

ผลกระทบของแต่ละรูปแบบการครอบงำและควมรวมกิจการ ต่อการตอบสนองราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้น



ผลกระทบของแต่ละรูปแบบการควบรวมกิจการและการตอบสนองราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้น

ไกรวิชญ์ อามาตย์เสนา^{1*}

ปริญดา สุขเจริญสิน²

คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ ประเทศไทย¹

คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ ประเทศไทย²

Email: kraivich.ama@stu.nida.ac.th¹

*ผู้รับผิดชอบบทความ

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาผลกระทบและการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของแต่ละรูปแบบการควบรวมกิจการและควบรวมกิจการในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์ ช่วงเวลาเกิดเหตุการณ์ และหลังเกิดเหตุการณ์ยื่นคำเสนอซื้อการควบรวมกิจการในระยะสั้น โดยงานวิจัยนี้ศึกษาในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำแนกตามรูปแบบการควบรวมกิจการได้แก่การควบรวมกิจการตามแนวนอน (Horizontal Merger) การควบรวมกิจการตามแนวตั้ง (Vertical Merger) และการควบรวมกิจการซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กัน (Conglomerate Merger) ที่มีการประกาศการควบรวมกิจการและการควบรวมกิจการผ่านธุรกรรมการทำคำเสนอซื้ออย่างเป็นทางการด้วยวัตถุประสงค์ประสงค์ของการควบรวมกิจการทั้งแบบการรวมกิจการและการควบรวมกิจการตั้งตั้งแต่ปี พ.ศ. 2539-2562 โดยจะศึกษาในบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย และแยกออกเป็นธุรกรรมแบบสำเร็จและไม่สำเร็จ โดยใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) จำนวน 21 วัน (-10 ถึง +10) จากนั้นทำการทดสอบความมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ผ่านการทดสอบ t-statistic ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์มีการตอบสนองต่อเหตุการณ์การควบรวมกิจการผ่านอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมทั้งเป็นบวกและเป็นลบ แต่ส่วนมากจะมีนัยสำคัญทางสถิติในทางลบ และเมื่อพิจารณาผลการศึกษาโดยรวมพบว่าการควบรวมกิจการแบบแนวนอนบริษัทเป้าหมายมีทิศทางที่ดีกว่าบริษัทผู้ซื้อ และกรณีไม่สำเร็จมีทิศทางที่ดีกว่าสำเร็จ การควบรวมกิจการแบบแนวตั้งบริษัทผู้ซื้อทิศทางที่ดีกว่าถ้าการทำธุรกรรมนั้นสำเร็จ แต่บริษัทเป้าหมายมีทิศทางที่ดีกว่าถ้าการทำธุรกรรมนั้นไม่สำเร็จ และการควบรวมกิจการแบบไม่มีความสัมพันธ์กันบริษัทเป้าหมายมีทิศทางที่ดีกว่าบริษัทผู้ซื้อ และกรณีสำเร็จมีทิศทางที่ดีกว่าไม่สำเร็จในบริษัทผู้ซื้อ แต่กรณีไม่สำเร็จมีทิศทางที่ดีกว่าสำเร็จในบริษัทเป้าหมาย

คำสำคัญ: รูปแบบการควบรวมกิจการ; การตอบสนอง; ราคาหลักทรัพย์; ระยะสั้น

THE EFFECT OF EACH TYPES OF ACQUISITIONS AND MERGERS ON SHORT-TERM STOCK PRICE RESPONSE

Kraivich Amatsena^{1*}Pariyada Sukcharoensin²Graduate School of Development Economics, National Institute of Development Administration, Thailand¹Graduate School of Development Economics, National Institute of Development Administration, Thailand²Email: kraivich.ama@stu.nida.ac.th¹

*Corresponding Author

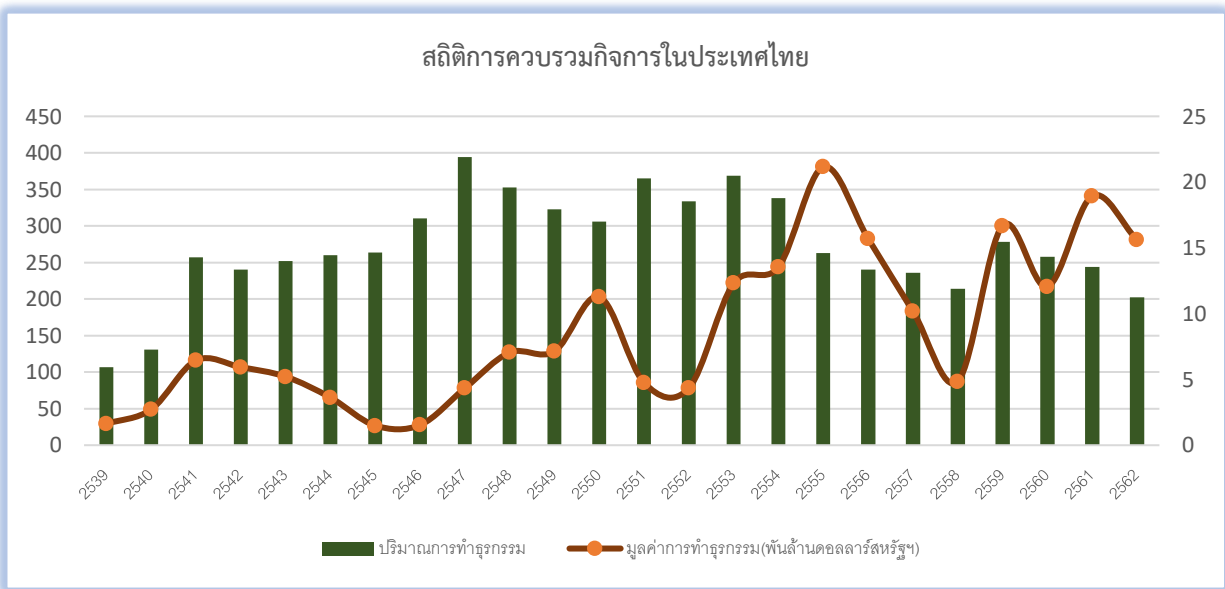
Abstract

This research aims to study the effects and dynamics of the securities yields of each types of acquisitions and mergers firms in the short-term tender offer of the pre-event time, event time and post-event time listed on the Stock Exchange of Thailand classified by Horizontal merger, Vertical Merger and Conglomerate merger which announced the takeover and merger through a formal tender offer for the purpose of mergers and acquisitions between 1996 and 2019. The samples of companies with bidder and target firms are selected in this study and split into successful and unsuccessful transactions. The event study method with 21 days (-10 to +10) is employed in this study and tests significance of Average Abnormal Return (AAR) and Cumulative Average Abnormal Return (CAAR) through t-statistic test. The empirical results show that there are both positive and negative AAR and CAAR but most have negative statistical significance. Considering the overall results from events through AAR and CAAR, horizontal merger of the target firms tend to be better than tender firms and unsuccessful cases are better direction than successful. Vertical merger of the tender firms tend to be better than target firms in successful cases but worse in unsuccessful. Conglomerate merger of the target firms tend to be better than tender firms and successful cases are better direction than unsuccessful in tender firms but worse in target firms.

Keywords: Types of acquisition and merger; Response; Stock price; Short-Term

บทนำ

เนื่องด้วยสภาพเศรษฐกิจของประเทศไทยในปัจจุบันซึ่งมีการแข่งขันที่รุนแรง และคู่แข่งของกิจการมีทั้งกิจการระดับท้องถิ่น กิจการขนาดใหญ่ระดับประเทศ และกิจการข้ามชาติ ประกอบกับการเปลี่ยนแปลงสภาพแวดล้อมทางธุรกิจเป็นไปอย่างรวดเร็วและบางครั้งรุนแรง ซึ่งเป็นโอกาสและความท้าทายของธุรกิจที่ต้องมีการปรับตัวและสร้างความแข็งแกร่งให้ได้ในสภาพแวดล้อมรูปแบบใหม่ การบริหารโครงสร้างของกิจการให้มีมูลค่าสูงที่สุด ไม่ว่าจะเป็นการขยายตัว ลดขนาด การกระจายกลุ่มธุรกิจออกไปครอบคลุมกลุ่มธุรกิจใหม่ซึ่งใกล้เคียงกันหรือแตกต่างกันมาก ทำให้ธุรกิจต้องมีกลยุทธ์เติบโตจากเดิมที่ธุรกิจจะเน้นการเติบโตจากภายใน (Organic Growth) เป็นการเติบโตจากภายในองค์กรเองซึ่งเป็นการเติบโตโดยเข้าสู่ธุรกิจใหม่หรือเติบโตจากธุรกิจเดิม แต่ในปัจจุบันกลยุทธ์ที่เป็นนิยมและช่วยให้ธุรกิจมีการเติบโตแบบก้าวกระโดด คือการเติบโตจากภายนอก (Inorganic Growth) โดยใช้วิธีการควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions : M&A) การควบรวมกิจการจึงเป็นการเพิ่มมูลค่า (Synergy) ถ้าบริษัทที่เกิดจากการควบรวมกิจการมีมูลค่ารวมมากกว่าบริษัทเดิมก่อนการรวมกิจการเข้าด้วยกัน ถือว่าเป็นการเพิ่มมูลค่าซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทเดิมโดยรวม ก่อให้เกิดการประหยัดต่อขนาด (economies of scale) ประโยชน์ทางการบริหารจัดการ การใช้ทรัพยากรมีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น และเพิ่มอำนาจทางการตลาด



รูปภาพที่ 1 แสดงปริมาณและมูลค่าการทำธุรกรรมการควบรวมกิจการที่เกิดขึ้นในประเทศไทยปี พ.ศ. 2539-2562 ข้อมูลทางสถิติจาก <http://imaa-institute.org>

สำหรับประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550-2562 พบว่ามีการควบรวมกิจการของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกิดขึ้นกว่า 3,500 รายการ มูลค่าประมาณ 160 พันล้านดอลลาร์เหรียญสหรัฐ (ข้อมูลจาก : The Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances : IMAA) โดยประเทศไทยการควบรวมกิจการมีจำนวนเพิ่มสูงขึ้นทั้งในรูปแบบของการทำธุรกรรม การควบรวมในประเทศและการเข้าไปซื้อกิจการในต่างประเทศในรูปแบบของการเข้าถือหุ้น การเข้าซื้อกิจการ และการร่วมทุนระหว่างกันจากอุตสาหกรรมที่มีความหลากหลายมากขึ้น โดยรูปแบบการควบรวมกิจการแบ่งออกเป็น 3 แบบ ได้แก่ การควบรวม

แนวนอน (Horizontal Merger) การควบรวมแนวตั้ง (Vertical Merger) และการควบรวมธุรกิจซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กัน (Conglomerate Merger)

