



การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมาย ที่มีต่อการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ

Stock Price Reactions of Target Companies to Mergers and Acquisitions Announcements

Received: November 07, 2019

Revised: February 01, 2020

Accepted: March 03, 2020

ปณณัฏฐา ทรรศเนี่ยพงษ์¹ และปริญดา สุขเจริญสิน²

Punnatta Tassaneyapong and Pariyada Sukcharoensin

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบจากการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ ที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมาย การศึกษานี้ครอบคลุมบริษัทเป้าหมายในการควบรวมกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทดสอบทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาดและการตอบสนองมากเกินไปจริงหรือน้อยเกินไปจริงผ่านการวิเคราะห์เหตุการณ์ ผลการศึกษาพบว่า การประกาศข่าวการควบรวมกิจการนั้นมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายอย่างมีนัยสำคัญ โดยพบว่า ผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นในวันที่มีการประกาศข่าวและในช่วงหลังจากนั้น ในขณะที่ช่วงก่อนประกาศข่าวการควบรวมกิจการ พบมีนัยสำคัญทางสถิติของผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยเป็นลบ เมื่อศึกษารายอุตสาหกรรมพบว่า สนับสนุนการตอบสนองน้อยเกินไปจริง จากการที่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายมีการเคลื่อนไหวในทิศทางหรือแนวโน้มเดิมทั้งในช่วงก่อน ระหว่าง และหลังการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ

คำสำคัญ: การควบรวมกิจการ การประกาศควบรวมกิจการ การวิเคราะห์เหตุการณ์ หลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมาย

¹ บริษัทหลักทรัพย์ อาร์เอชบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน); RHB Securities (Thailand) PCL.; Email: punnatta.ta@rbgroup.com

² สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์; National Institute of Development Administration; Email: pariyada.s@nida.ac.th



ABSTRACT

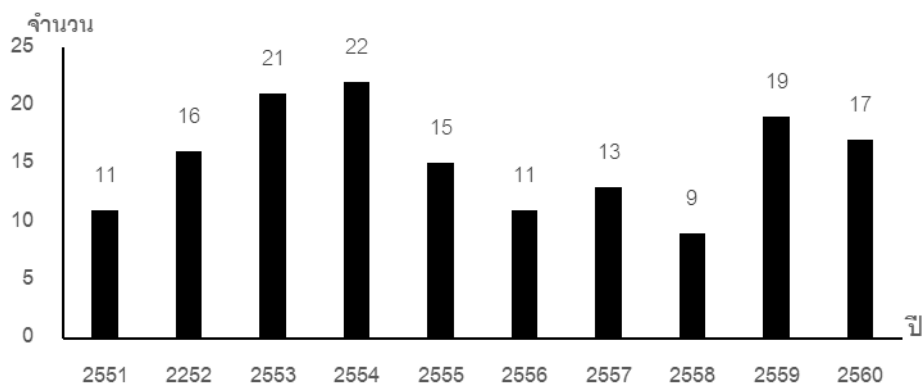
In this research investigation, the researchers examine the effects of mergers and acquisitions announcements. The target companies covered in this study are companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET). The test on market efficiency and overreaction and underreaction was conducted through the event study.

Findings showed that mergers and acquisitions announcements affected the stock price of the target companies at a statistically significant level. It was found that average cumulative abnormal returns increased on the announcement date and after the announcement. During the period prior to an announcement, negative average cumulative abnormal returns were found to be at a statistically significant level. The study of each industry was found to confirm underreaction from the fact that the stock returns of the target companies exhibited movements in the same direction prior to, during, and after mergers and acquisitions announcements.

Keywords: Mergers and Acquisitions, Mergers and Acquisitions Announcement, Event Study, Stocks of Target Companies

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในโลกธุรกิจ บริษัทที่มีความแข็งแกร่งและสามารถปรับตัวได้ตามสภาวะทางเศรษฐกิจและสังคมจะสามารถดำเนินธุรกิจและเติบโตขึ้นได้ รูปแบบการเติบโตของธุรกิจอาจมาจากการเติบโตของภายในกิจการ ที่กิจการริเริ่มและดำเนินการทุกด้าน โดยอาศัยทั้งเงินทุน ทรัพยากรต่าง ๆ รวมถึงระยะเวลาที่ยาวนาน กว่ากลยุทธ์ที่มุ่งการเติบโตจากภายนอก ซึ่งจะทำให้มีการเติบโตแบบก้าวกระโดด โดยการเติบโตจากภายนอก ที่ได้รับความนิยมก็คือ การควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions: M&A) โดยการควบรวมกิจการนั้นมีแรงจูงใจที่หลากหลาย และเป็นกลยุทธ์ที่อาจช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขันทางการค้าเพิ่มส่วนแบ่งทางการตลาด ตลอดจนเกิดการประหยัดจากขนาดซึ่งเป็นเครื่องมือในการลดค่าใช้จ่าย หรืออาจเป็นการลดวงจรธุรกิจที่มีความเสี่ยง และยังเป็นการกระจายการลงทุนอีกด้วย



ภาพ 1 สถิติการควบรวมกิจการ

ที่มา: <http://www.sec.or.th/TH/RaisingFunds/MA/Pages/merger.aspx>

จากสถิติการควบรวมกิจการที่ปรากฏในภาพ 1 แสดงให้เห็นว่า จำนวนการควบรวมกิจการในบางปี จะมีความผันผวนตามสภาพเศรษฐกิจและความเชื่อมั่นของนักลงทุน โดยในปี พ.ศ. 2560 มีการควบรวมกิจการ 17 บริษัท ลดลงจากปี พ.ศ. 2559 ที่มีจำนวนการควบรวมกิจการอยู่ 19 บริษัท

