



การศึกษาผลกระทบบจากการประกาศควมรวมกิจการ  
ต่อบริษัทอื่นในอุตสาหกรรมเดียวกัน

โดย

นางสาวอชิรญา วรรณะมานี

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2558  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การศึกษาผลกระทบจากการประกาศคววมกิจการ  
ต่อบริษัทอื่นในอุตสาหกรรมเดียวกัน

โดย

นางสาวอชิรญา วรรณะมานี



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2558  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



MERGER & ACQUISITION ANNOUNCEMENTS AND  
STOCK REACTION OF ACQUIRING'S PEER FIRMS

BY

MISS. ACHIRAYA WANTAMANE



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

นางสาวชिरญา วรรณะมานี

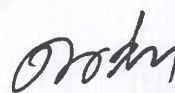
เรื่อง

การศึกษาผลกระทบจากการประกาศควรวรมกิจการ  
ต่อบริษัทอื่นในอุตสาหกรรมเดียวกัน

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

เมื่อ วันที่ 13 พ.ค. 2559 .....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โจรนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การศึกษาผลกระทบจากการประกาศควบรวมกิจการต่อ บริษัทอื่นในอุตสาหกรรมเดียวกัน
ชื่อผู้เขียน	นางสาวอชิรญา วรรณมานี
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2558

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการที่มีต่อบริษัทอื่นในอุตสาหกรรม รวมถึงปัจจัยระดับการกระจุกของอุตสาหกรรม และรูปแบบการควบรวมกิจการ โดยผู้วิจัยได้ทำการศึกษากลุ่มตัวอย่างที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2553 - 2558 รวมเป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 6 ปี

จากการศึกษาพบว่า การประกาศควบรวมกิจการ ส่งผลให้บริษัทอื่นในอุตสาหกรรมได้รับอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสมในทางลบ ซึ่งสามารถอนุมานได้ว่าการควบรวมกิจการส่งผลให้ผู้เล่นอื่นในอุตสาหกรรมต้องสูญเสียความได้เปรียบการแข่งขัน นอกจากนี้การควบรวมกิจการที่เกิดขึ้นในอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวสูงจะสามารถบรรเทาการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ติดลบของผู้เล่นในอุตสาหกรรมได้มากกว่า เมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวต่ำ โดยเหตุผลที่มาสันับสนุนปรากฏการณ์ดังกล่าวสามารถอธิบายได้จากแรงจูงใจของผู้ควบรวมกิจการ 2 รูปแบบ ได้แก่ ทฤษฎีการเพิ่มประสิทธิภาพ และ ทฤษฎีการสร้างอำนาจตลาด แต่การทดสอบในเบื้องต้นยังไม่สามารถสรุปได้ว่าเป็นเพราะแรงจูงใจแบบใด

ทั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบเพิ่มเติม โดยการพิจารณาปัจจัยรูปแบบการควบรวมกิจการ ซึ่งพบว่าหากเป็นการควบรวมกิจการแบบแนวนอน ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมจะยังสามารถบรรเทาอัตราผลตอบแทนที่ติดลบได้มากยิ่งขึ้น ในขณะที่การควบรวมกิจการแบบอื่นๆ ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ ด้วยเหตุนี้เราจึงสามารถสรุปได้ระดับหนึ่งว่า ปัจจัยที่ทำให้ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมสามารถบรรเทาการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ติดลบของบริษัทอื่นๆ ใน

อุตสาหกรรมได้นั้น เกิดจากแรงจูงใจของผู้รวบรวมตามทฤษฎีอำนาจตลาด ที่ว่าด้วยการรวมกลุ่มทางธุรกิจ มีใช่แรงจูงใจตามทฤษฎีการเพิ่มประสิทธิภาพของกิจการ ที่ว่าด้วยการเลียนแบบพฤติกรรม

**คำสำคัญ:** การควบรวมกิจการ, บริษัทอื่นๆที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน, ราคาหลักทรัพย์, อัตราผลตอบแทนเกินปกติ



Independent Study Title	MERGER & ACQUISITION ANNOUNCEMENTS AND STOCK REACTION OF ACQUIRING'S PEER FIRMS
Author	Miss Achiraya Wantamane
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

The purpose of this research is to examine the stock reaction of acquirer's peer firms on acquisition announcements and to investigate the effects of industry concentration on peer firms' abnormal return. This paper also explores the moderating effects of merger types on the relationship between industry concentration and abnormal return of peer firms. The observations are listed companies in The Stock Exchange of Thailand from 2010 to 2015.

The empirical results find that peer firms in general earn negative abnormal return upon a merger announcement. This can be implied that peer firms may face competitive disadvantages throughout the merger or suffer from having to deal with a stronger competitor. In addition, peer firms in highly-concentrated industry will experience a smaller negative abnormal return relative to less-concentrated industry. This can be explained by 2 theories of merger motives - efficiency theory and market power theory.

Furthermore, this research extends the study by adding moderating effects of merger types. The result indicates that the positive effect of industry concentration on peer firms' abnormal return are enhanced for horizontal acquisitions, whereas there are no significant moderating effects for non-horizontal acquisitions. Therefore, it can

be concluded that in Thailand merger motives according to market power theory play an important role in mitigating peer firms' negative effect in highly-concentrated industry rather than efficiency theory.

**Keywords:** Mergers and Acquisitions, Acquiring's Peer Firms, Stock Price, Abnormal Return





## กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความอนุเคราะห์และการเอาใจใส่เป็นอย่างดีจากอาจารย์ที่ปรึกษา รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล ที่ได้กรุณาสละเวลาให้คำปรึกษาในการทำการค้นคว้าอิสระ รวมถึงคำแนะนำเพื่อการปรับปรุง อันก่อให้เกิดประโยชน์แก่การศึกษาในครั้งนี้จนเสร็จสิ้นสมบูรณ์ ผู้วิจัยจึงใคร่ขอขอบพระคุณอาจารย์ที่ปรึกษาเป็นอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้

ผู้วิจัยใคร่ขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์ ที่กรุณาให้เกียรติมาเป็นประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ พร้อมทั้งให้ข้อเสนอแนะอันเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อผู้วิจัย สุดท้ายนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณครอบครัว คณาจารย์คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ตลอดจนเพื่อนๆ ที่คอยให้ความช่วยเหลือในทุกๆ ด้าน และเป็นกำลังใจที่ดีให้แก่ผู้วิจัย ตลอดระยะเวลาการทำการค้นคว้าอิสระนี้

นางสาวอชิรญา วรรณมานี

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(3)
กิตติกรรมประกาศ	(5)
สารบัญตาราง	(9)
สารบัญภาพ	(10)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 แนวโน้มการควบรวมกิจการในประเทศไทย	2
1.3 วัตถุประสงค์งานวิจัย	4
1.4 ขอบเขตงานวิจัย	4
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	5
1.6 คำจำกัดความเพิ่มเติม	5
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
2.1 การควบรวมกิจการ และอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทอื่นๆ ที่ อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน	6
2.1.1 การประกาศควบรวมกิจการเป็นสัญญาณเชิงบวกต่อบริษัทอื่นๆ ที่ อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน	7
2.1.1.1 การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency Theory)	7

2.1.1.2 การรวมตัวเพื่อสร้างอำนาจตลาด (Market Power)	7
2.1.2 การประกาศควมรวมกิจการเป็นสัญญาผูกมัดต่อบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน	7
2.1.1.1 การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency Theory)	8
2.1.1.2 การรวมตัวเพื่อสร้างอำนาจตลาด (Market Power)	8
2.2 ระดับการแข่งขันของอุตสาหกรรม รูปแบบการควมรวมกิจการ และอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรม	9
2.2.1 ตลาดแข่งขันสมบูรณ์ (Perfect Competition)	9
2.2.2 ตลาดแข่งขันไม่สมบูรณ์ (Imperfect Competitive Market)	9
2.2.2.1 ตลาดกึ่งแข่งขันกึ่งผูกขาด (Monopolistic)	9
2.2.2.2 ตลาดผู้ขายน้อยราย (Oligopoly)	9
2.2.2.3 ตลาดผูกขาดสมบูรณ์ (Pure Monopoly)	9
<b>บทที่ 3 ข้อมูลและระเบียบวิธีวิจัย</b>	<b>13</b>
3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	13
3.1.1 กลุ่มตัวอย่าง	13
3.1.2 การเก็บข้อมูล	13
3.2 ระเบียบวิธีวิจัย	14
3.2.1 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติ	14
3.2.1.1 ช่วงเวลาการศึกษาการทำการกำไรเกินปกติของบริษัทในอุตสาหกรรม	14
3.2.1.2 การคำนวณแบบจำลองตลาด	14
3.2.1.3 การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง	15
3.2.1.4 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติ	15
3.2.1.5 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสม	16
3.2.1.6 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบถัวเฉลี่ยสะสม	16
3.2.1.7 การทดสอบนัยสำคัญทางสถิติของอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบถัวเฉลี่ยสะสม	16

3.2.2 แบบจำลองสมการถดถอยเชิงพหุคูณ	16
3.2.2.1 การวัดค่าตัวแปร	17
3.2.2.2 ตัวแปรควบคุมในการวิเคราะห์สมการถดถอย	17
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	19
4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติทั่วไป	19
4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์	19
4.3 การศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสมของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ใน อุตสาหกรรมเดียวกันในช่วงระยะเวลาการประกาศควบรวมกิจการ [-10,+10]	22
4.4 การศึกษาระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมและการเกิดอัตราผลตอบแทน เกินปกติแบบสะสม	25
4.5 การศึกษาระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม รูปแบบการควบรวมกิจการ และการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสม	26
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	29
5.1 สรุปและอภิปรายผลการวิจัย	29
5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัย	30
5.3 ข้อจำกัดในการศึกษา	30
5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับการทำวิจัยในอนาคต	30
รายการอ้างอิง	32
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก	36
ประวัติผู้เขียน	38

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 การแจกแจงระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมตามดัชนี Herfindahl	18
4.1 ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนา	20
4.2 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร	21
4.3 ค่า Variance Inflation Factor (VIF)	21
4.4 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน ตลอดช่วงระยะเวลาการประกาศควบรวมกิจการรวม 21 วัน	22
4.5 อัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบถัวเฉลี่ยสะสมของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรม เดียวกันในช่วงการประกาศควบรวมกิจการ $[-10,10]$ , $[-5,5]$ และ $[-1,1]$	24
4.6 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (สมการที่ 1)	26
4.7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (สมการที่ 2)	28

## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1.1 จำนวนธุรกรรมและมูลค่าการควมรวมกิจการตั้งแต่ปี 1997 ถึง 2015	3
1.2 แผนผังของผู้เล่นหลักที่ถูกศึกษาในงานวิจัยนี้	4
3.1 แผนผังช่วงเวลาการศึกษา	14
4.1 อัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบเฉลี่ย และอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบเฉลี่ยสะสม ของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน	23



## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

จากสภาวะการณ์ในโลกปัจจุบันที่เผชิญอยู่ท่ามกลางกระแสโลกาภิวัตน์ได้กำลังหล่อหลอมโลกใบนี้ให้เป็นหนึ่งเดียวและไร้ขอบเขตพรมแดนระหว่างกัน ซึ่งส่งผลให้ระบบเศรษฐกิจ สังคม และวัฒนธรรม ได้รับอิทธิพลจากต่างแดนและเกิดการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา นอกจากนี้ภาคธุรกิจที่เป็นรากฐานสำคัญของประเทศก็จำเป็นต้องเผชิญกับการเข้ามาของคู่แข่งทั้งภายในและภายนอก ที่นับวันจะทวีความรุนแรงมากขึ้นเรื่อยๆ

ด้วยเหตุนี้ ภาคธุรกิจจึงจำเป็นต้องปรับเปลี่ยนตนเองให้ทันต่อกระแสโลกาภิวัตน์ และหาทางรับมือกับภาวะการแข่งขันที่เกิดขึ้นทั่วทุกมุมของโลก จากแนวความคิดในอดีตที่มุ่งแสวงหาการเติบโตจากภายใน (Organic Growth) เพียงอย่างเดียวอาจทำให้ธุรกิจไม่สามารถปรับตัวได้อย่างทันทั่วถึง ปัจจุบันจึงมีอีกทางเลือกหนึ่งที่ได้รับคามนิยมมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง คือการเติบโตทางอ้อม (Inorganic Growth) โดยใช้วิธีการควบรวมหรือครอบงำกิจการ (Merger and Acquisition) ซึ่งเป็นกลยุทธ์การเติบโตแบบก้าวกระโดด เนื่องจากการใช้ประโยชน์จากสิ่งที่ถูกพัฒนาขึ้นมาแล้วในระดับหนึ่ง ตลอดจนผลผลิตที่เกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการ ทั้งในด้านการดำเนินงาน (Operation) ด้านการเงิน (Financial Synergy) และการกระจายการลงทุน (Diversification) อีกทั้งเป็นการช่วยให้กิจการสามารถเอาตัวรอดได้ในภาวะที่มีความไม่แน่นอนสูง (อัญญา ชันธวิทย์, 2540)

