

### บทที่ 3

#### ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเพื่อเข้าครอบงำกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และผลกระทบของการครอบงำกิจการต่อราคาหุ้นยังไม่เคยมีการศึกษามาก่อนการศึกษาส่วนใหญ่จะเป็น การศึกษาตามแนวการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานและเทคนิคซึ่งมีงานศึกษาและวิจัยที่เกี่ยวข้องเป็นจำนวนมาก ในการศึกษารครั้งนี้จึงนำผลการศึกษาที่เกี่ยวข้องในภาพรวมที่มีความใกล้เคียงกับการศึกษาในครั้งนี้มากที่สุดมาอ้างอิง โดยแบ่งผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องออกเป็น 2 ส่วน คือ

#### ส่วนที่ 1 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์

Keran (1971) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นนิวยอร์กโดยศึกษาข้อมูล รายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสแรก ปี 2499 ถึงไตรมาสที่ 2 ปี 2513 Keran ได้ใช้แนวคิดเกี่ยวกับมูลค่า ปัจจุบัน (present value) ของอัตราเงินปันผลที่คาดว่าจะได้รับเป็นพื้นฐานในการวิเคราะห์ โดยมีสมมุติฐาน ว่าผู้ลงทุนจะซื้อหลักทรัพย์เมื่อราคาหลักทรัพย์เท่ากับมูลค่าส่วนลดปัจจุบันของหลักทรัพย์นั้น ๆ ราคาหลัก ทรัพย์ที่นำมาศึกษาคือ Standard and Poor's Composite 500 Index (SP 500) จากการประมาณค่าด้วยวิธี Regression Analysis พบว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินที่แท้จริงและกำไรสุทธิของบริษัททั้ง ในอดีตและปัจจุบัน มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับราคาหลักทรัพย์

Hamburger and Kochin (1972) ได้อาศัยทฤษฎีมูลค่าปัจจุบันเป็นพื้นฐานในการศึกษาถึงอิทธิพล ของปริมาณเงินที่มีต่อราคาหลักทรัพย์เช่นเดียวกับ Keran แต่ได้เพิ่มตัวแปรอีก 2 ตัวแปรในแบบจำลองคือ ระดับราคาปัจจุบัน (current price level (p)) และอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรของบริษัท (the corporate bond rate (r)) การศึกษาใช้ข้อมูลรายไตรมาสในปี 2499 ถึง 2513 ซึ่งเป็นระยะเวลาการศึกษาเดียวกับ Keran ราคาหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาก็เป็นตัวแปรเดียวกับ Keran เช่นกันคือ Standard and Poor's Composite 500 Index (SP 500)

จากการประมาณค่าด้วยวิธี Regression Analysis พบว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของปริมาณเงินที่ แท้จริง รายได้ที่แท้จริงของบริษัทและระดับราคาปัจจุบันมีความสัมพันธ์ในทางเดียวกับราคาหลักทรัพย์ ส่วนอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรของบริษัทและอัตราการเติบโตของรายได้ที่แท้จริงมีความสัมพันธ์ในทางตรง

กันข้ามกับราคาหลักทรัพย์

Chen Roll และ Ross (1986) ได้ศึกษาถึงปัจจัยมหภาคที่มีผลต่อราคาหุ้นโดยทั่วไปของประเทศสหรัฐอเมริกาในช่วงระหว่างปีค.ศ. 1958 - 1984 โดยอาศัยทฤษฎีทางการเงิน Valuation Model มาเป็นพื้นฐานในการทดสอบซึ่งโดยทฤษฎีดังกล่าวราคาหุ้นสามารถเขียนอยู่ในรูปของอัตราเงินปันผลที่คาดหวังในอนาคต (expected discounted dividend) และมีความเห็นว่าปัจจัยทางเศรษฐกิจคือแนวโน้มการดำเนินกิจการของธุรกิจ การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย การเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อ การเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันในตลาดโลก การเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยที่คาดหวังไว้และดัชนีภาวะตลาดหุ้นล้วนแต่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นแทบทั้งสิ้น

จากผลการศึกษาโดยใช้สมการถดถอย (multiple regression equation) ปรากฏว่าแนวโน้มการดำเนินกิจการของธุรกิจ ซึ่งแสดงโดยการผลิตภาคอุตสาหกรรม การเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ย การเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนปัจจัยอื่น ๆ มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นน้อยมาก

Miguelito G. Reyes (1987) ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างราคาของหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นฟิลิปปินส์กับตัวแปรทางเศรษฐกิจมวลรวม (macro variable) และตัวแปรจุลภาค (micro variable) โดยศึกษาเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสแรกปี 2517 ถึง 2529 ด้วยวิธี Regression Analysis

ผลปรากฏว่าตัวแปรทางเศรษฐกิจมวลรวมที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากที่สุดตามลำดับ ได้แก่ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ (saving interest rate) ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ (gross national product) ดัชนีราคาผู้บริโภค (consumer price index) อัตราเงินเฟ้อ (inflation rate) และปริมาณเงิน (money supply) ส่วนตัวแปรจุลภาคที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์มากที่สุด ได้แก่ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (rate of return on equity) และที่มีความสัมพันธ์น้อยที่สุดคือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (rate of return on assets) ทั้งนี้ตัวแปรอิสระทั้ง 7 ตัวมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ตรงตามสมมุติฐานกล่าวคือ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ ดัชนีราคาผู้บริโภคและอัตราเงินเฟ้อ มีความสัมพันธ์แบบผกผันกับราคาหลักทรัพย์ ส่วนตัวแปรอิสระอื่น ๆ คือ ผลิตภัณฑ์มวลรวมประชาชาติ ปริมาณเงิน อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับราคาหลักทรัพย์

วารุณี ธีระกุล (2520) ได้คัดเลือกหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ที่มีความคล่องตัวสูงที่สุดมา 5 หลักทรัพย์คือ หลักทรัพย์ของธนาคารกรุงเทพ จำกัด บริษัทเบอร์ลีย์ยูเคอร์ จำกัด บริษัท เสริมสุข จำกัด บริษัทปูนซีเมนต์ไทย จำกัด และบริษัทอุตสาหกรรมทำเครื่องแก้วไทย จำกัด ตัวแปรที่ใช้ทดสอบคือ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ( $Q_t$ ) อัตราผลตอบแทน ( $Y_t$ ) และอัตราความเสี่ยงในการลงทุน ( $G_t$ ) โดยศึกษาตั้งแต่เดือนพฤษภาคม 2518 ถึง มิถุนายน 2519 โดยคำนึงถึงผลของความแตกต่างของช่วงระยะเวลา จึงได้สร้างสมการโครงสร้างตัวล่า (lag model) ขึ้นด้วย สมการที่ใช้ในการศึกษาหาความสัมพันธ์มีดังนี้ คือ

$$P_t = f(Q_t, Y_t, G_t, Q_{t-1}, Y_{t-1}, G_{t-1})$$

โดยที่  $P_t$  = ค่าเฉลี่ยของราคาปิด

$Q_{t-1}$  = ปริมาณการซื้อขายที่ผ่านมา  $i$  สัปดาห์

$Y_{t-1}$  = อัตราผลตอบแทนที่ผ่านมาใน  $i$  สัปดาห์

$G_{t-1}$  = อัตราความเสี่ยงที่ผ่านมาใน  $i$  สัปดาห์

ผลการศึกษาปรากฏว่า ปริมาณการซื้อขายและอัตราความเสี่ยงในการลงทุน มีความสัมพันธ์ในทางตรงกับราคาหลักทรัพย์ส่วนใหญ่ ส่วนอัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์ในทางลบกับราคาหลักทรัพย์ แต่ไม่แน่นอนเสมอไปทุกหลักทรัพย์