ในการควบรวมกิจการ วิธีที่ได้รับความนิยมคือ การซื้อหลักทรัพย์ (Tender Offer) เนื่องจากผู้ซื้อ สามารถได้ประโยชน์ทางภาษีจากผลของการขาดทุน การซื้อหลักทรัพย์สามารถจ่ายด้วยเงินสดหรือโดยการออกหลักทรัพย์ (Share Swap) จุดประสงค์ในการทำคำเสนอซื้อของแต่ละกิจการจะมีเหตุผลที่แตกต่างกัน แต่ไม่ว่าเหตุผลจะเป็นอย่างไร นักลงทุนจะให้ความสนใจกับบริษัทที่ต้องการซื้อหรือเข้าครอบงำกิจการ โดยสังเกตได้จากราคาและปริมาณการซื้อขายที่มีความเปลี่ยนแปลง โดยจะมีแนวโน้มสูงขึ้นมากกว่าปกติ สะท้อนถึงการที่ผู้ลงทุนได้รับกำไรจากส่วนต่างราคา (Capital Gain) หรือผลตอบแทนที่สูงขึ้น ดังนั้นการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายก่อนการซื้อหลักทรัพย์ ก็มีแนวโน้มที่จะสร้างผลตอบแทนให้กับนักลงทุนได้ จากการศึกษาของ Leeth and Borg (2000) ในประเทศสหรัฐอเมริกา Abdourahmane (2011) ในทวีปยุโรป และ Soongswang (2011) ในประเทศไทย ผลการศึกษาโดยรวมพบว่าผู้ถือหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมาย ได้รับอัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยเฉลี่ยแล้วเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญในช่วงการประกาศการควบรวมกิจการ

นอกจากนี้ มุมเหตุจูงใจในการศึกษาครั้งนี้ เกิดจากการศึกษาสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) ที่กล่าวว่า นักลงทุนทุกคนที่อยู่ในตลาดล้วนเป็นคนมีเหตุผล และจะตัดสินใจลงทุนในสิ่งที่ให้ผลตอบแทนสูงหรือมากที่สุดภายใต้ความเสี่ยงที่น้อยที่สุด โดยนักลงทุนสามารถเข้าถึงข้อมูล



ข่าวสารต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นข่าววิกฤตเศรษฐกิจ หรือเหตุการณ์ต่าง ๆ ที่เกิดขึ้น ส่งผลให้มีการตอบสนองในราคาของสินทรัพย์ต่าง ๆ เหล่านั้น ทำให้เกิดคำถามว่านักลงทุนในตลาดเป็นนักลงทุนที่มีเหตุผลใช้หรือไม่ จากการศึกษาด้านการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral Finance) พบว่า นักลงทุนนั้นมีพฤติกรรมการตัดสินใจอย่างไม่เป็นเหตุเป็นผล โดย De Bondt and Thaler (1985) ได้ศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนพบว่า นักลงทุนมีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมากเกินไป (Overreaction) ทำให้หลักทรัพย์ที่เคยมีผลตอบแทนน้อยในช่วงเวลาหนึ่ง หลังจากที่มีการประกาศข่าวหรือมีเหตุการณ์มากระทบ หลักทรัพย์นั้นจะกลายเป็นหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนมากในช่วงเวลาต่อมา โดยใช้ระยะเวลาเท่ากับช่วงก่อนที่ข่าวจะถูกประกาศในทางตรงกันข้าม Jegadeesh and Titman (1993) ก็ได้ศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนเช่นกัน แต่พบการตอบสนองที่น้อยเกินไป (Underreaction) นั้นหมายถึงหลักทรัพย์ที่เคยมีผลตอบแทนมากก็ยังคงมีผลตอบแทนมากหลังการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ และในทางเดียวกันหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนน้อยก็ยังคงมีผลตอบแทนน้อยหลังประกาศข่าวการควบรวมกิจการ จากผลการศึกษาในอดีตเหล่านี้ จึงเป็นที่น่าสนใจว่า ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายในช่วงที่มีการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ จะมีความเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางหรือลักษณะใด โดยคาดหวังว่างานวิจัยนี้จะสามารถนำไปต่อยอดให้เกิดประโยชน์ต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน ตลอดจนผู้ให้คำแนะนำการลงทุน สามารถทราบถึงแนวโน้มหรือลักษณะของผลกระทบ ตลอดจนเป็นข้อมูลแนวทางในการตัดสินใจลงทุน หรือเข้าทำกำไรในหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายที่มีการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ

วัตถุประสงค์การวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาด โดยจะศึกษาถึงผลกระทบจากการประกาศข่าวการควบรวมกิจการที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเพื่อศึกษาพฤติกรรมของนักลงทุนโดยพิจารณาลักษณะการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ

นิยามศัพท์

การควบรวมกิจการ หมายถึง การที่บริษัทตั้งแต่ 2 แห่งรวมกิจการเข้าด้วยกัน หรือเป็นการครอบงำกิจการ ซึ่งเป็นลักษณะที่บริษัทหนึ่งเป็นผู้ซื้อ และอีกบริษัทเป็นเป้าหมาย โดยรูปแบบหลังการควบรวมกิจการอาจจะเหลือเพียงบริษัทใดบริษัทหนึ่ง หรือกลายเป็นบริษัทใหม่



บริษัทเป้าหมาย หมายถึง บริษัทที่หลักทรัพย์ของบริษัทถูกซื้อจากอีกบริษัทเพื่อเป้าหมายในการควบรวมกิจการ โดยมีการส่งคำเสนอซื้ออย่างเป็นทางการ

ขอบเขตการวิจัย

การศึกษานี้ครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีการประกาศควบรวมกิจการผ่านธุรกรรมการทำคำเสนอซื้ออย่างเป็นทางการ ซึ่งมีทั้งแบบการรวมกิจการและการครอบงำกิจการ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2540–2560 โดยวิเคราะห์การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายที่ถูกควบรวมกิจการ ทั้งนี้เกณฑ์ในการคัดเลือกบริษัทเป้าหมายคือ ต้องไม่มีการประกาศเหตุการณ์อื่น ในวันที่มีการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ และในช่วงที่มีการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ เพื่อให้มั่นใจว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เกิดจากการประกาศข่าวการควบรวมกิจการเท่านั้น

แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

เมื่อกล่าวถึงการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ สิ่งที่น่าสนใจคือบริษัทเป้าหมายสังเกตได้จากราคาและปริมาณของหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายที่มีแนวโน้มสูงขึ้นในช่วงที่มีการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ สะท้อนราคาหลักทรัพย์และพฤติกรรมทางการเงินที่มีการตอบสนองต่อข่าวสาร จากการทบทวนวรรณกรรม แบ่งออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ การทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาด และการทดสอบพฤติกรรมการตอบสนองมากเกินไปหรือน้อยเกินไปของนักลงทุน

แนวคิดเริ่มแรกของการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) เริ่มจากทฤษฎีของ Fama (1970) กล่าวถึงการใช้ราคาหลักทรัพย์เป็นตัวชี้วัดการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสาร ซึ่งหากตลาดมีประสิทธิภาพ ราคาหลักทรัพย์จะตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารใหม่ ๆ ได้อย่างรวดเร็ว ประสิทธิภาพของตลาดแบ่งได้เป็น 3 ระดับ ได้แก่ ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak Form) เป็นสภาพตลาดที่การวิเคราะห์ทางเทคนิคไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ เนื่องจากราคาและข้อมูลในอดีตไม่สามารถใช้คาดการณ์ราคาในอนาคตได้ ต่อมาคือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (Semi-strong Form) เป็นสภาพตลาดที่ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้จากข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณะ รวมถึงการวิเคราะห์เชิงพื้นฐานและการวิเคราะห์ทางเทคนิค เพราะราคาหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงตามข้อมูลข่าวสารที่ถูกเผยแพร่อย่างรวดเร็วยิ่งขึ้น และสภาพตลาดแบบสุดท้ายคือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับสูง (Strong Form) เป็นสภาพตลาดที่ไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินกว่าปกติได้ในระยะยาว เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข่าวสารทุกรูปแบบ ทั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายในไปเรียบร้อยแล้ว



จะสังเกตได้ว่าจากทฤษฎีข้างต้น หากนำมาประยุกต์ใช้กับการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ จะทำให้สามารถทราบได้ว่า ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายสะท้อนประสิทธิภาพตลาดในระดับใด ทั้งนี้ จากการศึกษางานวิจัยต่าง ๆ ทั้งในและต่างประเทศ พบว่ามีบทความและแหล่งข้อมูลความรู้เกี่ยวกับการควบรวมกิจการอยู่เป็นจำนวนมาก แต่ข้อมูลวิจัยเชิงประจักษ์ ส่วนมากจะเป็นผลงานจากต่างประเทศ สำหรับในประเทศไทยงานวิจัยมีค่อนข้างจำกัด อาทิ งานวิจัยของ ชนิษฐา เนียมแสง (2556) ที่ได้ศึกษาผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลา 5 ปี (พ.ศ. 2551-2555) โดยกำหนดช่วงระยะเวลาเหตุการณ์ในการศึกษาจำนวน 61 วัน คือ 30 วันก่อนประกาศ วันประกาศ และ 30 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ สรุปได้ว่า การประกาศควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มก่อนวันประกาศและกลุ่มวันประกาศควบรวมกิจการ ไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ แต่สำหรับกลุ่มหลังวันประกาศควบรวมกิจการ ส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงในกลุ่มบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ แต่ยังไม่พบความแตกต่างที่ชัดเจน นั่นคือการศึกษาสะท้อนให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดอยู่ในประสิทธิภาพระดับปานกลาง จากการที่ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีการสะท้อนข่าวการประกาศควบรวมกิจการ

สำหรับงานวิจัยจากต่างประเทศ Priyanka and Parvinder (2014) ได้ศึกษากลุ่มตัวอย่างในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก เพื่อระบุผลกระทบของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายและหลักทรัพย์บริษัทผู้ซื้อจากการประกาศการควบรวมกิจการ โดยใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์และคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return หรือ CAAR) ของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายและราคาหลักทรัพย์ของบริษัทผู้เสนอราคา ในช่วงเหตุการณ์ (Event Window) ที่แตกต่างกัน โดยเปรียบเทียบผลตอบแทนระหว่างก่อนการประกาศและหลังการประกาศการควบรวมกิจการ ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่า ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายมีผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยเป็นบวกโดยต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ แสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนหลังการประกาศข่าวการควบรวมกิจการจะสูงกว่าผลตอบแทนก่อนการประกาศอย่างชัดเจน นับเป็นตัวบ่งบอกถึงการตอบสนองของตลาดในทันทีที่มีการเปิดเผยข้อมูล สะท้อนถึงประสิทธิภาพของตลาดในระดับปานกลาง หรือผลงานของ Elda (2008) ที่ได้ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายในประเทศแคนาดา พบว่าราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายมีการตอบสนองและปรับตัวได้ดีในระยะสั้น เมื่อบริษัทผู้ซื้อ มีงบดุลที่แข็งแกร่ง โดยพบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่เกินปกติกับตัวแปรทางการเงินของผู้ซื้อกิจการ



ในด้านแนวคิดพฤติกรรมของนักลงทุน เริ่มต้นจาก De Bondt and Thaler (1985) ได้อธิบายว่า นักลงทุนมีความมั่นใจในการวิเคราะห์หลักทรัพย์มากเกินไป ทำให้เกิดพฤติกรรมที่ไม่มีเหตุผล ส่งผลให้มีการคาดการณ์ในข้อมูลหรือข่าวสารมากเกินไป ไม่ว่าข่าวสารนั้นจะเป็นข่าวสารที่ดีหรือไม่ดี ทำให้เกิดการตอบสนองเกินจริง ซึ่งพบว่า กลุ่มหลักทรัพย์ที่เคยมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมน้อยที่สุด (Losers) กลับมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่เคยมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมมากที่สุด (Winners) ในช่วง 3 ปี หลังจากช่วงจัดลำดับ ในทางตรงกันข้าม Jegadeesh and Titman (1993) พบการตอบสนองที่น้อยเกินจริง (Underreaction) โดยศึกษาตัวอย่างหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงปี พ.ศ. 2508-2532 ใช้ช่วงการวิเคราะห์เหตุการณ์ (Event Window) ตั้งแต่ 3 ถึง 12 เดือน พบผลตอบแทนที่เกินปกติจากการเข้าซื้อหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนดีในอดีต และการขายหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนไม่ดีในอดีต อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นหมายความว่าหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนดีในอดีตก็ยังคงมีผลตอบแทนดีในอนาคต ส่วนหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนไม่ดีในอดีตก็ยังคงมีผลตอบแทนที่ไม่ดีในอนาคตเช่นกัน