การควบรวมกิจการมีหลากหลายรูปแบบตามความเหมาะสมของการดำเนินธุรกิจ บางกิจการอาจเลือกใช้การควบรวมกิจการแบบแนวนอน (Horizontal Merger and Acquisition) เพื่อขยายขนาดของธุรกิจเดิมและลดจำนวนคู่แข่ง ในขณะที่บางกิจการอาจเลือกวิธีขยายกิจการแบบแนวตั้ง (Vertical Merger and Acquisition) เพื่อเพิ่มอำนาจในการควบคุมห่วงโซ่อุปทานให้มีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น หรืออีกรูปแบบหนึ่งคือการขยายธุรกิจในประเภทอื่น ที่ไม่เกี่ยวข้องกับธุรกิจเดิม (Conglomerate Merger and Acquisition) เพื่อแสวงหาโอกาสการเติบโตในอุตสาหกรรมใหม่ๆ (อัญญา ชันธวิทย์, 2540)

จากที่กล่าวไปจะเห็นว่า การควบรวมกิจการบ่งบอกถึงศักยภาพในการเติบโตของบริษัทผู้ควบรวม โดยมีงานวิจัยทั้งในและนอกประเทศที่ให้การสนับสนุนคำกล่าวนี้ (Healy, Palepu, และ Ruback, 1992; Heron และ Lie, 2002; ชาญชัย เขาวนรัตน์ และคณะ, 1992; สุพจน์ เจนประเสริฐ, 1995; Whangsatian, 2010; พศิน กระจ่างสังข์, 2014; ขนิษฐา เนียมแสง, 2014)

นอกจากนี้ประเด็นการควบรวมกิจการยังได้ถูกนำไปศึกษาเพิ่มเติมถึงผลกระทบที่มีต่อบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมผ่านการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งให้ผลลัพธ์ที่หลากหลายมุมมอง เช่น การศึกษาของ Song และ Walkling (1999) ในประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี 1982-1991 และการศึกษาของ Gaur, Malhotra, และ Zhu (2013) ในประเทศจีน ระหว่างปี 1993-2008 พบว่าเมื่อมีการประกาศควบรวมกิจการ บริษัทอื่นๆ ภายในอุตสาหกรรมของผู้ถูกควบรวมจะได้รับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในทิศทางบวก ตลอดช่วงเหตุการณ์การประกาศควบรวมกิจการ

อย่างไรก็ตาม ได้มีงานวิจัยอีกกลุ่มหนึ่งที่ให้ผลลัพธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ได้แก่ การศึกษาของ Chandrasekaran (2011) ที่เจาะจงกลุ่มตัวอย่างในประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี 1998 – 2004 โดยผู้วิจัยพบว่า การประกาศควบรวมกิจการส่งผลให้บริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในทางลบ ตลอดช่วงการประกาศควบรวมกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Filbian และ Kooli (2011) ที่ทำการศึกษาในประเทศแคนาดา ระหว่างปี 1994 - 2009

สำหรับงานวิจัยเกี่ยวกับเหตุการณ์การควบรวมและครอบงำกิจการในประเทศไทยนั้น มีค่อนข้างแพร่หลาย โดยส่วนใหญ่ที่พบเห็นจะเป็นการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของ “ผู้ควบรวม” หรือ “ผู้ถูกควบรวม” ตลอดจนการเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงาน ภายหลังจากควบรวมกิจการ (ชาญชัย เขาวนรัตน์ และคณะ, 1992; สุพจน์ เจนประเสริฐ, 1995; Whangsatian, 2010; ทวีวรรณ จิงชัยชนะ, 2011; พศิน กระจ่างสังข์, 2014; ขนิษฐา เนียมแสง, 2014) ในขณะที่ การศึกษาในระดับอุตสาหกรรม หรือก็คือการตอบสนองของราคาหุ้นหรืออัตราผลตอบแทนของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ใต้อุตสาหกรรมเดียวกัน (Peer Firms) จากการประกาศควบรวมกิจการยังมีค่อนข้างน้อย

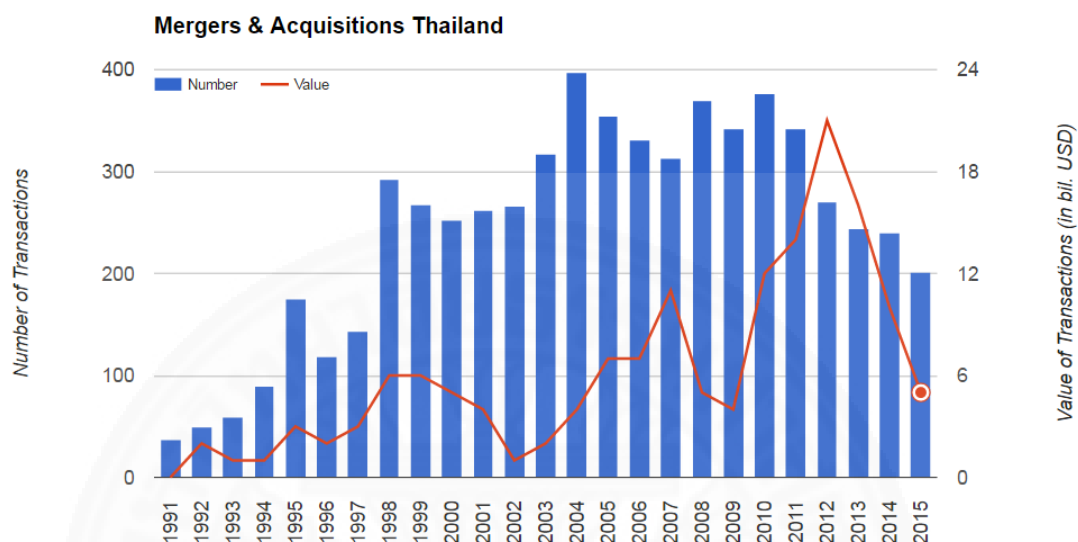
ด้วยเหตุนี้การศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบที่เกิดจากการประกาศควบรวมกิจการต่อราคาหุ้นของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ภายในอุตสาหกรรมเดียวกันในประเทศไทยจึงมีความสำคัญและน่าสนใจ โดยผลการศึกษาดังกล่าวสามารถนำไปใช้ประโยชน์ในหลายด้าน อาทิ การคาดการณ์ทิศทางและแนวโน้มของอุตสาหกรรม ตลอดจนการสร้างกลยุทธ์เพื่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ รวมถึงการเป็นงานวิจัยต้นแบบที่สามารถนำไปอ้างอิงใช้ในการศึกษาต่อยอดเกี่ยวกับผลกระทบจากการควบรวมกิจการที่มีต่อบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกันของประเทศกำลังพัฒนาอื่นๆ

## 1.2 แนวโน้มการควบรวมกิจการในประเทศไทย

การควบรวมและครอบงำกิจการของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เกิดขึ้นครั้งแรกเมื่อเดือนพฤษภาคม ปี 1990 โดยเป็นการครอบงำระหว่างบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ธนสยาม จำกัด และบริษัท สามชัยอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด นับจากนั้นเป็นต้นมาประเทศไทยก็มีกระแสการ



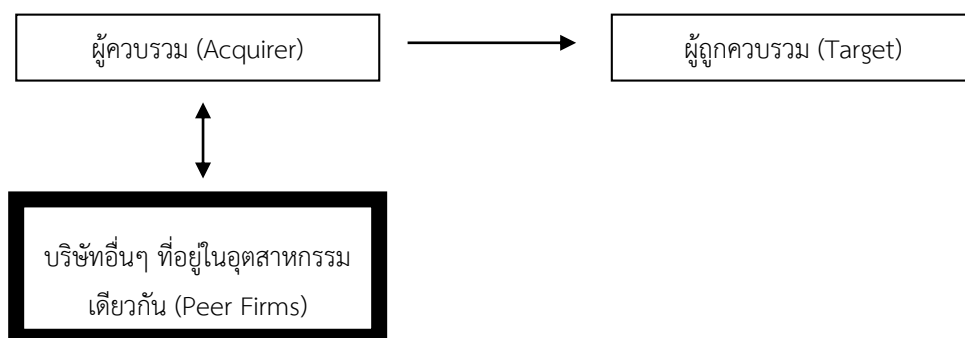
ควบรวมและครอบงำกิจการมาอย่างต่อเนื่อง ดังแสดงการเคลื่อนไหวของจำนวนและมูลค่าการซื้อขายตั้งแต่ปี 1997 ถึง 2015 ในแผนภาพที่ 1.1



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

แผนภาพที่ 1.1 จำนวนธุรกรรมและมูลค่าการควบรวมกิจการตั้งแต่ปี 1997 ถึง 2015

นอกจากนี้ จากปัจจัยเรื่องการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน ส่งผลให้ธุรกิจในประเทศไทยมีแนวโน้มที่จะควบรวมกิจการมากขึ้น โดยมุ่งหวังขยายธุรกิจแบบรวดเร็วเพื่อรองรับอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจของอาเซียนที่คาดว่าจะอยู่ใน 3 ปีข้างหน้าจะอยู่ที่ร้อยละ 4.6-4.9 (ศูนย์วิจัยกสิกรไทย) ในขณะที่เดียวกันก็เตรียมรับมือกับการแข่งขันที่จะทวีความรุนแรงมากยิ่งขึ้น การควบรวมกิจการจึงยังคงได้รับความนิยมทั้งในรูปแบบธุรกรรมที่บริษัทไทยไปซื้อกิจการบริษัทในต่างประเทศ บริษัทต่างชาติเข้ามาซื้อกิจการของบริษัทคนไทย และบริษัทไทยซื้อกิจการในประเทศไทย โดยการควบรวมกิจการระหว่างธุรกิจภายในประเทศนั้นส่วนใหญ่จะอยู่ในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ อาหารและเครื่องดื่ม เคมีภัณฑ์ และธุรกิจด้านสุขภาพ



แผนภาพที่ 1.2 แผนผังของผู้เล่นหลักที่ถูกศึกษาในงานวิจัยนี้

### 1.3 วัตถุประสงค์งานวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทำการศึกษาผลกระทบจากการประกาศควบรวมกิจการต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ภายในอุตสาหกรรมเดียวกันรวมถึงปัจจัยที่ส่งผลต่อระดับการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติ เช่น ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม และรูปแบบการควบรวมกิจการ

### 1.4 ขอบเขตงานวิจัย

1. เพื่อให้ข้อมูลมีความถูกต้องและครบถ้วนสมบูรณ์มากที่สุด ผู้วิจัยจึงเลือกใช้ข้อมูลเฉพาะของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ผู้วิจัยเลือกช่วงที่ทำการศึกษากิจการควบรวมกิจการในประเทศไทยในปี พ.ศ.2553 – 2558 เนื่องจากช่วงเวลาดังกล่าวธุรกิจเริ่มฟื้นฟูจากวิกฤติทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา
3. ผู้วิจัยจะศึกษาเฉพาะผลกระทบที่เกิดขึ้นกับบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ภายในอุตสาหกรรมเดียวกัน

### 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. งานวิจัยนี้จะให้มุมมองใหม่ๆ เกี่ยวกับผลกระทบจากการควบรวมกิจการที่มีต่อบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกัน อีกทั้งเป็นการเสริมสร้างความเข้าใจเกี่ยวกับผลกระทบที่เกิดจากการควบรวมกิจการต่ออุตสาหกรรมในภาพรวม และเหตุผลเบื้องหลังที่ก่อให้เกิดผลกระทบนั้นๆ
2. นักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน และผู้ให้คำแนะนำการลงทุน สามารถใช้ผลการวิจัยเป็นแนวทางเบื้องต้นในการทำความเข้าใจการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น ในกรณีที่อุตสาหกรรมที่ตนเองลงทุนมีการควบรวมกิจการ ตลอดจนการสร้างกลยุทธ์เพื่อการลงทุนได้
3. ผู้บริหารของบริษัทสามารถใช้ความคาดหวังของนักลงทุนที่มีต่อราคาหุ้นของบริษัทตน เป็นเครื่องมือประกอบการตัดสินใจว่าควรจะตอบสนองเหตุการณ์การควบรวมกิจการในรูปแบบใด ถึงจะสามารถสร้างผลประโยชน์ให้แก่บริษัทและผู้ถือหุ้นได้สูงที่สุด

### 1.6 คำจำกัดความเพิ่มเติม

บริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในการอุตสาหกรรมเดียวกัน (Peer firms) คือ บริษัทที่อยู่ในการอุตสาหกรรมเดียวกันกับผู้ประกาศควบรวมกิจการ (Acquirer Firm) ยกตัวอย่างเช่น หากบริษัท A อยู่ในอุตสาหกรรมอาหารและมีการประกาศควบรวมกิจการกับบริษัท B ซึ่งอยู่ในอุตสาหกรรมบันเทิง กลุ่มตัวอย่างที่งานวิจัยนี้ทำการศึกษาคือ บริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในการอุตสาหกรรมอาหาร

## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 การควบรวมกิจการ และอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

การควบรวมกิจการเป็นหนึ่งในกลยุทธ์ทางธุรกิจที่ได้รับความนิยมเป็นอย่างมากในปัจจุบัน โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันและสร้างโอกาสในการเจริญเติบโต สำหรับรูปแบบการควบรวมกิจการสามารถจำแนกออกได้เป็น 2 ประเภท ได้แก่ การควบรวมกิจการแบบแนวนอนคือการเข้าซื้อหรือครอบงำกับกิจการที่มีธุรกิจเฉกเช่นเดียวกัน เพื่อขยายฐานลูกค้า เพิ่มส่วนแบ่งตลาด และสร้างอำนาจต่อรอง อีกรูปแบบหนึ่งคือการควบรวมกิจการแบบอื่นๆ ซึ่งเป็นการเข้าซื้อหรือครอบงำกับธุรกิจอื่นๆ ที่ไม่เกี่ยวข้องกันหรืออยู่คนละอุตสาหกรรม เพื่อเพิ่มโอกาสในการเติบโตและกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจ

ด้วยเหตุนี้จึงสามารถอนุมานได้ว่าการควบรวมกิจการจะทำให้บริษัทผู้ควบรวมเกิดข้อได้เปรียบทางการแข่งขัน เมื่อเปรียบเทียบกับผู้เล่นอื่นๆ ในอุตสาหกรรม โดยในประเทศไทยมีการศึกษาเกี่ยวกับประเด็นดังกล่าว และพบว่าการควบรวมกิจการจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานของบริษัทผู้ควบรวม (ชาญชัย เขาวนรัตน์ และคณะ, 1992; สุพจน์ เจนประเสริฐ, 1995; Whangsatian, 2010; พศิน กระจ่างสังข์, 2014; ชนิษฐา เนียมแสง, 2014)

สืบเนื่องจากทฤษฎี Five Forces ของ Porter's ที่ว่าในสภาพแวดล้อมทางธุรกิจประกอบด้วยผู้เล่นจำนวนมาก เช่น คู่แข่ง ลูกค้า ผู้จัดหาปัจจัยการผลิต และอื่นๆ เพราะฉะนั้นการดำเนินกลยุทธ์ของผู้เล่นใดผู้เล่นหนึ่งในอุตสาหกรรม ย่อมส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจทางธุรกิจของผู้เล่นอื่นด้วยสำหรับประเด็นการควบรวมกิจการก็เช่นกันโดยในต่างประเทศมีงานวิจัยจำนวนหนึ่งที่ทำการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบจากการประกาศควบรวมกิจการต่อบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันแต่ยังไม่พบข้อสรุปที่ชัดเจน กล่าวคืองานวิจัยกลุ่มหนึ่งพบว่าการประกาศควบรวมกิจการจะส่งสัญญาณในทางบวกต่อบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน ในขณะที่อีกส่วนหนึ่งนั้นให้เหตุผลในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งก็คือการประกาศควบรวมกิจการเป็นสัญญาณในทางลบต่อบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

### 2.1.1 การประกาศควรวรรณกิจการเป็นสัญญาณเชิงบวกต่อบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

การศึกษาของ Song และ Walkling (1999) ในประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี 1982-1991 พบว่า เมื่อมีการประกาศควรวรรณกิจการ บริษัทอื่นๆ ภายในอุตสาหกรรมจะได้รับอัตราผลตอบแทนเกินปกติถึงร้อยละ 58.2 ในช่วงวันก่อนการประกาศควรวรรณกิจการ (-1,0) และเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 63.1 สำหรับช่วงห้าวันก่อนและหลังการประกาศควรวรรณกิจการ (-5,+5) รวมถึงงานวิจัยของ Gaur, Malhotra, และ Zhu (2013) ที่ศึกษาผลกระทบจากการควรวรรณกิจการต่อบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกันของกลุ่มตัวอย่างประเทศจีน ซึ่งให้ผลลัพธ์สอดคล้องกับงานวิจัยของ Song และ Walkling (1999) ดังนั้นการควรวรรณกิจการจึงมีแนวโน้มว่าจะเป็นสัญญาณที่ดีต่อบริษัทผู้ควรวรรณและบริษัทอื่นๆ ภายในอุตสาหกรรมทั้งนี้งานวิจัยข้างต้นได้อธิบายกลไกที่อยู่เบื้องหลังเหตุการณ์ดังกล่าว ซึ่งพิจารณาได้จากมูลเหตุจูงใจของผู้ควรวรรณกิจการ ดังนี้

#### 2.1.1.1 การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency Theory)

การรวมกลุ่มเพื่อสร้างความแข็งแกร่งทางธุรกิจ (Synergy) หากเป็นการควรวรรณกิจการแบบแนวนอน จะเกิดการแลกเปลี่ยนความรู้ทางเทคโนโลยี การขยายฐานลูกค้า ตลอดจนการผสานจุดแข็งระหว่างกันซึ่งส่งผลให้บริษัทผู้ควรวรรณเกิดการประหยัดต้นทุนต่อขนาดและสามารถบริหารจัดการคุณภาพสินค้าและบริการได้มีประสิทธิภาพยิ่งขึ้นส่วนในกรณีของการควรวรรณกิจการแบบอื่น ๆ จะอยู่ในรูปแบบของการขยายกลุ่มธุรกิจ โดยการเข้าซื้อบริษัทอื่นๆ ที่อยู่นอกอุตสาหกรรมและมีวงจรธุรกิจกำลังเติบโตเนื่องธุรกิจเดิมของผู้ควรวรรณอยู่ในภาวะที่เจริญเติบโตเต็มที่แล้วอีกทั้งยังช่วยกระจายความเสี่ยงที่เกิดจากความไม่แน่นอนเฉพาะตัวของอุตสาหกรรม

สำหรับการควรวรรณกิจการด้วยแรงจูงใจประเภทดังกล่าวส่งผลให้บริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมเกิดพฤติกรรมเลียนแบบ โดยการเรียนรู้แนวทางการบริหารงานและกระบวนการทางเทคโนโลยี หรือในอีกกรณีหนึ่งคือการกลายเป็นผู้ควรวรรณเสียเอง

#### 2.1.1.2 การรวมตัวเพื่อสร้างอำนาจตลาด (Market Power)

การควรวรรณกิจการในลักษณะนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อลดจำนวนคู่แข่งในอุตสาหกรรมซึ่งนำไปสู่การเพิ่มขึ้นของอำนาจตลาดแก่ผู้ควรวรรณ กล่าวคือผู้ควรวรรณกิจการสามารถร่วมมือกับผู้เล่นอื่นๆ ในการกำหนดปริมาณการผลิต และยกระดับราคาสินค้าให้สูงขึ้นเพราะฉะนั้นผู้ที่ได้รับผลประโยชน์จะไม่ใช่แค่บริษัทผู้ควรวรรณเท่านั้น แต่ยังรวมถึงบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมด้วยเช่นกัน

### 2.1.2 การประกาศควรวรรณกิจการเป็นสัญญาณเชิงลบต่อบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

จากการศึกษาของ Akdogu (2003) ในประเทศสหรัฐอเมริกา ได้วิจัยกลุ่มตัวอย่างที่อยู่ในอุตสาหกรรมสื่อสาร ระหว่างปี 1996 ถึง 2002 ซึ่งพบว่าเมื่อเกิดการประกาศควบรวมกิจการ บริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันจะได้รับอัตราผลตอบแทนในทิศทางลบ หรืออยู่ที่ร้อยละ -0.008 แต่ยังไม่พบนัยสำคัญทางสถิติแต่อย่างใด ต่อมา Chandrasekaran (2011) ได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมในประเทศสหรัฐอเมริกาเช่นเดียวกัน ระหว่างปี 1998 – 2004 พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในทางลบอยู่ที่ร้อยละ -0.188 และ -0.506 และมีนัยสำคัญทางสถิติตลอดช่วงเวลา 5 วัน และ 10 วันก่อนและหลังการประกาศควบรวมกิจการตามลำดับ นอกจากนี้ยังมีการศึกษาของ Filbien และ Kooli (2011) ในประเทศแคนาดา กับ การศึกษาของ Aktas, Bodt, และ Roll (2013) ในประเทศสหรัฐอเมริกาที่ให้ผลลัพธ์เช่นเดียวกัน พร้อมอธิบายกลไกเบื้องหลังของเหตุการณ์ดังกล่าวตามประเภทแรงจูงใจของผู้ควบรวม ดังนี้

### 2.1.2.1 การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficiency Theory)

ภายหลังการควบรวมกิจการส่งผลให้บริษัทผู้ควบรวมเกิด ความได้เปรียบทางการแข่งขันในตลาด (Competitive Advantage) และความได้เปรียบด้านต้นทุน (Cost-Efficient) ดังนั้นบริษัทผู้ควบรวมจึงสามารถครอบครองส่วนแบ่งทางการตลาดที่มากขึ้น และนำเสนอผลิตภัณฑ์และบริการในราคาที่ต่ำกว่า อีกทั้งยังก่อให้เกิดการผูกขาดช่องทางปัจจัยการผลิตและการกระจายสินค้า เพราะฉะนั้นหากบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันปราศจากอำนาจต่อรอง และไม่มีศักยภาพเพียงพอที่จะเลียนแบบพฤติกรรมจึงอาจได้รับผลกระทบในทางลบต่อการดำเนินธุรกิจ ซึ่งสะท้อนผ่านการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในทิศทางลบ

#### 2.1.1.2 การรวมตัวเพื่อสร้างอำนาจตลาด (Market Power)

ในกรณีที่แรงจูงใจเบื้องหลังของผู้ควบรวมกิจการคือการสร้างอำนาจตลาด ในบางครั้งจะไม่ได้เป็นผลดีแก่บริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมเสมอไป โดยผู้ควบรวมกิจการสามารถใช้อำนาจตลาดในการตั้งราคาสินค้าที่ตนเองเกิดความได้เปรียบ โดยที่ผู้เล่นอื่นๆ ในอุตสาหกรรมไม่สามารถแข่งขันที่ราคาดังกล่าวได้ จึงมีโอกาที่จะสูญเสียผลประโยชน์ในบางส่วนไป และสะท้อนผ่านการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในทิศทางลบ

จากทั้งหมดที่กล่าวไปข้างต้นจะเห็นว่าการศึกษาในอดีตเกี่ยวกับการประกาศควบรวมกิจการต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันให้ผลลัพธ์ที่ค่อนข้างหลากหลาย อย่างไรก็ตามเนื่องจากประเทศไทยตั้งอยู่ในภูมิภาคเอเชีย จึงอ้างอิงตามการศึกษาของประเทศจีนที่พบว่าการประกาศควบรวมกิจการจะส่งสัญญาณในทางบวกให้แก่นักลงทุนเกี่ยวกับบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน จึงนำมาสู่การตั้งข้อสมมุติฐานประการแรกดังนี้

H1: การประกาศการควบรวมกิจการส่งผลให้บริษัทอื่นๆ ที่อยู่ใ้ในอุตสาหกรรมเดียวกัน (Peer Firms) มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ในทิศทางบวก

## 2.2 ระดับการแข่งขันของอุตสาหกรรม รูปแบบการควบรวมกิจการ และอัตราผลตอบแทนเกินปกติ

จากทฤษฎีโครงสร้างอุตสาหกรรม (Theory of Industrial Organization) สามารถแบ่งรูปแบบของตลาดได้ทั้งหมด 2 กลุ่มใหญ่ๆ ได้แก่ ตลาดแข่งขันสมบูรณ์ และ ตลาดแข่งขันไม่สมบูรณ์

### 2.2.1 ตลาดแข่งขันสมบูรณ์ (Perfect Competition)

อุตสาหกรรมที่มีผู้ขายจำนวนมากและระดับการแข่งขันค่อนข้างสูง ลักษณะพิเศษของอุตสาหกรรมดังกล่าวคือการมีสินค้าที่เหมือนกันทุกประการและการกำหนดราคาสินค้าจะต้องเป็นไปตามราคาตลาด เนื่องจากไม่มีผู้เล่นรายใดสามารถมีอำนาจในการกำหนดราคา และผู้ขายสามารถเข้าออกตลาดได้อย่างเสรี