พรณี อิศระพงษ์ไพศาล (2520) ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นทิสโก้ (tisco index) กับราคาเฉลี่ยของหลักทรัพย์ที่มีความคล่องตัวสูง 5 หลักทรัพย์ ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ของบริษัทเดียวกันกับที่วารุณีศึกษาโดยใช้วิธี Linear Regression Analysis ทำการศึกษาเป็นรายเดือนตั้งแต่เดือนพฤษภาคม 2518 ถึง เมษายน 2519 ผลการศึกษาปรากฏว่าดัชนีราคาหุ้นทิสโก้ไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นของกลุ่มธุรกิจการเงิน แต่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรม และกลุ่มธุรกิจการค้าโดยมีความสัมพันธ์กับกลุ่มธุรกิจการค้ามากที่สุด พรณีจึงสรุปว่านักลงทุนจะสามารถคาดการณ์แนวโน้มของราคาหุ้นกลุ่มอุตสาหกรรม และธุรกิจการค้าได้จากดัชนีราคาหุ้นทิสโก้

นอกจากนั้นพรณีได้ศึกษา ถึงความสำคัญของข้อมูลงบการเงินของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์รวม 8 บริษัท โดยวิเคราะห์หาอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ 4 ประเภท คือ ทรัพย์สินหมุนเวียนต่อหนี้สินหมุนเวียน ทรัพย์สินสุทธิต่อทรัพย์สินทั้งสิ้น กำไรสุทธิก่อนหักภาษีต่อทรัพย์สินทั้งสิ้นและกำไรสุทธิหลังหักภาษีต่อทรัพย์สินสุทธิ แต่ไม่อาจสรุปได้ว่าการดำเนินงานและฐานะของบริษัทแตกต่างกันอย่างไร เนื่องจาก

ข้อมูลที่น่ามาศึกษาเป็นข้อมูลเพียงปีเดียว เท่านั้น

กิตติ ศิริพัลลภ (2521) ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นของบริษัทต่าง ๆ ในตลาดหลักทรัพย์กับตัวแปรอิสระดังนี้ อัตราดอกเบี้ย ปริมาณเงิน ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตราเงินปันผลต่อราคาตลาด และอัตรากำไรสุทธิต่อราคาตลาด ในช่วงปี 2519 - 2520 เป็นรายสัปดาห์ โดยใช้วิธี Stepwise Multiple Regression กิตติได้แบ่งประเภทธุรกิจที่น่ามาวิจัยออกเป็น 7 ประเภท และคัดเลือกหลักทรัพย์ที่จะทดสอบได้ 21 หลักทรัพย์ ซึ่งมาจากกลุ่มต่าง ๆ คือ กลุ่มธนาคารมี 4 หลักทรัพย์ กลุ่มสถาบันการเงิน 3 หลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมปูนซีเมนต์ 2 หลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมสิ่งทอ 1 หลักทรัพย์ กลุ่มให้บริการ 2 หลักทรัพย์ กลุ่มพาณิชย์ 2 หลักทรัพย์ และกลุ่มอื่น ๆ 7 หลักทรัพย์ ในการคำนวณจะอยู่ภายใต้สมมุติฐานว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับราคาหุ้นเป็นเส้นตรง (linear) ผลการศึกษาปรากฏว่าตัวแปรอิสระเหล่านี้มีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์แตกต่างกันไป โดยปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นของบริษัทเรียงลำดับจากมากที่สุดไปน้อยที่สุดคือ อัตราดอกเบี้ย ดัชนีราคาผู้บริโภค อัตรากำไรสุทธิต่อราคาตลาด อัตราเงินปันผลต่อราคาตลาด และปริมาณเงิน

วิมลรัตน์ โกสินทร์ตระการ (2521) ศึกษาความเสี่ยงภัยของหลักทรัพย์จดทะเบียนในประเทศไทย โดยใช้การคำนวณค่าความเสี่ยงทั้งความเสี่ยงที่มีระบบ (systematic risk) และความเสี่ยงที่ไม่มีระบบ (unsystematic risk) ตามวิธีของ William F.Sharpe ซึ่งวิเคราะห์ค่าความเสี่ยงจาก Single Index Model ของเส้นลักษณะ (characteristic line) และยังวิเคราะห์ว่าหลักทรัพย์ใดที่มีราคาสูงหรือต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เมื่อตลาดอยู่ในภาวะสมดุล โดยวิเคราะห์จากเส้นตลาดหลักทรัพย์ (security market line) หรือเส้น SML ข้อมูลที่ได้ศึกษาอยู่ในระหว่างปี 2519 ถึง ปี 2521

ผลการศึกษาปรากฏว่าหลักทรัพย์กลุ่มธนาคารมีความเสี่ยงภัยต่ำที่สุด และมีราคาซื้อขายโดยเฉลี่ยต่ำกว่าที่ควรเป็น (underpriced) เมื่อเทียบกับความเสี่ยงภัยในภาวะสมดุลของหลักทรัพย์ ส่วนธุรกิจประเภทอื่นความเสี่ยงของหลักทรัพย์จะแตกต่างกันแล้วแต่ ๆ ละหลักทรัพย์และประเภทของธุรกิจ

ศิริ การเจริญดี สุชาติ สักการโกศล และ โสภณ โรจน์ธำรงค์ (2524) ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ โดยนำทฤษฎีปริมาณเงินมาประยุกต์ในการอธิบาย นอกจากนี้ผู้ศึกษายังได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์และราคาหลักทรัพย์ กับอัตราการเปลี่ยนมือของหลักทรัพย์เพื่อพิจารณาว่าตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดของนักลงทุนหรือนักเก็งกำไร โดยใช้ข้อมูลรายเดือนตั้งแต่ปี 2518 ถึง 2523 ผลการศึกษาสรุปได้ว่าในช่วงสั้น ๆ ปริมาณเงินหมุนเวียนไม่มี