จากการศึกษางานวิจัยต่าง ๆ พบว่าในประเทศไทยยังไม่มีการศึกษาการตอบสนองมากเกินจริงหรือน้อยเกินจริงต่อการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ แต่มีการศึกษาการตอบสนองมากเกินจริงหรือน้อยเกินจริงในภาพรวมของตลาด โดย ศุภี พิเชฐสกุล (2553) ซึ่งใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงเวลาดังแต่ปี พ.ศ. 2543-2553 โดยพบว่า นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการตอบสนองมากเกินจริงกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่เคยมีอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาลงทุนน้อยที่สุดในช่วงจัดลำดับ (Losers) แต่ไม่พบการตอบสนองมากเกินจริงกับหลักทรัพย์กลุ่มที่เคยมีอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาลงทุนมากที่สุดในช่วงจัดลำดับ (Winners) และสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้ โดยใช้กลยุทธ์การลงทุนแบบสวนตลาด ทำให้สามารถสรุปได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการตอบสนองมากเกินจริง

สำหรับงานศึกษาในต่างประเทศ Sanjay, Siddhartha and Florent (2012) ศึกษาผลกระทบของการประกาศข่าวการควบรวมกิจการต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2548-2552 พบนัยสำคัญของผลตอบแทนช่วงก่อนการประกาศควบรวมกิจการ 5 ใน 6 ของประเทศตัวอย่าง โดยผลตอบแทนเกินปกติก่อนเหตุการณ์เหล่านี้จะเป็นบวกอย่างมากสำหรับอินเดีย จีน รัสเซีย และเกาหลีใต้ แต่ก็ยังเป็นลบอย่างมากสำหรับแอฟริกาใต้ ในช่วงหลังการประกาศควบรวมกิจการ พบสัญญาณการกลับตัวของผลตอบแทนที่เกินปกติ ได้แก่ อินเดีย จีน และเกาหลีใต้ให้ผลกำไรในทางลบ ขณะที่แอฟริกาใต้มีผลตอบแทนที่ดีเป็นอย่างมาก ผลการวิจัยนี้สนับสนุนสมมติฐานการตอบสนองมากเกินจริง และในทาง



ตรงกันข้าม ผลงานวิจัยของ Ragab (2014) มีการจัดกลุ่มตัวอย่างหลักทรัพย์โดยแยกตามขนาดของหลักทรัพย์ พบนัยสำคัญของการตอบสนองน้อยเกินจริงในช่วงเวลา 1 ถึง 3 สัปดาห์ ของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ โดยผลที่ได้จากการศึกษานี้ใช้หลักทรัพย์ตัวอย่างจากตลาดหลักทรัพย์ประเทศอียิปต์ในช่วงปี พ.ศ. 2541–2556

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับการประกาศข่าวการควบรวมกิจการโดยเน้นการพิจารณาในบริษัท เป้าหมายนั้น พบเพียงการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดโดยพิจารณาจากขนาดของบริษัทเท่านั้น ยังไม่มีการต่อยอดไปถึงการทดสอบแนวคิดพฤติกรรมตอบสนองมากเกินไปหรือน้อยเกินจริงที่มีต่อการประกาศ การควบรวมกิจการ และงานวิจัยในประเทศไทยด้านการศึกษาพฤติกรรมการตอบสนองมากเกินไปหรือน้อยเกินจริงยังมีไม่มากนัก ทำให้ผู้วิจัยสนใจที่จะศึกษา โดยทดสอบประสิทธิภาพของตลาดต่อการประกาศข่าว การควบรวมกิจการ โดยแยกพิจารณาบริษัทเป้าหมายออกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรม และจะมีการทดสอบ การตอบสนองมากเกินไปหรือน้อยเกินจริงของนักลงทุนร่วมด้วย เพื่อเป็นการต่อยอดทางงานวิจัย ซึ่งหวังว่า จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจศึกษาต่อ นักลงทุนรายย่อย นักลงทุนสถาบัน ตลอดจนผู้ให้คำแนะนำการลงทุน ในการตัดสินใจลงทุนในอนาคตต่อไป

สมมติฐานการวิจัย

การศึกษานี้ ทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาด โดยวัดผลตอบแทนเกินปกติสะสม ซึ่งกำหนด สมมติฐานดังนี้

H_0 : ไม่มีผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย

H_1 : มีผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย

การศึกษานี้ยังทดสอบประสิทธิภาพตลาดในแต่ละหมวดอุตสาหกรรม และทดสอบการตอบสนองมากเกินไปหรือน้อยเกินจริง เพื่อให้ทราบถึงพฤติกรรมผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายในช่วงก่อน ระหว่าง และหลังการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ โดยกำหนดสมมติฐานดังนี้

H_{0a} : ไม่มีการตอบสนองเกินจริงต่อการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ

H_{1a} : มีการตอบสนองเกินจริงต่อการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ

H_{1b} : มีการตอบสนองน้อยเกินจริงต่อการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ

กรอบแนวคิดในการวิจัย

เนื่องจากการควบรวมกิจการเป็นหนึ่งในกลยุทธ์ที่มีความสำคัญของบริษัท การศึกษานี้จึงจะทดสอบ ประสิทธิภาพของตลาดว่า ข่าวประกาศการควบรวมกิจการนั้นส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายใน



การควบรวมกิจการอย่างไร โดยเป็นการวิเคราะห์ผลของเหตุการณ์ที่มีต่อบริษัท หลังจากนั้นจะศึกษาต่อเนื่องถึงการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวประกาศการควบรวมกิจการว่าสะท้อนมากเกินไปจริงหรือน้อยเกินไปจริงหรือไม่ เพื่อเป็นแนวทางสำหรับนักลงทุนในการวิเคราะห์แนวโน้มราคาหลักทรัพย์เมื่อมีข่าวประกาศการควบรวมกิจการ

ส่วนการกำหนดกรอบระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษานั้น จากการศึกษาของ Mackinley (1997) พบว่าในเวลาระยะสั้นช่วงรอบ ๆ วันที่มีการประกาศการควบรวมกิจการ ควรรวมช่วงเวลา Estimation และช่วงเหตุการณ์ (Event Window) เข้าไปด้วย เนื่องจากไม่แน่ใจว่าวันที่มีการประกาศการควบรวมกิจการ (Day 0) ได้ถูกเลือกมาอย่างถูกต้อง อีกทั้งมีการใช้หน้าต่างการประมาณค่า (Estimation Window) เพื่อหาค่าพารามิเตอร์ของแบบจำลองตลาด และคำนวณผลตอบแทนจากการลงทุนในตราสารทุนในช่วงที่มีการประกาศการควบรวมกิจการและในช่วงที่ไม่มีการประกาศการควบรวมกิจการ และจากการศึกษาของ Priyanka and Parvinder (2014) ที่พบนัยสำคัญของผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยในช่วงเวลา ± 7 วัน ของหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายในช่วงเวลาการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ โดยใช้วันที่ -250 จนถึงวันที่ -7 เป็นหน้าต่างการประมาณค่า (Estimation Window) ซึ่งวิธีนี้จะสามารถรับมือกับการรบกวนของข้อมูลการตอบสนองที่ช้าของตลาด และผลกระทบจากการสิ้นสุดของวันทำการตอบบัญชีอีกด้วย

ระเบียบวิธีวิจัย

งานวิจัยนี้มีการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากฐานข้อมูล Datastream, Bualuang Basis2.2 และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งข้อมูลที่ใช้จะเป็นข้อมูลสถิติการควบรวมกิจการประจำปี (Fact Book) ข้อมูลสถิติดัชนีย้อนหลังของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ราคาปิดของหลักทรัพย์ และข่าวการประกาศควบรวมกิจการในช่วงปี พ.ศ. 2540–2560 รวม 21 ปี มีหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายตัวอย่างทั้งหมด 228 หลักทรัพย์

การทดสอบประสิทธิภาพของตลาดเริ่มจากการนำข้อมูลดัชนีย้อนหลังของตลาดและราคาปิดของหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายไปคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์และคำนวณอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หลังจากนั้นก็จะคำนวณผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ สามารถเขียนเป็นรูปสมการได้ ดังนี้

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (1)$$

โดย $E(R_{it})$ = ผลตอบแทนที่คาดหวังรายวันของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-7 ถึง +7)



α_i = ค่าอัลฟาของหลักทรัพย์ i

β_i = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ i

R_m = ผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลา t (-7 ถึง +7)

นำผลที่ได้จากการคำนวณสมการผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในช่วงการรวบรวมกิจการ (15 วัน) ไปแทนค่าเพื่อหาค่าผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ในสมการที่ (2)

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

โดย AR_{it} = ผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-7 ถึง +7)

R_{it} = ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-7 ถึง +7)

$E(R_{it})$ = ผลตอบแทนที่คาดหวังรายวันของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-7 ถึง +7)

ต่อมานำผลจากการคำนวณค่าผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ในช่วงเหตุการณ์ 15 วันไปคำนวณหาค่าของผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในสมการที่ (3)

$$CAR_{it} = \sum_{t=0}^n AR_{it} \quad (3)$$

โดย CAR_{it} = ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมตั้งแต่วันที่ t (-7 ถึง +7)

AR_{it} = ผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-7 ถึง +7)

เนื่องจากผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นเพียงการพิจารณาผลของหลักทรัพย์ตัวเดียวเท่านั้น จึงควรใช้ค่าเฉลี่ยของข้อมูลหลักทรัพย์ โดยสามารถคำนวณหาค่าของผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในสมการที่ (4)

$$CAAR_t = \sum_{i=1}^n \frac{CAR_{it}}{N} \quad (4)$$

โดย $CAAR_t$ = ผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยตั้งแต่วันที่ t (-7 ถึง +7)

CAR_{it} = ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมตั้งแต่วันที่ t (-7 ถึง +7)

N = จำนวนตัวอย่างทั้งหมด

จากนั้นจึงนำผลการคำนวณของผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยที่ได้ของกลุ่มตัวอย่างไปทำการทดสอบสมมติฐานด้วยค่าสถิติ t เพื่อทดสอบว่าก่อนวันประกาศควบรวมกิจการ วันประกาศ และหลังวันประกาศควบรวมกิจการ ตลอดจนกลุ่มอุตสาหกรรมของบริษัทเป้าหมาย มีผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

ส่วนการทดสอบการตอบสนองมากเกินไปจริงหรือน้อยเกินไปจริงของหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายที่มีต่อการประกาศข่าวการควบรวมกิจการนั้น จะใช้การแบ่งอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์และดัชนีตลาด



หลักทรัพย์ออกเป็น 3 ช่วงเวลา ได้แก่ ช่วงก่อนการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ หรือช่วงจัดลำดับ (วันที่ -7 ถึง -1) วันประกาศข่าวการควบรวมกิจการ (วันที่ 0) และช่วงหลังการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ หรือช่วงทดสอบ (วันที่ 1 ถึง 7) โดยในการคำนวณอัตราผลตอบแทน จะเป็นการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาการลงทุน (Holding Period Return: HPR) ดังนี้

$$HPR_i(k) = (1 + r_{i,-7})(1 + r_{i,-6}) \dots (1 + r_{i,k-1})(1 + r_{i,k}); k \leq 0 \quad (5)$$

$$HPR_i(k) = (1 + r_{i,1})(1 + r_{i,2}) \dots (1 + r_{i,k-1})(1 + r_{i,k}); k > 0 \quad (6)$$

