



ปัจจัยที่ส่งผลต่อความสำเร็จของการควบรวมกิจการ และการตอบสนอง  
ของราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้นต่อการประกาศควบรวมกิจการ

โดย

นางสาวปาริฉัตร อิศระพงศ์ไพศาล

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปัจจัยที่ส่งผลต่อความสำเร็จของการควบรวมกิจการ และการตอบสนอง  
ของราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้นต่อการประกาศควบรวมกิจการ

โดย

นางสาวปาริฉัตร อีระพงศ์ไพศาล




การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2558  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



CRITICAL SUCCESS FACTORS IN MERGERS AND ACQUISITIONS  
(M&A) AND SHORT-TERM STOCK REACTIONS TO M&A  
ANNOUNCEMENT

BY

MISS PARICHAT ISARAPONGPAISAL



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE  
FINANCIAL MANAGEMENT  
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY  
THAMMASAT UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2015  
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวปาริฉัตร อิศระพงศ์ไพศาล

เรื่อง

ปัจจัยที่ส่งผลต่อความสำเร็จของการควบรวมกิจการ และการตอบสนอง  
ของราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้นต่อการประกาศควบรวมกิจการ

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

13 พ.ค. 2559

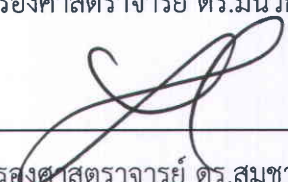
เมื่อ วันที่.....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ ไรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ปัจจัยที่ส่งผลต่อความสำเร็จของการควบรวมกิจการ และการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้นต่อการประกาศควบรวมกิจการ
ชื่อผู้เขียน	นางสาวปาริฉัตร อิศระพงศ์ไพศาล
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2558

### บทคัดย่อ

การควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions) ถือเป็นช่องทางหนึ่งที่สำคัญในการเติบโตและการขยายกิจการของบริษัท และเมื่อมีการควบรวมกิจการย่อมส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเปลี่ยนแปลงไป การค้นคว้าอิสระชิ้นนี้จึงได้ทำการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้นของบริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) ที่มีต่อการประกาศควบรวมกิจการ โดยจะทำการศึกษาผ่านอัตราผลตอบแทนเกินปกติและอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม นอกจากนี้ยังได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมถึงปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนดังกล่าว จากการศึกษาพบว่า ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อมีการตอบสนองต่อการประกาศควบรวมกิจการและมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และเมื่อศึกษาผ่านแบบจำลองสมการถดถอยพบว่า มีปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทั้งสิ้น 3 ปัจจัย ได้แก่ 1. ผลประโยชน์ทางภาษี (Tax Shield) 2. ผลตอบแทนของบริษัทเป้าหมาย (ROE) 3. การเติบโตของบริษัทเป้าหมาย ซึ่งทั้ง 3 ปัจจัยต่างส่งผลทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เกิดขึ้น โดยราคาหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อจะเพิ่มขึ้นหากบริษัทผู้ซื้อได้รับประโยชน์ทางภาษี และทำการควบรวมบริษัทเป้าหมาย (Target Firms) ที่มีการเติบโตและมีผลตอบแทนที่ต่ำอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจากผลการศึกษาที่ได้นี้สามารถบอกได้ว่าการควบรวมกิจการจะประสบความสำเร็จหรือไม่นั้น นอกจากจะขึ้นอยู่กับความสามารถบริษัทผู้ซื้อแล้วยังขึ้นอยู่กับลักษณะและความแข็งแกร่งทางการเงินของบริษัทเป้าหมายด้วยเป็นสำคัญ

**คำสำคัญ:** การควบรวมกิจการ, อัตราผลตอบแทนเกินปกติ, อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม

Independent Study Title	CRITICAL SUCCESS FACTORS IN MERGERS AND ACQUISITIONS (M&A) AND SHORT-TERM STOCK REACTIONS TO M&A ANNOUNCEMENT
Author	Miss Parichat Isarapongpaisal
Degree	Master of Science
Major Field/Faculty/University	Financial Management Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Somchai Supattarakul, Ph.D.
Academic Years	2015

### ABSTRACT

Mergers and Acquisitions (M&A) is one of the important ways for companies to expand their businesses. When M&A transactions take place, stock prices will change simultaneously. This independent study aims to study the short-term stock reactions of bidder firms to M&A announcements through abnormal return (AR) and cumulative abnormal return (CAR). Moreover, this independent study was conducted to find the driving factors affecting the cumulative abnormal return. The result shows that stock prices change significantly according to M&A announcements. When applying cross-sectional regression analysis in order to detect significant relationships, the study finds three factors influencing CAR of bidder firms: 1. Tax Benefits from a transaction 2. Relative Profitability calculated from targets' ROE divided bidders' ROE 3. Growth rate of target firms

In summary, bidder firms' returns are higher when bidder firms gain tax benefits from M&A transactions, target firms have high ROE and high growth rates. Surprisingly, the returns are mainly driven by characteristics of the chosen target firms not characteristics of the bidder firms themselves.

**Keywords:** Mergers and Acquisitions, Abnormal Return, Cumulative Abnormal Return

## กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระชิ้นนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาในระดับปริญญาโท สาขาวิชาการบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ โดยการค้นคว้าอิสระชิ้นนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อความสำเร็จของการควบรวมกิจการ และการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้นต่อการประกาศควบรวมกิจการ ซึ่งการค้นคว้าอิสระชิ้นนี้จะสำเร็จ ลุล่วงไปไม่ได้ หากไม่ได้รับการสนับสนุนและการเอาใจใส่เป็นอย่างดีจาก รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล ผู้เป็นอาจารย์ที่ปรึกษา ที่ได้กรุณาสละเวลาเพื่อให้คำแนะนำ แนวคิด ตลอดจนให้ความรู้ที่เป็นประโยชน์เพิ่มเติม จนทำให้การค้นคว้าอิสระชิ้นนี้ออกมาเป็นงานที่สมบูรณ์แบบ และขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์ ที่ให้เกียรติมาเป็นประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระในครั้งนี้ พร้อมทั้งให้คำแนะนำสำหรับการปรับปรุงการค้นคว้าอิสระให้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้การค้นคว้าอิสระชิ้นนี้จะสำเร็จไม่ได้หากขาดกำลังใจจากครอบครัว และคณาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่าน รวมถึงเพื่อนๆ ที่ให้การสนับสนุนและเป็นกำลังใจที่ดีมาโดยตลอด รวมถึงเจ้าหน้าที่ทุกท่านที่ให้ความช่วยเหลือด้านการติดต่อประสานงานเป็นอย่างดีตลอดระยะเวลาการทำการค้นคว้าอิสระ จึงขอขอบพระคุณทุกท่านไว้ ณ ที่นี้

นางสาวปาริฉัตร อิศระพงศ์ไพศาล

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพ	(8)
รายการสัญลักษณ์และคำย่อ	(9)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	2
1.3 คำถามของงานวิจัย	3
1.4 ขอบเขตงานวิจัย	3
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย	4
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	5
2.1.1 การควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions: M&A)	5
2.1.2 ทฤษฎีสมมติฐานประสิทธิภาพตลาด (Efficient Market Hypothesis)	6
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6



2.2.1 งานวิจัยในต่างประเทศ	6
2.2.2 งานวิจัยในประเทศไทย	9
2.2.3 สมมติฐานของงานวิจัย	9
<b>บทที่ 3 วิธีการวิจัย</b>	<b>12</b>
3.1 กลุ่มข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย	12
3.2 การวิเคราะห์ข้อมูลและการกำหนดช่วงเวลาของเหตุการณ์ (Event Periods)	13
3.3 วิธีวิจัย	14
3.3.1 การคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาด	14
3.3.2 การคำนวณอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์	14
3.3.3 แบบจำลองตลาด (Market Model)	14
3.3.4 การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในช่วงเหตุการณ์	15
3.3.5 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ (Abnormal Return: AR)	15
3.3.6 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ (Cumulative Abnormal Return: CAR)	16
3.3.7 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยรายวัน (Average Abnormal Returns: AARs) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติ เฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Returns: CAARs)	16
3.3.8 การทดสอบนัยสำคัญทางสถิติของ AARs และ CAARs	17
3.4 แบบจำลองสมการถดถอย (Cross-sectional Regression)	17
3.4.1 แบบจำลองสมการ	17
3.4.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)	17
3.4.3 ตัวแปรต้น (Independent Variables) และคำอธิบายตัวแปร	18
<b>บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล</b>	<b>21</b>
4.1 การศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยรายวัน (AARs) ของหลักทรัพย์ ของบริษัทผู้ซื้อในช่วงเหตุการณ์การประกาศควบรวมกิจการ	22
4.2 การศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAARs) ของหลักทรัพย์	23

ของบริษัผู้ซื้อในช่วงเหตุการณ์การประกาศคววมกิจการ	
4.3 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนา	25
4.4 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์	27
4.5 การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ (CAR) ของบริษัผู้ซื้อเมื่อมีการประกาศคววมกิจการ	29
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	33
5.1 สรุปผลและอภิปรายผลการวิจัย	33
5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัย	34
5.3 ข้อจำกัดของงานวิจัย	35
5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยครั้งต่อไป	35
เอกสารอ้างอิง	36
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก วันที่ประกาศคววมกิจการ และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม ของบริษัผู้ซื้อ (Bidder Firms) ในช่วงเหตุการณ์ 21 วัน	39
ประวัติผู้เขียน	48

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
4.1 สมมติฐานของงานวิจัย	10
4.2 ลักษณะของการควบรวมกิจการ	21
4.3 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยรายวัน (Average Abnormal Returns: AARs) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Returns: CAARs) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นบวก และเป็นลบในช่วงเหตุการณ์	24
4.4 ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวแปร	27
4.5 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร	28
4.6 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) กับตัวแปรทั้ง 13 ตัวแปร	30
4.7 การเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์กับสมมติฐานของงานวิจัย	31

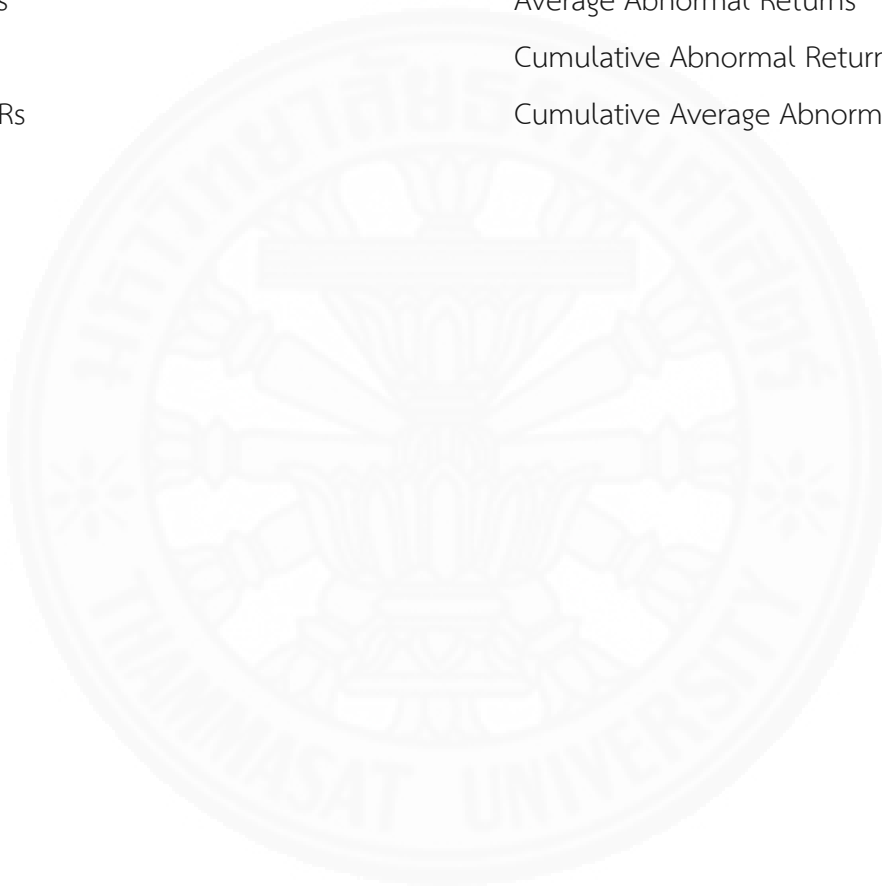
## สารบัญญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 เป้าหมาย รูปแบบและวิธีการรวบรวมกิจการ	5
4.1 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AARs) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทน เกินปกติสะสม (CAR) เป็นบวก, เป็นลบ และกรณีที่แปลงเป็นค่าสัมบูรณ์	23
4.2 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAARs) ของกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทน เกินปกติสะสม (CAR) เป็นบวก, เป็นลบ และของชุดข้อมูลทั้งหมด	25



## รายการสัญลักษณ์และคำย่อ

สัญลักษณ์/คำย่อ	คำเต็ม/คำจำกัดความ
M&A	Mergers and Acquisitions
AR	Abnormal Return
AARs	Average Abnormal Returns
CAR	Cumulative Abnormal Return
CAARs	Cumulative Average Abnormal Returns



## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ในช่วงครึ่งปีแรกของปีพ.ศ. 2558 ธุรกิจการควบรวมกิจการและซื้อกิจการ (Mergers and Acquisitions : M&A) ทั่วโลกมีแนวโน้มที่ดีขึ้นพร้อมกับการฟื้นตัวของตลาดหุ้นทั่วโลก หลังจากผ่านภาวะซบเซาในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจโลก ซึ่งมูลค่าโดยรวมของธุรกรรม M&A ทั่วโลกที่เปิดเผยพุ่งสูงขึ้นถึง 2.2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในช่วง 6 เดือนแรกของปีพ.ศ. 2558 คิดเป็นอัตราการขยายตัว 77% YOY และนับเป็นอัตรา year-to-date ที่สูงที่สุดนับตั้งแต่ปีพ.ศ. 2551 (ข้อมูลจาก: ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจ ธนาคารไทยพาณิชย์ ) และสำหรับการทำ M&A ของธุรกิจรายใหญ่ในประเทศไทยนั้นก็มีแนวโน้มการเติบโตอย่างต่อเนื่องเช่นกัน เนื่องจากการทำ M&A ช่วยเพิ่มขีดความสามารถทางการแข่งขันและเพิ่มประสิทธิภาพในการสร้างเครือข่ายให้แข็งแกร่ง ทำให้ปริมาณธุรกรรมมีมูลค่าและทิศทางในการขยายการลงทุนสู่ตลาดที่มีศักยภาพใหม่ๆ มากขึ้น ทั้งในรูปแบบธุรกรรมที่บริษัทไทยไปซื้อกิจการบริษัทในต่างประเทศ บริษัทต่างชาติเข้ามาซื้อกิจการของบริษัทคนไทย และบริษัทไทยซื้อกิจการในประเทศไทย โดยมูลค่าการควบรวมและการซื้อกิจการของบริษัทไทยในปี พ.ศ.2555-2558 อยู่ที่ 1.3% ของจีดีพี หรือ 175,000 ล้านบาท ซึ่งอยู่ในระดับเดียวกับประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างประเทศสิงคโปร์ และคาดว่ากระแสของการควบรวมกิจการจะมีทิศทางเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่องตลอดระยะเวลาอีก 2-3 ปีข้างหน้า เนื่องจากบริษัทเอกชนไทยที่ระดมทุนด้วยการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เมื่อนำเงินไปขยายธุรกิจแล้วยังคงมีกระแสเงินสดที่ได้จากการระดมทุนเหลืออีกเป็นจำนวนมาก บริษัทจึงได้นำเงินดังกล่าวไปต่อยอดธุรกิจด้วยการซื้อกิจการเพิ่มเติม

