

การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศการควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2551 – พ.ศ. 2555

**The Response of Stock Price with Merger Announcement of the Listed Companies in the Stock
Exchange of Thailand**

ขนิษฐา เนียมแสง

Khanitha Niamsang

นักศึกษาระดับปริญญาโท คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยศิลปากร กรุงเทพมหานคร 10170

Corresponding author, E-mail: nongkanitte@yahoo.com

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการประกาศการควบรวมกิจการที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์และศึกษาเพิ่มเติมผลกระทบดังกล่าวกับความแตกต่างของขนาดกิจการ โดยใช้อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในช่วง 60 วัน ล้อมรอบวันประกาศของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551- พ.ศ. 2555 และใช้วิธีทดสอบทางสถิติ t-test ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลการวิจัย แสดงให้เห็นว่า การประกาศการควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงหลังการประกาศการควบรวมกิจการ และการประกาศการควบรวมกิจการ ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์บริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ลดลงไม่แตกต่างกันชัดเจนอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05 จากผลการศึกษาสะท้อนให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดอยู่ในกลุ่มตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง เนื่องจากผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดสะท้อนข่าวการประกาศการควบรวมกิจการ

คำสำคัญ: การประกาศการควบรวมกิจการ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม

Abstract

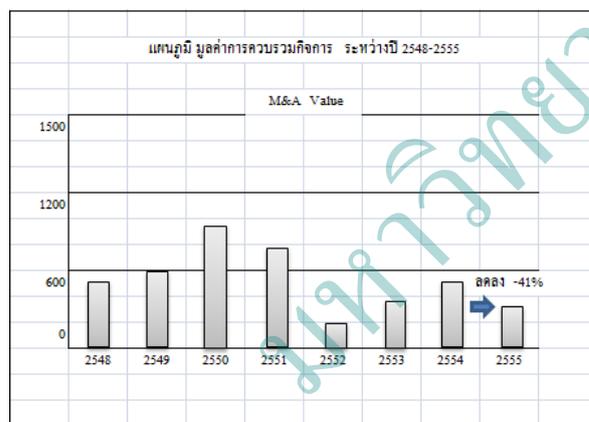
The objective of this research is to determine the response of stock price with merger announcement of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET). The response return from stock price with the magnitude of Merger Company is also considered using Cumulative Abnormal Return (CAR) during 60 days of merging announcement of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand (SET) for 5 years since 2008 to 2012. The data were analyzed by t-test. The results showed that merger of listed companies result in lowering return from stock after merging announcement. There was not different between small and large companies with significant at 0.05. It

was also indicate that The Stock Exchange of Thailand (SET) stand in semi-strong form efficiency market since the merger announcement reflected stock price in the market.

Keywords: merger announcement, companies in the Stock Exchange of Thailand, Cumulative Abnormal Return (CAR)

1. บทนำ

การควบรวมกิจการ หรือเรียกอย่างเป็นทางการว่า การเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ เป็นธุรกรรมที่ทำกันอย่างแพร่หลายทั่วโลก ธุรกรรม การควบรวมกิจการพบมากขึ้นในประเทศไทย โดยเฉพาะการควบรวมกิจการบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2551)



รูปที่ 1 มูลค่าการควบรวมกิจการ (Cross-border M&A) ระหว่างปี 2548-2555

ที่มา: UNCTAD โดยใช้ข้อมูลพื้นฐานกิจการข้ามชาติและข้อมูลการลงทุนในโครงการใหม่จาก Financial Times Ltd., FDI Markets ข้อมูลปี 2555 เป็นการคาดการณ์ (สิริพร นาคเจือ, 2556)

จากแผนภูมิมูลค่าการควบรวมกิจการในต่างประเทศข้างต้น พบว่ามูลค่าการลงทุนจากการควบรวมกิจการในต่างประเทศของบริษัทข้ามชาติ (Cross-border M&A) ระหว่างปี 2548-2555 มีมูลค่าลดลงอย่างมากถึงร้อยละ 41 (สิริพร นาคเจือ, 2556) ในปี 2555

มูลค่าการควบรวมกิจการที่ลดลงสะท้อนให้เห็นถึงภาวะความผันผวนทางเศรษฐกิจโลกในระดับมหภาค และการขาดความเชื่อมั่นในการลงทุนของบริษัทในประเทศที่พัฒนาแล้ว เห็นได้จากการที่บริษัทข้ามชาติ (TNC) ในประเทศพัฒนาแล้วหลายประเทศ อาทิเช่น ออสเตรเลีย ฝรั่งเศส ลักเซมเบิร์ก โปรตุเกส และสหราชอาณาจักร เริ่มมีการถอนการลงทุน (Divestment) ในสินทรัพย์เพิ่มมากขึ้น ตัวอย่างเช่น บริษัทข้ามชาติในเครือ INC มีการถอนการลงทุนจากประเทศพัฒนาแล้วอย่างสหรัฐอเมริกาและแคนาดาเป็นมูลค่าสูงถึง 12 พันล้านเหรียญสหรัฐ (สิริพร นาคเจือ, 2556)

การควบรวมกิจการที่เกิดขึ้นในประเทศไทย พบว่ามีจำนวนเพิ่มสูงขึ้นอย่างชัดเจนในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา ทั้งในรูปแบบของการทำธุรกรรมควบรวมในประเทศและการเข้าไปซื้อกิจการในต่างประเทศ ในรูปแบบของการเข้าถือหุ้น การเข้าซื้อกิจการ และการร่วมทุนระหว่างกันจากอุตสาหกรรมที่มีความหลากหลายมากขึ้น เห็นได้จากข้อมูลในช่วง 5 เดือนแรกของปี 2554 ที่มีมูลค่าการเสนอซื้อธุรกรรมควบรวมกิจการสูงถึง 326,892.2 ล้านบาท (บริษัท ศูนย์วิจัยกสิกรไทย จำกัด, 2556) ด้วยเหตุปัจจัยสนับสนุนจากหลายด้านได้แก่ ปัจจัยด้านนโยบาย เช่น มาตรการภาษีสืบเนื่องจากแผนพัฒนาตลาดทุนไทย การรวมกลุ่มเป็นประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (ASEAN Economic Community: AEC) และปัจจัยด้านธุรกิจ เช่น ผลประกอบการที่ดีของตัวบริษัทสร้างแรงจูงใจในการขยายธุรกิจ การลดความเสี่ยงจากการพึ่งพาวัตถุดิบจากผู้ผลิต การขยายตลาดหรือธุรกิจใหม่ๆ และมุมมอง

ของนักธุรกิจที่มีต่อการทำการควบรวมกิจการที่เปลี่ยนไปในทิศทางที่ดีขึ้น โดยปัจจัยสนับสนุนดังกล่าวมีส่วนช่วยในการกระตุ้นให้ภาคธุรกิจมีการควบรวมกิจการและเข้าซื้อกิจการเพิ่มมากขึ้น

การศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติได้นำพฤติกรรมราคาของหุ้นมาช่วยในการวิเคราะห์ผลกระทบของการควบรวมกิจการและการเข้าครอบงำกิจการที่มีต่อการดำเนินงานของบริษัทว่าจะมีผลดีหรือเกิดผลเสีย (อัญญา ชันธวิทย์, 2540) แนวคิดนี้ได้รับการพัฒนามาจากความเชื่อที่ว่า ตลาดมีกลไกการทำงานอย่างมีประสิทธิภาพและราคาสะท้อนข้อมูลทั้งหมดที่มีอยู่ในตลาดอย่างถูกต้อง จากแนวคิดนี้ การที่ราคาของหุ้นเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีระบบเพิ่มขึ้นหรือลดลงจากระดับที่ควรจะเป็นตามปกติ เนื่องจากมีเหตุการณ์ การควบกิจการ หรือการเข้าครอบงำกิจการเกิดขึ้น พฤติกรรมนี้อาจเป็นตัวช่วยในการพัฒนาเครื่องมือซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า ตลาดมีความเห็นอย่างไรกับการควบรวมกิจการหรือการเข้าครอบงำกิจการ ถ้าตลาดเห็นว่าก่อให้เกิดผลดีกับกิจการ ตลาดก็จะมีการปรับราคาหุ้นให้สูงขึ้น ในทางตรงข้ามหากตลาดเห็นว่าเกิดผลเสียกับกิจการ ตลาดก็จะปรับราคาหุ้นลดลงล่วงหน้า ข้อมูลที่ได้จากผลกระทบดังกล่าว จะเป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุน เพื่อใช้เป็นเครื่องมือประกอบการเปรียบเทียบและพิจารณาในการตัดสินใจเลือกลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพต่อไป

2. วัตถุประสงค์

ศึกษาผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์และศึกษาเพิ่มเติมผลกระทบดังกล่าวกับความแตกต่างของขนาดกิจการ โดยใช้อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในช่วง 60 วัน ล้อมรอบ

วันประกาศของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. ขั้นตอนและวิธีการ

