

## บทที่ 3

### วิธีการศึกษา

#### 3.1 แนวคิดในการวิเคราะห์

การศึกษาผลกระทบของการควบกิจการธุรกิจ โรงภาพยนตร์ในประเทศไทยตามวัตถุประสงค์ของการศึกษานี้ มีพื้นฐานที่สำคัญมาจากแนวคิดมูลเหตุจูงใจในการรวมตัวกันทางแนวนอน (Horizontal Integration) ของธุรกิจ ซึ่งเริ่มต้นจากความสนใจในผลของการรวมตัวกันทางแนวนอนที่ทำให้ส่วนแบ่งทางการตลาด (Market Share) ของธุรกิจเพิ่มขึ้น แล้วส่งผลกระทบต่ออำนาจทางการตลาดของธุรกิจภายหลังจากการควบกิจการ โดยที่ความกังวลในผลของการควบกิจการตามแนวนอนนี้ มักจะเกิดขึ้นในธุรกิจที่มีลักษณะเป็นตลาดผู้ขายน้อยราย และการรวมตัวกันทางแนวนอนทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายรูปแบบโครงสร้างตลาดจากที่มีการแข่งขันไปสู่ระบบผูกขาด โดยอำนาจตลาดภายหลังจากการควบกิจการจะกลายเป็นอำนาจผูกขาดที่สามารถกำหนดราคาสูงกว่าระดับราคาที่มีการแข่งขัน (Competitive Level) ซึ่งจะก่อให้เกิดผลกระทบต่อผู้บริโภค

แต่ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาข้อเท็จจริงในธุรกิจโรงภาพยนตร์ ซึ่งเป็นขอบเขตการศึกษาในครั้งนี้ กลับพบว่า ด้วยลักษณะของธุรกิจโรงภาพยนตร์ในประเทศไทยซึ่งมีความเกี่ยวข้องกับผู้บริโภคจำนวนมาก เป็นเหตุให้ กลายเป็นธุรกิจหนึ่งที่อยู่ในความสนใจของกระทรวงพาณิชย์ติดตามดูแล แนวความเชื่อที่ว่าผู้ผลิตอาจจะเพิ่มราคาจากการมีอำนาจตลาดสูงขึ้นจึงไม่สามารถทำได้ภายใต้สถานะที่มีการกำกับดูแลจากรัฐบาลให้มีการกำหนดราคาที่สมเหตุสมผลกับต้นทุน ดังนั้นการพิจารณาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงระดับราคาจึงไม่เหมาะสมนักสำหรับการศึกษานี้ ผู้วิจัยจึงให้ความสนใจในประเด็นเชิงคุณภาพแทน เพราะเห็นว่าน่าจะทำความเข้าใจในผลกระทบจากการควบกิจการในธุรกิจโรงภาพยนตร์ได้ดีกว่า โดยแบ่งเป็นการพิจารณาทั้งในผลกระทบของผู้ผลิตและผู้บริโภค เพื่อที่สุดท้ายจะได้ทำความเข้าใจในผลกระทบจากการควบกิจการต่อไป

#### 3.2 วิธีการศึกษาผลประโยชน์ของผู้ผลิต

การศึกษาผลประโยชน์ของผู้ผลิตจากการควบกิจการธุรกิจโรงภาพยนตร์ในการศึกษานี้ ผู้วิจัยเริ่มต้นจากการทำความเข้าใจวัตถุประสงค์ของการควบกิจการ เพื่อศึกษามูลเหตุจูงใจในการ

ควบกิจการในครั้งนี้ และวิเคราะห์ถึงผลได้ของธุรกิจจากการควบกิจการ อันจะนำไปสู่ความเข้าใจในประโยชน์ของผู้ผลิตที่เกิดขึ้นจากการควบกิจการต่อไป

### 3.2.1 การวิเคราะห์วัตถุประสงค์ในการควบกิจการ

ในการศึกษาประโยชน์ผู้ผลิตจากการควบกิจการธุรกิจโรงพยาบาลนตรีในการศึกษานี้ เพื่อให้ทราบถึงประโยชน์ทั้งหมดที่ผู้ผลิตจะได้รับ ผู้วิจัยจึงเริ่มต้นจากการทำความเข้าใจวัตถุประสงค์ในการควบกิจการก่อน ซึ่งรายละเอียดวัตถุประสงค์ในการควบกิจการ บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) ได้ชี้แจงต่อผู้ถือหุ้นและตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่ามีวัตถุประสงค์ ดังนี้

#### 1) เสริมสร้างความแข็งแกร่งในธุรกิจโรงพยาบาลนตรี

การปรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและการจัดการจะส่งผลให้บริษัทเมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ มีฐานลูกค้าและส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มสูงขึ้น การเป็นผู้ประกอบการธุรกิจโรงพยาบาลนตรีที่มีเครือข่ายที่ใหญ่และครบวงจรที่สุดในประเทศจะส่งผลให้บริษัทมีความคล่องตัวในการบริหารงานเพิ่มมากขึ้น เช่น บริษัทจะสามารถบริหารรอบขายและระยะเวลาการเข้าขายของภาพนตรีแต่ละเรื่องในแต่ละสาขาเพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการของกลุ่มเป้าหมายได้ดีขึ้น

#### 2) เพิ่มประสิทธิภาพการบริหารต้นทุนและค่าใช้จ่าย

การปรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและการจัดการทำให้บริษัทสามารถผสมผสานจุดเด่นในการบริหารงานของบริษัทเมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ และบริษัทอีจิว เข้าด้วยกัน ซึ่งจะส่งผลให้บริษัทเมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ สามารถเพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารต้นทุนและค่าใช้จ่าย ทั้งนี้ บริษัทเมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ ไม่มีนโยบายลดจำนวนพนักงานแต่จะเน้นการบริหารทรัพยากรบุคคลให้มีประสิทธิภาพสูงสุด