ดังนั้น อัตราผลตอบแทนของช่วงระยะเวลาลงทุนในวันที่ $t = 0$ จะได้สมการดังนี้

$$HPR_i(0) = (1 + r_{i,-7})(1 + r_{i,-6}) \dots (1 + r_{i,-1})(1 + r_{i,0}) \quad (7)$$

หลังจากนั้น นำ $HPR_i(0)$ ที่ได้ในแต่ละช่วงมาเรียงลำดับจากน้อยไปมาก เพื่อจัดกลุ่มของหลักทรัพย์ โดยให้หลักทรัพย์จำนวน 1 ใน 10 ของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่มีค่า $HPR_i(0)$ น้อยที่สุดจะถูกจัดกลุ่มเป็น Losers และหลักทรัพย์จำนวน 1 ใน 10 ของหลักทรัพย์ทั้งหมดที่มีค่า $HPR_i(0)$ มากที่สุดจะถูกจัดอยู่ในกลุ่ม Winners ต่อมาคือการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาลงทุน ของหลักทรัพย์ทุกตัวในกลุ่ม Losers และกลุ่ม Winners ตั้งแต่วันที่ 1 ถึงวันที่ 7 (Test Period) โดยคำนวณตามสมการที่ (6) เพื่อนำผลที่ได้มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาลงทุนเกินปกติ (Holding Period Abnormal Return: HPAR) ของกลุ่มหลักทรัพย์ Losers และ Winners จากสมการต่อไปนี้

$$HPAR_{W/Li}(k) = HPR_{W/Li}(k) - HPR_M(k) \quad (8)$$

โดย $HPAR_{W/Li}(k)$ = อัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาลงทุนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ใด ๆ ที่อยู่ในกลุ่ม Losers/Winners

$HPR_{W/Li}(k)$ = อัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาลงทุนของหลักทรัพย์ i ใด ๆ ที่อยู่ในกลุ่ม Losers/Winners

$HPR_M(k)$ = อัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาลงทุนของตลาดที่คำนวณโดยใช้ดัชนีตลาด

จากนั้นนำ $HPAR_{W/Li}(k)$ ที่ได้มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาลงทุนเกินปกติเฉลี่ย (Average Holding Period Abnormal Return: AHPAR) จากสมการดังนี้

$$AHPAR_{W/L}(k) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n HPAR_{W/Li} \quad (9)$$

โดย $AHPAR_{W/L}(k)$ = อัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาลงทุนเกินปกติเฉลี่ยของกลุ่ม Losers/Winners



n = จำนวนหลักทรัพย์ทั้งหมดที่อยู่ในกลุ่ม Losers/Winners

นำค่าอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาลงทุนเกินปกติเฉลี่ย (AHPAR) ที่ได้มาทำการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ t เพื่อเป็นการทดสอบว่านักลงทุนมีการตอบสนองมากเกินไปจริงหรือน้อยเกินไปจริงต่อการประกาศข่าวการควบรวมกิจการหรือไม่

ผลการวิจัย

ผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติด้วยค่า t เพื่อทดสอบประสิทธิภาพตลาดว่าในช่วงเวลาก่อน ระหว่าง และหลังการประกาศข่าวการควบรวมกิจการนั้น พบผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยหรือไม่ และยังทดสอบสมมติฐานทางสถิติด้วยค่า t ว่าพบพฤติกรรมการตอบสนองมากเกินไปจริงหรือน้อยเกินไปจริงต่อการประกาศข่าวการควบรวมกิจการหรือไม่ ทั้งนี้พิจารณาจากข่าวการประกาศควบรวมกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงปี พ.ศ. 2540–2560 รวมทั้งหมด 21 ปี มีหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายตัวอย่างทั้งหมด 228 หลักทรัพย์

สำหรับการทดสอบประสิทธิภาพตลาด การศึกษาได้เลือกใช้ใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยรายวันของกลุ่มหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายในช่วงเวลา ± 7 วันทำการ ในช่วงการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ ซึ่งอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยได้มาจากการนำค่าผลตอบแทนที่คาดหวังไปคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติ จากนั้นนำผลตอบแทนเกินปกติไปหาค่าผลตอบแทนเกินปกติสะสม และนำผลตอบแทนเกินปกติสะสมไปหาค่าเฉลี่ย แล้วจึงนำค่าที่ได้ไปทดสอบสมมติฐานว่าผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยนั้นแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ งานวิจัยนี้ได้ทดสอบในภาพรวมของทั้งตลาด และทดสอบแยกกลุ่มอุตสาหกรรมได้ผล ปรากฏดังนี้



ตาราง 1 อัตราผลตอบแทนสะสมเฉลี่ย (CAAR)

วันที่	กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ	กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี	กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร	กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค	กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม	กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน	รวม
7	0.0724**	-0.0554*	0.0196	0.0436	0.0288	0.0645	0.0138	0.0192	0.0338**
6	0.0622**	-0.0522*	0.0202	0.0331	0.0318	0.0644	0.0154	0.0191	0.0309**
5	0.0642**	-0.0486*	0.0237	0.0417	0.0335	0.0575	0.0182	0.0213	0.0328***
4	0.0697***	-0.0432*	0.0251	0.0518	0.0335	0.0467	0.0212	0.0206	0.0343***
3	0.0703**	-0.0382*	0.0274	0.0599	0.0305	0.0497*	0.0299	0.0219	0.0378***
2	0.0741***	-0.0380*	0.0338	0.0509	0.0336*	0.0416*	0.0333	0.0273	0.0382***
1	0.0741***	-0.0302	0.0338	0.0437	0.0401*	0.0339	0.0341	0.0309	0.0379***
0	0.0659***	-0.0253	0.0238	0.0314	0.0442*	0.0321	0.0363	0.0234	0.0334***
-1	0.0549***	-0.0258*	-0.0062	-0.0169	-0.0015	0.0012	0.0229	0.0064	0.0113*
-2	0.0327**	-0.0257**	-0.0193**	-0.0151	-0.0157	0.0042	0.0040	-0.0036	0.0016
-3	0.0160*	-0.0182**	-0.0209***	-0.0152*	-0.0245	0.0038	0.0012	-0.0057	-0.0026
-4	0.0096	-0.0140***	-0.0163**	-0.0184*	-0.0078	-0.0007	0.0019	-0.0033	-0.0031
-5	0.0047	-0.0104*	-0.0143**	-0.0182**	-0.0020	-0.0025	0.0019	-0.0036	-0.0037*
-6	0.0051	-0.0067	-0.0051	-0.0121	-0.0060*	0.0018	0.0042	0.0000	-0.0007
-7	-0.0012	-0.0060	-0.0033**	-0.0084**	-0.0145*	-0.0016	-0.0043	-0.0007	-0.0037***