โดยพฤติกรรมของราคาหุ้นจะสามารถช่วยวิเคราะห์ผลกระทบของการควบรวมกิจการที่มีต่อการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งแนวความคิดนี้ได้รับการพัฒนามาจากความเชื่อที่ว่า ตลาดมีกลไกการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพและราคาได้สะท้อนข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่ในตลาดอย่างถูกต้อง (Semi-strong Efficiency) ตามแนวคิดนี้เมื่อมีเหตุการณ์การควบรวมกิจการ ถ้าตลาดเห็นว่าเหตุการณ์จะนำไปสู่การปรับปรุงผลการดำเนินงานของบริษัท ตลาดจะปรับตัวให้ราคาหุ้นสูงขึ้น ในทางกลับกันหากตลาดเห็นว่าเหตุการณ์นี้จะก่อให้เกิดผลเสียแก่บริษัท ตลาดจะปรับตัวราคาหุ้นลดลงลงหน้า จึงเป็นการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ผ่านการใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return : AR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return : CAR) ซึ่งอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์จะเกิดขึ้นเมื่ออัตราผลตอบแทนที่แท้จริงของหลักทรัพย์อยู่สูงหรือต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับตามแบบจำลองตลาด (อัญญา ชันธวิทย์, 2540, หน้า 77) ซึ่งการศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาระยะสั้น เพื่อดูการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ว่าการเปลี่ยนแปลงไปมากน้อยเพียงใดในช่วงเกิดเหตุการณ์ ก่อนและหลังการควบรวมกิจการ นำไปสู่การสร้างกลยุทธ์แก่นักลงทุนรายย่อยในการเลือกวิธีลงทุนกับหลักทรัพย์ที่มีเหตุการณ์การควบรวมกิจการในแต่ละรูปแบบในอนาคต

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นการศึกษาผลกระทบและการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของแต่ละรูปแบบการควบรวมกิจการและควบรวมกิจการในช่วงเวลาเกิดเหตุการณ์ ช่วงเวลาเกิดเหตุการณ์ และหลังเกิดเหตุการณ์ยื่นคำเสนอซื้อการควบรวมกิจการและควบรวมกิจการในระยะสั้น

โดยประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับของงานวิจัยนี้คือทำให้นักลงทุนหรือผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทราบถึงผลกระทบและการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของแต่ละรูปแบบการควบรวมกิจการและควบรวมกิจการในช่วงเวลาเกิดเหตุการณ์ ช่วงเวลาเกิดเหตุการณ์ และหลังเกิดเหตุการณ์ยื่นคำเสนอซื้อการควบรวมกิจการ เพื่อเป็นแนวทางในการสร้างกลยุทธ์การลงทุนให้เหมาะสมถ้าเกิดเหตุการณ์การควบรวมกิจการในอนาคต และทำให้ผู้บริหารได้ทราบถึงผลกระทบและการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์สามารถนำไปวิเคราะห์เพื่อเป็นแนวทางการเติบโตของกิจการในอนาคตเพื่อสร้างผลประโยชน์แก่บริษัทและผู้ถือหุ้น

งานวิจัยนี้ขอบเขตการศึกษาคือข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นราคาหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยแยกตามรูปแบบการควบรวมที่มีการควบรวมกิจการตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ.2562 เป็นระยะเวลา 24 ปี โดยใช้ข้อมูลการควบรวมกิจการและควบรวมกิจการจากแบบรายงานการได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ของกิจการ (แบบ246-2) ในเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.) และใช้ฐานข้อมูล Thomson Reuters

ทบทวนวรรณกรรม

การครอบงำและควบรวมกิจการเป็นกลยุทธ์หนึ่งในปัจจุบันบริษัทต่าง ๆ ให้ความสนใจและเป็นที่ยอมรับมากขึ้น เมื่อมีครอบงำและควบรวมกิจการราคาหุ้นมักจะปรับตัวเพื่อตอบสนองต่อเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น จากการศึกษาทบทวนวรรณกรรมพบว่า มีทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง 2 ทฤษฎี ได้แก่ ทฤษฎีการควบรวมกิจการและการครอบงำกิจการ และทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด

ทฤษฎีการควบรวมกิจการและการครอบงำกิจการ ได้จำแนกประเภทของการรวมกิจการ เป็น 3 ประเภท ได้แก่ การควบรวมกิจการตามแนวนอน (Horizontal Merger) เป็นการควบรวมกิจการ โดยบริษัทที่รวมกิจการอยู่ในธุรกิจชนิดเดียวกันหรือบริการในทำนองเดียวกัน มีเป้าหมายเพื่อการประหยัดต่อขนาด ลดคู่แข่ง ขยายส่วนแบ่งตลาด และถ่ายทอดเทคโนโลยีหรือบุคลากร ตัวอย่างของการควบรวมกิจการในรูปแบบนี้ คือ การควบรวมกิจการระหว่างบริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) และบริษัท สยาม แม็คโคร จำกัด (มหาชน) การควบรวมกิจการตามแนวตั้ง (Vertical Merger) เป็นการควบรวมกิจการ โดยบริษัทที่รวมกิจการนั้นไม่ได้อยู่ในธุรกิจเดียวกัน แต่มีความสัมพันธ์ที่ใกล้ชิดกัน หรือสายธุรกิจเดียวกัน มีเป้าหมายเพื่อลดต้นทุนการผลิต เพิ่มมูลค่าผลิตภัณฑ์ และเสริมให้ธุรกิจของทั้งสองฝ่ายเข้มแข็งขึ้น ตัวอย่างของการควบรวมกิจการในรูปแบบนี้ คือ การควบรวมกิจการระหว่างบริษัท ปตท. เคมิคอล จำกัด (มหาชน) กับ บริษัท ปตท. อะโรเมติกส์และการกลั่น จำกัด (มหาชน) การควบรวมกิจการซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กัน (Conglomerate Merger) เป็นการควบรวมกิจการโดยบริษัทที่รวมกันนั้นไม่ได้มีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกัน มีเป้าหมายเพื่อขยายธุรกิจใหม่ และกระจายความเสี่ยง ตัวอย่างของการควบรวมกิจการในรูปแบบนี้ คือ การควบรวมกิจการระหว่างบริษัท จีเอ็มเอ็ม มีเดีย จำกัด และบริษัท มติชน จำกัด (มหาชน)

ในส่วนองงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่เกี่ยวกับการครอบงำและควบรวมกิจการโดยศึกษาภาพรวมของตลาด ได้แก่ งานวิจัยของ ชนิษฐา เนียมแสง (2556) ศึกษาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของบริษัทเป้าหมายในช่วงระยะเวลา 5 ปี (พ.ศ. 2551-2555) รวมทั้งศึกษาความแตกต่างของขนาดบริษัท พบว่ากลุ่มวันก่อนเหตุการณ์และวันเหตุการณ์ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ แต่กลุ่มวันหลังเหตุการณ์ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติในทางลบ และกลุ่มบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติไม่แตกต่างกัน งานวิจัยของ ศิริทิพย์ สง่าพล (2558) ศึกษาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของบริษัทผู้ซื้อในช่วงระยะเวลา 5 ปี (พ.ศ. 2550-2554) พบว่ากลุ่มวันก่อนเหตุการณ์ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติในทางบวก แต่กลุ่มวันเหตุการณ์และวันหลังเหตุการณ์ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ ปาริฉัตร อิศระพงศ์ไพศาล (2558) ศึกษาหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ซื้อในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระยะเวลา 10 ปี (พ.ศ. 2549-2558) พบว่าทั้งกลุ่มก่อนวันเหตุการณ์ วันเหตุการณ์ และวันหลังเหตุการณ์ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติในทางบวกและทางลบ และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Williams (2001) ศึกษาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศแคนาดา (Toronto Stock Exchange : TSE) ของบริษัทผู้ซื้อ พบว่ากลุ่มก่อนวันเหตุการณ์ วันเหตุการณ์ และหลังวันเหตุการณ์ไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ ในส่วนองงานวิจัยที่ศึกษานอกเหนือจากบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย ได้แก่ งานวิจัยของ อธิรณาวรรธมานี (2558) ศึกษาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระยะเวลา 6 ปี (พ.ศ. 2553-2558) แต่ศึกษาผลกระทบต่อบริษัทอื่นในอุตสาหกรรมที่เกิดการควบรวมกิจการ พบว่าในช่วงเกิดเหตุการณ์ บริษัทอื่นในอุตสาหกรรมได้รับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในทางลบ และงานวิจัยของ Cakici (2004) ศึกษาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา

ในช่วงระยะเวลา 22 ปี (ค.ศ. 1975-1996) แต่ศึกษาความแตกต่างจากการควรวมแบบเป็นมิตรและไม่เป็นมิตรภายหลังการควรวมกิจการในระยะยาว พบว่าไม่มีความแตกต่างในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการควรวมกิจการแบบเป็นมิตรและไม่เป็นมิตร

งานวิจัยที่มีการศึกษาเกี่ยวกับการครอบงำและควรวมกิจการโดยมุ่งศึกษาเฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ งานวิจัยของ ภาคภูมิ อุ๋นจิตติ (2557) ศึกษากลุ่มธุรกิจบริการการแพทย์พบว่าไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ งานวิจัยของ Delaney and Wamuziri (2004) ศึกษาทั้งบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายในอุตสาหกรรมก่อสร้างในประเทศอังกฤษในช่วงระยะเวลา 6 ปี (ค.ศ. 1996-2001) พบว่าบริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นบวก งานวิจัยของ Kyriazopoulos and Drymbetas (2015) ศึกษากลุ่มธนาคารใน 12 ประเทศแถบยุโรปในช่วงระยะเวลา 15 ปี (ค.ศ. 1996-2010) พบว่ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นลบภายหลังการควรวมกิจการ งานวิจัยของ Rahman, Ali, and Jebran (2017) ศึกษากลุ่มธนาคารประเทศปากีสถานในช่วงระยะเวลา 11 ปี (ค.ศ. 2002-2012) พบว่า บริษัทส่วนมากมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นลบในช่วงการประกาศควรวมกิจการ แต่มีบางบริษัทที่เป็นบวก

จากที่ได้ศึกษาทฤษฎีการควรวมกิจการและการครอบงำกิจการที่เกี่ยวกับรูปแบบการควรวมกิจการ และงานวิจัยข้างต้นพบว่าจากการศึกษาวิจัยในอดีตพบว่ามีงานวิจัยจำนวนมากทั้งในประเทศและต่างประเทศที่ทำการศึกษาผลกระทบจากการควรวมกิจการในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ ซึ่งงานวิจัยส่วนมากจะศึกษาในภาพรวมของตลาดและมุ่งเน้นไปเฉพาะอุตสาหกรรม โดยศึกษาทั้งบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย ซึ่งผลการวิจัยที่ผ่านมาก็ยังสรุปไม่แน่ชัดว่าการครอบงำและควรวมกิจการส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนในทิศทางใด อีกทั้งงานวิจัยในอดีตยังไม่มียงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาความแตกต่างของแต่ละรูปแบบการควรวมกิจการซึ่งในแต่ละรูปแบบถือว่ามีสำคัญต่อการดำเนินธุรกิจ เพราะถ้าจะมีเหตุการณ์การครอบงำและควรวมกิจการจะต้องคำนึงถึงประโยชน์ที่จะเกิดขึ้นทั้งบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย ซึ่งเป้าหมายของการควรวมในแต่ละรูปแบบมีความแตกต่างกันออกไปดังที่กล่าวไปข้างต้น รูปแบบการควรวมกิจการจึงถือว่ามีสำคัญในการศึกษา

ในส่วนของการอบระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา จะต้องกำหนดช่วงเวลาการทดสอบ (Event Window) และช่วงการประมาณค่า (Estimation Window) โดยงานวิจัยที่มีการกำหนด Event Window ในช่วงเวลา ± 4 วัน ได้แก่ งานวิจัยของ Williams (2001) Estimation Window -180 วัน ช่วงเวลา ± 5 วัน ได้แก่ งานวิจัยของ ภาคภูมิ อุ๋นจิตติ (2557) Estimation Window (-80,-30 วัน) ช่วงเวลา ± 10 วัน ได้แก่ งานวิจัยของ ศิรินทิพย์ ส่งพล (2558) Estimation Window -20 วัน , ปาริฉัตร อิศระพงศ์ไพศาล (2558) Estimation Window -160 วัน , อชิรญา วรระมานี (2558) Estimation Window -160 วัน และ Kyriazopoulos and Drymbetas (2015) Estimation Window -250 วัน ช่วงเวลา ± 20 วัน ได้แก่ งานวิจัยของ Delaney and Wamuziri (2004) Estimation Window -240 วัน ช่วงเวลา ± 30 วัน ได้แก่ งานวิจัยของ ชนิษฐา เนียมแสง (2556) Estimation Window (-60,-4 วัน) ช่วงเวลา ± 45 วัน ได้แก่ งานวิจัยของ Rahman, Ali and Jebran (2017) Estimation Window -250 วัน

