไม่ควบรวมและเข้า ซื้อกิจการ	
ทำนายว่าควบรวมและเข้าซื้อ กิจการ	45	37	82
ทำนายว่าไม่ควบรวมและเข้าซื้อ กิจการ	233	533	766
รวมจำนวนบริษัท	278	570	848
% บริษัทที่ทำนายถูกต้อง	16.19%	93.51%	100%

## ภาคผนวก ค

การบรรยายคุณสมบัติเชิงปริมาณทางสถิติของข้อมูลที่นำมาวิจัย (Descriptive statistics)  
 แสดงค่าเฉลี่ย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าน้อยสุด และค่าต่ำสุดของตัวแปรอธิบาย  
 หลักที่ใช้ในแบบจำลอง

ยังไม่ตัดข้อมูลของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) ที่มี RETE และ RETA เป็นค่าลบ

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
RETE	873	.2629272	1.754877	-38.22888	14.87213
RETA	873	.1807986	.3888104	-5.90963	.825069
RETE_Y	873	-.1515724	1.623403	-38.22888	.2016961
RETE_M	873	.2104487	.225525	0	.6050618
RETE_O	873	.2040509	.594542	0	14.87213
ROE	873	12.85178	28.30588	-274.543	304.3376
Growth	873	12.93186	38.98747	-89.00355	439.5564
Size	873	9.646978	1.919466	4.988254	14.40609
MTB	871	4.112976	11.20464	.0915345	225.7716
FCFDepre_t	873	-.0118172	2.964185	-86.66418	11.11291
Liquidity	873	.2332701	3.405066	.0000793	100.1332
Leverage	873	1.973764	40.27714	.0038152	1186.772

ตัดข้อมูลของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) ที่มี RETE และ RETA เป็นค่าลบ

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
RETE	850	.2793894	1.680076	-38.22888	1.206161
RETA	850	.2012405	.3555649	-5.90963	.825069
RETE_Y	850	-.124357	1.625773	-38.22888	.2185559
RETE_M	850	.2174228	.2302715	0	.6129678
RETE_O	850	.1863236	.3272225	0	1.206161
ROE	850	13.40197	24.26573	-274.543	139.6603
Growth	850	12.92383	38.34843	-89.00356	439.5563
Size	850	9.709542	1.891823	4.988254	14.40609
MTB	848	3.989637	9.992412	.0930663	225.7716
FCFDepre_t	850	-.0115977	3.00401	-86.66418	11.11291
Liquidity	850	.2350342	3.450453	.0000793	100.1332
Leverage	850	2.015799	40.81821	.0038152	1186.772



## ภาคผนวก ง

เมตริกสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation matrix) ของตัวแปรอธิบายที่ใช้ในงานวิจัย

ยังไม่ตัดข้อมูลของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) ที่มี RETE และ RETA เป็นค่าลบ

	RETE	RETA	ROE	Growth	Size	MTB	FCFDep~t	Liquid~y	Leverage
RETE	1.0000								
RETA	0.6925	1.0000							
ROE	0.1939	-0.0116	1.0000						
Growth	0.0629	0.0264	0.0467	1.0000					
Size	0.1454	0.2408	0.0602	0.0425	1.0000				
MTB	-0.0406	-0.0614	-0.0130	0.0355	-0.0608	1.0000			
FCFDepre_t	0.0444	0.0667	0.0162	-0.0102	0.0429	0.0074	1.0000		
Liquidity	-0.0450	-0.0519	-0.0131	0.0060	-0.0544	-0.0071	-0.9713	1.0000	
Leverage	-0.0465	-0.0562	-0.0118	0.0046	-0.0448	-0.0084	-0.9770	0.9989	1.0000