### 2.2.2 ตลาดแข่งขันไม่สมบูรณ์ (Imperfect Competitive Market)

#### 2.2.2.1 ตลาดกึ่งแข่งขันกึ่งผูกขาด (Monopolistic)

อุตสาหกรรมที่มีผู้ขายเป็นจำนวนมากแต่ไม่เท่ากรณีตลาดแข่งขันสมบูรณ์และมีการแข่งขันอยู่ในระดับค่อนข้างสูง ผู้ขายมีอิทธิพลในการกำหนดราคาค่อนข้างต่ำ รูปแบบของสินค้าจะแตกต่างกันตามความต้องการของลูกค้า แต่ผู้ขายยังสามารถเข้าออกตลาดได้อย่างเสรี

#### 2.2.2.2 ตลาดผู้ขายน้อยราย (Oligopoly)

อุตสาหกรรมที่มีผู้ขายจำนวนน้อยมากและระดับการแข่งขันค่อนข้างต่ำ ผู้เล่นในตลาดจะมีอำนาจในการผูกขาดอยู่ในระดับหนึ่ง จึงมีแนวโน้มที่จะเกิดการร่วมมือกันกำหนดราคาและปริมาณการผลิต เพื่อผลประโยชน์ของตนเองและบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ใ้ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

#### 2.2.2.3 ตลาดผูกขาดสมบูรณ์ (Pure Monopoly)

อุตสาหกรรมที่มีผู้เล่นเพียงรายเดียว ปราศจากการแข่งขันและมีอุปสรรคในการเข้ามาของผู้เล่นใหม่ค่อนข้างสูง เนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมที่ต้องใช้เงินทุนเป็นจำนวนมากเพราะฉะนั้นผู้ขายจึงมีอำนาจในการกำหนดราคาแต่เพียงผู้เดียว

จากความแตกต่างของโครงสร้างตลาดทั้ง 4 ประเภท ส่งผลให้รูปแบบการดำเนินงานหรือพฤติกรรมของผู้เล่นภายในอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกัน เช่น กรณีตลาดผู้ขายน้อยราย (Oligopoly) จะมีจำนวนผู้เล่นในอุตสาหกรรมค่อนข้างน้อย เพราะฉะนั้นแต่ละบริษัทจึงมี



ความสัมพันธ์กันสูง (Interdependence) และมักจะคอยติดตามกลยุทธ์ของคู่แข่งอยู่เสมอ เพื่อให้สามารถตอบโต้กันได้อย่างทันท่วงที ในทางตรงกันข้าม หากเป็นตลาดกึ่งแข่งขันกึ่งผูกขาด (Monopolistic) จะประกอบไปด้วยธุรกิจขนาดเล็กเป็นจำนวนมากเมื่อเปรียบเทียบกับขนาดของตลาด ดังนั้นการดำเนินกลยุทธ์ของแต่ละบริษัทจึงไม่กระทบต่อการตัดสินใจของบริษัทอื่นๆ ภายในอุตสาหกรรม (Scherer และ Ross, 1990; วิไลวรรณ วรณนิธิกุล, 2001; Brito และ Catalao-Lopes, 2006) ด้วยเหตุนี้จึงกล่าวได้ว่าการเคลื่อนไหวของบริษัทใดบริษัทหนึ่ง จะส่งผลกระทบต่อบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรม ณ ระดับที่แตกต่างกันตามประเภทของโครงสร้างตลาด (Rachel van Esch, 2013)

นอกจากนี้การศึกษาของ Hackbarth และ Miao (2011) และ Gaur, Malhotra, และ Zhu (2013) พบว่า การประกาศการควบรวมกิจการที่เกิดขึ้นในตลาดที่มีการกระจุกตัวสูง หรือจัดอยู่ในประเภทตลาดผู้ขายน้อยราย (Oligopoly) จะส่งผลให้บริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติในระดับที่สูงขึ้น พร้อมอธิบายสาเหตุของปรากฏการณ์ดังกล่าวไว้ทั้งหมด 2 ประเด็น ตามทฤษฎีแรงจูงใจของผู้ควบรวมกิจการ สำหรับประเด็นแรก การควบรวมเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของกิจการ ผู้เล่นอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมมีแนวโน้มสูงมากที่จะเกิดการเลียนแบบพฤติกรรมของผู้ควบรวม เมื่อเทียบกับตลาดประเภทอื่นๆ หรือในกรณีที่เป็นการควบรวมกิจการเพื่อสร้างอำนาจตลาด (Market Power Theory) จากการที่จำนวนธุรกิจในการอุตสาหกรรมมีค่อนข้างน้อย ต้นทุนในการกำกับพฤติกรรมของผู้เล่นอื่นจึงอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ เพราะฉะนั้นการรวมกลุ่มทางการค้าเพื่อสร้างผลประโยชน์ร่วมกันจึงมีโอกาสเกิดขึ้นมากกว่า เมื่อเทียบกับตลาดที่มีการกระจุกตัวต่ำ จากที่กล่าวมาจะเห็นว่าบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวสูงมีแนวโน้มที่จะได้รับสัญญาณในทางบวกมากกว่า เมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวต่ำ จึงนำมาสู่การตั้งสมมุติฐาน ดังนี้

**H2A: ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมกับการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติ มีความสัมพันธ์กันในทิศทางบวก**

สืบเนื่องจากประเด็นก่อนหน้า Akhigbe และ Martin (2007) ได้กล่าวว่ารูปแบบของการควบรวมกิจการ ส่งผลต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ของบริษัทอื่นๆ ภายในอุตสาหกรรมในระดับที่แตกต่างกันในที่นี้รูปแบบของการเข้าควบรวมกิจการ จะพิจารณาจากอุตสาหกรรมของผู้ควบรวมและบริษัทเป้าหมาย หากทั้งสองอยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน จะถือว่าเป็นการควบรวมกิจการแบบแนวนอน ส่วนในกรณีที่ทั้งสองอยู่คนละอุตสาหกรรมจะถือว่าเป็นการควบรวมกิจการแบบอื่นๆ



ต่อมาได้มีการวิจัยของ Gaur, Malhotra, และ Zhu ได้ศึกษาเพิ่มเติมเพื่อหาสาเหตุที่บริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมได้รับอัตราผลตอบแทนที่ “สูงขึ้น” เมื่ออยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวสูง ว่าเป็นเพราะปัจจัยใด ระหว่างการเลียนแบบพฤติกรรมที่ว่าด้วยแรงจูงใจตามทฤษฎีการเพิ่มประสิทธิภาพ กับการรวมกลุ่มทางธุรกิจที่ว่าด้วยแรงจูงใจตามทฤษฎีอำนาจตลาด โดยใช้รูปแบบการรวบรวมกิจการเป็นตัวแทน (Proxy) ในการพิจารณา และเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรม ระหว่างกลุ่มที่ได้รับผลกระทบจากการรวบรวมกิจการแบบแนวนอน และกลุ่มที่ได้รับผลกระทบจากการรวบรวมกิจการแบบอื่นๆ

สำหรับกรณีการรวบรวมกิจการแบบอื่นๆ จะเป็นตัวแทนของแรงจูงใจตามทฤษฎีการเพิ่มประสิทธิภาพ เนื่องจากผู้เล่นในอุตสาหกรรมมีความเป็นไปได้สูงที่จะประสบความสำเร็จจากการเลียนแบบพฤติกรรม เพราะไม่ต้องเผชิญกับข้อจำกัดในเรื่องของจำนวนหรือลักษณะของบริษัทเป้าหมายที่อยู่นอกอุตสาหกรรม (Clougherty, 2005; Pepall และ คณະ, 2005) อีกทั้งยังเป็นสัญญาณที่ดีให้แก่นักลงทุนเกี่ยวกับโอกาสในการเติบโต อย่างไรก็ตามการรวบรวมลักษณะนี้ ไม่ส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของระดับการกระจุกตัวในอุตสาหกรรม เพราะฉะนั้นการตอบสนองในทางบวกของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมจึงไม่ได้มาจากแรงจูงใจเพื่อสร้างอำนาจตลาด (Lubatkin, 1983; Clougherty และ Duso, 2009)

ส่วนการรวบรวมกิจการแบบแนวนอนจะเป็นตัวแทนของแรงจูงใจตามทฤษฎีอำนาจตลาดเป็นหลักเนื่องจากมีผลให้คู่แข่งในอุตสาหกรรมมีจำนวนลดลง ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมเกิดการเปลี่ยนแปลง รวมถึงต้นทุนในการกำกับผู้เล่นอื่นให้ประพฤติตามข้อตกลงย่อมน้อยลงด้วยเช่นกัน ดังนั้นการรวมกลุ่มธุรกิจเพื่อเอื้อผลประโยชน์ร่วมกันจึงมีโอกาที่จะเกิดขึ้นสูง (Lubatkin, 1983; Clougherty และ Duso, 2009) อย่างไรก็ตามการเลียนแบบพฤติกรรมของผู้เล่นอื่นในอุตสาหกรรมสามารถกระทำได้ยาก เนื่องจากบริษัทที่คาดว่าจะเป้าหมาย (Target) มีจำนวนที่เหลือน้อยลงและมักจะเป็นองค์กรที่มีขนาดใหญ่และศักยภาพสูง (Clougherty, 2005; Pepall และ คณະ, 2005)

ทั้งนี้ผลการศึกษาพบว่า ในกรณีที่เป็นการรวบรวมกิจการแบบอื่นๆ ระดับการกระจุกตัวในอุตสาหกรรมจะยิ่งส่งผลให้บริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมได้รับอัตราผลตอบแทนเกินปกติมากขึ้น (ทวิความรุนแรง) ในขณะที่การรวบรวมกิจการแบบแนวนอน พบว่าระดับการกระจุกตัวในอุตสาหกรรมจะทำให้บริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมได้รับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในระดับที่ลดลง (บ้นทอน) ทั้งนี้ผู้วิจัยได้สรุปว่าสาเหตุที่ทำให้ผู้เล่นอื่นในอุตสาหกรรมได้รับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในระดับที่สูงขึ้นเมื่ออยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวสูงนั้น เป็นเพราะความสำเร็จจากการเลียนแบบพฤติกรรม ที่ว่าด้วยทฤษฎีการเพิ่มประสิทธิภาพ (Efficient Theory) และปฏิเสธรวมกลุ่มเพื่อสร้างอำนาจตลาด (Market Power Theory)

นอกจากนี้การศึกษาของ Kamien และ Zang (1993) ได้สร้างเกมจำลองสถานการณ์ซึ่งพบว่าความบกพร่องเกี่ยวกับพระราชบัญญัติการแข่งขันทางการค้าว่าด้วยเรื่องกำหนดหลักเกณฑ์เพื่อควบคุมการควบรวมกิจการ (Antitrust Law) เป็นปัจจัยหนึ่งที่เอื้อประโยชน์ให้ภาคธุรกิจเกิดการรวมกลุ่มเพื่อสร้างอำนาจตลาดได้ง่ายยิ่งขึ้น

จากที่กล่าวมาจะเห็นว่าการศึกษาในอดีตได้ให้ข้อสรุปเกี่ยวกับแรงจูงใจของผู้ควบรวมตามทฤษฎีการเพิ่มประสิทธิภาพที่ว่าด้วยการเลียนแบบพฤติกรรม และยังไม่พบการศึกษาใดที่ให้การสนับสนุนทฤษฎีอำนาจตลาด แต่จากการทบทวนวรรณกรรม เมื่อพิจารณาความเป็นไปได้ของทฤษฎีอำนาจตลาด (Market Power) เปรียบเทียบกับทฤษฎีการเพิ่มประสิทธิภาพ (Efficient Theory) ควบคู่ไปกับการพิจารณาพระราชบัญญัติกฎหมายคุ้มครองการควบรวมกิจการ ที่พบว่าในประเทศไทยยังมีข้อบกพร่องและไม่สามารถบังคับใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพเท่าที่ควร (ปาริฉัตร จันโฑริ, 2014) เพราะฉะนั้นผู้วิจัยจึงได้ตั้งสมมติฐาน ดังนี้

**H2B: กรณีการควบรวมกิจการแบบแนวนอน ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมจะทวีความรุนแรงของการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติมากขึ้นและสูงกว่าเมื่อเทียบกับการควบรวมกิจการแบบอื่นๆ**

## บทที่ 3

### ข้อมูลและระเบียบวิธีการวิจัย

#### 3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

##### 3.1.1 กลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยนี้ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ระหว่างปี 2010 ถึง 2015 รวมเป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 6 ปี โดยมีเกณฑ์ในการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างดังนี้