### 3.2.2 การวิเคราะห์มูลเหตุจูงใจทางการเงินในการควบกิจการ

การวิเคราะห์มูลเหตุจูงใจการควบกิจการใน ส่วนนี้ ผู้วิจัยจะทำความเข้าใจผ่านปัจจัยทางการเงินของกิจการทั้ง บมจ. เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ และ บมจ. อีจิว เอ็นเตอร์เทนเมนท์ เพื่อหาสาเหตุของธุรกรรมที่เกิดขึ้น นอกเหนือจากวัตถุประสงค์ของการควบรวมกิจการที่บริษัทชี้แจงไว้ เพื่อจะ

ได้เข้าใจว่า เหตุใด บมจ. เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ ต้องแสวงหาพันธมิตรเพื่อรวบรวมกิจการ และเหตุใด บมจ. อีจีวี เอ็นเตอร์เทนเมนต์ ถึงยอมตอบรับในการรวบรวม ทั้งนี้ ปัจจัยที่ผู้วิจัยสนใจ และคาดว่าจะน่าจะเป็นสาเหตุหนึ่งของการรวบรวม มี 2 ปัจจัยคือ

1) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Debt Ratio)

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม จะอธิบายถึงประสิทธิภาพในการบริหารกิจการของแต่ละบริษัท โดยบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมากหรือน้อยเกินไป จะแสดงถึงการบริหารงานที่ไม่มีประสิทธิภาพ มีความเสี่ยง และความไม่น่าสนใจในหลักทรัพย์ของบริษัท สังกัดจากหากบริษัทมีสัดส่วนหนี้สินมาก จะสะท้อนถึงการบริหารงานที่ผิดพลาด จนขาดอิสระในการดำเนินกิจการเพราะติดปัญหาหนี้สิน ที่ต้องคอยแก้ไข จนไม่มีเวลาในการดำเนินกิจการ ขณะที่บริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินต่ำมาก ก็จะสะท้อนถึงนโยบายการบริหารงานของผู้บริหารที่ผิดพลาด มีการระมัดระวังในการใช้จ่ายที่มากเกินไป และไม่เป็นผลดีต่อการเติบโตของธุรกิจ

2) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt/Equity Ratio)

$$\text{D/E Ratio} = \frac{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}{\text{ทุนจดทะเบียน}}$$

อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) ในธุรกิจจะชี้ว่า ถ้าธุรกิจไหนมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนมาก หมายถึงธุรกิจนั้นมีหนี้สูง แสดงว่า ส่วนของผู้ถือหุ้นที่เอามาลงทุนในกิจการจะมีน้อย มีความเสี่ยงมาก เพราะหากมีการขึ้นดอกเบี้ยก็จะได้รับผลกระทบก่อนธุรกิจที่มีหนี้ต่ำกว่า และยังหากธุรกิจนั้นมีอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำ มีกำไรขั้นต้นในธุรกิจที่ต่ำด้วย นักลงทุนก็จะไม่สนใจ เพราะเห็นว่าเป็นธุรกิจที่ไม่ดี

### 3.2.3 การวิเคราะห์ผลได้ของธุรกิจจากการควบกิจการ

จากวัตถุประสงค์การควบกิจการ จึงเป็นจุดเริ่มต้นที่นำมาสู่การวิเคราะห์ในส่วนนี้ เพราะในที่สุดเป้าหมายของการควบกิจการของธุรกิจ ก็คือต้องการที่จะเพิ่มมูลค่ากิจการของตนให้สูงขึ้นในระยะยาว และมูลค่ากิจการที่เพิ่มขึ้นจะสะท้อนถึงผลได้จากการควบกิจการ ทั้งนี้ วิธีการวิเคราะห์ผลได้จากการควบกิจการ จะพิจารณาผ่านมูลค่ากิจการที่เปลี่ยนแปลงไปจากการควบกิจการ ดังนี้

ผลได้ = มูลค่าปัจจุบันของกิจการเมื่อควบกัน - ผลรวมมูลค่าปัจจุบันของแต่ละกิจการ

$$\text{Gain} = PV_{\text{MAJOR+EGV}} - (PV_{\text{MAJOR}} + PV_{\text{EGV}})$$

อนึ่ง วิธีการวิเคราะห์ผลได้ในการควบกิจการนี้ จะเปรียบเทียบมูลค่ากิจการของบริษัทในกรณีที่ควบกิจการกับกรณีที่ไม่ควบกิจการกัน เริ่มต้นจากการประเมินมูลค่ากิจการของบริษัท เมเจอร์ ซีเนเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) และบริษัท อีจีวี เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) ในกรณีที่ไม่ได้ควบกิจการกัน หลังจากนั้นจะประเมินมูลค่ากิจการของบริษัท เมเจอร์ ซีเนเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) อีกครั้ง ในกรณีที่ควบรวมกับบริษัท อีจีวี เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) และได้ปรับปรุงโครงสร้างการบริหารงานหลังจากควบกิจการแล้ว ซึ่งสุดท้ายจะสามารถเปรียบเทียบได้ว่าภายใต้สภาวะปกติของธุรกิจ ในกรณีเกิดการควบกิจการจะทำให้มูลค่ากิจการของบริษัท เมเจอร์ ซีเนเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) หลังจากรวมกับอีจีวี มีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร และแตกต่างจากกรณีที่ไม่เกิดการควบกิจการอย่างไร และในกรณีที่เกิดการควบรวมกันดังที่เกิดขึ้นในปัจจุบันนั้น ได้เกิดผลดีต่อบริษัทหรือไม่ และเป็นผลดีต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทอย่างไร ทั้งนี้การประเมินมูลค่ากิจการจะพิจารณาจากวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Discount Cash Flow Approach) ดังนี้