ความสัมพันธ์กับราคาและมูลค่าการซื้อขายมากนัก

การเคลื่อนไหวส่วนใหญ่เป็นบทบาทของนักเก็งกำไรมากกว่านักลงทุนสำหรับในระยะยาว การทดสอบไม่สามารถแสดงผลได้ชัดเจน เนื่องจากข้อจำกัดทางด้านข้อมูลแต่พอสรุปได้ว่าอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ ภาวะเงินเฟ้อ ปริมาณเงินทุนหมุนเวียนในตลาด น่าจะมีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของภาวะตลาดหลักทรัพย์ในระดับหนึ่ง

อนุวัฒน์ จงยินดี (2528) ได้ใช้ข้อมูลปี 2520 และปี 2522 ซึ่งเป็นภาวะตลาดหุ้นไทยในช่วงที่ตึกคักและซบเซาตามลำดับ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศจ่ายเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการศึกษาสรุปได้ว่าข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นทั้งในภาวะตลาดตึกคักและซบเซา

เมธินี รัศมีวิจิตรไพศาล (2530) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ทั้งทางตรงและทางอ้อม โดยทดสอบความสัมพันธ์ในรูปแบบสมการถดถอยจากข้อมูลรายเดือน ระหว่างปี 2522 - 2527 การศึกษาสรุปได้ว่าไม่ว่าจะใช้ความล่าช้าของเวลา (time lags) รวมเข้าไว้ในแบบจำลองหรือไม่ก็ตามปริมาณเงินทั้งตามความหมายแคบ (M 1) และความหมายกว้าง (M 2) ล้วนไม่มีความสัมพันธ์ทางตรงกับราคาหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ตาม เมธินีได้ทำการศึกษาต่อไปอีกว่า แม้ว่าปริมาณเงินจะไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์โดยตรงก็ตามปริมาณเงินอาจจะมีผลกระทบต่อตัวแปรทางการเงินก่อนแล้วตัวแปรทางการเงินเหล่านั้นจึงจะมากกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในที่สุด ซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทางการเงินกับราคาหลักทรัพย์เป็นไปในลักษณะของมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ (intrinsic value) กล่าวคือ มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ขึ้นอยู่กับอัตราเงินปันผลต่อหุ้น อัตราการเติบโตของเงินปันผล อัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยงและค่าธรรมเนียมความเสี่ยง ดังสมการต่อไปนี้

$$PDV = [d_0 (1+g_1) / (1 + r_1 + p_1)] + [d_1 (1+g_2)^2 / (1+r_2 + p_2)^2 + \dots$$

โดยที่ PDV = มูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์หรือ present discount value

$d_t$  = เงินปันผลต่อหุ้น ณ เวลา  $t$

$g_t$  = อัตราการเติบโตของเงินปันผล ณ เวลา  $t$

$r_t$  = อัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง

$p_t$  = ค่าธรรมเนียมความเสี่ยง ณ เวลา  $t$

ดังนั้น เมธินีได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรทางการเงินเหล่านี้กับราคาหลักทรัพย์แทน การทดสอบปริมาณเงินกับราคาหลักทรัพย์ โดยตัวแปรทางการเงินที่ใช้ในการทดสอบได้แก่ เงินปันผล ต่อหุ้น อัตราการเติบโตของเงินปันผลและค่าธรรมเนียมความเสี่ยง ทั้งนี้เงินปันผลต่อหุ้นนั้นเป็นเงินปันผล ต่อหุ้นรวมของตลาดและค่าธรรมเนียมความเสี่ยงคำนวณจากผลต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของ บริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์กับผลตอบแทนของการถือตัวเงินคลัง ผลการศึกษาโดยใช้สมการถดถอย (multiple regression equation) ปรากฏว่าเงินปันผลต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้น อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ค่าธรรมเนียมความเสี่ยงก็มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นเช่นเดียวกัน แต่ในทิศทางตรงกัน ข้าม

นินนาท เจริญเลิศ (2532) ศึกษาปัจจัยกำหนดการลงทุนในหลักทรัพย์และแนวทางการพัฒนา ตลาดหลักทรัพย์ในอนาคต โดยมีจุดประสงค์หลักคือการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาด หลักทรัพย์กับตัวแปรอิสระอื่น ๆ ซึ่งได้แก่ รายได้ประชาชาติ อัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิเฉลี่ย อัตราภาษี ระหว่างธนาคาร ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน อัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝาก และดัชนีราคาหุ้นตลาด หลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็น โดยแบ่งช่วงการศึกษาออกเป็น 3 ช่วงคือ ตั้งแต่กลางปี 2520 ถึงปลายปี 2530 และเปรียบเทียบระหว่างช่วงกลางปี 2520 ถึงกลางปี 2522 กับช่วงต้นปี 2529 ถึงปลายปี 2530 ซึ่ง เป็นช่วงที่ดัชนีราคาหุ้นโน้มสูงขึ้นอย่างมากเช่นกัน เพื่อศึกษาหาความแตกต่างของปัจจัยกำหนดและ อิทธิพลของตัวแปรดังกล่าวในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นตรง

ผลการศึกษาปรากฏว่าในช่วงระยะยาวคือ ระหว่างกลางปี 2520 ถึงปลายปี 2530 การเปลี่ยนแปลง ของอัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิจะทำให้ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงมากที่สุด อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝากและอัตราภาษีระหว่างธนาคาร ไม่มีส่วนกำหนดการเคลื่อนไหวของดัชนี ราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

สำหรับในช่วงกลางปี 2520 ถึงกลางปี 2522 พบว่าดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็น รายได้ประชาชาติ อัตราเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ส่วนในช่วงต้นปี 2529 ถึงปลายปี 2530 ก็มีเพียงดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็นเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับดัชนีราคา หุ้นตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้อาจเป็นผลมาจากตัวแปรอิสระดังกล่าวมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและ กันมาก

เนื่องจากทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวข้างต้น ในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นตรงปรากฏว่ายังมีตัวแปรอิสระบางตัวมีความสัมพันธ์อย่างไม่มีนัยสำคัญกับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นจึงได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์กับตัวแปรอิสระอีกครั้งหนึ่งด้วยวิธี Stepwise Multiple Regression โดยการศึกษาว่าตัวแปรใดมีความสัมพันธ์กับดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่กำหนด ผลการศึกษาปรากฏว่าในช่วงกลางปี 2520 ถึงปลายปี 2530 พบว่าอัตราเงินกู้ยืมระหว่างธนาคาร อัตราดอกเบี้ยเงินฝากสุทธิและดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ และเมื่อเปรียบเทียบช่วงกลางปี 2520 ถึงกลางปี 2522 และช่วงต้นปี 2529 ถึงปลายปี 2530 ซึ่งเป็นช่วงที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปอย่างคึกคัก และระดับราคาหุ้นมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นมากเช่นกันนั้น ปรากฏว่าดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระเพียง 2 ตัว คือรายได้ประชาชาติและดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะเป็นอย่างมีนัยสำคัญ โดยในช่วงต้นปี 2529 ถึงปลายปี 2530 ตัวแปรอิสระทั้ง 2 สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ได้มากกว่า