งานวิจัยชิ้นนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศควบรวมและซื้อกิจการ (Mergers and Acquisitions) ต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้น และศึกษาเพิ่มเติมถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ดังกล่าว ซึ่งราคาหลักทรัพย์ในที่นี้ หมายถึง ราคาหุ้นของบริษัทผู้ซื้อที่ทำการซื้อหรือควบรวมกิจการอื่น(Bidder Firms) โดยจะทำการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ผ่านการใช้อัตรามผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return: AR) และอัตรามผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ซึ่งงานวิจัยชิ้นนี้มีพื้นฐานความเชื่อว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย(SET) มีกลไกการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ (Efficient Market) และราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดในตลาดหุ้นไว้แล้วอย่างครบถ้วน ดังนั้นการประกาศควบรวมกิจการของบริษัทผู้ซื้อในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งถือเป็นเหตุการณ์ที่

เกิดขึ้น ย่อมส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อเกิดการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น หรือลดลงจากระดับราคาก่อนหน้า ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความคิดเห็นของนักลงทุนในตลาดว่าคิดอย่างไรกับการประกาศควบรวมกิจการ โดยสามารถวัดความสำคัญของเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นได้จากการดูการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ระหว่างช่วงที่มีเหตุการณ์เกิดขึ้น โดยให้ความสนใจต่อการวัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ ซึ่งอัตราผลตอบแทนเกินปกติจะเกิดขึ้นเมื่ออัตราผลตอบแทนที่แท้จริงของหลักทรัพย์นั้นอยู่สูงหรือต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับตามแบบจำลองตลาด (Market Model) นอกจากนี้ยังสามารถนำแนวทางการศึกษาแบบ Event Study นี้มาประยุกต์ใช้ในการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ได้อีกด้วย

สำหรับประเทศไทยยังมีการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ (อัตราผลตอบแทนเกินปกติ) ต่อการประกาศควบรวมกิจการไม่มากนัก จึงทำให้งานวิจัยเรื่องปัจจัยที่ส่งผลต่อความสำเร็จของการควบรวมกิจการ และการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้นต่อการประกาศควบรวมกิจการขึ้นนี้มีความน่าสนใจ โดยงานวิจัยชิ้นนี้มุ่งประโยชน์ไปที่บริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) และนักลงทุนรายย่อย (Individual Investors) เนื่องจากการศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้ใช้พฤติกรรมของราคาหุ้นมาช่วยในการวิเคราะห์ถึงผลกระทบของการควบรวมกิจการที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อว่าจะเกิดผลดีหรือผลเสียอย่างไร และมีปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้นักลงทุนรายย่อยยังสามารถนำงานวิจัยชิ้นนี้ไปใช้พิจารณาประกอบการตัดสินใจในการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพต่อไป

## 1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

เพื่อศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้น โดยจะมุ่งศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ด้านบริษัทผู้ซื้อที่ทำการซื้อกิจการอื่น (Bidder Firms) และศึกษาเพิ่มเติมถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ดังกล่าว โดยศึกษาผ่านการใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วง -10 ถึง +10 วัน (21วัน) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม ในช่วง -10 ถึง +10 วัน (21วัน) ล้อมรอบวันประกาศควบรวมกิจการของบริษัทผู้ซื้อ ซึ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อวิเคราะห์ถึงพฤติกรรมราคาหุ้นที่เกิดขึ้นและปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาดังกล่าว โดยกำหนดให้วันที่ประกาศควบรวมกิจการเป็นวันที่  $t = 0$  โดยมีระยะเวลาการศึกษาทั้งสิ้น 10 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2549 ถึงปี พ.ศ. 2558

### 1.3 คำถามของงานวิจัย

1. การประกาศควบรวมหรือกิจการของบริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) ส่งผลต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อจนก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return: AR) จากการลงทุนในช่วง -10 ถึง +10 วัน (21 วัน) หรือไม่

2. การประกาศควบรวมหรือซื้อกิจการของบริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) ส่งผลต่อราคาซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อจนก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ในช่วง -10 ถึง +10 วัน (21 วัน) ล้อมรอบวันประกาศควบรวมกิจการหรือไม่

3. มีปัจจัยใดบ้างที่มีความสัมพันธ์และส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วง -10 ถึง +10 วัน (21 วัน) ในช่วงเหตุการณ์การประกาศควบรวมหรือซื้อกิจการ

4. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-Strong Form) หรือไม่

### 1.4 ขอบเขตงานวิจัย

ประชากรสำหรับงานวิจัยชิ้นนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นฝ่ายเข้าซื้อกิจการหรือควบรวมกิจการอื่น ที่มีการประกาศซื้อหรือควบรวมกิจการในช่วงเวลาตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2549 ถึง เดือนธันวาคม พ.ศ.2558 รวมเป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 10 ปี โดยในงานวิจัยครั้งนี้จะเลือกศึกษาเฉพาะบริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) ที่ไม่มีการประกาศเหตุการณ์สำคัญอื่นในวันที่มีการประกาศควบรวมกิจการ รวมถึง 10 วันก่อนและหลังประกาศ เพื่อสร้างความมั่นใจว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์นั้นเกิดจากการประกาศควบรวมกิจการเป็นหลัก

### 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานวิจัยชิ้นนี้มุ่งประโยชน์ที่จะช่วยให้บริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) ทราบว่ามีปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลต่อความสำเร็จของการควบรวมกิจการ และช่วยให้บริษัททราบถึงผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัท ว่าราคาหลักทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด และเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนรายย่อย (Individual Investors) ในการตัดสินใจลงทุนในหุ้นของบริษัทผู้ซื้อที่มีการประกาศควบรวมกิจการ เพื่อช่วยหากกลยุทธ์ในการลงทุนที่เหมาะสม



เพื่อให้ได้รับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนมากขึ้นเมื่อมีการประกาศควบรวม ซึ่งจะช่วยให้นักลงทุนรายย่อยสามารถลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

นอกจากนี้งานวิจัยชิ้นนี้ยังเป็นประโยชน์ต่อการศึกษา สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) นั้นเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง (Semi-Strong Form Efficiency) จริงหรือไม่ ซึ่งถ้าหากตลาดมีประสิทธิภาพในระดับกลางจริงราคาหลักทรัพย์ย่อมเปลี่ยนแปลงตามข้อมูลข่าวสารสาธารณะที่ได้รับอย่างรวดเร็วและไม่มีอคติ โดยหากนักลงทุนคิดว่าการควบรวมกิจการครั้งนี้ส่งผลดีต่อบริษัท ราคาหุ้นก็จะเพิ่มสูงขึ้น แต่ถ้าหากนักลงทุนคิดว่าการควบรวมกิจการครั้งนี้ส่งผลเสีย ย่อมทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง จนทำให้ไม่มีนักลงทุนรายใดสามารถทำกำไรเกินปกติได้จากข้อมูลข่าวสารดังกล่าว

## 1.6 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

การควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions: M&A) หมายถึง การที่กิจการหนึ่งได้มาซึ่งหุ้น สินทรัพย์หรือกิจการอื่น เพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจควบคุมหรือครอบครอง โดยในงานศึกษาชิ้นนี้บริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) ต้องได้สัดส่วนการถือครองอย่างน้อยร้อยละ 50 ของบริษัทเป้าหมาย (Target Firms)

อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return: AR) หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นสูงกว่าหรือต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ไว้ โดยอัตราผลตอบแทนที่คาดการณ์ไว้คำนวณมาจากแบบจำลองตลาด (Market Model) ซึ่งเป็นแบบจำลองที่ใช้ในการจำลองหาพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์

อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) หมายถึง ผลรวมของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ในช่วงระยะเวลาใดเวลาหนึ่ง

สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) คือ สมมติฐานที่บอกว่า ตลาดการเงินเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งหมายความว่า ราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดนั้นได้สะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องทั้งหมดไว้แล้ว นอกจากนี้ยังอาจกล่าวได้ว่าราคาของหลักทรัพย์นั้นๆ ได้สะท้อนถึงความเชื่อของนักลงทุนเกี่ยวกับความคาดหวังในอนาคตไว้ด้วยเช่นกัน โดยสมมติฐานนี้มีความเชื่อว่า ไม่มีนักลงทุนคนไหนที่จะสามารถสร้างผลกำไรเกินปกติได้จากการใช้ข้อมูลที่เป็นที่ทราบกันดีอยู่แล้วในตลาด

วันประกาศควบรวมกิจการ หมายถึง วันที่บริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) มีการประกาศควบรวมกิจการอย่างเป็นทางการต่อสาธารณะ โดยมีวัตถุประสงค์ของการควบรวมกิจการ ทั้งแบบการรวมกิจการ และการครอบงำกิจการ

## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

##### 2.1.1 การควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions: M&A)

การควบรวมกิจการ คือ การที่กิจการได้มาซึ่งหุ้น สินทรัพย์ หรือกิจการอื่น เพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจควบคุมหรือครอบครอง โดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อการเติบโต เพิ่มขีดความสามารถทางการแข่งขัน และเพื่อการอยู่รอดของกิจการ โดยการควบรวมกิจการนั้นมีความสำคัญต่อทั้งระบบเศรษฐกิจและสังคมของประเทศในการสร้างความเข้มแข็งให้กับหน่วยธุรกิจ มีความสำคัญต่อการพัฒนาตลาดทุน ทำให้ตลาดทุนในประเทศมีมูลค่าตามราคาตลาดและมีสภาพคล่องเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ยังมีความสำคัญต่อการเพิ่มความสามารถทางการแข่งขัน และช่วยให้กิจการขยายตลาดเข้าสู่ธุรกิจใหม่ได้มากขึ้น พร้อมทั้งช่วยลดความเสี่ยงในการประกอบธุรกิจในปัจจุบัน (ที่มา: แผนพัฒนาตลาดทุนไทย) โดยสามารถสรุปเป้าหมาย รูปแบบและวิธีการควบรวมกิจการได้ดังภาพต่อไปนี้



ภาพที่ 2.1 เป้าหมาย รูปแบบและวิธีการควบรวมกิจการ

### 2.1.2 ทฤษฎีสมมติฐานประสิทธิภาพตลาด (Efficient Market Hypothesis)

Fama (1970) ได้ทำการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้น โดยได้ข้อสรุปว่าในตลาดที่มีประสิทธิภาพ ราคาหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นั้นไว้แล้ว จึงเป็นไปได้ยากที่นักลงทุนจะสามารถสร้างผลกำไรเกินปกติได้ (abnormal return) ดังนั้นนักลงทุนทุกคนจึงควรได้รับกำไรในระดับปกติ (normal return) โดยตลาดตามทฤษฎีนี้สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 รูปแบบ คือ

1. ตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ (Weak-Form Efficiency) เป็นตลาดที่นักลงทุนไม่สามารถใช้ราคาหลักทรัพย์ในอดีตมาพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ โดยราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวแบบสุ่ม ทำให้นักลงทุนไม่สามารถสร้างกำไรเกินปกติได้

2. ตลาดที่มีประสิทธิภาพปานกลาง (Semi-Strong Form Efficiency) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงตามข้อมูลข่าวสารสาธารณะที่ได้รับอย่างรวดเร็วและไม่มีอคติ ทำให้ไม่มีใครสามารถทำกำไรส่วนเกินได้จากข้อมูลข่าวสารที่สาธารณชนได้รับและรวมถึงการวิเคราะห์เชิงพื้นฐานและการวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิค

3. ตลาดที่มีประสิทธิภาพสูง (Strong-Form Efficiency) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สะท้อนทุกข่าวสารทั้งข่าวสารสาธารณะและข้อมูลภายในของหลักทรัพย์ ทำให้ไม่มีใครสามารถสร้างกำไรเกินปกติได้ในระยะยาว

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

### 2.2.1 งานวิจัยในต่างประเทศ

ที่ผ่านมางานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการควบรวมกิจการส่วนมากจะมีการวิเคราะห์ข้อมูลตามแนวทางของวิธีการศึกษาเหตุการณ์ หรือ Event Study ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้สำหรับการศึกษาถึงผลกระทบของเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่ง เพื่อให้ทราบถึงมูลค่าที่เกิดขึ้น (Value Implications) ระหว่างการควบรวมกิจการ งานวิจัยของ DeLong (1999), Kwan and Eisenbeis (1999), Becher (1999), Cybo-Ottone and Murgia (2000), Brewer, Jackson et al. (2000), Beitel and Schiereck (2001) และ Houston, James et al. (2001) พบว่าผู้ถือหุ้นของบริษัทผู้ซื้อ หรือ acquiring firms ส่วนใหญ่จะได้รับผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เป็นบวก อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Siems (1996), Hudgins and Seifert (1996), Karceski, Ongena et al. (2000), Kane (2000) และ Cornett, Hovakimian et al. (2000) กลับพบว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นของทั้งบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย เป็นไปได้ทั้งในด้านบวกและด้านลบโดยได้ทำการศึกษา

ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ผ่านการใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return)