#### การประเมินมูลค่ากิจการตามวิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Discount Cash Flow Approach)

การประเมินมูลค่ากิจการ โดยวิธีมูลค่าปัจจุบันสุทธิส่วนลดกระแสเงินสด (Discount Cash Flow Approach) เป็นการหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cash Flow) ที่คาดว่าบริษัทจะได้รับในอนาคตจากการประมาณการทางการเงิน โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานว่าธุรกิจยังคงดำเนินงานต่อไปอย่างต่อเนื่อง การประเมินมูลค่าหุ้นตามวิธีนี้เป็น การประเมินเฉพาะธุรกิจที่ดำเนินอยู่ในปัจจุบัน โดยใช้ระยะเวลาในการทำประมาณการ 5 ปี นับจากผลประกอบการ 4 ไตรมาสล่าสุดนับจาก 31 ธันวาคม 2546 และภายหลังจากปีที่ 5 ของการประมาณการจะกำหนดให้ไม่มีอัตราการเติบโตของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังห้าปี โดยในการจัดทำประมาณ

การกระแสเงินสดของบริษัท เมเจอร์ และอีจิวในครั้งนี้ ไม่ได้พิจารณาถึงแผนการลงทุนของทั้งสองบริษัท เนื่องจากมีความเบี่ยงเบนสูงในเรื่องของผลตอบแทนที่อาจจะได้รับของทั้งสองกิจการซึ่งไม่สามารถคาดการณ์ได้ ซึ่งวิธีการนี้มีปัจจัยสำคัญ 2 ประการ คือ

- 1) จะต้องทำงบการเงินล่วงหน้าเพื่อพยากรณ์กระแสเงินสดส่วนเพิ่ม (Incremental cash flows)
- 2) จะต้องหาต้นทุนของเงินทุน (Cost of capital) หรือ ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของบริษัท หลังจากที่ทำทราบอัตราส่วนลด (Discount rate) หรืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการของผู้ถือหุ้นแล้ว

การประเมินมูลค่ากิจการจากกระแสเงินสด จะเริ่มต้นจากการคาดการณ์กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน แล้วประเมินมูลค่ากิจการ ดังสมการ

$$V_j = \sum_{t=1}^n \frac{OFCF_t}{(1+WACC_j)^t}$$

โดยที่  $V_j$  คือ มูลค่ากิจการผ่านส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัท  $j$

$OFCF_t$  คือ มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานในรอบที่  $t$

$WACC$  คือ ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของบริษัท

มูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (OFCF: The Firm's Operating Free Cash Flow) คำนวณจาก

$$OFCF = EBIT (1 - \text{Tax Rate}) + \text{Depreciation Expense} - \text{Capital Expenditures}$$

$$- \Delta \text{ in Working Capital} - \Delta \text{ in other assets}$$

ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของบริษัท (WACC: Weighted Average Cost of Capital) คำนวณจาก

$$WACC = K_d(1-T)W_d + K_eW_e$$

โดยที่  $K_d$  คือ ต้นทุนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย

T คือ อัตราภาษีจ่าย

$W_d$  คือ ค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักต้นทุนส่วนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อต้นทุนส่วน  
ของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยบวกส่วนของผู้อถือหุ้น

$K_c$  คือ อัตราส่วนลด หรือ ต้นทุนทางการเงินของผู้อถือหุ้น

$W_e$  คือ ค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักต้นทุนของผู้อถือหุ้นต่อต้นทุนส่วนของหนี้บวกส่วน  
ของผู้อถือหุ้น

อัตราผลตอบแทนที่ต้องการของผู้อถือหุ้น หรือ อัตราส่วนลด( $K_c$ : Discount Rate) จะ  
ประเมินจาก Capital Asset Pricing Model (CAPM) ซึ่งมีสมการดังนี้

$$K_c = R_f + B(R_m - R_f)$$

โดยที่  $K_c$  คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้อถือหุ้นต้องการ

$R_f$  คือ อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่ไม่มีความเสี่ยง

$R_m$  คือ อัตราผลตอบแทนของการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ จนถึง 31 มี.ค. 2547

B คือ อัตราส่วนความเสี่ยงของการลงทุนในบริษัทเมื่อเทียบกับความเสี่ยงของ  
ตลาดโดยรวม

การประเมินมูลค่ากิจการ โดยใช้วิธีส่วนลดกระแสเงินสด (Discount Cash Flow Approach)  
เปรียบเทียบในกรณีที่มีการควบและไม่ควบกิจการกัน จะใช้ระยะเวลาในการทำประมาณการ  
เหมือนกันคือ 5 ปี นับจากผลประกอบการงวด มกราคม - ธันวาคม ปี 2546 ซึ่งเป็นผลประกอบการ  
รายไปปีสุดท้ายก่อนที่จะเกิดธุรกรรมควบรวมกิจการกัน (มิถุนายน 2547) ทั้งนี้มีรายละเอียดในแต่ละ  
กรณี ดังนี้

- กรณีไม่ควบรวมกัน จะประเมินมูลค่ากิจการแยกกันทั้ง 2 บริษัท คือ บริษัท เมเจอร์ ซีเนี  
เพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) และบริษัท อีจีวี เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) โดย  
เริ่มประมาณกระแสเงินสดจากผลประกอบการตั้งแต่งวดมกราคม-ธันวาคม 2546 ของ  
แต่ละบริษัท ไปในอนาคต 5 ปี และมีข้อสมมติทางการเงินเกี่ยวกับสัดส่วนรายได้และ  
ค่าใช้จ่ายที่ใช้ในการประมาณกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของทั้งสองบริษัทจาก  
ค่าเฉลี่ยสัดส่วนรายได้และค่าใช้จ่ายของธุรกิจปีต่อปีย้อนขึ้นไปจากผลประกอบการ

งวดมกราคม- มีนาคม 2547 จำนวน 8 ไตรมาส แล้วนำค่าเฉลี่ยมาใช้ในการประมาณ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

