

**ปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium) ของบริษัทเป้าหมาย  
ในประเทศไทย และการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกัน (Synergy)**



**ญาดารัตน์ ลีนนอกแก้ว**

**สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร**

**ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต**

**วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล**

**พ.ศ. 2564**

**ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล**

สารนิพนธ์

เรื่อง

ปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover premium) ของบริษัทเป้าหมาย  
ในประเทศไทย และการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกัน (Synergy)

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

9 กันยายน พ.ศ. 2564



นางสาวณัฐรัตน์ ลีนนอกแก้ว  
ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช,  
Ph.D.  
อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์กิตติชัย ราชมหา,  
Ph.D.  
ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

รองศาสตราจารย์วิจิตา รักธรรม,  
Ph.D.  
คณบดีวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคติกา,  
Ph.D.  
กรรมการสอบสารนิพนธ์

## กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยเรื่อง “ปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover premium) ของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย และการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกัน (Synergy)” สามารถดำเนินมาจน สำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความกรุณาและความช่วยเหลือ จาก ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ปิยภัทร ธาระวานิช เป็นอาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ และรองศาสตราจารย์ชาติรี จันทรโคติกา เป็นอาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ร่วม ที่ได้กรุณาสละเวลาเพื่อให้คำปรึกษา ข้อเสนอแนะ และคำแนะนำเพิ่มเติมทั้งในส่วนของเนื้อหาและวิธีการวิจัย เพื่อให้งานวิจัยนี้สมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ซึ่งเป็นประโยชน์อย่างมากต่อการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ รวมถึง ผู้ช่วยศาสตราจารย์กิตติชัย ราชมหา ที่ให้เกียรติเป็นประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

นอกจากนี้ ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์ของมหาวิทยาลัยการจัดการมhidล (CMMU) ทุกท่านที่ได้ให้ความรู้ที่เป็นประโยชน์กับการนำความรู้เหล่านั้นมาใช้ในการวิจัยนี้ รวมถึงขอบคุณ ความช่วยเหลือจากเจ้าหน้าที่ และบุคลากรทุกท่านที่ได้ให้ความช่วยเหลือและอำนวยความสะดวก ในด้านต่าง ๆ ที่เป็นส่วนสำคัญส่วนหนึ่งของงานวิจัยฉบับนี้

ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่างานวิจัยนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจไม่มากนักน้อย หากมีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยต้องขออภัยมา ณ ที่นี้

ญาดารัตน์ ลีนนากแก้ว

ปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium) ของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย และการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกัน (Synergy)

THE FACTORS EFFECT TO TAKEOVER PREMIUM OF THE TARGET COMPANIES IN THAILAND AND THE EFFECT OF SYNERGY

ญาดารัตน์ ลีนนอกแก้ว 6250203

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ กิตติชัย ราชมหา, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา, Ph.D.

#### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium) ในการควบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลการควบรวมกิจการของบริษัทในประเทศไทยซึ่งดำเนินการซื้อกิจการเสร็จสิ้นแล้วตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง 2563 โดยคัดเลือกเฉพาะข้อมูลของบริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลรวมภาคตัดขวาง (Pooled Cross-section Data) และศึกษาตัวแปรอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมด การทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ ลักษณะการควบรวมกิจการ สถานะของผู้ซื้อ และหัตสมมาตรฐานอุตสาหกรรม นอกจากนี้ยังศึกษามูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกัน (Synergy)

ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมด การทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ และลักษณะการควบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมายมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ : Merger and Acquisition/ Takeover Premium/ Synergy

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ฉ
สารบัญภาพ	ช
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)	4
2.1.1 ทฤษฎีสมมติฐานประสิทธิภาพตลาด (Efficient Market Hypothesis)	4
2.1.2 ความสำคัญของราคาเป้าหมายโดยนักวิเคราะห์ต่อการควบรวมกิจการ	5
2.1.3 มูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy)	5
2.2 รายละเอียดการควบรวมกิจการ	6
2.2.1 การควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions: M&A)	6
2.2.2 รูปแบบการควบรวมกิจการ แบ่งเป็น 3 ประเภท ดังนี้	6
2.2.3 วิธีการควบรวมกิจการ	7
2.2.4 ลักษณะการควบรวมกิจการ	10
2.3 รายละเอียดการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Tender Offer)	10
2.4 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)	13
2.4.1 ราคาเป้าหมาย	13
2.4.2 มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทเป้าหมาย	14
2.4.3 วิธีการชำระค่าหุ้น	14
2.4.4 การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์	14
2.4.5 ลักษณะการควบรวมกิจการ	15
2.4.6 สถานะของผู้ซื้อ	15
2.4.7 กลุ่มอุตสาหกรรม	16
2.4.8 มูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy)	16

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
	2.4.9 อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศควบรวมกิจการ
<b>บทที่ 3</b>	<b>ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ</b>
	3.1 ตัวแปร (Variables)
	3.1.1 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ
	3.1.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อ กิจการอิสระ (Stand-alone FTP)
	3.2 แบบจำลอง และวิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)
	3.2.1 แบบจำลองและวิธีการทางสถิติที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อ ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP)
	3.2.2 แบบจำลองและวิธีการทางสถิติที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อ ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอิสระ (Stand-alone FTP)
<b>บทที่ 4</b>	<b>ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา</b>
	4.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ
<b>บทที่ 5</b>	<b>ผลการศึกษา</b>
	5.1 ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium)
	5.1.1 ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (ตัวแปรตาม (Y): FTP)
	5.1.2 ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอิสระ (Stand-alone FTP)
<b>บทที่ 6</b>	<b>สรุปและอภิปรายผล</b>
	บรรณานุกรม
	ประวัติผู้วิจัย

## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
3.1 แสดงความสัมพันธ์ที่คาดหวังกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อขาย (FTP)	27
4.1 แสดงจำนวนข้อมูลจำแนกตามปีที่ประกาศควบรวมกิจการ	32
4.2 แสดงรายละเอียดตัวแปร	33
4.3 แสดงสรุปรายละเอียด Dummy	33
4.4 แสดงค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ	34
4.5 แสดง Variance Inflation Factor (VIF)	35
4.6 แสดงโครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรม (8 กลุ่ม) และหมวดธุรกิจ (28 หมวด) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	35
5.1 แสดงผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขาย (FTP) ของ Model 1 - Model 2 เปรียบเทียบกับสมมติฐานที่ตั้งไว้	39
5.2 แสดงผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายอิสระ (Stand-alone FTP) เปรียบเทียบกับสมมติฐานที่ตั้งไว้	41

## สารบัญภาพ

ภาพ		หน้า
1.1	จำนวนธุรกรรมและมูลค่าการควบรวมกิจการตั้งแต่ปี พ.ศ. 2534 ถึง 2563	1
2.1	แสดง เป้าหมายธุรกิจ รูปแบบการควบรวม และวิธีการควบรวมกิจการ	6
2.2	แสดง ลักษณะการทำรายการการซื้อหุ้น โดยชำระค่าหุ้นเป็นเงินสด (Cash) หรือหุ้นออกใหม่ (Share Swap)	8
2.3	แสดง ลักษณะการทำรายการการซื้อหุ้นผ่านการจัดตั้ง Holding Company	8
2.4	แสดง ลักษณะการทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือกิจการ	9
2.5	แสดง ลักษณะการทำรายการการควบกิจการ	10
2.6	แสดงการกระทำที่ต้องทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์	12
2.7	แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง Premium กับ Bidders' Abnormal Return	17
3.1	แสดงความหมายของเลข SIC	26



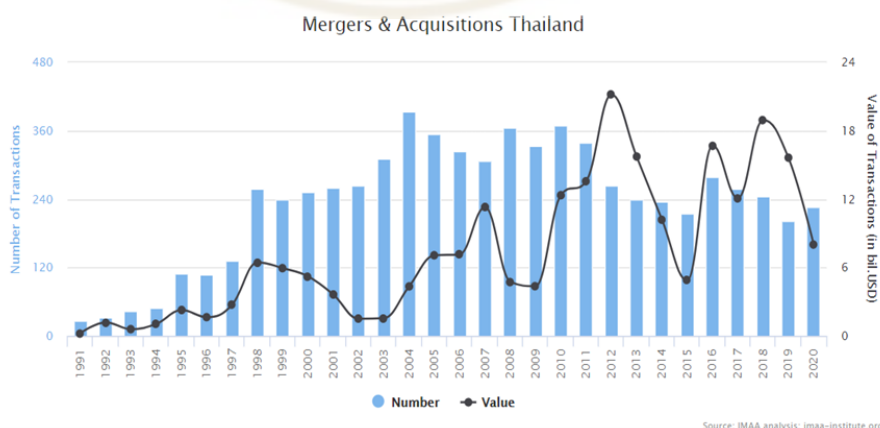
## บทที่ 1

### บทนำ

ปัจจุบันภาวะเศรษฐกิจ สังคม เทคโนโลยี สิ่งแวดล้อม และการเมืองมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ประกอบกับการแข่งขันที่รุนแรงทั้งในประเทศและต่างประเทศ ส่งผลให้บริษัทต่าง ๆ ต้องเตรียมพร้อมในการรับมือกับการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว เพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขัน รักษาความอยู่รอด และสร้างโอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งการควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions: M&A) เป็นกลยุทธ์หนึ่งในการสร้างกิจการให้เติบโต เนื่องจากการใช้ประโยชน์จากสิ่งที่ถูกพัฒนาขึ้นมาแล้วในระดับหนึ่ง ตลอดจนผลผลิตที่เกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการทั้งในด้านการดำเนินงาน (Operation) ด้านการเงิน (Financial Synergy) และการกระจายการลงทุน (Diversification) อีกทั้งเป็นการช่วยให้กิจการสามารถเอาตัวรอดได้ในภาวะที่มีความไม่แน่นอนสูง (อัญญา ชันชวิทย์, 2540)

การควบรวมกิจการในประเทศไทยของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เกิดขึ้นครั้งแรกเมื่อเดือนพฤษภาคม ปี พ.ศ. 2533 โดยเป็นการครอบงำระหว่างบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ ธนสยาม จำกัด และบริษัท สามชัยอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด นับจากนั้นเป็นต้นมาประเทศไทยก็มีกระแสการควบรวม และครอบงำกิจการมาอย่างต่อเนื่อง ดังแสดงการเคลื่อนไหวของจำนวนและมูลค่าการซื้อขายตั้งแต่ปี พ.ศ. 2534 ถึง 2563 ในแผนภาพที่ 1.1

### M&A Thailand



ภาพที่ 1.1 จำนวนธุรกรรมและมูลค่าการควบรวมกิจการตั้งแต่ปี พ.ศ. 2534 ถึง 2563

ที่มา: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), IMAA analysis

แต่อย่างไรก็ตามมีงานศึกษาหลายชิ้นพบว่าการควบรวมกิจการสามารถสร้างมูลค่าให้กับบริษัทได้น้อยหรือไม่สร้างมูลค่าเลย โดยมีสาเหตุมาจาก การที่ไม่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกัน (Synergy), การเลือกบริษัทเป้าหมายที่ไม่เหมาะสม และ ขั้นตอนการควบรวมกิจการที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Hitt et al., 2012) การจ่ายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการที่สูงเกินอาจเกิดจากการคำนวณ หรือประเมินมูลค่ากิจการของบริษัทเป้าหมายที่ผิดพลาด ทั้งนี้หลายงานศึกษาพยายามหาปัจจัยที่ส่งผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ อย่างเช่นงานศึกษาของ Gerritsen (2015) ที่ศึกษาว่าราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์ (Analysts' Target Prices) มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการหรือไม่ และมีหลายงานพยายามศึกษาว่าหลังการควบรวมกิจการ บริษัทเป้าหมาย และผู้ซื้อ เกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกันหรือไม่

งานนี้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ ในการควบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย โดยคำนึงถึงผลกระทบด้านช่วงเวลาที่แตกต่างกันของปีที่ประกาศควบรวมกิจการ (Announcement Year) และให้ความสนใจกับ 7 ตัวแปร ดังนี้

1. อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (Target Price Implied Expected Return; TPER)
2. มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย (Market Capitalization of the Target Company)
3. วิธีการชำระค่าหุ้นของบริษัทเป้าหมาย (All-cash Offer)
4. การทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Tender Offer)
5. ลักษณะการควบรวมกิจการ (Friendly Takeover or Other)
6. สถานะของผู้ซื้อ (Public or Other)
7. รหัสมาตรฐานอุตสาหกรรม (Standard Industrial Classification; SIC)

นอกจากนี้ยังได้ศึกษาเพิ่มเติมว่ามูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกัน (Synergy) ในมุมมองของนักลงทุน มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการหรือไม่

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา คือข้อมูลการควบรวมกิจการของแต่ละบริษัทในประเทศไทย ซึ่งดำเนินการซื้อกิจการเสร็จสิ้นแล้วตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง 2563 โดยคัดเลือกเฉพาะข้อมูลที่บริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์จาก Institutional Brokers' Estimates System (I/B/E/S) โดยใช้ข้อมูลจาก Datastream และ Refinitiv โดยสถานะของผู้ซื้อเป็นได้ทั้งบุคคล (Private, Investor) บริษัทร่วมทุน (Joint Venture) บริษัทย่อย (Subsidiary) บริษัทจดทะเบียน (Public) ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศจำนวนทั้งสิ้น 124 ข้อมูล โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยแบบ Robust Regression และศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมจากการประกาศควบรวมกิจการ ด้วยวิธีทดสอบทางสถิติ (T-test) โดยจะคำนวณ