DeLong (1999) ได้ทำการศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลจาก 280 ธนาคารในประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีการประกาศควบรวมกิจการตั้งแต่ปี พ.ศ.2531 ถึง พ.ศ.2538 เพื่อศึกษาถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการดังกล่าว พบว่าการควบรวมกิจการที่ธนาคารเป้าหมายมีสินค้าและบริการที่ใกล้เคียงกับธนาคารผู้ซื้อ product/activity-focus (Diversification Factor) มีผลเชิงบวกต่อความสำเร็จในการควบรวมกิจการของธนาคารในสหรัฐอเมริกา เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Cornett, Hovakimian et al. (2000) ที่ให้ความสนใจกับผลตอบแทนของบริษัทผู้ซื้อ ผลการวิจัยสรุปว่า product/activity-focus ส่งผลบวกต่อการสร้างมูลค่าของการควบรวมกิจการ นอกจากนี้ งานวิจัยของ Hawawini and Swary (1990) ได้ศึกษาถึงปัจจัย diversification/risk reduction potential of transaction ที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ ผ่านการใช้ stock correlation โดยจากการศึกษาพบว่ายิ่งหุ้นของบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายมีความสัมพันธ์กันสูง ยิ่งสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทผู้ซื้อมากขึ้น และจากการศึกษายังพบว่าบริษัทผู้ซื้อที่มีกำไรมากกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทเป้าหมายจะสร้างมูลค่าเพิ่มในการควบรวมกิจการได้มากกว่า Houston and Ryngaert (1994) ก็ได้ผลลัพธ์เช่นเดียวกัน และงานวิจัยของ Hawawini and Swary (1990) ได้ศึกษาขนาดสินทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายเทียบกับขนาดสินทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อ (Relative Size of Target) พบว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อจะเพิ่มขึ้นถ้าบริษัทเป้าหมายมีขนาดเล็กกว่าบริษัทผู้ซื้อ

งานวิจัยส่วนใหญ่ที่ศึกษาปัจจัยทางภูมิศาสตร์ (Geographic Focus) พบว่าการควบรวมบริษัทเป้าหมายที่อยู่ภายในประเทศหรือมีที่ตั้งใกล้กับบริษัทผู้ซื้อจะช่วยสร้างมูลค่าด้านบวกให้กับบริษัทผู้ซื้อ อย่างเช่น งานวิจัยของ Houston and Ryngaert (1997) พบว่ายิ่งการควบรวมกิจการเกิดขึ้นในภูมิภาคที่ใกล้กันมากเท่าไร ยิ่งเป็นผลเชิงบวกกับการสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับธนาคารผู้ซื้อ (bidding banks) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Beitel, Schiereck and Wahrenburg (2002) ที่ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อความสำเร็จในการควบรวมกิจการของธนาคารฝั่งผู้ซื้อในยุโรป จากผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม  $\pm 10$  วันล้อมรอบวันประกาศควบรวมกิจการของธนาคารผู้ซื้อที่ทำการซื้อกิจการอื่น มีด้วยกัน 5 ตัวแปร คือ 1. ตัวแปร Geographic Focus ซึ่งเป็นตัวแปร dummy โดยแบ่งเป็นการควบรวมกิจการที่เกิดขึ้นในประเทศและต่างประเทศ ซึ่งพบว่าการควบรวมกิจการในประเทศจะทำให้เกิด synergy มากกว่าการควบรวมกิจการในต่างประเทศ, 2. ตัวแปร Growth Focus ซึ่งวัดด้วยอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ของธนาคารเป้าหมาย 5 ปีเฉลี่ยก่อนหน้าการประกาศควบรวมกิจการ ผลพบว่ายังธนาคารเป้าหมายมีอัตราการเติบโตสูง ก็มีแนวโน้มที่จะทำให้การควบรวมกิจการของธนาคารผู้ซื้อประสบความสำเร็จ

มากขึ้น, 3. ตัวแปร Diversification วัดด้วย correlation coefficient ของ stock market return ระหว่างธนาคารผู้ซื้อกับบริษัทเป้าหมาย หากยังมี correlation ต่ำแสดงว่ามีการ diversification สูง ซึ่งการมี diversification สูงจะส่งผลให้เกิดการสร้างมูลค่าเพิ่มสูงขึ้น แต่ในขณะเดียวกัน อาจจะทำให้เกิดผลเสียต่อราคาหุ้น เนื่องจากนักลงทุนส่วนใหญ่ชอบที่จะลงทุนในธุรกิจที่มีความเฉพาะเจาะจงมากกว่า, 4. ตัวแปร Profit Efficiency วัดด้วย ROE ของธนาคารเป้าหมาย หาดด้วย ROE ของธนาคารผู้ซื้อ พบว่าการควบรวมกิจการมีโอกาที่จะประสบความสำเร็จมากกว่าถ้าอัตราส่วนมีค่ามาก หมายถึงการที่ธนาคารเป้าหมายมีอัตรากำไรสูงเมื่อเทียบกับธนาคารผู้ซื้อ ซึ่งเป็นปัจจัยที่สะท้อนให้เห็นถึงการเติบโตของธนาคารเป้าหมาย, 5. ตัวแปร Market Performance ของธนาคารเป้าหมาย วัดด้วย market to book ratio ของธนาคารเป้าหมาย ยิ่งธนาคารเป้าหมายมีอัตราส่วน market to book สูงจะยิ่งส่งผลให้การควบรวมกิจการประสบความสำเร็จมากขึ้น โดยความคาดหวังของนักลงทุนที่มีต่อความสำเร็จ จะสะท้อนออกมาในรูปอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เกิดขึ้นของธนาคารผู้ซื้อ (bidding banks) ระหว่างช่วงที่มีการประกาศควบรวมกิจการ

Gordon and Yagil (1981) และ Wansley, Land and Yang (1983) ได้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติต่อวิธีการชำระข้อเสนอซื้อ โดยพบว่าการเสนอซื้อด้วยเงินสดจะทำให้มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่สูงกว่าการเสนอซื้อด้วยการแลกหุ้น เนื่องจากการเสนอซื้อด้วยการแลกหุ้นมีความซับซ้อน ใช้ต้นทุนสูง และใช้เวลานานซึ่งอาจเป็นการเปิดโอกาสให้ผู้บริหารของบริษัทเป้าหมายทำการขีดขวางการควบรวมกิจการได้ เพื่อเป็นการเพิ่มมูลค่าของธุรกรรมให้สูงขึ้น สอดคล้องกับ Emery and Switzer (1999) ที่ทำการศึกษาแนวความคิดในการเลือกวิธีชำระข้อเสนอซื้อในการควบรวมกิจการ โดยผลการศึกษาพบว่า การจ่ายชำระด้วยเงินสดจะสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้มากกว่าการจ่ายชำระด้วยหุ้นสามัญ

Uddin and Boateng (2009) ได้ทำการศึกษาถึงการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้นต่อการควบรวมกิจการข้ามประเทศ (Cross-border Mergers and Acquisitions) ของบริษัทผู้ซื้อ (UK acquiring firms) โดยดูผลการตอบสนองของหลักทรัพย์ผ่านอัตราผลตอบแทนเกินปกติ และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม  $\pm 10$  วันล้อมรอบวันประกาศควบรวมกิจการ จากผลการศึกษาพบว่า การควบรวมกิจการข้ามประเทศไม่ได้สร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เป็นบวกให้กับบริษัทผู้ซื้อ นอกจากนี้งานวิจัยยังพบว่าตัวแปร Form of Target (บริษัท public หรือ private), ตัวแปร Payment Methods (cash or non-cash), ตัวแปร Geographical Origin (ในประเทศ หรือ นอกประเทศ), ตัวแปร Acquisition Strategy (ควบรวมบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกันหรือต่างอุตสาหกรรม) โดยทั้ง 4 ตัวแปรนี้ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นของบริษัทผู้ซื้อ ในขณะที่ตัวแปร Size of Deal ไม่ได้ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

Jensen and Ruback (1983) พบว่าการได้รับประโยชน์จากภาษี (Tax Shield) จากการที่ดอกเบี้ยจ่ายสามารถลดหย่อนภาษีได้เมื่อมีการระดมทุนด้วยหนี้สิน และจากการใช้ผลขาดทุนสะสมของบริษัทเป้าหมายเมื่อบริษัทเป้าหมายมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น เป็นสิ่งที่ดึงดูดให้บริษัทผู้ซื้อทำการควบรวมกิจการ โดยจากงานวิจัยพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับปัจจัยดังกล่าว นอกจากนี้งานวิจัยยังพบว่าโดยส่วนใหญ่แล้วบริษัทที่มีปริมาณเงินสดในมือจำนวนมาก มีแนวโน้มที่จะทำการควบรวมกิจการที่ส่งผลลบต่อมูลค่าเพิ่มของบริษัท

### 2.2.2 งานวิจัยในประเทศไทย

ชนิษฐา เนียมแสง (2557) ได้ทำการศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ในช่วง 60 วัน ล้อมรอบวันประกาศการควบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมายที่ถูกควบรวมหรือซื้อกิจการ ผลการศึกษาพบว่า การประกาศควบรวมกิจการส่งผลในเชิงลบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับ ผลการวิจัยของ Wong and Cheung (2009) ที่ศึกษาผลกระทบจากการประกาศควบรวมกิจการต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการและบริษัทเป้าหมายในเอเชีย โดยใช้ข้อมูลการประกาศควบรวมกิจการในตลาดหลักทรัพย์ 6 ตลาดหลักในเอเชีย ในช่วงระหว่างวันที่ 1 มกราคม 2544 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2550 เพื่อหาผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศควบรวมกิจการ โดยพบว่าข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการประกาศควบรวมกิจการที่ปรากฏออกมาถือเป็นข่าวเชิงลบต่อทั้งบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย ยืนยันได้จากผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่มีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ และสอดคล้องกับ ผลการวิจัยของ Doeswijk (2007) ที่ศึกษาการควบรวมและการซื้อกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ดัตช์ (Dutch) โดยทำการศึกษาเฉพาะบริษัทเป้าหมายที่ถูกควบรวมหรือซื้อกิจการที่จดทะเบียนในตลาดเท่านั้น โดยผลการศึกษาสรุปว่า สำหรับการลงทุนในบริษัทเป้าหมายมีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนในเชิงลบต่อนักลงทุน

### 2.2.3 สมมติฐานของงานวิจัย

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้นจึงนำมาสู่การตั้งข้อสมมติฐานเพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆ ที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ (Cumulative Abnormal Return: CAR) ในช่วงก่อนและหลังประกาศควบรวมกิจการ ดังนี้

ตารางที่ 4.1 สมมติฐานของงานวิจัย

ตัวแปร	สมมติฐาน
CASHRATIO	H1: วิธีการจ่ายชำระซื้อเสนอซื้อด้วยเงินสด กับ อัตราผลตอบแทนเกินปกติ สะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางบวก
M/B	H2: มูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัทผู้ซื้อ กับ อัตราผลตอบแทน เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางบวก
SLACK	H3: ความสามารถของบริษัทผู้ซื้อในการจ่ายชำระซื้อเสนอซื้อด้วยเงินสด ภายในกิจการ กับ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์มี ความสัมพันธ์กันในทางลบ
LEVERAGE	H4: มูลค่าหนี้สินต่อมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทผู้ซื้อ กับ อัตรา ผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางลบ
Log(TA)	H5: มูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทผู้ซื้อ กับ อัตราผลตอบแทนเกินปกติ สะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางบวก
TAXSHIELD	H6: การได้รับประโยชน์จากการประหยัดภาษี กับ อัตราผลตอบแทนเกิน ปกติสะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางบวก
PUBLIC	H7: การที่บริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กับ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันใน ทางบวก
INDUSTRY	H8: การที่บริษัทเป้าหมายอยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกับบริษัทผู้ซื้อ กับ อัตรา ผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางบวก

ตารางที่ 4.1 สมมติฐานของงานวิจัย (ต่อ)

ตัวแปร	สมมติฐาน
INEXP	H9: การที่บริษัทผู้ซื้อไม่มีประสบการณ์ในการควบรวมกิจการ กับ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางลบ
BORDER	H10: การที่บริษัทเป้าหมายอยู่คนละประเทศกับบริษัทผู้ซื้อ กับ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางลบ
GROWTH (%)	H11: อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ของบริษัทเป้าหมาย กับ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางบวก
RPROFIT	H12: อัตราผลตอบแทนทางการเงินของบริษัทเป้าหมาย กับ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางบวก
RASSET	H13: ขนาดของสินทรัพย์ระหว่างบริษัทเป้าหมายกับบริษัทผู้ซื้อ กับ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันในทางบวก



## บทที่ 3 วิธีการวิจัย

### 3.1 กลุ่มข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

ประชากรในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) ที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่เป็นฝ่ายซื้อกิจการหรือควบรวมกิจการอื่น โดยมีการประกาศควบรวมกิจการอย่างเป็นทางการ ในช่วงเวลาดังตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ.2549 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ.2558 รวมเป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 10 ปี โดยในงานวิจัยครั้งนี้จะเลือกศึกษาเฉพาะบริษัทผู้ซื้อที่ไม่มีการประกาศเหตุการณ์สำคัญอื่นในวันที่มีการประกาศควบรวมกิจการ รวมถึง 10 วันก่อนและหลังประกาศ ซึ่งการควบรวมกิจการเป็นไปได้อย่างสมบูรณ์ทั้งแบบการรวมกิจการ และการครอบงำกิจการ โดยบริษัทผู้ซื้อต้องได้สัดส่วนการถือครองไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 ของบริษัทเป้าหมาย (Target Firms)

ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยชิ้นนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ที่ได้จากการรวบรวมข้อมูลจากแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้อง ดังต่อไปนี้

1. รวบรวมรายชื่อบริษัทที่มีการควบรวมกิจการ และวันที่ประกาศควบรวมกิจการ จากข้อมูลการเข้าถือครองหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ (Tender Offer) ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.), ข่าวประกาศของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และจากรายงานของบริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) ระหว่างปี พ.ศ. 2549 - พ.ศ. 2558
2. รวบรวมข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อ (Stock Prices) และข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Set Index) รายวัน ระหว่างปี พ.ศ. 2549 - พ.ศ. 2558 จากโปรแกรม Set Smart ที่จัดทำขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. รวบรวมข้อมูลของบริษัทเป้าหมายที่ถูกซื้อหรือควบรวมกิจการจากเว็บไซต์ [corpus.bol.co.th](http://corpus.bol.co.th) ซึ่งเป็นฐานข้อมูลธุรกิจของนิติบุคคลทั่วประเทศที่มีการเก็บข้อมูลย้อนหลังจนถึงปัจจุบัน
4. ข้อมูลทางบัญชีจากรายงานของบริษัทผู้ซื้อและกรมพัฒนาธุรกิจการค้า

### 3.2 การวิเคราะห์ข้อมูลและการกำหนดช่วงเวลาของเหตุการณ์ (Event Periods)

การวิจัยครั้งนี้จะวิเคราะห์ข้อมูลตามแนวทางของ Event Study ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้ในการศึกษาถึงผลกระทบของเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่งที่สามารถส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ (Fama et al, 1969) โดยหากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ของหลักทรัพย์จะมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ในทางกลับกัน หากเหตุการณ์ดังกล่าวไม่ส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนเกินปกติจะมีค่าเท่ากับหรือใกล้เคียงกับศูนย์ นอกจากนี้จากการศึกษาช่วยให้ทราบถึงพฤติกรรมราคาหุ้นที่เกิดขึ้น และความคิดเห็นของนักลงทุนที่มีต่อการควบรวมกิจการของบริษัทผู้ซื้อว่ามีผลดีหรือผลเสียต่อบริษัทอย่างไร โดยความคิดเห็นของนักลงทุนจะสะท้อนออกมาในรูปของอัตราผลตอบแทนเกินปกติในด้านบวกหรือด้านลบที่เกิดขึ้น หลังจากการประกาศควบรวมกิจการ นอกจากนี้ยังทำการศึกษาเพิ่มเติมถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ที่เกิดขึ้นจากการประกาศควบรวมกิจการด้วยเช่นกัน

