

**ปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium)
ในการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกันและต่างกัน
ของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย**



**สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2564**

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์
เรื่อง
ปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium)
ในการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกันและต่างกัน
ของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
9 กันยายน พ.ศ. 2564

นางสาวศวรรณ เดชศรีจันทร์
ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช,
Ph.D.
อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

ผู้ช่วยศาสตราจารย์กิตติชัย ราชมหา,
Ph.D.
ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

รองศาสตราจารย์วิจิตา รักธรรม,
Ph.D.
คณบดีวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร์ โคลิกา,
Ph.D.
กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยเรื่อง “ปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover premium) ในการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกันและต่างกัน ของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย” สามารถดำเนินมาจน สำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความกรุณาและความช่วยเหลือ จากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ปิยภัทร ธาระวานิช เป็นอาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ และรองศาสตราจารย์ชาติร์ จันทร์โคติกา เป็นอาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์ร่วม ที่ได้กรุณาสละเวลาเพื่อให้คำปรึกษา ข้อเสนอแนะ และคำแนะนำเพิ่มเติม ทั้งในส่วนของเนื้อหาและวิธีการวิจัย เพื่อให้งานวิจัยนี้สมบูรณ์มากยิ่งขึ้น ซึ่งเป็นประโยชน์อย่างมาก ต่อการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ รวมถึง ผู้ช่วยศาสตราจารย์กิตติชัย ราชมหา ที่ให้เกียรติเป็นประธานกรรมการ สอบสารนิพนธ์

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

ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่างานวิจัยนี้จะเป็น ประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจไม่มากนักน้อย หากมี ข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยต้องขออภัยมา ณ ที่นี้

ศศวรรณ เดชศรีจันทร์

ปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium) ในการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกันและต่างกัน ของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย

THE FACTORS EFFECT TO TAKEOVER PREMIUM OF MERGER AND ACQUISITION OF THE TARGET COMPANIES IN THAILAND BETWEEN SIMILAR AND DIFFERENT BUSINESS GROUP

ศศวรรษ เดชศรีจันทร์ 6250207

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์: ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์กิตติชัย ราชมหา, Ph.D., รองศาสตราจารย์ธাত্রี จันทร โคลิกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover premium) ในการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกันและต่างกัน ของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลการควบรวมกิจการของบริษัทในประเทศไทยที่ดำเนินการซื้อกิจการเสร็จสิ้นแล้วตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง 2563 โดยคัดเลือกเฉพาะข้อมูลของบริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลรวมภาคตัดขวาง (Pooled Cross-section Data) และศึกษาตัวแปรอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสด ทั้งหมด การทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ ลักษณะการควบรวมกิจการ สถานะของผู้ซื้อ และรหัสมาตรฐานอุตสาหกรรม ผลการศึกษาพบว่า ในการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสด ทั้งหมด และผู้ซื้อที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ในกลุ่มธุรกิจต่างกันพบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย และการทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่ามูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ : Merger and Acquisition/ Takeover Premium

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ง
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
2.2 รายละเอียดการควบรวมกิจการ	5
2.2.1 การควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions: M&A)	5
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)	12
2.4.1 ราคาเป้าหมาย	12
2.4.2 มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทเป้าหมาย	13
2.4.3 วิธีการชำระค่าหุ้น	13
2.4.4 การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์	14
2.4.5 ลักษณะการควบรวมกิจการ	14
2.4.6 สถานะของผู้ซื้อ	15
2.4.7 กลุ่มอุตสาหกรรม	15

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 3	
ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ	17
3.1 ตัวแปร (Variables)	17
3.1.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)	17
3.1.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variable)	17
3.2 แบบจำลอง และวิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)	22
บทที่ 4	
ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	24
4.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ	24
บทที่ 5	
ผลการศึกษา	28
บทที่ 6	
สรุปและอภิปรายผล	30
บรรณานุกรม	32
ประวัติผู้วิจัย	35

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
3.1	แสดงความสัมพันธ์ที่คาดหวังกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อขาย (FTP)	21
4.1	แสดงจำนวนข้อมูลจำแนกตามปีที่ประกาศควบรวมกิจการ	24
4.2	แสดงรายละเอียดตัวแปร	25
4.3	แสดงสรุปรายละเอียด Dummy	25
4.4	แสดงค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) ระหว่างตัวแปรต่าง ๆ	26
4.5	แสดง Variance Inflation Factor (VIF)	27
5.1	แสดงผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขาย (FTP) ของ Model 1 - Model 2 เปรียบเทียบกับสมมติฐานที่ตั้งไว้	29

สารบัญภาพ

ภาพ		หน้า
1.1	จำนวนธุรกรรมและมูลค่าการควบรวมกิจการตั้งแต่ปี พ.ศ. 2534 ถึง 2563	1
2.1	แสดง เป้าหมายธุรกิจ รูปแบบการควบรวม และวิธีการควบรวมกิจการ	5
2.2	แสดง ลักษณะการทำรายการการซื้อหุ้น โดยชำระค่าหุ้นเป็นเงินสด (Cash) หรือหุ้นออกใหม่ (Share Swap)	7
2.3	แสดง ลักษณะการทำรายการการซื้อหุ้นผ่านการจัดตั้ง Holding Company	8
2.4	แสดง ลักษณะการทำรายการได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือกิจการ	9
2.5	แสดง ลักษณะการทำรายการการควบกิจการ	9
2.6	แสดงการกระทำที่ต้องทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์	11
3.1	แสดงความหมายของเลข SIC	20