บุญชัย เกียรติธนาวิทย์ (2534) ศึกษาถึงปัจจัยทางเศรษฐกิจที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นกลุ่มธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ โดยทดสอบความสัมพันธ์ในช่วงเดือนกรกฎาคม 2529 ถึงกันยายน 2533 ซึ่งการศึกษานี้มีจุดประสงค์ที่จะแสดงว่าการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นทั้งสองกลุ่มมีปัจจัยทางเศรษฐกิจสนับสนุนอยู่ไม่ใช่เฉพาะการเก็งกำไรอย่างที่กำลังอ้างกัน

ผลการศึกษาจากการทดสอบความสัมพันธ์ในช่วงระหว่างเดือนกรกฎาคม 2529 ถึง กันยายน 2533 ปรากฏว่าในกรณีของหุ้นกลุ่มธนาคารพาณิชย์นั้นดัชนีการลงทุนภาคเอกชน การยอมรับพันธะข้อ 8 อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาล และอัตราเงินเพื่อมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกรณีของหุ้นกลุ่มบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์นั้นก็ปรากฏว่าการซื้อขายหลักทรัพย์ภาคเอกชน การยอมรับพันธะข้อ 8 และผลต่างของอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญตามสมมุติฐาน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นทั้งสองกลุ่มมีปัจจัยทางเศรษฐกิจสนับสนุนอยู่ โดยปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นนั้นก็มักจะเป็นปัจจัยที่มีผลต่อแนวโน้มการทำกำไรในอนาคตของกิจการแทบทั้งสิ้น

สุโลจน์ ศรีเกล้า (2535) ได้ศึกษาถึงการวิเคราะห์หุ้นกลุ่มธนาคารและเงินทุนหลักทรัพย์โดยในการศึกษานี้ประกอบไปด้วย 4 หัวข้อ (1) การศึกษาการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์ (set

index) (2) พฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มธนาคารและเงินทุนหลักทรัพย์ (3) ประมาณค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (systematic risk) และความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (unsystematic risk) ของหุ้นกลุ่มธนาคารและกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์และ (4) การเปรียบเทียบการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นกลุ่มธนาคารกับราคาหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ การศึกษานี้ใช้ข้อมูลรายวันตั้งแต่วันที่ 1 สิงหาคม - 28 ธันวาคม 2533

การวิเคราะห์ในหัวข้อ (1) และ (2) เป็นการศึกษาปัจจัยต่าง ๆ ที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์และมีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นโดยการใช้สมการถดถอย ตัวแปรอธิบายที่นำมาศึกษาพฤติกรรมเคลื่อนไหวของดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์และหุ้นทั้ง 2 กลุ่ม ได้แก่ ตัวแปรทางการเงินและภาวะเศรษฐกิจ ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลก ดัชนีหุ้น Dow Jones Hang Seng Nikkei และบรรยากาศการเมืองในประเทศและระหว่างประเทศ ผลการศึกษาพบว่าสำหรับดัชนี Dow Jones ดัชนี Hang Seng นั้น สถานการณ์การเมืองในประเทศและสถานการณ์ในตะวันออกกลางเป็นตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นทั้งสอง

นอกจากนั้นยังพบว่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของหุ้นในกลุ่มธนาคาร และกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ซึ่งมีค่าสูงกว่า 50% นั้นมีค่ามากกว่าความเสี่ยงประเภทเดียวกันจากกลุ่มธนาคารหมายความว่า ราคาหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับสถานการณ์ของตลาดมากกว่าหุ้นกลุ่มธนาคาร นอกจากนี้พบว่าค่าเบต้าของหุ้นในกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์มีค่าสูงกว่า 1 ในขณะที่หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มธนาคารมีค่าเบต่าน้อยกว่า 1 หมายความว่าหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์เป็นหุ้นที่ราคามีการปรับตัวเร็ว (aggressive stock) และหุ้นกลุ่มธนาคารเป็นหุ้นที่ราคามีการปรับตัวช้า (defensive stock)

ยิ่งกว่านั้นการศึกษานี้ยังพบว่า ราคาหุ้นกลุ่มธนาคารเคลื่อนไหวช้ากว่าราคาหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ด้วยเหตุผล 2 ประการคือ (1) หุ้นส่วนใหญ่ในกลุ่มธนาคารมีมูลค่าทุนจดทะเบียนตามมูลค่าตราไว้สูงเมื่อเทียบกับเงินทุนหลักทรัพย์ (2) รายได้หลักของธนาคารเป็นรายได้จากดอกเบี้ย และในขณะที่รายได้หลักของกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์มาจาก 2 แหล่งใหญ่ คือ รายได้จากดอกเบี้ยและรายได้ที่ไม่ใช่ดอกเบี้ย (เช่น รายได้จากค่าคอมมิชชั่น) รายได้ที่ไม่ใช่ดอกเบี้ยของกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์โดยเฉพาะอย่างยิ่ง รายได้จากค่าคอมมิชชั่นมีความสัมพันธ์กันอย่างสูงกับสภาพตลาด ในขณะที่รายได้จากดอกเบี้ยหวัดตัวน้อยกว่า



## ส่วนที่ 2 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการควบกิจการ

Weston Chung and Hoag (1990) ได้ทำการวิเคราะห์การควบและการเข้าซื้อกิจการ (merger and acquisition) หรือเรียกย่อ ๆ ว่า M & A ว่ามีความสัมพันธ์กับภาวะเศรษฐกิจหรือไม่ ซึ่งเป็นการศึกษาในสหรัฐอเมริกาซึ่งมีการทำ M & A เป็นจำนวนมากและเกิดขึ้นมานานแล้ว จากการศึกษาดังกล่าวสามารถจะสรุปได้ดังนี้

ความเคลื่อนไหวของ Mergers ในสหรัฐอเมริกาที่เกิดขึ้นทั้งหมดนั้นเกิดขึ้นเมื่อระบบเศรษฐกิจมีการเจริญเติบโตอยู่ในระดับสูงประกอบกับการพัฒนาสภาพสิ่งแวดล้อมของการทำธุรกิจ การที่มีกิจการอุตสาหกรรมใหม่ ๆ เกิดขึ้นพร้อมกับโอกาสในการแสวงหากำไร การเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขทางเศรษฐกิจและการปรับปรุงเทคโนโลยีให้ทันสมัยขึ้น Mergers นั้นบางครั้งจะช่วยเร่งให้เกิดการปรับตัวของกระบวนการทางเศรษฐกิจและบางกรณีก่อให้เกิดประสิทธิภาพที่เพิ่มขึ้นในรูปของการใช้ทรัพยากรให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด

ความเคลื่อนไหวของ Mergers ในช่วงปี 1895-1904 ในช่วงทศวรรษนี้ การควบกิจการจะเป็นในลักษณะของการควบกิจการตามแนวนราบ (horizontal mergers) คือเป็นการรวมกิจการของบริษัท 2 บริษัทที่อยู่ในธุรกิจประเภทเดียวกันซึ่งสิ่งที่ประหยัดได้จากการรวมกิจการในลักษณะนี้ก็คือ การตัดทอนสิ่งที่ซ้ำซ้อนออกไปนั่นหมายถึงเกิดการประหยัดจากขนาดการดำเนินงาน (economies of scale) ในการศึกษาของ Weston Chung and Hoag ได้ศึกษาว่าการประหยัดจากขนาดการดำเนินงานส่งผลถึงการรวมตัวของธุรกิจในยุคนี้หรือไม่ด้วย ซึ่งก็พบว่า การประหยัดจากขนาดการดำเนินงานจะส่งผลดีกับการรวมตัวของธุรกิจขนาดเล็กมากกว่าธุรกิจขนาดใหญ่

ความเคลื่อนไหวของ Mergers ในช่วงปี 1922-1929 ในช่วงที่ 2 ของ Mergers เริ่มจากปี 1922 ถึงปลายปี 1929 เป็นระยะที่เศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลงประมาณ 60% ของการควบกิจการอยู่ในอุตสาหกรรมการผลิตอาหาร เคมีภัณฑ์ และเหมืองแร่

การควบกิจการที่มีสัดส่วนที่มากในทศวรรษ 1920 คือการรวมตัวกันที่ก่อให้เกิดการขยายการผลิตสินค้า ได้แก่ IBM General Foods และ Allied Chemical ส่วนการควบกิจการเพื่อการขยายตัวในด้านตลาด ได้แก่ การขยายปลีกอาหาร ห้างสรรพสินค้า โรงภาพยนตร์ และการควบกิจการในลักษณะที่สามคือ การรวมตัวในแนวตั้ง (vertical merger) ซึ่งหมายถึงการรวมกิจการของบริษัท 2 บริษัท ที่มีธุรกิจต่อเนื่องกันทั้งก่อนผลิตของบริษัทหรือต่อเนื่องหลังผลิตกันของบริษัท ได้แก่ เหมืองแร่และอุตสาหกรรมเหล็ก

สำหรับปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดการรวมตัวกันในช่วงนี้คือการพัฒนาการคมนาคมขนส่ง การติดต่อสื่อสารและการค้า ระบบการคมนาคมขนส่งแบบใหม่ทำให้ผู้ขายสามารถเข้าถึงตลาดท้องถิ่นขนาดเล็ก ๆ ได้มากขึ้น (ยานพาหนะเข้าถึงพื้นที่ต่างๆ ได้มากขึ้น) อันเป็นการขยายพื้นที่การขายและทำให้ผู้บริโภคสามารถเข้าถึงสินค้าได้ง่ายและสะดวกขึ้นด้วย การรวมตัวกันของอุตสาหกรรมประเภทอาหาร และเคมีภัณฑ์เป็นสิ่งที่ควบคู่กับการมีขึ้นของความสะดวกของยานพาหนะที่ขนส่งในระยะนี้ การมีเครื่องรับวิทยุตามบ้านทำให้เกิดความแตกต่างในตัวสินค้า (differentiation) โดยการโฆษณาที่หือสินค้านั้นในช่วงทศวรรษ 1920 และการเพิ่มขึ้นของการรวมตัวกันในแนวตั้ง (vertical integration) ในช่วงทศวรรษ 1920 เกี่ยวข้องกับการประหยัดที่เกิดขึ้นจากเทคโนโลยี เช่นกระบวนการผลิตที่สั้นลงหรือการจัดชั้นตอนที่ไม่น่าจำเป็นออกไปหรือการมีอุปทานของวัตถุดิบที่แน่นอน และการรับประกันในสินค้าที่ผลิตออกมาหากมีอะไรมากระทบตลาด

ความเคลื่อนไหวของการรวมตัวในช่วงปี 1940-1947

ช่วงสงครามโลกครั้งที่ 2 และหลังสงครามโลก เศรษฐกิจได้เจริญเติบโตอย่างรวดเร็วและการรวมตัวกันก็เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วด้วย อย่างไรก็ตาม การขาดการเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในเทคโนโลยีและสภาพแวดล้อมของการประกอบธุรกิจทำให้การควบกิจการมีน้อยกว่าในช่วงก่อนๆ

การควบกิจการตามอิสระ (conglomerate mergers) ในช่วงทศวรรษ 1960

ได้มีการแก้ไข Clayton Act 1914 เพื่อที่จะปิดช่องโหว่ของการซื้อทรัพย์สิน (asset-purchase) และให้อำนาจรัฐบาลกลางเพิ่มขึ้นในการที่จะแสดงถึงการรวมตัวกันที่ไม่ถูกต้องตามกฎหมายซึ่งจะนำไปสู่การกระจุกตัว Clayton Act I ได้เคยห้ามไม่ให้ธุรกิจมีหุ้นในอีกธุรกิจหนึ่งที่เป็นคู่แข่งกันในมูลค่าที่มากพอให้เห็นได้ชัด แต่กฎหมายนี้ได้กำหนดห้ามเฉพาะการมีหุ้นเท่านั้นไม่ได้กำหนดห้ามการมีทรัพย์สิน ดังนั้นผลที่ตามมาก็คือความสำคัญของการรวมตัวกันในแนวนอนและแนวตั้งได้ลดลงไปพร้อม ๆ กัน จึงเกิดการควบกิจการตามอิสระขึ้นมาแทน โดยการควบกิจการตามอิสระนั้นเป็นการรวมกิจการของบริษัท 2 แห่งที่ไม่ได้ประกอบธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กัน การรวมกิจการในลักษณะนี้ไม่ได้ช่วยก่อให้เกิดการประหยัดขนาดจากการดำเนินงาน แต่ช่วยในเรื่องของการกระจายความเสี่ยงซึ่งสามารถดูได้จากตารางที่ 1 ซึ่งการรวมตัวของกิจการต่างประเภทกันนั้นก่อให้เกิดการขยายตัวของสินค้า (product extension merger) เพิ่มขึ้นถึง 60% และการรวมตัวกันที่ก่อให้เกิดการขยายตัวของตลาด (market extension merger)

ช่วงปี 1967-1969 เป็นช่วงที่มีการรวมตัวกันมากที่สุดในประวัติศาสตร์ของสหรัฐอเมริกา ซึ่งก็เป็นช่วงเดียวกับที่เศรษฐกิจเฟื่องฟูที่สุดเช่นกันแต่จำนวนการควบกิจการได้ลดลงอย่างรวดเร็วเมื่อเศรษฐกิจเริ่มชะลอตัวลงหลังจากปี 1969