จากที่ได้ศึกษารอบระยะเวลาข้างต้นพบว่า การกำหนดช่วงเวลาการทดสอบ (Event Window) งานวิจัยในอดีตมีการกำหนดช่วงเวลาที่หลากหลาย ซึ่งผลของการศึกษาในแต่ละช่วงเวลาการทดสอบมีผลที่แตกต่างกันออกไป โดยควรเป็นช่วงเวลาที่เกิดขึ้นก่อนและหลังการควรวมกิจการไม่นานเพื่อที่จะให้แน่ใจว่าช่วงเวลาดังกล่าวเป็นช่วงที่ราคาหลักทรัพย์ตอบสนองต่อข่าวสารประกาศควรวมกิจการเพียงอย่างเดียว และการกำหนดช่วงการประมาณค่า (Estimation Window) งานวิจัยในอดีตมีการกำหนด

ช่วงเวลาที่หลากหลายเช่นกัน ซึ่งควรเป็นช่วงก่อนการประกาศควบรวมกิจการเพียงไม่นานและมากพอจนไม่มากจนเกินไปที่บริษัท มีการปรับเปลี่ยนโครงสร้างการดำเนินงาน และให้แน่ใจว่าเวลาที่นำมาคำนวณไม่ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ควบรวมเช่นกัน

ทฤษฎีที่จะกล่าวถึงต่อไปคือทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด ของ Fama (1970) เป็นสมมติฐานเรื่องความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis) ซึ่งเชื่อว่ามูลค่าที่ควรเป็นของหุ้นเท่ากับราคาตลาดเสมอ แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ณ เวลาใดเวลาหนึ่งจะเป็นข้อมูลสะท้อนข่าวสารอย่างสมบูรณ์ ดังนั้นจึงไม่มีใครสามารถทำกำไรเกินปกติได้ ผลกำไรที่นักลงทุนได้รับจะเป็นกำไรในระดับปกติ (Normal Profit) ซึ่งสามารถจำแนกความมีประสิทธิภาพของตลาด จากพฤติกรรมข่าวสาร ข้อมูลได้เป็น 3 ระดับ คือ ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak-Form) นักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียมกันและข้อมูลด้านราคามีน้อยจึงไม่มีใครเอาเปรียบใครได้จากข้อมูลด้านราคา ทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตไม่สามารถใช้คาดการณ์ราคาในอนาคตได้ ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (Semi-Strong-Form) ราคาเป็นตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ต่อสาธารณชนทั่วไป ข่าวสารเหล่านี้จะมีการเผยแพร่ต่อสาธารณชนทั่วไปอย่างรวดเร็ว ราคาหุ้นก็จะปรับตัวทันทีในระหว่างที่มีข้อมูลข่าวสารใหม่นี้ ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับสูง (Strong-Form) ราคาเป็นตัวสะท้อนข้อมูลข่าวสารใหม่ทุกชนิด ไม่เพียงแต่เป็นข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณชนเท่านั้น แต่ยังรวมถึงข้อมูลที่ไม่เปิดเผยอีกด้วย (Inside Information)

จากทฤษฎีประสิทธิภาพตลาดสามารถนำมาใช้ในการวิเคราะห์ว่าการประกาศควบรวมกิจการสะท้อนระดับประสิทธิภาพของตลาดว่าอยู่ระดับใด โดยในทั่วไปแล้วข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศควบรวมกิจการเป็นข้อมูลสาธารณะที่ประกาศให้ประชาชนทราบ จึงมักเป็นประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-Strong-Form) โดยงานวิจัยที่มีการศึกษาถึงการทดสอบระดับประสิทธิภาพตลาดคืองานวิจัยของ ชินิจฐา เนียมแสง (2556) พบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดอยู่ในกลุ่มตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง เนื่องจากผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดสะท้อนข่าวสารการประกาศควบรวมกิจการ

วิธีการศึกษา

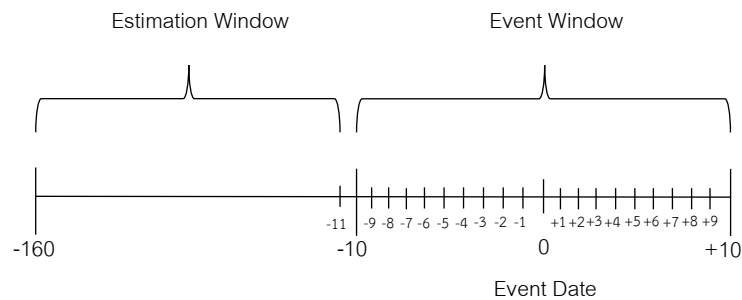
งานวิจัยนี้ใช้วิธีการเก็บรวบรวมข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ.2562 เป็นระยะเวลา 24 ปี ข้อมูลที่ใช้จะเป็นข้อมูลสถิติการครอบงำและควบรวมกิจการประจำปี จากเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ จากฐานข้อมูล Thomson Reuters ประชากรที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำแนกตามรูปแบบการครอบงำและควบรวมกิจการได้แก่การควบรวมกิจการตามแนวนอน (Horizontal Merger) การควบรวมกิจการตามแนวตั้ง (Vertical Merger) และการควบรวมกิจการซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กัน (Conglomerate Merger) ที่มีการประกาศครอบงำและควบรวมกิจการผ่านธุรกรรมการทำคำเสนอซื้ออย่างเป็นทางการด้วยวัตถุประสงค์ของการควบรวมกิจการทั้งแบบการรวมกิจการและการครอบงำกิจการตั้งแต่ปี พ.ศ. 2539-2562 โดยจะศึกษาในบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย และจำแนกบริษัทที่ทำการครอบงำและควบรวมกิจการแบบสำเร็จและไม่สำเร็จ มีเกณฑ์ในการจำแนกบริษัทที่สำเร็จโดยที่มีอย่างน้อยหนึ่งข้อที่ตรงเกณฑ์ถือว่ารายการนั้นสำเร็จ อ้างอิงจากงานวิจัยของ Dodd, Ruback (1977) ดังนี้

- (1) สัดส่วนการได้มาของหุ้นสามัญที่บริษัทผู้ซื้อได้รับจากการทำคำเสนอซื้ออย่างน้อย 2 ใน 3

- (2) สัดส่วนของหุ้นสามัญที่ถือหลังการทำคำเสนอซื้อของบริษัทผู้ซื้อมากกว่า 50% จากบริษัทเป้าหมาย
 (3) บริษัทผู้ซื้อทำการควบรวมกิจการโดยที่บริษัทเป้าหมายถูกเพิกถอนจากตลาดหลักทรัพย์

การศึกษาครั้งนี้ใช้การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ตรวจสอบอัตราผลตอบแทนที่ได้จากราคาหลักทรัพย์ช่วงเวลา ก่อนเกิดเหตุการณ์ ช่วงเกิดเหตุการณ์ และภายหลังเหตุการณ์ ซึ่งหากเหตุการณ์ที่ใช้สำหรับการศึกษาส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญแล้ว อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์จะมีค่าแตกต่างจาก ศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ในทางกลับกันหากเหตุการณ์นั้นไม่ส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทน เกินปกติจะมีค่าเท่ากับหรือใกล้เคียงกับศูนย์

โดยจะกำหนดช่วงเวลาการทดสอบ (Event Window) โดยศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติในแต่ละวันแบ่งเป็น 21 วัน คือ ก่อนและหลังเหตุการณ์ครบงำและควบรวมกิจการ 10 วัน ได้แก่ ± 1 วัน, ± 2 วัน, ± 3 วัน, ± 4 วัน, ± 5 วัน, ± 6 วัน, ± 7 วัน, ± 8 วัน, ± 9 วัน และ ± 10 วัน เพื่อให้มั่นใจว่าช่วงเวลาดังกล่าวราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นเป็นผลมาจากเหตุการณ์การยื่นคำเสนอซื้อเพื่อ การครบงำและควบรวมกิจการเพียงอย่างเดียว โดยให้วันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date) คือวันที่เกิดการยื่นคำเสนอซื้ออย่างเป็นทางการ (วันที่ 0) และกำหนดช่วงการประมาณค่า (Estimation Window) โดยครอบคลุมช่วงเวลา -160 ถึง -11 วันก่อนวัน เหตุการณ์



รูปภาพที่ 2 แสดงกรอบช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษา

การเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนต้องการข้อมูลสองประเภท คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริง (Realized Return) และอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงสามารถหาได้จากราคาปิดของหลักทรัพย์ แต่ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสามารถคำนวณได้ 3 วิธี ซึ่งโดยสรุปแล้ว สำหรับการใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติในการศึกษา แม้อาจทำได้หลายวิธี แต่ไม่ว่านักวิจัยจะเลือกใช้วิธีใดนั้น Brown and Warner (1983) พบว่าแต่ละวิธีจะให้ข้อสรุปที่ไม่แตกต่างกัน ดังนั้นวิธีที่ใช้ในการศึกษาคือการใช้อัตราผลตอบแทนที่เคลื่อนไหวไปตามอัตราผลตอบแทนของตลาดเป็นอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (The Market Model Method) วิธีนี้ใช้สมมติฐานที่ว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงกับอัตราผลตอบแทนของตลาด (อัญญา ชันฉวีรักษ์, 2540, หน้า 81) สามารถหาได้โดยใช้สมการดังต่อไปนี้

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (1)$$

โดยที่

$$E(R_{i,t}) = \text{อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังรายวันของหลักทรัพย์ } i \text{ ในวันที่ } t \text{ (-10 ถึง 10)}$$

α_i = ค่าอัลฟาของหลักทรัพย์ i

β_i = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ i

R_{mt} = อัตราผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลา t (-10 ถึง 10)

การใช้อัตราผลตอบแทนอย่างน้อย n จุดก่อนหน้าที่จะมีเหตุการณ์รวมกิจการเพราะเมื่อตลาดทราบข่าวการรวมกิจการแล้ว ตลาดจะปรับอัตราผลตอบแทนใหม่รอไว้สำหรับการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างบริษัทในอนาคต ทั้งนี้ตลาดอาจทราบเกี่ยวกับการรวมกิจการก่อนหน้าที่จะมีการประกาศการรวมกิจการก็ได้ การใช้อัตราผลตอบแทน N จุด ก่อนหน้าการประกาศเพื่อให้มั่นใจว่าอัตราผลตอบแทนที่นำมาใช้จะไม่ถูกรบกวนโดยข่าวเกี่ยวกับการรวมกิจการ ซึ่ง N ควรมีค่ามากพอที่จะทำให้มั่นใจว่าช่วงเวลาสุดท้ายที่นำมาคำนวณปลอดข่าวจากข่าวเกี่ยวกับการรวมกิจการ และ N ควรมีค่ามากพอสมควร แต่ต้องไม่มากเกินไปครอบคลุมช่วงการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของบริษัท เนื่องจากสาเหตุอื่น ๆ ในอดีต (อัญญา ชันธวิทย์, 2540, หน้า 79)