1. การประกาศควบรวมกิจการจะต้องอยู่ในช่วงวันที่ 1 มกราคม 2010 ถึง 31 ธันวาคม 2015
2. บริษัทผู้ควบรวมกิจการ (Acquirer) และบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมเดียวกัน (Acquirer's Peer Firms) จะต้องเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีข้อมูลครบถ้วน ทั้งนี้การระบุว่าจะอยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันหรือไม่นั้นจะอ้างอิงจากรหัสมาตรฐานอุตสาหกรรมประเทศไทย หรือ Thailand Standard Industrial Classification Code (TSIC Code) กล่าวคือ หากผู้ควบรวมมีรหัส TSIC Code เดียวกันกับผู้ถูกควบรวมจะถือว่าเป็นการควบรวมแบบแนวนอน แต่ถ้าหากมีรหัส TSIC Code ไม่ตรงกันจะถือว่าเป็นการควบรวมแบบอื่นๆ
3. สัดส่วนการเข้าซื้อกิจการต้องไม่น้อยกว่า 50% ของบริษัทผู้ถูกควบรวม (Target) เนื่องจากเป็นระดับที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของการดำเนินการขององค์กร ภายหลังจากการควบรวม
4. การควบรวมกิจการแบบแนวนอน และการควบรวมกิจการแบบอื่นๆ จะต้องไม่ทับซ้อนกันในช่วงเวลาการศึกษา

##### 3.1.2 การเก็บข้อมูล

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งมาจากทั้งหมด 4 แหล่ง ได้แก่ เว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ([www.set.or.th](http://www.set.or.th)), ฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Market Analysis and Reporting Tool: SETSMART), เว็บไซต์สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ([www.sec.or.th](http://www.sec.or.th)) และเว็บไซต์ฐานข้อมูลธุรกิจ คอร์ปัส ของบริษัท บีซีเนส ออนไลน์ จำกัด (มหาชน) ([corpus.bol.co.th](http://corpus.bol.co.th)) โดยข้อมูลที่เก็บจะประกอบด้วยข้อมูลเกี่ยวกับวันประกาศการควบรวมกิจการ

ของแต่ละบริษัท รหัสอุตสาหกรรม (TSIC Code) ราคาหลักทรัพย์ ยอดขายสัดส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

### 3.2 ระเบียบวิธีวิจัย

#### 3.2.1 การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติ

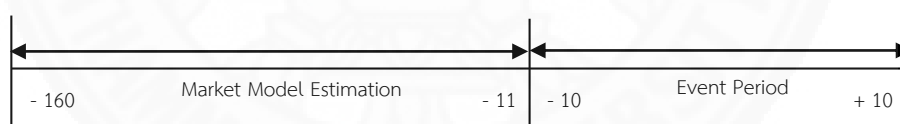
การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติ สามารถกระทำได้ดังนี้

##### 3.2.1.1 ช่วงเวลาการศึกษาการทำการกำไรเกินปกติของบริษัทในอุตสาหกรรม

การกำหนดช่วงเวลาทำการศึกษาคือจะใช้ Event Study Methodology โดยที่การกำหนด Event Window จะอ้างอิงจากการศึกษาของ พศิน กระจ่างสังข์ (2557) ซึ่งพบว่าตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยมีการตอบสนองต่อเหตุการณ์และเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้เราสามารถจำแนกได้ทั้งหมด 2 ช่วงเวลา ดังนี้

**ช่วงที่ 1** ช่วงประมาณการณ์แบบจำลองตลาด (Market Model Estimation Period) จะใช้ข้อมูลราคาปิดของดัชนีหลักทรัพย์รายวันจำนวน 150 วันก่อนถึงช่วงเวลาที่ทดสอบหรือวันที่ 160 ถึง 11 วันก่อนการประกาศการควบรวมกิจการ

**ช่วงที่ 2** ช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Period) จะใช้ข้อมูลจำนวน 21 วัน ทำการ โดยนับตั้งแต่วันที่ -10 ถึง +10 ก่อนและหลังวันประกาศการควบรวมกิจการ สำหรับการคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติ



แผนภาพที่ 3.1 แผนผังช่วงเวลาการศึกษา

##### 3.2.1.2 การคำนวณแบบจำลองตลาด (Market Model)

จากสมการแบบจำลองตลาด  $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_i$  เพื่อประมาณการค่าสัมประสิทธิ์หรือ  $\alpha_i$  และ  $\beta_M$  เพื่อใช้ในการคำนวณหากำไรเกินปกติ โดยมีองค์ประกอบดังนี้ **อัตราผลตอบแทนของตลาด ( $R_{mt}$ )** การคำนวณจะใช้ข้อมูลราคาจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วันที่ 160 ถึง 11 วันก่อนการประกาศการควบรวมกิจการ โดยมีสูตรดังนี้

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

โดยที่  $R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนของตลาด ณ วันที่ t

$SET_t$  = ราคาปิดรายวันของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่  $t$

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

**อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$  ( $R_{it}$ )** คำนวณจากราคาปิดรายวันของหุ้นที่สนใจ ช่วงวันที่ 160 ถึง 11 วันก่อนการประกาศการควบรวมกิจการ โดยมีสูตรดังนี้

$$R_{it} = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

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

$SET_t$  = ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่  $t$

$SET_{t-1}$  = ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์  $i$  ณ วันที่  $t-1$

**ค่าอัลฟาหรือค่าคงที่ ( $\alpha_i$ )** คืออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $i$  เมื่อไม่มีการเปลี่ยนแปลงของตลาดหรือเท่ากับศูนย์

**ค่าเบต้าหรือค่าความชัน ( $\beta_i$ )** คือค่าที่บ่งบอกถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $i$  กับตลาด สามารถประมาณการได้จากวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square)

**ค่าความคลาดเคลื่อน ( $\epsilon$ )** คือค่าที่เบี่ยงเบนไปจากอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง

### 3.2.1.3 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง

อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในช่วงเหตุการณ์ ช่วงวันที่ -10 ถึง +10 สามารถคำนวณได้จากสมการ  $E(R_{it}) = (\alpha_i) + \beta_i R_{mt}$  โดยนำค่า  $\alpha_i$  และ  $\beta_i$  ที่ประมาณการได้จากแบบจำลองตลาด (Market Model) เพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง

โดยที่  $R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนของตลาด ณ วันที่  $t$  ซึ่ง คำนวณจาก

$$(SET_t - SET_{t-1}) / SET_{t-1}$$

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

### 3.2.1.4 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติ

อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ในช่วงเหตุการณ์ ช่วงวันที่ -10 ถึง +10 สามารถคำนวณได้จากสมการ  $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$  เพื่อหาความแตกต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์  $R_{it}$  กับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง  $E(R_{it})$

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

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

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

### 3.2.1.5 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสม

นำอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ที่คำนวณได้ทั้งหมดมารวมกันในช่วงวันที่ -10 ถึง +10 ดังแสดงเป็นสมการดังนี้

$$CAR_i = \sum AR_{it}$$

### 3.2.1.6 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบถัวเฉลี่ยสะสม

คำนวณจากค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสมของทุกหลักทรัพย์ โดยนำอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสมของแต่ละหลักทรัพย์ ( $\sum CAR_i$ ) หารด้วยจำนวนหลักทรัพย์ที่ศึกษา (N) ดังสมการ

$$CAAR_{ip} = \sum CAR_i / N$$

### 3.2.1.7 การทดสอบนัยสำคัญทางสถิติของอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบถัวเฉลี่ยสะสม

การศึกษานี้จะทำการทดสอบสมมติฐานทางสถิติแบบ T-Test เพื่อดูว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบถัวเฉลี่ยสะสม ( $CAAR_i$ ) มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ดังสมการ  $T\text{-Test} = CAAR_i / \sigma(CAAR_i)$  โดย  $\sigma(CAAR_i)$  คือส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบถัวเฉลี่ยสะสม ( $CAAR_i$ )

### 3.2.2 แบบจำลองสมการถดถอย

สำหรับการทดสอบสมมติฐานที่ 2 และ 3 งานวิจัยนี้ใช้วิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square) เพื่อทดสอบระดับการแข่งขันของอุตสาหกรรมกับรูปแบบการควบรวมกิจการ

แบบจำลอง 3.1  $CAR_i = \alpha + \beta_1 INDUS + \text{Control Variable}$

3.2  $CAR_i = \alpha + \beta_1 INDUS + TYPE + \beta_2 INDUS \times TYPE + \text{Control Variable}$

ตัวแปรตาม  $CAR_i =$  อัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสมของหลักทรัพย์ทุกตัวที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

ตัวแปรต้น  $INDUS =$  ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม

$TYPE =$  ตัวแปร Dummy ที่แสดงรูปแบบการควบรวมกิจการ โดยที่ หากเป็นการควบรวมแบบ Non - Horizontal จะมีค่าเท่ากับ 1 และหากเป็นการควบรวมกิจการแบบแนวนอนจะมีค่าเท่ากับ 0

#### 3.2.2.1 การวัดค่าตัวแปร

ระดับการแข่งขันของอุตสาหกรรม ( $INDUS$ ) ในการพิจารณาระดับการแข่งขันของอุตสาหกรรมจะใช้ดัชนีอัตราส่วนการกระจุกตัวหรือที่เรียกว่า Herfindahl Index (HHI) เป็นดัชนีที่รวมการคำนวณส่วนแบ่งการตลาดของทุกบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมและมีข้อบกพร่องที่น้อยกว่าการใช้ Concentration Ratio (รศ.ดร.ชนินทร์ มีโภาคี, 1999) นอกจากนี้ดัชนีดังกล่าวยังได้

ถูกนำไปใช้ในงานวิจัยจำนวนมากเช่น Akhigbe, Borde, และ Whyte (2000) และ Gaur, Malhotra, และ Zhu (2013) โดยสามารถแสดงเป็นสมการได้ดังนี้

$$HHI_n = \sum_{i=1}^n S_i^2$$

โดยที่  $HHI_n$  = อัตราส่วนการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมที่มีบริษัทจำนวน  $n$  แห่ง

$S_i$  = ส่วนแบ่งตลาดของบริษัทรายที่  $i$  โดยวัดจากยอดขายของบริษัท  $i$  หารด้วย

ยอดขายของอุตสาหกรรม  $n$  แห่ง ทั้งนี้  $HHI_n$  จะมีค่าอยู่ในระดับ 0 ถึง 1 โดยการวิเคราะห์ค่า  $HHI$  จะอาศัยจากข้อกำหนดของ Horizontal Merger Guideline ของประเทศสหรัฐอเมริกาดังแสดงในตารางที่ 3.1 โดยผู้วิจัยคาดว่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรดังกล่าวจะมีค่าเป็นบวก กล่าวคือหากเกิดการประกาศควบรวมกิจการในอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวสูง จะทวีความรุนแรงของอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

**ตัวแปรภายนอก (INDUSxTYPE)** ในการทดสอบปัจจัยรูปแบบของการควบรวมว่าส่งผลต่อความสัมพันธ์ของระดับการแข่งขันในอุตสาหกรรมกับการเกิดอัตราผลตอบแทนอย่างไร จะใช้การเพิ่มตัวแปรภายนอก (Interaction Term) เข้ามา ซึ่งเกิดจากผลคูณระหว่างตัวแปร INDUS และตัวแปร TYPE โดยผู้วิจัยคาดว่าหากตัวแปร TYPE = 1 (Non-Horizontal) ค่าสัมบูรณ์ของผลต่างระหว่างค่าสัมประสิทธิ์หน้าตัวแปร INDUSxTYPE และตัวแปร INDUS จะมีค่าน้อยกว่ากรณีที่ตัวแปร TYPE = 0 และค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร INDUS ในสมการที่ 3.2 มีค่าเป็นบวกมากขึ้นเมื่อเทียบกับค่าสัมประสิทธิ์ของ INDUS ในสมการที่ 3.1

### 3.2.2.2 ตัวแปรควบคุมในการวิเคราะห์สมการถดถอย

การศึกษานี้จะอ้างอิงตัวแปรควบคุมจากการศึกษาของ Gaur, Malhotra, และ Zhu (2013) ที่พบว่าส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ ซึ่งมีทั้งหมด 2 ตัวแปร ดังนี้

**Cash to Asset Ratio** คำนวณจาก สัดส่วนเงินสดหารด้วยมูลค่าสินทรัพย์รวมของบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรม โดยใช้ข้อมูลปีก่อนหน้าที่จะเกิดการประกาศควบรวมกิจการ

**Return on Asset** คำนวณจากกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม ของบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมโดยใช้ข้อมูลปีก่อนหน้าที่จะเกิดการประกาศควบรวมกิจการ

ตารางที่ 3.1 การแจกแจงระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมตามดัชนี Herfindahl

ระดับค่า Concentration Ratio	ความหมาย
ค่า HHI เท่ากับ 100%	อุตสาหกรรมมีอำนาจการผูกขาดอย่างสมบูรณ์
ค่า HHI มีค่ามากกว่า 25%	อุตสาหกรรมมีการกระจุกตัวสูงหรือระดับการแข่งขันค่อนข้างต่ำ
ค่า HHI มีค่าระหว่าง 15% - 25%	อุตสาหกรรมมีการกระจุกตัวและการแข่งขันในระดับปานกลาง
ค่า HHI มีค่าน้อยกว่า 15%	อุตสาหกรรมมีการกระจุกตัวต่ำหรือระดับการแข่งขันค่อนข้างสูง
ค่า HHI น้อยกว่า 1%	อุตสาหกรรมเป็นรูปแบบตลาดแข่งขันสมบูรณ์ไม่เกิดการกระจุกตัว



## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้ทำการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบจากการประกาศควบรวมกิจการต่อบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมของผู้ควบรวม (Acquirer's Peer Firms) ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ในช่วงระยะเวลาก่อนและหลังการประกาศควบรวมกิจการ 10 วัน [-10,+10] พร้อมทั้งทำการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับ ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมที่วัดด้วยดัชนี Herfindahl Index และรูปแบบการควบรวมกิจการ เพื่อพิจารณาว่าผลกระทบที่มีต่อผู้เล่นอื่นๆ ในอุตสาหกรรมสามารถอธิบายได้จากแรงจูงใจของผู้ควบรวมตามทฤษฎีใด ระหว่างทฤษฎีการเพิ่มประสิทธิภาพ (Efficient Theory) หรือ ทฤษฎีอำนาจตลาด (Market Power) โดยใช้กลุ่มตัวอย่างที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เริ่มตั้งแต่ปี พ.ศ.2553 ถึง พ.ศ.2558

ตลอดระยะเวลา 6 ปี ผู้วิจัยพบว่ามีเหตุการณ์การประกาศควบรวมกิจการทั้งหมด 36 ครั้ง จากทั้งหมด 11 อุตสาหกรรม ตาม TSIC Code แบ่งเป็นการควบรวมกิจการแบบแนวนอน 7 เหตุการณ์ และการควบรวมกิจการแบบอื่นๆ 29 เหตุการณ์ โดยบริษัทเป้าหมายส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทที่ประกอบกิจการในประเทศไทย แต่มีได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้สามารถรวบรวมจำนวนของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมได้เท่ากับ 437 ราย แบ่งเป็นกลุ่มที่ได้รับผลกระทบจากการควบรวมกิจการแบบแนวนอน 126 บริษัท และการควบรวมกิจการแบบอื่นๆ 311 บริษัท ตามเกณฑ์การคัดเลือก

#### 4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติทั่วไป

ผลงานวิจัยในส่วนแรกจะเป็นการรายงานข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ทั้งหมด ได้แก่ อัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสมของแต่ละบริษัท ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม รูปแบบการควบรวมกิจการ (ตัวแปรหุ่น) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ ดังที่แสดงในตารางที่ 4.1

จากตารางที่ 4.1 พบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสม (ตัวแปรตาม) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.0192 โดยมีค่าต่ำสุดที่ -0.7414 และค่าสูงสุดที่ 0.4945 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมจะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติในทางลบ เมื่อมีการประกาศควบรวมกิจการ ในขณะที่ตัวแปรระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.2492 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.1195 และค่าสูงสุดเท่ากับ 0.7054 แสดงให้เห็นว่าอุตสาหกรรมในประเทศไทยมีการกระจุกตัวในระดับปานกลางค่อนข้างสูง

ตารางที่ 4.1 ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนา

ข้อมูลเบื้องต้นทางสถิติ					
ตัวแปร	N	MEAN	SD	MIN	MAX
CAR	437	-0.0192	0.1186	-0.7414	0.4945
INDUS	437	0.2492	0.1115	0.1195	0.7054
ROA	437	0.0614	0.1078	-0.6838	0.9302
CASH/ASSET	437	0.0650	0.1760	0.0000	2.4315

#### 4.2 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์

ผู้วิจัยได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ ดังที่แสดงในตารางที่ 4.2 โดยพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรม (ตัวแปรตาม) มีความสัมพันธ์กับระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมและรูปแบบการควบรวมกิจการในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95 และ ร้อยละ 99 ตามลำดับ ในขณะที่ตัวแปรอิสระ ได้แก่ ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมและรูปแบบการควบรวมกิจการ มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99

เพราะฉะนั้นผู้วิจัยจึงได้ทำการทดสอบเพิ่มเติม เพื่อให้มั่นใจว่าการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Regression) จะไม่เผชิญกับปัญหาความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) ทั้งนี้การทดสอบจะพิจารณาจากค่า Variance Inflation Factor (VIF) ในตารางที่ 4.3 ซึ่งพบว่าค่า VIF ของตัวแปรทุกตัวที่ใช้ในงานวิจัยนี้มีค่าต่ำกว่า 5 แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกันอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เผชิญกับปัญหา Multicollinearity และมีความเหมาะสมที่จะนำไปใช้ในการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Regression)

ตารางที่ 4.2 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรตามและตัวแปรอิสระ				
ตัวแปร	CAR	INDUS	TYPE	ROA
INDUS	0.0976**			
TYPE	0.1929***	0.2954***		
ROA	0.0507	0.1355***	0.0284	
CASH/ASSET	0.0042	0.1506***	0.0105	0.0986**

\*\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ตารางที่ 4.3 ค่า Variance Inflation Factor (VIF)

Variance Inflation Factor (VIF)		
ตัวแปร	VIF	1/VIF
INDUS	1.14	0.8781
TYPE	1.10	0.9115
CASH/ASSET	1.03	0.9699
ROA	1.03	0.9753
MEAN VIF	1.07	

#### 4.3 การศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันในช่วงระยะเวลาการประกาศควบรวมกิจการ [-10,+10]

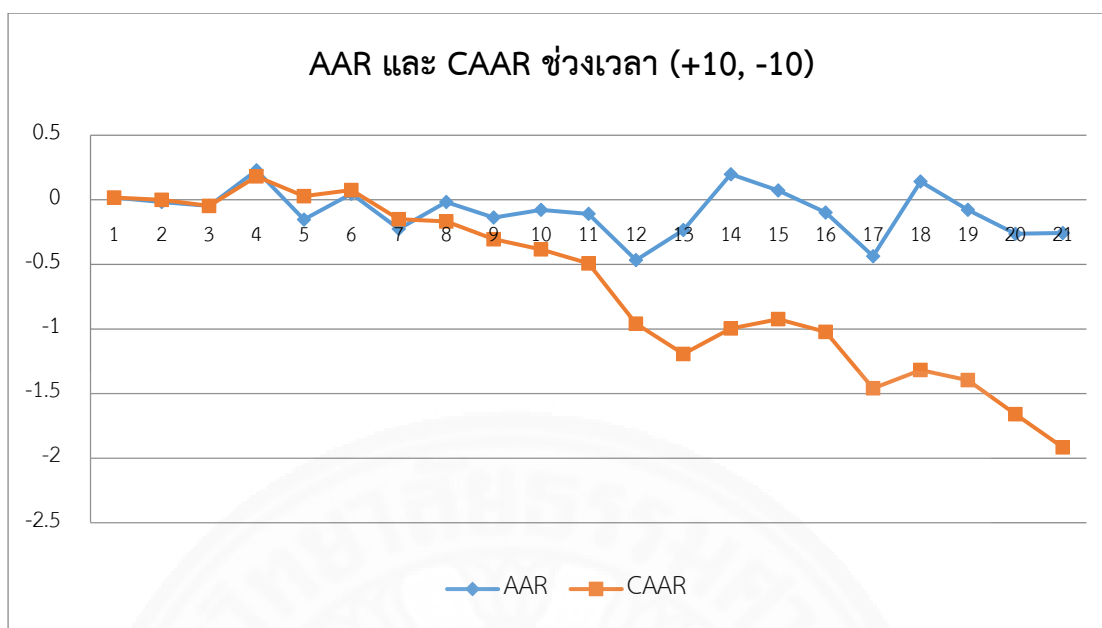
ตารางที่ 4.4 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันตลอดช่วงระยะเวลาการประกาศควบรวมกิจการรวม 21 วัน

DAY	อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR)
+10	-0.2569%**
+9	-0.2632%*
+8	-0.0781%
+7	0.1414%
+6	-0.4368%***
+5	-0.0985%
+4	0.0718%
+3	0.1975%
+2	-0.2339%*
+1	-0.4670%***
+0	-0.1089%
-1	-0.0782%
-2	-0.1377%
-3	-0.0174%
-4	-0.2252%*
-5	0.0466%
-6	-0.1528%
-7	0.2283%*
-8	-0.0470%
-9	-0.0174%
-10	0.0170%

\*\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90



แผนภาพที่ 4.1 อัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบเฉลี่ย และอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบถ่วงเฉลี่ย  
สะสมของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน

จากสมมุติฐานที่ 1 ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าเมื่อเกิดการประกาศควบรวมกิจการจะส่งผลให้บริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในทิศทางบวกโดยในเบื้องต้นจากตารางที่ 4.4 ผู้วิจัยพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมตลอดระยะเวลา 21 วัน ในช่วงการประกาศควบรวมกิจการ ส่วนมากจะเป็นไปในทิศทางลบ และเมื่อพิจารณาแผนภาพที่ 4.1 ประกอบ จะเห็นว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติมีแนวโน้มติดลบมากขึ้นในช่วง 10 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ และมีหลายวันที่พบนัยสำคัญทางสถิติเมื่อเทียบกับก่อนประกาศควบรวมกิจการ

หลังจากนั้นเมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสม (CAAR) ของทุกหลักทรัพย์ตลอดช่วงก่อนและหลังการประกาศควบรวมกิจการ 10 วัน [+10, -10] กรณีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังแสดงในตารางที่ 4.5 พบว่าเกิดการติดลบสะสมอย่างต่อเนื่องและสิ้นสุดที่ร้อยละ -1.92 โดยมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99 ในขณะเดียวกัน ผู้วิจัยได้ทดลองเพิ่มเติมในช่วงเหตุการณ์ [+5, -5] และ [+1, -1] พบว่าให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ร้อยละ -1.05 และ -0.65 ตามลำดับ ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้สอดคล้องกับช่วง [+10, -10]

จากผลการทดสอบสามารถสรุปได้ว่า ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99 การประกาศควบรวมกิจการส่งผลให้บริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสมในทาง

ลบ หรือ ร้อยละ -1.92 ตลอดช่วงการประกาศควบรวมกิจการ 21 วัน [+10, -10] ซึ่งขัดแย้งกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้ เพราะฉะนั้นจึงสอดคล้องกับกลุ่มงานวิจัยที่ให้ผลลัพธ์ในทิศทางตรงกันข้าม ได้แก่ Akdogu (2003); Chandrasekaran (2011); Aktas, Bodt, และ Roll (2013); Filbien และ Kooli (2011)

สำหรับปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นสามารถตีความได้ว่า การประกาศควบรวมหรือครอบงำกิจการในภาพรวมจะส่งผลให้บริษัทที่เป็นผู้ควบรวมเกิดข้อได้เปรียบทางการแข่งขัน เนื่องจากผู้ควบรวมสามารถใช้ประโยชน์จาก Synergy ที่เกิดขึ้นเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน และการบริหารต้นทุน พร้อมกับการใช้อำนาจตลาดเพื่อเอื้อประโยชน์ส่วนตนเท่านั้น จึงทำให้ผู้เล่นเดิมในอุตสาหกรรมต้องสูญเสียผลประโยชน์ในบางส่วนไป และผู้เล่นอื่นๆ ที่ไม่มีศักยภาพเพียงพอก็จะถูกกดดันให้ออกจากตลาดไปในที่สุด (Tirole, 1988; Brito and Catalao-Lopes, 2006) เพราะฉะนั้นในภาพรวม นักลงทุนจึงมองว่าการประกาศควบรวมกิจการส่งผลให้บริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในการอุตสาหกรรมเดียวกันมีแนวโน้มสูญเสียผลกำไรที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต จึงสะท้อนสัญญาณดังกล่าวผ่านราคาหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนในทิศทางลบ

ตารางที่ 4.5 อัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบถัวเฉลี่ยสะสมของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในการอุตสาหกรรม

ในช่วงการประกาศควบรวมกิจการ [-10, +10], [-5, 5] และ [-1, 1]

อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยแบบสะสม (CAAR) ของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในการอุตสาหกรรม ในช่วงการประกาศควบรวมกิจการ		
ช่วงเหตุการณ์	อัตราผลตอบแทนเกินปกติ	T-Statistic
[-1,1]	-0.65%***	-3.07
[-5,5]	-1.05%***	-2.77
[-10,10]	-1.92%***	-3.38

\*\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

#### 4.4 การศึกษาระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม และการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสม

ในสมมุติฐานที่ 2A ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมกับการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติ มีความสัมพันธ์กันในทิศทางบวก สำหรับการทดสอบสมมุติฐานดังกล่าวจะใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ ดังแสดงผลการทดลองในตารางที่ 4.6 ซึ่งพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร INDUS มีค่าเป็นบวกหรือเท่ากับ 0.1004 และแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 ซึ่งเป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้ และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Hackbarth และ Miao (2011) และ Gaur, Malhotra, และ Zhu (2013)

