

ปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium) ของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย
และการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกัน (Synergy)

The Factors Effect to Takeover Premium of the Target Companies in Thailand
and the Effect of Synergy

ญาดารัตน์ ลีนนาคแก้ว¹ ธศวรรณ เดชศรีจันทร์² และสุธนา สกุลดาว³

Yadarat Linnakkaew¹ Tasawan Dachsijan² and Sutana Sakuldao³

ปริญญาโทด้านการจัดการมหาบัณฑิตสาขาการเงิน (หลักสูตรไทย) วิทยาลัยการจัดการ

มหาวิทยาลัยมหิดล ประเทศไทย¹⁻³

Master of Management in Finance (MMF) degree at the College of Management,

Mahidol University (CMMU), Thailand¹⁻³

Email: Ydr.lnk1993@gmail.com¹

วันที่รับบทความ 12 เมษายน 2566

วันที่แก้ไขบทความ 12 สิงหาคม 2566

วันที่ตอบรับบทความ 19 สิงหาคม 2566

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium) ในการควบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลการควบรวมกิจการของบริษัทในประเทศไทย ซึ่งดำเนินการซื้อกิจการเสร็จสิ้นแล้วตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง 2563 โดยคัดเลือกเฉพาะข้อมูลของบริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลรวมภาคตัดขวาง (Pooled Cross-section Data) และศึกษาตัวแปรอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (Target Price Implied Expected Return; TPER) มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย (Market Capitalization of the Target Company) การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมด (All-cash Offer) การทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ (Tender Offer) ลักษณะการควบรวมกิจการ (Friendly Takeover or Other) สถานะของผู้ซื้อ (Public or Other) และรหัสมาตรฐานอุตสาหกรรม (Standard Industrial Classification; SIC) โดยศึกษาทั้งการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน และในกลุ่มธุรกิจต่างกัน นอกจากนี้ยังศึกษามูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกัน (Synergy) ผ่านอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมจากการประกาศควบรวมกิจการ (Cumulative Abnormal Return) ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมด การทำข้อเสนอซื้อหลักทรัพย์ และลักษณะการควบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร (Hostile, Neutral, Unknown) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมายมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่าอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return;

CAAR) จากการประกาศควบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อรวมกันล้วนเป็นบวก ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: การควบรวมกิจการ ส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ มูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม

Abstract

This paper study of factors effect to takeover premium of merger and acquisition where the target companies were in Thailand, by using completed merger and acquisition deal data since 2002 until 2020. The data was collected by the selection criteria, the target companies must be listed in The Stock Exchange of Thailand and having published forecasted target price by analysts. As these data are Pooled Cross-Section data. The factors are including Target Price Implied Expected Return; TPER, Market Capitalization of the Target Company, All-cash Offer, Tender Offer, Friendly Takeover or Other, Public-or-Other, and Standard Industrial Classification; SIC. Additionally, we study of the factors effect takeover premium within the same business group and across business group. Furthermore, we performed study to find the effect of synergy from merger and acquisition by calculated them based on Cumulative Abnormal Return on each setup period around announcement day. The result show that the TPER, All-cash Offer, Tender Offer and Hostile, Neutral, Unknown Takeover are significantly and positively related to Final Takeover Premium, while the Market Capitalization of the Target Company is significantly and negatively related to Final Takeover Premium. For the result of the effect of synergy, the Cumulative Average Abnormal Return (CAAR) of the target company, acquirer, and the summary data of both target company and acquirer show positively and significantly on announcement day.

Keywords: Merger and acquisition, takeover premium, synergy, cumulative abnormal return

บทนำ (Introduction)

ปัจจุบันภาวะเศรษฐกิจ สังคม เทคโนโลยี สิ่งแวดล้อม และการเมืองมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ประกอบกับการแข่งขันที่รุนแรงทั้งในประเทศและต่างประเทศ ส่งผลให้บริษัทต่าง ๆ ต้องเตรียมพร้อมในการรับมือกับการเปลี่ยนแปลงดังกล่าว เพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขัน รักษาความอยู่รอด

และสร้างโอกาสในการเจริญเติบโตของบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งการควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions: M&A) เป็นกลยุทธ์หนึ่งในการสร้างกิจการให้เติบโต เนื่องจากเป็นการใช้ประโยชน์จากสิ่งที่ถูกพัฒนาขึ้นมาแล้วในระดับหนึ่ง ตลอดจนผลพลูนีที่เกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการทั้งในด้านการดำเนินงาน (Operation) ด้านการเงิน (Financial Synergy) และการกระจายการลงทุน (Diversification) อีกทั้งยังเป็นการช่วยให้กิจการสามารถเอาตัวรอดได้ในภาวะที่มีความไม่แน่นอนสูง (อัญญา ชันธวิทย์, 2540)

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

งานนี้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ ในการควบรวมกิจการของบริษัทเป้าหมายในประเทศไทย นอกจากนี้ยังได้ศึกษาเพิ่มเติมว่ามูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) ในมุมมองของนักลงทุน มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการหรือไม่ และทำการศึกษาว่าการควบรวมกิจการที่เกิดขึ้นในประเทศไทยนั้นเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันในมุมมองของนักลงทุนหรือไม่ โดยศึกษาจากอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม จากการประกาศควบรวมกิจการ (Cumulative Abnormal Return; CAR) ของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกันเพื่อให้ผู้ที่สนใจทำการควบรวมกิจการ ใช้เป็นข้อมูลประกอบการกำหนดการจ่ายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ

ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Theories and Literature Review)

ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

1. ทฤษฎีสมมติฐานประสิทธิภาพตลาด (Efficient Market Hypothesis)

Fama (1970) ได้ทำการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารที่เกิดขึ้น โดยได้ข้อสรุปว่าในตลาดที่มีประสิทธิภาพราคาหลักทรัพย์ในแต่ละช่วงจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมด

ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นั้นไว้แล้วจึงเป็นไปได้ยากที่นักลงทุนจะสามารถสร้างผลกำไรเกินปกติได้ (Abnormal Return) ดังนั้นนักลงทุนทุกคนจึงควรได้รับกำไรในระดับปกติ (Normal Return) จากทฤษฎีสมมติฐานประสิทธิภาพตลาด หากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพปานกลาง ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการประกาศควบรวมกิจการที่เผยแพร่ต่อสาธารณะชนอย่างทันที ดังนั้นราคาเข้าซื้อกิจการจึงควรเท่ากับราคาตลาด ณ วันที่ประกาศการเข้าซื้อกิจการ แต่ในทางปฏิบัติ ผู้ซื้อจะมีการวิเคราะห์ข้อมูล คาดการณ์ และประเมินมูลค่าโดยมีความคาดหวังจากการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันซึ่งไม่ได้เปิดเผยต่อสาธารณะ ทำให้ราคาการเข้าซื้อกิจการเปลี่ยนแปลงต่างไปจากราคาตลาด ณ วันที่ประกาศ

2. ความสำคัญของราคาเป้าหมายโดยนักวิเคราะห์ต่อการควบรวมกิจการ

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

3. มูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy)

มูลค่าส่วนเพิ่มเกิดจากการร่วมกัน (Synergy) เกิดขึ้นจากการที่สองบริษัทสามารถทำงานได้มีประสิทธิภาพและประสิทธิผลมากกว่าการแยกกัน ด้วยการจัดการทรัพยากรที่มีอยู่อย่างเหมาะสมเพื่อการสร้างผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจ โดย Sharma and Ho (2002) ได้อธิบายทฤษฎีมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy Theory) เกิดจากการประหยัดเนื่องจากขนาด (Economies of Scale) การประหยัดเนื่องจากขอบเขต (Economies of Scope) และอำนาจตลาด (Market Power)

4. การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)

ปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ

1) ราคาเป้าหมาย

Gerritsen (2015) ศึกษาผลกระทบของราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์ (Analysts' Target Prices) ต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการในการควบรวมกิจการ ผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนที่

คาดหวังดังกล่าวมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายอย่างมีนัยสำคัญ โดยราคาเป้าหมายที่มี การประกาศล่าสุดจะส่งผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายอย่างมีนัยสำคัญมากยิ่งขึ้น ผลข้างต้นสอดคล้องกับ งานศึกษาของ Baker, Pan, and Wurgler (2012) พบว่า ราคาเป้าหมายสูงสุดที่นำมาใช้ในการประเมินราคา เสนอซื้อขายมีบทบาทสำคัญในการกำหนดราคาในการเสนอซื้อขาย โดยราคาเสนอมีความเอนเอียงไป ทางราคาสูงสุดล่าสุด ดังนั้นผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายจึงใช้ราคาเป้าหมายสูงสุดที่ประกาศล่าสุดเป็นจุดอ้างอิงใน การประเมินมูลค่า และการเจรจาต่อรองราคาเสนอซื้อขาย

2) มูลค่าตามราคาตลาดของบริษัทเป้าหมาย

งานของ Alexandridis, Fuller, Terhaar, and Travlos (2013) พบว่ามูลค่าตลาด ของบริษัทเป้าหมายมีความสัมพันธ์เชิงลบกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อขาย เนื่องจากการควบรวมกิจการที่มี ขนาดใหญ่จะทำให้เกิดความซับซ้อนในการดำเนินงานมากขึ้น อาจส่งผลให้ผู้ซื้อได้รับประโยชน์ทางเศรษฐกิจได้ ยากขึ้น

3) วิธีการชำระค่าหุ้น

งานของ Meier, Paientko, and Meinzer (2019) พบว่าวิธีการชำระค่าหุ้นของ บริษัทเป้าหมายเป็นเงินสดจะส่งผลให้ส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายสูงกว่าการชำระค่าหุ้นแบบแลกเปลี่ยนหุ้น (Stock Swaps) อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากการซื้อขายด้วยเงินสดทำให้บริษัทเป้าหมายต้องการส่วนเกิน มูลค่าการซื้อขายที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยภาระทางภาษีที่ต้องจ่าย ต่างจากการแลกเปลี่ยนหุ้นจะมีกำไรที่ยังไม่ เกิดขึ้นจริง (Unrealized Gains) ซึ่งไม่มีภาระทางภาษี ผลที่ได้สอดคล้องกับงานศึกษาของ Ill and Cheng (1997) แสดงให้เห็นความแตกต่างของส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายของการชำระค่าหุ้นเป็นเงินสด และการ ชำระค่าหุ้นแบบแลกเปลี่ยนหุ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายต้องการส่วนเกินมูลค่าการซื้อขาย ที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยการเสียภาษี (Capital Gain Tax) จากการชำระค่าหุ้นด้วยเงินสด

4) การทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์

งานของ Offenberg and Pirinsky (2015) พบว่าการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ของ กิจการมีความสัมพันธ์อย่างมากต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขาย โดยการทำคำเสนอซื้อจะเป็นการส่งสัญญาณ ถึงความต้องการซื้อหุ้นที่สูงขึ้น ส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทเป้าหมายปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น แสดงให้เห็นว่าข้อตกลง ในสภาพแวดล้อมที่มีการแข่งขันสูงและการทำคำเสนอซื้อจะส่งผลให้ส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายสูงกว่า

5) ลักษณะการควบรวมกิจการ

งานศึกษาของ Meier et al. (2019) พบว่า ลักษณะการควบรวมกิจการ แบบเป็นมิตร จะมีส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายต่ำกว่าการควบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร (Hostile,