ผลตอบแทน ณ วันประกาศควบรวมกิจการ และผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในช่วง 3, 5 และ 11 วันทำการ รอบวันประกาศควบรวมกิจการ

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium) ในการควบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย

การศึกษานี้จะหาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญ และศึกษาว่าการควบรวมกิจการที่เกิดขึ้นในประเทศไทยเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันในมุมมองของนักลงทุนหรือไม่ เพื่อให้ผู้ที่สนใจทำการควบรวมกิจการ ใช้เป็นข้อมูลประกอบการกำหนดการจ่ายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ

ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย วิธีการชำระค่าหุ้นของบริษัทเป้าหมาย การทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ ลักษณะการควบรวมกิจการ และมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันในมุมมองของนักลงทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญ และมูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมายมีความสัมพันธ์เชิงลบกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อเปรียบเทียบกับผลการศึกษาของ Gerritsen (2015) พบว่า ผลเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

งานศึกษานี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นหกส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Theories and Literature Review), ตัวแปรและวิธีการทางสถิติ (Methodology), ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data), ผลการศึกษา (Results) และสรุปและอภิปรายผล (Conclusion) ตามลำดับ

## บทที่ 2

### ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

##### 2.1.1 ทฤษฎีสम्मมติฐานประสิทธิภาพตลาด (Efficient Market Hypothesis)

Fama (1970) ได้ทำการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้น โดยได้ข้อสรุปว่าในตลาดที่มีประสิทธิภาพราคาหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นั้นไว้แล้วจึงเป็นไปได้ยากที่นักลงทุนจะสามารถสร้างผลกำไรเกินปกติได้ (Abnormal Return) ดังนั้นนักลงทุนทุกคนจึงควรได้รับกำไรในระดับปกติ (Normal Return) โดยตลาด ตามทฤษฎีนี้สามารถแบ่งออกได้เป็น 3 รูปแบบ คือ

- ตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ (Weak-Form Efficiency) เป็นตลาดที่นักลงทุนไม่สามารถใช้ราคาหลักทรัพย์ในอดีตมาพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตได้ โดยราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวแบบสุ่มทำให้นักลงทุนไม่สามารถสร้างกำไรเกินปกติได้
- ตลาดที่มีประสิทธิภาพปานกลาง (Semi-Strong Form Efficiency) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงตามข้อมูลข่าวสารสาธารณะที่ได้รับอย่างรวดเร็วและไม่มีอคติ ทำให้ไม่มีใครสามารถทำกำไรส่วนเกินได้จากข้อมูลข่าวสารที่สาธารณชนได้รับและรวมถึงการวิเคราะห์เชิงพื้นฐาน และการวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิค
- ตลาดที่มีประสิทธิภาพสูง (Strong-Form Efficiency) เป็นตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สะท้อนทุกข่าวสารทั้งข่าวสารสาธารณะและข้อมูลภายในของหลักทรัพย์ทำให้ไม่มีใครสามารถสร้างกำไรเกินปกติได้ในระยะยาว

จากทฤษฎีสम्मมติฐานประสิทธิภาพตลาด หากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพปานกลาง ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการประกาศควบรวมกิจการที่เผยแพร่ต่อสาธารณชนอย่างทันที ดังนั้นราคาเข้าซื้อกิจการจึงควรเท่ากับราคาตลาด ณ วันที่ประกาศการเข้าซื้อกิจการ แต่ในทางปฏิบัติ ผู้ซื้อจะมีการวิเคราะห์ข้อมูล คาดการณ์ และประเมินมูลค่าโดยมีความคาดหวังจากการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันซึ่งไม่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชน ทำให้ราคาการเข้าซื้อกิจการเปลี่ยนแปลงต่างไปจากราคาตลาด ณ วันที่ประกาศ

### 2.1.2 ความสำคัญของราคาเป้าหมายโดยนักวิเคราะห์ต่อการควบรวมกิจการ

การประกาศราคาเป้าหมายจากนักวิเคราะห์จะส่งผลให้ราคาหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงในระยะสั้น (Gerritsen, 2015) ซึ่งในการควบรวมกิจการ ผู้ซื้อจะใช้ราคาตลาดมาเป็นปัจจัยในการประเมินมูลค่าของบริษัทเป้าหมาย (Bhagat, Brickley, & Loewenstein, 1987) ดังนั้น หากราคาเป้าหมายจากนักวิเคราะห์มีการเปลี่ยนแปลงจะส่งผลให้ราคาตลาดมีการเปลี่ยนแปลงด้วย (Schwert, 1996) โดยเฉพาะหากการควบรวมมีขนาดใหญ่จะยิ่งได้รับผลกระทบจากข้อมูลราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์เพิ่มมากขึ้น (Bonini, Zanetti, Bianchini, & Salvi, 2010) ซึ่ง Shleifer and Vishny (2003) ระบุว่า การควบรวมกิจการจะเกิดขึ้นได้ก็ต่อเมื่อผู้ซื้อให้ราคาสูงกว่ามูลค่าตลาด เนื่องจากบริษัทเป้าหมายจะสนใจมูลค่าตลาดในช่วงสั้น ขณะที่ผู้ซื้อยอมจ่ายในราคาสูงกว่ามูลค่าตลาด เนื่องจากคาดหวังการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันในอนาคต

### 2.1.3 มูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy)

มูลค่าส่วนเพิ่มเกิดจากการร่วมกัน (Synergy) เกิดขึ้นจากการที่สองบริษัทสามารถทำงานได้มีประสิทธิภาพและประสิทธิผลมากกว่าการแยกกัน ด้วยการจัดการทรัพยากรที่มีอยู่อย่างเหมาะสม เพื่อการสร้างผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจ โดย Sharma and Ho (2002) ได้อธิบายทฤษฎีมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy Theory) ในการควบรวมกิจการดังนี้

- การประหยัดเนื่องจากขนาด (Economies of Scale) เป็นการร่วมกันทำให้เกิดประสิทธิภาพจากขนาดที่เปลี่ยนไป เช่น ความสามารถในการกักขังในต้นทุนที่ต่ำลง ความสามารถในการเข้าถึงตลาดทุนที่ดีขึ้น ความสามารถในการบรรลุ การขนส่ง การผลิต หรือการบริหารอย่างมีประสิทธิภาพ ดังนั้น การประหยัดเนื่องจากขนาดจึงควรจะทำให้ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนลดลง

- การประหยัดเนื่องจากขอบเขต (Economies of Scope) ความสามารถในการผลิตหลากหลายผลิตภัณฑ์ด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่ากระบวนการผลิตที่มีการแยกกัน กำจัดส่วนหรือกระบวนการที่ไม่จำเป็นหรือที่ซ้ำซ้อนในห่วงโซ่การผลิตออกไปด้วยการควบรวมส่วนของแรงงานและเครื่องจักรอุปกรณ์ ซึ่งจะทำให้ค่าใช้จ่ายลดลงและผลการดำเนินงานดีขึ้น แบ่งปันในส่วนของเครื่องหมายการค้า ยี่ห้อ

- อำนาจตลาด (Market Power) ความสามารถในการกำหนดราคาตลาดไม่ว่าจะเป็นการกำหนดให้ผู้บริโภคในราคาสูง หรือการมีอำนาจในการต่อรองที่มากขึ้นทำให้ซัพพลายเออร์ยอมรับการซื้อในราคาที่ต่ำลง รวมถึงขยายช่องทางการจัดจำหน่ายได้

## 2.2 รายละเอียดการควบรวมกิจการ

### 2.2.1 การควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions: M&A)

การควบรวมกิจการ (คือ การที่กิจการได้มาซึ่ง หุ้น สินทรัพย์ หรือกิจการอื่น เพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจควบคุม หรือครอบครอง โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการเติบโต เพิ่มขีดความสามารถทางการแข่งขัน หรือ เพื่อการอยู่รอดของกิจการ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2555)



ภาพที่ 2.1 แสดง เป้าหมายธุรกิจ รูปแบบการควบรวม และวิธีการควบรวมกิจการ

ที่มา: M&A: Mergers and Acquisitions ทางเลือกสู่ความสำเร็จธุรกิจไทย, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 2.2.2 รูปแบบการควบรวมกิจการ แบ่งเป็น 3 ประเภท ดังนี้

2.2.2.1 การควบรวมแนวนอน (Horizontal Merger) เป็นการรวมกิจการซึ่งประกอบกิจการ เหมือนหรือคล้ายกัน เพื่อประโยชน์ทางการผลิต หรือการตลาด ซึ่งผู้ผลิตหรือผู้ขายที่อยู่สถานะเดียวกัน ในกระบวนการผลิต (Stage of Production) เพื่อวัตถุประสงค์ เช่น การประหยัดต่อขนาด (Economics of Scale) เพิ่มฐานลูกค้า เพิ่มกำลังการผลิต ลดคู่แข่ง ถ่ายทอดเทคโนโลยี/บุคลากร เป็นต้น ผลของการรวมกิจการ ในลักษณะนี้มีผลกระทบต่อการแข่งขันในการผลิตดังกล่าวในตลาดเดียวกัน เนื่องจากบริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลนั้นสามารถกำหนดราคาขึ้นลงหรือรักษาระดับราคาของสินค้าและบริการ (Price-Fixing) ตลอดจนการแบ่งเขตตลาดได้อีกด้วย ตัวอย่างของการควบรวมธุรกิจรูปแบบนี้คือ บริษัท ฟู้ดแพคเตอร์ จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทในเครือของบริษัท สิงห์ คอร์เปอเรชั่น จำกัด และยังถือหุ้นร้อยละ 100 ในบริษัท เอส คอมพานี (1933) จำกัด ซึ่งประกอบธุรกิจร้านอาหาร และหนึ่งในนั้นคือร้านอาหาร EST.33 (อาหารสแต็ค) บริษัท ฟู้ดแพคเตอร์

จำกัด ได้ทำการควบรวมธุรกิจกับ บริษัทา เคที เรสทัวรองท์ จำกัด ซึ่งประกอบธุรกิจร้านอาหาร และหนึ่งในนั้นคือ ร้านอาหาร Santa Fe (อาหารสเต็ก) (วิญญ วงศ์สินศิริกุล, 2563; อวยชัย สุขวงศ์, 2548)

2.2.2.2 การควบรวมแนวตั้ง (Vertical Merger) เป็นการรวมกิจการซึ่ง ประกอบกิจการในสายการผลิต หรือธุรกิจเดียวกัน แต่ฐานะหรือระดับขั้นการผลิตนั้นแตกต่างกัน ผลของการรวมกิจการในรูปแบบนี้ ทำให้เพิ่มมูลค่าผลิตภัณฑ์ ลดต้นทุนการผลิตลง เนื่องจากกิจการ สามารถควบคุมต้นทุนของตนได้ง่ายขึ้น ตัวอย่างของการควบรวมธุรกิจรูปแบบนี้คือ บริษัท DAIKEN Corporation ซึ่งเป็นผู้ผลิตและจำหน่าย วัสดุที่ทำจากไม้ เช่น แผ่น MDF (Medium Density Fiberboard) ควบรวมธุรกิจกับบริษัท C&H จำกัด ซึ่งเป็นผู้จำหน่ายแผ่น MDF (วิญญ วงศ์สินศิริกุล, 2563; อวยชัย สุขวงศ์, 2548)

2.2.2.3 การรวมกิจการระหว่างกิจการซึ่ง ไม่มีความสัมพันธ์กัน (Conglomerate Merger) เป็นการรวมกิจการระหว่างกิจการที่แตกต่างสายการผลิตธุรกิจ หรือ อยู่คนละส่วนแบ่งตลาด (Market Share) ไม่ว่าจะเป็น รวมเอากิจการในฐานะผู้ซื้อ ผู้ขาย หรือผู้ผลิต ผลกระทบจากการรวมกิจการในลักษณะนี้ อาจมองเห็นประโยชน์ หรือความได้เปรียบบางประการ จากการรวมตัว เช่น การโฆษณา การได้กำไรรวม จากความเป็นธุรกิจหลายกิจการ เพิ่มโอกาสทางธุรกิจ จากธุรกิจใหม่ กระจายความเสี่ยงของการลงทุน ในธุรกิจเดิมไปยังธุรกิจใหม่ เป็นต้น ตัวอย่างของ การควบรวมธุรกิจรูปแบบนี้คือ การควบรวมระหว่างบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) และ Sakari Resources Limited การควบรวมระหว่างบริษัท จีเอ็มเอ็ม มีเดีย จำกัด และบริษัท มติชน จำกัด (มหาชน) การควบรวม ระหว่างบริษัท ซี.พี. เมอร์เชนไดเซิ่ง จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) และบริษัท ซีพี-เมจิ จำกัด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557; อวยชัย สุขวงศ์, 2548)

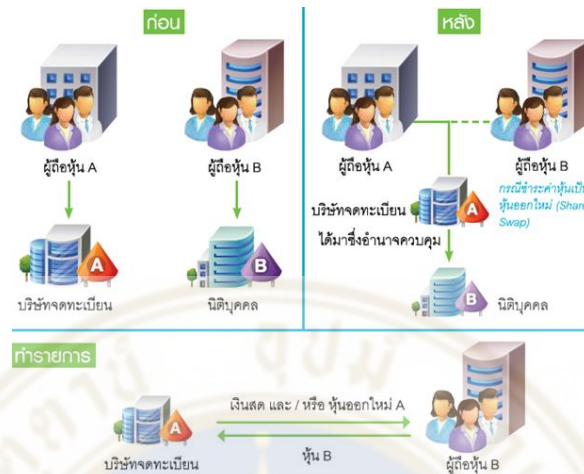
### 2.2.3 วิธีการควบรวมกิจการ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2555) แบ่งวิธีการควบรวมกิจการ ออกเป็น 3 ประเภท ดังนี้