เมื่อได้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของแต่ละบริษัทจึงนำไปคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return : AR) โดยนำอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงหักออกด้วยอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของแต่ละบริษัทในช่วงเวลาการทดสอบ (Event Window) ได้สมการดังนี้

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (2)$$

โดยที่

$AR_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-10 ถึง +10)

$R_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-10 ถึง +10)

$E(R_{i,t})$ = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-10 ถึง +10)

เนื่องจากอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่คำนวณได้เป็นของแต่ละหลักทรัพย์ จึงควรใช้ค่าเฉลี่ยโดยแยกบริษัทตามรูปแบบการครอบงำและควบรวมกิจการ โดยสามารถหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return : AAR) จากสมการดังนี้

$$AAR_i = \frac{\sum_{i=1}^t AR_{i,t}}{N} \quad (3)$$

โดยที่

AAR_i = อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของแต่ละรูปแบบการครอบงำและควบรวมกิจการ

$AR_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ตั้งแต่วันที่ t (-10 ถึง +10)

N = จำนวนตัวอย่าง

จากนั้นทำการทดสอบความมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของแต่ละรูปแบบการครอบงำและควรรวมกิจการ โดยใช้การทดสอบ t-statistic เพื่อทดสอบว่าวันก่อนเหตุการณ์ วันเหตุการณ์ ($t=0$) และวันหลังเหตุการณ์ครอบงำและควรรวมกิจการว่ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

สมมติฐานของการทดสอบคือ

$H_0: AAR_i = 0$ ไม่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (เหตุการณ์นั้นไม่ส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์)

$H_1: AAR_i \neq 0$ มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (เหตุการณ์นั้นส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์)

ต่อมาทำการรวมอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาการประกาศครอบงำและควรรวมกิจการ ได้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return : CAR) จากสมการดังนี้

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=0}^n AR_{i,t} \quad (4)$$

โดยที่

$CAR_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ i ตั้งแต่วันที่ t (-10 ถึง +10)

$AR_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-10 ถึง +10)

เนื่องจากอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่คำนวณได้เป็นของแต่ละหลักทรัพย์ จึงควรใช้ค่าเฉลี่ยโดยแยกบริษัทตามรูปแบบการครอบงำและควรรวมกิจการ โดยสามารถหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) จากสมการดังนี้

$$CAAR_i = \frac{\sum_{i=1}^t CAR_{i,t}}{N} \quad (5)$$

โดยที่

$CAAR_i$ = อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของแต่ละรูปแบบการครอบงำและควรรวมกิจการ

$CAR_{i,t}$ = อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ i ตั้งแต่วันที่ t (-10 ถึง +10)

N = จำนวนตัวอย่าง

จากนั้นทำการทดสอบความมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของแต่ละรูปแบบการครอบงำและควรรวมกิจการ โดยใช้การทดสอบ t-statistic เพื่อทดสอบว่าวันก่อนเหตุการณ์ วันเหตุการณ์ ($t=0$) และวันหลังเหตุการณ์ว่ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

สมมติฐานของการทดสอบคือ

$H_0: CAAR_i = 0$ ไม่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (เหตุการณ์นั้นไม่ส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์)

$H_1: CAAR_i \neq 0$ มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (เหตุการณ์นั้นส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์)

ผลการศึกษา

ผลการวิจัยนี้ได้นำเสนอผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ t-test เพื่อทดสอบว่าพบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม ในช่วงเวลา ก่อนเหตุการณ์ วันเหตุการณ์ และหลังเหตุการณ์ยื่นคำเสนอซื้อเพื่อการครอบงำ และรวบรวมกิจการของแต่ละรูปแบบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดยการศึกษาครั้งนี้ได้มีการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ.2562 เป็นระยะเวลา 24 ปี ข้อมูลที่ใช้จะเป็นข้อมูลสถิติ การครอบงำและรวบรวมกิจการประจำปีผ่านธุรกรรมการทำคำเสนอซื้ออย่างเป็นทางการด้วยวัตถุประสงค์ของการรวบรวมกิจการ ทั้งแบบการรวมกิจการและการครอบงำกิจการ จากเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ จากฐานข้อมูล Thomson Reuters โดยกลุ่มตัวอย่างแยกออกเป็นแต่ละรูปแบบการ ครอบงำและรวบรวมกิจการได้แก่การครอบงำและรวบรวมกิจการแบบแนวนอน (Horizontal) แบบแนวตั้ง (Vertical) และแบบ ไม่มีความสัมพันธ์กัน (Conglomerate) ของบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย จากนั้นทำการแยกการทำธุรกรรมออกเป็นบริษัทที่ ทำการครอบงำและรวบรวมกิจการสำเร็จและไม่สำเร็จ ได้กลุ่มจำนวนตัวอย่าง ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 แสดงจำนวนตัวอย่างของแต่ละรูปแบบการครอบงำและรวบรวมกิจการในแต่ละกรณี

	Horizontal			Vertical			Conglomerate		
	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	รวม	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	รวม	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	รวม
บริษัทผู้ซื้อ	48	8	56	7	3	10	4	4	8
บริษัทเป้าหมาย	69	13	82	20	4	24	20	9	29
รวม			138			34			37

สำหรับผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ t-test อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return : AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) จำแนกตามรูปแบบการ ครอบงำและรวบรวมกิจการของแต่ละบริษัทที่สำเร็จและไม่สำเร็จ พบว่าส่งผลเป็นลบและบวก แต่ส่วนมากจะมีนัยสำคัญในทางลบ ทั้งกลุ่มก่อนวันเหตุการณ์ วันเหตุการณ์และหลังวันเหตุการณ์ยื่นคำเสนอซื้อเพื่อการครอบงำและรวบรวมกิจการ สอดคล้องกับ งานวิจัยของปาริฉัตร อิศระพงศ์ไพศาล (2558) ที่ว่าพบทั้งเป็นบวกและเป็นลบ แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของชินชฎา เนียมแสง (2556) ที่ว่าพบเฉพาะกลุ่มหลังวันเหตุการณ์ และไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ ศิรินทิพย์ ส่งาพล (2558) ที่ว่าพบเฉพาะกลุ่มก่อน วันเหตุการณ์

ตารางที่ 2 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและค่า t-test () ในช่วงวันที่ -10 ถึง +10

Day	Horizontal				Vertical				Conglomerate			
	บริษัทผู้ซื้อ		บริษัทเป้าหมาย		บริษัทผู้ซื้อ		บริษัทเป้าหมาย		บริษัทผู้ซื้อ		บริษัทเป้าหมาย	
	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ
-10	-0.36%	-0.07%	0.35%	1.12%	0.47%	0.47%	1.32%	-1.57%	1.33%	-1.77%	0.36%	0.04%
	(1.510)	(-0.125)	(0.812)	(0.677)	(0.514)	(0.637)	(0.841)	**(-2.106)	**(-2.021)	(-1.309)	(0.606)	(0.036)
-9	-0.53%	-0.94%	-0.12%	2.84%	0.11%	-0.19%	1.40%	-0.23%	-0.54%	-0.59%	0.59%	-1.12%
	**(-2.464)	(-1.561)	(-0.691)	(1.349)	(0.121)	(-0.398)	(0.867)	(-0.254)	(-0.364)	(-0.536)	(0.594)	(-1.010)
-8	0.28%	0.51%	0.01%	1.39%	-1.50%	-1.15%	0.86%	-0.99%	-0.59%	-1.46%	0.19%	-0.46%
	(0.981)	(1.648)	(0.032)	(1.482)	(-0.747)	**(-2.375)	(0.896)	*(-1.731)	(-1.008)	(-1.535)	(0.292)	(-0.528)
-7	-0.29%	-0.86%	-0.31%	-0.56%	1.09%	0.37%	0.11%	-0.50%	0.37%	1.99%	0.09%	1.10%
	(-0.791)	**(-2.385)	(-0.884)	**(-2.032)	(1.550)	(0.169)	(0.119)	(-0.945)	(0.586)	(0.945)	(0.168)	(0.550)
-6	-0.26%	0.63%	-0.25%	-0.31%	-0.88%	0.86%	-0.19%	1.25%	-0.97%	-0.97%	-0.05%	0.55%
	(-0.742)	(0.864)	(-1.105)	(-0.466)	(-1.638)	(0.433)	(-0.379)	(0.638)	(-1.481)	(-1.018)	(-0.107)	(0.406)
-5	0.18%	-0.14%	0.55%	0.98%	-0.03%	-1.43%	-0.42%	-2.20%	0.77%	0.68%	1.82%	-0.34%
	(0.556)	(-0.476)	(1.297)	(1.425)	(-0.101)	(-0.815)	(-1.415)	*(-1.948)	(1.552)	(0.491)	(1.358)	(-0.348)
-4	0.28%	-0.84%	0.83%	-0.18%	0.98%	1.23%	-0.85%	-0.49%	-0.55%	-0.62%	-0.19%	-2.40%
	(0.768)	(-1.518)	(0.958)	(-0.599)	**(-2.678)	(1.182)	**(-2.66)	(-0.675)	**(-2.511)	(-0.352)	(-0.417)	(1.386)
-3	-0.44%	0.68%	-0.72%	0.30%	1.23%	0.07%	0.10%	0.82%	-0.44%	-1.43%	-0.25%	-0.33%
	(-0.956)	(1.617)	*(-1.767)	(0.323)	**(-2.049)	(0.157)	(0.189)	(1.425)	(-0.518)	*(-1.650)	(-0.663)	(-0.478)
-2	0.21%	0.39%	0.04%	0.65%	-0.38%	0.55%	-0.85%	-0.42%	-0.63%	-0.74%	-0.42%	0.13%
	(0.701)	(0.448)	(0.157)	(1.284)	(-0.619)	(0.792)	**(-2.052)	(-0.457)	(-0.672)	(-0.478)	**(-1.946)	(0.106)
-1	-0.30%	0.22%	-0.58%	0.44%	-0.85%	-0.35%	-0.11%	-1.13%	-0.83%	-0.50%	1.59%	-0.84%
	(-1.039)	(0.519)	*(-1.663)	(0.937)	(-1.136)	(-0.361)	(-0.216)	(-1.391)	(-1.464)	-0.665	(1.625)	(-0.478)
0	-0.47%	-0.14%	-0.53%	-0.83%	-0.65%	-1.05%	0.07%	-0.28%	0.70%	-1.55%	0.94%	1.02%
	(-1.472)	(-0.336)	(-1.431)	*(-1.761)	(-0.456)	(-0.882)	(0.176)	(-0.775)	**(-1.999)	**(-2.111)	(1.551)	(0.452)
1	-0.18%	1.01%	-0.19%	-0.54%	0.01%	-0.20%	-0.05%	-1.19%	-0.38%	-1.00%	-0.60%	0.39%
	(-0.749)	**(-2.010)	(-0.394)	(-0.579)	(0.035)	(-0.485)	(-0.154)	**(-2.475)	(-0.712)	**(-2.090)	(-1.429)	(0.223)
2	-0.55%	0.53%	-0.13%	0.04%	0.31%	0.58%	0.29%	-0.47%	0.73%	-0.79%	-0.28%	-2.43%
	**(-1.991)	(0.713)	(-1.197)	(0.189)	(0.836)	(0.312)	(0.627)	(-1.375)	(1.271)	(-1.514)	(-0.971)	**(-2.304)
3	-0.21%	-0.58%	0.27%	0.71%	-1.13%	-1.53%	-0.46%	-0.58%	1.03%	-0.98%	-0.02%	2.94%
	(-0.709)	(-0.822)	(0.556)	(0.970)	**(-3.206)	(-1.353)	*(-1.744)	(-0.893)	(1.633)	(-0.756)	(-0.124)	(0.882)
4	-0.18%	0.50%	-0.19%	-0.76%	-0.44%	-0.14%	-0.06%	0.54%	-0.16%	-0.44%	-0.13%	1.77%
	(-0.633)	(0.857)	(-0.452)	(-1.292)	(-0.689)	(-0.149)	(-0.166)	(0.420)	(-0.294)	**(-2.387)	(-0.400)	(0.575)
5	-0.04%	0.52%	-0.11%	-0.34%	1.30%	-0.24%	-0.93%	-0.31%	-0.52%	0.44%	-0.60%	1.28%
	(0.224)	(1.226)	(-0.553)	(-0.833)	(0.875)	(-0.402)	**(-2.083)	(-0.467)	(-0.369)	(0.248)	**(-3.293)	(0.706)
6	-0.19%	-0.12%	-0.44%	-0.83%	-0.36%	-0.65%	-0.31%	-0.41%	-0.95%	0.77%	-0.60%	-0.42%
	(-0.856)	(-0.306)	**(-3.171)	(-1.189)	(-0.577)	(-1.202)	(-1.297)	(-0.740)	(-1.338)	**(-3.334)	(-1.405)	(-0.441)
7	-0.13%	0.18%	-0.03%	-0.19%	-1.02%	-0.26%	-0.55%	-0.56%	-0.53%	-0.80%	-0.20%	-0.10%
	(-0.604)	(0.508)	(-0.184)	(-0.358)	(-0.846)	(-1.091)	(-1.421)	(-1.007)	(-0.809)	(-1.097)	(-1.019)	(-0.164)
8	-0.11%	-0.74%	-0.30%	-0.29%	-0.62%	0.25%	-0.01%	0.10%	-0.11%	0.26%	-0.08%	0.03%
	(-0.539)	(-1.511)	**(-2.069)	(-0.955)	(-1.232)	(0.282)	(-0.030)	(0.196)	(-0.114)	(0.335)	(-0.297)	(0.048)
9	-0.27%	0.18%	-0.15%	0.19%	0.49%	-0.46%	-0.20%	-0.18%	-0.45%	-0.19%	-0.94%	-1.03%
	(-0.953)	(0.338)	(-0.588)	(0.254)	(0.751)	(-1.035)	(-0.786)	(-0.252)	(-0.885)	(-0.250)	(-1.634)	*(-1.835)
10	0.11%	-0.36%	-0.10%	-0.27%	-0.56%	0.01%	-0.93%	0.70%	-1.22%	0.43%	-0.10%	2.72%
	(0.654)	(-0.596)	(-0.402)	(-0.773)	(-1.037)	(0.021)	*(-1.732)	(0.681)	(-1.315)	(0.535)	(-0.204)	(0.967)

** แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%; * แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

จากตารางที่ 2 การครอบงำและควมรวมกิจการแบบแนวนอนที่สำเร็จของบริษัทผู้ซื้อ พบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นลบทั้งก่อนและหลังวันยื่นคำเสนอซื้อเป็นทางการ (Day-9,2) อยู่ที่ -0.53% และ -0.55% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ส่วนที่ไม่สำเร็จพบว่าเป็นลบก่อนวันยื่นฯ (Day-7) อยู่ที่ -0.86% และพบเป็นบวกหลังวันยื่นฯ (Day1) อยู่ที่ 1.01% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ในส่วนของบริษัทเป้าหมายที่สำเร็จ พบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นลบหลังวันยื่นฯ (Day6,8) อยู่ที่ -0.44% และ -0.30% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และที่ระดับความเชื่อมั่น 90% พบเป็นลบก่อนวันยื่นฯ (Day-3,-1) อยู่ที่ -0.72% และ -0.58% ส่วนที่ไม่สำเร็จพบว่าเป็นลบก่อนวันยื่นฯ

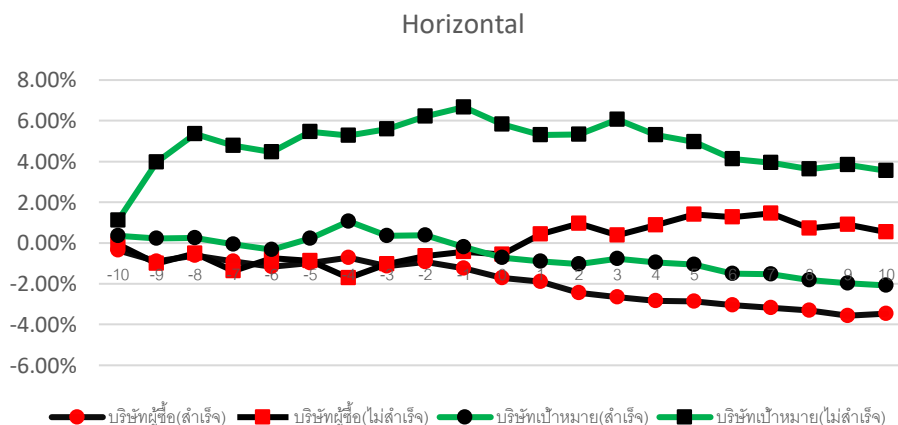
(Day-7) อยู่ที่ -0.56% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และที่ระดับความเชื่อมั่น 90% พบเป็นลบวันยี่นฯ (Day0) อยู่ที่ -0.83%

ในส่วนของการครอบงำและควรวมกิจการแบบแนวตั้งที่สำเร็จของบริษัทผู้ซื้อ พบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย เป็นบวกก่อนวันยื่นคำเสนอซื้อเป็นทางการ (Day-4,-3) อยู่ที่ 0.98% และ 1.23% และเป็นลบหลังวันยี่นฯ (Day3) อยู่ที่ -1.13% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ส่วนที่ไม่สำเร็จพบว่าเป็นลบก่อนวันยี่นฯ (Day-8) อยู่ที่ -1.15% ในส่วนของบริษัทเป้าหมายที่สำเร็จ พบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นลบก่อนวันยี่นฯ (Day-4,-2) อยู่ที่ -0.85% เท่ากัน และพบเป็นลบหลังวันยี่นฯ (Day5) อยู่ที่ -0.93% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และที่ระดับความเชื่อมั่น 90% พบเป็นลบหลังวันยี่นฯ (Day3,10) อยู่ที่ -0.46% และ -0.93% ส่วนที่ไม่สำเร็จพบว่าเป็นลบทั้งก่อนและหลังวันยี่นฯ (Day-10,1) อยู่ที่ -1.57% และ -1.19% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และที่ระดับความเชื่อมั่น 90% พบเป็นลบก่อนวันยี่นฯ (Day-8,-5) อยู่ที่ -0.99% และ -2.20%

ในส่วนของการครอบงำและควรวมกิจการแบบไม่มีความสัมพันธ์กันที่สำเร็จของบริษัทผู้ซื้อ พบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นบวกก่อนและวันยื่นคำเสนอซื้อเป็นทางการ (Day-10,0) อยู่ที่ 1.33% และ 0.70% และเป็นลบก่อนวันยี่นฯ (Day-4) อยู่ที่ -0.55% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ส่วนที่ไม่สำเร็จพบว่าเป็นลบวันยี่นฯและหลังวันยี่นฯ (Day0,1,4) อยู่ที่ -1.55% ,-1.00% และ-0.44% ตามลำดับ และพบเป็นบวกหลังวันยี่นฯ (Day6) อยู่ที่ 0.77% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และที่ระดับความเชื่อมั่น 90% พบเป็นลบก่อนวันยี่นฯ (Day-3) อยู่ที่ -1.43% ในส่วนของบริษัทเป้าหมายที่สำเร็จ พบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นลบก่อนวันยี่นฯและหลังวันยี่นฯ (Day-2,5) อยู่ที่ -0.42% และ -0.60% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ส่วนที่ไม่สำเร็จพบว่าเป็นลบหลังวันยี่นฯ (Day2,9) อยู่ที่ -2.43% และ -1.03% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ตามลำดับ

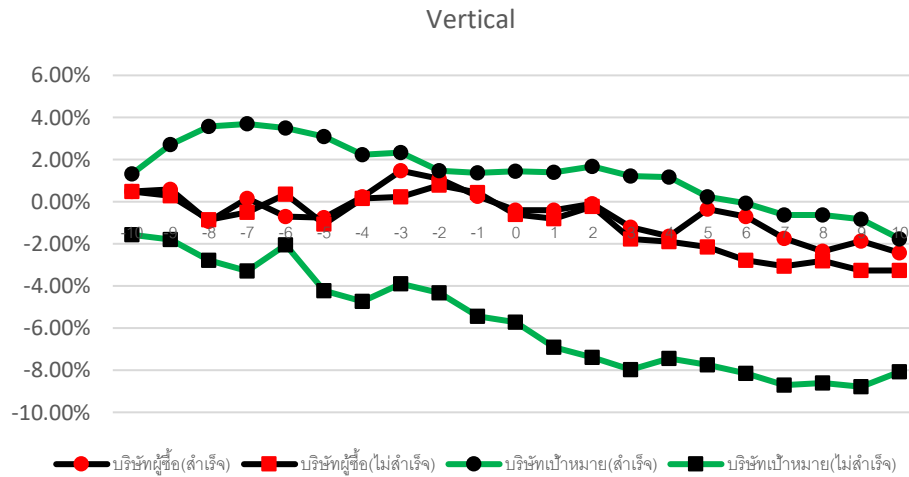
สำหรับผลการศึกษาผ่านอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) แสดงดังรูปภาพต่อไปนี้

รูปภาพที่ 3 เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของการครอบงำและควรวมกิจการแบบแนวนอนในวันที่ -10 ถึง +10 ก่อนและหลังวันยื่นคำเสนอซื้อ



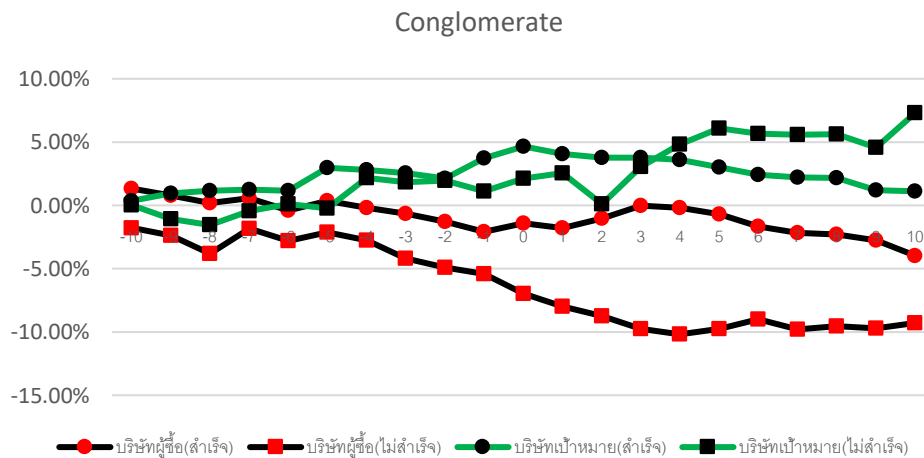
จากรูปภาพที่ 3 แสดงถึงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของการครอบงำและควรวรมกิจการแบบแนวนอนในวันที่ -10 ถึง +10 พบว่าบริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จเป็นลบอยู่ที่ -3.45 % แต่บริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จเป็นบวกอยู่ที่ 0.54% ในขณะที่บริษัทเป้าหมายที่สำเร็จเป็นลบอยู่ที่ -2.08% แต่บริษัทเป้าหมายที่ไม่สำเร็จพบเป็นบวก อยู่ที่ 3.55%