- *กรณีควบรวมกัน* จะประเมินมูลค่ากิจการเฉพาะบริษัท เมเจอร์ ซีเนิเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) เท่านั้น ภายใต้สมมติฐานว่า ทั้งเมเจอร์และอีจีวี ได้ควบรวมกันและมีการปรับปรุงโครงสร้างการบริหารและการจัดการเสร็จสมบูรณ์แล้ว โดยจะเริ่มประมาณ กระแสเงินสดจากผลประกอบการตั้งแต่งวดมกราคม-ธันวาคม 2546 ไปในอนาคต 5 ปี เช่นเดียวกับกรณีที่ไม่ควบกิจการ แต่จะใช้ข้อสมมติทางการเงินเกี่ยวกับสัดส่วนรายได้ และค่าใช้จ่ายที่ใช้ในการประมาณกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของเมเจอร์ในกรณีที่มีการควบกิจการ จากผลประกอบการงวดตุลาคม-ธันวาคม 2547 ซึ่งเป็นผลประกอบ ช่วงที่เกิดการควบกิจการแล้วมาใช้ในการประมาณแทน

นอกจากนั้น การประเมินมูลค่ากิจการในการศึกษานี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบมูลค่ากิจการในกรณีที่มีการควบกิจการและไม่ควบกิจการภายใต้ภาวะเศรษฐกิจและสถานการณ์ในปัจจุบันเพื่อหาผลได้จากการควบกิจการเท่านั้น ทั้งนี้ หากภาวะเศรษฐกิจและปัจจัยภายนอกอื่น ๆ ที่มีผลกระทบต่อภาระดำเนินงานของบริษัททั้งสองแห่ง รวมทั้งสถานการณ์ของบริษัททั้งสองแห่งมีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างมีนัยสำคัญจากสมมติฐาน มูลค่ากิจการที่ประเมินได้ ตามวิธีนี้จะเปลี่ยนแปลงไปด้วยเช่นกัน และราคา หรือมูลค่ากิจการที่ได้ดังกล่าวจะไม่สามารถใช้เป็นราคาอ้างอิงนอกเหนือจากวัตถุประสงค์ในการศึกษา ทั้งนี้ ข้อสมมติทางการเงินที่ใช้ในการจัดทำประมาณการทางการเงินจะแสดงอยู่ในภาคผนวก ก และ ข และสมมติฐานที่สำคัญที่ใช้สำหรับการประเมินมูลค่ากิจการด้วยวิธีส่วนลดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานทั้ง 2 กรณี สามารถสรุปได้ดังนี้

- 1) การประมาณต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยของบริษัท (WACC) โดยการคำนวณต้นทุนเฉลี่ย ออกเป็น 2 ส่วน โดยส่วนแรกจะคำนวณต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยในแต่ละปีไปในอนาคตเป็นเวลา 5 ปี ส่วนที่สองจะเป็นการคำนวณต้นทุนเฉลี่ยในช่วง Terminal Year
- 2) อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่ไม่มีความเสี่ยง ( $R_f$ ) ที่ใช้ในการคำนวณต้นทุนทางการเงินของส่วนของผู้ถือหุ้นนั้น จะอ้างอิงจาก อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุ 1 – 5 ปี สำหรับการประเมินมูลค่าในช่วง 5 ปีข้างหน้า และใช้อัตราสูงสุดซึ่งเท่ากับร้อยละ 5.06 ซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรอายุ 18 ปี สำหรับการประเมินในช่วง Terminal Year

- 3) การเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ( $R_m$ ) ตั้งแต่เริ่มซื้อขายจนถึงสิ้นไตรมาสที่ 1 ปี 2547 จะได้เท่ากับร้อยละ 18.91 ต่อปี<sup>1</sup>
- 4) ค่า  $Beta^2$  หรือ อัตราส่วนความเสี่ยงของการลงทุนในบริษัทเมื่อเทียบกับความเสี่ยงของตลาดโดยรวม จะคำนวณจากราคาปิดรายวันระหว่างหุ้นของบริษัท กับดัชนีตลาดหลักทรัพย์ โดยกำหนดในกรณีที่ไม่ควรรวมกิจการกัน จะใช้ข้อมูลจากช่วงไตรมาส 1 ปี 2547 และในกรณีที่มีการควรรวมกัน จะใช้ข้อมูลจากการคำนวณในช่วงไตรมาส 4 ปี 2547 เพื่อให้ได้ค่า  $Beta$  ที่สะท้อนภาพความเสี่ยงสัมพันธ์ได้ใกล้เคียงความเป็นจริงมากที่สุด เพื่อใช้ในการคำนวณต้นทุนทางการเงินในส่วนของผู้อื้อหุ้น
- 5) ต้นทุนทางการเงินในส่วนของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ( $K_d$ ) จะเท่ากับ  $MLR - 1.5\%$  หรือเท่ากับร้อยละ 4.25
- 6) กำหนดให้อัตราการเติบโตของกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี เมื่อหักด้วยภาษีแล้ว เท่ากับ 0 ในช่วง Terminal Year ซึ่งจะสอดคล้องกับอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ ก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีแล้ว ในปีก่อนหน้าปี Terminal Year
- 7) กำหนดให้ Terminal Value เท่ากับ  
 ((กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี เมื่อหักด้วยภาษีแล้ว ในปีก่อนหน้า Terminal Year)  $\times$   
 (1 + อัตราเติบโตของกำไรก่อนหักภาษีและดอกเบี้ยเมื่อหักด้วยภาษี)) / (ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ย (WACC) – อัตราเติบโตของกำไรก่อนหักดอกเบี้ยหลังหักด้วยภาษี)