2.2.3.1 การได้มาซึ่งหุ้นของกิจการ (Share Acquisition) คือ การซื้อหรือ ได้มาซึ่งหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงของกิจการอีกแห่งหนึ่งบางส่วนหรือทั้งหมด เพื่อให้มีอำนาจการควบคุม โดยกิจการที่เข้าไปซื้อหุ้นอาจเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารหรือไม่ก็ได้ ซึ่งสามารถดำเนินการได้ ตามวิธี ดังนี้

- การซื้อหุ้น โดยชำระค่าหุ้นเป็นเงินสด (Cash) หรือหุ้น ออกใหม่ (Share Swap) เช่น บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ประกอบธุรกิจผลิตและจัดจำหน่าย

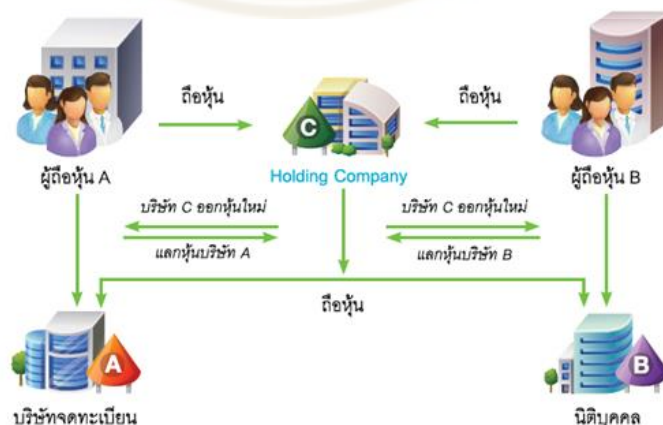
สินค้าอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภค เข้าซื้อหุ้นสามัญร้อยละ 100 ในบริษัท เอเชียบุ๊กส จำกัด ซึ่งประกอบธุรกิจร้านหนังสือ และนิตยสารต่างประเทศ ในปี พ.ศ. 2554



ภาพที่ 2.2 แสดง ลักษณะการทำรายการการซื้อหุ้น โดยชำระค่าหุ้นเป็นเงินสด (Cash) หรือหุ้นออกใหม่ (Share Swap)

ที่มา: M&A: Mergers and Acquisitions ทางเลือกสู่ความสำเร็จธุรกิจไทย, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

- การซื้อหุ้นผ่านการจัดตั้ง Holding Company คือ ผู้ถือหุ้น A และผู้ถือหุ้น B จัดตั้งบริษัท โฮลดิ้ง C ขึ้นมา และบริษัท C ออกหุ้นใหม่เพื่อแลกหุ้นกับผู้ถือหุ้น A และ B เพื่อจะเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นรวมทั้ง 2 บริษัท โดยผ่านบริษัท C หรือในบางกรณี บริษัทที่จะรวมกิจการกันมีบริษัท โฮลดิ้งอยู่แล้ว อาจจะมีการใช้บริษัทดังกล่าวออกหุ้นแลกกับผู้ถือหุ้นของอีกบริษัท โดยตรง

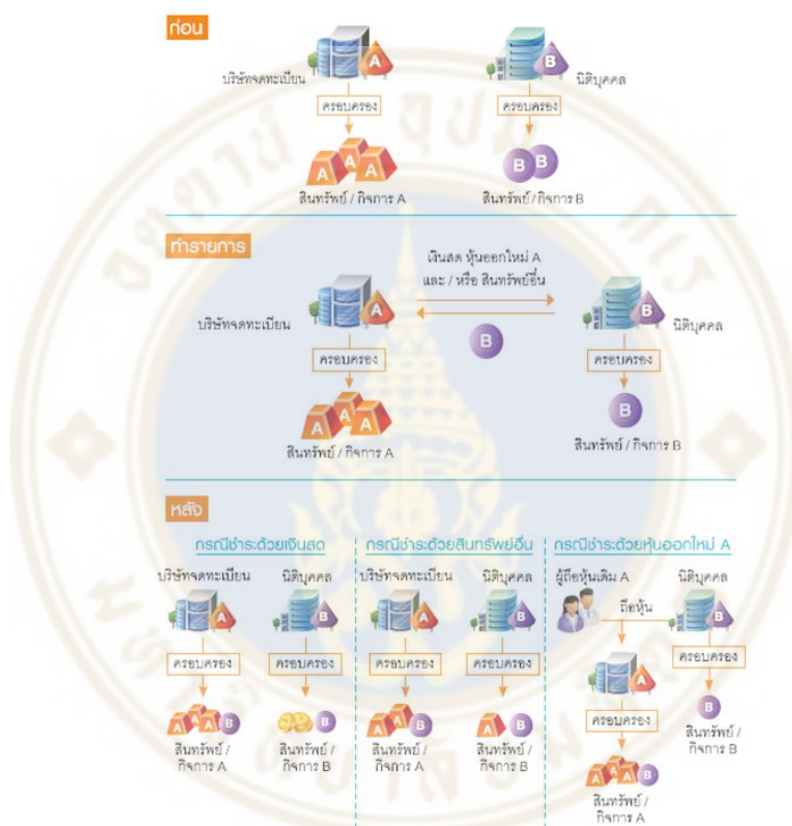


ภาพที่ 2.3 แสดง ลักษณะการทำรายการการซื้อหุ้นผ่านการจัดตั้ง Holding Company

ที่มา: M&A: Mergers and Acquisitions ทางเลือกสู่ความสำเร็จธุรกิจไทย, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



2.2.3.2 การได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือกิจการ (Asset/ Business Acquisition) คือ การซื้อหรือได้มาซึ่งสินทรัพย์หน่วยธุรกิจ ในส่วนที่สำคัญหรือทั้งหมดของอีกกิจการหนึ่ง โดยสิทธิหน้าที่ และความรับผิดชอบอื่นใดของผู้ขายไม่ตกทอดไปยังผู้ซื้อ ส่วนผู้ขายจะยังคงอยู่ และดำเนินธุรกิจต่อไป หรือเลิกกิจการก็ได้ เช่น บริษัท มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีพระจอมเกล้าธนบุรี จำกัด (มหาชน) ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายเหล็กแผ่นรีดร้อน ได้ขยายธุรกิจไปสู่อุตสาหกรรมต้นน้ำ โดยการเข้าซื้อสินทรัพย์โรงถลุงเหล็กและผลิตเหล็กกล้า จากกลุ่ม Tata Steel UK ในปี พ.ศ. 2554



ภาพที่ 2.4 แสดง ลักษณะการทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือกิจการ

ที่มา: M&A: Mergers and Acquisitions ทางเลือกสู่ความสำเร็จธุรกิจไทย, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.2.3.3 การควบกิจการ (Amalgamation) คือ การที่บริษัทตั้งแต่ 2 แห่งขึ้นไป ควบเข้ากัน เกิดเป็นบริษัทใหม่ เป็นผลให้บริษัทเดิมสิ้นสภาพจากการเป็นนิติบุคคล และบริษัทใหม่ได้ไปทั้งสิทธิหน้าที่ และความรับผิดชอบที่มีอยู่ของบริษัทเดิม เช่น บริษัท ภัทรประกันภัย จำกัด (มหาชน) และบริษัท เมืองไทยประกันภัย จำกัด ได้ควบเข้ากัน เกิดเป็นบริษัทใหม่และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายใต้ชื่อ บริษัท เมืองไทยประกันภัย จำกัด (มหาชน) ในปี พ.ศ. 2551



ภาพที่ 2.5 แสดง ลักษณะการทำรายการควบกิจการ

ที่มา: M&A: Mergers and Acquisitions ทางเลือกสู่ความสำเร็จธุรกิจไทย, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### 2.2.4 ลักษณะการควบรวมกิจการ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2564) แบ่งลักษณะการควบรวมกิจการออกเป็น 2 ลักษณะ ดังนี้

2.2.4.1 การครอบงำกิจการอย่างเป็นมิตร (Friendly Takeover) เป็นการเข้าถือหุ้นของกิจการเป้าหมายโดยผ่านกระบวนการเจรจา และได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นทั้งสองฝ่าย

2.2.4.2 การครอบงำกิจการอย่างไม่เป็นมิตร (Hostile Takeover) เป็นการเข้าถือหุ้นของกิจการเป้าหมาย โดยฝ่ายผู้ถูกครอบงำมิได้เห็นชอบและยินยอม ทั้งสองฝ่ายอาจมีการแข่งกันจัดทำคำเสนอซื้อหุ้นต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป (Tender Offer) เพื่อแย่งชิงความเป็นผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของกิจการเป้าหมาย

### 2.3 รายละเอียดการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Tender Offer)

ตามประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ ทจ. 12/2554 เรื่อง หลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ โดยมีรายละเอียด ดังนี้

1. การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Tender Offer) คือ การแจ้งแก่ผู้ถือหุ้นทุกรายของบริษัทใดบริษัทหนึ่ง (โดยบุคคลหรือกลุ่มบุคคลคณะหนึ่ง) ถึงความต้องการที่จะซื้อหุ้นบริษัทดังกล่าวจากผู้ถือหุ้น โดยระบุจำนวนหุ้น ราคา และกำหนดเวลาที่ต้องการรับซื้อ การทำคำเสนอซื้อหุ้นต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป มักจะเกิดขึ้นเมื่อผู้ทำคำเสนอซื้อมีวัตถุประสงค์ที่จะเข้าไปมีอำนาจควบคุมการบริหารงานของบริษัทดังกล่าว ซึ่งกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์มีข้อกำหนดให้ผู้ถือหุ้นใน

บริษัทใดบริษัทหนึ่ง ที่มีสัดส่วนการถือหุ้นเพิ่มมากถึงเกณฑ์ที่กำหนดต้องทำคำเสนอซื้อหุ้นต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป และกำหนดแนวทางปฏิบัติในการทำคำเสนอซื้อดังกล่าวด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564)

2. จุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Trigger Point) สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2562) ระบุ การกำหนดจุดที่มีหน้าที่ต้องทำคำเสนอซื้อจะคำนึงถึงจุดที่ทำให้ผู้ถือหุ้นจนมีสิทธิออกเสียง (Voting Right) ที่สามารถเปลี่ยนแปลงการดำเนินงานของกิจการหรือยับยั้งการดำเนินงานของกิจการได้ ผู้ถือหุ้นจนมีสิทธิออกเสียงถึงจุดดังกล่าวจึงถือได้ว่าเป็นผู้ที่มีอำนาจในการควบคุมกิจการทางตรง เนื่องมาจากการมีเสียงข้างมาก (Majority Vote) หรือมีอำนาจในการควบคุมกิจการทางอ้อม โดยความสามารถคัดค้านมติสำคัญได้ (Veto Right) จึงกำหนดจุดที่มีหน้าที่ทำคำเสนอซื้อ คือ จุดที่มีสิทธิออกเสียงร้อยละ 25 ร้อยละ 50 หรือ ร้อยละ 75 และในกรณีที่กิจการมีการซื้อหุ้นคืน (Treasury Stock) การคำนวณร้อยละของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการเพื่อหา Trigger Point จะต้องหักสิทธิออกเสียงของหุ้นที่ซื้อคืนออกจากรวมในการคำนวณ ทั้งนี้เพื่อให้สะท้อนสิทธิออกเสียงที่แท้จริง

3. การกระทำที่ต้องทำคำเสนอซื้อ ทำเมื่อมีการซื้อหรือกระทำการอื่นใด อันเป็นผลให้ตนได้มาซึ่งหุ้น หรือเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการเพิ่มขึ้นจนถึงหรือข้ามจุด Trigger Point จากการซื้อหุ้นกิจการโดยตรง หรือการนับหลักทรัพย์ของบุคคลอื่นรวมเป็นหลักทรัพย์ของบุคคลเดียวกัน (Acting in Concert) ได้แก่ ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องตามมาตรา 258 เช่น คู่สมรส บุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะ เป็นต้น รวมทั้งการครอบงำกิจการผ่านนิติบุคคลอื่นซึ่งหมายถึงการได้หุ้นทางอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียน (Chain Principle) โดยมีหลักเกณฑ์ คือ ได้หุ้นหรือมีอำนาจควบคุมมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 50 ในนิติบุคคลกลาง โดยนิติบุคคลกลางถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 25 และการมีอำนาจควบคุมในนิติบุคคลกลางดังกล่าว รวมถึงการส่งบุคคลหรือมีพฤติกรรมในการส่งบุคคลเข้าเป็นกรรมการในจำนวนที่มีนัยสำคัญด้วย



ภาพที่ 2.6 แสดงการกระทำที่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์

ที่มา: การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ / การยกเว้นหน้าที่ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์เป็นการทั่วไป, สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

การขอผ่อนผันการทำคำเสนอซื้อต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.)