รูปภาพที่ 4 เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของการครอบงำและควรวรมกิจการแบบแนวตั้งในวันที่ -10 ถึง +10 ก่อนและหลังวันยื่นคำเสนอซื้อ



จากรูปภาพที่ 4 แสดงถึงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของการครอบงำและควรวรมกิจการแบบแนวตั้งในวันที่ -10 ถึง +10 พบว่าบริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จเป็นลบอยู่ที่ -2.43% และบริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จเป็นลบอยู่ที่ -3.25% ในขณะที่บริษัทเป้าหมายที่สำเร็จเป็นลบอยู่ที่ -1.76% และบริษัทเป้าหมายที่ไม่สำเร็จเป็นลบอยู่ที่ -8.08%

รูปภาพที่ 5 เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของการครอบงำและควรวรมกิจการแบบไม่มีความสัมพันธ์กันในวันที่ -10 ถึง +10 ก่อนและหลังวันยื่นคำเสนอซื้อ



จากรูปภาพที่ 5 แสดงถึงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของการครอบงำและควมรวมกิจการแบบไม่มี
ความสัมพันธ์กันในวันที่ -10 ถึง +10 พบว่าบริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จเป็นลบอยู่ที่ -3.97% และบริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จเป็นลบอยู่ที่ -9.29%
ในขณะที่บริษัทเป้าหมายที่สำเร็จเป็นบวกอยู่ที่ 1.11% และบริษัทเป้าหมายที่ไม่สำเร็จเป็นบวกอยู่ที่ 7.29%

สำหรับผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ t-test อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average
Abnormal Return : CAAR) ในช่วงวันที่ -10 ถึง +10 แสดงดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยและค่า t-test () ในช่วงวันที่ -10 ถึง +10

Day	Horizontal				Vertical				Conglomerate			
	บริษัทผู้ซื้อ		บริษัทเป้าหมาย		บริษัทผู้ซื้อ		บริษัทเป้าหมาย		บริษัทผู้ซื้อ		บริษัทเป้าหมาย	
	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ
-10	-0.36%	-0.07%	0.35%	1.12%	0.47%	0.47%	1.32%	-1.57%	1.33%	-1.77%	0.36%	0.04%
	(-1.510)	(-0.125)	(0.812)	(0.677)	(0.514)	(0.637)	(0.841)	**(-2.106)	** (2.021)	(-1.309)	(0.606)	(0.036)
-9	-0.89%	-1.01%	0.24%	3.96%	0.58%	0.28%	2.72%	-1.80%	0.79%	-2.36%	0.95%	-1.09%
	**(-2.499)	(-1.520)	(0.502)	(1.333)	(0.643)	(0.233)	(1.132)	(-1.179)	(0.815)	(-1.352)	(0.945)	(-1.375)
-8	-0.61%	-0.51%	0.24%	5.35%	-0.92%	-0.87%	3.58%	-2.79%	0.19%	-3.82%	1.14%	-1.55%
	(-1.367)	(-0.615)	(0.476)	(1.514)	(-0.346)	(-0.514)	(1.368)	(-1.587)	(0.317)	(-1.451)	(0.935)	(-1.210)
-7	-0.90%	-1.37%	-0.06%	4.79%	0.17%	-0.50%	3.69%	-3.29%	0.56%	-1.84%	1.23%	-0.45%
	(-1.409)	(-1.555)	(-0.115)	(1.424)	(0.078)	(-0.635)	(1.250)	**(-2.225)	(1.119)	**(-2.836)	(0.886)	(-0.170)
-6	-1.16%	-0.74%	-0.31%	4.48%	-0.72%	0.36%	3.50%	-2.04%	-0.41%	-2.81%	1.17%	0.11%
	(-1.408)	(-0.637)	(-0.517)	(1.313)	(-0.282)	(0.135)	(1.274)	(-0.630)	(-0.765)	*(-1.878)	(0.747)	(0.034)
-5	-0.99%	-0.87%	0.24%	5.46%	-0.74%	-1.06%	3.08%	-4.24%	0.36%	-2.13%	2.99%	-0.23%
	(-1.190)	(-0.820)	(0.302)	(1.591)	(-0.302)	(-0.244)	(1.183)	*(-1.879)	(0.846)	**(-4.443)	(1.248)	(-0.072)
-4	-0.70%	-1.71%	1.07%	5.28%	0.24%	0.16%	2.23%	-4.72%	-0.19%	-2.75%	2.80%	2.17%
	(-0.782)	(-1.265)	(0.903)	(1.513)	(0.100)	(0.032)	(0.836)	**(-1.967)	(-0.329)	(-1.286)	(1.085)	(0.470)
-3	-1.15%	-1.03%	0.35%	5.58%	1.47%	0.23%	2.33%	-3.90%	-0.64%	-4.18%	2.55%	1.84%
	(-1.081)	(-0.816)	(0.269)	(1.387)	(0.699)	(0.049)	(0.837)	(-1.593)	(-0.512)	*(-1.856)	(0.972)	(0.406)
-2	-0.94%	-0.65%	0.39%	6.23%	1.09%	0.78%	1.48%	-4.32%	-1.27%	-4.92%	2.13%	1.97%
	(-0.922)	(-0.453)	(0.319)	(1.492)	(0.427)	(0.191)	(0.530)	(-1.380)	(-0.680)	(-1.355)	(0.794)	(0.391)
-1	-1.23%	-0.43%	-0.19%	6.67%	0.24%	0.43%	1.37%	-5.45%	-2.10%	-5.42%	3.71%	1.13%
	(-1.085)	(-0.336)	(-0.143)	(1.564)	(0.104)	(0.116)	(0.497)	(-1.522)	(-0.964)	(-1.649)	(1.353)	(0.202)
0	-1.71%	-0.57%	-0.72%	5.84%	-0.41%	-0.61%	1.44%	-5.73%	-1.39%	-6.96%	4.66%	2.14%
	(-1.441)	(-0.370)	(-0.509)	(1.570)	(-0.115)	(-0.236)	(0.492)	(-1.593)	(-0.598)	*(-1.752)	(1.559)	(0.310)
1	-1.88%	0.44%	-0.91%	5.30%	-0.39%	-0.81%	1.39%	-6.92%	-1.78%	-7.97%	4.05%	2.53%
	(-1.638)	(0.258)	(-0.577)	(1.298)	(-0.118)	(-0.352)	(0.469)	*(-1.716)	(-0.911)	*(-1.909)	(1.346)	(0.408)
2	-2.43%	0.97%	-1.03%	5.34%	-0.09%	-0.24%	1.68%	-7.39%	-1.05%	-8.76%	3.77%	0.10%
	**(-1.978)	(0.502)	(-0.656)	(1.328)	(-0.025)	(-0.058)	(0.535)	*(-1.692)	(-0.432)	*(-1.878)	(1.224)	(0.018)
3	-2.65%	0.39%	-0.76%	6.05%	-1.22%	-1.76%	1.22%	-7.97%	-0.02%	-9.74%	3.75%	3.04%
	**(-2.109)	(0.174)	(-0.477)	(1.500)	(-0.312)	(-0.590)	(0.384)	*(-1.674)	(-0.008)	*(-1.654)	(1.225)	(0.768)
4	-2.83%	0.88%	-0.95%	5.30%	-1.65%	-1.90%	1.16%	-7.43%	-0.19%	-10.19%	3.62%	4.81%
	**(-2.296)	(0.337)	(-0.569)	(1.379)	(-0.385)	(-0.810)	(0.357)	(-1.465)	(-0.058)	*(-1.762)	(1.168)	(1.099)
5	-2.87%	1.40%	-1.06%	4.95%	-0.35%	-2.14%	0.23%	-7.74%	-0.71%	-9.75%	3.02%	6.09%
	**(-2.254)	(0.494)	(-0.641)	(1.319)	(-0.122)	(-0.973)	(0.072)	(-1.403)	(-0.317)	**(-2.402)	(0.968)	(1.498)
6	-3.06%	1.28%	-1.50%	4.13%	-0.72%	-2.79%	-0.08%	-8.15%	-1.66%	-8.98%	-2.42%	5.67%
	**(-2.315)	(0.489)	(-0.898)	(1.146)	(-0.231)	(-1.646)	(-0.024)	(-1.357)	(-0.569)	**(-2.095)	(0.789)	(1.321)
7	-3.19%	1.46%	-1.52%	3.93%	-1.74%	-3.05%	-0.63%	-8.71%	-2.19%	-9.79%	2.23%	5.57%
	**(-2.348)	(0.570)	(-0.920)	(1.119)	(-0.411)	*(-1.690)	(-0.183)	(-1.380)	(-0.821)	**(-2.546)	(0.720)	(1.357)
8	-3.29%	0.72%	-1.83%	3.64%	-2.36%	-2.80%	-0.63%	-8.61%	-2.30%	-9.53%	2.15%	5.61%
	**(-2.398)	(0.282)	(-1.089)	(1.024)	(-0.511)	(-1.068)	(-0.186)	(-1.280)	(-0.713)	**(-3.074)	(0.675)	(1.346)
9	-3.56%	0.90%	-1.97%	3.83%	-1.87%	-3.27%	-0.83%	-8.79%	-2.75%	-9.72%	1.21%	4.58%
	**(-2.640)	(0.345)	(-1.159)	(1.070)	(-0.387)	(-1.341)	(-0.237)	(-1.207)	(-0.825)	**(-4.054)	(0.380)	(1.129)
10	-3.45%	0.54%	-2.08%	3.55%	-2.43%	-3.25%	-1.76%	-8.08%	-3.97%	-9.29%	1.11%	7.29%
	**(-2.467)	(0.218)	(-1.205)	(1.014)	(-0.461)	(-1.102)	(-0.510)	(-0.989)	(-1.200)	**(-4.613)	(0.362)	(1.266)

**แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%; * แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

จากตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงวันที่ -10 ถึง +10 จะเห็นได้ว่ามีเพียงการครอบงำและควมรวมกิจการแบบแนวนอนในบริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จพบเป็นลบอยู่ที่ -3.45% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และการครอบงำและควมรวมกิจการแบบไม่มีความสัมพันธ์กันบริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จพบเป็นลบอยู่ที่ -9.29% อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% จึงทำการทดสอบช่วงวันอื่น ๆ เพิ่มเติม

ต่อมาทำการทดสอบทดสอบสมมติฐานทางสถิติ t-test อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ในช่วงวันที่ -1 ถึง +1 จน ถึง -9 ถึง -9

ตารางที่ 4 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมและค่า t-test () ในช่วงวันต่าง ๆ