อนึ่ง มูลค่ากิจการที่ประเมินได้ จะอยู่ในรูปของ Nominal Term เนื่องจากข้อมูลที่ใช้เป็นตัวเลขทางการเงินในผลประกอบการ เมื่อนำมาคำนวณด้วยอัตราคิดลดซึ่งมีดอกเบี้ยเป็นองค์ประกอบ มูลค่ากิจการที่ประเมินได้จึงไม่ต่างจากมูลค่ากิจการในรูปของ Real Term ทั้งนี้ วิธีนี้ผู้วิจัยได้ทดลองคำนวณเปรียบเทียบกับประเมินมูลค่าในรูปของ Real Term แล้ว ก็ได้ค่าที่มีทิศทางเดียวกันและใกล้เคียงกันมาก ดังนั้น การคำนวณผ่าน Nominal Term ซึ่งสะดวกกว่าเพราะมีข้อมูลที่แน่ชัด จึงสามารถใช้ได้ในการศึกษา และจะสะท้อนถึงมูลค่ากิจการที่ถูกต้องได้เช่นกัน

นอกจากนั้น หลังจากประเมินมูลค่ากิจการเปรียบเทียบในกรณีที่มีการควบและไม่ควบกิจการแล้ว ต่อไปจะเป็นขั้นตอนหามูลค่ากิจการในส่วนของผู้อื้อหุ้น เพื่อที่จะทราบว่าผลการ

<sup>1</sup> ข้อมูลจากฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ ฟาร์อีสท์ จำกัด (มหาชน)

<sup>2</sup> ข้อมูลจากฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด (มหาชน) ศิพิมพ์ในข้อมูลประกอบการลงทุน หนังสือพิมพ์กรุงเทพธุรกิจ



เปลี่ยนแปลงในมูลค่ากิจการของบริษัทในกรณีที่เกิดธุรกรรมควบรวมกิจการนี้จะส่งผลต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทอย่างไร เนื่องจากในธุรกรรมการควบกิจการที่เกิดขึ้น บริษัทเมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อไปชำระค่าหุ้นบริษัทอีจีวี ด้วย และการออกหุ้นเพิ่มทุนดังกล่าว โดยปกติมักจะเป็นผลเสียต่อผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัทเสมอ ทำให้การประเมินมูลค่ากิจการต่อหุ้นเพิ่มเติมจึงเป็นสิ่งจำเป็น เพราะจะช่วยขยายความเข้าใจได้ว่า โดยแท้จริงแล้วผลจากการควบกิจการ นอกจากทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในมูลค่ากิจการแล้ว จะส่งผลต่อเนื่องกับผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นเจ้าของที่แท้จริงของบริษัทอย่างไร และผู้ถือหุ้นจะได้รับประโยชน์จากธุรกรรมควบรวมกิจการหรือไม่ ทั้งนี้ การประเมินมูลค่ากิจการต่อหุ้นสามัญ มีสมการดังนี้

$$\text{มูลค่ากิจการต่อหุ้นสามัญ} = \frac{\text{มูลค่ากิจการ}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดของบริษัทที่เรียกชำระเงินค่าหุ้นแล้ว}}$$

### 3.2.4 การวิเคราะห์ประโยชน์ของธุรกิจจากการควบกิจการ

หลังจากทราบผลได้ของธุรกิจจากการควบกิจการ ต่อมาจึงเข้าสู่การขยายความจากผลได้ที่เกิดขึ้น เพื่อจะนำมาสู่การพิจารณาประโยชน์ของธุรกิจจากการควบกิจการ ทั้งนี้ ผู้วิจัยจะอธิบายเพิ่มเติมถึงประโยชน์ที่เกิดขึ้นในแง่ของอุปทานในธุรกิจโรงพยาบาลนครของ บมจ. เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ หลังจากปรับปรุงโครงสร้างธุรกิจและการจัดการจากการควบกิจการแล้วในปัจจุบัน

### 3.3 วิธีการศึกษาผลกระทบต่อผู้บริโภค

การศึกษาผลกระทบต่อผู้บริโภคจากการควบกิจการธุรกิจ โรงพยาบาลนครในการศึกษานี้ ผู้วิจัยจะศึกษาผ่านการสอบถามความเห็นของผู้ชมที่ใช้บริการในโรงพยาบาลนครของเมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ และอีจีวี ทั้งที่ยังคงใช้บริการอยู่ในปัจจุบัน และเลิกใช้บริการไปแล้วหลังจากการควบกิจการ โดยความเห็นที่สอบถามผู้ชมภาพยนต์จะเป็นความเห็นเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงหลังจากการควบกิจการในปัจจุบันด้านบริการและคุณลักษณะ โดยทั่วไปของโรงพยาบาลซึ่งผู้ชมให้ความสำคัญเมื่อมาชมภาพยนต์ที่โรงพยาบาล และความเห็นเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงหลังจากการควบกิจการที่ผู้ชมรู้สึกจะถือว่าเป็นผลกระทบที่มีต่อผู้ชมในการศึกษานี้

ทั้งนี้ ก่อนสอบถามความเห็นของผู้ชมที่ได้รับผลกระทบจากการควบกิจการ ผู้วิจัยจะเริ่มต้นจากการสร้างสมมติฐานปัจจัยด้านบริการและคุณลักษณะของโรงพยาบาลที่ผู้ชมให้

ความสำคัญเมื่อมาชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ก่อน หลังจากนั้น จะเก็บแบบสอบถามผู้ชมภาพยนตร์เกี่ยวกับปัจจัยที่ผู้ชมให้ความสำคัญ และเพื่อให้ปัจจัยที่เก็บมาได้มีความน่าเชื่อถือ ผู้วิจัยจึงทำการทดสอบปัจจัยที่คาดว่าจะมีความสำคัญแต่ละปัจจัยด้วยวิธีการทางสถิติ และหลังจากนั้นจึงนำปัจจัยที่เชื่อถือได้ และมีความสำคัญไปสอบถามความเห็นเกี่ยวกับผลกระทบของผู้ชมหรือผู้บริโภครวมจากการควมกิจการต่อไป