บุคคลที่ประสงค์จะได้อ้อมหรือเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการใดจนถึงหรือข้าม Trigger Point สามารถขอผ่อนผันการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ก่อนการได้มาซึ่งหลักทรัพย์ดังกล่าว ถ้าเข้าเงื่อนไขใดเงื่อนไขหนึ่งดังต่อไปนี้

- กรณีที่ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอำนาจการควบคุม
- กรณีที่มีวัตถุประสงค์เพื่อช่วยเหลือหรือฟื้นฟูกิจการ
- กรณีที่ได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น (Whitewash)

○ กรณีได้หลักทรัพย์น้อยกว่าร้อยละ 50 (ขอข้าม Trigger Point ร้อยละ 25) ต้องได้รับมติ 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงให้ความเห็นชอบการผ่อนผัน

○ กรณีต้องการถือหุ้นตั้งแต่ร้อยละ 50 ขึ้นไป (ขอข้าม Trigger Point ร้อยละ 50 หรือร้อยละ 75) ต้องได้รับมติ 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง และไม่มีผู้ถือหุ้นรวมกัน ตั้งแต่ร้อยละ 5 คัดค้าน ตามที่กำหนดในประกาศสำนักงาน

ก.ล.ต. ที่ สก. 29/2561 เรื่องหลักเกณฑ์ในการขอผ่อนผันการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ โดยอาศัยมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นของกิจการ

ทั้งนี้ ผู้ถือหุ้นที่ไม่มีสิทธิลงคะแนน ได้แก่ ผู้ขอผ่อนผันและบุคคลที่เกี่ยวข้อง

- กรณีอื่นใดที่คณะกรรมการวินิจฉัยการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ (Takeover Panel) ได้มีแนววินิจฉัยเป็นบรรทัดฐานไว้แล้ว
- กรณีมีเหตุจำเป็นและสมควร

## 2.4 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)

ปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ

### 2.4.1 ราคาเป้าหมาย

Gerritsen (2015) ศึกษาผลกระทบของราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์ (Analysts' Target Prices) ต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการในการควบรวมกิจการ โดยใช้ข้อมูลการควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาในช่วงปี พ.ศ. 2547 ถึง 2553 จาก Thomson Reuters นำราคาเป้าหมายเฉลี่ยของนักวิเคราะห์ และราคาหุ้นของบริษัทเป้าหมายก่อนการประกาศควบรวมกิจการ 4 สัปดาห์ มาคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์ ผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนที่คาดหวังดังกล่าวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญ โดยเมื่อราคาเป้าหมายปรับเพิ่มขึ้นร้อยละ 5 จะส่งผลให้ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการปรับเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 เนื่องจากผู้ซื้อจะพิจารณาผลประโยชน์ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการและราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์เพื่อกำหนดราคาในการซื้อกิจการ โดยราคาเป้าหมายที่มีการประกาศล่าสุดจะส่งผลกระทบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญมากยิ่งขึ้น

ผลข้างต้นสอดคล้องกับงานศึกษาของ Baker, Pan, and Wurgler (2012) ที่ศึกษาผลกระทบของราคาเป้าหมายสูงสุดในอดีตย้อนหลัง 52 สัปดาห์ ต่อการควบรวมและซื้อกิจการ พบว่า ราคาเป้าหมายสูงสุดที่นำมาใช้ในการประเมินราคาเสนอซื้อกิจการมีบทบาทสำคัญในการกำหนดราคาในการเสนอซื้อกิจการ โดยราคาเสนอมีความเอนเอียงไปทางราคาสูงสุดล่าสุด ดังนั้นผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายจึงใช้ราคาเป้าหมายสูงสุดที่ประกาศล่าสุดเป็นจุดอ้างอิงในการประเมินมูลค่าและการเจรจาต่อรองราคาเสนอซื้อกิจการ

#### 2.4.2 มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทเป้าหมาย

งานของ Alexandridis, Fuller, Terhaar, and Travlos (2013) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการกับมูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย โดยใช้ฐานข้อมูลการควบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมายที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NYSE, AMEX หรือ NASDAQ ที่ดำเนินการเสร็จสิ้นแล้วในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งผู้ซื้อเป็นได้ทั้งบริษัทจดทะเบียน หรือบุคคล (Public or Private) ระหว่างปี พ.ศ. 2533 ถึง 2550 ของ Thomson Reuters ผลการศึกษาพบว่า มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมายมีความสัมพันธ์เชิงลบกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ เนื่องจากการควบรวมกิจการที่มีขนาดใหญ่จะทำให้เกิดความซับซ้อนในการดำเนินงานมากขึ้น อาจส่งผลให้ผู้ซื้อได้รับประโยชน์ทางเศรษฐกิจได้ยากขึ้น

#### 2.4.3 วิธีการชำระค่าหุ้น

งานของ Meier, Paientko, and Meinzer (2019) ศึกษาผลกระทบของลักษณะของการซื้อกิจการต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ โดยใช้ฐานข้อมูลการควบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมายที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ดำเนินการเสร็จสิ้นแล้วและมีมูลค่าการซื้อกิจการสูงกว่า 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งมีจำนวน 38,446 กรณี จากทั่วโลก ระหว่างปี พ.ศ. 2533 ถึง 2561 ของ Thomson Reuters ผลการศึกษาพบว่าวิธีการชำระค่าหุ้นของบริษัทเป้าหมายเป็นเงินสดจะส่งผลให้ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการสูงกว่าการชำระค่าหุ้นแบบแลกเปลี่ยนหุ้น (Stock Swaps) อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากการซื้อกิจการด้วยเงินสด ทำให้บริษัทเป้าหมายต้องการส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยภาระทางภาษีที่ต้องจ่าย ต่างจากการแลกเปลี่ยนหุ้นจะมีกำไรที่ยังไม่เกิดขึ้นจริง (Unrealized Gains) ซึ่งไม่มีภาระทางภาษี

ผลที่ได้สอดคล้องกับงานศึกษาของ III and Cheng (1997) แสดงให้เห็นความแตกต่างของส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการของการชำระค่าหุ้นเป็นเงินสด และการชำระค่าหุ้นเป็นแบบแลกเปลี่ยนหุ้นเท่ากับร้อยละ 39.9 และร้อยละ 29.3 ตามลำดับ เนื่องจากผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายต้องการส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยการเสียภาษี (Capital Gain Tax) จากการชำระค่าหุ้นด้วยเงินสด

#### 2.4.4 การทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์

งานของ Offenberg and Pirinsky (2015) ศึกษาถึงการควบรวมกิจการที่ผู้ซื้อตัดสินใจเลือกระหว่าง 1) การเจรจากับผู้บริหารของบริษัทเป้าหมายเพื่อเสนอราคาและ 2) การทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมาย โดยใช้ฐานข้อมูลการควบรวมกิจการของบริษัท

เป้าหมายและผู้ซื้อในประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง 2555 จาก Thomson Reuters ผลการศึกษาพบว่า การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการมีความสัมพันธ์อย่างมากต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ โดยการทำคำเสนอซื้อจะเป็นการส่งสัญญาณถึงความต้องการซื้อหุ้นที่สูงขึ้น ส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทเป้าหมายปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น แสดงให้เห็นว่าข้อตกลงในสภาพแวดล้อมที่มีการแข่งขันสูงและการทำคำเสนอซื้อจะส่งผลให้ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการสูงกว่า

#### 2.4.5 ลักษณะการควบรวมกิจการ

งานศึกษาของ Meier et al. (2019) พบว่า ลักษณะการควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร จะมีส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการต่ำกว่าการควบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร (Hostile, Neutral, Unknown)

ผลที่ได้สอดคล้องกับงานศึกษาของ Franks and Mayer (1996) ที่พบว่า ค่าเฉลี่ยส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการที่มีลักษณะการควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร อยู่ที่ร้อยละ 18 ในขณะที่ค่าเฉลี่ยส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการที่มีลักษณะการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร อยู่ที่ร้อยละ 30 โดยอธิบายว่าค่าเฉลี่ยส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการที่ต่างกันเกิดจากการซื้อกิจการที่มีลักษณะการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร จะมีการแข่งขันของผู้ซื้อแต่ละรายในการเสนอซื้อกิจการทำให้มีค่าเฉลี่ยส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการสูงกว่า

ผลที่ได้ยังสอดคล้องกับงานศึกษาของ Jensen (1988) และ Goergen and Renneboog (2004) ที่พบว่า ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการของลักษณะการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรจะสูงกว่าการควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร

#### 2.4.6 สถานะของผู้ซื้อ

งานของ Barger, Schlingemann, Stulz, and Zutter (2008) ศึกษาถึงเหตุผลที่ทำให้ผู้ซื้อที่มีสถานะบุคคล (Private) จ่ายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการน้อยกว่าผู้ซื้อที่มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียน (Public) โดยใช้ฐานข้อมูลการควบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมายที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกาที่ดำเนินการควบรวมร้อยละ 100 เสร็จสิ้นแล้ว ระหว่างปี พ.ศ. 2523 ถึง 2548 จาก Securities Data Company's (SDC) ผลการศึกษาพบว่าผู้ซื้อที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะจ่ายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการน้อยกว่าผู้ซื้อที่มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายจะได้รับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการเพิ่มขึ้นร้อยละ 35 หากผู้ซื้อที่มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากผู้ซื้อที่มีสถานะเป็น

บริษัทจดทะเบียนจะคาดหวังประโยชน์จากการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกันมากกว่าผู้ซื้อที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

#### 2.4.7 กลุ่มอุตสาหกรรม

งานของ Gaspar, Massa, and Matos (2005) ศึกษาขอบเขตการลงทุนของผู้ถือหุ้นและนักลงทุนเพื่อการควบคุมบริษัท โดยใช้ฐานข้อมูลการควบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมายในประเทศสหรัฐอเมริกาที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NYSE, Amex หรือ Nasdaq ระหว่างปี พ.ศ. 2523 ถึง 2542 จาก Securities Data Corporation (SDC) ผลการศึกษาพบว่า การควบรวมกิจการที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันของทั้งผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายจะส่งผลให้มีส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการสูงกว่าการควบรวมกิจการคนละอุตสาหกรรม

งานศึกษาของ Alexandridis et al. (2013) พบว่า การควบรวมกิจการคนละอุตสาหกรรมไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ สอดคล้องกับงานศึกษาของ Gerritsen (2015) ที่พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ

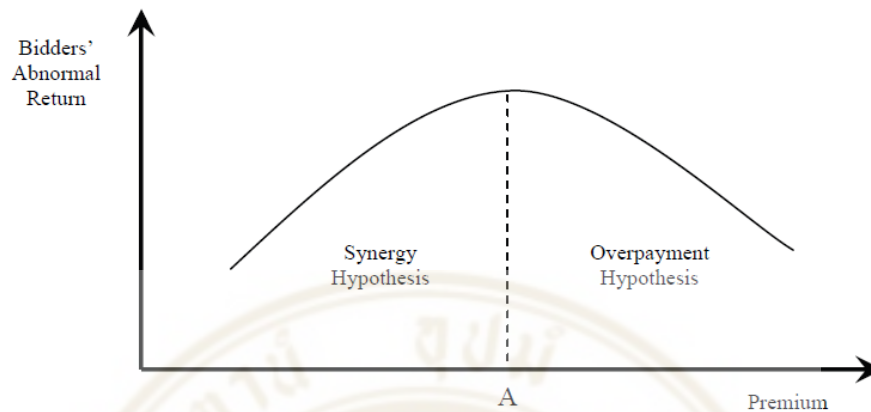
อย่างไรก็ตาม Ismail (2011) ศึกษาการควบรวมกิจการจำนวน 366 กรณี ของสหรัฐอเมริกา ในปี พ.ศ. 2528 ถึง 2547 โดยมีการศึกษาถึงตัวแปรของกลุ่มธุรกิจโดยใช้ตัวเลขมาตรฐานอุตสาหกรรม 2 หลักที่เหมือนกันและต่างกัน โดยมีสมมติฐานว่าการควบรวมในกลุ่มธุรกิจเดียวกันจะมีผลเป็นบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ เนื่องจากการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกันจะถูกคาดหวังด้านการแบ่งปันทรัพยากรที่ใช้ในการดำเนินธุรกิจระหว่างผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายส่งผลให้เกิดความคาดหวังในการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกัน ซึ่งผลการศึกษาพบว่ากลุ่มธุรกิจไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ

#### 2.4.8 มูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกัน (Synergy)

งานของ Díaz, Azofra, and Gutiérrez (2009) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการในการควบรวมกิจการกับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ซื้อได้รับ จากข้อมูลการควบรวมของธนาคารที่เกิดขึ้นในยุโรป ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2538 ถึง 2547 ผ่านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม 1 วัน ก่อนและหลังวันประกาศควบรวมกิจการ (Cumulative Abnormal Return: CAR (-1, +1)) ผลการศึกษาพบว่า หากผู้ซื้อคาดหวังมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกันมากเพียงใด ก็จะจ่ายเพื่อซื้อกิจการเพิ่มขึ้น โดยเมื่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของผู้ซื้อจะทำให้เกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกัน (Synergy) แต่อย่างไรก็ตาม หากประเมินมูลค่าซื้อกิจการบริษัทเป้าหมาย



สูงขึ้นจนทำให้ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลตอบแทนที่เกินปกติของผู้ซื้อ จะทำให้เกิดการจ่ายซื้อกิจการสูงเกินไป (Overpayment)



ภาพที่ 2.7 แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง Premium กับ Bidders' Abnormal Return

ที่มา: Are M&A Premiums Too High? Analysis of a Quadratic Relationship between Premiums and Returns, Díaz et al. (2009)

#### 2.4.9 อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศควบรวมกิจการ

งานของ Hou, Olsson, and Robinson (2000) ศึกษาการควบรวม 3,467 บริษัท ในปี พ.ศ. 2506 ถึง 2538 ของตลาด NYSE, Amex, และ NASDAQ ที่ควบรวมสำเร็จ พบว่า อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศควบรวมกิจการจากทั้งทางด้านผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย

ผลที่ได้สอดคล้องกับงานศึกษาของ Asquith and Kim (1982) ที่พบว่าการประกาศควบรวมกิจการส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าตลาดของทั้งผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย โดยบริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นไปในทางบวกอย่างมากจากการทำการควบรวม ขณะที่ฝ่ายผู้ซื้อพบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทางบวกเช่นกัน แต่น้อยกว่าฝ่ายบริษัทเป้าหมาย และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของฝ่ายผู้ซื้อไม่เพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างมีนัยสำคัญหลังการประกาศควบรวมไปแล้ว 1 เดือน