หมายเหตุ: *, ** และ *** แสดงระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

จากตาราง 1 แสดงผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยในช่วงเหตุการณ์ (+/-7 วัน) ของหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมาย พบว่า ผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยมีการปรับตัวสูงขึ้นในวันที่มีการประกาศข่าวและหลังวันประกาศข่าวการควบรวมกิจการอย่างเห็นได้ชัด โดยพบนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ในวันที่ 0 ถึง 5 ซึ่งมีผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยสูงสุดอยู่ที่ 3.82% ในทางตรงข้าม พบผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยเป็นลบในช่วงเวลาก่อนวันประกาศข่าวการควบรวมกิจการ ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติอยู่ที่ 90% และ 99% นัยสำคัญทางสถิติเหล่านี้แสดงให้เห็นว่า ตลาดหลักทรัพย์มีการตอบสนองต่อการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ รวมถึงอาจมีการทราบข่าวล่วงหน้าเป็นการภายในในวงจำกัด การศึกษาครั้งนี้ได้จำแนกกลุ่มตัวอย่างตามกลุ่มอุตสาหกรรมและทดสอบนัยสำคัญทางสถิติ โดยแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม 8 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ทรัพยากร เทคโนโลยี อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง สินค้าอุปโภคบริโภค เกษตรและ



อุตสาหกรรมอาหาร สินค้าอุตสาหกรรม และธุรกิจการเงิน ผลการศึกษาพบลักษณะของผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยแตกต่างกันไปในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มบริการน่าสนใจที่นัยสำคัญทางสถิติที่พบในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยเป็นบวกทั้งหมด เพิ่มขึ้นตั้งแต่ 1 วันก่อนการประกาศ จนถึงช่วงหลังการประกาศ ตรงกันข้ามกับกลุ่มเทคโนโลยี พบนัยสำคัญทางสถิติที่มีผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยเป็นลบทั้งหมด ทั้งในช่วงก่อนและหลังการประกาศ ขบวนการรวบรวมกิจการ ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยที่มีนัยสำคัญเป็นลบทั้งหมดในช่วงก่อนประกาศขบวนการรวบรวมกิจการ ซึ่งมีลักษณะสอดคล้องกับกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ในขณะที่กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค พบลักษณะผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยใกล้เคียงกับภาพรวม กล่าวคือ ในช่วงก่อนการประกาศขบวนการรวบรวมกิจการมีผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นลบ และในวันประกาศรวมถึงหลังการประกาศขบวนการรวบรวมกิจการมีผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยเป็นบวก แต่ในกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร พบนัยสำคัญเพียงเล็กน้อยสำหรับผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยที่เป็นบวกในช่วงหลังประกาศขบวนการรวบรวมกิจการ โดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่ไม่พบนัยสำคัญทางสถิติในส่วนของผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยคือ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมและกลุ่มธุรกิจการเงิน

ในส่วนต่อมา การทดสอบพฤติกรรมการตอบสนองมากเกินไปจริงหรือน้อยเกินไปจริงของนักลงทุน ได้แบ่งช่วงเวลาออกเป็นช่วงจัดลำดับและช่วงทดสอบ และคำนวณหาผลตอบแทนของแต่ละช่วงระยะเวลาลงทุน (Holding Period Return: HPR) และนำไปสู่การทดสอบสมมติฐานทางสถิติด้วยค่า t ถึงการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศขบวนการรวบรวมกิจการ

ตาราง 2 อัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาลงทุนเกินปกติเฉลี่ย (AHPAR)

	Losers	Winners	Losers-Winners
AHPAR	-0.0540*	0.0084	-0.0623**

หมายเหตุ: *, ** และ *** แสดงระดับความเชื่อมั่น 90%, 95% และ 99% ตามลำดับ

จากผลการศึกษาแสดงถึงการตอบสนองน้อยเกินไปจริง (Underreaction) ในหลักทรัพย์กลุ่ม Losers ซึ่งสอดคล้องกับภาพรวมของอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาลงทุนเกินปกติเฉลี่ยของกลุ่ม Losers-Winners ผลเหล่านี้สะท้อนให้เห็นว่าหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนน้อยในช่วงก่อนการประกาศขบวนการรวบรวมกิจการ ก็ยังคงให้ผลตอบแทนที่น้อยเช่นเดิมในช่วงวันประกาศข่าวและหลังวันประกาศขบวนการรวบรวมกิจการ



ในทางตรงข้ามก็สามารถอนุมานได้ว่า หลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนมากในช่วงก่อนการประกาศข่าวการควบรวมกิจการก็ยังคงให้ผลตอบแทนที่มากในช่วงวันประกาศข่าวและหลังวันประกาศข่าวการควบรวมกิจการเช่นกัน

สรุปและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้ศึกษาถึงการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายที่มีต่อการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ โดยทดสอบประสิทธิภาพของตลาด และทดสอบพฤติกรรมการตอบสนองมากเกินไปเกินจริงหรือน้อยเกินจริง ซึ่งเป็นตัวบ่งชี้ว่าผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยของหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายในกลุ่มอุตสาหกรรมนั้นมีลักษณะเป็นอย่างไร ในช่วงก่อน ระหว่าง และหลังการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ อีกทั้งยังบ่งชี้ถึงทิศทางการตอบสนองของอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาลงทุนเกินปกติเฉลี่ยว่าเป็นไปในทิศทางเดิมหรือมีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งสะท้อนถึงการตอบสนองมากเกินไปเกินจริงหรือน้อยเกินจริง ทั้งนี้ได้ศึกษาถึงผลกระทบจากการประกาศข่าวการควบรวมกิจการว่ามีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายอย่างไร โดยศึกษารายกลุ่มอุตสาหกรรม