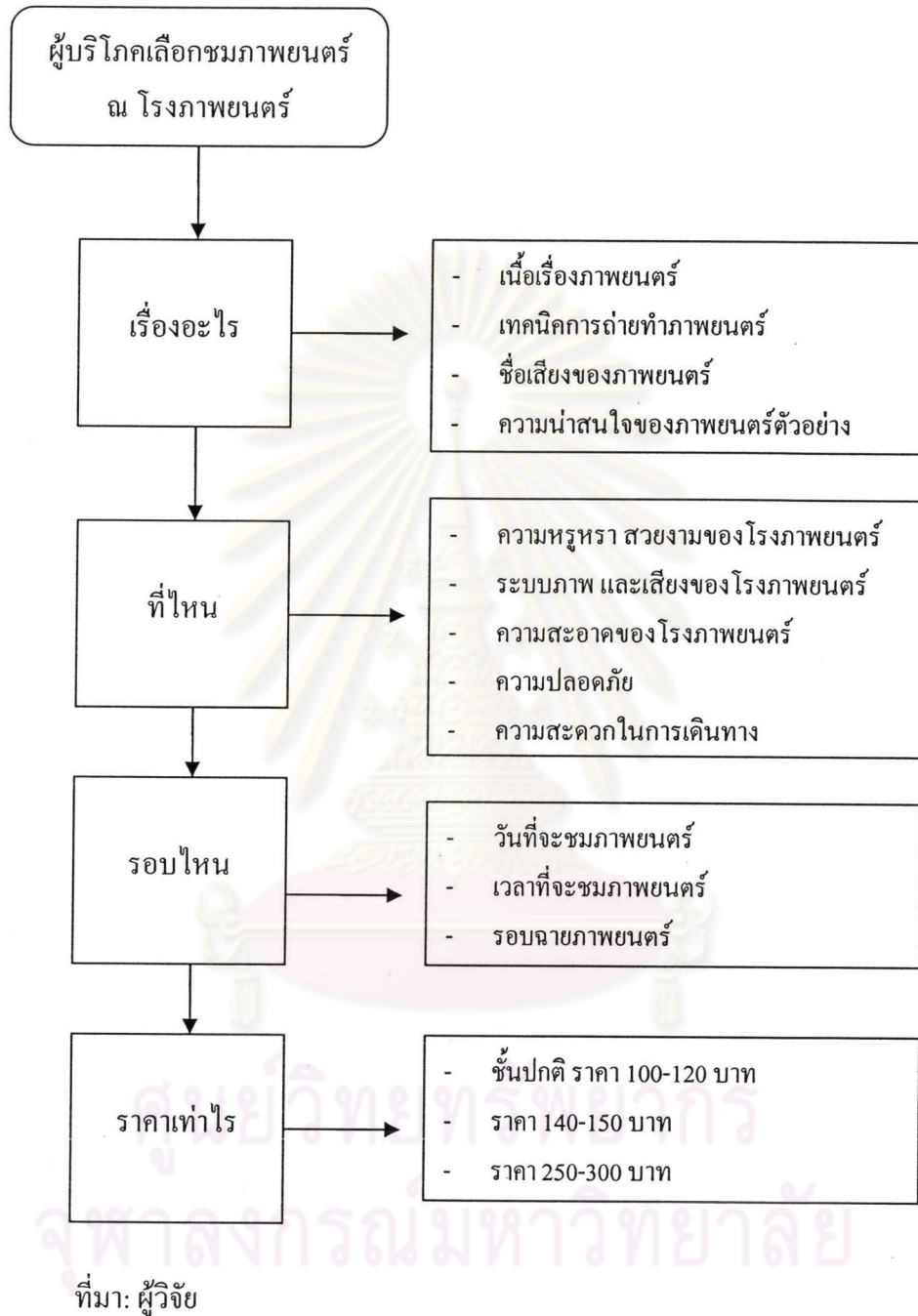
อนึ่ง การกำหนดสมมติฐานปัจจัยด้านบริการและคุณลักษณะของโรงภาพยนตร์ที่ผู้ชมให้ความสำคัญเมื่อมาชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ในการศึกษานี้ ผู้วิจัยจะพิจารณาจากอุปสงค์ของผู้บริโภคที่มีต่อการชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ ซึ่งจากการสำรวจงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง พบว่าปัจจัยที่มีผลต่อการเลือกชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ ของผู้บริโภค สามารถแบ่งออกเป็น 4 กลุ่มปัจจัย ดังนี้

- 1) ปัจจัยด้านผู้ชม ได้แก่ รายได้เฉลี่ยต่อเดือน และพฤติกรรมการใช้จ่ายเพื่อการพักผ่อน ราคาที่เลือกชม รอบฉายภาพยนตร์ รวมทั้งทางเลือกในการไปชมภาพยนตร์ผ่านช่องทางอื่น
- 2) ปัจจัยด้านภาพยนตร์ ได้แก่ เนื้อเรื่องภาพยนตร์ เทคนิคการถ่ายทำภาพยนตร์ ความน่าสนใจของภาพยนตร์ตัวอย่าง และชื่อเสียงของภาพยนตร์
- 3) ปัจจัยด้านคุณลักษณะของโรงภาพยนตร์ ได้แก่ ความหรูหรา ระบบภาพ และเสียงของโรงภาพยนตร์ ความสะอาด ความสะดวกในการเดินทาง รวมทั้งการมีที่จอดรถอย่างเพียงพอ
- 4) ปัจจัยด้านบริการของโรงภาพยนตร์ ได้แก่ การบริการของพนักงาน การมีอาหารและเครื่องดื่มให้บริการ รวมทั้งการมีบริการจองตั๋วชมภาพยนตร์ล่วงหน้า