ช่วงเหตุการณ์	Horizontal				Vertical				Conglomerate			
	บริษัทผู้ซื้อ		บริษัทเป้าหมาย		บริษัทผู้ซื้อ		บริษัทเป้าหมาย		บริษัทผู้ซื้อ		บริษัทเป้าหมาย	
	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ	สำเร็จ	ไม่สำเร็จ
(-1,+1)	-0.95%	1.09%	-1.30%	-0.93%	-1.48%	-1.59%	-0.09%	-2.60%	-0.51%	-3.05%	1.93%	0.56%
	**(-2.246)	(1.438)	*(-1.891)	*(-1.772)	(0.378)	(-0.833)	(-0.083)	**(-2.447)	(-0.665)	**(-4.460)	(1.622)	(0.180)
(-2,+2)	-1.29%	2.00%	-1.39%	-0.24%	-1.56%	-0.47%	-0.53%	-3.49%	-0.41%	-4.58%	1.22%	-1.74%
	**(-2.046)	(1.194)	(-1.805)	(-0.582)	(-0.789)	(-0.752)	(-0.348)	(-1.712)	(-0.355)	*(-1.809)	(0.942)	(-0.535)
(-3,+3)	-1.94%	2.10%	-1.83%	0.77%	-1.45%	-1.93%	-1.01%	-3.24%	0.17%	-6.99%	0.95%	0.87%
	**(-2.395)	(1.634)	**(-2.139)	(0.651)	(-0.739)	(-0.902)	(-0.604)	(-1.277)	(0.071)	(-1.619)	(0.818)	(0.359)
(-4,+4)	-1.84%	1.76%	-1.19%	-0.16%	-0.91%	-0.84%	-1.82%	-3.19%	-0.55%	-8.06%	0.63%	5.04%
	**(-2.398)	(0.914)	(0.868)	(-0.171)	(-0.439)	(-0.368)	(-0.920)	(-0.949)	(-0.184)	(-1.433)	(0.462)	(1.328)
(-5,+5)	-1.71%	2.14%	-0.74%	0.47%	0.36%	-2.51%	-3.27%	-5.70%	-0.30%	-6.94%	1.85%	5.98%
	**(-2.044)	(0.973)	(-0.502)	(0.436)	(0.310)	**(-5.021)	**(-1.986)	(-1.574)	(-0.138)	**(-2.700)	(0.972)	(1.628)
(-6,+6)	-2.15%	2.65%	-1.43%	-0.67%	-0.88%	-2.29%	-3.51%	-4.86%	-2.22%	-7.14%	1.20%	6.11%
	**(-2.173)	(1.267)	(-0.920)	(-0.410)	(-0.520)	**(-2.267)	**(-2.087)	(-0.953)	(-0.749)	*(-1.924)	(0.524)	(1.576)
(-7,+7)	-2.57%	1.96%	-1.77%	-1.41%	-0.81%	-2.18%	-3.72%	-5.92%	-2.38%	-5.96%	1.09%	7.12%
	**(-2.196)	(0.979)	(-1.082)	(-0.887)	(-0.409)	(-0.680)	**(-1.911)	(-1.076)	(-1.121)	**(-4.506)	(0.449)	(1.594)
(-8,+8)	-2.40%	1.73%	-2.06%	-0.32%	-2.93%	-3.09%	-3.17%	-6.80%	-3.08%	-7.17%	1.19%	6.69%
	**(-1.914)	(0.846)	(-1.259)	(-0.178)	(-0.721)	(-0.904)	(-1.411)	(-1.131)	-1.046	**(-5.086)	(0.454)	(1.664)
(-9,+9)	-3.20%	0.97%	-2.43%	2.71%	-2.34%	-3.74%	-3.64%	-7.21%	-4.07%	-7.95%	0.84%	4.54%
	**(-2.491)	(0.387)	(-1.430)	(0.916)	(-0.513)	(-1.361)	(-1.460)	(-1.010)	(-1.261)	**(-4.137)	(0.277)	(1.116)
(-10,+10)	-3.45%	0.54%	-2.08%	3.55%	-2.43%	-3.25%	-1.76%	-8.08%	-3.97%	-9.29%	1.11%	7.29%
	**(-2.467)	(0.218)	(-1.205)	(1.014)	(-0.461)	(-1.102)	(-0.510)	(-0.989)	(-1.200)	**(-4.613)	(0.362)	(1.266)

** แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%; * แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

จากตารางที่ 4 แสดงถึงผลการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ t-test อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงวันต่าง ๆ โดยการครอบงำและควมรวมกิจการแบบแนวนอนพบว่าเป็นลบในบริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จทุกช่วงเหตุการณ์ที่ศึกษาอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ขณะที่บริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จยังคงไม่พบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนบริษัทเป้าหมายที่สำเร็จพบเป็นลบในช่วง (-1,1) และ (-3,+3) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% และ 95% ตามลำดับ ขณะที่บริษัทเป้าหมายที่ไม่สำเร็จพบเป็นลบในช่วง (-1,+1) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ในส่วนของการครอบงำและควมรวมกิจการแบบแนวดังพบว่าเป็นลบในบริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จในช่วง (-5,+5) และ (-6,+6) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ขณะที่บริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จยังคงไม่พบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนบริษัทเป้าหมายที่สำเร็จพบเป็นลบในช่วง (-5,+5) และ (-6,+6) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และช่วง (-7,+7) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ขณะที่บริษัทเป้าหมายที่ไม่สำเร็จพบเป็นลบในช่วง (-1,+1) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ในส่วนของ

การครอบงำและควมรวมกิจการแบบไม่มีความสัมพันธ์กันพบว่าเป็นลบในบริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จในช่วง (-1,+1) และ (-5,+5) ถึง (-10,+10) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ขณะที่บริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จยังคงไม่พบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนบริษัทเป้าหมายยังคงไม่พบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติทั้งสำเร็จและไม่สำเร็จ

สรุปและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยนี้เป็นงานวิจัยที่ได้ศึกษาถึงผลกระทบและการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนหลักทรัพย์ของแต่ละรูปแบบการครอบงำและควมรวมกิจการในช่วงเวลา ก่อนเกิดเหตุการณ์ ช่วงเวลาเกิดเหตุการณ์ และหลังเกิดเหตุการณ์ยื่นคำเสนอซื้อการครอบงำและควมรวมกิจการผ่านอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม โดยแบ่งเป็นบริษัทที่สำเร็จและไม่สำเร็จในการทำธุรกรรมการยื่นคำเสนอซื้อทางการ เก็บรวบรวมข้อมูลตั้งตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ.2562 เป็นระยะเวลา 24 ปี ใช้การทดสอบสมมติฐานทางสถิติ t-test สามารถสรุปผลการศึกษาได้ว่าการประกาศคำเสนอซื้ออย่างเป็นทางการนั้นมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ผ่านอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายทั้งการทำธุรกรรมที่สำเร็จและไม่สำเร็จ โดยพบเป็นบวกและเป็นลบแตกต่างกันออกไป

จากผลการศึกษาสามารถสรุปการครอบงำและควมรวมกิจการแบบแนวนอนผ่านอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยได้ว่า เมื่อพิจารณา ก่อนเกิดเหตุการณ์การยื่นคำเสนอซื้ออย่างเป็นทางการพบว่าส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทั้งบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายทั้งสำเร็จและไม่สำเร็จ โดยวันที่ใกล้เคียงกับวันเกิดเหตุการณ์มากที่สุดคือบริษัทเป้าหมายที่สำเร็จ (Day-1) ในขณะที่บริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จมีวันที่ไกลจากวันเกิดเหตุการณ์มากที่สุด (Day-9) ซึ่งมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นลบที่ใกล้เคียงกัน ขณะที่บริษัทเป้าหมายที่สำเร็จและไม่สำเร็จพบเป็นลบในวันเดียวกัน (Day-7) แต่บริษัทที่ไม่สำเร็จพบเป็นลบที่มากกว่าบริษัทที่สำเร็จ แสดงว่าก่อนเกิดเหตุการณ์บริษัทผู้ซื้อเริ่มแนวโน้มเกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ก่อนบริษัทเป้าหมาย และในกรณีการทำธุรกรรมไม่สำเร็จบริษัทเป้าหมายมีทิศทางที่ต่ำกว่าบริษัทผู้ซื้อ เมื่อพิจารณาวันที่เกิดเหตุการณ์พบว่า มีเพียงบริษัทเป้าหมายที่ไม่สำเร็จเท่านั้นที่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อพิจารณาหลังเกิดเหตุการณ์พบว่าส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญเฉพาะบริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จและบริษัทเป้าหมายที่สำเร็จ โดยวันที่ใกล้เคียงกับวันเกิดเหตุการณ์มากที่สุดคือบริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จ (Day2) มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นลบที่เท่ากับก่อนเกิดเหตุการณ์ ในขณะที่บริษัทเป้าหมายที่สำเร็จมีวันที่ไกลจากวันเกิดเหตุการณ์มากกว่า (Day-6) แต่มีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นลบที่ลดลง แสดงว่าเมื่อเกิดการเกิดการครอบงำและควมรวมกิจการแล้วการปรับตัวของอัตราผลตอบแทนของบริษัทเป้าหมายมีทิศทางที่ต่ำกว่าบริษัทผู้ซื้อ อีกทั้งยังพบเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญเกิดขึ้นในบริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จ (Day1) เพียงอย่างเดียว แสดงว่าเมื่อเกิดเหตุการณ์แล้วแต่การทำธุรกรรมนั้นไม่สำเร็จ จะส่งผลดีต่อบริษัทผู้ซื้อเพียงแค่วาระสั้น และเมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมพบว่า เป็นลบเช่นกัน แต่เกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเฉพาะบริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จ แสดงว่าการครอบงำและควมรวมกิจการส่งผลให้การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในบริษัทผู้ซื้อนั้นเป็นไปในเชิงลบ ส่วนบริษัทเป้าหมายพบเป็นลบทั้งในกรณีสำเร็จและไม่สำเร็จแต่จะพบถ้าทดสอบในช่วงระยะเวลาที่ใกล้กับเหตุการณ์มากขึ้น แสดงว่าบริษัทเป้าหมายจะส่งผลในเชิงลบในช่วงระยะเวลาที่สั้นกว่าบริษัทผู้ซื้อ แต่เปรียบเทียบกันแล้วกรณีสำเร็จพบเป็นลบที่มากกว่า จึงสามารถสรุปได้ว่าการครอบงำและควมรวมกิจการแบบแนวนอนบริษัทเป้าหมายมีทิศทางที่ต่ำกว่าบริษัทผู้ซื้อ และกรณีไม่สำเร็จมีทิศทางที่ต่ำกว่าสำเร็จ

ในส่วนของการครอบงำและควบคุมกิจการแบบแนวตั้ง เมื่อพิจารณาก่อนเกิดเหตุการณ์การยื่นคำเสนอซื้ออย่างเป็นทางการพบว่าส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นลบในบริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จและบริษัทเป้าหมายทั้งสำเร็จและไม่สำเร็จอย่างมีนัยสำคัญ โดยวันที่ใกล้เคียงกับวันเกิดเหตุการณ์มากที่สุดคือบริษัทเป้าหมายที่สำเร็จ (Day-2) ในขณะที่บริษัทเป้าหมายที่ไม่สำเร็จมีวันที่ไกลจากวันเกิดเหตุการณ์มากที่สุด (Day-10) ซึ่งพบเป็นลบมากกว่าบริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จและบริษัทเป้าหมายที่สำเร็จ แสดงว่าก่อนเกิดเหตุการณ์บริษัทเป้าหมายมีแนวโน้มเกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ก่อนบริษัทผู้ซื้อ เมื่อพิจารณาวันที่เกิดเหตุการณ์ไม่พบว่ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อพิจารณาหลังเกิดเหตุการณ์พบว่าส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นลบในบริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จ บริษัทเป้าหมายที่สำเร็จ และบริษัทเป้าหมายที่ไม่สำเร็จ อย่างมีนัยสำคัญ โดยวันที่ใกล้เคียงกับวันเกิดเหตุการณ์มากที่สุดคือบริษัทเป้าหมายที่ไม่สำเร็จ (Day1) ในขณะที่บริษัทเป้าหมายที่สำเร็จพบในวันที่ไกลจากวันเกิดเหตุการณ์มากที่สุด (Day10) แสดงว่าหลังเกิดเหตุการณ์บริษัทเป้าหมายมีการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ก่อนบริษัทผู้ซื้อ ซึ่งในบริษัทเป้าหมายพบเป็นลบที่ลดลงทั้งสำเร็จและไม่สำเร็จเมื่อเทียบกับก่อนเกิดเหตุการณ์ แต่บริษัทที่สำเร็จพบเป็นลบที่น้อยกว่า โดยบริษัทผู้ซื้อพบเป็นบวกก่อนเกิดเหตุการณ์แต่พบเป็นลบหลังเกิดเหตุการณ์ซึ่งติดลบมากกว่าบริษัทเป้าหมายอีกด้วย และเมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมจะพบเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญถ้าทดสอบในช่วงระยะเวลาที่ใกล้เคียงเหตุการณ์มากขึ้น โดยจะพบแค้ในบริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จและบริษัทเป้าหมายที่สำเร็จ ซึ่งเปรียบเทียบกันแล้วกรณีบริษัทเป้าหมายที่สำเร็จพบเป็นลบที่มากกว่า จึงสามารถสรุปได้ว่าการครอบงำและควบคุมกิจการแบบแนวตั้งบริษัทผู้ซื้อที่มีทิศทางที่ดีกว่าถ้าการทำธุรกรรมนั้นสำเร็จ แต่บริษัทเป้าหมายมีทิศทางที่ดีกว่าถ้าการทำธุรกรรมนั้นไม่สำเร็จ และกรณีสำเร็จมีทิศทางที่ดีกว่าในบริษัทผู้ซื้อ ส่วนกรณีไม่สำเร็จมีทิศทางที่ดีกว่าในบริษัทเป้าหมาย

ในส่วนของการครอบงำและควบคุมกิจการแบบไม่มีความสัมพันธ์กัน เมื่อพิจารณาก่อนเกิดเหตุการณ์การยื่นคำเสนอซื้ออย่างเป็นทางการพบว่าส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเป็นลบในบริษัทผู้ซื้อทั้งสำเร็จและไม่สำเร็จ และบริษัทเป้าหมายเฉพาะสำเร็จอย่างมีนัยสำคัญ โดยวันที่ใกล้เคียงกับวันเกิดเหตุการณ์มากที่สุดคือบริษัทเป้าหมายที่สำเร็จ (Day-2) ในขณะที่บริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จมีวันที่ไกลจากวันเกิดเหตุการณ์มากที่สุด (Day-4) โดยบริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จพบเป็นลบมากกว่าบริษัทเป้าหมายที่สำเร็จ แต่มีเพียงบริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จเท่านั้นที่พบเป็นบวกใน Day-10 แสดงว่าก่อนเกิดเหตุการณ์บริษัทผู้ซื้อที่มีแนวโน้มเกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ก่อนบริษัทเป้าหมาย เมื่อพิจารณาวันเกิดเหตุการณ์พบเป็นบวกในบริษัทผู้ซื้อที่สำเร็จและพบเป็นลบในบริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จอย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อพิจารณาหลังเกิดเหตุการณ์พบว่าเป็นลบในบริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จ และบริษัทเป้าหมายทั้งสำเร็จและไม่สำเร็จอย่างมีนัยสำคัญ โดยวันที่ใกล้เคียงกับวันเกิดเหตุการณ์มากที่สุดคือบริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จ (Day1) ในขณะที่บริษัทเป้าหมายที่ไม่สำเร็จพบในวันที่ไกลที่สุด (Day9) แสดงว่าหลังเกิดเหตุการณ์บริษัทผู้ซื้อที่มีแนวโน้มเกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ก่อนบริษัทเป้าหมาย และเมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมพบว่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญเฉพาะบริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จ รวมทั้งในช่วงระยะเวลาที่ใกล้เคียงเหตุการณ์มากขึ้นก็พบเฉพาะในบริษัทผู้ซื้อที่ไม่สำเร็จเช่นกัน โดยพบหลายช่วงติดต่อกัน จึงสามารถสรุปได้ว่าการครอบงำและควบคุมกิจการแบบไม่มีความสัมพันธ์กันบริษัทเป้าหมายมีทิศทางที่ดีกว่าบริษัทผู้ซื้อ และกรณีสำเร็จมีทิศทางที่ดีกว่าไม่สำเร็จในบริษัทผู้ซื้อ แต่กรณีไม่สำเร็จมีทิศทางที่ดีกว่าสำเร็จในบริษัทเป้าหมาย

ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่าเมื่อเกิดเหตุการณ์การครอบงำและควบคุมกิจการจะสามารถพิจารณาได้ถึงการตอบสนองของตลาดของแต่รูปแบบได้แตกต่างกันออกไป รวมทั้งควรพิจารณาถึงการทำธุรกรรมที่สำเร็จและไม่สำเร็จเนื่องจากบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายอาจได้รับผลกระทบที่ต่างกันออกไปจากผลสรุปข้างต้น โดยถ้าเป็นแบบแนวนอนจะเห็นว่าผลกระทบต่อราคาหุ้น

ก่อให้เกิดผลในเชิงลบในบริษัทผู้ซื้อ มากกว่าบริษัทเป้าหมายอย่างชัดเจน เนื่องจากเป็นเพราะจะต้องมีค่าใช้จ่ายจำนวนมากในการเข้าซื้อหุ้นเพื่อต้องการจะลดคู่แข่ง หรือขยายส่วนแบ่งตลาด และนักลงทุนมีความกังวลว่าจะส่งผลกระทบต่อการทำธุรกิจของบริษัทผู้ซื้อในอนาคต โดยที่บริษัทผู้ซื้อจะต้องสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนว่าการครอบงำและควบรวมกิจการในแต่ละเหตุการณ์มีเป้าหมายการลงทุนเป็นอย่างไร และสร้างผลกำไรในอนาคตเป็นอย่างไร เพื่อให้ผลกระทบออกมาเป็นในเชิงบวก ซึ่งต่างจากบริษัทเป้าหมายที่ผลนั้นมีทิศทางที่ดีกว่าเนื่องจากยังไม่ต้องแบกรับภาระใด ๆ และเมื่อพิจารณาการทำธุรกรรมแบบสำเร็จแล้วย่อมส่งผลในเชิงลบมากกว่า ส่วนแบบแนวตั้งจะเห็นว่าผลกระทบต่อราคาหุ้นเป็นในเชิงลบเช่นกันแต่เนื่องจากเป้าหมายของรูปแบบนี้คือเข้าซื้อหุ้นบริษัทที่เป็นลักษณะต้นน้ำ และปลายน้ำ โดยต้องการที่จะลดต้นทุนการผลิต ซึ่งผลเชิงลบเกิดขึ้นในบริษัทเป้าหมายมากกว่าบริษัทผู้ซื้อถ้าการทำธุรกรรมนั้นสำเร็จ แต่โดยเปรียบเทียบแล้วแตกต่างกันไม่มากนักเนื่องจากส่วนใหญ่ทั้ง 2 บริษัท จะดำเนินกิจการที่เกี่ยวข้องกับกิจการเดิมที่ทำอยู่ทำให้ผลในเชิงลบใกล้เคียงกันเช่นเดียวกันกับการทำธุรกรรมที่ไม่สำเร็จ ส่วนแบบไม่มีความสัมพันธ์กันจะเห็นว่าผลกระทบต่อราคาหุ้นเป็นในเชิงลบในบริษัทผู้ซื้อ มากกว่าบริษัทเป้าหมายอย่างชัดเจน เนื่องจากการขยายกิจการในอุตสาหกรรมใหม่ที่อาจไม่มีความเชี่ยวชาญทำให้ทิศทางตลาดเป็นไปในเชิงลบในบริษัทผู้ซื้อ ทั้งนี้บริษัทผู้ซื้อควรทำให้ให้นักลงทุนมั่นใจว่าอุตสาหกรรมใหม่ที่บริษัทจะเข้าไปลงทุนนั้นบริษัทมีความรู้ความสามารถมากพอและพร้อมที่จะสร้างมูลค่าให้กิจการในอนาคต แต่จากผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าถ้าการทำธุรกรรมไม่สำเร็จถึงจะส่งผลกระทบเป็นอย่างมาก แสดงว่าตลาดจะมีการตอบสนองในทางที่ดีกว่าถ้าบริษัทผู้ซื้อเข้าครอบงำไม่สำเร็จ

เนื่องด้วยการทำธุรกรรมการครอบงำและควบรวมกิจการในบางธุรกรรมมีหลักทรัพย์ที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำให้ต้องมีการตัดหลักทรัพย์ออกไปจากกลุ่มตัวอย่าง ส่งผลให้มีการกำหนดจำนวนกลุ่มตัวอย่างในแต่ละกรณีที่แตกต่างกันออกไปซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อความชัดเจนของผลการศึกษาในแต่ละกรณีการศึกษา และสำหรับงานวิจัยในอนาคตอาจจะขยายระยะเวลาการศึกษาเพื่อให้ความครอบคลุมยิ่งขึ้น หรืออาจจะเพิ่มสมมติฐานอื่น ๆ ในการหาปัจจัยที่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติและอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงเหตุการณ์การครอบงำและควบรวมกิจการ

เอกสารอ้างอิง

- ชนิษฐา เนียมแสง. (2556). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศการควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2551 - พ.ศ. 2555. (วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยศิลปากร, เพชรบุรี.
- ปาริฉัตร อิศระพงศ์ไพศาล (2558). ปัจจัยที่ส่งผลต่อความสำเร็จของการควบรวมกิจการ และการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในระยะสั้นต่อการประกาศควบรวมกิจการ. (การค้นคว้าอิสระปริญญา มหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. กรุงเทพฯ.
- ภาคภูมิ อุ่นจิตติ (2557). การเคลื่อนไหวของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์จากการควบรวมกิจการ กรณีศึกษาธุรกิจบริการการแพทย์. (การค้นคว้าอิสระปริญญา มหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าธนบุรี. กรุงเทพฯ.
- ศิริทิพย์ สง่าพล. (2558). ปัจจัยกำหนดผลการดำเนินงานในระยะยาวภายหลังการควบรวมกิจการ: หลักฐานเชิงประจักษ์จากประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, กรุงเทพฯ.

- อชิรญา วรระมานี (2558). *การศึกษาผลกระทบจากการประกาศควบรวมกิจการต่อบริษัทอื่นในอุตสาหกรรมเดียวกัน*. (การค้นคว้าอิสระปริญญา มหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. กรุงเทพฯ.
- อัญญา ชันฉวีทย์. (2540). การควบรวมกิจการและการครอบงำกิจการ (พิมพ์ครั้งที่ 1). กรุงเทพฯ: คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Barber, B. M., and Lyon, J. D. (1997). "Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics." *Journal of Financial Economics*, (Vol. 43, pp. 341-372).
- Cakici Sema. (2004). *Effects of hostility on the long-term post-acquisition performance of acquirers*. Marmara University, The George Washington University, United States.
- Delaney T. Frank and Wamuziri C. Sam (2004). *The impact of mergers and acquisitions on shareholder wealth in the UK construction industry*. Edinburgh Napier University, United Kingdom.
- Dodd, Ruback (1997). *Tenders offers and stockholder returns: An empirical analysis*. *Journal of Financial Economics*, (Vol. 5 No.3 pp. 351-373).
- Fama, E. F. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, (Vol. 25 No. 2 pp. 383-417).
- Kyriazopoulos George and Drymbetas Evangelos (2015). *Do domestic banks mergers and acquisitions still create value? Recent evidence from Europe*. Technological Educational Institute of Western Macedonia, Greece.
- Rahman Zahoor, Ali Arshad and Jebran Khalil. (2017). *The effects of mergers and acquisitions on stock price behavior in banking sector of Pakistan*. University of Malakand, Pakistan.
- Williams Roxanne. (2001). *Short and long-term performance of Canadian tse-listed acquirers*. Concordia University, Canada.