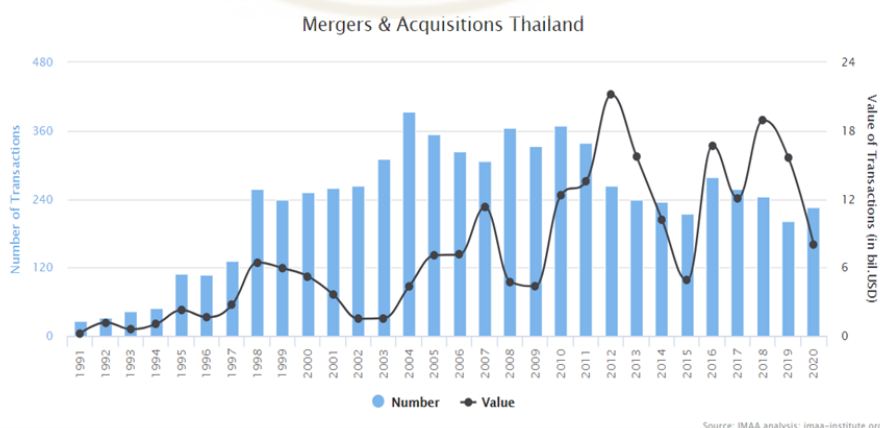
บทที่ 1

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), การจ่ายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premiums) ให้กับบริษัทเป้าหมายสูงเกินไป, การเลือกบริษัทเป้าหมายที่ไม่เหมาะสม และขั้นตอนการควบรวมกิจการที่ไม่มีประสิทธิภาพ (Hitt et al., 2012) การจ่ายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการที่สูงเกินอาจเกิดจากการคำนวณหรือประเมินมูลค่ากิจการของบริษัทเป้าหมายที่ผิดพลาด 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)

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา คือข้อมูลการควบรวมกิจการของแต่ละบริษัทในประเทศไทย ซึ่งดำเนินการซื้อกิจการเสร็จสิ้นแล้วตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง 2563 โดยคัดเลือกเฉพาะข้อมูลของบริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 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

การศึกษานี้จะหาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ในการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกันและต่างกัน ของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย เพื่อให้ผู้ที่สนใจทำการควบรวมกิจการ ใช้เป็นข้อมูลประกอบการกำหนดการจ่ายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ

ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการในกลุ่มธุรกิจต่างกัน พบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ อย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Gerritsen (2015) ขณะที่ในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน พบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย ไม่มีความสัมพันธ์ต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าอาจเกิดจากการที่ผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายอยู่ในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน ทำให้มีความรู้ ความชำนาญในธุรกิจ รวมถึงทราบข้อมูลเฉพาะหรือข้อมูลเชิงลึกในธุรกิจมากกว่า จึงใช้การประเมินราคา ภายในของผู้ซื้อในการเสนอมูลค่าการซื้อขายกิจการมากกว่าอัตราค่าเป้าหมายเฉลี่ยจากนักวิเคราะห์

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 ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการประกาศควบรวมกิจการที่เผยแพร่ต่อสาธารณะชนอย่างทันที ดังนั้นราคาเข้าซื้อกิจการจึงควรเท่ากับราคาตลาด ณ วันที่ประกาศการเข้าซื้อกิจการ แต่ในทางปฏิบัติ ผู้ซื้อจะมีการวิเคราะห์ข้อมูล คาดการณ์ และประเมินมูลค่าโดยมีความคาดหวังจากการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันซึ่งไม่ได้เปิดเผยต่อสาธารณะ 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

2.2 รายละเอียดการควบรวมกิจการ

2.2.1 การควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions: M&A)

การควบรวมกิจการ (คือ การที่กิจการได้มาซึ่ง หุ้น สินทรัพย์ หรือกิจการอื่น เพื่อให้ได้มาซึ่งอำนาจควบคุม หรือครอบครอง โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อการเติบโต เพิ่มขีดความสามารถทางการแข่งขัน หรือเพื่อการอยู่รอดของกิจการ (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 ฟู๊ดแพคเตอร์ จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทในเครือของบริษัท สิงห์ คอร์เปอเรชั่น จำกัด และยังถือหุ้นร้อยละ 100 ในบริษัท เอส คอมพานี (1933) จำกัด ซึ่งประกอบธุรกิจร้านอาหาร และหนึ่งในนั้นคือร้านอาหาร EST.33 (อาหารสเต็ก) บริษัท ฟู๊ดแพคเตอร์ จำกัด ได้ทำการควบรวมธุรกิจกับ บริษัทกา เคที เรสทอรองท์ จำกัด ซึ่งประกอบธุรกิจร้านอาหาร และหนึ่งในนั้นคือ ร้านอาหาร Santa Fe (อาหารสเต็ก) (วิญญ วงศ์สินศิริกุล, 2563; อวยชัย สุขวงศ์, 2548)

2.2.2.2 การควบรวมแนวตั้ง (Vertical Merger) เป็นการรวมกิจการซึ่งประกอบกิจการในสายการผลิต หรือธุรกิจเดียวกัน แต่ฐานะหรือระดับขั้นการผลิตนั้นแตกต่างกัน ผลของการรวมกิจการในรูปแบบนี้ ทำให้เพิ่มมูลค่าผลิตภัณฑ์ ลดต้นทุนการผลิตลง เนื่องจากกิจการสามารถควบคุมต้นทุนของตนได้ง่ายขึ้น 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 การรวมกิจการระหว่างกิจการซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กัน (Conglomerate Merger) เป็นการรวมกิจการระหว่างกิจการที่แตกต่างสายการผลิตธุรกิจ หรืออยู่คนละส่วนแบ่งตลาด (Market Share) ไม่ว่าจะเป็น รวมเอากิจการในฐานะผู้ซื้อ ผู้ขาย หรือผู้ผลิต ผลกระทบจากการรวมกิจการในลักษณะนี้อาจมองเห็นประโยชน์ หรือความได้เปรียบบางประการจากการรวมตัว เช่น การโฆษณา การได้กำไรรวม จากความเป็นธุรกิจหลายกิจการ เพิ่มโอกาสทางธุรกิจ จากธุรกิจใหม่ กระจายความเสี่ยงของการลงทุน ในธุรกิจเดิมไปยังธุรกิจใหม่ เป็นต้น ตัวอย่างของการควบรวมธุรกิจรูปแบบนี้คือ การควบรวมระหว่างบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) และ Sakari Resources Limited การควบรวมระหว่างบริษัท จีเอ็มเอ็ม มีเดีย จำกัด และบริษัท มติชน จำกัด (มหาชน) การควบรวม