### 3.3.1 การวิเคราะห์ปัจจัยที่ผู้ชมให้ความสำคัญต่อการชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์

ในการศึกษานี้ ผู้วิจัยได้เสนอกรอบแนวคิดในการวิเคราะห์อุปสงค์การชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ เพื่อพิจารณาปัจจัยที่ผู้บริโภคให้ความสำคัญต่อการชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ในแผนภาพที่ 3.1 เพื่อเป็นแนวทางสำหรับการออกแบบสอบถามให้สามารถทราบได้ถึงปัจจัยที่ผู้บริโภคพิจารณาเมื่อมาชมภาพยนตร์ที่โรงภาพยนตร์ ซึ่งหากมีการควมกิจการ หรือมีการเปลี่ยนแปลงในบริการของโรงภาพยนตร์หลังการควมกิจการ แล้วปัจจัยที่ผู้บริโภคพิจารณาเหล่านี้ มีปัจจัยใดบ้างที่ได้รับผลกระทบ และผลกระทบดังกล่าวได้ส่งผลต่อผู้บริโภคอย่างไร

แผนภาพที่ 3.1 กรอบในการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีความสำคัญต่อการชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์



ทั้งนี้ การศึกษาสำรวจหาปัจจัยที่ผู้ชมให้ความสำคัญต่อการชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ จะใช้วิธีการออกแบบสอบถามผู้ชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์<sup>3</sup> ด้วยการเลือกตัวอย่างแบบไม่

<sup>3</sup> ดูรายละเอียดแบบสอบถามได้ในภาคผนวก ค.

คำนึงถึงความน่าจะเป็น (non-probability sampling) ซึ่งเป็นการเลือกตัวอย่างแบบบังเอิญ (accidental sampling) ไม่มีอคติในการเก็บข้อมูล โดยผู้ตอบแบบสอบถามนี้จะเป็นผู้ที่มาชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ระบบมัลติเพล็กซ์อยู่แล้ว โดยขนาดตัวอย่าง (Sample Size) มีจำนวนทั้งสิ้น 130 ตัวอย่าง ซึ่งเก็บจากโรงภาพยนตร์ระบบมัลติเพล็กซ์ของ บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน) บริษัท อีจีวี เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) และบริษัท เอสเอฟ ซีนีมาซิตี จำกัด ซึ่งเป็น 3 ผู้ประกอบการรายสำคัญในธุรกิจโรงภาพยนตร์ระบบมัลติเพล็กซ์ในประเทศไทยที่มีสาขาให้บริการมากกว่า 2 สาขา

ลักษณะแบบสอบถามที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ระบบมัลติเพล็กซ์ ผู้วิจัยได้สร้างแบบสอบถามแบ่งเป็น 2 ตอน คือ

ตอนที่ 1 เป็นการสอบถามข้อมูลด้านเศรษฐกิจสังคม และพฤติกรรมการชมภาพยนตร์ของผู้บริโภค

ตอนที่ 2 เป็นการสอบถามเกี่ยวกับปัจจัยที่ผู้บริโภคให้ความสำคัญต่อการชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ โดยให้ผู้ชมระบุระดับความสำคัญของคุณลักษณะต่างๆ ดังนี้

- คะแนน 5 หมายถึง ให้ความสำคัญต่อคุณลักษณะนั้นมากที่สุด
- คะแนน 4 หมายถึง ให้ความสำคัญต่อคุณลักษณะนั้นมาก
- คะแนน 3 หมายถึง ให้ความสำคัญต่อคุณลักษณะนั้นปานกลาง
- คะแนน 2 หมายถึง ให้ความสำคัญต่อคุณลักษณะนั้นน้อย
- คะแนน 1 หมายถึง ให้ความสำคัญต่อคุณลักษณะนั้นน้อยที่สุด

ปัจจัยที่ศึกษา<sup>4</sup> ประกอบด้วย ปัจจัยด้านภาพยนตร์ ปัจจัยด้านราคาค่าตั๋วชมภาพยนตร์ ปัจจัยด้านรอบฉายภาพยนตร์ ปัจจัยด้านคุณลักษณะของโรงภาพยนตร์ ปัจจัยด้านบริการของโรงภาพยนตร์ และปัจจัยด้านสินค้าที่จะมาทดแทนโรงภาพยนตร์ ซึ่งปัจจัยที่ศึกษาทั้งหมด ได้แก่

- 1) เนื้อเรื่องภาพยนตร์ (MOVIE)
- 2) เทคนิคการถ่ายทำภาพยนตร์ (TECHNIC)
- 3) ความมีชื่อเสียงของภาพยนตร์ (FAMOUS)
- 4) ราคาตั๋วชมภาพยนตร์ (PRICE)
- 5) บัตรลดราคา หรือการส่งเสริมการขายของโรงภาพยนตร์ (CARD)

<sup>4</sup> ได้จากกรอบในการวิเคราะห์

- 6) รอบฉายภาพยนตร์ (TIME)
- 7) ระบบภาพและเสียงของโรงภาพยนตร์ (DOLBY)
- 8) ความหรูหราของโรงภาพยนตร์ (THEATRE)
- 9) ความสะอาดของโรงภาพยนตร์ (CLEAN)
- 10) ความปลอดภัยของโรงภาพยนตร์ (SAFETY)
- 11) ความสะดวกในการเดินทางไปโรงภาพยนตร์ (TRANS)
- 12) การมีที่จอดรถอย่างเพียงพอ (CAR)
- 13) การบริการของพนักงาน (SERVICE)
- 14) การมีอาหารและเครื่องดื่มให้บริการ (FOOD)
- 15) การมีบริการจองตั๋วชมภาพยนตร์ (TICKET)
- 16) การมีสินค้าทดแทนโรงภาพยนตร์ เช่น เครื่องเล่นวีซีดี หรือดีวีดี (VCD)

สมมติฐาน คือ

$H_0$  : ปัจจัยที่ศึกษากับการไปชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ไม่มีความสัมพันธ์กัน

$H_1$  : ปัจจัยที่ศึกษากับการไปชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์มีความสัมพันธ์กัน

การทดสอบสมมติฐาน เพื่อหาปัจจัยที่มีความสำคัญต่อการชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ จะมีขั้นตอนดังนี้