ตัดข้อมูลของบริษัทผู้ซื้อ (Acquiring firms) ที่มี RETE และ RETA เป็นค่าลบ

	RETE	RETA	ROE	Growth	Size	MTB	FCFDep~t	Liquid~y	Leverage
RETE	1.0000								
RETA	0.8686	1.0000							
ROE	0.0576	0.0482	1.0000						
Growth	0.0741	0.0093	0.0864	1.0000					
Size	0.1549	0.1838	0.0510	0.0392	1.0000				
MTB	-0.0371	-0.0449	-0.0209	0.0517	-0.0506	1.0000			
FCFDepre_t	0.0473	0.0730	0.0188	-0.0106	0.0439	0.0089	1.0000		
Liquidity	-0.0473	-0.0590	-0.0120	0.0042	-0.0561	-0.0070	-0.9715	1.0000	
Leverage	-0.0498	-0.0643	-0.0150	0.0048	-0.0474	-0.0091	-0.9771	0.9990	1.0000



## Measures of Fit for probit of Y

Log-Lik Intercept Only:	-561.505	Log-Lik Full Model:	-541.615
D(862):	1083.230	LR(8):	39.781
		Prob > LR:	0.000
McFadden's R2:	0.035	McFadden's Adj R2:	0.019
Maximum Likelihood R2:	0.045	Cragg & Uhler's R2:	0.062
McKelvey and Zavoina's R2:	0.180	Efron's R2:	0.046
Variance of y*:	1.220	Variance of error:	1.000
Count R2:	0.660	Adj Count R2:	0.017
AIC:	1.264	AIC*n:	1101.230
BIC:	-4752.201	BIC':	14.377

Probit regression	Number of obs	=	871
	LR chi2(8)	=	43.40
	Prob > chi2	=	0.0000
Log likelihood = -539.80767	Pseudo R2	=	0.0386

Y	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
RETA	-.2333986	.1141397	-2.04	0.041	-.4571082	-.009689
ROE	.0029573	.0016776	1.76	0.078	-.0003308	.0062454
Growth	.0008909	.0011283	0.79	0.430	-.0013205	.0031022
Size	.1293142	.0252448	5.12	0.000	.0798353	.1787931
MTB	.0092706	.0045771	2.03	0.043	.0002997	.0182416
FCFDepre_t	-.0733046	.3249343	-0.23	0.822	-.7101642	.5635549
Liquidity	1.113263	.3392222	3.28	0.001	.4484002	1.778127
Leverage	-.1290163	.0554816	-2.33	0.020	-.2377583	-.0202743
_cons	-1.753757	.2519311	-6.96	0.000	-2.247533	-1.259981

## Marginal effects after probit

$$y = \text{Pr}(Y) \text{ (predict)}$$

$$= .32487501$$

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[ 95% C.I. ]		X
RETA	-.0839903	.04064	-2.07	0.039	-.163641	-.004339	.180928
ROE	.0010642	.00061	1.74	0.082	-.000137	.002265	12.8873
Growth	.0003206	.00041	0.79	0.429	-.000474	.001115	12.8553
Size	.0465347	.0091	5.11	0.000	.028696	.064374	9.65041
MTB	.0033361	.00166	2.01	0.044	.000089	.006583	4.11298
FCFDep~t	-.0263792	.11792	-0.22	0.823	-.257498	.204739	-.011737
Liquid~y	.4006165	.1246	3.22	0.001	.1564	.644833	.233787
Leverage	-.0464275	.01839	-2.52	0.012	-.082476	-.010379	1.97556

## Measures of Fit for probit of Y

Log-Lik Intercept Only:	-561.505	Log-Lik Full Model:	-539.808
D(862):	1079.615	LR(8):	43.395
		Prob > LR:	0.000
McFadden's R2:	0.039	McFadden's Adj R2:	0.023
Maximum Likelihood R2:	0.049	Cragg & Uhler's R2:	0.067
McKelvey and Zavoina's R2:	0.607	Efron's R2:	0.049
Variance of y*:	2.542	Variance of error:	1.000
Count R2:	0.657	Adj Count R2:	0.007
AIC:	1.260	AIC*n:	1097.615
BIC:	-4755.816	BIC':	10.762