Neutral, Unknown) ผลที่ได้สอดคล้องกับงานศึกษาของ Franks and Mayer (1996) ที่พบว่า ค่าเฉลี่ยส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายที่ต่างกันเกิดจากการซื้อกิจการที่มีลักษณะการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร จะมีการแข่งขันของผู้ซื้อแต่ละรายในการเสนอซื้อกิจการทำให้มีค่าเฉลี่ยส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายสูงกว่าผลที่ได้ยังสอดคล้องกับงานศึกษาของ Jensen (1988) และ Goergen and Renneboog (2004) ที่พบว่า ส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายของลักษณะการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตรจะสูงกว่าการควบรวมกิจการแบบเป็นมิตร

6) สถานะของผู้ซื้อ

งานของ Barger, Schlingemann, Stulz, and Zutter (2008) พบว่าผู้ซื้อที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะจ่ายส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายน้อยกว่าผู้ซื้อที่มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายจะได้รับส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายเพิ่มขึ้นร้อยละ 35 หากผู้ซื้อที่มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากผู้ซื้อที่มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนจะคาดหวังประโยชน์จากการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมมือกันมากกว่าผู้ซื้อที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

7) กลุ่มอุตสาหกรรม

งานของ Gaspar, Massa, and Matos (2005) พบว่าการควบรวมกิจการที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันของทั้งผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายจะส่งผลให้มีส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายสูงกว่าการควบรวมกิจการคนละอุตสาหกรรม ในขณะที่งานศึกษาของ Alexandridis et al. (2013) พบว่า การควบรวมกิจการคนละอุตสาหกรรมไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขาย สอดคล้องกับงานศึกษาของ Gerritsen (2015) ที่พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขาย เช่นเดียวกันกับงานศึกษาของ Ismail (2011) ที่พบว่ากลุ่มธุรกิจไม่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขาย

8) มูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy)

งานของ Díaz, Azofra, and Gutiérrez (2009) พบว่า หากผู้ซื้อคาดหวังมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันมากเกินไป ก็จะจ่ายเพื่อซื้อกิจการเพิ่มขึ้น โดยเมื่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของผู้ซื้อจะทำให้เกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) แต่อย่างไรก็ตาม หากประเมินมูลค่าซื้อกิจการบริษัทเป้าหมายสูงเกินไปจะทำให้ส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อผลตอบแทนที่เกินปกติของผู้ซื้อ จะทำให้เกิดการจ่ายซื้อกิจการสูงเกินไป (Overpayment)

อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศควบรวมกิจการ

งานของ Hou, Olsson, and Robinson (2000) พบว่า อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศควบรวมกิจการจากทั้งทางด้านผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย ผลที่ได้สอดคล้องกับงานศึกษาของ Asquith and Kim (1982) ที่พบว่าการประกาศควบรวมกิจการส่งผลอย่างมีนัยสำคัญต่อมูลค่าตลาดของทั้งผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย โดยบริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นไปในทางบวกอย่างมากจากการทำการควบรวม ขณะที่ฝ่ายผู้ซื้อ พบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทางบวกเช่นกัน แต่น้อยกว่าฝ่ายบริษัทเป้าหมาย และอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของฝ่ายผู้ซื้อไม่เพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างมีนัยสำคัญหลังการประกาศควบรวมไปแล้ว 1 เดือน สอดคล้องกับ Krishnan, Krishnan, and Lefanowicz (2013) ที่พบว่าผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญในช่วงกรอบเวลาของการประกาศควบรวม 3 วัน และ 5 วัน โดยให้ข้อสังเกตว่าการควบรวมกิจการสามารถสะท้อนถึงการมองเห็นการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันของนักลงทุนในช่วงกรอบเวลาของการประกาศควบรวมกิจการ

งานศึกษาในประเทศไทยพบผลเช่นเดียวกันกับต่างประเทศ รมิตา ปวีตภา, กนกพร สาดเสาเงิน และ ธนกร วุฒิพงษ์ (2559) พบว่า บริษัทเป้าหมายเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในวันที่ -4, -1, 0, 1 ของการประกาศควบรวมกิจการ และพบว่า มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) ของบริษัทเป้าหมาย ในเชิงบวกที่ร้อยละ 2.02 อย่างมีนัยสำคัญในช่วง 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ และ 1 วันหลังการประกาศควบรวมกิจการ และผู้ซื้อเกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ หลังวันที่ประกาศควบรวมกิจการ 1 วัน โดยไม่พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) อย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงก่อนและหลัง 5 วันของวันประกาศควบรวมกิจการ

ส่วนงานศึกษาในระยะยาว Agrawal, Jaffe, and Mandelker (1992) พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังการควบรวมของบริษัทเป้าหมายเป็นไปในทางบวก แต่ขณะเดียวกันก็ได้ทำการทดสอบในระยะยาวเช่นกัน คือช่วง 5 ปีหลังจากการควบรวมกิจการเสร็จสมบูรณ์แล้ว พบว่า บริษัทที่ควบรวมแล้ว มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในด้านลบถึงร้อยละ -10

ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ (Methodology)

ตัวแปร (Variables)

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 Four Weeks Prior to Announcement* คือ ราคาปิดต่อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย ณ 4 สัปดาห์ก่อนการประกาศควบรวมกิจการ

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

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

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

3. อัตราผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) มีหน่วยเป็นทศนิยม ซึ่งคำนวณได้จาก

$$Synergy = \frac{\frac{PV(Synergy)}{\text{Number of Shares of Target @ } t_{-1}}}{\text{Share Price of Company Four Weeks Prior to Announcement}}$$

โดยที่

: $PV(Synergy)$ คือ มูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน

: $\text{Number of Shares of Target @ } t_{-1}$ คือ จำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทเป้าหมาย 1 วัน ก่อนประกาศควบรวมกิจการ

: $\text{Share Price of Company Four Weeks Prior to Announcement}$ คือ ราคาปิดต่อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย ณ 4 สัปดาห์ก่อนประกาศควบรวมกิจการ

มูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน ($PV(Synergy)$) คำนวณได้จากอัตราผลตอบแทนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อ ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ คูณด้วยมูลค่าตลาดรวมของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อ 1 วันก่อนการประกาศควบรวมกิจการ

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

ตารางที่ 1 แสดงความสัมพันธ์ที่คาดหวังกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ (FTP)

ตัวแปร	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์ ที่คาดหวัง	เหตุผล	อ้างอิง
1. อัตราผลตอบแทน ที่คาดหวังจากราคา เป้าหมาย	TPER	(+)	ผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมายใช้ราคาเป้าหมาย ของนักวิเคราะห์ประกอบการกำหนดมูลค่า ซื้อขายกิจการ	Gerritsen (2015)
2. มูลค่าตลาดของ บริษัทเป้าหมาย	LnMktCapTarget	(-)	การควบรวมกิจการที่มีขนาดใหญ่มีความ ซับซ้อนในการดำเนินงานมากขึ้น ส่งผลให้ผู้ ซื้อได้รับประโยชน์ทางเศรษฐกิจได้ยากขึ้น	Alexandridis et al. (2013); Gerritsen (2015)
3. อัตราผลตอบแทน จากมูลค่าเพิ่มจากการ ร่วมกัน	Synergy	(+)	หากผู้ซื้อคาดหวังมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน มากเพียงใด ก็จะจ่ายเพื่อซื้อกิจการเพิ่มขึ้น	Díaz et al. (2009)
4. วิธีการชำระค่าหุ้น ของบริษัทเป้าหมาย	AllCash แทนค่า 1 เมื่อผู้ซื้อ ซื้อกิจการด้วยเงินสดทั้ง หมด	(+)	ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายต้องการส่วนเกิน มูลค่าการซื้อขายที่สูงขึ้น เพื่อชดเชยการ เสียภาษีจากการชำระค่าหุ้นด้วยเงินสด	Gerritsen (2015); Ill and Cheng (1997)
5. การทำข้อเสนอซื้อ หลักทรัพย์	Tender แทนค่า 1 เมื่อมีการทำ Tender Offer	(+)	การทำข้อเสนอซื้อจะเป็นการส่งสัญญาณความ ต้องการซื้อหุ้นที่สูงขึ้นส่งผลให้ราคาหุ้นของ บริษัทเป้าหมายปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นทำให้ ส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการสูง	Gerritsen (2015); Offenberg and Pirinsky (2015)
6. ลักษณะการควบ รวมกิจการ	NotFriendly แทนค่า 1 เมื่อลักษณะ การควบรวมอื่นๆ ที่ไม่ใช่ Friendly	(+)	ลักษณะการควบรวมกิจการแบบไม่เป็นมิตร จะมีการต่อต้านจากบริษัทเป้าหมายโดยการ แข่งขันราคาในการเสนอซื้อกิจการทำให้มี ค่าเฉลี่ยส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการสูงกว่า	Franks and Mayer (1996); Gerritsen (2015)
7. สถานะของผู้ซื้อ	DummyAcquirer PublicStatus แทนค่าด้วย 1 เมื่อผู้ซื้อจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์	(+)	ผู้ซื้อเป็นบริษัทจดทะเบียน จะมุ่งหวังถึง ประโยชน์ของการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการ ร่วมมือกันในการดำเนินธุรกิจ ส่งผลให้ ส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการสูงกว่า	Bargeron et al. (2008); Gerritsen (2015)
8. การควบรวมภายใน อุตสาหกรรมเดียวกัน หรือต่างกัน	SameSIC4 แทนค่าด้วย 1 เมื่อเป็นการควบรวมกิจการใน อุตสาหกรรมเดียวกัน	(+)	การควบรวมกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน จะถูกคาดหวังด้านการแบ่งปันทรัพยากรที่ใช้ ในการดำเนินธุรกิจระหว่างผู้ซื้อและบริษัท เป้าหมายส่งผลให้เกิดความคาดหวังในการ เกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน	Gaspar et al. (2005)
9. การควบรวมภายใน กลุ่มธุรกิจเดียวกัน หรือ ต่างกัน	SameSIC2 แทนค่าด้วย 1 เมื่อเป็นการควบรวม กิจการในกลุ่มธุรกิจ เดียวกัน	(+)	การควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกันจะ เกิดการเอื้อประโยชน์ในการร่วมมือกันตาม สายธุรกิจตั้งแต่น้ำจนถึงปลายน้ำ ลดความ เสี่ยงของการขาดแคลนปัจจัยการผลิต เพิ่ม ช่องทางในการจัดจำหน่าย และการเพิ่มส่วน แบ่งตลาด	Ismail (2011)

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study)

1. อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return; CAR)

ผู้วิจัยแบ่งช่วงการศึกษาผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติสะสมของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อรวมกันออกเป็น 4 ช่วง ตามการศึกษาของ (Hayward & Hambrick, 1997; Krishnan, et al., 2013) ได้แก่ ณ วันประกาศควบรวม (Announcement date; t_0) และผลตอบแทนสะสมในช่วง 3 (3 Days Window; $t \pm 1$), 5 (5 Days Window; $t \pm 2$) และ 11 (11 Days Window; $t \pm 5$) วันทำการรอบวันประกาศควบรวม

ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่า บริษัทเป้าหมายจะเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันโดยมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสมเชิงบวก เนื่องจากนักลงทุนในตลาดมีความคาดหวังต่อการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันจากการควบรวมกิจการ โดยเฉพาะในระยะสั้นใกล้ช่วงประกาศการควบรวมกิจการ ในขณะที่ของผู้ซื้อผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่าจะเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันโดยมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสมเชิงลบ เนื่องจากมีความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนของการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันจากการควบรวมกิจการในอนาคตตามที่คาดหวัง และของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อรวมกันผู้วิจัยตั้งสมมติฐานว่าจะเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันโดยมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสมเชิงลบ เนื่องจากผู้วิจัยเชื่อว่าอาจต้องใช้เวลาระยะหนึ่งหลังจากการควบรวมกิจการจึงจะเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน ดังนั้นในระยะสั้นหลังจากการควบรวมกิจการจะเกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสมเชิงลบ

2. แบบจำลอง และวิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)

2.1 แบบจำลองและวิธีการทางสถิติที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อ

กิจการ (FTP)

ผู้วิจัยแบ่งการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (ตัวแปรตาม (Y): FTP) เป็น 5 Model ดังนี้

Model 1: ศึกษาว่าปัจจัยใดบ้างที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP)

$$FTP_i = \beta_0 + \beta_1(TPER_i) + \beta_2(\ln MktCapTarget_i) + \beta_3(AllCash_i) + \beta_4(Tender_i) + \beta_5(NotFriendly_i) + \beta_6(AcqPublic_i) + \beta_7(SameSIC4_i) + \beta_8(AnnouncementYear_i) + \varepsilon_i$$

Model 2: ศึกษาการควบรวมกิจการในกรณีที่ผู้ซื้อ มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ และกรณีที่ผู้ซื้อ มีสถานะอื่นที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) แตกต่างกันหรือไม่ โดยใช้แบบจำลอง Intercept and Slope Dummy Variables คือการนำ AcqPublic คูณกับตัวแปรอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) และมูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย ($\ln MktCapTarget$)

$$FTP_i = \beta_0 + \beta_1(TPER_i) + \beta_2(LnMktCapTarget_i) + \beta_3(AllCash_i) + \beta_4(Tender_i) + \beta_5(NotFriendly_i) + \beta_6(AcqPublic_i) + \beta_7(SameSIC4_i) + \beta_8(AcqPublic \cdot TPER_i) + \beta_9(AcqPublic \cdot LnMktCapTarget_i) + \beta_{10}(AnnouncementYear_i) + \varepsilon_i$$

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

$$FTP_i = \beta_0 + \beta_1(TPER_i) + \beta_2(LnMktCapTarget_i) + \beta_3(AllCash_i) + \beta_4(Tender_i) + \beta_5(NotFriendly_i) + \beta_6(SameSIC4_i) + \beta_7(Synergy) + \varepsilon_i$$

Model 4: ศึกษาการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกันหรือต่างกัน โดยใช้รหัสมาตรฐานอุตสาหกรรม (SIC) 2 หลักแรก (SameSIC2)

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

Model 5: ศึกษาว่ารูปแบบการควบรวมกิจการมีผลต่อ FTP อย่างไรโดยใช้รหัสมาตรฐานอุตสาหกรรม (Standard Industrial Classification; SIC) 2 หลักแรกในการจำแนกข้อมูลออกเป็น 2 กลุ่ม คือ 1. การควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน (การควบรวมแบบแนวนอนและแนวตั้ง) 2. การควบรวมกิจการคนละกลุ่มธุรกิจ (การรวมกิจการระหว่างกิจการซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กัน) โดยนำข้อมูลแต่ละกลุ่มมาศึกษาแยกกัน ทั้งนี้ เนื่องจากผู้วิจัยให้ความสนใจรูปแบบการควบรวมกิจการแบบแนวนอนและแนวตั้ง ซึ่งเป็นการควบรวมกิจการตามกลุ่มหลักจึงไม่ได้ทำการศึกษารูปแบบการควบรวมกิจการในกลุ่มย่อยที่ใช้รหัส SIC 4 หลักในการจำแนกข้อมูล

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

2.2 แบบจำลองและวิธีการทางสถิติที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขาย อิสระ (Stand-alone FTP)

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

Model 6: ศึกษาว่าหากนำปัจจัยผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันหักผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Stand-alone FTP) ปัจจัยต่างๆโดยเฉพาะปัจจัยอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) จะยังคงมีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายหรือไม่ โดย Synergy คำนวณได้จากราคาตลาดจึงใช้ข้อมูลเฉพาะที่ทั้งผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

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

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

1. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขาย

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

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีจำนวนทั้งหมด 124 ข้อมูล โดยมีรายละเอียดตัวแปร แสดงในตารางที่ 2 และ 3

ตารางที่ 2 แสดงรายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ดังนี้ FTP: Final Takeover Premiums, TPER: Target Price Implied Expected Return, LnMktCapTarget: Market Capitalization of the Target Company และ Synergy: อัตราผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน

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
Synergy (หน่วย: ทศนิยม)	23	0.0634	0.0980	0.1904	-0.0414	0.8539

2. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study)

ในงานศึกษา Event Study มีการเก็บข้อมูลมูลค่าตลาด และดัชนีราคารายหมวดธุรกิจ (Sector Index) ของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ดำเนินการควบรวมกิจการเสร็จสิ้นแล้วตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง 2563 จาก Bloomberg ผู้วิจัยแบ่งกลุ่มข้อมูลเป็น 3 กลุ่ม โดยมีรายละเอียด ดังนี้

ตารางที่ 3 แสดงจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่ผิดปกติสะสมจากการประกาศควบรวมกิจการ

ข้อมูล	จำนวน
บริษัทเป้าหมาย	112
ผู้ซื้อ	23
บริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อ	23

หมายเหตุ: บริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผู้วิจัยแบ่งกลุ่มข้อมูลของผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายตามหมวดธุรกิจของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษา (Results)

ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium)

1. ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (ตัวแปรตาม (Y): FTP)

ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อ FTP ดังแสดงในตารางที่ 4 โดยการศึกษาของ Model 1 พบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมด การทำ Tender Offer และลักษณะการควบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร (Neutral, Hostile and Unknow) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ และมูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย ($\ln \text{MktCapTarget}$) 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) แตกต่างกันหรือไม่ โดยผลการศึกษาพบว่าตัวแปร AcqPublic TPER และ $\text{AcqPublic} \ln \text{MktCapTarget}$ มีค่าเท่ากับ 0 จึงสรุปได้ว่า ไม่จำเป็นต้องทำการศึกษาแยกระหว่างสถานะผู้ซื้อที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์และสถานะอื่น เนื่องจากสถานะของผู้ซื้อที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) ไม่แตกต่างกัน