ขั้นที่ 1 ทำการทดสอบสมมติฐาน เพื่อหานัยสำคัญทางสถิติของปัจจัยที่มีความสำคัญต่อการชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS ในการประมวลผลหาความสัมพันธ์ของความถี่ในการชมภาพยนตร์ของผู้ชมกับปัจจัยคุณลักษณะต่างๆ เพื่อหาปัจจัยที่ผู้บริโภคให้ความสำคัญต่อการชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ทั้งนี้ ในการทดสอบสมมติฐาน ได้กำหนดระดับนัยสำคัญ  $\alpha$  ที่ 0.05 และมีการสร้างเขตปฏิเสธสมมติฐาน  $H_0$  เป็นการหาค่าวิกฤต (Critical Value) ซึ่งเป็นค่าแบ่งเขตที่จะปฏิเสธหรือยอมรับ  $H_0$

$H_0: \mu = \mu_0$  โดยที่  $\mu_0$  เป็นค่าคงที่

$H_1: \mu \neq \mu_0$

ในการประมวลผลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS จะพิจารณาจากค่า Sig. (2-tailed) จากผลลัพธ์ของ SPSS โดยจะปฏิเสธ  $H_0$  ถ้าค่า Sig. (2-tailed) น้อยกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05

ขั้นที่ 2 นำปัจจัยที่ผู้บริโภคให้ความสำคัญต่อการชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ มาพิจารณาระดับความสำคัญ โดยกำหนดให้ปัจจัยที่จะมีความสำคัญต่อการไปชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ ต้องมีความสำคัญมากกว่าความรู้สึกละอายใจ หรือมีค่าเฉลี่ยมากกว่า 3

ส่วนปัจจัยด้านสินค้าที่จะมาทดแทนโรงภาพยนตร์ กำหนดให้ต้องมีจำนวนผู้เห็นด้วยว่าการมีสินค้าทดแทนโรงภาพยนตร์ เช่น เครื่องเล่นวีซีดี หรือดีวีดี มีผลให้ไปชมภาพยนตร์น้อยลงเกินครึ่ง (ร้อยละ 50) จึงจะถือว่าเป็นปัจจัยที่ผู้ชมให้ความสำคัญต่อการไปชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์

### 3.3.2 การวิเคราะห์ผลกระทบต่อผู้บริโภค

การวิเคราะห์ผลกระทบต่อผู้บริโภคจากการควบกิจการธุรกิจโรงภาพยนตร์ในการศึกษานี้ จะเริ่มต้นจากการนำปัจจัยที่ผู้บริโภคให้ความสำคัญต่อการชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์จากส่วนก่อนหน้า มาพิจารณาการเปลี่ยนแปลงก่อนและหลังการควบกิจการ เพื่อหาผลกระทบที่มีต่อผู้บริโภค ซึ่งในส่วนนี้จะใช้วิธีการศึกษาจากการรวบรวมเอกสารที่เกี่ยวข้อง ค้นหาความเห็นทางอินเทอร์เน็ต และการสอบถามความคิดเห็นจากผู้ชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์ โดยแบ่งเป็น 2 ส่วน คือ<sup>5</sup>

- ความเห็นของผู้ชมที่ยังคงใช้บริการโรงภาพยนตร์ของ เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ และอีจิวี อยู่ หลังจากการควบกิจการ โดยที่มาของความเห็นนี้จะได้มาจากการสัมภาษณ์ผู้ชมแบบจำเพาะเจาะจงในพื้นที่โรงภาพยนตร์ของ เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ และอีจิวี จำนวน 20 ราย
- ความเห็นของผู้ชมที่เคยใช้บริการโรงภาพยนตร์ของเมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ และอีจิวี แต่ได้หันไปชมภาพยนตร์ในโรงภาพยนตร์อื่น หลังจากที่มีเมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ และอีจิวี ควบรวมกัน โดยที่มาของความเห็นนี้จะได้มาจากการสัมภาษณ์ผู้ชมแบบจำเพาะเจาะจง จำนวน 20 รายเช่นกัน

ลักษณะการสัมภาษณ์ผู้ชมทั้ง 2 กลุ่ม ผู้วิจัยจะสัมภาษณ์ด้วยคำถามเดียวกัน คือ สอบถามการเปลี่ยนแปลงในปัจจัย รอบฉายภาพยนตร์ เนื้อหาภาพยนตร์ ความหรูหราของโรงภาพยนตร์

<sup>5</sup> อนึ่ง ความเห็นที่ได้จากการสัมภาษณ์ผู้ชมภาพยนตร์ทั้ง 2 กลุ่ม อาจเกิดความคลาดเคลื่อนได้เมื่อนำมาเปรียบเทียบกัน เพราะเป็นการเก็บข้อมูลคนละช่วงเวลา โดยกรณีผู้ที่ยังคงใช้บริการอยู่ถูกเก็บข้อมูลในเดือนกุมภาพันธ์ 2548 ขณะที่ผู้ชมที่เลิกใช้บริการไปแล้วถูกเก็บข้อมูลในเดือนเมษายน 2548

และความเห็นในสินค้าทดแทนโรงภาพยนตร์ นอกจากนั้น สำหรับกลุ่มผู้ชมผู้ที่หันไปชมภาพยนตร์ที่โรงภาพยนตร์อื่นหลังควบกิจการ จะมีคำถามเพิ่มเติมถึงสาเหตุที่เลิกชมภาพยนตร์ที่เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ และอีจิว เพื่อขยายความถึงผลกระทบเชิงลบจากการควบกิจการ

ทั้งนี้ ความเห็นที่ได้จากการสัมภาษณ์ จะนำมาประมวลว่าหลังจากการควบกิจการกันของทั้งเมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ และอีจิว แล้ว มีการเปลี่ยนแปลงในบริการของทั้ง 2 บริษัทอย่างไร และการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวส่งผลกระทบต่อผู้บริโภคอย่างไร



ศูนย์วิจัยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย