

การศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมจากการประกาศควบรวมกิจการ
(Cumulative Abnormal Return) ของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ
และของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกัน



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2564

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

การศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมจากการประกาศควบรวมกิจการ
(Cumulative Abnormal Return) ของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ
และของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกัน

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

9 กันยายน พ.ศ. 2564



นางสาวสุธนา สกุดดาว

ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์กิตติชัย ราชมหา,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

รองศาสตราจารย์วิจิตา รักธรรม,

Ph.D.

คณบดีวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยเรื่อง “การศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมจากการประกาศควบรวมกิจการ (Cumulative Abnormal Return) ของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อ รวมกัน” สามารถดำเนินมาจน สำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความกรุณาและความช่วยเหลือจาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช เป็นอาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ และรองศาสตราจารย์ ชาติรี จันทร โคลิกา เป็นอาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ร่วม ที่ได้กรุณาสละเวลาเพื่อให้คำปรึกษา ข้อเสนอแนะ และคำแนะนำเพิ่มเติมทั้งในส่วนของเนื้อหาและวิธีการวิจัย เพื่อให้งานวิจัยนี้สมบูรณ์ มากยิ่งขึ้น ซึ่งเป็นประโยชน์อย่างมากต่อการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ รวมถึง ผู้ช่วยศาสตราจารย์กิตติชัย ราชมหา ที่ให้เกียรติเป็นประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

นอกจากนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์ของมหาวิทยาลัยการจัดการมhidล (CMMU) ทุกท่านที่ได้ให้ความรู้ที่เป็นประโยชน์กับการนำความรู้เหล่านั้นมาใช้ในการวิจัยนี้ รวมถึงขอบคุณ ความช่วยเหลือจากเจ้าหน้าที่ และบุคลากรทุกท่านที่ได้ให้ความช่วยเหลือและอำนวยความสะดวก ในด้านต่าง ๆ ที่เป็นส่วนสำคัญส่วนหนึ่งของงานวิจัยฉบับนี้

ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่างานวิจัยนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจไม่มากนักน้อย หากมี ข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยต้องขออภัยมา ณ ที่นี้

สุธนา สุกุลดาว

การศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมจากการประกาศควบรวมกิจการ (Cumulative Abnormal Return) ของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกัน

THE STUDY OF CUMULATIVE ABNORMAL RETURN OF MERGER AND ACQUISITION OF THE TARGET COMPANIES, THE ACQUIRERS AND THE SUM OF TARGET COMPANIES AND ACQUIRERS

สุชนา สกุลดาว 6250214

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์กิตติชัย ราชมหา, Ph.D., รองศาสตราจารย์ธাত্রี จันทร โคลิกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ในการควบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลการควบรวมกิจการของบริษัทในประเทศไทยซึ่งดำเนินการซื้อกิจการเสร็จสิ้นแล้วตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง 2563 โดยคัดเลือกเฉพาะข้อมูลที่บริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ด้วยวิธีทดสอบทางสถิติ (T-test) โดยแบ่งช่วงเวลาการศึกษาเป็น 4 ช่วง คือ ณ วันที่ประกาศควบรวม (Day 0), ช่วง 1 วันก่อนประกาศถึง 1 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ (3 Days Window), ช่วง 2 วันก่อนประกาศถึง 2 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ (5 Days Window) และช่วง 5 วันก่อนประกาศถึง 5 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ (11 Days Window) ผลการศึกษาพบว่า บริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return; CAAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในทุกช่วงที่ทำการศึกษา ซึ่งแสดงถึงความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนที่คาดหวังต่อการเกิด Synergy ของบริษัทเป้าหมายจากการถูกเข้าซื้อกิจการ ขณะที่พบว่า ผู้ซื้อ มี CAAR ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ Day 0 และ 11 Days Window และของบริษัทเป้าหมาย และผู้ซื้อพร้อมกัน พบว่ามี CAAR ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ Day 0 และ 3 Days Window

คำสำคัญ : Merger and Acquisition/ Synergy/ Cumulative Abnormal Return

สารบัญ

		หน้า
	กิตติกรรมประกาศ	ข
	บทคัดย่อ	ค
	สารบัญตาราง	ฉ
	สารบัญภาพ	ช
บทที่ 1	บทนำ	1
บทที่ 2	ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
	2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)	4
	2.1.1 ทฤษฎีสम्मมติฐานประสิทธิภาพตลาด (Efficient Market Hypothesis)	4
	2.1.2 ความสำคัญของราคาเป้าหมายโดยนักวิเคราะห์ต่อการควบรวมกิจการ	5
	2.1.3 มูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy)	5
	2.2 รายละเอียดการควบรวมกิจการ	6
	2.2.1 การควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions: M&A)	6
	2.2.2 รูปแบบการควบรวมกิจการ แบ่งเป็น 3 ประเภท ดังนี้	6
	2.2.3 วิธีการควบรวมกิจการ	7
	2.2.4 ลักษณะการควบรวมกิจการ	10
	2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)	11
	2.3.1 มูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy)	11
	2.3.2 อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศควบรวมกิจการ	11
บทที่ 3	ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ	13
	3.1 ตัวแปร (Variables) ที่ใช้ในการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study)	13
	3.1.1 อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return; CAR)	13
	3.2 แบบจำลอง และวิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method) ที่ใช้ในการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study)	17

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 4 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	18
บทที่ 5 ผลการศึกษา	20
บทที่ 6 สรุปและอภิปรายผล	23
บรรณานุกรม	25
ประวัติผู้วิจัย	28



สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
4.1 แสดงจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติสะสมจากการประกาศควบรวมกิจการ	18
4.2 แสดงโครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรม (8 กลุ่ม) และหมวดธุรกิจ (28 หมวด) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	18
5.1 แสดงผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ของบริษัทเป้าหมาย	22
5.2 แสดงผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ของผู้ซื้อ	22
5.3 แสดงผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ของบริษัทเป้าหมาย และผู้ซื้อพร้อมกัน	22

สารบัญภาพ

ภาพ		หน้า
1.1	จำนวนธุรกรรมและมูลค่าการควบรวมกิจการตั้งแต่ปี พ.ศ. 2534 ถึง 2563	1
2.1	แสดง เป้าหมายธุรกิจ รูปแบบการควบรวม และวิธีการควบรวมกิจการ	6
2.2	แสดง ลักษณะการทำรายการการซื้อหุ้น โดยชำระค่าหุ้นเป็นเงินสด (Cash) หรือหุ้นออกใหม่ (Share Swap)	8
2.3	แสดง ลักษณะการทำรายการการซื้อหุ้นผ่านการจัดตั้ง Holding Company	9
2.4	แสดง ลักษณะการทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือกิจการ	9
2.5	แสดง ลักษณะการทำรายการการควบกิจการ	10
2.6	แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง Premium กับ Bidders' Abnormal Return	11
3.1	แสดงช่วงเวลาที่ใช้ในการคำนวณผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติ	13

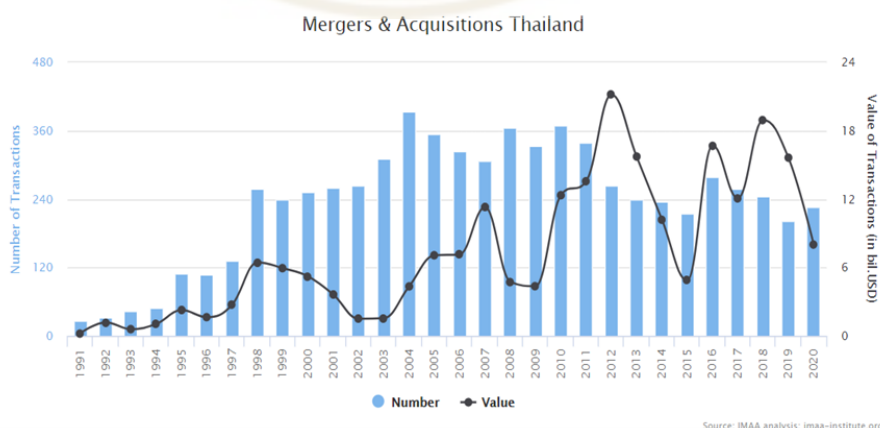
บทที่ 1

บทนำ

ปัจจุบันภาวะเศรษฐกิจ สังคม เทคโนโลยี สิ่งแวดล้อม และการเมืองมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ประกอบกับการแข่งขันที่รุนแรงทั้งในประเทศและต่างประเทศ ส่งผลให้บริษัทต่าง ๆ ต้องเตรียมพร้อมในการรับมือกับการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว เพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขัน รักษาความอยู่รอด และสร้างโอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งการควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions: M&A) เป็นกลยุทธ์หนึ่งในการสร้างกิจการให้เติบโต เนื่องจากการใช้ประโยชน์จากสิ่งที่ถูกพัฒนาขึ้นมาแล้วในระดับหนึ่ง ตลอดจนผลผลิตที่เกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการทั้งในด้านการดำเนินงาน (Operation) ด้านการเงิน (Financial Synergy) และการกระจายการลงทุน (Diversification) อีกทั้งเป็นการช่วยให้กิจการสามารถเอาตัวรอดได้ในภาวะที่มีความไม่แน่นอนสูง (อัญญา ชันชวิทย์, 2540)

การควบรวมกิจการในประเทศไทยของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เกิดขึ้นครั้งแรกเมื่อเดือนพฤษภาคม ปี พ.ศ. 2533 โดยเป็นการครอบงำระหว่างบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ธนสยาม จำกัด และบริษัท สามชัยอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด นับจากนั้นเป็นต้นมาประเทศไทยก็มีกระแสการควบรวม และครอบงำกิจการมาอย่างต่อเนื่อง ดังแสดงการเคลื่อนไหวของจำนวนและมูลค่าการซื้อขายตั้งแต่ปี พ.ศ. 2534 ถึง 2563 ในแผนภาพที่ 1.1

M&A Thailand



ภาพที่ 1.1 จำนวนธุรกรรมและมูลค่าการควบรวมกิจการตั้งแต่ปี พ.ศ. 2534 ถึง 2563

ที่มา: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), IMAA analysis

แต่อย่างไรก็ตามมีงานศึกษาหลายชิ้นพบว่าการควบรวมกิจการสามารถสร้างมูลค่าให้กับบริษัทได้น้อยหรือไม่สร้างมูลค่าเลย โดยมีสาเหตุมาจาก การที่ไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกัน (Synergy), การจ่ายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premiums) ให้กับบริษัทเป้าหมายสูงเกินไป, การเลือกบริษัทเป้าหมายที่ไม่เหมาะสม และขั้นตอนการควบรวมกิจการที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Hitt et al., 2012) การจ่ายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการที่สูงเกินอาจเกิดจากการคำนวณ หรือประเมินมูลค่ากิจการของบริษัทเป้าหมายที่ผิดพลาด ทั้งนี้มีหลายงานพยายามศึกษาว่าหลังการควบรวมกิจการบริษัทเป้าหมาย และผู้ซื้อ เกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันในมุมมองของนักลงทุนหรือไม่ โดยศึกษาจากอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม จากการประกาศควบรวมกิจการ (Cumulative Abnormal Return; CAR) ของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกัน

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา คือข้อมูลการควบรวมกิจการของแต่ละบริษัทในประเทศไทย ซึ่งดำเนินการซื้อกิจการเสร็จสิ้นแล้วตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง 2563 โดยคัดเลือกเฉพาะข้อมูลที่บริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มาศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมจากการประกาศควบรวมกิจการ (Cumulative Abnormal Return) ของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกัน ด้วยวิธีทดสอบทางสถิติ (T-test) โดยจะคำนวณผลตอบแทน ณ วันประกาศควบรวมกิจการ และผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในช่วง 3, 5 และ 11 วันทำการ รอบวันประกาศควบรวมกิจการ

ผลการศึกษาพบว่า บริษัทเป้าหมาย มีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ทุกช่วงที่ทำการศึกษา ส่วนผู้ซื้อ กลับพบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในเชิงบวก ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ (Day 0) และช่วง 5 วันก่อนประกาศถึง 5 วัน หลังประกาศควบรวมกิจการ (11 Days Window) อย่างมีนัยสำคัญ และบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกัน พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในเชิงบวก ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ (Day 0) และช่วง 1 วันก่อนประกาศถึง 1 วัน หลังประกาศควบรวมกิจการ (3 Days Window) อย่างมีนัยสำคัญ โดยผู้ซื้อพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเชิงบวกแต่น้อยกว่าบริษัทเป้าหมาย ยกเว้น ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของผู้ซื้อสูงกว่าบริษัทเป้าหมาย

เปรียบเทียบกับผลการศึกษาของ Asquith and Kim (1982) ที่พบว่า การประกาศ ควบรวมกิจการส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าตลาดของทั้งผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย โดยบริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเป็นไปในทางบวกอย่างมากจากการทำการควบรวมกิจการ และผู้ซื้อพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทางบวกเช่นกันแต่น้อยกว่าฝ่ายบริษัทเป้าหมาย และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของผู้ซื้อไม่เพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างมีนัยสำคัญหลังการประกาศควบรวมกิจการไปแล้ว 1 เดือน

งานศึกษานี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นหกส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Theories and Literature Review), ตัวแปรและวิธีการทางสถิติ (Methodology), ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data), ผลการศึกษา (Results) และสรุปและอภิปรายผล (Conclusion) ตามลำดับ



บทที่ 2

ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

2.1.1 ทฤษฎีสम्मมติฐานประสิทธิภาพตลาด (Efficient Market Hypothesis)

Fama (1970) ได้ทำการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้น โดยได้ข้อสรุปว่าในตลาดที่มีประสิทธิภาพราคาหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นั้นไว้แล้วจึงเป็นไปได้ยากที่นักลงทุนจะสามารถสร้างผลกำไรเกินปกติได้ (Abnormal Return) ดังนั้นนักลงทุนทุกคนจึงควรได้รับกำไรในระดับปกติ (Normal Return) โดยตลาดตามทฤษฎีนี้สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 รูปแบบ คือ

- ตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ (Weak-Form Efficiency) เป็นตลาดที่นักลงทุนไม่สามารถใช้ราคาหลักทรัพย์ในอดีตมาพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ โดยราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวแบบสุ่มทำให้นักลงทุนไม่สามารถสร้างกำไรเกินปกติได้
- ตลาดที่มีประสิทธิภาพปานกลาง (Semi-Strong Form Efficiency) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงตามข้อมูลข่าวสารสาธารณะที่ได้รับอย่างรวดเร็วและไม่มีอคติทำให้ไม่มีใครสามารถทำกำไรส่วนเกินได้จากข้อมูลข่าวสารที่สาธารณชนได้รับและรวมถึงการวิเคราะห์เชิงพื้นฐาน และการวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิค
- ตลาดที่มีประสิทธิภาพสูง (Strong-Form Efficiency) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สะท้อนทุกข่าวสารทั้งข่าวสารสาธารณะและข้อมูลภายในของหลักทรัพย์ทำให้ไม่มีใครสามารถสร้างกำไรเกินปกติได้ในระยะยาว

จากทฤษฎีสम्मมติฐานประสิทธิภาพตลาด หากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพปานกลาง ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการประกาศควบรวมกิจการที่เผยแพร่ต่อสาธารณชนอย่างทันที ดังนั้นราคาเข้าซื้อกิจการจึงควรเท่ากับราคาตลาด ณ วันที่ประกาศการเข้าซื้อกิจการ แต่ในทางปฏิบัติ ผู้ซื้อจะมีการวิเคราะห์ข้อมูล การคาดการณ์ และประเมินมูลค่าโดยมีความคาดหวังจากการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันซึ่งไม่ได้เปิดเผยต่อสาธารณะ ทำให้ราคาการเข้าซื้อกิจการเปลี่ยนแปลงต่างไปจากราคาตลาด ณ วันที่ประกาศ