ตารางที่ 1 : แสดงการจำแนกประเภทกิจการขนาดเล็กและขนาดใหญ่ที่ถูกซื้อกิจการ ตามภาวะเศรษฐกิจในช่วงปี 1948 - 1978 ในประเทศสหรัฐอเมริกา

ชนิดของการควบกิจการ	จำนวนของการควบกิจการ							เปอร์เซ็นต์ของสินทรัพย์รวมในการซื้อกิจการ						
	1951-54	1955-58	1959-62	1963-66	1967-68	1948-77	1978	1951-54	1955-58	1959-62	1963-66	1967-68	1948-77	1978
การควบกิจการตามแนวราบ	30	60	44	54	26	304	21	40	34	19	14	8	16	28
การควบกิจการตามแนวดิ่ง	10	34	48	53	34	183	13	9	20	24	15	7	9	15
การควบกิจการตามอิสระ														
การขยายตัวของตลาด	5	9	22	17	1	76	0	4	2	8	13	4	7	0
การขยายตัวของผลิตภัณฑ์	30	101	104	189	216	791	37	43	39	27	43	46	34	28
อื่น ๆ	6	10	46	51	84	459	39	54	5	22	16	35	35	29
รวม	81	214	264	364	361	1813	110	100	100	100	100	100	100	100

ที่มา : Mergers Restructuring and Corporate Control, 1990

การรวมตัวกันของธุรกิจตั้งแต่ปี 1967

หลังจากเศรษฐกิจตกต่ำในช่วงปี 1974-1975 เศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาได้ก้าวเข้าสู่การขยายตัวเป็นช่วงระยะเวลายาว ซึ่งการควบกิจการและการซื้อกิจการมีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นด้วยจากตารางที่ 2 เป็นข้อมูลของกิจกรรมต่าง ๆ ของการควบกิจการซึ่งช่องแรกเป็นมูลค่าทั้งหมดที่ได้จ่ายไป ช่องที่ 2 เป็นจำนวนของ M & A ที่ประกาศ ซึ่งจะเห็นได้ว่าในปี 1985 มีจำนวนเพียงครึ่งหนึ่งของปี 1969 ช่องที่ 6 แสดงถึงมูลค่าที่คำนวณจากค่าคอลลาร์สหรัฐอเมริกา ซึ่งมูลค่าในปี 1985 สูงกว่าในปี 1968 และ 1969 (ซึ่งในช่วงที่มีมูลค่าสูงเช่นกัน) จริง ๆ แล้วมูลค่า Mergers ไม่ได้เพิ่มมากนักจนกระทั่งปี 1984 ที่มีมูลค่าใกล้เคียงกับปี 1968 อย่างไรก็ตามมูลค่าของ Mergers ในปี 1985 สูงกว่ามูลค่าในปี 1968 เพียง 40%

ตารางที่ 2 : กิจกรรมต่างๆ ของการเข้าควบกิจการ

ปี	(1) มูลค่าทั้งหมดที่ จ่ายไปเพื่อเข้า ควบกิจการ (พันล้าน ดอลลาร์)	(2) จำนวนของการ ควบกิจการทั้งหมด	(3) (4) จำนวนครั้งของการหมุนเวียนที่คิด ตามมูลค่าที่จ่ายไป		(5) ดัชนีค่า ผลิตภัณฑ์ ประชาชาติเบื้องต้น (1982=100)	(6) มูลค่าที่คำนวณ จากค่าดอลลาร์
			100 ล้าน ดอลลาร์หรือ มากกว่า	1000 ล้าน ดอลลาร์หรือ มากกว่า		
1968	43.6	4,462	46	-	37.7	115.6
1969	23.7	6,107	24	-	39.8	59.5
1970	16.4	5,152	10	1	42.0	39.0
1971	12.6	4,608	7	-	44.4	28.4
1972	16.7	4,801	15	-	46.5	35.9
1973	16.7	4,040	28	-	49.5	33.7
1974	12.4	2,861	15	-	54.0	23.0
1975	11.8	2,297	14	1	59.3	19.9
1976	20.0	2,276	39	1	63.1	31.7
1977	21.9	2,224	41	-	67.3	32.5
1978	34.2	2,106	80	1	72.2	47.4
1979	43.5	2,128	83	3	78.6	55.3
1980	44.3	1,889	94	4	85.7	51.7
1981	82.6	2,395	113	12	94.0	87.9
1982	53.8	2,346	116	6	100.0	53.8
1983	73.1	2,533	138	11	103.9	70.4
1984	122.2	2,543	200	18	107.7	113.5
1985	179.6	3,001	270	36	110.9	161.9
1986	173.1	3,336	346	27	113.9	152.0
1987	163.7	2,032	301	36	117.7	139.1
1988	246.9	2,258	369	45	121.3	203.5

ที่มา : Mergers Restructuring and Corporate Control, 1990

เครื่องวัดอีกอย่างหนึ่งของ M&A ก็คือการเชื่อมโยง M & A กับเศรษฐกิจโดยรวมดังตารางที่ 3 ซึ่งเป็นเปอร์เซ็นต์ของ M & A ในรูปของดอลลาร์สหรัฐอเมริกา กับ GNP ในระหว่างปี 1968-1988 จะเห็นว่า M & A ที่มีจำนวนมากในปี 1984-1986 เพราะอยู่ในช่วงตลาดหลักทรัพย์เฟื่องฟูซึ่งเริ่มตั้งแต่ฤดูร้อนของปี 1982-1987

ตารางที่ 3 : แสดงการเปรียบเทียบการควบกิจการและการซื้อกิจการกับขนาดของระบบเศรษฐกิจ

ปี	(1) มูลค่าของการควบกิจการและการ ซื้อกิจการ (พันล้านดอลลาร์)	(2) ผลิตภัณฑ์ประชาชาติคิดตามค่า ดอลลาร์ในปัจจุบัน (พันล้านดอลลาร์)	(3) เปอร์เซ็นต์ของการควบกิจการและ การซื้อกิจการคิดเทียบกับมูลค่า ผลิตภัณฑ์ประชาชาติเบื้องต้น
1968	43.6	892.7	4.9
1969	23.7	963.9	2.5
1970	16.4	1,015.5	1.6
1971	12.6	1,102.7	1.1
1972	16.7	1,212.8	1.4
1973	16.7	1,359.3	1.2
1974	12.4	1,472.8	0.8
1975	11.8	1,598.4	0.7
1976	20.0	1,782.8	1.1
1977	21.9	1,990.5	1.1
1978	34.2	1,249.7	1.5
1979	43.5	2,508.2	1.7
1980	44.3	2,732.0	1.6
1981	82.6	3,052.6	2.7
1982	53.8	3,166.0	1.7
1983	73.1	3,405.7	2.1
1984	122.2	3,772.2	3.2
1985	179.6	4,014.9	4.5
1986	173.1	4,240.3	4.1
1987	163.7	4,526.7	3.6
1988	246.9	4,880.6	5.1