นอกจากนี้พบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมด การทำ Tender Offer ลักษณะการควบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร (Neutral, Hostile and Unknow) และการควบรวมในอุตสาหกรรมเดียวกัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ และมูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย ($\ln \text{MktCapTarget}$) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

ในขณะที่ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมายที่ผู้ซื้อ มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ

ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้ ผู้วิจัยคาดว่าอาจเกิดจากผู้ซื้อที่มีสถานะเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีอำนาจการต่อรองสูงกว่าผู้ซื้อที่มีสถานะอื่น

การศึกษาใน Model 3 ผู้วิจัยศึกษาเพิ่มเติมว่า ผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ (FTP) หรือไม่ โดยผลการศึกษา Model 3 พบว่า ผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมด การทำ Tender Offer และการควบรวมกิจการภายในอุตสาหกรรมเดียวกัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และพบว่ามูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย (LnMktCapTarget) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ และพบว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) ไม่สามารถอธิบายส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ (FTP) ได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้ ผู้วิจัยคาดว่า เนื่องจากผู้ซื้อเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น ในการดำเนินการควบรวมกิจการจะมีการจ้างที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อประเมินมูลค่าของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อจึงอาจไม่ได้ใช้การอ้างอิงราคาเป้าหมายจากนักวิเคราะห์ นอกจากนี้ ลักษณะการควบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร (Neutral, Hostile and Unknow) ไม่สามารถอธิบายส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ (FTP) ได้เช่นเดิม

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

อย่างไรก็ตาม ในการศึกษา Model 3 จำนวนของกลุ่มตัวอย่างมีปริมาณน้อยมาก เพียง 23 ข้อมูล จึงอาจทำให้ผลการศึกษาเกิดความคลาดเคลื่อนได้

นอกจากนี้ผู้วิจัยให้ความสนใจในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ (FTP) ในการควบรวมในกลุ่มธุรกิจเดียวกันและต่างกัน โดยใช้รหัสมาตรฐานอุตสาหกรรม (SIC) 2 หลักแรก (SameSIC2) ผลการศึกษา Model 4 พบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) การชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมด การทำ Tender Offer และลักษณะการควบรวมกิจการที่ไม่ใช่แบบเป็นมิตร (Neutral, Hostile and Unknow) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ และมูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย (LnMktCapTarget) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขาย

กิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ นอกจากนี้ยังพบว่าผู้ซื้อที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ไม่สามารถอธิบายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) ได้อย่างมีนัยสำคัญ

ในการศึกษา Model 5 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 และพบว่า มูลค่าตลาดของบริษัทเป้าหมาย ($\ln \text{MktCapTarget}$) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ

ทั้งนี้ ปัจจัยที่ผู้วิจัยให้ความสนใจคือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) ในการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน และคนละกลุ่มธุรกิจ หรือไม่ ซึ่งจากการศึกษาพบว่า ในการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) ไม่สามารถอธิบายส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) ได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าอาจเกิดจากการที่ผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายอยู่ในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน ทำให้มีความรู้ความชำนาญในธุรกิจ รวมถึงทราบข้อมูลเฉพาะหรือข้อมูลเชิงลึกในธุรกิจมากกว่า จึงใช้การประเมินราคาภายในของผู้ซื้อในการเสนอมูลค่าการซื้อกิจการมากกว่าอัตราราคาเป้าหมายเฉลี่ยจากนักวิเคราะห์ ประกอบกับการศึกษาในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน จำนวนของกลุ่มตัวอย่างมีปริมาณน้อยมากเพียง 27 ข้อมูล จึงอาจทำให้ผลการศึกษามีความคลาดเคลื่อน ในขณะที่การควบรวมคนละกลุ่มธุรกิจพบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย (TPER) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และผลเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของ Gerritsen (2015)

ตารางที่ 4 แสดงผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ (FTP) ของ Model 1 - Model 5 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)	Model 4 Coefficient (Standard Error)	Model 5 Coefficient (Standard Error)	
						กลุ่มธุรกิจเดียวกัน (SIC 2 หลักแรกเหมือนกัน)	กลุ่มธุรกิจต่างกัน (SIC 2 หลักแรกต่างกัน)
TPER (หน่วย: ทศนิยม)	(+)	0.1630*** (0.0329)	0.1806*** (0.0344)	-0.3145 (0.2167)	0.1700*** (0.0297)	-0.0530 (0.1786)	0.1681*** (0.0329)
LnMktCapTarget (หน่วย: ล้านบาท)	(-)	-0.0464** (0.0192)	-0.0449** (0.0209)	-0.1762* (0.2425)	-0.0367** (0.0174)	-0.0477 (0.0785)	-0.0499** (0.0201)
AllCash	(+)	0.2191** (0.0192)	0.2244** (0.1050)	0.2789** (0.0887)	0.1638* (0.0925)	0.7767*** (0.2213)	0.1695 (0.1193)
Tender	(+)	0.1827** (0.0699)	0.1851** (0.0729)	0.4290*** (0.1165)	0.1486** (0.0626)	-0.2548 (0.1731)	0.1480* (0.0776)
NotFriendly	(+)	0.1372** (0.6281)	0.1539** (0.0650)	0.0620 (0.0808)	0.1175** (0.0568)	0.1208 (0.1929)	0.1177 (0.0709)
AcqPublic	(+)	-0.0460 (0.6934)	0.2877 (0.5396)		-0.0461 (0.0646)	0.2751* (0.1408)	-0.0202 (0.0825)
SameSIC4	(+)	0.1155 (0.8421)	0.1633* (0.0880)	0.4337** (0.1467)			
SameSIC2	(+)				-0.0072 (0.6623)		
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	122	27	91
Residual Sum of Squares (RSS)		7.5368	7.7323	0.8904	6.1721	0.3400	4.4044
F-test		3.6058***	3.6894***	22.2836***	3.9382***	5.0099***	4.6081***
R-Square		0.4689	0.4998	0.6619	0.4803	0.9044	0.5838
Adjusted R-squared		0.3389	0.3643	0.5041	0.3583	0.7239	0.4571