โดยงานวิจัยชิ้นนี้จะเลือกใช้เหตุการณ์ การประกาศควบรวมกิจการของบริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) ระหว่างปี พ.ศ. 2549 - พ.ศ. 2558 เป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น เพื่อมาศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return: AR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) โดยการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ของงานวิจัยชิ้นนี้ได้แบ่งช่วงเวลาในการศึกษาออกเป็น 2 ช่วง ดังนี้

- ช่วงที่ 1 ช่วงประมาณการณ์ (Estimation Period) เป็นช่วงที่มีการคำนวณตามแบบจำลองตลาด (Market Model) เพื่อหาค่าแอลฟา ( $\alpha_i$ ) และเบต้า ( $\beta_i$ ) สำหรับการนำไปใช้หาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (10 ถึง +10 วัน) ซึ่งจะใช้ข้อมูลราคาซื้อขายหลักทรัพย์และดัชนีตลาดหลักทรัพย์รายวันทั้งหมด 150 วันมาใช้ในการคำนวณ นับตั้งแต่วันที่ -160 ถึงวันที่ -11 โดยกำหนดให้วันที่ 0 เป็นวันที่บริษัทผู้ซื้อประกาศควบรวมกิจการต่อสาธารณะ

- ช่วงที่ 2 ช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Period) ใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์รายวัน ดัชนีตลาดหลักทรัพย์รายวัน ค่าแอลฟา และเบต้าที่คำนวณได้จากช่วงประมาณการณ์ มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (AR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) ในช่วงก่อนและหลังประกาศควบรวมกิจการ -10 ถึง +10 วัน (21 วัน) เพื่อวิเคราะห์ว่าการประกาศควบรวมกิจการส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างไร โดยกำหนดให้วันที่เกิดเหตุการณ์ประกาศควบรวมกิจการเป็นวันที่ 0 ( $t=0$ )

### 3.3 วิธีวิจัย

#### 3.3.1 การคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาด

โดยนำดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) มาใช้ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์รายวัน ในช่วงวันที่ -160 ถึง -11 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ ซึ่งสามารถคำนวณได้จากสมการ ดังต่อไปนี้

$$R_{mt} = \frac{SET_t - SET_{t-1}}{SET_{t-1}}$$

โดยกำหนดให้

$R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์รายวัน ณ วันที่ t

$SET_t$  = ดัชนีราคาของตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ t

$SET_{t-1}$  = ดัชนีราคาของตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ t-1

#### 3.3.2 การคำนวณอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

โดยการใช้ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในช่วงวันที่ -160 ถึง -11 ก่อนการประกาศควบรวมกิจการ ซึ่งสามารถคำนวณได้จากสมการ ดังต่อไปนี้

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

โดยกำหนดให้

$R_{it}$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ t

$P_{it}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ t

$P_{it-1}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ t-1

#### 3.3.3 แบบจำลองตลาด (Market Model)

นำอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ( $R_{mt}$ ) และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ( $R_{it}$ ) ในช่วง -160 ถึง -11 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ ที่คำนวณได้จากสมการก่อนหน้าไปแทนค่าในสมการแบบจำลองตลาด เพื่อการคำนวณหาค่า  $\alpha$  และ  $\beta$  ของหลักทรัพย์ ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ เพื่อนำค่าอัลฟา และเบต้าที่ได้ไปคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังหรือผลตอบแทนที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์ต่อไป

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

โดยกำหนดให้

$R_{it}$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่  $t$  (วันที่ -160 ถึง -11)

$R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่  $t$  (วันที่ -160 ถึง -11)

$\alpha_i$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $i$  เมื่ออัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์มีค่าเท่ากับ 0

$\beta_i$  = ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ กับ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $i$  ซึ่งเป็นค่าสัมประสิทธิ์ที่คำนวณได้จากการหาความสัมพันธ์เชิงถดถอยของตัวแปร

### 3.3.4 การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในช่วงเหตุการณ์

จะคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังหรืออัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ประกาศควบรวมกิจการ โดยสามารถคำนวณได้จากสมการ ต่อไปนี้

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

โดยกำหนดให้

$E(R_{it})$  = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่  $t$  (-10 ถึง +10)

$\alpha_i$  = ค่าอัลฟาของหลักทรัพย์  $i$

$\beta_i$  = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์  $i$

$R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่  $t$

### 3.3.5 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ (Abnormal Return: AR) ในช่วงเหตุการณ์

นำอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ในวันที่มีการประกาศควบรวมกิจการ รวมถึงช่วงก่อนและหลังวันประกาศ 10 วัน ( $\pm 10$ ) มาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังหรืออัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์ที่คำนวณได้จากแบบจำลองตลาด (Market Model) เพื่อคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (AR) ที่เกิดขึ้นในช่วงการประกาศควบรวมกิจการ ( $t = -10$  ถึง  $t = 10$ )

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

โดยกำหนดให้

$AR_{it}$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่  $t$

$R_{it}$  = อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่  $t$

$E(R_{it})$  = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่  $t$

### 3.3.6 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ (Cumulative Abnormal Return: CAR) ในช่วงเหตุการณ์

$$CAR_{(t1,t2)} = \sum_{t1}^{t2} AR_{it}$$

โดยกำหนดให้

$CAR_{it}$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์  $i$  ในช่วงเหตุการณ์ (ช่วง -10 ถึง + 10 วัน)

$AR_{it}$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่  $t$

### 3.3.7 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยรายวัน (Average Abnormal Returns: AARs) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Returns: CAARs)

เนื่องจากอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (AR) เป็นค่าที่คำนวณจากหุ้นเพียงตัวเดียว จึงทำให้ไม่สามารถทดสอบนัยสำคัญทางสถิติได้ ดังนั้นจึงต้องใช้ค่าเฉลี่ยจากทุกตัวอย่าง เพื่อหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นทุกตัว ณ เวลา  $t$  ซึ่ง คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อทุกบริษัทที่มีการประกาศควบรวมกิจการ โดยอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) สามารถคำนวณได้จากสมการ ต่อไปนี้

$$AAR_{st} = \frac{\sum_{t1}^{t2} AR_{it}}{N}$$

โดยกำหนดให้

$AAR_t$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของทุกหลักทรัพย์ ณ วันที่  $t$

$AR_{it}$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่  $t$

$N$  = จำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา

และสามารถคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAARs) ได้จากสมการ ต่อไปนี้

$$CAARs_{(t1,t2)} = \sum_{t1}^{t2} AAR_{it}$$

โดยกำหนดให้

$CAAR_{it}$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์  $i$  ในช่วงเหตุการณ์ (ช่วง -10 ถึง + 10 วัน)

$AAR_{it}$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่  $t$

### 3.3.8 การทดสอบนัยสำคัญทางสถิติของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AARs) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAARs)

ทดสอบสมมติฐานทางสถิติผ่านการใช้ค่า T-test เพื่อทำการทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยทดสอบทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% เพื่อที่จะหาผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์

$$T - test = \frac{AAR_t}{\frac{S.D.(AR_t)}{\sqrt{N_t}}} \quad T - test = \frac{CAAR_t}{\frac{S.D.(CAR_t)}{\sqrt{N_t}}}$$

โดยกำหนดให้

$AAR_t$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของทุกหลักทรัพย์ ณ วันที่ t ( $\pm 10$  วัน)

$CAAR_t$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของทุกหลักทรัพย์ในช่วง  $\pm 10$  วัน

$S.D.(AR_t)$  = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ ณ วันที่ t

$S.D.(CAR_t)$  = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ ณ วันที่  $t_1$  ถึง  $t_2$

$N$  = จำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา

## 3.4 แบบจำลองสมการถดถอย (Cross-Sectional Regression)

### 3.4.1 แบบจำลองสมการ

นอกจากการศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions) ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติและอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมแล้ว ยังได้ศึกษาเพิ่มเติมถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงก่อนและหลังประกาศควบรวมกิจการด้วยเช่นกัน โดยมีแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา ดังนี้

$$CAR_{(-10,+10)} = \alpha_i + \beta_1 \text{CASHRATIO} + \beta_2 \text{M/B} + \beta_3 \text{SLACK} + \beta_4 \text{LEVERAGE} + \beta_5 \text{Log (TA)} + \beta_6 \text{TAXSHIELD} + \beta_7 \text{PUBLIC} + \beta_8 \text{INDUSTRY} + \beta_9 \text{INEXP} + \beta_{10} \text{BORDER} + \beta_{11} \text{GROWTH} + \beta_{12} \text{RPROFIT} + \beta_{13} \text{RASSET}$$

### 3.4.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

$CAR (-10, +10)$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ i ในช่วงวันที่ -10 ถึง + 10 วัน ล้อมรอบวันประกาศควบรวมกิจการของบริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms)

### 3.4.3 ตัวแปรต้น (Independent Variables) และคำอธิบายตัวแปร

CASHRATIO = สัดส่วนเงินสดต่อมูลค่าของการควบรวมกิจการที่บริษัทผู้ซื้อจ่ายชำระให้กับบริษัทเป้าหมาย คำนวณได้จากจำนวนเงินสดที่บริษัทผู้ซื้อจ่าย ทารด้วย มูลค่าของข้อเสนอซื้อทั้งหมด โดยตัวแปรนี้ถือเป็นตัวแทนของวิธีการจ่ายชำระขอเสนอซื้อ (Method of Payment) ซึ่งได้มีงานวิจัยหลายงานพบว่าวิธีการชำระข้อเสนอซื้อด้วยเงินสด และหุ้นสามัญ ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นในช่วงการประกาศควบรวมกิจการต่างกัน นอกจากนี้ยังพบว่าบริษัทเป้าหมายชอบการชำระด้วยเงินสดมากกว่าหุ้น และตามสมมติฐานของ Myers and Majluf (1984) กล่าวว่าบริษัทผู้ซื้อจะชอบจ่ายชำระด้วยเงินสดถ้าพบว่าราคาหุ้นสามัญของบริษัทนั้นมีราคาต่ำกว่าราคาที่ควรจะเป็น (undervalued) โดยคาดว่า การจ่ายชำระข้อเสนอซื้อด้วยเงินสดจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม แต่การจ่ายชำระด้วยหุ้นสามัญจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติ

M/B (Market to Book ratio) = สัดส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัทผู้ซื้อ โดยการที่บริษัทผู้ซื้อที่มี Market to Book ratio ที่สูง แสดงให้เห็นว่าบริษัทมีแนวโน้มที่จะเติบโตได้ดีในอนาคต ในขณะที่เดียวกันอาจเป็นหนึ่งในสัญญาณที่บอกว่าบริษัทมีมูลค่าสูงเกินกว่าความเป็นจริง (Overvalued) และถ้าหากมีการประกาศชำระข้อเสนอซื้อด้วยหุ้นสามัญอาจส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงลดลงได้

SLACK = คำนวณจาก จำนวนเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นของบริษัทผู้ซื้อ ทารด้วย มูลค่าข้อเสนอซื้อ ซึ่งเป็นตัวแปรที่แสดงถึงความสามารถของบริษัทผู้ซื้อในการจ่ายชำระข้อเสนอซื้อด้วยเงินสดภายในกิจการ โดยการที่บริษัทสามารถใช้เงินสดภายในกิจการในการชำระได้ แต่กลับเลือกจ่ายด้วยวิธีอื่น (หุ้น) อาจเป็นการส่งสัญญาณที่แสดงให้เห็นว่าในขณะนั้นราคาหุ้นของบริษัทผู้ซื้อ มีราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalued) ซึ่งอาจส่งผลให้ราคาหุ้นลดลงได้ โดยการมีเงินสดจำนวนมากสามารถส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติได้เนื่องจากบริษัทไม่มีความจำเป็นต้องระดมทุนเพิ่ม ซึ่งการระดมทุนเพิ่มจะให้บริษัทมีต้นทุนในการกู้ยืมที่สูงขึ้นในอนาคต แต่ขณะเดียวกันการมีเงินสดจำนวนมากก็สามารถส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นได้เช่นกัน เนื่องจากผู้ถือหุ้นกลัวที่จะเจอกับปัญหา Agency Problem ที่ผู้บริหารอาจนำเงินสดไปใช้ในสิ่งที่ทำให้มูลค่าของบริษัทลดลง

LEVERAGE = คำนวณจากมูลค่าหนี้สินหารด้วยมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทผู้ซื้อ โดยรวมมูลค่าหนี้สินที่อาจเกิดจากการซื้อบริษัทเป้าหมาย และรวมมูลค่าสินทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อที่อาจเพิ่มขึ้นจากการเข้าซื้อบริษัทเป้าหมายเข้าไปด้วย โดยการที่บริษัทผู้ซื้อมีการกู้ยืมเงินเพื่อมาชำระข้อเสนอซื้อของการควบรวมกิจการจำนวนมากจะเป็นการเพิ่มความเสี่ยงให้กับบริษัท เนื่องจากจะเกิดภาวะผูกพัน (ดอกเบี้ยและการชำระคืนเงินกู้) และส่งผลต่อต้นทุนในการกู้ยืมที่เพิ่มขึ้นของบริษัทในอนาคต โดยคาดว่าจะการมี Leverage สูงจะส่งผลให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงลดลง ดังนั้นบริษัทผู้ซื้อควรดูแลให้มูลค่าหนี้สินอยู่ในระดับที่เหมาะสม

Log (TA) = ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทผู้ซื้อ ซึ่งเป็นตัวแปรที่แสดงถึงขนาดของบริษัทผู้ซื้อ โดยบริษัทผู้ซื้อที่มีขนาดใหญ่มีความเสี่ยงที่จะล้มละลายต่ำ และมีต้นทุนในการกู้ยืมที่ต่ำกว่า จึงคาดว่าบริษัทผู้ซื้อที่มีขนาดใหญ่จะมีการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นไม่มากเท่าบริษัทผู้ซื้อที่มีขนาดเล็ก และมีแนวโน้มส่งผลให้อัตรผลตอบแทนเกินปกติเป็นบวก