Probit regression

	Number of obs	=	848
	LR chi2(8)	=	61.72
	Prob > chi2	=	0.0000
Log likelihood = -505.60958	Pseudo R2	=	0.0575

Y	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
RETA	.07053	.1511191	0.47	0.641	-.2256579	.366718
ROE	.0078393	.0029209	2.68	0.007	.0021143	.0135642
Growth	.0007527	.0012027	0.63	0.531	-.0016045	.00311
Size	.1533103	.026485	5.79	0.000	.1014006	.2052199
MTB	.0097014	.0052492	1.85	0.065	-.0005867	.0199896
FCFDepre_t	-.0078532	.3456246	-0.02	0.982	-.685265	.6695586
Liquidity	.9656342	.3764381	2.57	0.010	.2278291	1.703439
Leverage	-.1191548	.0574088	-2.08	0.038	-.231674	-.0066355
_cons	-2.17557	.267294	-8.14	0.000	-2.699456	-1.651683

Marginal effects after probit

y = Pr(Y) (predict)  
= .29758613

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[ 95% C.I. ]		X
RETA	.0244329	.05256	0.46	0.642	-.078586	.127451	.201421
ROE	.0027157	.00105	2.58	0.010	.000654	.004777	13.4398
Growth	.0002608	.00042	0.63	0.530	-.000554	.001075	12.8452
Size	.0531095	.00923	5.75	0.000	.035009	.07121	9.71321
MTB	.0033607	.00183	1.84	0.066	-.000221	.006943	3.98964
FCFDep~t	-.0027205	.11986	-0.02	0.982	-.23764	.232199	-.011515
Liquid~y	.3345135	.13287	2.52	0.012	.074095	.594932	.235569
Leverage	-.0412774	.01825	-2.26	0.024	-.077038	-.005517	2.01774

Measures of Fit for probit of Y

Log-Lik Intercept Only:	-536.471	Log-Lik Full Model:	-505.610
D(839):	1011.219	LR(8):	61.724
		Prob > LR:	0.000
McFadden's R2:	0.058	McFadden's Adj R2:	0.041
Maximum Likelihood R2:	0.070	Cragg & Uhler's R2:	0.098
McKelvey and Zavoina's R2:	0.714	Efron's R2:	0.068
Variance of y*:	3.497	Variance of error:	1.000
Count R2:	0.688	Adj Count R2:	0.047
AIC:	1.214	AIC*n:	1029.219
BIC:	-4646.058	BIC':	-7.781





## Measures of Fit for probit of Y

Log-Lik Intercept Only:	-536.471	Log-Lik Full Model:	-497.494
D(837):	994.988	LR(10):	77.955
		Prob > LR:	0.000
McFadden's R2:	0.073	McFadden's Adj R2:	0.052
Maximum Likelihood R2:	0.088	Cragg & Uhler's R2:	0.122
McKelvey and Zavoina's R2:	0.940	Efron's R2:	0.076
Variance of y*:	16.587	Variance of error:	1.000
Count R2:	0.670	Adj Count R2:	-0.007
AIC:	1.199	AIC*n:	1016.988
BIC:	-4648.803	BIC':	-10.526

## Probit model for Y

Classified	True		Total
	D	~D	
+	43	45	88
-	235	525	760
Total	278	570	848

Classified + if predicted Pr(D) >= .5  
True D defined as Y != 0

Sensitivity	Pr( +   D)	15.47%
Specificity	Pr( -   ~D)	92.11%
Positive predictive value	Pr( D   +)	48.86%
Negative predictive value	Pr( ~D   -)	69.08%

False + rate for true ~D	Pr( +   ~D)	7.89%
False - rate for true D	Pr( -   D)	84.53%
False + rate for classified +	Pr( ~D   +)	51.14%
False - rate for classified -	Pr( D   -)	30.92%