ที่มา : Mergers Restructuring and Corporate Control, 1990

นอกจากนั้น M & A เกี่ยวข้องกับมูลค่าหลักทรัพย์ซึ่งโดยพื้นฐานก็คือมูลค่าทั้งหมดของหลักทรัพย์ในตารางที่ 4 เป็นการเปรียบเทียบมูลค่า M & A กับมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ทั้งหมดปี 1981 เป็นครั้งแรกที่ M & A มีค่ามากกว่า 5% ของหลักทรัพย์ทั้งหมด แต่ก็ได้ลดลงในปี 1982 และ 1983 ก่อนที่จะเพิ่มสูงขึ้นเป็นประวัติการณ์ถึง 6.9% ในปี 1988 ข้อมูลทั้ง M & A และมูลค่าหลักทรัพย์ทั้งหมดอยู่ในระดับสูงเนื่องจากเป็นช่วงเฟื่องฟูของตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเริ่มตั้งแต่ฤดูร้อนของปี 1982 จนถึง 19 ตุลาคม 1987 ซึ่งต่อมากิจกรรมของการรวมตัวก็เริ่มหดตัวลงจากการประมาณของ Salomon Brother และองค์กรวิเคราะห์วิจัยทางการเงิน

ตารางที่ 4 : แสดงความสัมพันธ์ของการควบกิจการและซื้อกิจการกับมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ทั้งหมด

ปี	(1) มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ ทั้งหมด (พันล้านดอลลาร์)	(2) เปอร์เซ็นต์ของการควบกิจการ และการซื้อกิจการคิดเทียบกับ หลักทรัพย์ทั้งหมด
1967	868.2	2.1
1968	1,032.6	4.2
1969	913.9	2.6
1970	906.2	1.8
1971	1,059.2	1.2
1972	1,197.1	1.4
1973	948.1	1.8
1974	679.9	1.8
1975	892.5	1.3
1976	1,052.0	1.9
1977	991.3	2.2
1978	1,034.2	3.3
1979	1,229.0	3.5
1980	1,636.0	2.7
1981	1,565.0	5.3

## ตารางที่ 4 (ต่อ)

ปี	(1) มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ ทั้งหมด (พันล้านดอลลาร์)	(2) เปอร์เซ็นต์ของการควบกิจการ และการซื้อกิจการคิดเทียบกับ หลักทรัพย์ทั้งหมด
1982	1,798.0	3.0
1983	2,134.0	3.4
1984	2,158.0	5.7
1985	3,824.0	6.4
1986	3,361.0	5.2
1987	3,358.0	4.9
1988	3,600.9	6.9

ที่มา : Mergers Restructuring and Corporate Control, 1990

สรุปแล้วเมื่อพิจารณาย้อนกลับไปในอดีต M & A ทั้งหมดมักเกิดควบคู่กันกับการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจที่มีอย่างต่อเนื่อง และการเปลี่ยนแปลงในสภาพแวดล้อมของธุรกิจ Horizontal Mergers ในทศวรรษ 1890 เกี่ยวข้องกับความสำเร็จของระบบการคมนาคมขนส่งของประเทศสหรัฐอเมริกา Mergers ในทศวรรษ 1920 แสดงให้เห็นถึงทั้งการรวมตัวไปทางด้านหน้า (forward integration) ซึ่งก็คือการที่ผู้ผลิตเข้าไปมีบทบาทในการผลิตขั้นต่อ ๆ มาหรือหมายถึงการรวมธุรกิจหนึ่งเข้ากับธุรกิจซึ่งจำหน่ายผลผลิตของธุรกิจนั้นและการรวมตัวไปทางด้านหลัง (backward integration) ซึ่งก็คือการที่ผู้ผลิตเข้าไปมีบทบาทในขั้นการผลิตก่อน ๆ หรือหมายถึงการขยายธุรกิจโดยการรวมธุรกิจที่เลยขายวัตถุดิบให้แก่ธุรกิจนั้น

แนวโน้มของ Mergers เมื่อเร็ว ๆ นี้ แสดงให้เห็นถึงการขยายขอบเขตของกิจกรรม Mergers ที่มีมากกว่าเมื่อช่วงแรก ๆ บางคนได้สันนิษฐานการเพิ่มขึ้นของ Mergers เมื่อปี 1980-1982 ที่ผ่านมานี้เนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงใน Antitrust Policy ของรัฐบาลกลาง อย่างไรก็ตามการเปลี่ยนแปลงนโยบายมีขึ้นในปี 1980 และหลังจากการเพิ่มขึ้นของ Mergers ในปี 1981 แล้ว Mergers ได้ลดลงอย่างรวดเร็วในปี 1982 ซึ่งเศรษฐกิจเริ่มผกผันตกต่ำลง เศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นตั้งแต่ปลายปี 1982 เรื่อยมาจนถึง 1989 ซึ่งก็พอดีกับช่วงที่ความเคลื่อนไหวของ Mergers และการซื้อและครอบงำกิจการโดยการซื้อด้วยเงินกู้ (leveraged

buyout) : LBO คือการซื้อกิจการหรือบริษัทหนึ่งด้วยเงินกู้ โดยผู้ซื้อใช้ทรัพย์สินของบริษัทเป้าหมายเป็นหลักประกันในการกู้ยืม ซึ่งนอกจากจะเป็นการเพิ่มอัตราผลตอบแทนแล้วยังได้รับประโยชน์ทางด้านภาษีอีกด้วย เนื่องจากตามประมวลกฎหมายรัษฎากรนั้นธุรกิจสามารถนำดอกเบี้ยจากการกู้ยืมมาเป็นตัวหักรายได้อีกก่อนภาษีได้แต่เงินจ่ายปันผลนั้นต้องเสียภาษี ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่า Mergers ในทศวรรษ 1980 แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์กับลักษณะพื้นฐานของสภาวะแวดล้อมของเศรษฐกิจเช่นเดียวกับช่วงเริ่มแรกหรือช่วงก่อน ๆ ของ Mergers

ตารางที่ 5 : การครอบงำกิจการในประเทศสหรัฐอเมริกา ช่วง 1970 ถึง 1980

บริษัทผู้ซื้อกิจการ	บริษัทเป้าหมาย	มูลค่า(พันล้านเหรียญ)
1.Chevron	Gulf	13.3
2.Texaco	Getty Oil	10.1
3.Du Pont	Conoco	7.5
4.General Electric	RCA	6.1
5.Mobil	Superior Oil	5.7
6.Phillp Morris	General Foods	5.6
7.Royal Dutch/Shell	Shell Oil	5.5
8.General Mortors	Huges Aircraft	5.0
9.R.J. Reynolds	Nobisco	4.9
10.Allled Chemical	Signal	4.5
11.Burroughs	Sperry	4.4
12.Shell Oil	Belridge Oil	3.7
13.Baxter Travenol	American Hospital Supply	3.7
14.Nestle	Camation	2.9
15.Bestrice Foods	Esmark	2.7
16.General Mortors	Electronic Data Systems	2.5
17.Standard Oil (ohio)	Kennecott	2.3
18.Fluor Corp.	St.loe Minerals	2.0
19.Manufacturers Hanover	CIT Financial	1.5
20.American General	Gulf United Insuramce	1.2
21.Dun & Bradstreet	A.C.nielsen	1.1