Agrawal, Jaffe, and Mandelker (1992) ทำการศึกษาการควบรวมในตลาด NYSE จากตัวอย่างการควบรวม 765 กรณี ในช่วงปี พ.ศ. 2498 ถึง 2530 ในช่วงระยะเวลาสั้นหลังการควบรวม พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังการควบรวมของบริษัทเป้าหมายเป็นไปในทางบวก แต่ขณะเดียวกันได้ทำการทดสอบในระยะยาวเช่นกัน คือช่วง 5 ปีหลังจากการควบรวมกิจการเสร็จสมบูรณ์แล้ว พบว่า บริษัทที่ควบรวมแล้ว มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในด้านลบถึงร้อยละ -10

งานของรมิตา ปวีดาภา, กนกพร สาตเสาเงิน และธนกร วุฒิพงษ์ (2559) ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า บริษัทเป้าหมายเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ -4, -1, 0, 1 ของการประกาศควบรวมกิจการ และพบว่า มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) ของบริษัทเป้าหมาย ในเชิงบวกที่ร้อยละ 2.02 อย่างมีนัยสำคัญ ในช่วง 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการและ 1 วันหลังการประกาศควบรวมกิจการ และผู้ซื้อเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ หลังวันที่ประกาศควบรวมกิจการ 1 วัน โดยไม่พบว่า มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) อย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงก่อนและหลัง 5 วันของวันประกาศควบรวมกิจการ

Krishnan, Krishnan, and Lefanowicz (2013) ทำการศึกษาการเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของราคาหุ้นของผู้ซื้อจำนวน 50 กรณี ในช่วงปี พ.ศ. 2535 ถึง 2539 ของสหรัฐอเมริกา ในช่วงกรอบเวลาของการประกาศควบรวมกิจการ 3 วัน 5 วัน และ 11 วัน โดยพบว่า ผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมาย มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญในช่วงกรอบเวลาของการประกาศควบรวม 3 วัน และ 5 วัน โดยให้ข้อสังเกตว่าการควบรวมกิจการสามารถสะท้อนถึงการมองเห็นการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันของนักลงทุนในช่วงกรอบเวลาของการประกาศควบรวมกิจการ

## บทที่ 3

### ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ

#### 3.1 ตัวแปร (Variables)

##### 3.1.1 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Final Takeover Premiums; FTP)

$$FTP = \frac{\text{Final Takeover Bid for Company}}{\text{Share Price of Company Four Weeks Prior to Announcement}} - 1$$

โดยที่

FTP คือ ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ มีหน่วยเป็นทศนิยม

Final Takeover Bid for Company คือ ราคาการซื้อกิจการสุดท้ายของบริษัทเป้าหมาย

Share Price of Company Four Weeks Prior to Announcement คือ ราคาปิดต่อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย ณ 4 สัปดาห์ก่อนการประกาศควบรวมกิจการ ตามงานศึกษาของ Gerritsen (2015)

ตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variable) โดยศึกษาตัวแปร ดังนี้

1) อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมายของบริษัทเป้าหมาย (Target Price Implied Expected Return; TPER) มีหน่วยเป็นทศนิยม ซึ่งคำนวณได้จาก

$$TPER = \frac{\text{Mean Target Price of Company Four Weeks Prior to Announcement}}{\text{Share Price of Company Four Weeks Prior to Announcement}} - 1$$

โดยที่

Mean Target Price of Company Four Weeks Prior to Announcement คือ ราคาเป้าหมายเฉลี่ยของบริษัทเป้าหมาย ณ 4 สัปดาห์ก่อนการประกาศควบรวมกิจการ จาก Institutional Brokers' Estimates System (I/B/E/S) โดยราคาเป้าหมาย คือ ราคาที่เหมาะสมของหุ้น ซึ่งนักวิเคราะห์คาดการณ์จากการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยปัจจัยพื้นฐานต่าง ๆ เพื่อนำมาวิเคราะห์หาราคาที่เหมาะสม

Share Price of Company คือ ราคาปิดต่อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย ณ 4 สัปดาห์ก่อน  
Four Weeks Prior to การประกาศควบรวมกิจการ  
Announcement

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) คือ หากนักวิเคราะห์ให้ราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น มูลค่าการซื้อกิจการจะเพิ่มขึ้นเช่นกัน เนื่องจากผู้วิจัยเชื่อว่า ผู้ซื้อจะนำราคาเป้าหมายที่นักวิเคราะห์ประกาศมาใช้ประกอบการตัดสินใจในการกำหนดมูลค่าการซื้อกิจการ ขณะที่บริษัทเป้าหมายก็จะอ้างอิงราคาเป้าหมายจากนักวิเคราะห์มาใช้กำหนดราคาขายที่เหมาะสมเช่นกัน ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของ Gerritsen (2015) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ

2) มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย (Market Capitalization of the Target Company;  $\text{LnMktCapTarget}$ ) มีหน่วยเป็นล้านบาท ซึ่งคำนวณได้จากการนำมูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมายมาใส่  $\text{Ln}$  เนื่องจากมูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมายมีขนาดใหญ่กว่าตัวแปรอื่นจึงใส่  $\text{Ln}$  เพื่อลดผลกระทบจากขนาดของตัวแปรที่แตกต่างกัน

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่ามูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย ( $\text{LnMktCap Target}$ ) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) เนื่องจากการควบรวมกิจการที่มีขนาดใหญ่จะทำให้เกิดความซับซ้อนในการดำเนินงานมากขึ้น อาจส่งผลให้ผู้ซื้อได้รับประโยชน์ทางเศรษฐกิจได้ยากขึ้น ทำให้ผู้ซื้อกำหนดมูลค่าการซื้อกิจการน้อยลง เพื่อชดเชยความเสี่ยงดังกล่าว ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของ Gerritsen (2015) และ Alexandridis et al. (2013) ที่พบว่า มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมายมีความสัมพันธ์เชิงลบกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ

3) อัตราผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) มีหน่วยเป็นทศนิยม ซึ่งคำนวณได้จาก

$$\text{Synergy} = \frac{\frac{\text{PV}(\text{Synergy})}{\text{Number of Shares of Target @ } t_1}}{\text{Share Price of Company Four Weeks Prior to Announcement}}$$

โดยที่

PV (Synergy) คือ มูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน

Number of Shares

of Target @  $t_{-1}$  คือ จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทเป้าหมาย 1 วันก่อนประกาศ  
ควรวรวมกิจการ

Share Price of  
Company Four คือ ราคาปิดต่อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย ณ 4 สัปดาห์ก่อนประกาศ  
ควรวรวมกิจการ

Weeks Prior to

Announcement

มูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (PV (Synergy)) คำนวณได้จากอัตราผลตอบแทน  
ถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อ ณ วันที่ประกาศ  
ควรวรวมกิจการ คูณด้วยมูลค่าตลาดรวมของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อ 1 วันก่อนการประกาศควรวรวม  
กิจการ ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 คำนวณหา Abnormal return of Target ณ วันที่ประกาศ  
ควรวรวมกิจการ มีหน่วยเป็นทศนิยม

$$\text{Abnormal Return of Target @ } t_0 = A - B$$

$$A = \frac{\text{Share Price of Target @ } t_0 - \text{Share Price of Target @ } t_{(-1)}}{\text{Share Price of Target @ } t_{(-1)}}$$

$$B = \frac{\text{Sector Index of Target @ } t_0 - \text{Sector Index of Target @ } t_{(-1)}}{\text{Sector Index of Target @ } t_{(-1)}}$$

โดยที่

$t_0$  = วันที่ประกาศควรวรวมกิจการ

$t_{(-1)}$  = 1 วันก่อนการประกาศควรวรวมกิจการ

Share Price of Target @  $t_0$  = ราคาปิดต่อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย ณ วันที่ประกาศ  
ควรวรวมกิจการ

Share Price of Target @  $t_{(-1)}$  = ราคาปิดต่อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ

Sector Index of Target @  $t_0$  = ดัชนีราคาวิทยุรวมของธุรกิจของบริษัทเป้าหมาย ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ

Sector Index of Target @  $t_{(-1)}$  = ดัชนีราคาวิทยุรวมของธุรกิจของบริษัทเป้าหมาย 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ

ขั้นตอนที่ 2 คำนวณหา Abnormal return of Acquirer ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ มีหน่วยเป็นทศนิยม

$$C = \frac{\text{Share Price of Acquirer @ } t_0 - \text{Share Price of Acquirer @ } t_{(-1)}}{\text{Share Price of Acquirer @ } t_{(-1)}}$$

$$D = \frac{\text{Sector Index of Acquirer @ } t_0 - \text{Sector Index of Acquirer @ } t_{(-1)}}{\text{Sector Index of Acquirer @ } t_{(-1)}}$$

โดยที่

Share Price of Acquirer @  $t_0$  = ราคาปิดต่อหุ้นของผู้ซื้อ ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ

Share Price of Acquirer @  $t_{(-1)}$  = ราคาปิดต่อหุ้นของผู้ซื้อ 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ

Sector Index of Acquirer @  $t_0$  = ดัชนีราคาวิทยุรวมของผู้ซื้อ ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ

Sector Index of Acquirer @  $t_{(-1)}$  = ดัชนีราคาวิทยุรวมของผู้ซื้อ 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ

ขั้นตอนที่ 3 คำนวณหา Abnormal Return of Total ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ มีหน่วยเป็นทศนิยม โดยนำ Abnormal return of Target และ Abnormal Return of Acquirer จากขั้นตอนที่ 1 และ 2 มาแทนค่าในสมการดังนี้

$$\text{Abnormal Return of Total} = (W_{\text{Target}} \times \text{Abnormal Return}_{\text{Target}}) + (W_{\text{Acquirer}} \times \text{Abnormal Return}_{\text{Acquirer}})$$

โดยที่

$\text{Abnormal Return}_{\text{Target}}$  คือ ผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติของบริษัทเป้าหมาย (Abnormal Return of Target) ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ

$W_{\text{Acquirer}}$  คือ สัดส่วนของมูลค่าตลาดโดยรวมของบริษัทเป้าหมาย (Market Capitalization of the Target Company) 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ เมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดรวมของบริษัทเป้าหมาย และผู้ซื้อ (Market Capitalization of Total) 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ

$\text{Abnormal Return}_{\text{Acquirer}}$  คือ ผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติของผู้ซื้อ (Abnormal Return of Acquirer Company) ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ

$W_{\text{Acquirer}}$  คือ สัดส่วนของมูลค่าตลาดโดยรวมของผู้ซื้อ (Market Capitalization of the Acquirer Company) 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ เมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดรวมของบริษัทเป้าหมาย และผู้ซื้อ (Market Capitalization of Total) 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ

ขั้นตอนที่ 4 คำนวณหามูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (PV (Synergy)) มีหน่วยเป็นล้านบาท โดยนำ Abnormal Return of Total จากขั้นตอนที่ 3 มาแทนค่าในสมการดังนี้

$$\text{PV (Synergy)} = \text{Abnormal Return of Total @ } t_0 \times \text{Market Capitalization of Total @ } t_1$$

โดยที่

$\text{Abnormal return of Total @ } t_0$  คือ ผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติรวม ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการมีหน่วยเป็นทศนิยม

Market Capitalization of Total @  $t_1$  คือ มูลค่าตลาดรวมของบริษัทเป้าหมาย และผู้ซื้อ (Market Capitalization of the Target and the Acquirer Company) 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ มีหน่วยเป็นล้านบาท

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า ผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) เนื่องจากงานศึกษาของ Díaz et al. (2009) พบว่าหากผู้ซื้อคาดหวังมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันมากเพียงใด ก็จะจ่ายเพื่อซื้อกิจการเพิ่มขึ้น จึงสามารถกล่าวได้ว่าส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการเป็นสัญญาณที่บ่งบอกถึงความคาดหวังของการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันในการควบรวมกิจการ

ตัวแปรที่ 4 – 8 ใช้เป็นตัวแปร Dummy ดังนี้

4) วิธีการชำระค่าหุ้นของบริษัทเป้าหมาย (All-cash Offer; AllCash) โดยกำหนดให้การควบรวมกิจการ ในกรณีที่ผู้ซื้อชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมดแทนค่าด้วย 1 และในกรณีที่ผู้ซื้อไม่ได้ชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมดแทนค่าด้วย 0

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่าการชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมดมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) เนื่องจากหากผู้ซื้อชำระค่าหุ้นด้วยเงินสด ผู้ซื้อจะต้องจ่ายมูลค่าการซื้อกิจการสูงขึ้น เพื่อชดเชยการเสียภาษีให้กับบริษัทเป้าหมาย ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของ III and Cheng (1997) ที่พบว่า การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดส่งผลให้ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายต้องการส่วนเกินมูลค่า การซื้อกิจการที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยการเสียภาษี

5) การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Tender Offer; Tender) โดยกำหนดให้การควบรวมกิจการ ในกรณีที่มีการทำ Tender Offer แทนค่าด้วย 1 และในกรณีที่ไม่มีการทำ Tender Offer แทนค่าด้วย 0

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่าการทำ Tender Offer มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่า การซื้อกิจการ (FTP) เนื่องจากเป็นการส่งสัญญาณให้ตลาดรับรู้ว่ามีความต้องการซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย ทำให้ราคาหุ้นของบริษัทเป้าหมายปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น และส่งผลให้กำหนดมูลค่าการซื้อกิจการสูงขึ้นเช่นกัน ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของ Offenberg and Pirinsky (2015) ที่พบว่า การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ เนื่องจากข้อตกลง ในสภาพแวดล้อมที่มีการแข่งขันสูงและการทำคำเสนอซื้อจะส่งผลให้ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการสูงกว่า