การศึกษาในครั้งนี้เป็นการศึกษาความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับปานกลาง French (1989) กล่าวว่า ราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวทันทีต่อข้อมูลที่ปรากฏต่อสาธารณะทั้งหมด หรืออีกนัยหนึ่งคือ ราคาหลักทรัพย์จะสามารถสะท้อนอย่างเต็มที่ต่อข่าวสารข้อมูลสาธารณะทั้งหมด และใช้การทดสอบการพยากรณ์ในอนาคตโดยใช้เหตุการณ์สำคัญ ซึ่งเป็นแนวคิดเพื่อใช้ในการทดสอบการเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงที่มีการประกาศข่าวสารข้อมูลสำคัญ ถ้าผลทดสอบที่ได้สนับสนุนความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน จะต้องพบได้ว่า ผลตอบแทนที่คาดหวังมีการปรับตัวอย่างรวดเร็วต่อการประกาศข่าวสารข้อมูลใหม่ (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน, 2551) เหตุการณ์สำคัญคือ การประกาศควบรวมกิจการ ดังนั้นการศึกษานี้จึงมีขั้นตอนและวิธีการดังนี้

3.1 รวบรวมข้อมูล

3.1.1 ข้อมูลประชากร

ข้อมูลประชากรที่ใช้ในการศึกษานี้ มีจำนวนทั้งสิ้น 43 บริษัท คือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีการประกาศควบรวมกิจการ ผ่านธุรกรรมการทำคำเสนอซื้ออย่างเป็นทางการด้วยวัตถุประสงค์ของการควบรวมกิจการทั้งแบบการรวมกิจการและการครอบงำกิจการ ตั้งแต่ มกราคม พ.ศ. 2551 ถึง ธันวาคม พ.ศ. 2555 ในการศึกษาครั้งนี้ใช้วิธีระบุตัวอย่างโดยเลือกศึกษาบริษัทเป้าหมายที่ถูกควบรวมกิจการ ที่ไม่มีการประกาศเหตุการณ์อื่นในวันที่มีการประกาศควบรวมกิจการ รวมถึง 30 วันก่อนและหลัง ทำให้มั่นใจว่าการ

ตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เกิดจากการประกาศ
ควรวมกิจการเท่านั้นและการประกาศควรวมกิจการ
เป็นการประกาศควรวมกิจการตามปกติ

3.1.2 ข้อมูลที่นำมาใช้ คือ ข้อมูลหลักทรัพย์ที่มีการ
ประกาศควรวมกิจการ วันที่ประกาศควรวมกิจการ
จากข้อมูลสถิติประจำปี (Fact Book) ระหว่างปี พ.ศ.
2551 – พ.ศ. 2555 จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย และจากข้อมูลสถิติการเข้าถือหลักทรัพย์
เพื่อครอบงำกิจการ ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับ
หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ระหว่างปี พ.ศ.
2551 – พ.ศ. 2555 และ ข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทยรายวัน และราคาปิดของหลักทรัพย์
รายวันระหว่างปี พ.ศ. 2550 – พ.ศ. 2555 จากโปรแกรม
Set Smart จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3.2 กำหนดให้วันที่เกิดเหตุการณ์เป็นวันที่ 0

3.3 การศึกษาครั้งนี้กำหนดช่วงระหว่างเกิดเหตุการณ์
61 วัน คือช่วงเวลา 30 วันก่อนและหลังวันประกาศ
ควรวมกิจการ โดยแสดงเหตุการณ์เป็นช่วงเวลา -30,-
15, -7, -3, -2, -1, 0, 1, 2, 3, 7, 15, 30 และกำหนดช่วง
ประมาณการ คือช่วงระยะเวลาก่อนการประกาศควรวม
กิจการ 60 วัน เพื่อใช้ในการคำนวณตาม
แบบจำลองตลาด (Market Model) สำหรับแบบจำลอง
ตลาดนำมาใช้ในการคำนวณหาผลตอบแทนที่
คาดหวังของหลักทรัพย์ตามทฤษฎีตลาดทุน ถูก
นำมาใช้ในการประเมินอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง
จากการลงทุนในหลักทรัพย์ (Dobbins, Witt and
Fielding, 1994) การลงทุนในหลักทรัพย์นั้นได้รับ
ผลตอบแทนที่ไม่แน่นอนจากปัจจัยหลายด้านใน
อนาคตที่ไม่สามารถคาดการณ์ได้ แบบจำลองตลาดจึง
ต้องมีความเหมาะสมในการนำมาใช้วิเคราะห์
ผลตอบแทนที่คาดหวัง เพื่อใช้ในการศึกษาความมี

ประสิทธิภาพของตลาด (Dobbins, Witt and Fielding,
1994) การศึกษาครั้งนี้เลือกแบบจำลองตลาดมาใช้ใน
การคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์
และใช้วิธีวิเคราะห์สมการถดถอยของอัตรา
ผลตอบแทนของหลักทรัพย์กับอัตราผลตอบแทนของ
ตลาด

3.4 คำนวณหาผลตอบแทนของตลาด

โดยการนำดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาใช้ในการคำนวณ
ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ สามารถคำนวณได้
จากสมการดังนี้