ที่มา : หนังสือพิมพ์ผู้จัดการรายสัปดาห์, วันที่ 4-10 ตุลาคม 2536



ตารางที่ 6 : ตัวอย่างการรวมกิจการที่สำคัญในอเมริกา ในช่วง 1980 ถึง 1991

ปี	ธุรกิจ	การรวมกิจการ
1. 1986	เครื่องใช้ไฟฟ้า	อีเล็กโทรลักซ์ผนวกกิจการไวท์ คอนโซลิตีเคทอินดัสตรีท์ เมย์แท็ก ซ้อ กิจการทั้งหมดของเมจิกเซฟ
2. 1988	ยางรถยนต์	บริดสโตน ซ้อไฟร์สโตน
	ยางรถยนต์	มิชลินซ้อยูนิโรยล์คูอิริช
3. 1989	เครื่องใช้ไฟฟ้า	เมย์แท็กซ้อ ชิคาโก แปซิฟิก
4. 1989	สื่อสิ่งพิมพ์	ไทม์อิงค์รวมกับ วอร์เนอร์ คอมมิวนิเคชั่น อิงค์
5. 1989	เวชภัณฑ์	สมิธไคลน์เบคแมนรวมกับบีแชนกรุป
6. 1990	สายการบิน	ยูไนเต็ด แอร์ไลน์ ซ้อเส้นทางบินลอนดอนของแพนแอม อเมริกัน แอร์ไลน์ ซ้อเส้นทางบินลอนดอนของทีดับบลิว เอ
7. 1991	เครื่องใช้ไฟฟ้า	เวิร์ลพูลซ้อหุ้นในธุรกิจเครื่องใช้ไฟฟ้าของฟิลิปส์ในยุโรป
8. 1991	ซอฟต์แวร์	โนเวลล์รวมกับคิจิตอล รีเสิร์ชแอนด์ดีเวลอปเม้นท์ ร่วมกับ บอร์แลนด์
9. 1991	สายการบิน	เคลด้า แอร์ไลน์ ซ้อเส้นทางบินยุโรปแลซ์ทเทิลของ แพนแอม (แพนแอมปิดกิจการลงในเดือน ธ.ค. 1992)
10. 1991	ธนาคาร	ธนาคารที่อุปแทนของอเมริกาประกาศการผนวกกิจการ การเคมี คอลเบ็งค์กิง กับ เมนูแฟคเจอร์เรอร์ ฮานโนเวอร์ เบ็งค์ออฟอเมริกา กับวีเคียวริตี้แปซิฟิก เอ็นซีเอ็นบี กับ ซีแอนด์เอส/ซอพรีน

ที่มา : วารสารบริหารธุรกิจ, เดือนมกราคม-มีนาคม 2535

ตารางที่ 7 : ตัวอย่างการควบกิจการและซื้อกิจการที่สำคัญในเอเชีย

ชื่อผู้ลงทุน/ประเทศ	ขนาดข้อ ตกลง (ล้าน\$)	ธุรกิจของผู้ลงทุน	บริษัทเป้าหมาย/ ประเทศ	ธุรกิจของ เป้าหมาย	ช่วงเวลาที่ทำ ข้อตกลง
1. ซิติก แปซิฟิก/จีน	840.99	ลงทุนในกิจการหลาย หลาก	ฮ่องกงเทลคอมมิว นิเคชันฮ่องกง	โทรคมนาคม	มกราคม 1993
2. คาร์เย่กรุ๊ป/ไต้หวัน	256.05	ประกันภัยและบริการ ทางการเงิน	ไต้หวันเฟิร์สท์อินเวส เมนต์ แอนด์ ทรัสต์ /ไต้หวัน	ธนาคารและการ เงิน	มีนาคม 1993
3. ธนาคารแห่งประเทศไทย บรรษัทเงินทุน อุตสาหกรรมแห่ง ประเทศไทย/ไทย	79.58	ธนาคารกลางและ บริการทางการเงิน	บริษัทเงินทุนเฟิสท์ซิตี อินเวสเมนต์	การเงิน	มีนาคม 1993
4. นิวส์คอร์ป/ออสเตรเลีย	525.00	สื่อ ทีวีและออกอากาศ	ฮัทชีวัน/ฮ่องกง	ผลิตรายการ	กรกฎาคม 1993
5. เฮนเดอร์สันแลนด์ ดีเวลอปเมนต์	436.00	อสังหาริมทรัพย์	มิรามาร์ โฮเทล แอนด์ อินเวสต์เมนต์/ฮ่องกง	โรงแรม	กรกฎาคม 1993
6. เทลเท็ค (ประเทศ ไทย)/ฮ่องกง	58.78	ผลิตอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์	คาเปทรอนิก คอมพิวเตอร์ โปรดักส์ โฮลดิ้ง/ฮ่องกง	จอกอมพิวเตอร์	สิงหาคม 1993
7. ไควแบงก์/ญี่ปุ่น	747.56	ธนาคารและทรัสต์ กองทุน	กอตโมซีเดียริตี้ /ญี่ปุ่น	หลักทรัพย์	กันยายน 1993
8. กูโอโลกกรุ๊ป/มาเลเซีย	595.47	ธนาคาร	โอเวอร์ซีซ ทรัสต์ แบงก์/ฮ่องกง	ทรัสต์แบงก์	ตุลาคม 1993
9. เดอร์รี่ มีเดีย/มาเลเซีย	349.00	สื่อ	เซาวิโซนามอร์นัง โพสต์ (โฮลดิ้ง)/ฮ่องกง	หนังสือพิมพ์	ตุลาคม 1993
10. ซองเหลียง เครดิต/มาเลเซีย	251.00	ธนาคาร การเงิน	เอ็มยูไอ แบงก์/มาเลเซีย	บริหารทางการเงิน	ธันวาคม 1993
11. โตเกียวมิวซวอล ไลฟ์ อินฮ์กรีนธ์และ อีกหลาย ไทย/ญี่ปุ่น	684.43	ประกันชีวิต	อิซตัน/ญี่ปุ่น	ค้าปลีก	ธันวาคม 1993

ที่มา : หนังสือพิมพ์ผู้จัดการรายวัน, วันที่ 16 พฤษภาคม 2537