TAXSHEILD = คำนวณจากอัตราภาษีที่คำนวณจากกำไรก่อนหักภาษีก่อนการประกาศควบรวมกิจการหารด้วยอัตราภาษีที่คำนวณจากกำไรก่อนหักภาษีหลังการประกาศควบรวมกิจการ เป็นตัวแปรที่แสดงถึงประโยชน์ทางภาษีที่บริษัทผู้ซื้อได้รับจากการควบรวมกิจการ Brown and Ryngaert (1991) เช่น การนำดอกเบี้ยจ่ายที่เกิดจากการกู้ยืมเพื่อชำระข้อเสนอมาลดหย่อนหรือการนำยอดขาดทุนสะสมของบริษัทเป้าหมายมาลดหย่อนภาษี เป็นต้น โดยคาดว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติจะเป็นบวก เมื่อมีการระดมทุนด้วยหนี้สินในระดับที่เหมาะสม และบริษัทผู้ซื้อได้รับประโยชน์จากการลดหย่อนภาษี

PUBLIC = เป็นตัวแปร Dummy ถ้าบริษัทเป้าหมายจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตัวแปรจะมีค่าเท่ากับ 1 แต่ถ้าบริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทนอกตลาด ตัวแปรจะมีค่าเท่ากับ 0

INDUSTRY = เป็นตัวแปร Dummy ถ้าบริษัทเป้าหมายอยู่คนละอุตสาหกรรมกับบริษัทผู้ซื้อ ตัวแปรจะมีค่าเท่ากับ 1 แต่ถ้าบริษัทเป้าหมายอยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกับบริษัทผู้ซื้อ ตัวแปรจะมีค่าเท่ากับ 0 โดยใช้ตัวแปรนี้เพื่อศึกษาว่าการควบรวมกิจการในอุตสาหกรรมอื่น ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์อย่างไร

INEXP = ย่อมาจาก Inexperienced เป็นตัวแปร Dummy ถ้าบริษัทผู้ซื้อทำการควบรวมกิจการครั้งแรก ตัวแปรจะมีค่าเท่ากับ 1 แต่ถ้าบริษัทผู้ซื้อที่มีประสบการณ์ในการควบรวมกิจการมาก่อน ตัวแปรจะมีค่าเท่ากับ 0 ซึ่งการขาดประสบการณ์ในการควบรวมกิจการอาจทำให้บริษัทผู้ซื้อประเมินมูลค่าในการควบรวมกิจการผิดพลาดได้



BORDER = เป็นตัวแปร Dummy ถ้าบริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทที่มีการดำเนินธุรกิจอยู่ในต่างประเทศ ตัวแปรจะมีค่าเท่ากับ 1 แต่ถ้าบริษัทเป้าหมายมีการดำเนินธุรกิจอยู่ในประเทศไทย ตัวแปรจะมีค่าเท่ากับ 0

GROWTH = คำนวณจากอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม (Asset) ของบริษัทเป้าหมาย โดยคิดจากอัตราการเติบโตเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีก่อนการควบรวมกิจการ โดยคิดว่าการควบรวมกิจการเป็นกลยุทธ์ที่ทำให้สามารถขยายกิจการได้เร็วขึ้นกว่าการที่บริษัทเติบโตภายในไปเรื่อยๆ ดังนั้นหากยังบริษัทเป้าหมายมีการเติบโตทางธุรกิจ ก็น่าจะทำให้มีโอกาสที่การควบรวมกิจการจะประสบความสำเร็จสูงขึ้น

RPROFIT = ย่อมาจาก RELATIVE PROFITABILITY โดยคำนวณจาก ROE ของบริษัทเป้าหมาย ทหารด้วย ROE ของบริษัทผู้ซื้อโดยตาม Efficiency Hypothesis คาดว่าการทำ M&A จะมีโอกาสประสบความสำเร็จมากขึ้น หากบริษัทผู้ซื้อมีกำไรมากกว่าบริษัทเป้าหมาย เนื่องจากบริษัทผู้ซื้อสามารถนำความรู้ที่มีไปช่วยพัฒนาบริษัทเป้าหมายได้ แต่ในขณะเดียวกันบริษัทเป้าหมายก็ควรมีอัตราผลตอบแทนจากการดำเนินงานที่ดีเช่นกัน

RASSET = ย่อมาจาก Relative Asset Size โดยคำนวณจากมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทเป้าหมาย ทหารด้วย มูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทผู้ซื้อ โดยคิดว่าหากบริษัทเป้าหมายมีขนาดเล็กกว่าบริษัทผู้ซื้อจะทำให้การควบรวมกิจการของบริษัทผู้ซื้อประสบความสำเร็จมากกว่า เนื่องจากการควบรวมกิจการที่มีขนาดใหญ่กว่าจะทำให้เกิดความซับซ้อนในการดำเนินงานมากขึ้น

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

จากการศึกษาพบว่าระหว่างปี พ.ศ.2549 ถึง พ.ศ.2558 ที่ผ่านมามีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งสิ้น 99 บริษัท ที่ได้มีการประกาศควบรวมกิจการ โดยมีเหตุการณ์ควบรวมกิจการเกิดขึ้นทั้งหมด 175 เหตุการณ์ ซึ่งการควบรวมกิจการที่เกิดขึ้นส่วนมากนั้น บริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) จะเลือกบริษัทเป้าหมาย (Target Firms) ที่ดำเนินธุรกิจอยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันกับบริษัท โดยมักจะมีการจ่ายชำระข้อเสนอซื้อด้วยเงินสด และบริษัทเป้าหมายส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีการดำเนินกิจการอยู่ในประเทศไทยเป็นหลัก นอกจากนี้บริษัทผู้ซื้อส่วนใหญ่ยังคงเคยมีประสบการณ์ในการควบรวมกิจการมาก่อน โดยสามารถสรุปลักษณะของการควบรวมกิจการได้ตามตาราง ต่อไปนี้

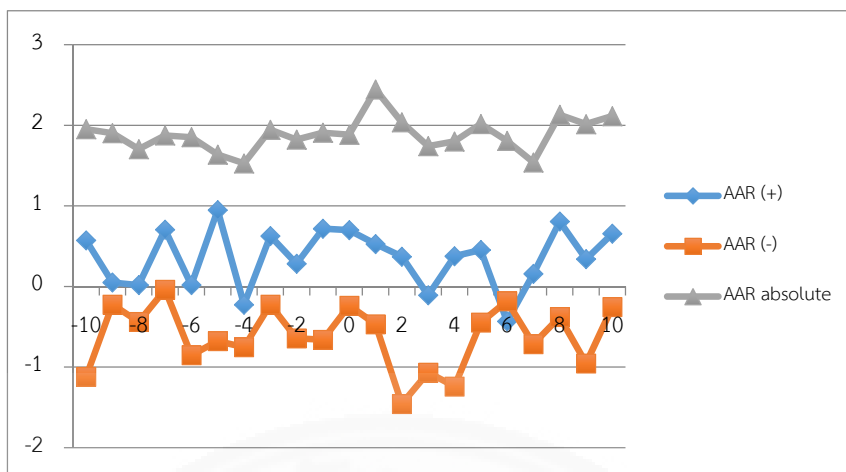
ตารางที่ 4.2 ลักษณะของการควบรวมกิจการ

	จำนวนเหตุการณ์ (Events)
ชำระมูลค่าข้อเสนอด้วยเงินสด (Cash)	161
ชำระมูลค่าข้อเสนอด้วยหุ้น (Stock)	9
ชำระมูลค่าข้อเสนอด้วยเงินสดและหุ้น (Mixed Payment)	5
บริษัทเป้าหมายจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Public)	36
บริษัทเป้าหมายไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Private)	139
บริษัทเป้าหมายอยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกับบริษัทผู้ซื้อ (Same Industry)	155
บริษัทเป้าหมายอยู่นอกอุตสาหกรรมกับบริษัทผู้ซื้อ (Other Industry)	20
บริษัทผู้ซื้อที่มีประสบการณ์ในการควบรวมกิจการ (Experienced)	99
บริษัทผู้ซื้อที่ไม่มีประสบการณ์ในการควบรวมกิจการ (Inexperienced)	76
ควบรวมบริษัทในประเทศไทย (In-Border)	134
ควบรวมบริษัทนอกประเทศไทย (Cross-Border)	41
<b>จำนวนเหตุการณ์ทั้งหมด 175 เหตุการณ์</b>	

#### 4.1 การศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยรายวัน (Average Abnormal Return: AAR) ของหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อในช่วงเหตุการณ์การประกาศควบรวมกิจการ

จากการศึกษาพบว่า มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์เกิดขึ้นจริงในช่วงเหตุการณ์ประกาศควบรวมกิจการ ( $t = -10$  ถึง  $+10$  วัน รวม 21 วัน) โดยอัตราผลตอบแทนเกินปกติ เกิดจากความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ กับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังหรืออัตราผลตอบแทนที่ควรจะเป็น ที่ได้จากการคำนวณตามแบบจำลองตลาด (Market Model) โดยพบว่าในช่วงเหตุการณ์ การประกาศควบรวมกิจการนั้นส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ทั้งในด้านที่อัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นบวก และด้านอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นลบ ดังนั้นเมื่อทำการเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนเกินปกติของทุกหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้น ณ วันที่  $t$  จะทำให้ได้อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยมีค่าใกล้เคียงกับศูนย์

ดังนั้นเพื่อความละเอียดในการศึกษา ผู้ศึกษาจึงได้แบ่งชุดข้อมูลออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นบวก และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นลบ เพื่อศึกษาว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นนั้นมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยเมื่อนำข้อมูลทั้ง 2 กลุ่มมาทดสอบทางสถิติแล้วพบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นบวก มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยรายวันแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทั้งหมด 5 วัน คือวันที่ -7, -5, -1, 0, 8 (วันที่ 0 คือวันที่บริษัทผู้ซื้อประกาศควบรวมกิจการ) และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นลบ มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยรายวันแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทั้งหมด 10 วัน คือวันที่ -10, -6, -5, -4, -2, -1, 2, 3, 4, 7 นอกจากนี้เมื่อทำการแปลงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยรายวันเป็นค่าสัมบูรณ์แล้วนำมาทดสอบพบว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยทั้ง 21 วัน มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้สามารถสรุปได้ว่าเมื่อบริษัทผู้ซื้อมีการประกาศควบรวมกิจการ จะส่งผลให้เกิดผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อจนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติขึ้นไม่ว่าจะเป็นในด้านบวกหรือด้านลบก็ตาม



ภาพที่ 4.1 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Returns: AARs) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นบวก, เป็นลบ และกรณีที่แปลงเป็นค่าสัมบูรณ์

#### 4.2 การศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return: CAAR) ของหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อในช่วงเหตุการณ์การประกาศควบรวมกิจการ

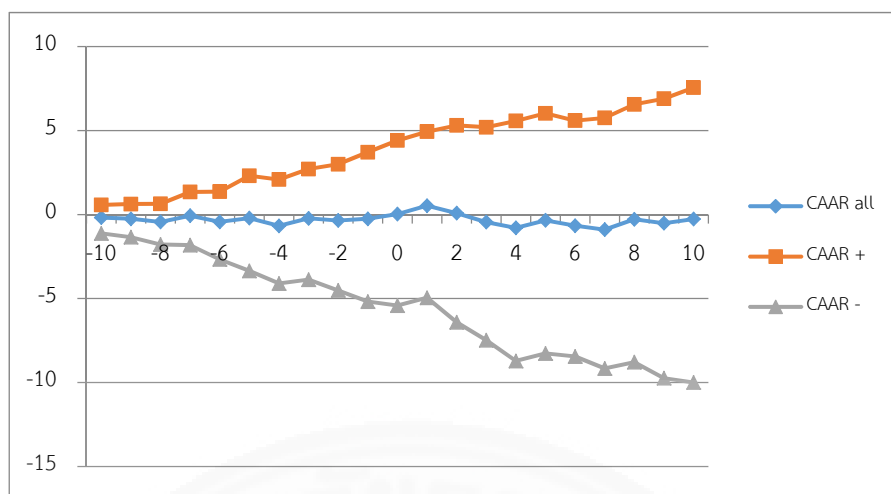
จากการศึกษาพบว่า มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเกิดขึ้นจริงในช่วงเหตุการณ์ โดยจากการทดสอบทางสถิติพบว่าในกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมในช่วง 21 วันเป็นบวก มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่วันที่ -8 ส่วนกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมในช่วง 21 วันเป็นลบ มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทั้ง 21 วันตั้งแต่วันที่ -10 ถึง +10 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเมื่อบริษัทผู้ซื้อประกาศควบรวมกิจการ จะส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมขึ้นจริง ซึ่งทำให้นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนมากกว่าช่วงเวลาปกติได้ อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาก่อนหน้านี้อัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นไปได้ทั้งค่าบวกและค่าลบ ดังนั้นเพื่อให้ทราบถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ผู้ศึกษาจึงได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมโดยใช้แบบจำลองสมการถดถอยที่จะกล่าวในส่วนต่อไป

ตารางที่ 4.3 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยรายวัน (Average Abnormal Returns: AARs) และ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Returns: CAARs) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นบวกและเป็นลบ ในช่วงเหตุการณ์

DAY	CAR positive (-10,+10)		CAR negative (-10,+10)		ABSOLUTE	
	AAR	CAAR	AAR	CAAR	AAR	t-stat
-10	0.5722	0.5722	-1.1189*	-1.1188*	1.9528***	6.0333
-9	0.0495	0.6217	-0.2236	-1.3424***	1.9029***	6.5954
-8	0.018	0.6397*	-0.4386	-1.7810**	1.7047***	6.4797
-7	0.7050*	1.3447**	-0.0383	-1.8193***	1.8748***	5.9895
-6	0.0188	1.3635***	-0.8518***	-2.6711***	1.8529***	8.46
-5	0.9473**	2.3108***	-0.6774**	-3.3485***	1.6374***	6.9399
-4	-0.2253	2.0855***	-0.7532***	-4.1017***	1.5290***	8.2292
-3	0.6269	2.7124***	0.2248	-3.8769***	1.9459***	7.1707
-2	0.2823	2.9948***	-0.6429**	-4.5198***	1.8231***	8.0373
-1	0.7168**	3.7117***	-0.6609*	-5.1807***	1.9088***	10.1106
0	0.6996**	4.4113***	-0.2377	-5.4185***	1.8844***	11.4064
1	0.5274	4.9387***	0.4673	-4.9512***	2.4450***	6.6243
2	0.3702	5.3089***	-1.4566**	-6.4078***	2.0378***	6.6575
3	-0.1093	5.1996***	-1.0677**	-7.475***	1.7425***	7.8463
4	0.3768	5.5764***	-1.2404***	-8.7160***	1.8009***	8.8371
5	0.4525	6.0289***	0.4467	-8.2693***	2.0168***	7.6182
6	-0.4327	5.5962***	-0.182	-8.4513***	1.8080***	8.6919
7	0.1579	5.7542***	-0.7139*	-9.1652***	1.5409***	8.2899
8	0.8065**	6.5607***	0.3769	-8.7881***	2.1312***	6.5382
9	0.3399	6.9006***	-0.9543	-9.7426***	2.0149***	6.5792
10	0.6556	7.5562***	-0.2543	-9.9969***	2.1149***	5.8433