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

Model 1, 2, 4, 5 ใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบ Robust Regression โดยค่าในวงเล็บคือ Standard Error และ Model 3 ใช้การวิเคราะห์การถดถอยแบบ Ordinary Least Squares (OLS) โดยค่าในวงเล็บคือ Robust Standard Error

2. ผลการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ของการประกาศควบรวมกิจการ (Abnormal Return) ของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกัน

ผลการศึกษาพบว่า บริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในทุกช่วงที่ทำการศึกษา ซึ่งหมายความว่าบริษัทเป้าหมายเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน ดังแสดงในตารางที่ 5 ในขณะที่พบว่า ผู้ซื้อ มีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ และช่วง 5 วันก่อนประกาศถึง 5 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ ดังแสดงในตารางที่ 6 และเมื่อศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของบริษัทเป้าหมาย และผู้ซื้อพร้อมกันพบว่า มีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ และช่วง 1 วันก่อนประกาศถึง 1 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ ดังแสดงในตารางที่ 7

อย่างไรก็ตามในการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของผู้ซื้อ และของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกัน จำนวนของกลุ่มตัวอย่างมีจำนวนน้อยมากเพียง 23 ข้อมูล จึงอาจทำให้ผลการศึกษาความคลาดเคลื่อนได้ โดยผลการศึกษาในส่วนของบริษัทเป้าหมายเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และสอดคล้องกับงานศึกษาของ Sanders and Zdanowicz (1992) ที่พบว่า บริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสูง ซึ่งแสดงถึงความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนที่คาดหวังต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของบริษัทเป้าหมายจากการถูกเข้าซื้อกิจการ แต่ในส่วนของผู้ซื้อและส่วนของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อพร้อมกันไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ทั้งนี้ ผลการศึกษาเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของ Asquith and Kim (1982) ที่พบว่าการประกาศควบรวมกิจการส่งผลต่อมูลค่าตลาดของทั้งบริษัทผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมาย อย่างมีนัยสำคัญโดยบริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเป็นไปในทางบวกอย่างมากจากการควบรวมกิจการ และผู้ซื้อ มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติทางบวกเช่นกันแต่น้อยกว่าบริษัทเป้าหมาย และเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานศึกษาของ รมิตา ปวิดาภา, กนกพร สาดเสาเงิน และ ธนกร วุฒิพงษ์ (2559) ที่พบว่า บริษัทเป้าหมายเกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (AAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ -4, -1, 0, 1 ของการประกาศควบรวมกิจการ และมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในเชิงบวกที่ร้อยละ 2.02 อย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงก่อนและหลัง 1 วันของวันประกาศควบรวมกิจการ ในขณะที่ผู้ซื้อเกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ (AAR) ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ในวันที่ 1 หลังการประกาศควบรวมกิจการ โดยไม่

พบว่ามียอดผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) อย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงก่อนและหลัง 5 วันของวันประกาศควบรวมกิจการ

จากผลการศึกษา ผู้วิจัยคาดว่า การที่ไม่พบอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของบริษัทเป้าหมาย และผู้ซื้อรวมกันในช่วงการศึกษาอื่น ในขณะที่พบว่าบริษัทเป้าหมายมียอดผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในทุกช่วงที่ทำการศึกษา อาจเป็นผลจากค่าน้ำหนักในการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) รวม โดยผู้ซื้อมีค่าน้ำหนักของมูลค่าตลาดที่มากกว่าบริษัทเป้าหมายส่งผลให้ไม่พบอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) รวม ในช่วง 2 วันก่อนประกาศถึง 2 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ (5 Days Window) และช่วง 5 วันก่อนประกาศถึง 5 วันหลังประกาศควบรวมกิจการ (11 Days Window) ประกอบกับการศึกษาหลายงานที่แสดงให้เห็นว่านโยบายด้านกลยุทธ์และผลประโยชน์ที่จะได้จากการควบรวมกิจการที่ทางผู้ซื้อประกาศส่วนใหญ่จะยังไม่ชัดเจนเพียงพอที่จะสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้นและนักลงทุนได้ (Capron & Pistre, 2002) จึงไม่พบอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศควบรวมกิจการ (Abnormal Return) จากทางฝ่ายผู้ซื้อ ขณะที่นักลงทุนในตลาดมองว่าประโยชน์ที่ได้จากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันจะเกิดขึ้นกับบริษัทเป้าหมายมากกว่าโดยเฉพาะในระยะสั้นใกล้ช่วงประกาศการควบรวมกิจการ (Agrawal et al., 1992)

ตารางที่ 5 แสดงผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ของบริษัทเป้าหมาย

ช่วงเวลา	Obs	CAAR	SD	Max	Min	t-test	Standard Error
CAAR (0)	112	1.14%	5.04%	27.73%	-21.65%	2.4027**	0.0048
CAAR (-1, +1)	112	3.74%	11.08%	47.49%	-50.05%	3.5692**	0.0105
CAAR (-2, +2)	112	4.45%	12.52%	73.63%	-48.09%	3.7617**	0.0118
CAAR (-5, +5)	112	7.80%	18.64%	81.26%	-52.20%	4.4287**	0.0176