ผลการศึกษาทำให้ทราบว่า การประกาศข่าวการควบรวมกิจการมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมาย โดยในด้านทฤษฎีการทดสอบประสิทธิภาพของตลาด ภาพรวมพบนัยสำคัญทางสถิติของผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยเป็นบวก และมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงที่มีการประกาศข่าวการควบรวมกิจการอย่างชัดเจน ในขณะที่ช่วงก่อนการควบรวมกิจการพบนัยสำคัญทางสถิติของผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยเป็นลบ ทั้งนี้เมื่อพิจารณาเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า แต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีลักษณะการตอบสนองที่แตกต่างกันไป โดยในกลุ่มบริการพบนัยสำคัญทางสถิติว่า กลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยเป็นบวก ตรงข้ามกับกลุ่มเทคโนโลยีที่พบนัยสำคัญทางสถิติของผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยเป็นลบทั้งหมด ทั้งในช่วงก่อนและหลังการประกาศข่าวการควบรวมกิจการ นอกจากนี้ยังพบนัยสำคัญทางสถิติของผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยที่เป็นในช่วงก่อนประกาศข่าวการควบรวมกิจการในกลุ่มทรัพยากร กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค อีกทั้งยังพบลักษณะการตอบสนองที่คล้ายกันนี้ในกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค และกลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ในวันที่มีการประกาศข่าวและหลังวันประกาศข่าวการควบรวมกิจการ พบผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงพบประเด็นที่น่าสนใจว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยมีการปรับตัวไปในทิศทางเดียวกัน สอดคล้องกับผลการศึกษาพฤติกรรมการตอบสนองของนักลงทุนที่น้อยเกินจริง บ่งชี้ให้เห็นว่าหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนน้อยในช่วงก่อนการประกาศข่าวการควบรวมกิจการก็ยังคงให้ผลตอบแทนที่น้อยเช่นเดิมในช่วงวันประกาศข่าว



และหลังวันประกาศข่าวการควบรวมกิจการ และในทางตรงข้าม ก็สามารถอนุมานได้ว่าหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนมากในช่วงก่อนการประกาศข่าวการควบรวมกิจการก็ยังคงให้ผลตอบแทนที่มากในช่วงวันประกาศข่าวและหลังวันประกาศข่าวการควบรวมกิจการ หรือก็คือ ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายมีการเคลื่อนไหวในทิศทางหรือแนวโน้มเดียวกันทั้งในช่วงก่อน ระหว่าง และหลังการประกาศข่าวควบรวมกิจการ

ข้อเสนอแนะ

สำหรับนักลงทุนหรือผู้ที่ต้องการเข้าทำกำไรในหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายที่มีการประกาศควบรวมกิจการนั้น การศึกษามีข้อเสนอแนะว่าให้ขายหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายที่เป็นหลักทรัพย์ Losers และในทางตรงกันข้ามให้ถือหรือเข้าซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทเป้าหมายที่เป็นหลักทรัพย์ Winners โดยพิจารณาจากกลุ่มอุตสาหกรรมประกอบการพิจารณา ดังตัวอย่างเช่นกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ นักลงทุนหรือผู้ที่สนใจสามารถเข้าซื้อในช่วงที่มีการประกาศข่าวการควบรวมกิจการและขายทำกำไรได้ภายในระยะเวลา 7 วันทำการหลังประกาศข่าวการควบรวมกิจการ ตรงกันข้ามกับกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ที่นักลงทุนหรือผู้ที่ถือหลักทรัพย์อยู่ก็สามารถขายหลักทรัพย์ในวันที่มีการประกาศข่าวการควบรวมกิจการเพื่อหลีกเลี่ยงหรือลดการขาดทุนได้เช่นกัน

เอกสารอ้างอิง

- ชนินฐา เนียมแสง. (2556). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศการควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2551–2555. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจ มหบัณฑิต, มหาวิทยาลัยศิลปากร.
- ศุติ พิเชฐสกุล. (2553). ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการตอบสนองมากเกินไปจริงหรือไม่เมื่อวัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยใช้ CAPM. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Abdourahmane, D. (2011). The effect of mergers and acquisitions on shareholder wealth: the case of European banks, in *First International Conference of Cost Action IS0902, Systemic Risks, Financial Crises, and Credit*, May 2011, Saint Denis, France.
- De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact?. *Journal of Finance*, 40(3), 793-805.
- Elda, A. P. G. (2008). *Stock Price Reaction to Merger and Acquisition Announcements in Canada*. Unpublished master thesis, University of North Carolina Wilmington, Canada.



- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *Journal of Finance*, 65-91.
- Leeth, J. D., & Borg, J. R. (2000). The impact of takeovers on shareholder wealth during the 1920s merger wave. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2), 217-238.
- Mackinley, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35, 13-39.
- Priyanka, S., & Parvinder, A. (2014). M&A announcements and their effect on return to shareholders: An event study. *Accounting and Finance Research*, 3(2), 170-190.
- Ragab, A. Y. (2014). *Testing short-term over/underreaction hypothesis: Empirical evidence from the Egyptian stock exchange*. Unpublished master thesis, The American University in Cairo, Egypt.
- Sanjay, S., Siddhartha, B., & Florent, D. (2012). The impact of M&A announcement and financing strategy on stock returns: Evidence from BRICKS market. *International Journal of Economics and Finance*, 4(11), 76-90.
- Soongswang, A. (2011). Total gains: Do mergers and acquisitions pay investors in the event firms?. *Asian Journal of Business and Management Sciences*, 1(2), 136-149.