Correctly classified 66.98%

Probit regression	Number of obs	=	848
	LR chi2(10)	=	84.85
	Prob > chi2	=	0.0000
Log likelihood = -494.04501	Pseudo R2	=	0.0791

Y	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
RETA_Y	3.274328	1.314798	2.49	0.013	.6973725 5.851284
RETA_M	.8400453	.5703013	1.47	0.141	-.2777248 1.957815
RETA_O	-.4563637	.3056939	-1.49	0.135	-1.055513 .1427854
ROE	.00733	.0034825	2.10	0.035	.0005044 .0141556
Growth	.0003017	.0012388	0.24	0.808	-.0021264 .0027297
Size	.1571655	.0270744	5.80	0.000	.1041007 .2102303
MTB	.0070268	.0049807	1.41	0.158	-.0027352 .0167887
FCFDepre_t	.2751539	.3648475	0.75	0.451	-.439934 .9902418
Liquidity	1.227537	.3975664	3.09	0.002	.4483212 2.006753
Leverage	-.1812215	.0624968	-2.90	0.004	-.303713 -.0587299
_cons	-2.250347	.280438	-8.02	0.000	-2.799996 -1.700699

## Marginal effects after probit

y = Pr(Y) (predict)  
= .24067452

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[	95% C.I.	]	X
RETA_Y	1.019458	.38729	2.63	0.008	.260378	1.77854		-.019054
RETA_M	.2615472	.17909	1.46	0.144	-.089462	.612556		.10172
RETA_O	-.1420883	.09416	-1.51	0.131	-.326639	.042463		.118756
ROE	.0022822	.00114	2.01	0.045	.000056	.004509		13.4398
Growth	.0000939	.00039	0.24	0.807	-.000662	.000849		12.8452
Size	.0489333	.00869	5.63	0.000	.031892	.065975		9.71321
MTB	.0021878	.00157	1.40	0.162	-.00088	.005255		3.98964
FCFDep~t	.0856689	.10795	0.79	0.427	-.125904	.297242		-.011515
Liquid~y	.3821923	.12847	2.98	0.003	.1304	.633984		.235569
Leverage	-.0564231	.01624	-3.47	0.001	-.088261	-.024585		2.01774

## Measures of Fit for probit of Y

Log-Lik Intercept Only:	-536.471	Log-Lik Full Model:	-494.045
D(837):	988.090	LR(10):	84.853
		Prob > LR:	0.000
McFadden's R2:	0.079	McFadden's Adj R2:	0.059
Maximum Likelihood R2:	0.095	Cragg & Uhler's R2:	0.133
McKelvey and Zavoina's R2:	0.946	Efron's R2:	0.085
Variance of y*:	18.567	Variance of error:	1.000
Count R2:	0.683	Adj Count R2:	0.032
AIC:	1.191	AIC*n:	1010.090
BIC:	-4655.701	BIC':	-17.424

## Probit model for Y

Classified	True		Total
	D	~D	
+	40	31	71
-	238	539	777
Total	278	570	848

Classified + if predicted Pr(D) >= .5  
True D defined as Y != 0

Sensitivity	Pr( +   D)	14.39%
Specificity	Pr( -   ~D)	94.56%
Positive predictive value	Pr( D   +)	56.34%
Negative predictive value	Pr( ~D   -)	69.37%
False + rate for true ~D	Pr( +   ~D)	5.44%
False - rate for true D	Pr( -   D)	85.61%
False + rate for classified +	Pr( ~D   +)	43.66%
False - rate for classified -	Pr( D   -)	30.63%
Correctly classified		68.28%



## Measures of Fit for logit of Y

Log-Lik Intercept Only:	-561.505	Log-Lik Full Model:	-541.303
D(862):	1082.606	LR(8):	40.405
		Prob > LR:	0.000
McFadden's R2:	0.036	McFadden's Adj R2:	0.020
Maximum Likelihood R2:	0.045	Cragg & Uhler's R2:	0.063
McKelvey and Zavoina's R2:	0.222	Efron's R2:	0.047
Variance of y*:	4.230	Variance of error:	3.290
Count R2:	0.661	Adj Count R2:	0.020
AIC:	1.264	AIC*n:	1100.606
BIC:	-4752.826	BIC':	13.752