2.1.2 ความสำคัญของราคาเป้าหมายโดยนักวิเคราะห์ต่อการควบรวมกิจการ

การประกาศราคาเป้าหมายจากนักวิเคราะห์จะส่งผลให้ราคาหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงในระยะสั้น (Gerritsen, 2015) ซึ่งในการควบรวมกิจการ ผู้ซื้อจะใช้ราคาตลาดมาเป็นปัจจัยในการประเมินมูลค่าของบริษัทเป้าหมาย (Bhagat, Brickley, & Loewenstein, 1987) ดังนั้น หากราคาเป้าหมายจากนักวิเคราะห์มีการเปลี่ยนแปลงจะส่งผลให้ราคาตลาดมีการเปลี่ยนแปลงด้วย (Schwert, 1996) โดยเฉพาะหากการควบรวมมีขนาดใหญ่จะยิ่งได้รับผลกระทบจากข้อมูลราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์เพิ่มมากขึ้น (Bonini, Zanetti, Bianchini, & Salvi, 2010) ซึ่ง Shleifer and Vishny (2003) ระบุว่า การควบรวมกิจการจะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อผู้ซื้อให้ราคาสูงกว่ามูลค่าตลาด เนื่องจากบริษัทเป้าหมายจะสนใจมูลค่าตลาดในช่วงสั้น ขณะที่ผู้ซื้อยอมจ่ายในราคาสูงกว่ามูลค่าตลาด เนื่องจากคาดหวังการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันในอนาคต

2.1.3 มูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy)

มูลค่าส่วนเพิ่มเกิดจากการร่วมกัน (Synergy) เกิดขึ้นจากการที่สองบริษัทสามารถทำงานได้มีประสิทธิภาพและประสิทธิผลมากกว่าการแยกกัน ด้วยการจัดการทรัพยากรที่มีอยู่อย่างเหมาะสม เพื่อการสร้างผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจ โดย Sharma and Ho (2002) ได้อธิบายทฤษฎีมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy Theory) ในการควบรวมกิจการดังนี้

- การประหยัดเนื่องจากขนาด (Economies of Scale) เป็นการร่วมกันทำให้เกิดประสิทธิภาพจากขนาดที่เปลี่ยนไป เช่น ความสามารถในการกักขังในต้นทุนที่ต่ำลง ความสามารถในการเข้าถึงตลาดทุนที่ดีขึ้น ความสามารถในการบรรลุ การขนส่ง การผลิต หรือการบริหารอย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้น การประหยัดเนื่องจากขนาดจึงควรจะทำให้ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนลดลง

- การประหยัดเนื่องจากขอบเขต (Economies of Scope) ความสามารถในการผลิตหลากหลายผลิตภัณฑ์ด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่ากระบวนการผลิตที่มีการแยกกัน กำจัดส่วนหรือกระบวนการที่ไม่จำเป็นหรือที่ซ้ำซ้อนในห่วงโซ่การผลิตออกไปด้วยการควบรวมส่วนของแรงงานและเครื่องจักรอุปกรณ์ ซึ่งจะทำให้ค่าใช้จ่ายลดลงและผลการดำเนินงานดีขึ้น แบ่งปันในส่วนของเครื่องหมายการค้า ยี่ห้อ

- อำนาจตลาด (Market Power) ความสามารถในการกำหนดราคาตลาดไม่ว่าจะเป็นการกำหนดให้ผู้บริโภคในราคาสูง หรือการมีอำนาจในการต่อรองที่มากขึ้นทำให้ซัพพลายเออร์ยอมรับการซื้อในราคาที่ต่ำลง รวมถึงขยายช่องทางการจัดจำหน่ายได้

2.2 รายละเอียดการควบรวมกิจการ

2.2.1 การควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions: M&A)

การควบรวมกิจการ (คือ การที่กิจการได้มาซึ่ง หุ้น สินทรัพย์ หรือกิจการอื่น เพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจควบคุม หรือครอบครอง โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการเติบโต เพิ่มขีดความสามารถทางการแข่งขัน หรือ เพื่อการอยู่รอดของกิจการ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)



ภาพที่ 2.1 แสดง เป้าหมายธุรกิจ รูปแบบการควบรวม และวิธีการควบรวมกิจการ

ที่มา: M&A: Mergers and Acquisitions ทางเลือกสู่ความสำเร็จธุรกิจไทย, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.2.2 รูปแบบการควบรวมกิจการ แบ่งเป็น 3 ประเภท ดังนี้

2.2.2.1 การควบรวมแนวนอน (Horizontal Merger) เป็นการรวมกิจการซึ่งประกอบกิจการ เหมือนหรือคล้ายกัน เพื่อประโยชน์ทางการผลิต หรือการตลาด ซึ่งผู้ผลิตหรือผู้ขายที่อยู่สถานะเดียวกัน ในกระบวนการผลิต (Stage of Production) เพื่อวัตถุประสงค์ เช่น การประหยัดต่อขนาด (Economics of Scale) เพิ่มฐานลูกค้า เพิ่มกำลังการผลิต ลดคู่แข่ง ถ่ายทอดเทคโนโลยี/บุคลากร เป็นต้น ผลของการรวมกิจการ ในลักษณะนี้มักกระทบกระเทือนต่อการแข่งขันในการผลิตดังกล่าวในตลาดเดียวกัน เนื่องจากบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลนั้นสามารถกำหนดราคาขึ้นลงหรือรักษาระดับราคาของสินค้าและบริการ (Price-Fixing) ตลอดจนการแบ่งเขตตลาดได้อีกด้วย ตัวอย่างของการควบรวมธุรกิจรูปแบบนี้คือ บริษัท ฟู๊ดแพคเตอร์ จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทในเครือของบริษัท ลิงห์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด และยังถือหุ้นร้อยละ 100 ในบริษัท เอส คอมพานี (1933) จำกัด ซึ่ง

ประกอบธุรกิจร้านอาหาร และหนึ่งในนั้นคือร้านอาหาร EST.33 (อาหารสเต็ก) บริษัท ฟู้ดแพคเตอร์ จำกัด ได้ทำการควบรวมธุรกิจกับ บริษัทกา เคที เรสทัวรองท์ จำกัด ซึ่งประกอบธุรกิจร้านอาหาร และหนึ่งในนั้นคือ ร้านอาหาร Santa Fe (อาหารสเต็ก) (วิษณุ วงศ์สินศิริกุล, 2563; อวยชัย สุขวงศ์, 2548)

2.2.2.2 การควบรวมแนวตั้ง (Vertical Merger) เป็นการรวมกิจการซึ่งประกอบกิจการในสายการผลิต หรือธุรกิจเดียวกัน แต่ฐานะหรือระดับขั้นการผลิตนั้นแตกต่างกัน ผลของการรวมกิจการในรูปแบบนี้ ทำให้เพิ่มมูลค่าผลิตภัณฑ์ ลดต้นทุนการผลิตลง เนื่องจากกิจการสามารถควบคุมต้นทุนของตนได้ง่ายขึ้น ตัวอย่างของการควบรวมธุรกิจรูปแบบนี้คือ บริษัท DAIKEN Corporation ซึ่งเป็นผู้ผลิตและจำหน่าย วัสดุที่ทำจากไม้ เช่น แผ่น MDF (Medium Density Fiberboard) ควบรวมธุรกิจกับบริษัท C&H จำกัด ซึ่งเป็นผู้จำหน่ายแผ่น MDF (วิษณุ วงศ์สินศิริกุล, 2563; อวยชัย สุขวงศ์, 2548)