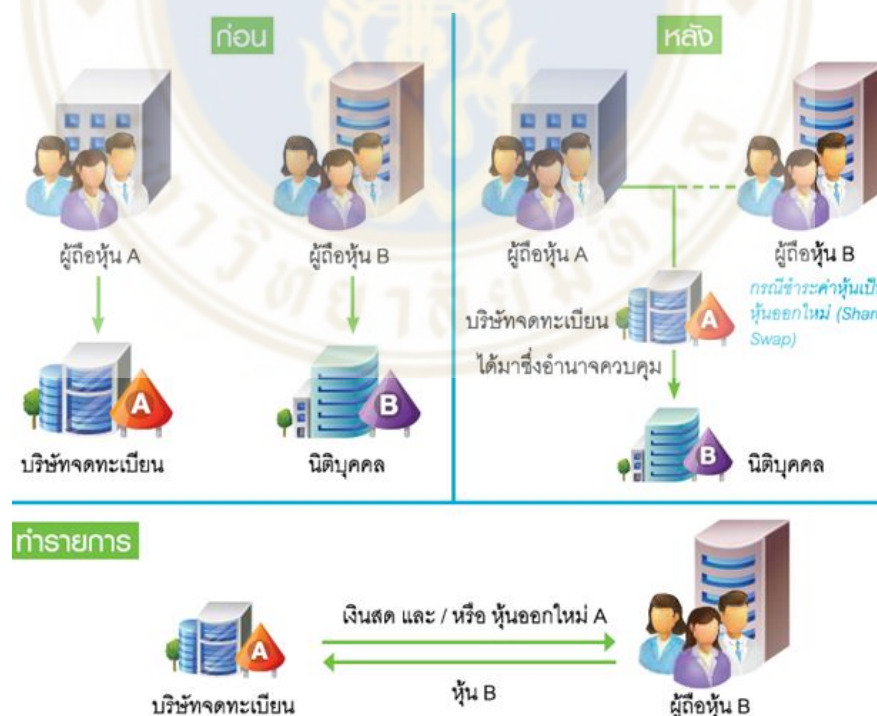
ระหว่างบริษัท ซี.พี. เมอร์แซน ไคซิง จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) และบริษัท ซีพี-เมจิ จำกัด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557; อยชัย สุขวงศ์, 2548)

2.2.3 วิธีการควบรวมกิจการ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2555) แบ่งวิธีการควบรวมกิจการ ออกเป็น 3 ประเภท ดังนี้

2.2.3.1 การได้มาซึ่งหุ้นของกิจการ (Share Acquisition) คือ การซื้อหรือได้มาซึ่งหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงของกิจการอีกแห่งหนึ่งบางส่วนหรือทั้งหมด เพื่อให้มีอำนาจควบคุม โดยกิจการที่เข้าไปซื้อหุ้นอาจเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารหรือไม่ก็ได้ ซึ่งสามารถดำเนินการได้ตามวิธี ดังนี้

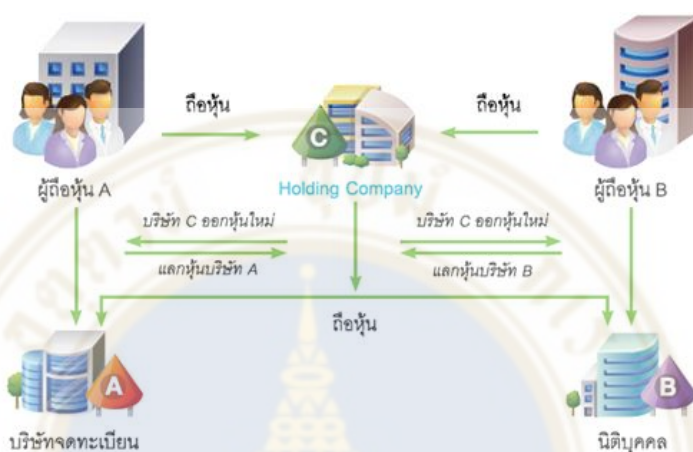
- การซื้อหุ้น โดยชำระค่าหุ้นเป็นเงินสด (Cash) หรือหุ้นออกใหม่ (Share Swap) เช่น บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) ประกอบธุรกิจผลิตและจัดจำหน่ายสินค้าอุตสาหกรรม สินค้าอุปโภคบริโภค เข้าซื้อหุ้นสามัญร้อยละ 100 ในบริษัท เอเชียบู้คส จำกัด ซึ่งประกอบธุรกิจร้านหนังสือ และนิตยสารต่างประเทศ ในปี พ.ศ. 2554