Logistic regression	Number of obs	=	871
	LR chi2(8)	=	43.49
	Prob > chi2	=	0.0000
Log likelihood = -539.76094	Pseudo R2	=	0.0387

Y	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
RETA	-.373125	.2113468	-1.77	0.077	-.787357 .041107
ROE	.0052859	.0029257	1.81	0.071	-.0004484 .0110203
Growth	.0014185	.0018696	0.76	0.448	-.002246 .0050829
Size	.2135076	.0418494	5.10	0.000	.1314844 .2955308
MTB	.0147734	.0074292	1.99	0.047	.0002125 .0293344
FCFDepre_t	-.1035933	.536097	-0.19	0.847	-1.154324 .9471375
Liquidity	1.827972	.5614874	3.26	0.001	.7274765 2.928467
Leverage	-.2146873	.0938898	-2.29	0.022	-.3987079 -.0306668
_cons	-2.887476	.4221966	-6.84	0.000	-3.714966 -2.059986

Marginal effects after logit  
y = Pr(Y) (predict)  
= .32235155

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[ 95% C.I. ]	X
RETA	-.0815058	.04561	-1.79	0.074	-.170892 .007881	.180928
ROE	.0011547	.00065	1.77	0.076	-.000121 .00243	12.8873
Growth	.0003099	.00041	0.76	0.447	-.00049 .001109	12.8553
Size	.0466388	.0092	5.07	0.000	.028606 .064672	9.65041
MTB	.0032271	.00164	1.97	0.049	.000018 .006436	4.11298
FCFDep~t	-.022629	.11819	-0.19	0.848	-.25428 .209022	-.011737
Liquid~y	.399304	.12659	3.15	0.002	.1512 .647408	.233787
Leverage	-.0468965	.0184	-2.55	0.011	-.082966 -.010827	1.97556

## Measures of Fit for logit of Y

Log-Lik Intercept Only:	-561.505	Log-Lik Full Model:	-539.761
D(862):	1079.522	LR(8):	43.489
		Prob > LR:	0.000
McFadden's R2:	0.039	McFadden's Adj R2:	0.023
Maximum Likelihood R2:	0.049	Cragg & Uhler's R2:	0.067
McKelvey and Zavoina's R2:	0.595	Efron's R2:	0.049
Variance of y*:	8.128	Variance of error:	3.290
Count R2:	0.659	Adj Count R2:	0.013
AIC:	1.260	AIC*n:	1097.522
BIC:	-4755.909	BIC':	10.669









## Measures of Fit for logit of Y

Log-Lik Intercept Only:	-536.471	Log-Lik Full Model:	-498.004
D(837):	996.008	LR(10):	76.934
		Prob > LR:	0.000
McFadden's R2:	0.072	McFadden's Adj R2:	0.051
Maximum Likelihood R2:	0.087	Cragg & Uhler's R2:	0.121
McKelvey and Zavoina's R2:	0.928	Efron's R2:	0.075
Variance of y*:	45.569	Variance of error:	3.290
Count R2:	0.669	Adj Count R2:	-0.011
AIC:	1.200	AIC*n:	1018.008
BIC:	-4647.783	BIC':	-9.506

## Logistic model for Y

Classified	True		Total
	D	~D	
+	43	46	89
-	235	524	759
Total	278	570	848

Classified + if predicted Pr(D) >= .5  
True D defined as Y != 0

Sensitivity	Pr( +   D)	15.47%
Specificity	Pr( -   ~D)	91.93%
Positive predictive value	Pr( D   +)	48.31%
Negative predictive value	Pr( ~D   -)	69.04%
False + rate for true ~D	Pr( +   ~D)	8.07%
False - rate for true D	Pr( -   D)	84.53%
False + rate for classified +	Pr( ~D   +)	51.69%
False - rate for classified -	Pr( D   -)	30.96%
Correctly classified		66.86%