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

โดยกำหนดให้

R_{mt} = ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์รายวัน
ในวันที่ t

SET_t = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์
ในวันที่ t

SET_{t-1} = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์
ในวันที่ t-1

ที่มา: พรอนงค์ บุษราตระกูล. การลงทุนพื้นฐานและการ
ประยุกต์. (กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์
มหาวิทยาลัย 2548)

นำผลที่ได้จากการคำนวณผลตอบแทนของ
ตลาดหลักทรัพย์ในช่วงการเกิดเหตุการณ์ 61 วัน ไป
แทนค่าในสมการที่ (1) เพื่อที่จะคำนวณหา
ผลตอบแทนที่คาดหวังรายวันของหลักทรัพย์ และนำ
ผลการคำนวณผลตอบแทนของตลาดในช่วงประมาณ
การ 60 วัน ในการคำนวณหาค่าอัลฟาและเบต้าของ
หลักทรัพย์

3.5 คำนวณหาผลตอบแทนของหลักทรัพย์

โดยการใช้ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ สามารถคำนวณได้จากสมการ ดังนี้

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

โดยกำหนดให้

R_{it} = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

P_{it} = ราคาปิดหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

P_{it-1} = ราคาปิดหลักทรัพย์ i ในวันที่ $t-1$

ที่มา: พรอนงค์ บุษราตระกูล. การลงทุนพื้นฐานและการประยุกต์. (กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548)

นำผลการคำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์

ในช่วงการเกิดเหตุการณ์ ไปแทนค่า ในสมการที่ (2) เพื่อคำนวณผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ และนำผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงประมาณการ 60 วัน ในการคำนวณหาค่าอัลฟา และเบต้าของหลักทรัพย์

3.6 คำนวณหาค่าอัลฟาและหาค่าเบต้า

โดยการนำผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละบริษัทย้อนหลังก่อนการประกาศควบรวมกิจการ 60 วัน (-63 ถึง -4 วัน) เพื่อนำมาใช้คำนวณหาค่าเบต้าและค่าอัลฟา ในช่วงเหตุการณ์ปกติของหลักทรัพย์ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548) นำผลที่ได้ไปแทนค่าในสมการ (1) เพื่อคำนวณหาค่าผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์

3.7 คำนวณหาค่าผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์

โดยจะคำนวณในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ประกาศควบรวมกิจการ สามารถคำนวณได้จากสมการดังนี้

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

โดยกำหนดให้

$E(R_{it})$ = ผลตอบแทนที่คาดหวังรายวันของหลักทรัพย์ที่ i ในวันที่ t (-30 ถึง +30)

α_i = ค่าอัลฟาของหลักทรัพย์ i

β_i = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ i

R_{mt} = ผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลา t (-30 ถึง +30)

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์. (กรุงเทพมหานคร: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2548)

นำผลที่ได้จากการคำนวณ ไปแทนค่าในสมการที่ (2) เพื่อหาค่าผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์

3.8 คำนวณหาค่าผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์

โดยการนำค่าผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศควบรวมกิจการเปรียบเทียบกับค่าของผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศควบรวมกิจการ (พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2547) สามารถคำนวณได้จากสมการดังนี้

$$E_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (\text{สมการที่ 2})$$

โดยกำหนดให้

E_{it} = ผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-30 ถึง +30)

R_{it} = ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-30 ถึง +30)

$E(R_{it})$ = ผลตอบแทนที่คาดหวังรายวันของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-30 ถึง +30)

ที่มา: พรอนงค์ บุษราตระกูล.การลงทุนพื้นฐานและการประยุกต์. (กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548)

นำผลที่ได้จากการคำนวณ ไปแทนค่าในสมการที่ (3) เพื่อคำนวณค่าของผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์

3.9 คำนวณค่าของผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์

ในบางครั้งผลกระทบที่เกิดขึ้นจากแต่ละเหตุการณ์อาจมีค่าไม่มากพอในแต่ละช่วงเวลา แต่เมื่อนำผลกระทบมารวมกันอาจมีค่าอย่างมีนัยสำคัญได้ การนำผลกระทบในแต่ละวันมารวมกัน เป็นผลกระทบในช่วงเวลา (พรอนงค์ บุษราตระกูล, 2547) เรียกว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติแบบสะสม (Cumulative Abnormal Return: CAR) โดยมีวิธีการคำนวณค่าดังนี้

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^n \epsilon_{it} \quad (\text{สมการที่ 3)}$$

โดยกำหนดให้

CAR_{it} = ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมตั้งแต่วันที่ t (-30 ถึง +30)

ϵ_{it} = ผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-30 ถึง +30)

ที่มา: พรอนงค์ บุษราตระกูล.การลงทุนพื้นฐานและการประยุกต์. (กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548)