\*\*\* = มีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

\*\*,\* = มีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%,90%



ภาพที่ 4.2 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Returns: CAARs) ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นบวก, เป็นลบ และของชุดข้อมูลทั้งหมด

#### 4.3 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนา

จากการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติ พบว่าการประกาศควบรวมกิจการส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติทั้งที่เป็นค่าบวกและค่าลบ ดังนั้นผู้ศึกษาจึงได้ให้ความสนใจในการศึกษาถึงลักษณะของชุดข้อมูลของทั้ง 2 กลุ่ม ว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่อย่างไร โดยเมื่อพิจารณาข้อมูลทางสถิติของกลุ่มตัวแปรที่ปรากฏในตารางที่ 4.4 พบว่าตัวแปรที่มีค่าเฉลี่ยแตกต่างกันอย่างชัดเจนระหว่างกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นบวกและกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นลบ คือ

1. ตัวแปร Growth(%) ซึ่งคำนวณจากอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวมของบริษัทเป้าหมาย โดยพบว่ากลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นบวก บริษัทเป้าหมายทั้งหมดมีอัตราการเติบโตเฉลี่ยสูงถึง 14.74% ซึ่งมากกว่าการเติบโตของบริษัทเป้าหมายในกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นลบ ที่มีการเติบโตเฉลี่ยเพียง -0.10% เท่ากับว่าบริษัทเป้าหมายในกลุ่มนี้แทบไม่มีการเติบโต

2. ตัวแปร RPROFIT ซึ่งคำนวณจาก ROE ของบริษัทเป้าหมาย หากด้วย ROE ของบริษัทผู้ซื้อ โดยพบว่ากลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นบวกบริษัทเป้าหมายมี ROE คิดเป็นสัดส่วน 0.74 เท่าของ ROE บริษัทผู้ซื้อ ในขณะที่กลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นลบ มีสัดส่วน -0.92 ซึ่งแสดงว่าบริษัทเป้าหมายในกลุ่มนี้เกิดผลขาดทุนจากการดำเนินงาน

3. ตัวแปร M/B ซึ่งคำนวณจากมูลค่าตลาดของบริษัทผู้ซื้อหารด้วยมูลค่าทางบัญชีของบริษัทผู้ซื้อ โดยพบว่ากลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นลบมีมูลค่าตลาดค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชี (5.88 เท่า) ซึ่งต่างจากกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นบวกที่มีมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีที่ต่ำกว่า (2.65 เท่า)

4. SLACK ซึ่งคำนวณจากเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นของบริษัทผู้ซื้อหารด้วยมูลค่าข้อเสนอซื้อทั้งหมด โดยพบว่ากลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นลบมีปริมาณเงินสดอยู่ค่อนข้างมาก เมื่อเทียบกับกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นบวก

5. TAXSHIELD ซึ่งคำนวณจากอัตราภาษีที่คำนวณจากกำไรก่อนหักภาษีก่อนการประกาศควบรวมกิจการหารด้วยอัตราภาษีที่คำนวณจากกำไรก่อนหักภาษีหลังการประกาศควบรวมกิจการ โดยพบว่ากลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นบวกได้รับผลประโยชน์จากการประหยัดภาษีสูงกว่ากลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นลบ

ดังนั้นจากการพิจารณาเบื้องต้นอาจบอกได้ว่าตัวแปรทั้ง 5 ตัวนี้มีแนวโน้มที่จะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ เนื่องจากเป็นตัวแปรที่มีค่าแตกต่างกันอย่างชัดเจนระหว่างกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นบวกและกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นลบ

ตารางที่ 4.4 ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวแปร

Variables	All		CAR (+)		CAR (-)	
	Mean	S.D.	Mean	S.D.	Mean	S.D.
CAR	-0.2675	13.3056	7.5563	8.6254	-9.9969	11.5889
CASHRATIO	0.9344	0.2378	0.9564	0.2007	0.9069	0.2759
M/B	4.0911	13.8025	<b>2.651</b>	2.3243	<b>5.8821</b>	20.4427
SLACK	7.3105	50.5227	<b>3.9908</b>	12.5737	<b>11.439</b>	74.43
LEVERAGE	0.5807	0.2113	0.5818	0.2121	0.5794	0.2117
Log(TA)	10.0086	2.2247	9.9888	2.1595	10.0331	2.3171
TAXSHIELD	1.6641	4.0002	<b>1.8203</b>	5.1313	<b>1.4698</b>	1.8064
PUBLIC	0.2	0.4011	0.1856	0.3908	0.2179	0.4155
INDUSTRY	0.1143	0.3191	0.1031	0.3057	0.1282	0.3364
INEXP	0.4343	0.4971	0.4536	0.5007	0.4103	0.495
BORDER	0.2343	0.4248	0.2474	0.4338	0.2179	0.4155
GROWTH (%)	8.127	27.8449	<b>14.745</b>	33.8241	<b>-0.103</b>	14.2098
RPROFIT	0.0009	4.0343	<b>0.7417</b>	2.9056	<b>-0.92</b>	4.9701
RASSET	0.826	0.108	0.8215	0.1055	0.8315	0.1115
No. of Observations	175		97		78	

#### 4.4 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์

ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระทั้ง 13 ตัว (Independent Variables) โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ดังที่แสดงในตารางที่ 4.5 ซึ่งจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พบว่า ตัวแปรอิสระทุกตัวไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระทั้งหมดที่ใช้ในการวิเคราะห์แบบจำลองสมการถดถอยในงานวิจัยครั้งนี้เป็นตัวแปรที่มีความเหมาะสม



ตารางที่ 4.5 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

Pairwise	CAR	CASH ratio	M/B	SLACK	LEVERAGE	Log(TA)	TAXSHIELD	PUBLIC	INDUSTRY	INEXP	BORDER	GROWTH (%)	RPROFIT
CASH ratio	0.1764**												
M/B	-0.1561**	-0.2848***											
SLACK	-0.0912	-0.3148***	0.0465										
LEVERAGE	-0.0645	-0.2049***	0.1496**	0.176**									
Log(TA)	0.0439	0.1136	-0.0857	-0.1538**	0.325***								
TAXSHIELD	0.1512**	0.0377	-0.0363	0.0033	0.0166	-0.1135							
PUBLIC	-0.0324	-0.0958	-0.038	-0.0247	0.2958***	0.3899***	-0.0328						
INDUSTRY	-0.1255	-0.1084	0.1618	0.0085	0.0493	-0.2901***	0.1308	-0.1347					
INEXP	-0.0712	-0.0035	-0.0285	0.1199	-0.0716	-0.3416***	-0.0325	-0.1499**	0.265***				
BORDER	0.0775	0.1225	-0.0597	-0.0517	-0.1348	0.2439***	-0.0709	0.0607	-0.1563**	-0.2669***			
GROWTH(%)	0.1988**	0.0511	-0.0454	-0.0392	-0.0681	-0.1375	-0.1443	-0.0691	-0.0724	0.1004	-0.0052		
RPROFIT	0.1895**	0.0608	0.0083	0.0151	-0.0397	0.1701**	0.0424	0.036	-0.0765	-0.001	0.0028	-0.0479	
RASSET	-0.11	-0.1056	-0.0143	0.1915**	-0.0535	-0.2206***	-0.1379	0.0364	0.0242	0.0455	-0.0832	0.1131	0.092

\*\*\* = มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

\*\* = มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

#### 4.5 การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ (Cumulative Abnormal Return: CAR) ของบริษัทผู้ซื้อเมื่อมีการประกาศควบรวมกิจการ

โดยเมื่อทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ของบริษัทผู้ซื้อกับตัวแปรทั้ง 13 ตัวแปร โดยใช้แบบจำลองสมการถดถอยพบว่า มีตัวแปรที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้งหมด 3 ตัวแปร คือ

1. ตัวแปร GROWTH(%) โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์
2. ตัวแปร RPROFIT โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์
3. ตัวแปร Tax Shield โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์

ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Beitel, Schiereck and Wahrenburg (2002) ที่ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อความสำเร็จในการควบรวมกิจการของธนาคารฝั่งผู้ซื้อในยุโรป โดยจากการวิจัยพบว่าตัวแปรทั้งสองตัวข้างต้นส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และสอดคล้องกับงานวิจัยของงานวิจัยของ Jensen and Ruback (1983) และ Brown and Ryngaert (1991) ที่พบว่า การได้รับประโยชน์จากการประหยัดภาษี (Tax Shield) จากบริษัทเป้าหมายส่งผลทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้น

ในขณะที่ตัวแปรอื่นๆ ในสมการนั้นไม่ได้ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เกิดขึ้น ซึ่งไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศหลายงาน อย่างเช่น งานวิจัยของ Beitel, Schiereck and Wahrenburg (2002) นอกจากจะพบว่าตัวแปร GROWTH และตัวแปร RPROFIT ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติแล้ว ยังพบอีกว่าตัวแปร BORDER (การควบรวมกิจการที่เกิดขึ้นในประเทศ หรือต่างประเทศ) และตัวแปร INDUSTRY (การควบรวมกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกัน หรือต่างอุตสาหกรรม) ก็ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน นอกจากนี้ งานวิจัยของ Gordon and Yagil (1981), Wansley, Land and Yang (1983) และ Emery and Switzer (1999) ที่ทำการศึกษาแนวความคิดในการเลือกรูปแบบชำระข้อเสนอซื้อในการควบรวมกิจการ (CASH RATIO) พบว่าการจ่ายชำระข้อเสนอด้วยเงินสดจะสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้มากกว่าการจ่ายชำระด้วยหุ้นสามัญ

เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Uddin and Boateng (2009) ที่วิจัยพบว่า ตัวแปร Form of Target บริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทจดทะเบียนหรือไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ( public หรือ private), ตัวแปร Payment Methods ชำระข้อเสนอซื้อด้วยเงินสดหรือหุ้นสามัญ (cash หรือ non-cash) , ตัวแปร Geographical Origin (บริษัทเป้าหมายอยู่ในประเทศหรือนอกประเทศ, ตัวแปร Acquisition Strategy (ควบรวมบริษัทในอุตสาหกรรมเดียวกันหรือต่างอุตสาหกรรม) โดยทั้ง 4 ตัวแปรนี้ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นของบริษัทผู้ซื้ออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่จากงานศึกษาที่จัดทำขึ้นครั้งนี้กลับไม่พบความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวที่มีต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เกิดขึ้น

ตารางที่ 4.6 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) กับตัวแปรทั้ง 13 ตัวแปร

Variables	Coefficient	S.D.	T-stat	P-value
CASHRATIO	4.7393	4.5515	1.04	0.299
M/B	-0.1079	0.0743	-1.45	0.149
SLACK	-0.0079	0.021	-0.37	0.708
LEVERAGE	0.9591	5.3877	0.18	0.859
Log(TA)	-0.2655	0.5883	-0.45	0.652
TAXSHIELD	<b>0.5214**</b>	0.2518	2.07	<b>0.04</b>
PUBLIC	-0.7122	2.6899	-0.26	0.792
INDUSTRY	-3.1202	3.3175	-0.94	0.348
INEXP	-1.826	2.1728	0.84	0.402
BORDER	1.4086	2.4515	0.57	0.566
GROWTH (%)	<b>0.1096**</b>	0.0357	3.07	<b>0.002</b>
RPROFIT	<b>0.6731**</b>	0.2472	2.72	<b>0.007</b>
RASSET	-14.7222	9.5926	-1.53	0.127
CONSTANT	9.2672	11.8403	0.78	0.435
R-squared	17.17%			
N	175			

\*\* = ค่าสัมประสิทธิ์มีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

โดยจากการศึกษาผ่านแบบจำลองสมการถดถอย ทำให้สามารถสรุปผลการวิเคราะห์ของสมมติฐานของงานวิจัยได้ ดังนี้

ตารางที่ 4.7 การเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์กับสมมติฐานของงานวิจัย

สมมติฐาน	ผลการวิเคราะห์
H1: วิธีการจ่ายชำระข้อเสนอซื้อด้วยเงินสด (CASHRATIO) กับ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันในทางบวก	ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์
H2: มูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีของบริษัทผู้ซื้อ (M/B) กับ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันในทางบวก	ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์
H3: ความสามารถของบริษัทผู้ซื้อในการจ่ายชำระข้อเสนอซื้อด้วยเงินสดภายในกิจการ(SLACK) กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันในทางลบ	ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์
H4: มูลค่าหนี้สินต่อมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทผู้ซื้อ (LEVERAGE) กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางลบ	ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์
H5: มูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทผู้ซื้อ (Log(TA)) กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันในทางบวก	ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์
H6: การได้รับประโยชน์จากการประหยัดภาษี(TAX SHIED) กับ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันในทางบวก	ส่งผลต่อ CAR ในทิศทางบวก (สอดคล้องกับสมมติฐาน)
H7: การที่บริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์(PUBLIC) กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางบวก	ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์
H8: การที่บริษัทเป้าหมายอยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกับบริษัทผู้ซื้อ(INDUSTRY) กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางบวก	ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์

ตารางที่ 4.7 การเปรียบเทียบผลการวิเคราะห์กับสมมติฐานของงานวิจัย (ต่อ)

สมมติฐาน	ผลการวิเคราะห์
H9: การที่บริษัทผู้ซื้อไม่มีประสบการณ์ในการควบรวมกิจการ(INEXP) กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางลบ	ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์
H10: การที่บริษัทเป้าหมายอยู่คนละประเทศกับบริษัทผู้ซื้อ (BORDER) กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันในทางลบ	ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์
H11: อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ของบริษัทเป้าหมาย (GROWTH%) กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางบวก	ส่งผลต่อ CAR ในทิศทางบวก (สอดคล้องกับสมมติฐาน)
H12: อัตราผลตอบแทนทางการเงินของบริษัทเป้าหมาย (RPROFIT) กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางบวก	ส่งผลต่อ CAR ในทิศทางบวก (สอดคล้องกับสมมติฐาน)
H13: ขนาดของสินทรัพย์ระหว่างบริษัทเป้าหมายกับบริษัทผู้ซื้อ(RASSET) กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กันในทางบวก	ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

จากการศึกษาในบทที่ผ่านมาทำให้สามารถตอบคำถามของการค้นคว้าอิสระในครั้งนี้ได้อย่างครบถ้วน โดยจากการศึกษาพบว่า การประกาศควบรวมกิจการของบริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return: AR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ในช่วง -10 ถึง +10 วัน (21 วัน) ล้อมรอบวันประกาศควบรวมกิจการของบริษัทผู้ซื้ออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นนั้นเป็นไปได้ทั้งอัตราผลตอบแทนเกินปกติด้านบวก และอัตราผลตอบแทนเกินปกติด้านลบ