Logistic regression	Number of obs	=	848
	LR chi2(10)	=	83.77
	Prob > chi2	=	0.0000
Log likelihood = -494.58579	Pseudo R2	=	0.0781

Y	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
RETA_Y	5.512723	2.243586	2.46	0.014	1.115375	9.910072
RETA_M	1.437573	.9545585	1.51	0.132	-.4333272	3.308473
RETA_O	-.7189745	.5158858	-1.39	0.163	-1.730092	.292143
ROE	.0122448	.0057374	2.13	0.033	.0009997	.0234899
Growth	.0003823	.0020674	0.18	0.853	-.0036696	.0044343
Size	.2619972	.0454534	5.76	0.000	.1729101	.3510843
MTB	.011095	.0079142	1.40	0.161	-.0044165	.0266065
FCFDepre_t	.4507653	.6075506	0.74	0.458	-.7400119	1.641543
Liquidity	2.067043	.6613518	3.13	0.002	.7708169	3.363268
Leverage	-.3040008	.1064387	-2.86	0.004	-.5126169	-.0953846
_cons	-3.742172	.4799089	-7.80	0.000	-4.682776	-2.801567

Marginal effects after logit  
 $y = \text{Pr}(Y)$  (predict)  
 $= .23876915$

variable	dy/dx	Std. Err.	z	P> z	[	95% C.I.	]	X
RETA_Y	1.001984	.38363	2.61	0.009	.250089	1.75388		-.019054
RETA_M	.2612911	.17551	1.49	0.137	-.082695	.605277		.10172
RETA_O	-.1306797	.09277	-1.41	0.159	-.312509	.05115		.118756
ROE	.0022256	.00111	2.01	0.044	.000056	.004395		13.4398
Growth	.0000695	.00038	0.18	0.853	-.000667	.000806		12.8452
Size	.0476202	.00875	5.44	0.000	.030477	.064764		9.71321
MTB	.0020166	.00146	1.38	0.167	-.000842	.004875		3.98964
FCFDep~t	.0819304	.10385	0.79	0.430	-.12161	.285471		-.011515
Liquid~y	.3757024	.12702	2.96	0.003	.126753	.624652		.235569
Leverage	-.0552547	.0154	-3.59	0.000	-.085445	-.025065		2.01774

#### Measures of Fit for logit of Y

Log-Lik Intercept Only:	-536.471	Log-Lik Full Model:	-494.586
D(837):	989.172	LR(10):	83.771
		Prob > LR:	0.000
McFadden's R2:	0.078	McFadden's Adj R2:	0.058
Maximum Likelihood R2:	0.094	Cragg & Uhler's R2:	0.131
McKelvey and Zavoina's R2:	0.937	Efron's R2:	0.085
Variance of y*:	51.941	Variance of error:	3.290
Count R2:	0.682	Adj Count R2:	0.029
AIC:	1.192	AIC*n:	1011.172
BIC:	-4654.620	BIC':	-16.342

#### Logistic model for Y

Classified	True		Total
	D	~D	
+	45	37	82
-	233	533	766
Total	278	570	848

Classified + if predicted  $\text{Pr}(D) \geq .5$   
True D defined as  $Y \neq 0$

Sensitivity	$\text{Pr}(+ D)$	16.19%
Specificity	$\text{Pr}(- \sim D)$	93.51%
Positive predictive value	$\text{Pr}(D +)$	54.88%
Negative predictive value	$\text{Pr}(\sim D -)$	69.58%
False + rate for true ~D	$\text{Pr}(+ \sim D)$	6.49%
False - rate for true D	$\text{Pr}(- D)$	83.81%
False + rate for classified +	$\text{Pr}(\sim D +)$	45.12%
False - rate for classified -	$\text{Pr}(D -)$	30.42%
Correctly classified		68.16%