นำผลการคำนวณจากช่วงเกิดเหตุการณ์ ไปทดสอบสมมติฐานทางสถิติ

3.10 ทดสอบสมมติฐานทางสถิติ

การตรวจสอบการแจกแจงอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ พบว่า ข้อมูลมีการแจกแจงไม่ปกติ แต่จำนวนประชากรที่ใช้ในการศึกษามีมากกว่า 30 ตัวอย่าง ดังนั้นในการศึกษาค้นนี้ใช้การทดสอบทางสถิติ t-test ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ในการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ (ชูเกียรติ วชิรศรีสุนทร, 2554) เพื่อที่จะทดสอบผลกระทบจากการประกาศควบรวมกิจการที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์

4. ผลการวิจัยและข้อวิจารณ์

1. การวิเคราะห์ผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยใช้อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม ในช่วง 60 วัน ล้อมรอบวันประกาศของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การเก็บรวบรวมข้อมูลบริษัทที่มีการประกาศควบรวมกิจการจำนวนทั้งสิ้น 43 บริษัท โดยทำการศึกษาผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วง 60 วัน ล้อมรอบวันประกาศ ระยะเวลา 5 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2551 – พ.ศ. 2555

การเก็บรวบรวมราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์และดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นำมาคำนวณค่าอัลฟาและค่าเบต้าของหลักทรัพย์เพื่อใช้คำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ นำมาประมวลผลทางสถิติ

การตรวจสอบการแจกแจงอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ พบว่า ข้อมูลมีการแจกแจงไม่ปกติ แต่จำนวนประชากรที่ใช้ในการศึกษามี

มากกว่า 30 ตัวอย่าง ดังนั้นในการศึกษาค้างนี้ใช้สถิติ t-test ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ในการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ

การทดสอบสมมติฐาน ที่ 1

เพื่อทดสอบผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ โดยใช้ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วง 60 วัน ล้อมรอบวันประกาศ

$$H_0 : CAR_t = 0$$

การประกาศควบรวมกิจการไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

$$H_1 : CAR_t \neq 0$$

การประกาศควบรวมกิจการมีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์

การทดสอบค่าสถิติโดยโปรแกรมสำเร็จรูปจากหลักทรัพย์จำนวน 43 บริษัท สรุปผลการศึกษาดังนี้

ตารางที่ 1 สรุปผลการศึกษาผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ในช่วง 60 วัน ล้อมรอบวันประกาศ

ช่วงเหตุการณ์สำคัญ	Mean	P-Value	ไม่มีผลกระทบ	มีผลกระทบ
-ก่อนประกาศควบรวม 30 วัน	-0.0049	0.1021	/	
-ก่อนประกาศควบรวม 15 วัน	-0.0155	0.3271	/	
-ก่อนประกาศควบรวม 7 วัน	-0.0043	0.5811	/	
- ก่อนประกาศควบรวม 3 วัน	-0.0145	0.5522	/	
-ก่อนประกาศควบรวม 2 วัน	-0.0081	0.7770	/	
-ก่อนประกาศควบรวม 1 วัน	0.0059	0.8589	/	
-วันประกาศควบรวมกิจการ	0.0066	0.8536	/	
-หลังประกาศควบรวม 1 วัน	0.0129	0.3674	/	
-หลังประกาศควบรวม 2 วัน	0.0096	0.5354	/	
-หลังประกาศควบรวม 3 วัน	0.0042	0.7937	/	
-หลังประกาศควบรวม 7 วัน	-0.0114	0.4672	/	
-หลังประกาศควบรวม 15 วัน	-0.0313	0.0999	/	
-หลังประกาศควบรวม 30 วัน	-0.0648	0.0283*		/

หมายเหตุ : * ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า ไม่มีผลกระทบจากการประกาศควบรวมกิจการในช่วงก่อนประกาศควบรวมกิจการ, วันประกาศควบรวมกิจการและหลังประกาศควบรวมกิจการ 1, 2, 3, 7 และ 15 วัน ส่วนที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงคือ ช่วงหลังประกาศควบรวมกิจการ 30 วัน อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05

2. การวิเคราะห์ผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ตามขนาดของกิจการโดยใช้อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในช่วง 60 วัน ล้อมรอบวันประกาศของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การเก็บรวบรวมข้อมูลการประกาศควบรวมกิจการ ระยะเวลา 5 ปี ระหว่างปี พ.ศ. 2551 – ปี พ.ศ. 2555 จำนวนทั้งสิ้น 43 บริษัท ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบ่งประชากรออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มบริษัทขนาดเล็กที่มีการประกาศควบรวมกิจการจำนวน 22 บริษัท และกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ที่มีการประกาศควบรวมกิจการจำนวน 21 บริษัท

การเก็บรวบรวมราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์และดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นำมาคำนวณหาค่าอัลฟาและค่าเบต้าของหลักทรัพย์เพื่อใช้คำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ นำมาประมวลผลทางสถิติ

การตรวจสอบการแจกแจงอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ พบว่า ข้อมูลมีการแจกแจงไม่ปกติ แต่จำนวนประชากรที่ใช้ในการศึกษามีมากกว่า 30 ตัวอย่าง ดังนั้นในการศึกษาค้างนี้ใช้สถิติ

t-test ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ในการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ

ตารางที่ 2 สรุปผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงในผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ตามขนาดของบริษัท

การทดสอบสมมติฐาน ที่ 2

เพื่อทดสอบผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ของบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่

โดยใช้อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในช่วง 60 วัน ล้อมรอบวันประกาศ

กลุ่มบริษัทขนาดเล็ก

$$H_0 : CAR_t = 0$$

การประกาศควบรวมกิจการไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดเล็ก

$$H_1 : CAR_t \neq 0$$

การประกาศควบรวมกิจการมีผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดเล็ก

กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่

$$H_0 : CAR_t = 0$$

การประกาศควบรวมกิจการไม่มีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดใหญ่

$$H_1 : CAR_t \neq 0$$

การประกาศควบรวมกิจการมีผลต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทขนาดใหญ่

การทดสอบค่าสถิติโดยโปรแกรมสำเร็จรูปจากหลักทรัพย์จำนวน 43 บริษัทสรุปผลการศึกษาดังนี้

ช่วงเหตุการณ์สำคัญ	Mean	P-Value	ไม่มีผลกระทบ	มีผลกระทบ
1.บริษัทขนาดเล็ก				
-ก่อนประกาศควบรวม 30 วัน	-0.0043	0.3421	/	
-ก่อนประกาศควบรวม 15 วัน	-0.0315	0.1370	/	
-ก่อนประกาศควบรวม 7 วัน	-0.0288	0.2176	/	
-ก่อนประกาศควบรวม 3 วัน	-0.0489	0.0462*		/
-ก่อนประกาศควบรวม 2 วัน	-0.0566	0.5298	/	
-ก่อนประกาศควบรวม 1 วัน	-0.0272	0.5298	/	
-วันประกาศควบรวม	-0.0140	0.7797	/	
-หลังประกาศควบรวม 1 วัน	0.0216	0.4405	/	
-หลังประกาศควบรวม 2 วัน	0.0225	0.4561	/	
-หลังประกาศควบรวม 3 วัน	0.0155	0.6206	/	
-หลังประกาศควบรวม 7 วัน	-0.0064	0.8286	/	
-หลังประกาศควบรวม 15 วัน	-0.0329	0.2987	/	
-หลังประกาศควบรวม 30 วัน	-0.0500	0.2428	/	
2.บริษัทขนาดใหญ่				
-ก่อนประกาศควบรวม 30 วัน	-0.0048	0.2330	/	
-ก่อนประกาศควบรวม 15 วัน	0.0043	0.8554	/	
-ก่อนประกาศควบรวม 7 วัน	0.0311	0.4166	/	
-ก่อนประกาศควบรวม 3 วัน	0.0286	0.4974	/	
-ก่อนประกาศควบรวม 2 วัน	0.0497	0.3310	/	
-ก่อนประกาศควบรวม 1 วัน	0.0482	0.3537	/	
-วันประกาศควบรวม	0.0354	0.4937	/	
-หลังประกาศควบรวม 1 วัน	0.0039	0.3782	/	
-หลังประกาศควบรวม 2 วัน	-0.0033	0.4934	/	
-หลังประกาศควบรวม 3 วัน	-0.0066	0.2140	/	
-หลังประกาศควบรวม 7 วัน	-0.0143	0.1268	/	
-หลังประกาศควบรวม 15 วัน	-0.0332	0.1191	/	
-หลังประกาศควบรวม 30 วัน	-0.0885	0.0331*		/

หมายเหตุ : * ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลการศึกษา แสดงให้เห็นว่า บริษัทขนาดเล็กไม่มีผลกระทบจากการประกาศควบรวมกิจการในช่วงก่อนประกาศควบรวมกิจการ 30, 15, 7, 2 และ 1 วัน วันประกาศควบรวมกิจการและหลังประกาศควบรวมกิจการ ส่วนที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงคือ ช่วงก่อนวันประกาศควบรวมกิจการ 3 วัน อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05

ส่วนบริษัทขนาดใหญ่ไม่มีผลกระทบจากการประกาศควบรวมกิจการในช่วงก่อนประกาศควบรวมกิจการ วันประกาศควบรวมกิจการและหลังประกาศควบรวมกิจการ 1, 2, 3, 7 และ 15 วัน ส่วนที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงคือ ช่วงหลังวันประกาศควบรวมกิจการ 30 วัน อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05