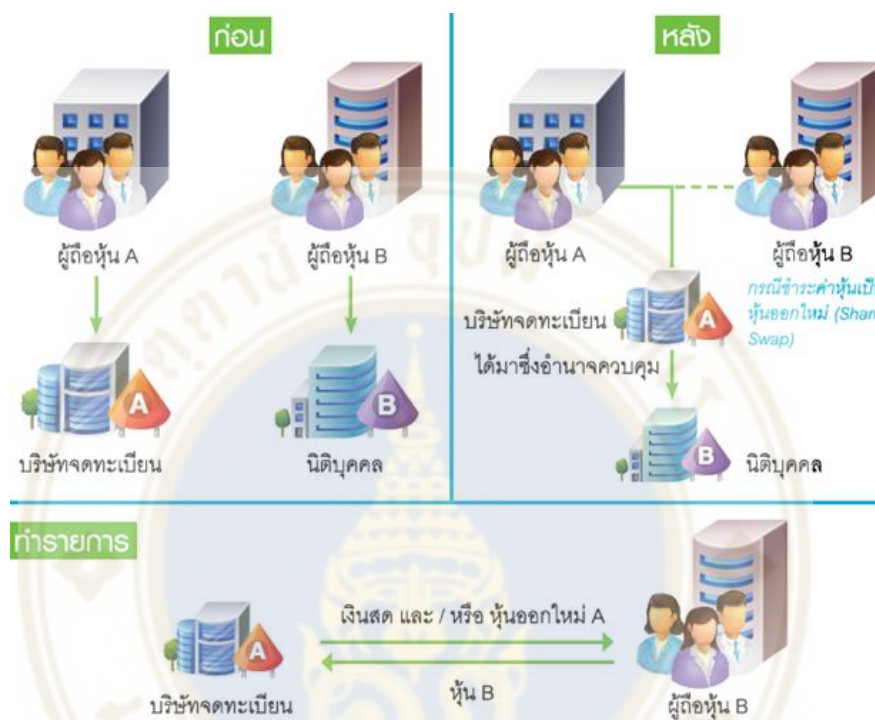
2.2.2.3 การรวมกิจการระหว่างกิจการซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กัน (Conglomerate Merger) เป็นการรวมกิจการระหว่างกิจการที่แตกต่างสายการผลิต ธุรกิจ หรือ อยู่คนละส่วนแบ่งตลาด (Market Share) ไม่ว่าจะเป็น รวมเอากิจการในฐานะผู้ซื้อ ผู้ขาย หรือผู้ผลิต ผลกระทบจากการรวมกิจการในลักษณะนี้ อาจมองเห็นประโยชน์ หรือความได้เปรียบบางประการ จากการรวมตัว เช่น การโฆษณา การได้กำไรรวม จากความเป็นธุรกิจหลายกิจการ เพิ่มโอกาสทางธุรกิจ จากธุรกิจใหม่ กระจายความเสี่ยงของการลงทุน ในธุรกิจเดิมไปยังธุรกิจใหม่ เป็นต้น ตัวอย่างของการควบรวมธุรกิจรูปแบบนี้คือ การควบรวมระหว่างบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) และ Sakari Resources Limited การควบรวมระหว่างบริษัท จีเอ็มเอ็ม มีเดีย จำกัด และบริษัท มติชน จำกัด (มหาชน) การควบรวมระหว่างบริษัท ซี.พี. เมอร์เชนไดส์ จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) และบริษัท ซีพี-เมจิ จำกัด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557; อวยชัย สุขวงศ์, 2548)

2.2.3 วิธีการควบรวมกิจการ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2555) แบ่งวิธีการควบรวมกิจการ ออกเป็น 3 ประเภท ดังนี้

2.2.3.1 การได้มาซึ่งหุ้นของกิจการ (Share Acquisition) คือ การซื้อหรือได้มาซึ่งหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงของกิจการอีกแห่งหนึ่งบางส่วนหรือทั้งหมด เพื่อให้มีอำนาจการควบคุม โดยกิจการที่เข้าไปซื้อหุ้นอาจเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารหรือไม่ก็ได้ ซึ่งสามารถดำเนินการได้ตามวิธี ดังนี้

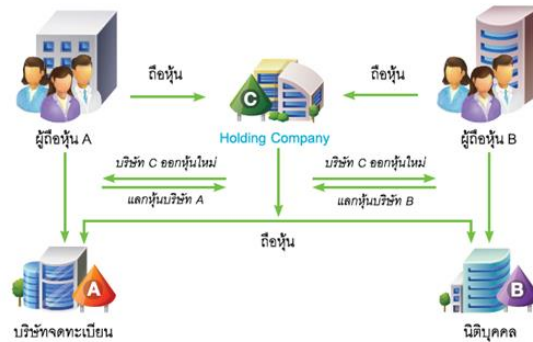
- การซื้อหุ้น โดยชำระค่าหุ้นเป็นเงินสด (Cash) หรือหุ้นออกใหม่ (Share Swap) เช่น บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ประกอบธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภค เข้าซื้อหุ้นสามัญร้อยละ 100 ในบริษัท เอเชียบู้คส์ จำกัด ซึ่งประกอบธุรกิจร้านหนังสือ และนิตยสารต่างประเทศ ในปี พ.ศ. 2554



ภาพที่ 2.2 แสดง ลักษณะการทำรายการการซื้อหุ้น โดยชำระค่าหุ้นเป็นเงินสด (Cash) หรือหุ้นออกใหม่ (Share Swap)

ที่มา: M&A: Mergers and Acquisitions ทางเลือกสู่ความสำเร็จธุรกิจไทย, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

- การซื้อหุ้นผ่านการจัดตั้ง Holding Company คือ ผู้ถือหุ้น A และผู้ถือหุ้น B จัดตั้งบริษัท โฮลดิ้ง C ขึ้นมา และบริษัท C ออกหุ้นใหม่เพื่อแลกหุ้นกับผู้ถือหุ้น A และ B เพื่อจะเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นรวมทั้ง 2 บริษัท โดยผ่านบริษัท C หรือในบางกรณี บริษัทที่จะรวมกิจการกันมีบริษัทโฮลดิ้งอยู่แล้ว อาจจะมีการใช้บริษัทดังกล่าวออกหุ้นแลกกับผู้ถือหุ้นของอีกบริษัทโดยตรง

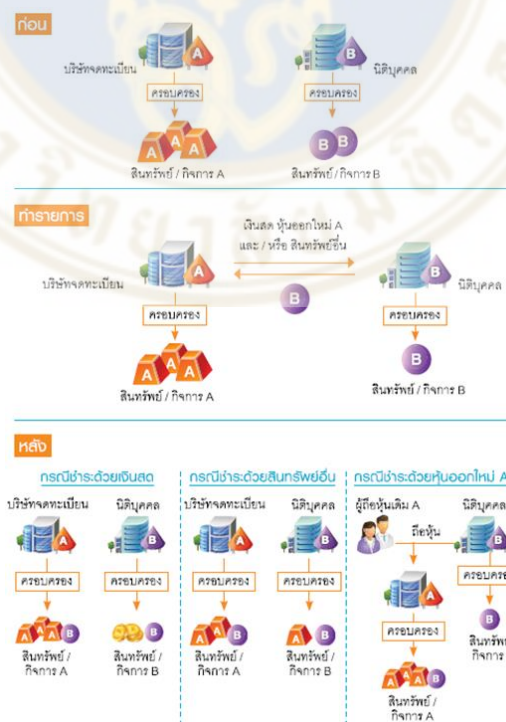


ภาพที่ 2.3 แสดง ลักษณะการทำรายการการซื้อหุ้นผ่านการจัดตั้ง Holding Company

ที่มา: M&A: Mergers and Acquisitions ทางเลือกสู่ความสำเร็จธุรกิจไทย, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.2.3.2 การได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือกิจการ (Asset/ Business Acquisition)

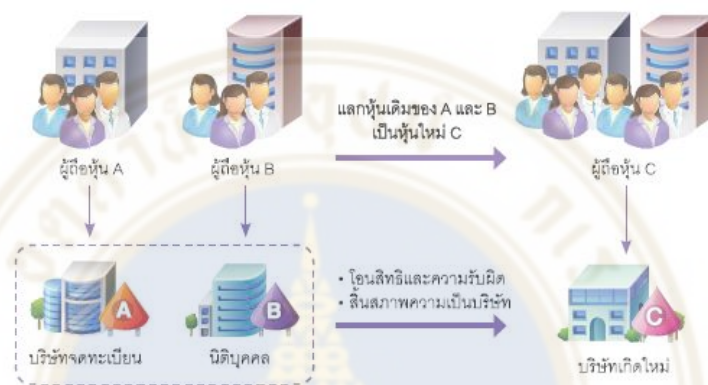
คือ การซื้อหรือได้มาซึ่งสินทรัพย์ หน่วยธุรกิจ ในส่วนที่สำคัญหรือทั้งหมดของอีกกิจการหนึ่ง โดยสิทธิหน้าที่ และความรับผิดชอบของผู้ขายไม่ตกทอดไปยังผู้ซื้อ ส่วนผู้ขายจะยังคงอยู่ และดำเนินธุรกิจต่อไป หรือเลิกกิจการก็ได้ เช่น บริษัท สหวิริยาสตีลอินดัสตรี จำกัด (มหาชน) ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายเหล็กแผ่นรีดร้อน ได้ขยายธุรกิจไปสู่อุตสาหกรรมต้นน้ำ โดยการเข้าซื้อสินทรัพย์โรงถลุงเหล็กและผลิตเหล็กกล้า จากกลุ่ม Tata Steel UK ในปี พ.ศ. 2554