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

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

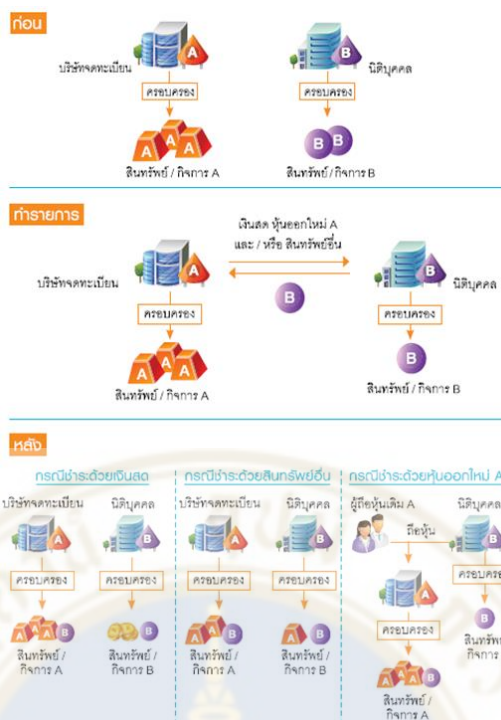
- การซื้อหุ้นผ่านการจัดตั้ง Holding Company คือ ผู้ถือหุ้น A และผู้ถือหุ้น B จัดตั้งบริษัท โฮลดิ้ง C ขึ้นมา และบริษัท C ออกหุ้นใหม่เพื่อแลกหุ้นกับผู้ถือหุ้น A และ B เพื่อจะเข้ามาเป็นผู้ถือหุ้นรวมทั้ง 2 บริษัท โดยผ่านบริษัท C หรือในบางกรณี บริษัทที่จะรวมกิจการกันมีบริษัทโฮลดิ้งอยู่แล้ว อาจจะมีการใช้บริษัทดังกล่าวออกหุ้นแลกกับผู้ถือหุ้นของอีกบริษัทโดยตรง



ภาพที่ 2.3 แสดง ลักษณะการทำรายการการซื้อหุ้นผ่านการจัดตั้ง Holding Company

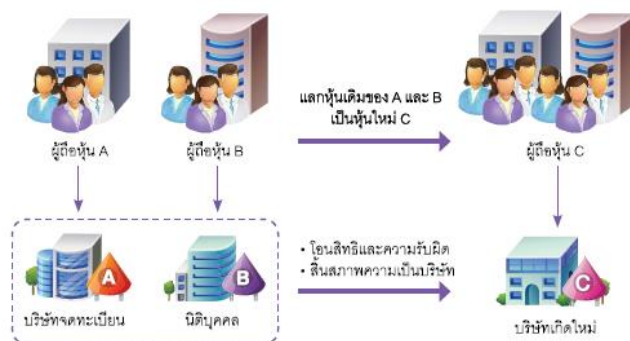
ที่มา: M&A: Mergers and Acquisitions ทางเลือกสู่ความสำเร็จธุรกิจไทย, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.2.3.2 การได้มาซึ่งสินทรัพย์หรือกิจการ (Asset/ Business Acquisition) คือ การซื้อหรือได้มาซึ่งสินทรัพย์หน่วยธุรกิจ ในส่วนที่สำคัญหรือทั้งหมดของอีกกิจการหนึ่ง โดยสิทธิหน้าที่ และความรับผิดชอบของผู้ขายไม่ตกทอดไปยังผู้ซื้อ ส่วนผู้ขายจะยังคงอยู่ และดำเนินธุรกิจต่อไป หรือเลิกกิจการก็ได้ เช่น บริษัท สหวิทยาสตีสอินดัสตรี 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 และบริษัทใหม่ได้ไปทั้งสิทธิ หน้าที่ และความรับผิดชอบที่มีอยู่ของบริษัทเดิม เช่น บริษัท ภัทรประกันภัย จำกัด (มหาชน) และบริษัท เมืองไทยประกันภัย จำกัด ได้ควบเข้ากัน เกิดเป็นบริษัทใหม่และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ภายใต้ชื่อ บริษัท เมืองไทยประกันภัย จำกัด (มหาชน) ในปี พ.ศ. 2551



ภาพที่ 2.5 แสดง ลักษณะการทำรายการการควบกิจการ
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 ทั้งสองฝ่ายอาจมีการแข่งขันจัดทำคำเสนอซื้อหุ้นต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป (Tender Offer) เพื่อแข่งขันชิงความเป็นผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของกิจการเป้าหมาย

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 ซึ่งกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์มีข้อกำหนดให้ผู้ถือหุ้นในบริษัทใดบริษัทหนึ่ง ที่มีสัดส่วนการถือหุ้นเพิ่มมากถึงเกณฑ์ที่กำหนดต้องทำคำเสนอซื้อหุ้นต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป และกำหนดแนวทางปฏิบัติในการทำคำเสนอซื้อดังกล่าวด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2564)

2. จุดที่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Trigger Point) สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (2562) ระบุ การกำหนดจุดที่มีหน้าที่ต้องทำคำเสนอซื้อจะคำนึงถึงจุดที่ทำให้ผู้ที่เข้าถือหุ้นจนมีสิทธิออกเสียง (Voting Right) ที่สามารถเปลี่ยนแปลงการดำเนินงานของกิจการหรือยับยั้งการดำเนินงานของกิจการได้ ผู้ที่ถือหุ้นจนมีสิทธิออกเสียงถึงจุดดังกล่าวจึงถือได้ว่าเป็นผู้ที่มีอำนาจในการควบคุมกิจการทางตรง เนื่องมาจากการมีเสียงข้างมาก (Majority Vote) หรือมีอำนาจในการควบคุมกิจการทางอ้อมโดยการสามารถคัดค้านมติสำคัญได้ (Veto Right) จึงกำหนด

จุดที่มีหน้าที่ทำคำเสนอซื้อ คือ จุดที่มีสิทธิออกเสียงร้อยละ 25 ร้อยละ 50 หรือ ร้อยละ 75 และในกรณี
ที่กิจการมีการซื้อหุ้นคืน (Treasury Stock) การคำนวณร้อยละของสิทธิออกเสียงทั้งหมดของกิจการ
เพื่อหา Trigger Point จะต้องหักสิทธิออกเสียงของหุ้นที่ซื้อคืนออกจากฐานในการคำนวณ ทั้งนี้
เพื่อให้สะท้อนสิทธิออกเสียงที่แท้จริง

3. การกระทำที่ต้องทำคำเสนอซื้อ ทำเมื่อมีการซื้อหรือกระทำการอื่นใด อันเป็นผลให้
ตนได้มาซึ่งหุ้น หรือเป็นผู้ถือหุ้นของกิจการเพิ่มขึ้นจนถึงหรือข้ามจุด Trigger Point จากการซื้อหุ้น
กิจการโดยตรง หรือการนับหลักทรัพย์ของบุคคลอื่นรวมเป็นหลักทรัพย์ของบุคคลเดียวกัน (Acting
in Concert) ได้แก่ ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องตามมาตรา 258 เช่น กลุ่มสมรส บุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะ เป็นต้น
รวมทั้งการครอบงำกิจการผ่านนิติบุคคลอื่นซึ่งหมายถึงการได้หุ้นทางอ้อมผ่านบริษัทจดทะเบียน
(Chain Principle) โดยมีหลักเกณฑ์ คือ ได้หุ้นหรือมีอำนาจควบคุมมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 50
ในนิติบุคคลกลาง โดยนิติบุคคลกลางถือหุ้นในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มากกว่าหรือเท่ากับ
ร้อยละ 25 และการมีอำนาจควบคุมในนิติบุคคลกลางดังกล่าว รวมถึงการส่งบุคคลหรือมีพฤติกรรม
ในการส่งบุคคลเข้าเป็นกรรมการในจำนวนที่มีนัยสำคัญด้วย



ภาพที่ 2.6 แสดงการกระทำที่ต้องทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์

ที่มา: การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ / การยกเว้นหน้าที่ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์เป็นการทั่วไป,
สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

การขอผ่อนผันการทำคำเสนอซื้อต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.)

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

- กรณีที่ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอำนาจการควบคุม
- กรณีที่มีวัตถุประสงค์เพื่อช่วยเหลือหรือฟื้นฟูกิจการ
- กรณีที่ได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น (Whitewash)

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

○ 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 โดยราคาเป้าหมายที่มีการประกาศล่าสุดจะส่งผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญมากยิ่งขึ้น

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

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 ผลการศึกษาพบว่ามูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมายมีความสัมพันธ์เชิงลบกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ 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 เนื่องจากการซื้อ

กิจการด้วยเงินสด 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 การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์

งานของ Offenberg and Pirinsky (2015) ศึกษาถึงการรวบรวมกิจการที่ผู้ซื้อตัดสินใจเลือกระหว่าง 1) การเจรจากับผู้บริหารของบริษัทเป้าหมายเพื่อเสนอราคาและ 2) การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมาย โดยใช้ฐานข้อมูลการรวบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อในประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี พ.ศ. 2550 ถึง 2555 จาก Thomson Reuters ผลการศึกษาพบว่า การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการมีความสัมพันธ์อย่างมากต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ โดยการทำคำเสนอซื้อจะเป็นการส่งสัญญาณถึงความต้องการซื้อหุ้นที่สูงขึ้น ส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทเป้าหมายปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น แสดงให้เห็นว่าข้อตกลงในสภาพแวดล้อมที่มีการแข่งขันสูงและการทำคำเสนอซื้อจะส่งผลให้ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการสูงกว่า

2.4.5 ลักษณะการรวบรวมกิจการ

งานศึกษาของ Meier et al. (2019) พบว่า ลักษณะการรวบรวมกิจการแบบเป็นมิตร จะมีส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการต่ำกว่าการรวบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร (Hostile, Neutral, Unknown)

ผลที่ได้สอดคล้องกับงานศึกษาของ Franks and Mayer (1996) ที่พบว่า ค่าเฉลี่ยส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการที่มีลักษณะการรวบรวมกิจการแบบเป็นมิตร อยู่ที่ร้อยละ 18 ในขณะที่ค่าเฉลี่ยส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการที่มีลักษณะการรวบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร อยู่ที่ร้อยละ 30 โดยอธิบายว่าค่าเฉลี่ยส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการที่แตกต่างกันเกิดจากการซื้อกิจการที่มีลักษณะการรวบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร จะมีการแข่งขันของผู้ซื้อแต่ละรายในการเสนอซื้อกิจการทำให้มีค่าเฉลี่ยส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการสูงกว่า

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

2.4.6 สถานะของผู้ซื้อ

งานของ Bargeron, 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 เนื่องจากผู้ซื้อที่มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนจะคาดหวังประโยชน์จากการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกันมากกว่าผู้ซื้อที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

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) ผลการศึกษาพบว่าการควบรวมกิจการที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันของทั้งผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายจะส่งผลให้มีส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการสูงกว่าการควบรวมกิจการคนละอุตสาหกรรม

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 โดยมีสมมติฐานว่าการควบรวมในกลุ่มธุรกิจเดียวกันจะมีผลเป็นบวก

ต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขาย เนื่องจากการควมรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกันจะถูกคาดหวังด้านการแบ่งปันทรัพยากรที่ใช้ในการดำเนินธุรกิจระหว่างผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย ส่งผลให้เกิดความคาดหวังในการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกัน ซึ่งผลการศึกษาพบว่ากลุ่มธุรกิจไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขาย



บทที่ 3

ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ

3.1 ตัวแปร (Variables)

3.1.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

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)

3.1.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variable)

ตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variable) โดยศึกษาตัวแปร ดังนี้

3.1.2.1 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 ซึ่งนักวิเคราะห์คาดการณ์จากการประเมินมูลค่าหุ้นด้วยปัจจัยพื้นฐานต่างๆ เพื่อนำมาวิเคราะห์หาราคาที่เหมาะสม

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

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

3.1.2.2 มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย (Market Capitalization of the Target Company; LnMktCapTarget) มีหน่วยเป็นล้านบาท ซึ่งคำนวณได้จากการนำมูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมายมาใส่ Ln เนื่องจากมูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมายมีขนาดใหญ่กว่าตัวแปรอื่นจึงใส่ Ln เพื่อลดผลกระทบจากขนาดของตัวแปรที่แตกต่างกัน