6) ลักษณะการควบรวมกิจการ (Friendly Takeover or Other; Not Friendly) โดยกำหนดให้ การควบรวมกิจการในกรณีที่มีลักษณะการควบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร (Neutral, Hostile and Unknow) แทนค่าด้วย 1 และในกรณีที่มีลักษณะการควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร (Friendly) แทนค่าด้วย 0

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่าลักษณะการควบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร (Neutral, Hostile and Unknow) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) เนื่องจากบริษัทเป้าหมาย จะมีการต่อต้านการควบรวมกิจการ โดยทั้งสองฝ่ายอาจมีการแข่งขันจัดทำข้อเสนอซื้อหุ้นต่อผู้ถือหุ้นทั่วไปเพื่อแย่งชิงความเป็นผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของกิจการเป้าหมาย ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของ Franks and Mayer (1996) ที่พบว่า ค่าเฉลี่ยส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการที่มีลักษณะการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรสูงกว่าแบบเป็นมิตร

7) สถานะของผู้ซื้อ (Public or Other; AcqPublic) โดยกำหนดให้การควบรวมกิจการในกรณีที่มีผู้ซื้อเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Public) แทนค่าด้วย 1 และในกรณีที่มีผู้ซื้อไม่จดทะเบียนอื่นแทนค่าด้วย 0

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่าผู้ซื้อที่มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) เนื่องจากสถานะของผู้ซื้อที่เป็นบริษัทจดทะเบียนมุ่งหวังถึงประโยชน์การเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันในการดำเนินธุรกิจ ต่างจากผู้ซื้อที่ไม่ได้มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนซึ่งไม่สามารถบอกได้ชัดเจนถึงความต้องการในการสร้างมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันในการดำเนินธุรกิจกับบริษัทเป้าหมาย ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของ Barger et al. (2008) ที่พบว่า ผู้ซื้อที่มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนจ่ายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการสูงกว่า

8) การควบรวมภายในกลุ่มธุรกิจเดียวกันหรือต่างกัน (กลุ่มธุรกิจ (SameSIC2)) เป็นการแบ่งกลุ่มหลักโดยใช้รหัสมาตรฐานอุตสาหกรรม (Standard Industrial Classification; SIC) 2 หลักแรก ซึ่งระบุถึงหมวดธุรกิจของผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย โดยหากการควบรวมกิจการเกิดขึ้นระหว่างผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายที่มี SIC 2 หลักแรกเหมือนกัน จะเป็นการควบรวมทั้งในแบบแนวนอน คือ การรวมกันระหว่างกิจการที่ประกอบธุรกิจเหมือนกันหรืออยู่ในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน และการควบรวมกิจการในแบบแนวตั้ง คือ การรวมกันระหว่างกิจการที่ประกอบธุรกิจในสายธุรกิจเดียวกันหรือการรวมกันของธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำ (Upstream) จนถึงปลายน้ำ (Downstream) และหาก SIC 2 หลักแรกต่างกัน จะเป็นการควบรวมกิจการที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน (Conglomerate) คือ การรวมกิจการระหว่างบริษัทที่ประกอบธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกันโดยสิ้นเชิง โดยกำหนดให้การควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน (การควบรวมแบบแนวนอนและแนวตั้ง)

แทนค่าด้วย 1 และการรวบรวมกิจการคนละกลุ่มธุรกิจ (การรวบรวมกิจการที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน) แทนค่าด้วย 0

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่าทั้งการรวบรวมระหว่างกิจการที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP)

โดยการรวบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกันจะมีส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการสูงกว่าคนละกลุ่มธุรกิจ เนื่องจากเกิดการเอื้อประโยชน์ในการร่วมมือกันตามสายธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำจนถึงปลายน้ำ ลดความเสี่ยงของการขาดแคลนปัจจัยการผลิต เพิ่มช่องทางในการจัดจำหน่าย และการเพิ่มส่วนแบ่งตลาด

ทั้งนี้รหัสมาตรฐานอุตสาหกรรม (SIC) ที่นำมาใช้ในการแบ่งกลุ่มหลัก แต่ละหลักมีความหมายดังนี้



ภาพที่ 3.1 แสดงความหมายของเลข SIC

ที่มา: <https://siccode.com/page/what-is-a-sic-code>

9) ปีที่ประกาศรวบรวมกิจการ (Announcement Year) เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีลักษณะเป็นข้อมูลรวมภาคตัดขวาง (Pooled Cross-section Data) ซึ่งข้อมูลการรวบรวมกิจการของแต่ละกรณีเป็นอิสระจากกัน และเกิดขึ้นในเวลาที่แตกต่างกัน ผู้วิจัยได้ตัวแปรนี้เพื่อคำนึงถึงผลกระทบด้านเวลาที่แตกต่างกัน

ตารางที่ 3.1 แสดงความสัมพันธ์ที่คาดหวังกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP)

ตัวแปร	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์ ที่คาดหวัง	เหตุผล	อ้างอิง
1. อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย	TPER	(+)	ผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมายใช้ราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์ประกอบการกำหนดมูลค่าซื้อกิจการ	Gerritsen (2015)
2. มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย	LnMktCapTarget	(-)	การควบรวมกิจการที่มีขนาดใหญ่มีความซับซ้อนในการดำเนินงานมากขึ้น ส่งผลให้ผู้ซื้อได้รับประโยชน์ทางเศรษฐกิจได้มากขึ้น	Alexandridis et al. (2013); Gerritsen (2015)
3. อัตราผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน	Synergy	(+)	หากผู้ซื้อคาดหวังมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันมากเพียงใด ก็จะจ่ายเพื่อซื้อกิจการเพิ่มขึ้น	Díaz et al. (2009)
4. วิธีการชำระค่าหุ้นของบริษัทเป้าหมาย	AllCash แทนค่า 1 เมื่อผู้ซื้อ ซื้อกิจการด้วยเงินสดทั้งหมด	(+)	ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายต้องการส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการที่สูงขึ้น เพื่อชดเชยการเสียหายจากการชำระค่าหุ้นด้วยเงินสด	Gerritsen (2015); III and Cheng (1997)
5. การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์	Tender แทนค่า 1 เมื่อมีการทำ Tender Offer	(+)	การทำคำเสนอซื้อจะเป็นการส่งสัญญาณความต้องการซื้อหุ้นที่สูงขึ้นส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทเป้าหมายปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นทำให้ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการสูง	Gerritsen (2015); Offenberg and Pirinsky (2015)
6. ลักษณะการควบรวมกิจการ	NotFriendly แทนค่า 1 เมื่อลักษณะการควบรวมอื่น ๆ ที่ไม่ใช่ Friendly	(+)	ลักษณะการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรจะมีการต่อต้านจากบริษัทเป้าหมายโดยการแข่งขันราคาในการเสนอซื้อกิจการทำให้มีค่าเฉลี่ยส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการสูงกว่า	Franks and Mayer (1996); Gerritsen (2015)

ตารางที่ 3.1 แสดงความสัมพันธ์ที่คาดหวังกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) (ต่อ)

ตัวแปร	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์ ที่คาดหวัง	เหตุผล	อ้างอิง
7. สถานะของผู้ซื้อ	DummyAcquirer PublicStatus แทนค่าด้วย 1 เมื่อ ผู้ซื้อจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์	(+)	ผู้ซื้อเป็นบริษัทจดทะเบียน จะ มุ่งหวังถึงประโยชน์ของการ เกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกัน ในการดำเนินธุรกิจ ส่งผลให้ ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ สูงกว่า	Bargeron et al. (2008); Gerritsen (2015)
8. การควบรวม ภายในกลุ่มธุรกิจ เดียวกัน หรือต่างกัน	SameSIC2 แทนค่าด้วย 1 เมื่อเป็นการควบรวม กิจการในกลุ่มธุรกิจ เดียวกัน	(+)	การควบรวมกิจการในกลุ่ม ธุรกิจเดียวกันจะเกิดการเอื้อ ประโยชน์ในการร่วมมือกัน ตามสายธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำ จนถึงปลายน้ำ ลดความเสี่ยง ของการขาดแคลนปัจจัยการผลิต เพิ่มช่องทางในการจัดจำหน่าย และการเพิ่มส่วนแบ่งตลาด	Ismail (2011)

### 3.1.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอิสระ (Stand-alone FTP)

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอิสระ (Stand-alone Final Takeover Premiums; Stand-alone FTP) มีหน่วยเป็นทศนิยม โดยนำ Synergy มาหักออกจาก ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ สามารถคำนวณได้ตามสมการ ดังนี้

$$\text{Stand-alone FTP} = \text{FTP-Synergy}$$

ตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variable) โดยศึกษาตัวแปร ดังนี้

- 1) อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมายของบริษัทเป้าหมาย (Target Price Implied Expected Return; TPER) มีหน่วยเป็นทศนิยม
- 2) มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย (Market Capitalization of the Target Company; LnMktCapTarget) มีหน่วยเป็นล้านบาท

โดยตัวแปรที่ 3 – 6 ใช้เป็นตัวแปร Dummy ดังนี้

- 3) วิธีการชำระค่าหุ้นของบริษัทเป้าหมาย (All-cash Offer; AllCash)
- 4) การทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Tender Offer; Tender)
- 5) ลักษณะการควบรวมกิจการ (Friendly Takeover or Other; NotFriendly)
- 6) กลุ่มอุตสาหกรรม (SameSIC4)

ทั้งนี้ตัวแปรอธิบายที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อ Stand-alone FTP จะใช้วิธีการคำนวณและกำหนดค่าตัวแปร Dummy เช่นเดียวกับการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อ FTP โดยผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่าแม้ว่าจะนำผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) หักออกจากส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) จะยังคงมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของ Gerritsen (2015) และผู้วิจัยคาดว่าตัวแปรอื่น ๆ ที่ศึกษาจะได้ผลเช่นเดียวกับการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อ FTP

### 3.2 แบบจำลอง และวิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)

#### 3.2.1 แบบจำลองและวิธีการทางสถิติที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP)

ผู้วิจัยแบ่งการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (ตัวแปรตาม (Y): FTP) เป็น 3 Model ดังนี้

Model 1: ศึกษาว่าปัจจัยใดบ้างที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP)

$$\text{FTP}_i = \beta_0 + \beta_1(\text{TPER}_i) + \beta_2(\text{LnMktCapTarget}_i) + \beta_3(\text{AllCash}_i) + \beta_4(\text{Tender}_i) + \beta_5(\text{NotFriendly}_i) + \beta_6(\text{AcqPublic}_i) + \beta_7(\text{SameSIC2}_i) + \beta_8(\text{Announcement Year}_i) + \varepsilon_i$$

Model 2: ศึกษาการควบรวมกิจการในกรณีที่มีผู้ซื้อที่มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ และกรณีที่มีผู้ซื้อที่มีสถานะอื่นที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) แตกต่างกันหรือไม่ โดยใช้แบบจำลอง Intercept and Slope Dummy Variables คือการนำ AcqPublic คูณกับตัวแปรอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) และมูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย (LnMktCapTarget)

$$\begin{aligned} \text{FTP}_i = & \beta_0 + \beta_1(\text{TPER}_i) + \beta_2(\text{LnMktCapTarget}_i) + \beta_3(\text{AllCash}_i) + \beta_4(\text{Tender}_i) + \\ & \beta_5(\text{NotFriendly}_i) + \beta_6(\text{AcqPublic}_i) + \beta_7(\text{SameSIC2}_i) + \beta_8(\text{AcqPublic} \cdot \text{TPER}_i) \\ & + \beta_9(\text{AcqPublic} \cdot \text{LnMktCapTarget}_i) + \beta_{10}(\text{AnnouncementYear}_i) + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Model 3: ศึกษาผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) หรือไม่ โดย Synergy คำนวณได้จากราคาตลาดจึงใช้ข้อมูลเฉพาะที่ทั้งผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$$\begin{aligned} \text{FTP}_i = & \beta_0 + \beta_1(\text{TPER}_i) + \beta_2(\text{LnMktCapTarget}_i) + \beta_3(\text{AllCash}_i) + \beta_4(\text{Tender}_i) \\ & + \beta_5(\text{NotFriendly}_i) + \beta_6(\text{SameSIC4}_i) + \beta_7(\text{Synergy}) + \varepsilon_i \end{aligned}$$

ในการศึกษา Model 1 และ 2 จะใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบ Robust Regression เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้มีลักษณะเป็นข้อมูลรวมภาคตัดขวาง (Pooled Cross-section Data) ซึ่งข้อมูลการควบรวมกิจการของแต่ละกรณีเป็นอิสระจากกัน และเกิดขึ้นในเวลาที่แตกต่างกัน อาจมีบางข้อมูลที่มีค่าแยกออกจากกลุ่ม (Outliers) จึงใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบ Robust Regression ซึ่งเป็นวิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยที่สามารถลดอิทธิพลของข้อมูลที่มีค่าผิดปกติลงโดยไม่มีการตัดข้อมูลทิ้ง จะช่วยลดผลกระทบจากข้อมูลที่มีค่าแยกออกจากกลุ่มต่อค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) และ Model 3 จะใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบ Ordinary Least Squares (OLS) เนื่องจากมีจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาน้อย วิธีการประมาณค่าพารามิเตอร์แบบพารามเมตริกของ OLS (ชาตรี จันทร โคติกา, 2564)

$$\hat{\beta}_1 = (X'X)^{-1}X'Y$$

วิธีการประมาณค่าพารามิเตอร์แบบพารามเมตริกของ Robust Regression (นิธิภัทร กมลสุข, 2561)

$$\hat{\beta}_1 = (X'W_0X)^{-1}X'W_0Y$$

โดยที่

$\beta$  คือ ค่าประมาณของค่าพารามิเตอร์  $\beta$

X คือ ตัวแปรอธิบาย

Y คือ ตัวแปรตาม

W คือ เมตริกของค่าน้ำหนัก (Weight Matrix)