ภาพที่ 2.4 แสดง ลักษณะการทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือกิจการ

ที่มา: M&A: Mergers and Acquisitions ทางเลือกสู่ความสำเร็จธุรกิจไทย, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.2.3.3 การควบกิจการ (Amalgamation) คือ การที่บริษัทตั้งแต่ 2 แห่งขึ้นไป ควบเข้ากัน เกิดเป็นบริษัทใหม่ เป็นผลให้บริษัทเดิมสิ้นสภาพจากการเป็นนิติบุคคล และบริษัทใหม่ ได้ไปทั้งสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบที่มีอยู่ของบริษัทเดิม เช่น บริษัท ภัทรประกันภัย จำกัด (มหาชน) และบริษัท เมืองไทยประกันภัย จำกัด ได้ควบเข้ากัน เกิดเป็นบริษัทใหม่และเข้าจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายใต้ชื่อ บริษัท เมืองไทยประกันภัย จำกัด (มหาชน) ในปี พ.ศ. 2551



ภาพที่ 2.5 แสดง ลักษณะการทำรายการการควบกิจการ

ที่มา: M&A: Mergers and Acquisitions ทางเลือกสู่ความสำเร็จธุรกิจไทย, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.2.4 ลักษณะการควบรวมกิจการ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2564) แบ่งลักษณะการควบรวมกิจการออกเป็น 2 ลักษณะ ดังนี้

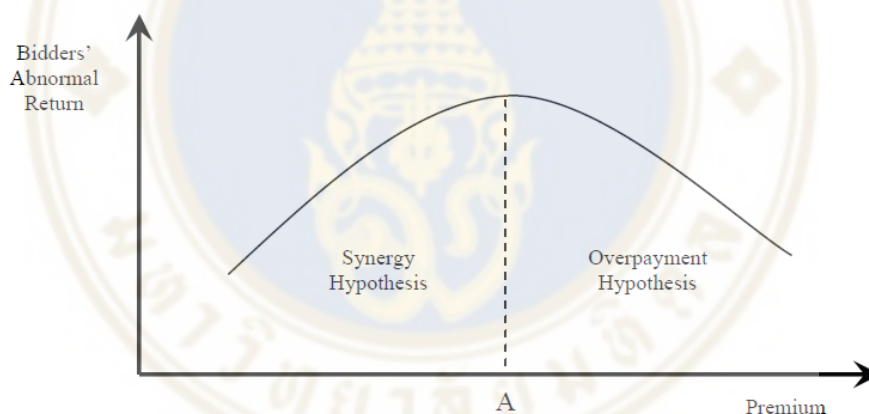
2.2.4.1 การครอบงำกิจการอย่างเป็นมิตร (Friendly Takeover) เป็นการเข้าถือหุ้นของกิจการเป้าหมายโดยผ่านกระบวนการเจรจา และได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นทั้งสองฝ่าย

2.2.4.2 การครอบงำกิจการอย่างไม่เป็นมิตร (Hostile Takeover) เป็นการเข้าถือหุ้นของกิจการเป้าหมาย โดยฝ่ายผู้ถูกครอบงำมิได้เห็นชอบและยินยอม ทั้งสองฝ่ายอาจมีการแข่งกันจัดทำคำเสนอซื้อหุ้นต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป (Tender Offer) เพื่อแย่งชิงความเป็นผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของกิจการเป้าหมาย

2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)

2.3.1 มูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy)

งานของ Díaz, Azofra, and Gutiérrez (2009) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการในการควบรวมกิจการกับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ซื้อได้รับ จากข้อมูลการควบรวมของธนาคารที่เกิดขึ้นในยุโรป ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 ถึง 2547 ผ่านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม 1 วัน ก่อนและหลังวันประกาศควบรวมกิจการ (Cumulative Abnormal Return: CAR (-1, +1)) ผลการศึกษาพบว่า หากผู้ซื้อคาดหวังมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันมากเกินไป ก็จะจ่ายเพื่อซื้อกิจการเพิ่มขึ้น โดยเมื่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของผู้ซื้อจะทำให้เกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) แต่อย่างไรก็ตาม หากประเมินมูลค่าซื้อกิจการบริษัทเป้าหมายสูงเกินไปจะทำให้ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลตอบแทนที่เกินปกติของผู้ซื้อ จะทำให้เกิดการจ่ายซื้อกิจการสูงเกินไป (Overpayment)



ภาพที่ 2.6 แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง Premium กับ Bidders' Abnormal Return

ที่มา: Are M&A Premiums Too High? Analysis of a Quadratic Relationship between Premiums and Returns, Díaz et al. (2009)

2.3.2 อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศควบรวมกิจการ

งานของ Hou, Olsson, and Robinson (2000) ศึกษาการควบรวม 3,467 บริษัท ในปี พ.ศ. 2506 ถึง 2538 ของตลาด NYSE, Amex, และ NASDAQ ที่ควบรวมสำเร็จ พบว่า อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศควบรวมกิจการจากทั้งทางด้านผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย

ผลที่ได้สอดคล้องกับงานศึกษาของ Asquith and Kim (1982) ที่พบว่าการประกาศควบรวมกิจการส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าตลาดของทั้งผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย โดยบริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นไปในทางบวกอย่างมากจากการทำการควบรวม ขณะที่ฝ่ายผู้ซื้อพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทางบวกเช่นกัน แต่น้อยกว่าฝ่ายบริษัทเป้าหมาย และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของฝ่ายผู้ซื้อไม่เพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างมีนัยสำคัญหลังการประกาศควบรวมไปแล้ว 1 เดือน

Agrawal, Jaffe, and Mandelker (1992) ทำการศึกษาการควบรวมในตลาด NYSE จากตัวอย่างการควบรวม 765 กรณี ในช่วงปี พ.ศ. 2498 ถึง 2530 ในช่วงระยะเวลาสั้นหลังการควบรวมพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังการควบรวมของบริษัทเป้าหมายเป็นไปในทางบวก แต่ขณะเดียวกันได้ทำการทดสอบในระยะยาวเช่นกัน คือช่วง 5 ปีหลังจากการควบรวมกิจการเสร็จสมบูรณ์แล้ว พบว่า บริษัทที่ควบรวมแล้ว มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในด้านลบถึงร้อยละ -10

งานของรอมิตา ปวีตภา, กนกพร สาธเสาเงิน และธนกร วุฒิพงษ์ (2559) ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า บริษัทเป้าหมายเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ -4, -1, 0, 1 ของการประกาศควบรวมกิจการ และพบว่า มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) ของบริษัทเป้าหมาย ในเชิงบวกที่ร้อยละ 2.02 อย่างมีนัยสำคัญ ในช่วง 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการและ 1 วันหลังการประกาศควบรวมกิจการ และผู้ซื้อเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ หลังวันที่ประกาศควบรวมกิจการ 1 วัน โดยไม่พบว่า มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) อย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงก่อนและหลัง 5 วันของวันประกาศควบรวมกิจการ

Krishnan, Krishnan, and Lefanowicz (2013) ทำการศึกษาการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของราคาหุ้นของผู้ซื้อจำนวน 50 กรณี ในช่วงปี พ.ศ. 2535 ถึง 2539 ของสหรัฐอเมริกา ในช่วงกรอบเวลาของการประกาศควบรวมกิจการ 3 วัน 5 วัน และ 11 วัน โดยพบว่า ผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญในช่วงกรอบเวลาของการประกาศควบรวม 3 วัน และ 5 วัน โดยให้ข้อสังเกตว่าการควบรวมกิจการสามารถสะท้อนถึงการมองเห็นการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันของนักลงทุนในช่วงกรอบเวลาของการประกาศควบรวมกิจการ

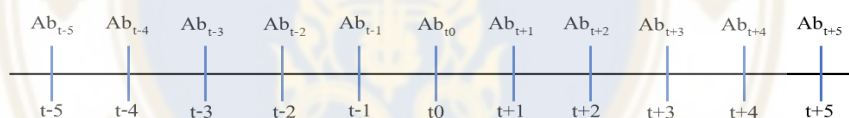
บทที่ 3

ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ

3.1 ตัวแปร (Variables) ที่ใช้ในการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study)