5. การอภิปรายผล

การศึกษาผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์กิจการ โดยใช้อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในช่วง 60 วัน ล้อมรอบวันประกาศของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษา แสดงให้เห็นว่า การประกาศควบรวมกิจการส่งผลในเชิงลบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ หลังประกาศควบรวมกิจการ สอดคล้องกับ ผลการวิจัยของ Wong and Cheung (2009) ที่ศึกษาผลกระทบจากการประกาศควบรวมกิจการหรือซื้อกิจการต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่เข้าซื้อกิจการและบริษัทเป้าหมายในเอเชีย ใช้ข้อมูลการประกาศควบรวมกิจการหรือซื้อกิจการในตลาดหลักทรัพย์ 6 ตลาดหลักในเอเชีย ในช่วงระหว่างวันที่ 1 มกราคม 2544 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม 2550 เพื่อหาผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ ในช่วงที่มีการประกาศควบรวมกิจการหรือซื้อกิจการ พบว่าข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการประกาศควบรวมกิจการที่ปรากฏออกมาถือเป็นข่าวเชิงลบสำหรับบริษัทเป้าหมายที่ถูกควบรวมกิจการยืนยันได้จากผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมมีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05 และสอดคล้องกับ ผลการวิจัยของ Doeswijk (2007) ที่ศึกษาการควบรวมและการซื้อกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ดัตช์ (Dutch) โดย

ทำการศึกษาเฉพาะบริษัทเป้าหมายที่ถูกควบรวมหรือซื้อกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ดัตช์เท่านั้น ข้อมูลในการศึกษาเป็นระยะเวลา 10 ปี ในช่วง ปี 1997-2007 จากฐานข้อมูลของบลูมเบิร์กในช่วง 20 วันก่อนและหลังเหตุการณ์สำคัญการประกาศควบรวมหรือซื้อกิจการเพื่อคำนวณผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ ผลการศึกษาสรุปว่า สำหรับการลงทุนในระยะยาวไม่ส่งผลที่ดีมีแนวโน้มให้ผลในเชิงลบต่อนักลงทุน

การศึกษาเพิ่มเติม ผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ตามความแตกต่างของขนาดกิจการ โดยใช้อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในช่วง 60 วัน ล้อมรอบวันประกาศของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษา แสดงให้เห็นว่า การประกาศควบรวมกิจการส่งผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05 สำหรับบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ เพียงบางช่วง ไม่แตกต่างกันชัดเจน ซึ่งขัดแย้งกับผลการวิจัยของ Nielsom (2009) ที่ศึกษาสภาพคล่องของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่มีการควบรวมกิจการ ใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ยูโรเน็กซ์ (Euronext) กลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษามาจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ยูโรเน็กซ์ ที่มีการควบรวมกิจการ ในอัมสเตอร์ดัม บรัสเซล ลิสบอนและปารีส ผลการศึกษา พบว่าผลกระทบเชิงบวกเกิดกับกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ ส่วนขนาดเล็กไม่ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญ เนื่องมาจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้ความสนใจข้อมูลการประกาศควบรวมกิจการของบริษัทขนาดใหญ่และขนาดเล็กไม่แตกต่างกัน

6. บทสรุป

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์และศึกษาเพิ่มเติมผลกระทบดังกล่าวกับความแตกต่างของขนาดกิจการ โดยใช้อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในช่วง 60 วัน ล้อมรอบวันประกาศของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ช่วงระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551- พ.ศ. 2555 และใช้วิธีทดสอบทางสถิติ t-test แบบ one sample t-test ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

การศึกษาผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์กิจการ โดยใช้อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม ในช่วง 60 วัน ล้อมรอบวันประกาศของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงหลังประกาศควบรวมกิจการ อย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05 แสดงว่าการประกาศควบรวมกิจการเป็นไปในเชิงลบและส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ซึ่งจัดอยู่ในกลุ่มตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลางของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การศึกษาเพิ่มเติมผลกระทบของการประกาศควบรวมกิจการ ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ตามความแตกต่างของขนาดกิจการ โดยใช้อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในช่วง 60 วัน ล้อมรอบวันประกาศของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบ่งประชากรออกเป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มบริษัทขนาดเล็กที่มีการประกาศควบรวมกิจการจำนวน 22 บริษัท และกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ที่มีการประกาศควบรวมกิจการจำนวน 21 บริษัท ผลการศึกษา แสดงให้เห็นว่าการประกาศควบรวมกิจการส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของ

หลักทรัพย์ลดลงอย่างมีนัยสำคัญที่ 0.05 เพียงบางช่วง ไม่แตกต่างกันชัดเจน เนื่องมาจากนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้ความสนใจข้อมูลการประกาศควบรวมกิจการของบริษัทขนาดใหญ่และขนาดเล็กไม่แตกต่างกัน

ข้อจำกัดในการศึกษา

1. งานวิจัยครั้งนี้มีข้อจำกัดด้านข้อมูล โดยเฉพาะอย่างยิ่งการศึกษาในช่วงระยะเวลาที่ยาวนาน ก็จะมีกลุ่มตัวอย่างที่น้อยลง และการจัดกลุ่มในลักษณะต่างๆ เพื่อศึกษานั้น ยิ่งทำให้ข้อมูลในแต่ละกลุ่มมีจำนวนค่อนข้างน้อย

2. สำหรับการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่นำมาใช้ในงานวิจัยเพื่อศึกษาผลกระทบของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการ เมื่อมีการทดสอบยิ่งยาวนานขึ้น อาจมีความคลาดเคลื่อนไปบ้างจากผลกระทบภายนอกที่สมการดังกล่าวไม่สามารถควบคุมได้

ข้อเสนอแนะ

1. การศึกษาค้นคว้านี้แสดงให้เห็นว่าการประกาศควบรวมกิจการ ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์หลังวันประกาศควบรวมกิจการ ลดลงเกินกว่าปกติจากการลงทุน ดังนั้นนักลงทุนจึงไม่ควรลงทุนในบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการหลังวันประกาศควบรวมกิจการ

2. ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าการประกาศควบรวมกิจการส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์ของบริษัทที่ถูกควบรวมกิจการมีมูลค่าลดลงหลังวันประกาศควบรวมกิจการ ดังนั้นนักลงทุนไม่ควรซื้อหุ้นในช่วงหลังวันประกาศควบรวมกิจการ

3. ในการศึกษาครั้งต่อไป อาจใช้วิธีเพิ่มช่วงเวลาของเหตุการณ์ที่ศึกษาให้มากกว่า 61 วัน หรือทดสอบหลายช่วงเวลา เช่น ศึกษาในช่วง 61 วัน 121 วัน 181 วัน และ 361 วัน เพื่อนำผลการทดสอบที่ได้มาเปรียบเทียบกับการศึกษาครั้งนี้หรืออาจเพิ่มการจัดกลุ่มตามสภาพคล่องของหลักทรัพย์ แบ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูงและหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำ เพื่อทดสอบความแตกต่างในด้านสภาพคล่องในการซื้อขายที่อาจส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมเพิ่มเติม

7. กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยความอนุเคราะห์จาก อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ และคณาจารย์ทุกท่านในภาควิชาการประกอบการคณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยศิลปากร ที่ได้ให้คำแนะนำ ผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้งในความกรุณา จึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

8. เอกสารอ้างอิง

ชูเกียรติ วชิรศรีสุนทร. (2554). “การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย”. วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต. มหาวิทยาลัยศิลปากร

บริษัท ศูนย์วิจัยกสิกรไทย จำกัด. (2556). “M&A กลยุทธ์การต่อ ยอดธุรกิจ (กระแสนวัตกรรม ฉบับที่ 2 256)”. (ออนไลน์) สืบค้นจาก www.kasikornresearch.com. (5 สิงหาคม 2556)

พรอนงค์ บุษราตระกูล. (2547). การลงทุนพื้นฐานและการประยุกต์. กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์แห่งมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์. ตลาดหลักทรัพย์แห่ง

ประเทศไทย. (2548). ตลาดการเงินและการลงทุนในหลักทรัพย์. กรุงเทพมหานคร

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน. (2551). การลงทุนในตราสารทุน. พิมพ์ครั้งที่ 3. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: บริษัทอมรินทร์พริ้นติ้ง แอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน).

สิริพร นาคเจือ. (2556). “สรุปภาวะการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศในประเทศไทย ปี 2555”. สำนักความร่วมมือการลงทุนต่างประเทศ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2551). “เทคโอเวอร์...คุณเลือกได้”. เข้าถึงเมื่อ สิงหาคม 2557 จากเว็บไซต์ www.sec.or.th

อัญญา ชันชวิทย์. (2540). การควบรวมกิจการและการครอบงำกิจการ. กรุงเทพมหานคร: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

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

Dan W. French. (1989). Security and Portfolio Analysis Concept and Management .Ohio: Merrill Publishing Company A Bell & Howell Information Company.

Richard Dobbins, Stephen F. Witt and John Fielding (1994). Portfolio Theory and Investment Management. Second Edition. Massachusetts : Blackwell Publishers.

Ronald Q Doeswijk ,(2007). “Merger and Acquisition
in Dutch Stock Market”. Natherlands:IRIS
Research (April 2007)

Ulf Nielssom ,(2009). Stock Exchange Merger and
Liquidity. Journal of Financial Markets
vol.12, no.2

มหาวิทยาลัยรังสิต