### 3.2.2 แบบจำลองและวิธีการทางสถิติที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอิสระ (Stand-alone FTP)

ผู้วิจัยศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน หักผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (ตัวแปรตาม (Y): Stand-alone FTP) ซึ่งใช้ตัวแปรอธิบายตามการศึกษาใน Model 1 เช่นเดียวกับงานศึกษาของ Gerritsen (2015) ดังนี้

Model 4: ศึกษาว่าหากนำปัจจัยผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันหักผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Stand-alone FTP) ปัจจัยต่าง ๆ โดยเฉพาะปัจจัยอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) จะยังคงมีส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ หรือไม่ โดย Synergy คำนวณได้จากราคาตลาดจริงใช้ข้อมูลเฉพาะที่ทั้งผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$$\text{Stand-alone FTP}_i = \beta_0 + \beta_1(\text{TPER}_i) + \beta_2(\text{LnMktCapTarget}_i) + \beta_3(\text{AllCash}_i) + \beta_4(\text{Tender}_i) + \beta_5(\text{NotFriendly}_i) + \beta_6(\text{SameSIC4}_i) + \varepsilon_{i1}$$

ในการศึกษา Model 4 จะใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบ Ordinary Least Squares (OLS) เนื่องจากมีจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาน้อย

## บทที่ 4

### ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

#### 4.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ

ในงานศึกษานี้เป็นการทดสอบเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยมีการเก็บข้อมูลการควบรวมกิจการของแต่ละบริษัทในประเทศไทยซึ่งดำเนินการซื้อเสร็จสิ้นแล้วตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง 2563 โดยคัดเลือกเฉพาะข้อมูลของบริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์จาก Institutional Brokers' Estimates System (I/B/E/S) โดยใช้ Datastream ขณะที่สถานะของผู้ซื้อเป็นได้ทั้งบุคคล (Private, Investor) บริษัทร่วมทุน (Joint Venture) บริษัทย่อย (Subsidiary) บริษัทจดทะเบียน (Public) ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ จาก Thomson Reuters ซึ่งมีจำนวน 124 ข้อมูล เพื่อนำมาศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ โดยจำแนกตามปีที่ประกาศควบรวมกิจการ ดังแสดงในตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 แสดงจำนวนข้อมูลจำแนกตามปีที่ประกาศควบรวมกิจการ

ปีที่ประกาศควบรวมกิจการ (พ.ศ.)	จำนวนข้อมูล
2545	3
2546	6
2547	2
2548	10
2549	7
2550	7
2551	12
2552	15
2553	11
2554	11
2555	1
2556	3



ตารางที่ 4.1 แสดงจำนวนข้อมูลจำแนกตามปีที่ประกาศควบรวมกิจการ (ต่อ)

ปีที่ประกาศควบรวมกิจการ (พ.ศ.)	จำนวนข้อมูล
2557	5
2558	7
2559	8
2560	4
2561	5
2562	6
2563	1
รวมทั้งสิ้น	124

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีจำนวนทั้งหมด 124 ข้อมูล โดยมีรายละเอียดตัวแปร แสดงในตารางที่ 4.2 และ 4.3

ตารางที่ 4.2 แสดงรายละเอียดตัวแปร

Variable	Obs	Median	Mean	Std. Dev.	Min	Max
FTP (หน่วย: ทศนิยม)	124	0.0733	0.2205	0.6429	-0.9145	4.6818
TPER (หน่วย: ทศนิยม)	124	0.1013	0.2985	0.9647	-0.4740	8.9724
LnMktCapTarget (หน่วย: ล้านบาท)	124	8.9933	9.1622	1.6292	4.5342	12.6437

ตารางที่ 4.3 แสดงสรุปรายละเอียด Dummy

Dummy	0		1	
วิธีการชำระค่าหุ้นของบริษัทเป้าหมาย	Other	11 ข้อมูล	All Cash	113 ข้อมูล
การทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์	Other	88 ข้อมูล	Tender Offer	36 ข้อมูล
ลักษณะการควบรวมกิจการ	Friendly	79 ข้อมูล	Other	45 ข้อมูล
สถานะของผู้ซื้อ	Other	88 ข้อมูล	Public	36 ข้อมูล
รหัสมาตรฐานอุตสาหกรรม (SIC) 2 หลักแรก	Other	91 ข้อมูล	SIC Code 2 หลักแรกเหมือนกัน	27 ข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้มีลักษณะเป็น Pooled Cross-section Data จึงอาจทำให้เกิดปัญหาที่ตัวแปรอธิบายเกิดความสัมพันธ์ระหว่างกันได้ (Multicollinearity) ผู้วิจัยได้พิจารณาปัญหาดังกล่าว โดยใช้ ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) และ Variance-Inflation Factor (VIF) ในแบบจำลองซึ่งในการศึกษานี้ไม่พบปัญหา Multicollinearity โดยแสดงในตารางที่ 4.4 และตารางที่ 4.5 ตามลำดับ และสามารถคำนวณ Correlation และ VIF ได้ดังนี้

$$\text{Cor}(X_1, X_2) = \frac{\text{Cov}(X_1, X_2)}{S_1 S_2}$$

โดยที่

$\text{Cor}(X_1, X_2)$  คือ สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรร่วมที่ต้องการศึกษา

$\text{Cov}(X_1, X_2)$  คือ ความแปรปรวนร่วมระหว่างตัวแปรร่วมที่ต้องการศึกษา

S คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน

$$\text{VIF} = \frac{1}{1-R^2}$$

VIF คือ Variance-Inflation Factor

$R^2$  คือ  $1 - \left( \frac{\sum (y - \hat{y})^2}{\sum (y - \bar{y})^2} \right)$ ;  $y$  คือ ตัวแปรอธิบายที่ศึกษา โดยมีตัวแปรอธิบายอื่น ๆ มาเป็นตัวแปรอิสระ (X)

ตารางที่ 4.4 แสดงค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ

	FTP	TPER	LnMktCap Target	AllCash	Tender	NotFriendly	AcqPublic	SameSIC4
TPER	0.3853							
LnMktCap Target	-0.3915	-0.3318						
AllCash	0.1343	0.0490	-0.0863					
Tender	-0.0304	-0.1501	0.1846	-0.0504				
NotFriendly	0.1163	0.0930	-0.0147	-0.0005	-0.3719			
AcqPublic	-0.0682	-0.0374	0.0763	-0.1129	0.0215	0.0715		
SameSIC4	-0.0057	-0.0263	0.1030	-0.0104	-0.0993	0.0617	0.4691	

ตารางที่ 4.5 แสดง Variance Inflation Factor (VIF)

Variable	VIF	1 - R <sup>2</sup>
TPER (หน่วย: ทศนิยม)	1.14	0.8778
LnMktCapTarget (หน่วย: ล้านบาท)	1.18	0.8510
AllCash	1.02	0.9772
Tender	1.24	0.8087
NotFriendly	1.18	0.8491
AcqPublic	1.32	0.7591
SameSIC4	1.32	0.7578
Mean VIF	1.20	

ผู้วิจัยแบ่งกลุ่มข้อมูลของผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายตามหมวดธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามตารางที่ 4.6

ตารางที่ 4.6 แสดงโครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรม (8 กลุ่ม) และหมวดธุรกิจ (28 หมวด) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (.AGRO)	AGRI	ธุรกิจการเกษตร
	FOOD	อาหารและเครื่องดื่ม
สินค้าอุปโภคบริโภค (.CONSUMP)	FASHION	แฟชั่น
	HOME	ของใช้ในครัวเรือนและสำนักงาน
	PERSON	ของใช้ส่วนตัวและเวชภัณฑ์
ธุรกิจการเงิน (.FINCIAL)	BANK	ธนาคาร
	FIN	เงินทุนและหลักทรัพย์
	INSUR	ประกันภัยและประกันชีวิต
สินค้าอุตสาหกรรม (.INDUS)	AUTO	ยานยนต์
	IMM	วัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร
	PAPER	กระดาษและวัสดุการพิมพ์
	PETRO	ปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์

ตารางที่ 4.6 แสดงโครงสร้างกลุ่มอุตสาหกรรม (8 กลุ่ม) และหมวดธุรกิจ (28 หมวด) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ต่อ)

กลุ่มอุตสาหกรรม	หมวดธุรกิจ	
	PKG	บรรจุภัณฑ์
	STEEL AND METAL PRODUCTS	เหล็ก และ ผลิตภัณฑ์โลหะ
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (.PROPCON)	CONMAT	วัสดุก่อสร้าง
	CONS	บริการรับเหมาก่อสร้าง
	PF&REITs	กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และกองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์
	PROP	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์
ทรัพยากร (.RESOURC)	ENERG	พลังงานและสาธารณูปโภค
	MINE	เหมืองแร่
บริการ (.SERVICE )	COMM	พาณิชย์
	HEALTH	การแพทย์
	MEDIA	สื่อและสิ่งพิมพ์
	PROF	บริการเฉพาะกิจ
	TOURISM	การท่องเที่ยวและสันทนาการ
	TRANS	ขนส่งและโลจิสติกส์
เทคโนโลยี (.TECH)	ETRON	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์
	ICT	เทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร

## บทที่ 5

### ผลการศึกษา

#### 5.1 ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium)

##### 5.1.1 ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (ตัวแปรตาม (Y): FTP)

ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อ FTP ดังแสดงในตารางที่ 5.1 โดยการศึกษาของ Model 1 พบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมด การทำ Tender Offer และลักษณะการควบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร (Neutral, Hostile and Unknow) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ และมูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย (LnMktCapTarget) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และผลเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของ Gerritsen (2015)

และผลการศึกษาพบว่า การควบรวมกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกันไม่สามารถอธิบายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) ได้อย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และผลเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของ Gerritsen (2015)

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาพบว่า ผู้ซื้อที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไม่สามารถอธิบายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) ได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และไม่สอดคล้องกับผลงานศึกษาของ Gerritsen (2015) ที่พบว่า ผู้ซื้อที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ

การศึกษาใน Model 2 ผู้วิจัยได้ทำการศึกษาสถานะของผู้ซื้อว่ามีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) แตกต่างหรือไม่ โดยผลการศึกษาพบว่าตัวแปร AcqPublic•TPER และ AcqPublic•LnMktCapTarget มีค่าเท่ากับ 0 จึงสรุปได้ว่า ไม่จำเป็นต้องทำการศึกษาแยกระหว่างสถานะผู้ซื้อที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์และสถานะอื่น เนื่องจากสถานะของผู้ซื้อไม่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) ไม่แตกต่างกัน

นอกจากนี้พบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมด การทำ Tender Offer ลักษณะการควบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร (Neutral, Hostile and Unknow) และการควบรวมในอุตสาหกรรมเดียวกัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ และมูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย (LnMktCap Target) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

ในขณะที่ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมายที่ผู้ซื้อที่มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้ ผู้วิจัยคาดว่าอาจเกิดจากผู้ซื้อที่มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจการต่อรองสูงกว่าผู้ซื้อที่มีสถานะอื่น

การศึกษาใน Model 3 ผู้วิจัยศึกษาเพิ่มเติมว่า ผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) หรือไม่ โดยผลการศึกษา Model 3 พบว่า ผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมด การทำ Tender Offer และการควบรวมกิจการภายในอุตสาหกรรมเดียวกัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และพบว่ามูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย (LnMktCapTarget) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ และพบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) ไม่สามารถอธิบายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) ได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้ ผู้วิจัยคาดว่า เนื่องจากผู้ซื้อเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น ในการดำเนินการควบรวมกิจการจะมีการจ้างที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อประเมินมูลค่าของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อจึงอาจไม่ได้ใช้การอ้างอิงราคาเป้าหมายจากนักวิเคราะห์ นอกจากนี้ลักษณะการควบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร (Neutral, Hostile and Unknow) ไม่สามารถอธิบายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) ได้เช่นเดิม

ทั้งนี้ ปัจจัยที่ผู้วิจัยให้ความสนใจคือ ผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) โดยพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับงานศึกษาของ Díaz et al. (2009) พบว่าหากผู้ซื้อคาดหวังมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันมากเพียงใด ก็จะจ่ายเพื่อซื้อกิจการเพิ่มขึ้น จึงสามารถกล่าวได้ว่าส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการเป็นสัญญาณที่บ่งบอกถึงความคาดหวังของการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันในการควบรวมกิจการ

อย่างไรก็ตาม ในการศึกษา Model 3 จำนวนของกลุ่มตัวอย่างมีปริมาณน้อยมาก เพียง 23 ข้อมูล จึงอาจทำให้ผลการศึกษาเกิดความคลาดเคลื่อนได้

ตารางที่ 5.1 แสดงผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ (FTP) ของ Model 1 - Model 2 เปรียบเทียบกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