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

ตารางที่ 6 แสดงผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ของผู้ซื้อ

ช่วงเวลา	Obs	CAAR	SD	Max	Min	t-test	Standard Error
CAAR (0)	23	1.39%	2.29%	6.75%	-2.27%	2.8996**	0.0048
CAAR (-1, +1)	23	1.27%	4.83%	13.00%	-13.69%	1.2649	0.0101
CAAR (-2, +2)	23	1.08%	6.26%	13.51%	-11.89%	0.8243	0.0131
CAAR (-5, +5)	23	3.47%	9.64%	22.34%	-19.35%	1.7251**	0.0201

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

ตารางที่ 7 แสดงผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ของบริษัทเป้าหมาย และผู้ซื้อพร้อมกัน

ช่วงเวลา	Obs	CAAR	SD	Max	Min	t-test	Standard Error
CAAR (0)	23	1.39%	1.65%	4.49%	-0.90%	4.0473**	0.0034
CAAR (-1, +1)	23	1.27%	3.16%	7.68%	-6.25%	1.9326**	0.0066
CAAR (-2, +2)	23	1.48%	5.42%	13.51%	-9.24%	1.3099	0.0113
CAAR (-5, +5)	23	4.24%	12.13%	48.08%	-17.62%	1.6770	0.0253

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

สรุปและอภิปรายผล (Conclusion)

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) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ และพบว่าการชำระค่าหุ้นด้วยเงินสดทั้งหมด (All-cash Offer) การทำ Tender Offer การควบรวมภายในอุตสาหกรรมเดียวกัน และผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ (FTP) อย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากนักลงทุนในตลาดมีความคาดหวังต่อการเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันจากการควบรวมกิจการ โดยเฉพาะในระยะสั้นใกล้ช่วงประกาศการควบรวมกิจการ

ทั้งนี้ ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการในกลุ่มธุรกิจต่างกัน (SIC 2 หลักแรกต่างกัน) พบว่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Gerritsen (2015) ขณะที่ในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน (SIC 2 หลักแรกเหมือนกัน) พบว่า อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากราคาเป้าหมาย ไม่มีความสัมพันธ์ต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อขายกิจการ ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าอาจเกิดจากการที่ผู้ซื้อและบริษัทเป้าหมายอยู่ในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน ทำให้มีความรู้ความชำนาญในธุรกิจ รวมถึงทราบข้อมูลเฉพาะหรือข้อมูลเชิงลึกในธุรกิจมากกว่า จึงใช้การประเมินราคาภายในของผู้ซื้อในการเสนอมูลค่าการซื้อขายกิจการมากกว่าอัตราค่าเป้าหมายเฉลี่ยจากนักวิเคราะห์

ในส่วนของการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) พบว่า บริษัทเป้าหมายมี CAAR ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญในทุกช่วงที่ทำการศึกษา บริษัทเป้าหมายเกิดมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ และสอดคล้องกับงานศึกษาของ Sanders and Zdanowicz (1992) ที่พบว่า บริษัทเป้าหมายมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสูง ซึ่งแสดงถึงความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนที่คาดหวังต่อการเกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติของบริษัทเป้าหมายจากการถูกเข้าซื้อกิจการ

ขณะที่พบว่า ผู้ซื้อมี CAAR ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ วันที่ประกาศควบรวมกิจการ ซึ่งไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ที่มีการศึกษาหลายงานที่แสดงให้เห็นว่านโยบายด้านกลยุทธ์และผลประโยชน์ที่จะได้จากการควบรวมกิจการที่ทางผู้ซื้อประกาศส่วนใหญ่จะยังไม่ชัดเจนเพียงพอที่จะสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้นและนักลงทุนได้ (Capron & Pistre, 2002) จึงไม่พบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศควบรวมกิจการ (Abnormal Return) จากทางฝ่ายผู้ซื้อ ขณะที่นักลงทุนในตลาดมองว่าประโยชน์ที่ได้จากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกันจะเกิดขึ้นกับบริษัทเป้าหมายมากกว่าโดยเฉพาะในระยะสั้นใกล้ช่วงประกาศการควบรวมกิจการ (Agrawal et al., 1992)

อย่างไรก็ตามในงานศึกษานี้มีข้อจำกัดเนื่องจากในประเทศไทยมีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) ในมุมมองของผู้ซื้อค่อนข้างจำกัด ประกอบกับจำนวนของกลุ่มตัวอย่างมีปริมาณไม่มากนัก จึงอาจทำให้มีข้อจำกัดในการแบ่งกลุ่มข้อมูลเพื่อศึกษา

ดังนั้นผู้วิจัยเสนอแนะให้ผู้สนใจ ศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลตอบแทนจากมูลค่าเพิ่มจากการร่วมกัน (Synergy) มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium) หรือไม่ รวมถึงการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อส่วนเกินมูลค่าการซื้อกิจการ (Takeover Premium) ในการควบรวมกิจการในกลุ่มธุรกิจเดียวกัน โดยขยายขอบเขตของกลุ่มตัวอย่างที่จะศึกษาให้มีจำนวนเพิ่มมากขึ้น รวมถึงศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากการประกาศควบรวมกิจการ (Abnormal Return) ของบริษัทเป้าหมาย ผู้ซื้อ และของบริษัทเป้าหมายและผู้ซื้อร่วมกัน โดยศึกษาในช่วงเวลาที่ยาวออกไป

บรรณานุกรม (References)

- รณิศา ปวีณา, กนกพร สาดเสาเงิน และ ธนกร วุฒิพงษ์. (2559). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศควบรวมกิจการ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระการจัดการมหาบัณฑิต). วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล, กรุงเทพมหานคร.
- อัญญา ชันธวิทย์. (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 Premium 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.
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). When Do Acquirers Earn Abnormal Returns? *Strategic Management Journal*, 23(9), 781-794.

- 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.
- 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.
- Ill, 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.
- 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.
- Sanders, R., & Zdanowicz, J. (1992). Target Firm Abnormal Returns and Trading Volume around the Initiation of Change in Control Transactions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(1), 109-129.
- 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.