จากผลการทดสอบที่ผ่านมาสามารถกล่าวได้ว่า ในภาพรวมการประกาศควบรวมกิจการส่งผลให้บริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในทิศทางลบ (จากการทดสอบสมมุติฐานที่ 1) อย่างไรก็ตาม ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 90 ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมจะสามารถบรรเทาการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ติดลบได้

โดยเหตุผลที่จะนำมาอธิบายปรากฏการณ์ดังกล่าวสามารถแบ่งพิจารณาได้ 2 ประเด็นตามแรงจูงใจการควบรวมกิจการ ดังนี้ ประการแรกคือแรงจูงใจเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพ (Efficient Theory) ในตลาดที่มีการกระจุกตัวสูงหรือเป็นตลาดผู้ขายน้อยราย บริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมมักจะคอยติดตามพฤติกรรมของผู้เล่นอื่น และตอบสนองกลยุทธ์ของอีกฝ่ายอย่างทันทั่วทั้งที่ เพราะฉะนั้นจึงเป็นไปได้สูงว่าผู้เล่นอื่นในอุตสาหกรรมจะเกิดพฤติกรรมเลียนแบบเมื่อเทียบกับตลาดที่มีการกระจุกตัวต่ำ ประการที่สองคือ แรงจูงใจเพื่อสร้างอำนาจตลาด (Market Power Theory) เนื่องจากตลาดที่มีการกระจุกตัวสูงจะช่วยให้การรวมกลุ่มธุรกิจเพื่อสร้างอำนาจตลาดสามารถกระทำได้ง่ายยิ่งขึ้น อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบกับตลาดที่มีการกระจุกตัวต่ำจะมีโอกาสน้อยมากที่จะเกิดการรวมตัวเพื่อสร้างอำนาจตลาด

ตารางที่ 4.6 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (สมการที่ 1)

$$\text{สมการ } CAR_i = \alpha + \beta_1 \text{INDUS} + \beta_2 \text{ROA} + \beta_3 \text{CASHASSET}$$

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (สมการที่ 1)		
ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าสถิติ T-Test
INDUS	0.1004*	1.94
ROA	0.0432	0.81
CASH/ASSET	-0.0093	-0.29
ค่าคงที่	-0.0462***	-3.31

\*\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

#### 4.5 การศึกษาระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม รูปแบบการควบรวมกิจการและการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสม

เนื่องจากการทดสอบสมมติฐาน 2A ยังไม่สามารถสรุปได้แน่ชัดว่า สาเหตุที่ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมสามารถบรรเทาการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ติดลบเกิดจากปัจจัยใด ระหว่างการเลียนแบบพฤติกรรมที่เกิดจากแรงจูงใจเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของผู้ควบรวมกับการรวมกลุ่มทางธุรกิจที่วาดด้วยแรงจูงใจตามทฤษฎีอำนาจตลาด ด้วยเหตุนี้การทดสอบสมมติฐาน 2B ผู้วิจัยจึงได้เพิ่มตัวแปรรูปแบบของการควบรวมกิจการ (TYPE) เป็นตัวแปรกำกับ ดังแสดงในสมการที่ 2 ทั้งนี้ ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าในกรณีที่เป็นการควบรวมกิจการแบบแนวนอน ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมจะยังสามารถบรรเทาอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ติดลบได้มากขึ้นและสูงกว่าเมื่อเทียบกับการควบรวมกิจการแบบอื่นๆ

จากผลการทดสอบดังแสดงในตารางที่ 4 พบว่า ตัวแปรกำกับ (INDUSxTYPE) ส่งผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมและการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่นเท่ากับร้อยละ 99 ทั้งนี้หากเป็นการควบรวมกิจการแบบแนวนอน (ตัวแปร TYPE = 0) จะได้ว่า ส่วนต่างระหว่างค่าสัมบูรณ์ของสัมประสิทธิ์ของตัวแปร INDUS ( $B_1$ ) และ ตัวแปร INDUSxTYPE ( $B_3$ ) มีค่าเท่ากับ 0.3412 (คำนวณจาก  $|0.3412| - |0|$ ) แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 99 และมีค่ามากกว่าค่าสัมประสิทธิ์ของ INDUS ในสมการที่ 1 อย่างไรก็ตามหากเป็นการควบรวมกิจการแบบอื่นๆ (ตัวแปรหุ่น = 1) ส่วนต่าง



ระหว่างค่าสัมบูรณ์ของสัมประสิทธิ์ของตัวแปร INDUS (B<sub>1</sub>) และ ตัวแปร INDUSxTYPE(B<sub>3</sub>) มีค่าเท่ากับ -0.0236 (คำนวณจาก |0.3412| - |-0.3648|) แต่ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติแต่อย่างใด (แสดงการทดสอบนัยสำคัญในภาคผนวก ข.)

สำหรับผลการทดสอบทางสถิติในสมมุติฐาน 2B พบว่าสอดคล้องกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้ โดยกรณีที่เป็นการควบรวมกิจการแบบแนวนอน ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมจะยังสามารถบรรเทาการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในด้านลบได้มากขึ้นส่วนกรณีที่เป็นการควบรวมกิจการแบบอื่นๆ ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรม ไม่ส่งผลต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติ

จากตรรกะนี้เราสามารถสรุปได้ว่า ปัจจัยที่ทำให้การเพิ่มขึ้นของระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมสามารถบรรเทาอัตราผลตอบแทนเกินปกติในด้านลบได้นั้นเป็นเพราะการควบรวมกิจการที่เกิดจากแรงจูงใจเพื่อสร้างอำนาจตลาด (Market Power Theory) ที่ว่าด้วยการรวมกลุ่มทางธุรกิจ และประสิทธิภาพการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพของกิจการ (Efficient Theory) ที่ว่าด้วยเรื่องการเลียนแบบพฤติกรรม และคำกล่าวนี้จะมีความสมเหตุสมผลมากยิ่งขึ้นเมื่อพิจารณาควบคู่กับการศึกษาของ ปารีฉัตร จันโทริ (2014) ที่พบว่า พระราชบัญญัติการแข่งขันทางการค้าว่าด้วยเรื่องการกำหนดหลักเกณฑ์เพื่อควบคุมการควบรวมกิจการของประเทศไทย ยังมีข้อบกพร่องในการบังคับใช้ และตัวกฎหมายอยู่มาก จึงทำให้การรวมกลุ่มเพื่อสร้างอำนาจตลาด (Market Power Theory) สามารถกระทำได้ง่ายมากยิ่งขึ้น

ส่วนในกรณีการควบรวมกิจการแบบอื่นๆ (Non-Horizontal) พบว่าการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมไม่ส่งผลต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติซึ่งผลการวิจัยนี้สามารถอธิบายได้โดยอ้างอิงจากการศึกษาของ Loertscher และ Reisinger (2009) ที่พบว่า การควบรวมกิจการแบบอื่นๆ (Non-Horizontal) ในอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวสูงจะส่งผลให้เกิดการแข่งขันภายในอุตสาหกรรมมีความรุนแรงขึ้น (Procompetitive) แต่ในที่ยังไม่สามารถสรุปได้แน่ชัดว่าจะมีผลกระทบทางลบหรือทางบวกต่อบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน เพราะฉะนั้นการอธิบายปรากฏการณ์ดังกล่าวอาจจะขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นที่นอกเหนือขอบเขตการศึกษาของนักวิจัยท่านนี้ ด้วยเหตุนี้จึงมีความเป็นไปได้ที่งานวิจัยนี้จะไม่พบความสัมพันธ์ที่ชัดเจน

จากที่กล่าวไปจะเห็นว่าในภาพรวมระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมสามารถบรรเทาการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในด้านลบได้ และเมื่อพิจารณาในเชิงลึกเพิ่มเติมเกี่ยวกับรูปแบบการควบรวมกิจการจะพบว่า หากเป็นการควบรวมกิจการแบบแนวนอน ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมจะยังสามารถบรรเทาอัตราผลตอบแทนที่ติดลบได้มากยิ่งขึ้น ในขณะที่การควบรวมกิจการแบบอื่นๆ ยังไม่พบนัยสำคัญทางสถิติ เพราะฉะนั้นการทดสอบในสมมุติฐานที่ 2B สามารถนำมาสนับสนุนสมมุติฐาน 2A ได้ว่า ปัจจัยที่ทำให้อุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวสูงสามารถบรรเทา

อัตราผลตอบแทนเกินปกติในด้านลบได้นั้นเป็นเพราะผู้เล่นอื่นในอุตสาหกรรมได้รับประโยชน์จากการรวมกลุ่มเพื่อสร้างอำนาจตลาด ซึ่งอธิบายด้วยแรงจูงใจของผู้ควมรวมตามทฤษฎี Market Power

ตารางที่ 4.7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (สมการที่ 2)

$$\text{สมการ } CAR_i = \alpha + \beta_1 \text{INDUS} + \beta_2 \text{TYPE} + \beta_3 \text{INDUS} \times \text{TYPE} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{CASH/ASSET}$$

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (สมการที่ 2)		
ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์	ค่าสถิติ T-Test
INDUS (B <sub>1</sub> )	0.3412***	2.79
TYPE (B <sub>2</sub> )	0.1241***	3.98
INDUS*TYPE (B <sub>3</sub> )	-0.3648***	-2.71
ROA	0.0170	0.32
CASH/ASSET	-0.0065	-0.2
ค่าคงที่	-0.1230***	-4.78

\*\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

\*\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

\* มีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

จากผลการวิจัยในบทที่ผ่านมาพบว่า ในภาพรวม การประกาศควบรวมกิจการส่งผลกระทบต่อบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน โดยสะท้อนให้เห็นผ่านการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสมตลอดช่วงระยะเวลาก่อนและหลังการประกาศควบรวมกิจการ 10 วัน  $[-10,+10]$  มีค่าเท่ากับ  $-1.92\%$  และแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เป็นการแสดงให้เห็นว่าการควบรวมกิจการส่งผลให้ผู้เล่นอื่นในอุตสาหกรรมต้องสูญเสียความได้เปรียบการแข่งขัน (Competitive Disadvantage)

อย่างไรก็ตามเมื่อนำประเด็นการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมเข้ามาเกี่ยวข้อง จะพบว่าการควบรวมกิจการที่เกิดขึ้นในอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวสูงจะสามารถบรรเทาการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ติดลบได้มากกว่า เมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวต่ำ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 สำหรับเหตุผลที่มาสสนับสนุนปรากฏการณ์ดังกล่าวสามารถอธิบายได้จากแรงจูงใจของผู้ควบรวม ได้แก่ ทฤษฎีการเพิ่มประสิทธิภาพ (Efficient Theory) และ ทฤษฎีการสร้างอำนาจตลาด (Market Power Theory) ซึ่งทั้ง 2 ทฤษฎีจะส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมของผู้เล่นอื่นในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันแต่การทดสอบในเบื้องต้นยังไม่สามารถสรุปได้ว่ากรณีตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยนั้นสามารถอธิบายได้ด้วยทฤษฎีใด

ด้วยเหตุนี้ผู้วิจัยจึงได้ทำการทดสอบเพิ่มเติม โดยใส่ปัจจัยรูปแบบการควบรวมกิจการเป็นตัวแปรกำกับ และพบว่าหากเป็นการควบรวมกิจการแบบแนวนอน ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมจะยังสามารถบรรเทาอัตราผลตอบแทนที่ติดลบได้มากยิ่งขึ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ในขณะที่การควบรวมกิจการแบบอื่นๆ พบว่าไม่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ จากตรงนี้เราจึงสามารถสรุปได้ว่า ในกรณีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแรงจูงใจของผู้ควบรวมกิจการตามทฤษฎีการสร้างอำนาจตลาดที่ว่าด้วยการรวมกลุ่มทางธุรกิจนั้นเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้ระดับการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมสามารถบรรเทาการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ติดลบของบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรมมิใช่แรงจูงใจตามทฤษฎีการเพิ่มประสิทธิภาพของกิจการที่ว่าด้วยการเลียนแบบพฤติกรรม

## 5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัย

สืบเนื่องจากผลงานวิจัยที่กล่าวไปข้างต้น บริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมสามารถประเมินแรงจูงใจของผู้ควมรวมได้จากลักษณะของการควมรวมกิจการ ควบคู่ไปกับการพิจารณา รูปแบบของอุตสาหกรรมที่ตนเองอยู่ พร้อมกับใช้ข้อมูลดังกล่าวในการปรับกลยุทธ์ของกิจการให้สามารถรับมือกับภาวะการแข่งขันที่จะมีความรุนแรงมากยิ่งขึ้นภายหลังการควมรวมกิจการ