3.1.1 อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return; CAR)

ผู้วิจัยแบ่งช่วงการศึกษาผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติสะสมของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกันออกเป็น 4 ช่วง ตามการศึกษาของ (Hayward & Hambrick, 1997; Krishnan et al., 2013) ได้แก่ ณ วันประกาศควรวรวม (Announcement date; t_0) และผลตอบแทนสะสมในช่วง 3 (3 Days Window; $t\pm 1$), 5 (5 Days Window; $t\pm 2$) และ 11 (11 Days Window; $t\pm 5$) วันทำการรอบวันประกาศควรวรวม



ภาพที่ 3.1 แสดงช่วงเวลาที่ใช้ในการคำนวณผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติ
หมายเหตุ: t_0 คือ วันที่ประกาศควรวรวมกิจการ

โดยมีวิธีการคำนวณผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return; CAR) ของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกันในช่วงเวลาที่ทำการศึกษามีหน่วยเป็นทศนิยม ดังนี้

$$\text{Announcement date; } CAR_{t_0} = Ab_{t_0}$$

$$3 \text{ Days Window; } CAR_{(t\pm 1)} = [(1+Ab_{t-1}) \times (1+Ab_{t_0}) \times (1+Ab_{t+1})] - 1$$

$$5 \text{ Days Window; } CAR_{(t\pm 2)} = [(1+Ab_{t-2}) \times [(1+Ab_{t-1}) \times (1+Ab_{t_0}) \times (1+Ab_{t+1}) \times (1+Ab_{t+2})]] - 1$$

$$11 \text{ Days Window; } CAR_{(t\pm 5)} = [(1+Ab_{t-5}) \times (1+Ab_{t-4}) \times (1+Ab_{t-3}) \times (1+Ab_{t-2}) \times (1+Ab_{t-1}) \times (1+Ab_{t_0}) \times (1+Ab_{t+1}) \times (1+Ab_{t+2}) \times (1+Ab_{t+3}) \times (1+Ab_{t+4}) \times (1+Ab_{t+5})] - 1$$

โดยที่

CAR_{in} = ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) ของบริษัท เป้าหมาย ผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อด้วยกัน ในแต่ละช่วงเวลา ที่ทำการศึกษา

Ab_{in} = ผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return) รายวันของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อด้วยกัน ในแต่ละช่วงเวลาทำการศึกษา

สามารถคำนวณได้ ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 คำนวณหา Abnormal return of Target ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ มีหน่วยเป็นทศนิยม

$$\text{Abnormal Return of Target @ } t_0 = A - B$$

$$A = \frac{\text{Share Price of Target @ } t_0 - \text{Share Price of Target @ } t_{(-1)}}{\text{Share Price of Target @ } t_{(-1)}}$$

$$B = \frac{\text{Sector Index of Target @ } t_0 - \text{Sector Index of Target @ } t_{(-1)}}{\text{Sector Index of Target @ } t_{(-1)}}$$

โดยที่

t_0 = วันที่ประกาศควบรวมกิจการ

$t_{(-1)}$ = 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ

Share Price of Target @ t_0 = ราคาปิดต่อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ

Share Price of Target @ $t_{(-1)}$ = ราคาปิดต่อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ

Sector Index of Target @ t_0 = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจของบริษัทเป้าหมาย ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ

Sector Index of Target @ $t_{(-1)}$ = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของธุรกิจของบริษัทเป้าหมาย 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ

ขั้นตอนที่ 2 คำนวณหา Abnormal return of Acquirer ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ มีหน่วยเป็นทศนิยม

$$C = \frac{\text{Share Price of Acquirer @ } t_0 - \text{Share Price of Acquirer @ } t_{(-1)}}{\text{Share Price of Acquirer @ } t_{(-1)}}$$

$$D = \frac{\text{Sector Index of Acquirer @ } t_0 - \text{Sector Index of Acquirer @ } t_{(-1)}}{\text{Sector Index of Acquirer @ } t_{(-1)}}$$

โดยที่

Share Price of Acquirer @ t_0 = ราคาปิดต่อหุ้นของผู้ซื้อ ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ

Share Price of Acquirer @ $t_{(-1)}$ = ราคาปิดต่อหุ้นของผู้ซื้อ 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ

Sector Index of Acquirer @ t_0 = ดัชนีราคาวิทยุรวมของผู้ซื้อ ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ

Sector Index of Acquirer @ $t_{(-1)}$ = ดัชนีราคาวิทยุรวมของผู้ซื้อ 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ

ขั้นตอนที่ 3 คำนวณหา Abnormal Return of Total ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ มีหน่วยเป็นทศนิยม โดยนำ Abnormal return of Target และ Abnormal Return of Acquirer จากขั้นตอนที่ 1 และ 2 มาแทนค่าในสมการดังนี้

$$\text{Abnormal Return of Total} = (W_{\text{Target}} \times \text{Abnormal Return}_{\text{Target}}) + (W_{\text{Acquirer}} \times \text{Abnormal Return}_{\text{Acquirer}})$$

โดยที่

Abnormal Return_{Target} คือ ผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติของบริษัทเป้าหมาย (Abnormal Return of Target) ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ

$W_{Acquirer}$	คือ สัดส่วนของมูลค่าตลาดโดยรวมของบริษัทเป้าหมาย (Market Capitalization of the Target Company) 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ เมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดรวมของบริษัทเป้าหมาย และผู้ซื้อ (Market Capitalization of Total) 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ
$Abnormal\ Return_{Acquirer}$	คือ ผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติของผู้ซื้อ (Abnormal Return of Acquirer Company) ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ
$W_{Acquirer}$	คือ สัดส่วนของมูลค่าตลาดโดยรวมของผู้ซื้อ (Market Capitalization of the Acquirer Company) 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ เมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดรวมของบริษัทเป้าหมาย และผู้ซื้อ (Market Capitalization of Total) 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า บริษัทเป้าหมายจะเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน โดยมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสมเชิงบวก เนื่องจากนักลงทุนในตลาดมีความคาดหวังต่อการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันจากการควบรวมกิจการ โดยเฉพาะในระยะสั้นใกล้ช่วงประกาศการควบรวมกิจการ ในขณะที่ของผู้ซื้อผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่าจะเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน โดยมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสมเชิงลบ เนื่องจากมีความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน จากการควบรวมกิจการในอนาคตตามที่คาดหวัง และของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อร่วมกัน ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า จะเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน โดยมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสมเชิงลบ เนื่องจากผู้วิจัยเชื่อว่าอาจต้องใช้เวลาสักระยะหนึ่งหลังจากการควบรวมกิจการจึงจะเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน ดังนั้นในระยะสั้นหลังจากการควบรวมกิจการจะเกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสมเชิงลบ

3.2 แบบจำลอง และวิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method) ที่ใช้ในการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study)

ทดสอบว่า อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return; CAAR) ต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ด้วยวิธี T-test

$$t = \frac{\bar{X}}{S/\sqrt{n}}, \text{d.f.} = n - 1$$

โดยที่

\bar{X} คือ อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return; CAAR)

n คือ จำนวนข้อมูล

S คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน คำนวณจาก

$$S = \sqrt{\frac{\sum (X - \bar{X})^2}{n-1}}$$

โดยที่

X คือ อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return; CAR)

\bar{X} คือ อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return; CAAR)

n คือ จำนวนข้อมูล

บทที่ 4

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ในงานศึกษา Event Study มีการเก็บข้อมูลมูลค่าตลาด และดัชนีราคารายหมวดธุรกิจ (Sector Index) ของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ดำเนินการควบรวมกิจการเสร็จสิ้นแล้วตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง 2563 จาก Bloomberg ผู้วิจัยแบ่งกลุ่มข้อมูลเป็น 3 กลุ่ม โดยมีรายละเอียด ดังนี้

ตารางที่ 4.1 แสดงจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติสะสมจากการประกาศควบรวมกิจการ

ข้อมูล	จำนวน
บริษัทเป้าหมาย	112
ผู้ซื้อ	23
บริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อ	23

หมายเหตุ: บริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้วิจัยแบ่งกลุ่มข้อมูลของผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายตามหมวดธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามตารางที่ 4.2