และเมื่อทำการศึกษาเพิ่มเติมถึงปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) ที่เกิดขึ้นในช่วง -10 ถึง +10 วัน (21 วัน) ผ่านแบบจำลองสมการถดถอย พบว่าปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้ออย่างมีนัยสำคัญ คือ ปัจจัย Tax Shield ซึ่งคือการประหยัดภาษีที่บริษัทได้รับการควบรวมกิจการ โดยอาจเกิดจากการที่บริษัทผู้ซื้อมีการระดมทุนด้วยหนี้สินเพื่อมาชำระข้อเสนอซื้อ ซึ่งดอกเบี้ยจ่ายนั้นเป็นค่าใช้จ่ายที่นำมาใช้ในการลดภาษีได้และอาจส่งผลให้บริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ การระดมทุนด้วยหนี้สินยังไม่ส่งผลต่อการลดลงของส่วนแบ่งการถือครองของผู้ถือหุ้นเดิมอีกด้วย แต่อย่างไรก็ตามบริษัทผู้ซื้อจำเป็นต้องรักษาระดับหนี้สินให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม เพื่อการบริหารต้นทุนอย่างมีประสิทธิภาพ

นอกจากนี้ยังมีอีก 2 ปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ คือ ปัจจัย GROWTH(%) อัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวมของบริษัทเป้าหมาย และ ปัจจัย RPROFIT ซึ่งคำนวณจาก ROE ของบริษัทเป้าหมาย หาดด้วย ROE ของบริษัทผู้ซื้อ ซึ่งทั้ง 2 ปัจจัยนี้เป็นปัจจัยที่แสดงถึงลักษณะของบริษัทเป้าหมายที่บริษัทผู้ซื้อตัดสินใจทำการควบรวมหรือซื้อกิจการ โดยหากบริษัทเป้าหมายมีอัตราการเติบโตของสินทรัพย์เพิ่มขึ้นย่อมส่งผลบวกต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทผู้ซื้อ เช่นเดียวกันหากบริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงเมื่อเทียบกับบริษัทผู้ซื้อ ซึ่งเป็นการแสดงให้เห็นว่าบริษัทเป้าหมายมีผลกำไรที่ดีจากการดำเนินงาน ก็ย่อมส่งผลบวกต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทผู้ซื้อเช่นเดียวกัน

จากการศึกษาจึงสามารถสรุปได้ว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อในช่วงการประกาศควบรวมกิจการนั้นถูกกำหนดด้วยลักษณะของบริษัทเป้าหมายที่เลือกด้วยเป็นสำคัญ ไม่ได้ถูกกำหนดด้วยลักษณะของบริษัทผู้ซื้อเพียงอย่างเดียวเท่านั้น ซึ่งแน่นอนว่านักลงทุนในตลาดขอการควบรวมและการซื้อกิจการที่บริษัทเป้าหมายมีความมั่นคง และมีความแข็งแกร่งทางการเงินมากกว่าการเลือกควบรวมบริษัทเป้าหมายที่อ่อนแอ นอกจากนี้ยังสามารถสรุปเพิ่มเติมได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-Strong Form) เนื่องจากราคาหลักทรัพย์มีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารสาธารณะที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว (ข่าวการประกาศควบรวมกิจการ) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยทั้งในประเทศ และต่างประเทศที่ผ่านมา

## 5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัย

ดังนั้นเพื่อผลดีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) ในช่วงการประกาศควบรวมกิจการ ก่อนที่บริษัทผู้ซื้อจะทำการควบรวมหรือซื้อกิจการอื่น บริษัทผู้ซื้อจำเป็นต้องมีการพิจารณาเลือกบริษัทเป้าหมาย (Target Firms) ที่มีพื้นฐานธุรกิจ และแนวโน้มในการเติบโตที่ดีในอนาคต เนื่องจากนักลงทุนในตลาดมักมองว่าการควบรวมหรือซื้อกิจการที่ดีนั้นช่วยสร้างความแข็งแกร่งให้กับบริษัทผู้ซื้อมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นในด้านของการได้รับผลประโยชน์จากการเกิด Synergy เสริมสร้างจุดแข็ง ประโยชน์จากการขยายตลาดและฐานลูกค้า การมีสินค้าและบริการครอบคลุมมากขึ้น สิ่งเหล่านี้ล้วนแต่สร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนในตลาด ซึ่งจะส่งผลดีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อ ในขณะที่การควบรวมหรือซื้อกิจการที่ไม่ดีจะทำให้ให้นักลงทุนมีความกังวลว่าจะส่งผลต่อการทำธุรกิจของบริษัทผู้ซื้อในอนาคต นอกจากนี้บริษัทควรมีการบริหารต้นทุนของบริษัทให้มีประสิทธิภาพ โดยควบคุมให้มีหนี้สินในระดับที่เหมาะสม เพื่อการมีต้นทุนในระดับต่ำและการได้รับประโยชน์ทางภาษี

ในส่วนนี้นักลงทุนยังสามารถสร้างผลกำไรจากการลงทุนที่เกิดจากการประกาศควบรวมกิจการได้ โดยการเลือกพิจารณาลงทุนในหุ้นของบริษัทผู้ซื้อที่เข้าซื้อบริษัทเป้าหมายที่มีแนวโน้มการเติบโตทางธุรกิจและความแข็งแกร่งทางการเงิน นอกจากนี้ให้นักลงทุนควรเลือกลงทุนในบริษัทที่เคยมีประสบการณ์ในการควบรวมกิจการมาก่อน เนื่องจากบริษัทที่มีประสบการณ์จะมีความเชี่ยวชาญในการประเมินมูลค่าของบริษัทเป้าหมาย ทำให้มีการทำข้อเสนอซื้อในระดับราคาที่เหมาะสม และทำให้การควบรวมกิจการที่เกิดขึ้นคุ้มค่ากับการลงทุนมากที่สุด

### 5.3 ข้อจำกัดของงานวิจัย

ถึงแม้ว่าในปัจจุบันการควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions: M&A) กำลังได้รับความนิยมและเป็นที่ยอมรับสำหรับการขยายกิจการของธุรกิจต่างๆ ทั่วโลก แต่สำหรับในประเทศไทยนั้นจำนวนธุรกรรมการควบรวมกิจการที่เกิดขึ้นยังถือว่าไม่มากนัก และลักษณะของการควบรวมกิจการที่เกิดขึ้นยังไม่มีหลากหลายเมื่อเทียบกับประเทศอื่น โดยเฉพาะอย่างยิ่งประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างประเทศสหรัฐอเมริกา และประเทศในแถบยุโรป ทำให้จำนวนข้อมูลที่ได้มีค่อนข้างน้อย ส่งผลให้เมื่อนำข้อมูลมาทดสอบเพื่อหาความสัมพันธ์ทางสถิติแล้วได้ผลการศึกษาที่ต่างจากงานวิจัยหลายงานในต่างประเทศ

### 5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยครั้งต่อไป

ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจจะมีการขยายช่วงระยะเวลาในการศึกษาหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นให้มีช่วงระยะเวลาที่นานกว่า -10 ถึง +10 วัน (รวม 21 วัน) เนื่องจากราคาหลักทรัพย์อาจมีการตอบสนองต่อการควบรวมกิจการก่อนหน้านั้น จากการได้รับข่าวสารจากวงในหรือจากข่าวลือต่างๆ ซึ่งสามารถนำผลที่ได้มาเปรียบเทียบกับผลสรุปของการค้นคว้าอิสระชิ้นนี้ได้ว่ามีความแตกต่างกันหรือไม่ อย่างไร



## รายการอ้างอิง

### วิทยานิพนธ์

ชนิษฐา เนียมแสง. (2557), การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศควมรวมกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2551-2555, มหาวิทยาลัยศิลปากร, คณะวิทยาการจัดการ.

### Thesis

Anson Wong and Kui Yin Cheung. (2009). “The Effects of Merger and Acquisition Announcements on the Security Prices of Bidding Firms and Target Firms in Asia”. *International Journal of Economics and Finance* vol.1, no.2 (August 2009)

Beitel, Schiereck and Wahrenburg (2002): Explaining the M&A-success in European bank mergers and acquisitions, Institute of mergers and acquisitions, pp. 1-15

Becher, D.A. (1999): The valuation effects of bank mergers. *Journal of Corporate Finance*, 6, pp. 189 - 214.

Brewer, E.I., Jackson, W.E.I., Jagtiani, J.A., et al. (2000): The price of bank mergers in the 1990s. Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, First Quarter 2000, pp. 2 - 23.

Cornett, M.M., Hovakimian, G., Palia, D., et al. (2000): The impact of the manager-shareholder conflict on acquiring bank returns. *Working Paper*, Boston College, MA.

Cybo-Ottone, A. and Murgia, M. (2000): Mergers and shareholder wealth in European banking. *Journal of Banking and Finance*, 24, pp. 831 - 859.

Dennis, D.K. and McConnel, J.J. (1986), “Corporate mergers and security returns”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 16 No. 2, pp. 143-88.

- Emery and Switzer, 1999, Expected market reaction and the choice of method payment for acquisitions, *Financial Management* 28 , 73-86
- Fama, (1970), Efficient Capital Market: a review of theory and empirical work, *The journal of finance* 25, 383-417
- Gordon and Yagil, (1981), Financial gain from conglomerate mergers, *Research in finance* 3 ,103 – 142
- Hawawini, G.A. and Swary, I. (1990): Mergers and acquisitions in the US-banking industry: Evidence from capital markets. Amsterdam, North-Holland
- Houston, J.F. and Ryngaert, M.D. (1994): The overall gains from large bank mergers. *Journal of Banking and Finance*, 18, pp. 1155 - 1176.
- Houston, J.F. and Ryngaert, M. (1997): Equity issuance and adverse selection: A direct test using conditional stock offers. *Journal of Finance*, 52, pp. 197 - 219.
- Hudgins, S.C. and Seifert, B. (1996): Stockholders and international acquisitions of financial firms: an emphasis on banking. *Journal of Financial Services Research*, 10, pp. 163 - 180.
- Jensen, 1986, Agency, cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American economic review* 76, 323-329
- Kane, E.J. (2000): Incentives for banking megamergers: What motives might central-bank economists infer from event-study evidence? *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (3), pp. 671 - 699.
- Karceski, J., Ongena, S. and Smith, D.C. (2000): The impact of bank consolidation on commercial borrower welfare. *Working paper, August 3, 2000*. University of Florida
- Myers and Majluf, 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of financial economic* 13, 187-221
- Ronald Q Doeswijk.(2007). “Merger and Acquisition in Dutch Stock Market”. Netherlands:*IRIS Research* (April 2007)
- Trautwein, F. (1990), “Merger motives and prescriptions”, *Strategic Management Journal*, Vol. 11 No. 4, pp. 283-95.

- Uddin and Boateng (2009): An analysis of short-run performance on cross-border mergers and acquisitions, Evidence from UK acquiring firms, *Review of Accounting and Finance*, Vol. 8 Iss 4 pp. 431 - 453
- Wansley, Land and Yang, 1983, Abnormal return to acquired firms by type of acquisitions and method of payment, *Financial management* 12, 16-22



ภาคผนวก



## ภาคผนวก ก

วันที่ประกาศรวบรวมกิจการ และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม  
ของบริษัทผู้ซื้อ (Bidder Firms) ในช่วงเหตุการณ์ 21 วัน

Bidders	Announcement Date	Targets	CARs (%)
<b>AGRI</b>			
ASIAN	26-Dec-2548	บ. เอสพีซี ฟู้ด จก.	-1.8965
EE	4-Apr-2550	บ. บุญเอนก จก.	-29.7258
PRG	3-Jan-2556	บ. กลาสเฮ้าส์ รัชดา จก.	-16.0014
TLUXE	12-Sep-2554	บ. เอสเอ็มพี ฟู้ด โปรดักส์ จก.	-6.4973
WORLD	28-Apr-2558	บริษัท ราชพฤกษ์ซินดิเคท จำกัด	1.8279
	28-Apr-2558	บริษัท แคปปิตอล ลิงค์ นอร์ท สาทร จำกัด	1.8279
	12-Jun-2558	บริษัท ภูเก็ตฟิวเจอร์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด	1.5731
<b>FOOD</b>			
CPF	19-Dec-2554	Orient Success International Limited	-6.0800
MINT	8-Jun-2552	บมจ. ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล (MINOR)	11.6883
	26-Aug-2554	บมจ. เอส แอนด์ พี ซินดิเคท (S&P)	-0.8866
	1-Nov-2554	Ribs and Rumps Holdings Pty Ltd	2.6434
	18-Aug-2557	Sun International Limited	4.3271
SST	22-Jul-2557	บ. เกรฮาร์ด จก.	-1.2269
TF	29-May-2549	บ. ที เอ็ม ฟู้ดส์ จก.	-1.7413
TIPCO	30-Apr-2550	บ. ไทยซังเกียวก จก.	-10.0853
TUF	16-May-2549	บ. พี ที จุฬาลงกรณ์ อินเตอร์เนชั่นแนล ฟู้ดส์ จก.	-8.9823
	3-Sep-2553	MW Brands Holdings SAS	0.2150
	21-Dec-2554	บมจ. แพ็คฟู้ด	4.6785
<b>FASHION</b>			
PRANDA	27-Jul-2550	KSV Brand GmbH	0.4929

Bidders	Announcement Date	Targets	CARs (%)
<b>BANK</b>			
BAY	22-Jun-2549	บมจ.เงินทุน กรุงศรีอยุธยา	2.5511
	5-Feb-2552	ธ. เอไอจี เพื่อรายย่อย จก (มหาชน)	-1.1028
	25-Jun-2552	บลจ. พรีเมาเวสต์	11.3091
BBL	14-Dec-2554	บลจ. บัวหลวง	2.7628
KBANK	3-Mar-2552	บ. เมืองไทย โพรทิส โฮลดิ้ง จก.	-7.0756
KKP	16-Jun-2554	บลจ. นครหลวงไทย	7.0456
	6-Aug-2555	บมจ. ทูน่าภัทร	1.5747
KTB	14-Sep-2549	บลจ. ทีเอสไอซี	1.0567
	25-Feb-2557	บมจ. กรุงไทย-แอกซ่า ประกันชีวิต	2.0348
LHBANK	27-Nov-2556	บลจ. ซีไอเอ็มบี อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล (ประเทศไทย)	0.8060
SCB	20-Jul-2554	บมจ.เงินทุน สินอุตสาหกรรม	-2.1040
	27-Sep-2554	บลจ. ชิกโก้	8.6622
TCAP	25-Feb-2548	บ. ธนชาติชูริคประกันชีวิต จก.	-2.8106
	9-Apr-2553	ธ. นครหลวงไทย จก (มหาชน)	-14.0090
	2-Jun-2557	บมจ. ประกันชีวิตนครหลวงไทย	3.2785
TMB	30-Sep-2548	บลจ. แมคควอรี (ประเทศไทย)	2.3924
<b>FIN</b>			
GL	22-Aug-2555	GL Finance Plc. กัมพูชา	32.4307
	18-Jun-2557	บ. ธนบรรณ จก.	17.3603
<b>INS</b>			
BLA	10-Mar-2558	บริษัท บีแอลเอ อินชัวร์นส์ โบรกเกอร์ จำกัด	10.4542

Bidders	Announcement Date	Targets	CARs (%)
<b>AUTO</b>			
AH	22-Sep-2548	บ. เอเบิล ไอทีเอส จก.	-1.8966
	20-Dec-2549	บมจ. เคพีเอ็น ออโตโมทีฟ	-8.2727
SAT	27-Jun-2550	บ. อินเทอร์เน็ตชันแนล แคสติ้ง โปรดักส์ จก.	14.9092
<b>IMM</b>			
KKC	24-Feb-2553	บ. กุลธรแมททีเรียลส์แอนด์คอนโทรลส์ จก.	-39.7670
<b>PETRO</b>			
GC	13-Dec-2556	บ. โกลบอล คอนเน็คชั่นส์ ไฮลด์จิง จก.	1.2798
IVL	21-Dec-2553	Ottana Polimeri S.R.L.	-23.8123
	7-Feb-2554	Trevira GmbH	4.7371
	7-Feb-2555	Old World Industries I, Ltd	18.8766
PTTGC	24-Dec-2556	Myriant Corporation	0.6060
VNT	15-Dec-2552	บ. โซลเวย์ ไบโอเคมีคอล (ประเทศไทย) จก.	-0.9112
<b>STEEL</b>			
RICH	24-Feb-2554	บ. สยาม เพอร์โร อินดัสทรี จก.	2.8992
MILL	29-Jul-2558	บริษัท ชันเทคเมทัลส์ จำกัด	12.7532
	29-Jul-2558	บริษัท เวิลด์ ไวร์ โปรดิวซ์ จำกัด	12.7532
<b>CONMAT</b>			
GEL	1-Nov-2556	บ. ชันเทค เมทัลส์ จก.	16.4221
SCC	26-Apr-2550	บมจ. ไทยเคนเปเปอร์	-7.6924
	21-May-2551	บมจ. ไทย-เยอรมัน เซรามิค อินดัสทรี	1.2568
	24-Feb-2553	บมจ. ควอลิตี้คอนสตรัคชันโปรดักส์	-0.5767
	6-Jun-2554	Kokoh Inti Arebama	-1.7713

Bidders	Announcement Date	Targets	CARs (%)
	26-Dec-2554	บมจ. ไทยพลาสติกและเคมีภัณฑ์	-1.2282
	1-Feb-2555	Boral Indonesia	1.6771
	30-Mar-2555	บ. ตะวันนาบรรรจุกัมภ์ จก.	-2.8892
	26-May-2556	บ. ไดน่า แพคส์ จก.	-1.9545
	17-Sep-2556	PT Primacorr Mandiri	2.2527
	3-Jul-2557	บ. พาเนล เวิลด์ จก.	-5.3779
SUPER	3-Dec-2552	บ. มายริสอร์ท โฮลดิ้ง จก.	2.3886
	28-Feb-2557	บ. โปร โซล่า วัน จก.	9.6788
TPIPL	11-May-2549	บ. ไนเตรทไทย จก.	-27.3765
	19-Sep-2557	บ. มอนโดไทย จก.	3.2498
VNG	11-Aug-2558	บริษัท วนชัย เอ็นเนอร์ยี อินดัสทรีส์ จำกัด	-1.3780
<b>PROP</b>			
AP	14-Sep-2553	บ. เอพี แปซิฟิก สตาร์ (รัชดา) จก.	5.6539
AQ	26-Jun-2556	บ. อควาเรียส เอสเตท จก.	-6.1321
	29-Sep-2557	บ. วิลลา นครินทร์ จก.	1.5686
CGD	27-Nov-2556	UK Asset	20.9403
GLAND	29-Dec-2552	บ. แกรนด์ คาแนล จก.	-2.9749
	20-Mar-2556	บ. บีบีทีวี มาร์เก็ตติ้ง จก.	-15.7179
HEMRAJ	26-Dec-2555	บ. ระยอง 2012 จก.	17.4841
LH	17-May-2548	บ. รอยัล เอ็คเซลเลนซี จก.	11.1331
	15-Aug-2548	บ. ภูเก็ต ฟิวเจอร์แพลน จก.	5.5481
NPARK	10-Sep-2557	บ. บุญบารมีเมตตา พร็อพเพอร์ตี้ จก.	-13.3909
PF	30-Sep-2554	บมจ. ไคโตม่อน กรุ๊ป	-14.0299
PRECHA	6-Jul-2550	บ. รวยล้านล้าน จก.	-3.1725



Bidders	Announcement Date	Targets	CARs (%)
PRIN	21-Dec-2553	บ. ปริญญเวเนเจอร์ จก.	9.6384
SAMCO	11-Aug-2554	บ. เพ็ญวสันมากร ดีเวลลอปเม้นท์ จก.	4.6232
SIRI	20-Jul-2552	บ. เนชั่นแนล เอ็ดดูเคชั่น ดีเวลลอปเม้นท์ จก.	-2.2399
TFD	23-Nov-2552	บ. โทเทิล อินดัสเตรียล เซอร์วิส เซส จก.	17.2564
	5-Feb-2556	บ. วีเอสเอสแอล เอ็นเตอร์ไพรส์ จก.	33.1922
UV	1-Oct-2550	บ. แกรนด์ ยูนิตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จก.	-4.3696
	17-Oct-2555	บมจ. แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์	-43.1267
MK	19-Jun-2558	บริษัท พรอสเพค ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด	-18.0154
WHA	18-Dec-2558	บริษัท เหมราชพัฒนาที่ดิน จำกัด (มหาชน)	-3.3154
WIN	17-Aug-2558	บริษัท วินโคสต์ เซอร์วิส จำกัด	-7.1959
<b>CONS</b>			
CK	22-Jun-2548	บ. น้ำประปาไทย จก.	1.3775
	12-Jan-2549	บ. วอร์เตอร์โพลี	-2.7515
	19-May-2554	บ. บางเขนชัย จก.	-8.0769
PAE	14-Aug-2551	บ. ดับบลิว.เอ็น.เอส.อาร์.เอ็นจิเนียริง จก.	-26.4954
STEC	8-Jan-2552	บ. แมทเทอร์ ซัพพลาย จก.	27.0484
STPI	20-Aug-2556	บ. คลัฟ (ประเทศไทย) จก.	-45.1682
EMC	22-Dec-2558	บริษัท อิมพีเรียลแลนด์ จำกัด	-2.7145
PAE	10-Feb-2558	บริษัท พีพีเอส. เอนเนอจี แอนด์ มารีเน จำกัด	1.9406
<b>ENERG</b>			
BAFS	8-Aug-2551	บ. เจพี-วัน แอสเซ็ท จก.	-3.5796
BANPU	9-Feb-2549	PeakPacific Investment CompanyLtd	10.7567

Bidders	Announcement Date	Targets	CARs (%)
	6-Jun-51	Asian American Coal Inc.	18.9315
	17-Dec-52	บ. พาวเวอร์ เจเนอเรชั่น เซอร์วิส จก.	-2.8635
	5-Jul-53	Centennial Coal Co., Ltd	-12.293
	12-Sep-54	Hunnu Coal Limited	4.1868
BCP	4-Aug-57	Nido Petroleum Limited	2.7853
EGCO	17-Dec-52	บ. พาวเวอร์ เจเนอเรชั่น เซอร์วิส จก.	0.2796
	14-May-55	Quezon Power (Philippines)	3.317
	3-Jul-55	SunEdison Energy Holding (Singapore) Pte. Ltd.	0.2899
GUNKUL	16-May-55	บ. พัฒนาพลังงานลม จก.	-1.4521
PTT	19-Apr-50	ConocoPhillips (Thailand)	6.3683
	23-Mar-52	Straits Resources and Industrial Pty Limied	-0.3299
	1-Sep-52	บ. ไทยลูบเบินดิง จก.	-0.9326
	11-Nov-53	Straits Resources Limited	1.1338
	25-Feb-54	International Coal Holdings Limited	-1.8422
	2-Mar-55	Red Island Minerals Ltd	-4.4459
	27-Aug-55	Sakari Resources Limited	-3.4051
PTTEP	24-Dec-51	Coogee Resources Limited	-18.687
	25-Sep-52	OMV Timor Sea Pty Ltd	-2.0496
RATCH	10-Feb-48	บ. ไตร เอนเนอร์จี้ จก.	4.3852
	3-May-54	Transfield Services Infrastructure Fund	5.8704
	22-Feb-55	KK Power Company Limited	-4.9089
	29-Jan-57	บ. ไตร เอนเนอร์จี้ จก.	-0.1316
RPC	12-Nov-50	บ. เอส ซี ที สหพันธ์ จก.	9.4728

Bidders	Announcement Date	Targets	CARs (%)
SGP	30-Sep-52	Chevron ocean gas & energy Ltd.	-11.968
	2-Mar-53	Super Gas Co., Limited.	3.4936
	16-Jul-53	Shell Gas (LPG) Singapore Pte. Ltd.	9.023
	30-Sep-53	BP Zhuhai LPG Limited.	11.5346
	3-Oct-55	Shell Gas (LPG) Vietnam Limited.	0.857
SPCG	9-Dec-56	บ. โซล่า เพาเวอร์ รูฟ จก.	6.2138
SUSCO	30-Mar-54	บ. สิริเจริญพัฒนา จก.	22.6093
	9-Oct-55	บ. ปีโตรนาส รีเทล (ประเทศไทย) จก.	30.4549
TOP	13-Oct-51	บ. ศกดีไชยสิทธิ์ จก.	-21.549
IFEC	2-Jun-58	บริษัท ยูนิเวอร์แซล โปรไวเดอร์ จำกัด	6.032
	6-Aug-58	บริษัท แม่สะเรียง โซลา จำกัด	18.5257
	19-Oct-58	บริษัท เกาะเต่า วินด์ จำกัด	0.8787
	4-Dec-58	บริษัท สมภูมิโซล่าพาวเวอร์ จำกัด	0.857
ACC(CEI)	11-Feb-58	บริษัทดับบลิว.โซล่าจำกัด	0.4958
	12-Feb-58	บริษัท 105 โซล่า เพาเวอร์จำกัด	1.2932
TSR	24-Jun-58	บริษัทเพดเดอร์ ไทย จำกัด	-3.6773
<b>COMM</b>			
BIGC	16-Nov-53	บ. เซ็นคาร์ จก.	6.0633
BJC	26-Mar-52	บ. ที.ซี.ซี. เทคโนโลยี จก.	-6.8336
	17-May-53	บ. มาลาयाกลาส โปรดักส์ เอสบีเอ็น ปีเอชดี (เอ็มจีพี)	26.168
CPALL	23-Apr-56	บมจ. สยามแม็คโคร	-15.948
OFM	22-Oct-55	บ. ออฟฟิศ คลับ (ไทย) จก.	-14.334
	30-May-57	บ. เมพ คอร์ปอเรชั่น จก.	3.6697
SPC	20-Dec-50	บ. กรุงเทพทาวเวอร์ (1991) จก.	4.2023

Bidders	Announcement Date	Targets	CARs (%)
CSS	23-Feb-58	บริษัท นีออนเวิร์คส์ คอมมูนิเคชั่นส์ จำกัด	-14.166
<b>HEALTH</b>			
BCH	29-Nov-56	บ. นวนครการแพทย์ จก.	2.3975
BGH	19-Sep-48	บ. โรงพยาบาลกรุงเทพพญา จก.	7.5694
	4-Jan-51	บมจ. โรงพยาบาลรามคำแหง	3.1147
	25-Feb-54	บมจ. เฮลท์ เน็ตเวิร์ค	-5.548
	31-Jul-56	บ. โรงพยาบาลรัตนเวช จก.	-6.1505
	28-May-57	บ. โรงพยาบาลสนามจันทร์ จก.	0.8851
	20-Aug-57	บ. เซฟดริค เซ็นเตอร์ จก.	4.7412
CHG	31-Jan-57	บ. โรงพยาบาลชลเวช จก.	-1.4333
RAM	28-Apr-48	บ. พัฒนาการเวชกิจ จก.	5.7216
<b>MEDIA</b>			
BEC	31-Aug-50	บ. ไทยออดิโอเท็กซ์ เซอร์วิส จก.	0.8787
LIVE	14-Jun-48	บ. แชนแนล (วี) (ประเทศไทย) จก.	-10.269
	28-Feb-49	บ. นวดิศ จก.	-57.744
WAVE	24-Jun-58	บริษัท อินเด็กซ์ ครีเอทีฟ วิลเลจ จำกัด (มหาชน)	14.4904
POST	15-May-58	บริษัท มัชฌิม เทเลวิชั่น จำกัด	1.3058
<b>TOURISM</b>			
ERW	6-Jul-48	บ. อามัน เซน จก.	-7.6319
DELTA	9-Nov-53	Solon Inverter AG	3.347
GREEN	21-Aug-58	บริษัท โอริน พร็อพเพอร์ตี้ จำกัด	1.7842
<b>ICT</b>			
CSL	3-Apr-49	บ. เอดี เวนเจอร์ จก.	-13.106

Bidders	Announcement Date	Targets	CARs (%)
	23-Feb-2550	บ. วัฏฏะ คลาสสิฟายด์ส จก.	-2.4741
IEC	25-Jul-2554	บ. ลำพูน โซลาร์ จก.	-35.6113
	4-Jan-2556	บ. ซุปเปอร์ดริมพาวเวอร์ จก.	-22.3956
	17-Jan-2557	E-Contech Management Pte. Ltd.	-5.7275
	29-Sep-2557	บ. แก้วลำดวน เพาเวอร์ ซัพพลาย จก.	46.0920
MFEC	9-Mar-2554	บ. เมกัส จก.	1.2932
SAMART	13-Nov-2555	บ. เทต้า จก.	8.0679
THCOM	10-Feb-2557	บ. โอโรอัน แชนเทลไลท์ ซิสเทม พีทีวาย จก.	3.0918
TRUE	28-Feb-2548	บ. ทีเพย์ จก.	-12.2652
	7-Nov-2548	บมจ. ยูไนเต็ด บรอดคาสติ้ง คอร์ ปอเรชั่น	11.3953
	30-Dec-2553	บ. ฮัทซัน ไรร์เลส มัลติมีเดีย โฮล ดิ้งส์ จก.	0.4958

**ประวัติผู้เขียน**

ชื่อ	นางสาวปาริฉัตร อิศระพงศ์ไพศาล
วันเดือนปีเกิด	10 ตุลาคม 2535
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557: บริหารธุรกิจบัณฑิต (การจัดการแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