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

ตัวแปรที่ 3 – 7 ใช้เป็นตัวแปร Dummy ดังนี้

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

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

3.1.2.4 การทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Tender Offer; Tender) โดยกำหนดให้การควบรวมกิจการ ในกรณีที่มีการทำ Tender Offer แทนค่าด้วย 1 และในกรณีที่ไม่มีการทำ Tender Offer แทนค่าด้วย 0

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่าการทำ Tender Offer มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่า การซื้อกิจการ (FTP) เนื่องจากการส่งสัญญาณให้ตลาดรับรู้ว่ามีความต้องการซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย ทำให้ราคาหุ้นของบริษัทเป้าหมายปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น และส่งผลให้กำหนดมูลค่าการซื้อกิจการสูงขึ้นเช่นกัน ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของ Offenberg and Pirinsky (2015) ที่พบว่าการทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ เนื่องจากข้อตกลง ในสภาพแวดล้อมที่มีการแข่งขันสูงและการทำข้อเสนอซื้อจะส่งผลให้ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการสูงกว่า

3.1.2.5 ลักษณะการควบรวมกิจการ (Friendly Takeover or Other; Not Friendly) โดยกำหนดให้ การควบรวมกิจการในกรณีที่ลักษณะการควบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร (Neutral, Hostile and Unknow) แทนค่าด้วย 1 และในกรณีที่ลักษณะการควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร (Friendly) แทนค่าด้วย 0

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

3.1.2.6 สถานะของผู้ซื้อ (Public or Other; AcqPublic) โดยกำหนดให้ การควบรวมกิจการในกรณีที่ผู้ซื้อเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Public) แทนค่าด้วย 1 และในกรณีที่ผู้ซื้อไม่มีสถานะอื่นแทนค่าด้วย 0

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

3.1.2.7 การควบรวมภายในกลุ่มธุรกิจเดียวกันหรือต่างกัน (กลุ่มธุรกิจ (SameSIC2)) เป็นการแบ่งกลุ่มหลักโดยใช้รหัสมาตรฐานอุตสาหกรรม (Standard Industrial Classification; SIC) 2 หลักแรก ซึ่งระบุถึงหมวดธุรกิจของผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย โดยหากการควบรวมกิจการเกิดขึ้นระหว่างผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายที่มี SIC 2 หลักแรกเหมือนกัน จะเป็นการควบรวมทั้งในแบบแนวนอน คือ การรวมกันระหว่างกิจการที่ประกอบธุรกิจเหมือนกันหรืออยู่ในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน และการควบรวมกิจการในแบบแนวตั้ง คือ การรวมกันระหว่างกิจการที่ประกอบธุรกิจ ในสายธุรกิจเดียวกันหรือการรวมกันของธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำ (Upstream) จนถึงปลายน้ำ (Downstream) และหาก SIC 2 หลักแรกต่างกัน จะเป็นการควบรวมกิจการที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน (Conglomerate) คือ การรวมกิจการระหว่างบริษัทที่ประกอบธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกันโดยสิ้นเชิง โดยกำหนดให้การควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน (การควบรวมแบบแนวนอนและแนวตั้ง) แทนค่าด้วย 1 และการควบรวมกิจการคนละกลุ่มธุรกิจ (การควบรวมกิจการที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน) แทนค่าด้วย 0

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่าทั้งการควบรวมระหว่างกิจการที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP)

โดยการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกันจะมีส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการสูงกว่าคนละกลุ่มธุรกิจ เนื่องจากเกิดการเอื้อประโยชน์ในการร่วมมือกันตามสายธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำจนถึงปลายน้ำ ลดความเสี่ยงของการขาดแคลนปัจจัยการผลิต เพิ่มช่องทางในการจัดจำหน่าย และการเพิ่มส่วนแบ่งตลาด

ทั้งนี้รหัสมาตรฐานอุตสาหกรรม (SIC) ที่นำมาใช้ในการแบ่งกลุ่มหลักแต่ละหลักมีความหมายดังนี้



ภาพที่ 3.1 แสดงความหมายของเลข SIC

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

3.1.2.8 ปีที่ประกาศควบรวมกิจการ (Announcement Year) เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีลักษณะเป็นข้อมูลรวมภาคตัดขวาง (Pooled Cross-section Data) ซึ่งข้อมูล

การรวบรวมกิจการของแต่ละกรณีเป็นอิสระจากกัน และเกิดขึ้นในเวลาที่แตกต่างกัน ผู้วิจัยใส่ตัวแปรนี้เพื่อคำนึงถึงผลกระทบด้านเวลาที่แตกต่างกัน

ตารางที่ 3.1 แสดงความสัมพันธ์ที่คาดหวังกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ (FTP)

ตัวแปร	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์ที่คาดหวัง	เหตุผล	อ้างอิง
1. อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย	TPER	(+)	ผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมายใช้ราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์ประกอบการกำหนดมูลค่าซื้อกิจการ	Gerritsen (2015)
2. มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย	LnMktCapTarget	(-)	การรวบรวมกิจการที่มีขนาดใหญ่มีความซับซ้อนในการดำเนินงานมากขึ้น ส่งผลให้ผู้ซื้อได้รับประโยชน์ทางเศรษฐกิจได้ยากขึ้น	Alexandridis et al. (2013); Gerritsen (2015)
3. วิธีการชำระค่าหุ้นของบริษัทเป้าหมาย	AllCash แทนค่า 1 เมื่อผู้ซื้อ ซื้อกิจการด้วยเงินสดทั้งหมด	(+)	ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายต้องการส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายที่สูงขึ้น เพื่อชดเชยการเสียหายจากการชำระค่าหุ้นด้วยเงินสด	Gerritsen (2015); III and Cheng (1997)
4. การทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์	Tender แทนค่า 1 เมื่อมีการทำ Tender Offer	(+)	การทำข้อเสนอซื้อจะเป็นการส่งสัญญาณความต้องการซื้อหุ้นที่สูงขึ้นส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทเป้าหมายปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นทำให้ส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายสูง	Gerritsen (2015); Offenber and Pirinsky (2015)
5. ลักษณะการรวบรวมกิจการ	NotFriendly แทนค่า 1 เมื่อลักษณะการรวบรวมอื่น ๆ ที่ไม่ใช่ Friendly	(+)	ลักษณะการรวบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรจะมีการต่อต้านจากบริษัทเป้าหมายโดยการแข่งขันราคาในการเสนอซื้อกิจการทำให้มีค่าเฉลี่ยส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายสูงกว่า	Franks and Mayer (1996); Gerritsen (2015)