ตารางที่ 4.2 แสดงโครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรม (8 กลุ่ม) และหมวดธุรกิจ (28 หมวด) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	
เกษตรและอุตสาหกรรม อาหาร (.AGRO)	AGRI	ธุรกิจการเกษตร
	FOOD	อาหารและเครื่องดื่ม
สินค้าอุปโภคบริโภค (.CONSUMP)	FASHION	แฟชั่น
	HOME	ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน
	PERSON	ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์

ตารางที่ 4.2 แสดงโครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรม (8 กลุ่ม) และหมวดธุรกิจ (28 หมวด) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ต่อ)

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	
ธุรกิจการเงิน (.FINCIAL)	BANK	ธนาคาร
	FIN	เงินทุนและหลักทรัพย์
	INSUR	ประกันภัยและประกันชีวิต
สินค้าอุตสาหกรรม (.INDUS)	AUTO	ยานยนต์
	IMM	วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร
	PAPER	กระดาษและวัสดุการพิมพ์
	PETRO	ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์
	PKG	บรรจุภัณฑ์
	STEEL AND METAL PRODUCTS	เหล็ก และ ผลิตภัณฑ์โลหะ
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (.PROPCON)	CONMAT	วัสดุก่อสร้าง
	CONS	บริการรับเหมาก่อสร้าง
	PF&REITs	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์
	PROP	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
ทรัพยากร (.RESOURC)	ENERG	พลังงานและสาธารณูปโภค
	MINE	เหมืองแร่
บริการ (.SERVICE)	COMM	พาณิชย์
	HEALTH	การแพทย์
	MEDIA	สื่อและสิ่งพิมพ์
	PROF	บริการเฉพาะกิจ
	TOURISM	การท่องเที่ยวและสันทนาการ
	TRANS	ขนส่งและโลจิสติกส์
เทคโนโลยี (.TECH)	ETRON	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
	ICT	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร

บทที่ 5

ผลการศึกษา

การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ของการประกาศควบรวมกิจการ (Abnormal Return) ของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกันเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return; CAAR) ของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกัน ต่างจากศูนย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ด้วยวิธีทดสอบทางสถิติ (T-test) โดยแบ่งช่วงเวลาศึกษาเป็น 4 ช่วง คือ ณ วันที่ประกาศควบรวม (Day 0), ช่วง 1 วันก่อนประกาศถึง 1 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ (3 Days Window), ช่วง 2 วันก่อนประกาศถึง 2 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ (5 Days Window) และช่วง 5 วันก่อนประกาศถึง 5 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ (11 Days Window)

ผลการศึกษาพบว่า บริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในทุกช่วงที่ทำการศึกษา โดยพบว่าที่ CAAR (0) เท่ากับร้อยละ 1.14, CAAR (-1, +1) เท่ากับร้อยละ 3.74, CAAR (-2, +2) เท่ากับร้อยละ 4.45 และ CAAR (-5, +5) เท่ากับร้อยละ 7.80 ซึ่งหมายความว่าบริษัทเป้าหมายเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน ดังแสดงในตารางที่ 5.1

ในขณะที่พบว่า ผู้ซื้อ มีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ และช่วง 5 วันก่อนประกาศถึง 5 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ โดยพบว่าที่ CAAR (0) เท่ากับร้อยละ 1.39 และ CAAR (-5, +5) เท่ากับร้อยละ 3.47 ดังแสดงในตารางที่ 5.2

และเมื่อศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกันพบว่า มีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ และช่วง 1 วันก่อนประกาศถึง 1 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ โดยพบว่าที่ CAAR (0) เท่ากับร้อยละ 1.39 และ CAAR (-1, +1) เท่ากับร้อยละ 1.37 ดังแสดงในตารางที่ 5.3

อย่างไรก็ตามในการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของผู้ซื้อ และของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกัน จำนวนของกลุ่มตัวอย่างมีจำนวนน้อยมากเพียง 23 ข้อมูล จึงอาจทำให้ผลการศึกษาคงความคลาดเคลื่อนได้

โดยผลการศึกษาในส่วนของบริษัทเป้าหมายเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และสอดคล้องกับงานศึกษาของ Sanders and Zdanowicz (1992) ที่พบว่า บริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสูง ซึ่งแสดงถึงความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนที่คาดหวังต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของบริษัทเป้าหมายจากการถูกเข้าซื้อกิจการ แต่ในส่วนของผู้ซื้อและส่วนของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อ รวมกันไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้ ผลการศึกษาเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของ Asquith and Kim (1982) ที่พบว่า การประกาศควบรวมกิจการส่งผลต่อมูลค่าตลาดของทั้งบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย อย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเป็นไปในทางบวกอย่างมาก

จากการควบรวมกิจการ และผู้ซื้อที่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทางบวกเช่นกันแต่น้อยกว่าบริษัทเป้าหมาย และเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของรมิตา ปวีดากา, กนกพร สาดเสาเงิน และ ธนกร วุฒิพงษ์ (2559) ที่พบว่า บริษัทเป้าหมายเกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (AAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ -4, -1, 0, 1 ของการประกาศควบรวมกิจการ และมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในเชิงบวกที่ร้อยละ 2.02 อย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงก่อนและหลัง 1 วันของวันประกาศควบรวมกิจการ ในขณะที่ผู้ซื้อเกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (AAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ 1 หลัง การประกาศควบรวมกิจการ โดยไม่พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) อย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงก่อนและหลัง 5 วันของวันประกาศควบรวมกิจการ

จากผลการศึกษา ผู้วิจัยคาดว่า การที่ไม่พบอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของบริษัทเป้าหมาย และผู้ซื้อ รวมกันในช่วงการศึกษาอื่น ในขณะที่พบว่าบริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในทุกช่วงที่ทำการศึกษา อาจเป็นผลจากค่าน้ำหนักในการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) รวม โดยผู้ซื้อมีค่าน้ำหนักของมูลค่าตลาดที่มากกว่าบริษัทเป้าหมายส่งผลให้ไม่พบอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) รวม ในช่วง 2 วันก่อนประกาศถึง 2 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ (5 Days Window) และช่วง 5 วันก่อนประกาศถึง 5 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ (11 Days Window) ประกอบกับมีการศึกษาหลายงาน ที่แสดงให้เห็นว่านโยบายด้านกลยุทธ์และผลประโยชน์ที่จะได้จากการควบรวมกิจการที่ทางผู้ซื้อประกาศส่วนใหญ่จะยังไม่ชัดเจนเพียงพอที่จะสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้นและนักลงทุนได้ (Capron & Pistre, 2002) จึงไม่พบอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศควบรวมกิจการ (Abnormal Return) จากทางฝ่ายผู้ซื้อ ขณะที่นักลงทุนในตลาดมองว่าประโยชน์ที่ได้จากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันจะเกิดขึ้นกับบริษัทเป้าหมายมากกว่า โดยเฉพาะในระยะสั้นใกล้ช่วงประกาศการควบรวมกิจการ (Agrawal et al., 1992)

ตารางที่ 5.1 แสดงผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ของบริษัทเป้าหมาย

ช่วงเวลา	Obs	CAAR	SD	Max	Min	t-test	Standard Error
CAAR (0)	112	1.14%	5.04%	27.73%	-21.65%	2.4027 **	0.0048
CAAR (-1, +1)	112	3.74%	11.08%	47.49%	-50.05%	3.5692 **	0.0105
CAAR (-2, +2)	112	4.45%	12.52%	73.63%	-48.09%	3.7617 **	0.0118
CAAR (-5, +5)	112	7.80%	18.64%	81.26%	-52.20%	4.4287 **	0.0176

หมายเหตุ: * มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 ** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

*** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

ตารางที่ 5.2 แสดงผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ของผู้ซื้อ

ช่วงเวลา	Obs	CAAR	SD	Max	Min	t-test	Standard Error
CAAR (0)	23	1.39%	2.29%	6.75%	-2.27%	2.8996 **	0.0048
CAAR (-1, +1)	23	1.27%	4.83%	13.00%	-13.69%	1.2649	0.0101
CAAR (-2, +2)	23	1.08%	6.26%	13.51%	-11.89%	0.8243	0.0131
CAAR (-5, +5)	23	3.47%	9.64%	22.34%	-19.35%	1.7251 **	0.0201

หมายเหตุ: * มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 ** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

*** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

ตารางที่ 5.3 แสดงผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ของบริษัทเป้าหมาย และผู้ซื้อพร้อมกัน

ช่วงเวลา	Obs	CAAR	SD	Max	Min	t-test	Standard Error
CAAR (0)	23	1.39%	1.65%	4.49%	-0.90%	4.0473 **	0.0034
CAAR (-1, +1)	23	1.27%	3.16%	7.68%	-6.25%	1.9326 **	0.0066
CAAR (-2, +2)	23	1.48%	5.42%	13.51%	-9.24%	1.3099	0.0113
CAAR (-5, +5)	23	4.24%	12.13%	48.08%	-17.62%	1.6770	0.0253

หมายเหตุ: * มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 ** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

*** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

บทที่ 6

สรุปและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ในการควบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลการควบรวมกิจการของบริษัทในประเทศไทยซึ่งดำเนินการซื้อกิจการเสร็จสิ้นแล้วตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง 2563 โดยคัดเลือกเฉพาะข้อมูลของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทดสอบว่า อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return; CAAR) ของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อรวมกัน ต่างจากศูนย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ด้วยวิธีทดสอบทางสถิติ (T-test)

พบว่า บริษัทเป้าหมายมี CAAR ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในทุกช่วงที่ทำการศึกษา โดยพบว่า ที่ CAAR (0) เท่ากับร้อยละ 1.14, CAAR (-1, +1) เท่ากับร้อยละ 3.74, CAAR (-2, +2) เท่ากับร้อยละ 4.45 และ CAAR (-5, +5) เท่ากับร้อยละ 7.80 ซึ่งหมายความว่าบริษัทเป้าหมายเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และสอดคล้องกับงานศึกษาของ Sanders and Zdanowicz (1992) ที่พบว่า บริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสูง ซึ่งแสดงถึงความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนที่คาดหวังต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของบริษัทเป้าหมายจากการถูกเข้าซื้อกิจการ ขณะที่พบว่า ผู้ซื้อ มี CAAR ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ และช่วง 5 วันก่อนประกาศถึง 5 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ โดยพบว่าที่ CAAR (0) เท่ากับร้อยละ 1.39 และ CAAR (-5, +5) เท่ากับร้อยละ 3.47 ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และของบริษัทเป้าหมาย และผู้ซื้อพบว่ามี CAAR ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ และช่วง 1 วันก่อนประกาศถึง 1 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ โดยพบว่าที่ CAAR (0) เท่ากับร้อยละ 1.39 และ CAAR (-1, +1) เท่ากับร้อยละ 1.37 ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ มีการศึกษาหลายงานที่แสดงให้เห็นว่านโยบายด้านกลยุทธ์และผลประโยชน์ที่จะได้จากการควบรวมกิจการที่ทางผู้ซื้อประกาศส่วนใหญ่จะยังไม่ชัดเจนเพียงพอที่จะสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้นและนักลงทุนได้ (Capron & Pistre, 2002) จึงไม่พบว่า มีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศควบรวมกิจการ (Abnormal Return) จากทางฝ่ายผู้ซื้อ ขณะที่นักลงทุนในตลาดมองว่าประโยชน์ที่ได้จากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันจะเกิดขึ้นกับบริษัทเป้าหมายมากกว่าโดยเฉพาะในระยะสั้นใกล้ช่วงประกาศการควบรวมกิจการ (Agrawal et al., 1992)

อย่างไรก็ตามในงานศึกษานี้มีข้อจำกัดเนื่องจากในประเทศไทยมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) ในมุมมองของผู้ซื้อค่อนข้างจำกัด ประกอบกับจำนวนของกลุ่มตัวอย่างมีปริมาณไม่มากนัก จึงอาจทำให้มีข้อจำกัดในการแบ่งกลุ่มข้อมูลเพื่อศึกษา

ดังนั้นผู้วิจัยเสนอแนะให้ผู้สนใจ ศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศควบรวมกิจการ (Abnormal Return) ของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อร่วมกัน โดยศึกษาในช่วงเวลาที่ยาวออกไป



บรรณานุกรม

- กนกพร สาดเสาเงิน. การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการ ของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาตามการควบรวมระหว่าง บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์ โดยศึกษาตามกลุ่มอุตสาหกรรม. (การค้นคว้าอิสระการจัดการมหาบัณฑิต), วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). *M&A: Mergers and Acquisitions* ทางเลือกสู่ความสำเร็จ ธุรกิจไทย. สืบค้นจาก https://www.set.or.th/th/market/files/mna/Final_MnA.pdf
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2557). *รู้เพื่อควบรวมกิจการ: โอกาสของธุรกิจไทย*. กรุงเทพฯ : ผู้แต่ง.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). *การทำคำเสนอซื้อหุ้นต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป*. สืบค้นจาก <https://www.set.or.th/set/education/glossary.do>
- ธนกร วุฒิพงษ์. (2559). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการ ของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษาในกรณีของผู้เข้าควบ รวมกิจการ และประเภทการควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร เป็นกลางและไม่เป็นมิตร. (การค้นคว้าอิสระการจัดการมหาบัณฑิต), วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล..
- รมิตา ปวีดาภา. (2559). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการ ของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาตามวิธีการชำระค่าหุ้น และ รูปแบบการควบรวมกิจการ. (การค้นคว้าอิสระการจัดการมหาบัณฑิต), วิทยาลัยการ จัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล.
- วิษณุ วงศ์สินศิริกุล. (2563). *ทำผิดเพราะไม่รู้ไม่ต่างจากทำผิดทั้งที่รู้*. สืบค้นจาก [https://www.bangkok biznews.com/blog/detail/650026](https://www.bangkokbiznews.com/blog/detail/650026)
- อวยชัย สุขวงศ์. (2548). รอบรู้...เรื่องการควบไอนกิจการ (1). *วารสารธรรมนิติ ฉบับเอกสารภาณี อากร*, 283, 1-9.
- อัญญา ชันชวิทย์. (2540). *การควบกิจการและการครอบงำกิจการ* (พิมพ์ครั้งที่ 3): กรุงเทพฯ: คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Agrawal, A., Jaffe, J. F., & Mandelker, G. N. (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *Journal of Finance*, 47(4), 1605-1621.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Asquith, P., & Kim, E. H. (1982). The Impact of Merger Bids on the Participating Firms' Security Holders. *Journal of Finance*, 37(5), 1209-1228.
- Bhagat, S., Brickley, J. A., & Loewenstein, U. (1987). The Pricing Effects of Interfirm Cash Tender Offers. *Journal of Finance*, 42(4), 965-986.
- Bonini, S., Zanetti, L., Bianchini, R., & Salvi, A. (2010). Target Price Accuracy in Equity Research. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9-10), 1177-1217.
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). When Do Acquirers Earn Abnormal Returns? *Strategic Management Journal*, 23(9), 781-794.
- Díaz, B. D., Azofra, S. S., & Gutiérrez, C. L. (2009). Are M&A Premiums Too High? Analysis of a Quadratic Relationship between Premiums and Returns. *Journal of Finance and Accounting*, 48(3), 5-21.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Gerritsen, D. F. (2015). Security Analysts' Target Prices and Takeover Premiums. *Finance Research Letters*, 13(2), 205-213.
- Hitt, M. A., King, D. R., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2012). Creating Value Through Mergers and Acquisitions: Challenges and Opportunities. In D. Faulkner, S. Teerikangas, & R. J. Joseph (Eds.), *The Handbook of Mergers and Acquisitions* (Vol. 1, pp. 124-185). Oxford: Oxford University Press: Oxford University Press.
- Hou, K., Olsson, P., & Robinson, D. T. (2000). *Does Takeover Increase Stockholder Value*. University of Chicago Graduate School of Business, ResearchGate.
- Krishnan, H. A., Krishnan, R., & Lefanowicz, C. E. (2013). Market Perception of Synergies in Related Acquisitions. *Electronic Business Journal*, 12(6), 451-471.
- Sanders, R., & Zdanowicz, J. (1992). Target Firm Abnormal Returns and Trading Volume around the Initiation of Change in Control Transactions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(1), 109-129.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Schwert, G. W. (1996). Markup Pricing in Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 153-192.
- Sharma, D. S., & Ho, J. (2002). The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(1&2), 155-200.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock Market Driven Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295-311.