Independent Variable (X)	Expected Sign of Coefficient	Y: FTP		
		Model 1 Coefficient (Standard Error)	Model 2 Coefficient (Standard Error)	Model 3 Coefficient (Robust Standard Error)
TPER (หน่วย: ทศนิยม)	(+)	0.1630 *** (0.0329)	0.1806 *** (0.0344)	-0.3145 (0.2167)
LnMktCapTarget (หน่วย: ล้านบาท)	(-)	-0.0464 ** (0.0192)	-0.0449 ** (0.0209)	-0.1762 * (0.2425)
AllCash	(+)	0.2191 ** (0.0192)	0.2244 ** (0.1050)	0.2789 ** (0.0887)
Tender	(+)	0.1827 ** (0.0699)	0.1851 ** (0.0729)	0.4290 *** (0.1165)
NotFriendly	(+)	0.1372 ** (0.6281)	0.1539 ** (0.0650)	0.0620 (0.0808)
AcqPublic	(+)	-0.0460 (0.6934)	0.2877 (0.5396)	
SameSIC4	(+)	0.1155 (0.8421)	0.1633 * (0.0880)	0.4337 ** (0.1467)
Synergy (หน่วย: ทศนิยม)	(+)			0.4609 * (0.1674)
AcqPublic*TPER (หน่วย: ทศนิยม)	(+)		-0.2602 * (0.1410)	
AcqPublic*LnMktCapTarget (หน่วย: ล้านบาท)	(-)		-0.0291 (0.0560)	
N		123	123	23
Residual Sum of Squares (RSS)		7.5368	7.7323	0.8904
F-test		3.6058 ***	3.6894 ***	22.2836 ***
R-Square		0.4689	0.4998	0.6619
Adjusted R-squared		0.3389	0.3643	0.5041

หมายเหตุ: \* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

Model 1, 2 ใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบ Robust Regression โดยค่าในวงเล็บคือ Standard Error และ Model 3

ใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบ Ordinary Least Squares (OLS) โดยค่าในวงเล็บคือ Robust Standard Error

### 5.1.2 ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอิสระ (Stand-alone FTP)

โดยทั่วไปแล้วในการเสนอซื้อกิจการ ราคาที่ผู้ซื้อเสนอซื้อจะมีการรวมความคาดหวังจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันเข้าไปด้วย ดังนั้นผู้วิจัยจึงให้ความสนใจในการศึกษาว่าหากนำปัจจัยผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันหักผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Stand-alone FTP) ปัจจัยต่างๆ โดยเฉพาะปัจจัยอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) จะยังคงมีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ หรือไม่ โดย Synergy จำนวนได้จากราคาตลาดจึงใช้ข้อมูลเฉพาะที่ทั้งผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อ Stand-alone FTP ดังแสดงในตารางที่ 5.2 โดยผลการศึกษา Model 4 พบว่ามีเพียงการทำ Tender Offer และการควบรวมกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อ Stand-alone FTP อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ ปัจจัยที่ผู้วิจัยให้ความสนใจคือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) ซึ่งผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) ไม่สามารถอธิบาย Stand-alone FTP ได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้ผู้วิจัยคาดว่าอาจเกิดจากผู้ซื้อเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นในการดำเนินการควบรวมกิจการจะมีการจ้างที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อประเมินมูลค่าของบริษัทเป้าหมาย จึงอาจไม่ได้ใช้การอ้างอิงราคาเป้าหมายจากนักวิเคราะห์ ประกอบกับราคาเป้าหมายเฉลี่ยจากนักวิเคราะห์เป็นการประเมินมูลค่าหุ้นที่คาดหวัง ดังนั้นราคาหุ้นปัจจุบันจึงอาจสะท้อนผลของราคาเป้าหมายจากนักวิเคราะห์เข้าไปแล้ว จึงส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) ไม่สามารถอธิบาย Stand-alone FTP ได้

อย่างไรก็ตาม ในการศึกษา Model 4 จำนวนของกลุ่มตัวอย่างมีปริมาณน้อยมาก เพียง 23 ข้อมูล จึงอาจทำให้ผลการศึกษาเกิดความคลาดเคลื่อนได้



**ตารางที่ 5.2** แสดงผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอิสระ (Stand-alone FTP) เปรียบเทียบกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

<b>Independent Variable (X)</b>	<b>Expected Sign of Coefficient</b>	<b>Y: Stand-alone FTP Coefficient</b>	<b>Robust Standard Error</b>
TPER (หน่วย: ทศนิยม)	(+)	-0.2511	0.1757
LnMktCapTarget (หน่วย: ล้านบาท)	(-)	-0.1123	0.0831
AllCash	(+)	0.1584	0.1129
Tender	(+)	0.4014 ***	0.1105
NotFriendly	(+)	0.2026	0.1570
SameSIC4	(+)	0.3632 **	0.1630
N		23	
Residual Sum of Squares (RSS)		1.0453	
F-test		2.8140 **	
R-Square		0.5309	
Adjusted R-squared		0.3549	

หมายเหตุ: \* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 \*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 \*\*\* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01  
 Model 4 ใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบ Ordinary Least Squares (OLS) โดยค่าความคลาดเคลื่อนเป็น Robust Standard Error

## บทที่ 6

### สรุปและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium) ในการควบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทยโดยใช้ข้อมูลการควบรวมกิจการของบริษัทในประเทศไทยซึ่งดำเนินการซื้อกิจการเสร็จสิ้นแล้วตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง 2563 โดยคัดเลือกเฉพาะข้อมูลของบริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์จาก Institutional Brokers' Estimates System (I/B/E/S) โดยใช้ข้อมูลจาก Datastream และ Refinitiv และมีสถานะของผู้ซื้อเป็นได้ทั้งบุคคล (Private, Investor) บริษัทร่วมทุน (Joint Venture) บริษัทย่อย (Subsidiary) บริษัทจดทะเบียน (Public) ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ จำนวนทั้งสิ้น 124 ข้อมูล ทั้งนี้ได้คำนึงถึงผลกระทบด้านช่วงเวลาที่แตกต่างกันของปีที่ประกาศควบรวมกิจการ (Announcement Year) และให้ความสนใจกับ 7 ตัวแปร ได้แก่ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (Target Price Implied Expected Return; TPER), มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย (Market Capitalization of the Target Company), วิธีการชำระค่าหุ้นของบริษัทเป้าหมาย (All-cash Offer), การทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Tender Offer), ลักษณะการควบรวมกิจการ (Friendly Takeover or Other), สถานะของผู้ซื้อ (Public or Other) และรหัสมาตรฐานอุตสาหกรรม (Standard Industrial Classification; SIC)

ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมด (All-cash Offer) การทำ Tender Offer ลักษณะการควบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร (Neutral, Hostile and Unknow) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ และมูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย (Market Capitalization of the Target Company) มีความสัมพันธ์เชิงลบ ต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งผลเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับของ Gerritsen (2015)

นอกจากนี้พบว่า ผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ และพบว่า การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมด (All-cash Offer) การทำ Tender Offer การควบรวมภายในอุตสาหกรรมเดียวกัน (SIC 4 หลัก) และผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่า

การซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากนักลงทุนในตลาดมีความคาดหวังต่อการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันจากการควบรวมกิจการ โดยเฉพาะในระยะสั้นใกล้ช่วงประกาศการควบรวมกิจการ

อย่างไรก็ตามในงานศึกษานี้มีข้อจำกัดเนื่องจากในประเทศไทยมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) ในมุมมองของผู้ซื้อค่อนข้างจำกัด ประกอบกับจำนวนของกลุ่มตัวอย่างมีปริมาณไม่มากนัก จึงอาจทำให้มีข้อจำกัดในการแบ่งกลุ่มข้อมูลเพื่อศึกษา

ดังนั้นผู้วิจัยเสนอแนะให้ผู้สนใจ ศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium) หรือไม่รวมถึงการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium) ในการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน โดยขยายขอบเขตของกลุ่มตัวอย่างที่จะศึกษาให้มีจำนวนเพิ่มมากขึ้น รวมถึงศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศควบรวมกิจการ (Abnormal Return) ของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกัน โดยศึกษาในช่วงเวลาที่ยาวออกไป



## บรรณานุกรม

- กนกพร สาธเสาเงิน. การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการ ของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาตามการควบรวมระหว่าง บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์ โดยศึกษาตามกลุ่มอุตสาหกรรม. (การค้นคว้าอิสระการจัดการมหาบัณฑิต), วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). *M&A: Mergers and Acquisitions* ทางเลือกสู่ความสำเร็จ ธุรกิจไทย. สืบค้นจาก [https://www.set.or.th/th/market/files/mna/Final\\_MnA.pdf](https://www.set.or.th/th/market/files/mna/Final_MnA.pdf)
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2557). *รู้เพื่อควบรวมกิจการ: โอกาสของธุรกิจไทย*. กรุงเทพฯ : ผู้แต่ง.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). *การทำคำเสนอซื้อหุ้นต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป*. สืบค้นจาก <https://www.set.or.th/set/education/glossary.do>
- ธนกร วุฒิพงษ์. (2559). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการ ของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษาในกรณีของผู้เข้าควบ รวมกิจการ และประเภทการควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร เป็นกลางและไม่เป็นมิตร. (การค้นคว้าอิสระการจัดการมหาบัณฑิต), วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล..
- ชาติรี จันทรโคติกา. (2564). *เอกสารประกอบการเรียนวิชา Econometrics and Finance Research*. วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล.
- นิธิภัทร กมลสุข. (2561). การประมาณค่าที่แกร่งโดยใช้การประมาณค่า M และการประมาณค่า S. *วารสารการวิจัยกาสะดองคำ*, 12(2), 56-68.
- รมิตา ปวีดาภา. (2559). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการ ของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาตามวิธีการชำระค่าหุ้น และ รูปแบบการควบรวมกิจการ. (การค้นคว้าอิสระการจัดการมหาบัณฑิต), วิทยาลัยการ จัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล.
- วิษณุ วงศ์สินศิริกุล. (2563). *ทำผิดเพราะไม่รู้ ไม่ต่างจากทำผิดทั้งที่รู้*. สืบค้นจาก <https://www.bangkokbiznews.com/blog/detail/650026>

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2562). การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ / การยกเว้นหน้าที่ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์เป็นการทั่วไป. สืบค้นจาก <https://www.sec.or.th/th/pages/lawandregulations/makingwaiver.aspx>
- อวยชัย สุขวงศ์. (2548). รอบรู้...เรื่องการควบไอนกิจการ (1). *วารสารธรรมนิติ ฉบับเอกสารภาชีวาร*, 283, 1-9.
- อัญญา ชันธิวิทย์. (2540). *การควบกิจการและการครอบงำกิจการ* (พิมพ์ครั้งที่ 3): กรุงเทพฯ: คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Agrawal, A., Jaffe, J. F., & Mandelker, G. N. (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *Journal of Finance*, 47(4), 1605-1621.
- Alexandridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L., & Travlos, N. G. (2013). Deal Size, Acquisition Premia and Shareholder Gains. *Journal of Corporate Finance*, 20(1), 1-13.
- Asquith, P., & Kim, E. H. (1982). The Impact of Merger Bids on the Participating Firms' Security Holders. *Journal of Finance*, 37(5), 1209-1228.
- Baker, M., Pan, X., & Wurgler, J. (2012). The Effect of Reference Point Prices on Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 106(1), 49-71.
- Bargeron, L. L., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M., & Zutter, C. J. (2008). Why Do Private Acquirers Pay So Little Compared to Public Acquirers? *Journal of Financial Economics*, 89(3), 375-390.
- Bhagat, S., Brickley, J. A., & Loewenstein, U. (1987). The Pricing Effects of Interfirm Cash Tender Offers. *Journal of Finance*, 42(4), 965-986.
- Bonini, S., Zanetti, L., Bianchini, R., & Salvi, A. (2010). Target Price Accuracy in Equity Research. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9-10), 1177-1217.
- Díaz, B. D., Azofra, S. S., & Gutiérrez, C. L. (2009). Are M&A Premiums Too High? Analysis of a Quadratic Relationship between Premiums and Returns. *Journal of Finance and Accounting*, 48(3), 5-21.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Franks, J., & Mayer, C. (1996). Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 163-181.
- Gaspar, J.-M., Massa, M., & Matos, P. (2005). Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 76(1), 135-165.
- Gerritsen, D. F. (2015). Security Analysts' Target Prices and Takeover Premiums. *Finance Research Letters*, 13(2), 205-213.
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids. *European Financial Management*, 10(1), 9-45.
- Hitt, M. A., King, D. R., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2012). Creating Value Through Mergers and Acquisitions: Challenges and Opportunities. In D. Faulkner, S. Teerikangas, & R. J. Joseph (Eds.), *The Handbook of Mergers and Acquisitions* (Vol. 1, pp. 124-185). Oxford: Oxford University Press: Oxford University Press.
- Hou, K., Olsson, P., & Robinson, D. T. (2000). *Does Takeover Increase Stockholder Value*. University of Chicago Graduate School of Business, ResearchGate.
- III, W. N. D., & Cheng, L. T. W. (1997). Target Firm Returns: Does the Form of Payment Affect Abnormal Returns? *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(3-4), 465-479.
- Ismail, A. (2011). Does the Management's Forecast of Merger Synergies Explain the Premium Paid, the Method of Payment, and Merger Motives? *Financial Management*, 40(4), 879-910.
- Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 21-48.
- Krishnan, H. A., Krishnan, R., & Lefanowicz, C. E. (2013). Market Perception of Synergies in Related Acquisitions. *Electronic Business Journal*, 12(6), 451-471.

## บรรณานุกรม (ต่อ)

- Meier, J.-H., Paientko, D. T., & Meinzer, C. R. (2019). *Determinants of Acquisition Premiums in M&A-Transactions - An Analysis of Deal Characteristics*. Research Paper. Lucerne University of Applied Sciences and Arts.
- Offenberg, D., & Pirinsky, C. (2015). How Do Acquirers Choose Between Mergers and Tender Offers? *Journal of Financial Economics*, 116(2), 331-348.
- Schwert, G. W. (1996). Markup Pricing in Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 41(2), 153-192.
- Sharma, D. S., & Ho, J. (2002). The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(1&2), 155-200.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock Market Driven Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295-311.