ตารางที่ 3.1 แสดงความสัมพันธ์ที่คาดหวังกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) (ต่อ)

ตัวแปร	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์ ที่คาดหวัง	เหตุผล	อ้างอิง
6. สถานะของผู้ซื้อ	DummyAcquirer PublicStatus แทนค่าด้วย 1 เมื่อผู้ซื้อจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	(+)	ผู้ซื้อเป็นบริษัทจดทะเบียน จะมุ่งหวังถึงประโยชน์ของการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกันในการดำเนินธุรกิจ ส่งผลให้ส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการสูงกว่า	Bargeron et al. (2008); Gerritsen (2015)
7. การควบรวมภายในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน หรือต่างกัน	SameSIC2 แทนค่าด้วย 1 เมื่อเป็นการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน	(+)	การควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกันจะเกิดการเอื้อประโยชน์ในการร่วมมือกันตามสายธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำจนถึงปลายน้ำ ลดความเสี่ยงของการขาดแคลนปัจจัยการผลิต เพิ่มช่องทางในการจัดจำหน่าย และการเพิ่มส่วนแบ่งตลาด	Ismail (2011)

3.2 แบบจำลอง และวิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)

ผู้วิจัยแบ่งการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (ตัวแปรตาม (Y): FTP) เป็น 2 Model ดังนี้

Model 1: ศึกษาว่าปัจจัยใดบ้างที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP)

$$FTP_i = \beta_0 + \beta_1(TPER_i) + \beta_2(\ln MktCapTarget_i) + \beta_3(AllCash_i) + \beta_4(Tender_i) + \beta_5(NotFriendly_i) + \beta_6(AcqPublic_i) + \beta_7(SameSIC2_i) + \beta_8(AnnouncementYear_i) + \varepsilon_i$$

Model 2: ศึกษาว่ารูปแบบการควบรวมกิจการมีผลต่อ FTP อย่างไร โดยจำแนกข้อมูลออกเป็น 2 กลุ่ม คือ

1. การควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน (การควบรวมแบบแนวนอนและแนวตั้ง; SIC 2 หลักแรกของผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย เหมือนกัน) 2. การควบรวมกิจการคนละกลุ่มธุรกิจ (การรวมกิจการระหว่างกิจการซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กัน SIC 2 หลักแรกของผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย ต่างกัน) และนำข้อมูลแต่ละกลุ่มมาศึกษาแยกกัน

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

ในการศึกษาจะใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบ Robust Regression เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้มีลักษณะเป็นข้อมูลรวมภาคตัดขวาง (Pooled Cross-section Data) ซึ่งข้อมูลการควบรวมกิจการของแต่ละกรณีเป็นอิสระจากกัน และเกิดขึ้นในเวลาที่แตกต่างกัน อาจมีบางข้อมูลที่มีค่าแยกออกจากกลุ่ม (Outliers) จึงใช้การวิเคราะห์ถดถอยแบบ Robust Regression ซึ่งเป็นวิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยที่สามารถลดอิทธิพลของข้อมูลที่มีค่าผิดปกติลง โดยไม่มีการตัดข้อมูลทิ้ง จะช่วยลดผลกระทบจากข้อมูลที่มีค่าแยกออกจากกลุ่มต่อค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient)

วิธีการประมาณค่าพารามิเตอร์แบบพารามเมตริกของ Robust Regression (นิธิภัทร กมลสุข, 2561)

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

โดยที่

β คือ ค่าประมาณของค่าพารามิเตอร์ β

X คือ ตัวแปรอธิบาย

Y คือ ตัวแปรตาม

W คือ เมตริกของค่าน้ำหนัก (Weight Matrix)

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	LnMktCapTarget	AllCash	Tender	NotFriendly	AcqPublic
TPER	0.3853						
LnMktCapTarget	-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	
SameSIC2	-0.0210	0.0076	0.0084	-0.0224	-0.0709	0.0436	0.5099

ตารางที่ 4.5 แสดง Variance Inflation Factor (VIF)

Variable	VIF	$1 - R^2$
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



บทที่ 5

ผลการศึกษา

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

ในการศึกษา Model 2 ผู้วิจัยได้ทำการแบ่งข้อมูลออกเป็น 2 กลุ่ม คือ 1. การควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน (การควบรวมแบบแนวนอนและแนวตั้ง) 2. การควบรวมกิจการคนละกลุ่มธุรกิจ (การรวมกิจการระหว่างกิจการซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กัน) จำแนกโดยใช้รหัสมาตรฐานอุตสาหกรรม (Standard Industrial Classification; SIC) 2 หลักแรก โดยนำข้อมูลแต่ละกลุ่มมาศึกษาแยกกัน ผลการศึกษาพบว่า การควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน และคนละกลุ่มธุรกิจให้ผลการศึกษาแตกต่างกัน โดยการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกันพบว่า การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมด และผู้ซื้อที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่การควบรวมกิจการคนละกลุ่มธุรกิจพบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) และการทำ Tender Offer มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ และพบว่ามูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย (LnMktCapTarget) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ

ทั้งนี้ ปัจจัยที่ผู้วิจัยให้ความสนใจคือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) ในการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน และคนละกลุ่มธุรกิจ หรือไม่ ซึ่งจากการศึกษาพบว่า ในการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) ไม่สามารถอธิบายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) ได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าอาจเกิดจากการที่ผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายอยู่ในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน ทำให้มีความรู้ความชำนาญในธุรกิจ รวมถึงทราบข้อมูล

เฉพาะหรือข้อมูลเชิงลึกในธุรกิจมากกว่า จึงใช้การประเมินราคาภายในของผู้ซื้อในการเสนอมูลค่าการซื้อกิจการมากกว่าอัตราค่าเป้าหมายเฉลี่ยจากนักวิเคราะห์ ประกอบกับการศึกษาในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน จำนวนของกลุ่มตัวอย่างมีปริมาณน้อยมากเพียง 27 ข้อมูล จึงอาจทำให้ผลการศึกษามีความคลาดเคลื่อน ในขณะที่การควมรวมคนละกลุ่มธุรกิจพบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และผลเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของ Gerritsen (2015)

ตารางที่ 5.1 แสดงผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (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)	
			กลุ่มธุรกิจเดียวกัน (SIC 2 หลักแรกเหมือนกัน)	กลุ่มธุรกิจต่างกัน (SIC 2 หลักแรกต่างกัน)
TPER (หน่วย: ทศนิยม)	(+)	0.1700 *** (0.0297)	-0.0530 (0.1786)	0.1681 *** (0.0329)
LnMktCapTarget (หน่วย: ล้านบาท)	(-)	-0.0367 ** (0.0174)	-0.0477 (0.0785)	-0.0499 ** (0.0201)
AllCash	(+)	0.1638 * (0.0925)	0.7767 *** (0.2213)	0.1695 (0.1193)
Tender	(+)	0.1486 ** (0.0626)	-0.2548 (0.1731)	0.1480 * (0.0776)
NotFriendly	(+)	0.1175 ** (0.0568)	0.1208 (0.1929)	0.1177 (0.0709)
AcqPublic	(+)	-0.0461 (0.0646)	0.2751 * (0.1408)	-0.0202 (0.0825)
SameSIC2	(+)	-0.0072 (0.6623)		
N		122	27	91
Residual Sum of Squares (RSS)		6.1721	0.3400	4.4044
F-test		3.9382 ***	5.0099 ***	4.6081 ***
R-Square		0.4803	0.9044	0.5838
Adjusted R-squared		0.3583	0.7239	0.4571

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

Model 1, และ 2 ใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบ Robust Regression โดยค่าในวงเล็บคือ Standard Error

บทที่ 6

สรุปและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium) ในการควบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลการควบรวมกิจการของบริษัทในประเทศไทยซึ่งดำเนินการซื้อกิจการเสร็จสิ้นแล้วตั้งแต่ปี 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)

ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการในกลุ่มธุรกิจต่างกัน (SIC 2 หลักแรกต่างกัน) พบว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Gerritsen (2015) ขณะที่ในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน (SIC 2 หลักแรกเหมือนกัน) พบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย ไม่มีความสัมพันธ์ต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าอาจเกิดจากการที่ผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายอยู่ในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน ทำให้มีความรู้ความชำนาญในธุรกิจ รวมถึงทราบข้อมูลเฉพาะหรือข้อมูลเชิงลึกในธุรกิจมากกว่า จึงใช้การประเมินราคาภายในของผู้ซื้อในการเสนอมูลค่าการซื้อกิจการมากกว่าอัตราราคาเป้าหมายเฉลี่ยจากนักวิเคราะห์

อย่างไรก็ตามในงานศึกษานี้มีจำนวนของกลุ่มตัวอย่างมีปริมาณไม่มากนัก จึงอาจทำให้มีข้อจำกัดในการแบ่งกลุ่มข้อมูลเพื่อศึกษา

ดังนั้นผู้วิจัยเสนอแนะให้ผู้สนใจ ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium) ในการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน โดยขยายขอบเขตของกลุ่มตัวอย่าง ที่จะศึกษาให้มีจำนวนเพิ่มมากขึ้น



บรรณานุกรม

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). *M&A: Mergers and Acquisitions ทางเลือกสู่ความสำเร็จธุรกิจไทย*. สืบค้นจาก https://www.set.or.th/th/market/files/mna/Final_MnA.pdf
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2557). *รู้เพื่อรวบรวมกิจการ: โอกาสของธุรกิจไทย*. กรุงเทพฯ : ผู้แต่ง.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). *การทำคำเสนอซื้อหุ้นต่อผู้ถือหุ้นทั่วไป*. สืบค้นจาก <https://www.set.or.th/set/education/glossary.do>
- นิธิภัทร กมลสุข. (2561). การประมาณค่าที่แกร่งโดยใช้การประมาณค่า M และการประมาณค่า S. *วารสารการวิจัยกาสะดองคำ*, 12(2), 56-68.
- วิษณุ วงศ์สินศิริกุล. (2563). *ทำผิดเพราะไม่รู้ ไม่ต่างจากทำผิดทั้งที่รู้*. สืบค้นจาก <https://www.bangkokbiznews.com/blog/detail/650026>
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2562). *การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์/การยกเว้นหน้าที่ทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์เป็นการทั่วไป*. สืบค้นจาก <https://www.sec.or.th/th/pages/lawandregulations/makingwaiver.aspx>
- อวยชัย สุขวงศ์. (2548). รอบรู้...เรื่องการควบ โอนกิจการ (1). *วารสารธรรมนิติ ฉบับเอกสารภาณีอากร*, 283, 1-9.
- อัญญา ชันชวิทย์. (2540). *การควบกิจการและการครอบงำกิจการ (พิมพ์ครั้งที่ 3)*: กรุงเทพฯ: คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- 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.
- 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.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- 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.
- 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.
- 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.

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.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock Market Driven Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 70(3), 295-311.