สำหรับกรณีของนักลงทุนนั้น ก็สามารถใช้อุณหภูมิดังกล่าวในการสร้างกลยุทธ์การลงทุนได้ ตัวอย่างเช่น เมื่อพบว่ามีการประกาศควมรวมกิจการ นักลงทุนสามารถทำกำไรได้จากการ Short Sell หลักทรัพย์ของบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรม หรือในกรณีที่หลักทรัพย์ดังกล่าวอยู่ในการครอบครองก็ให้ทำการขายก่อนที่ราคาหุ้นจะปรับตัวลงมากขึ้นเรื่อยๆ นอกจากนี้หากหลักทรัพย์ที่สนใจอยู่ในอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวสูงจะได้รับผลขาดทุนที่ในอัตราที่น้อยกว่าเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวต่ำ แต่กำไรที่ได้จากการทำ Short Sell ก็จะน้อยด้วยเช่นกัน

## 5.3 ข้อจำกัดในการศึกษา

การศึกษานี้มีผลลัพธ์บางส่วนที่ไม่สอดคล้องกับผลงานวิจัยในอดีต โดยเหตุผลส่วนหนึ่งเกิดจากข้อจำกัดในเรื่องของระยะเวลาในการศึกษาที่สั้นเกินไป จึงทำให้กลุ่มตัวอย่างที่เหลืออยู่มีจำนวนน้อย และไม่สามารถสะท้อนถึงลักษณะของประชากรทั้งหมด ประกอบกับช่วงประมาณการณแบบจำลองตลาด (Market Model Estimation) ที่ใช้เพียง 150 วัน [-160, -10] ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่สามารถจะน้อยเกินไปในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกตินอกจากนี้งานวิจัยดังกล่าวเป็นการศึกษาในภาพรวมของทุกอุตสาหกรรมพร้อมๆ กัน แต่ในความเป็นจริง ด้วยลักษณะของธุรกิจอาจส่งผลให้พฤติกรรมตอบสนองต่อเหตุการณ์มีความแตกต่างกันในแต่ละอุตสาหกรรม

## 5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับการทำวิจัยในอนาคต

สำหรับผู้ที่ต้องการศึกษาต่อยอดในประเด็นการควมรวมกิจการต่อบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน สามารถปรับเปลี่ยนกลุ่มตัวอย่าง ดัดแปลงวิธีการวิจัย และพิจารณาประเด็นอื่นๆ เพิ่มเติม เพื่อให้งานวิจัยมีความเหมาะสมมากยิ่งขึ้นได้ ดังนี้

1. การใช้ Buy-and-hold abnormal returns (BHAR) แทน Cumulative abnormal return (CAR) ที่นำเสนอโดย Barber and Lyon (1997) และ Lyon, Barber, and Tsai (1999) เพื่อ

พิจารณาการตอบสนองของราคาหุ้นในระยะยาว เนื่องจากในบางครั้งเหตุการณ์การควบรวมกิจการ อาจจะต้องใช้เวลาสักระยะก่อนที่จะส่งผลกระทบต่อมายังบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรม

2. การศึกษาที่เฉพาะเจาะจงไปในแต่ละอุตสาหกรรม เพื่อให้ทราบพฤติกรรมการตอบสนองต่อการควบรวมกิจการของผู้เล่นอื่นๆ ซึ่งอาจจะแตกต่างกันในแต่ละอุตสาหกรรม

3. การปรับเปลี่ยนกรอบแนวคิดการวิจัย เช่น การศึกษาผลกระทบจากการประกาศควบรวมกิจการ โดยพิจารณาจากผลการดำเนินงานของบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรม พร้อมกับเปรียบเทียบก่อนและหลังการเกิดเหตุการณ์เพื่อศึกษาผลกระทบที่มีต่อผู้เล่นอื่นในอุตสาหกรรมได้ละเอียดมากยิ่งขึ้น

4. งานวิจัยในอนาคตสามารถปรับปรุงเกณฑ์ในการคัดเลือกบริษัทอื่นๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรม (คู่แข่ง) โดยพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างรายได้ของบริษัทผู้ควบรวมกับบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน เนื่องจากการคัดเลือกโดยการพิจารณาหีส TSIC เพียงอย่างเดียวอาจจะไม่ชัดเจนเท่าที่ควร กล่าวคือ ตามหลักการแล้วผู้ที่ได้รับผลกระทบอย่างแท้จริงจากเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่งมักจะเป็นคู่แข่งทางตรงของกิจการ ดังนั้นการตัดสินใจโดยเหมารวมว่าทุกบริษัทในอุตสาหกรรมจะต้องเป็นคู่แข่งจึงไม่เหมาะสมนักเพราะในบางกรณีบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันอาจจะมีกลุ่มลูกค้าเป้าหมายที่แตกต่างกัน (Aktas, Bodt และ Roll, 2013)

5. การศึกษาในอนาคตสามารถขยายขอบเขตการศึกษา นอกเหนือจากผลกระทบที่มีต่อบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรม (คู่แข่ง) เช่น ผู้จัดการปัจจัยการผลิต และ ลูกค้า

## รายการอ้างอิง

### หนังสือและบทความในหนังสือ

- ชนินทร์ มีโกคี. (2542). *เศรษฐศาสตร์อุตสาหกรรม*. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- อัญญา ชันธวิทย์ และคณะ (2540). *การควบรวมกิจการการครอบงำกิจการ Merger and Acquisition*. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Brito, D., & Catalao-Lopes M. (2006). *Mergers and Acquisitions: The Industrial Organization Perspective*. Kluwer Law International: Amsterdam, the Netherlands.
- Bishop, S., Lofaro, A., Rosati, F., & Young, J., (2005). *The Efficiency-Enhancing Effects of Non-Horizontal Mergers*. European Commission.
- Pepall, L., Richards, DJ., & Norman, G. (2005). *Industrial Organization: Contemporary Theory & Practice*. Thomson/South-Western: Mason. OH.
- Scherer, FM., & Ross David. (1990). *Industrial Market Structure and Economic Performance*. University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship.
- Tirole, J. (1988). *The Theory of Industrial Organization*. MIT Press: Cambridge: MA.

### บทความวารสาร

- ปาริฉัตร จันโทริ. (2557). การศึกษาเปรียบเทียบกฎหมายควบคุมการควบรวมกิจการในประเทศไทยและสหภาพยุโรป – สถานะปัจจุบันและทิศทางของกฎหมายในอนาคต. *วารสารนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยนเรศวร 2: 50-65*.
- Akdogu, E. (2003). Gaining a competitive edge through acquisitions: evidence from the telecom industry. *Working paper: Southern Methodist University*.
- Akhigbe, A. & Martin, A.D. (2000). Information-Signaling and Competitive Effects of Foreign Acquisitions in the US. *Journal of Banking and Finance 24: 1307-1321*.

- Akhigbe, A., Stephen, F.B., & Ann M.W. (2000). The Source of Gains to Targets and Their Industry Rivals: Evidence *Financial Management* 29.4: 101-118. Based on Terminated Merger Proposals.
- Barber, B.M., & John, D.L. (1997). Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics. *Journal of Financial Economics* 43.3: 341-72.
- Hackbarth, D., & Miao J. (2011). The dynamics of mergers and acquisitions in oligopolistic industries. *Journal of Economic Dynamics & Control* 36: 585-609
- Church, J. (2004). The impact of vertical and conglomerate mergers on competition. European Commission. *Journal of Economic Dynamics & Control* 36: 585-609
- Clougherty, J.A. (2005). Antitrust holdup source, cross-national institutional variation, and corporate political strategy implications for domestic mergers in a global context. *Strategic Management Journal* 26(8): 769-790.
- Clougherty, J.A., & Duso, T. (2009). The impact of horizontal mergers on rivals: gains to being left outside a merger. *Journal of Management Studies* 46: 1365-1395.
- Gaur, A.S., Malhotra, S., & Zhu, P. (2012). Acquisition announcements and Stock Market Valuations of Acquiring Firms' Rivals: A Test of the Growth Probability Hypothesis in China. *Strategic Management Journal* 34.2: 215-132.
- Healy, P.M., Krishna, G.P., & Ruback R.S. (1992). Does Corporate Performance Improve after Mergers? *Journal of Financial Economics* 31.2: 135-175.
- Heron, Randall, & Erik Lie. (2002). Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37.1: 137-156.
- Lyon, J.D., Barber, B.M., & Tsai, C. (1999). Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns. *Journal of Financial Economics* 43.3: 341-72.
- Kamien, M., & Zang, I. (1993). Monopolization by sequential acquisition. *Journal of Law, Economics and Organization*. 9: 205-229.
- Lang LHP, & Stulz RM. (1992). Contagion and competitive intra-industry effects of bankruptcy announcement. *Journal of Financial Economics* 32: 45-60.
- Loertscher, s., & Reisinger, M. (2009). Competitive Effects of Vertical Integration with Downstream Oligopsony and Oligopoly. *Discussion Paper*: 278.



Lubatkin, M. (1983). Mergers and the performance of the acquiring firm. *Academy of Management Review* 8: 218-225.

Song M.H., & Walkling R.A. (2000). Abnormal Returns to Rivals of Acquisition Targets: A Test of the acquisition Probability Hypothesis. *Journal of Financial Economics* 55.2: 143-171.

## วิทยานิพนธ์

ชนิษฐา เนียมแสง. (2557). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2551-2555. มหาวิทยาลัยศิลปากร

ชาญชัย เขาวนรัตน์ และคณะ. (2535). *Mergers and Acquisitions*. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

ฐิตาภรณ์ สีนจรรยาศักดิ์. (2553). ผลกระทบของข้อมูลทางบัญชีที่มีต่อผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. มหาวิทยาลัยศรีปทุม.

พศิน กระจ่างสังข์ (2557). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศควบรวมกิจการกรณีศึกษา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

วิไลวรรณ วรรณนิชกุล. (2544). *กรอบแนวคิดเศรษฐศาสตร์อุตสาหกรรมดั้งเดิม*. คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

สุพจน์ เจนประเสริฐ. (2537). *พฤติกรรมการครอบงำกิจการบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

Aktas, N., Eric, D.Bo., & Richard, R. (2013). *Rival Reactions*. Univ. Lille Nord de France.

Chandrasekaran, A. (2011). *The Abnormal Returns of Industry Rivals for European Mergers and Acquisitions*. Tilburg University.

Filbien, J.Y., & Kooli, M. (2011). *Gains to Merging Firms and Their Rivals: Evidence from Canada*. International Conference of the French Finance Association (AFFI).

Whangsatian, P. (2010). *How does merger and acquisition influence the operating performance of companies?: Study cases in Thailand during year 1999-2007*. Thammasat University.

Rachel van Esch. (2013). *Contagion or competitive intra-industry effects of bankruptcy announcements in Europe*. Tilburg University.



ภาคผนวก



## ภาคผนวก ก

การทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติแบบสะสมกับปัจจัยการกระจุกตัว  
ของอุตสาหกรรม โดยใช้แบบจำลองสมการถดถอยเชิงพหุ

สมการที่ 1

. reg CAR INDUS ROA CASHASSET

Source	SS	df	MS			
Model	.06830877	3	.02276959	Number of obs =	437	
Residual	6.06292416	433	.014002134	F( 3, 433) =	1.63	
Total	6.13123293	436	.014062461	Prob > F =	0.1826	
				R-squared =	0.0111	
				Adj R-squared =	0.0043	
				Root MSE =	.11833	

CAR	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
INDUS	.100393	.051824	1.94	0.053	-.001465	.2022509
ROA	.0432018	.0532194	0.81	0.417	-.0613987	.1478023
CASHASSET	-.0093392	.0326656	-0.29	0.775	-.0735422	.0548637
_cons	-.0462248	.0139609	-3.31	0.001	-.0736643	-.0187853

สมการที่ 2

. reg CAR INDUS TYPE inter ROA CASHASSET

Source	SS	df	MS			
Model	.347727898	5	.06954558	Number of obs =	437	
Residual	5.78350503	431	.013418805	F( 5, 431) =	5.18	
Total	6.13123293	436	.014062461	Prob > F =	0.0001	
				R-squared =	0.0567	
				Adj R-squared =	0.0458	
				Root MSE =	.11584	

CAR	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
INDUS	.3411501	.122414	2.79	0.006	.1005474	.5817528
TYPE	.1241171	.0312126	3.98	0.000	.0627693	.1854649
inter	-.3647562	.1347415	-2.71	0.007	-.6295883	-.099924
ROA	.0169668	.0531209	0.32	0.750	-.0874415	.1213751
CASHASSET	-.0064526	.032001	-0.20	0.840	-.06935	.0564448
_cons	-.123006	.0257497	-4.78	0.000	-.1736166	-.0723954

สมการที่ 2 ทดสอบนัยสำคัญ กรณี TYPE เท่ากับ 1 (การควบรวมกิจการแบบอื่นๆ – Non-Horizontal)

**. test INDUS+ inter=0**

**( 1) INDUS + inter = 0**

**F( 1, 431) = 0.16**  
**Prob > F = 0.6866**



## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นางสาวชิรญา วรรณะมานี
วันเดือนปีเกิด	3 มิถุนายน 2536
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2557 บริหารธุรกิจบัณฑิต (บริหารธุรกิจแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

