

ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินทุนกับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจ
ในการควบรวมกิจการ ก่อนและหลังการประกาศใช้
พระราชกฤษฎีกาฉบับที่ 542 (พ.ศ. 2555)

THE RELATIONSHIP BETWEEN CAPITAL GAINS AND THE CHOICES OF
PAYMENT METHOD IN MERGER AND ACQUISITION BEFORE AND AFTER
ADOPTION OF ROYAL DECREE ISSUED NO.542 B.E. 2555

ताल बरुणसु¹
चिरुषु नुमतरकुल²

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินทุนกับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจในการควบรวมกิจการ ก่อนและหลังการประกาศใช้พระราชกฤษฎีกาฉบับที่ 542 (พ.ศ. 2555) ซึ่งเป็นกฎหมายว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากรสำหรับการควบรวมกิจการด้วยการแลกหุ้น ประชากรที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ทำคำเสนอซื้อเพื่อเข้าครอบงำกิจการ (Tender Offer) จากข้อมูลการควบรวมกิจการของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ข้อมูลสถิติการทำคำเสนอซื้อในช่วงระยะเวลาดังตั้งปี พ.ศ. 2549-2558 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 10 ปี ประกอบด้วย 6 ปีก่อนปีที่มีการประกาศใช้พระราชกฤษฎีกาฉบับที่ 542 (พ.ศ. 2555) และ 3 ปีหลังปีที่มีการประกาศใช้พระราชกฤษฎีกาฉบับที่ 542 (พ.ศ. 2555) และปีที่มีการประกาศใช้พระราชกฤษฎีกาฉบับที่ 542 (พ.ศ. 2555) รวมจำนวนทั้งสิ้น 148 บริษัท ในจำนวนนี้มีบริษัทที่ไม่เข้าหลักเกณฑ์และต้องนำออกจากบริษัทตัวอย่างจำนวน 28 บริษัท คงเหลือบริษัทตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 120 บริษัท สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบไปด้วย การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistical analysis) การวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก (Logistic regression analysis) โดยวัดค่าตัวแปรแบบ Binary variable เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินทุนกับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจในการควบรวมกิจการ ก่อนและหลังการประกาศใช้พระราชกฤษฎีกาฉบับที่ 542 (พ.ศ. 2555) และการวิเคราะห์สถิตินอนพารามेटริก (Non-parametric test) โดยการทดสอบด้วย Mann-Whitney U Test เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างของกำไรส่วนเกินทุนก่อนและหลังการประกาศใช้พระราชกฤษฎีกาฉบับที่ 542 (พ.ศ. 2555) ตามวิธีจ่ายซื้อธุรกิจ ผลการศึกษาจากการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติกไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินทุนกับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจในการควบรวมกิจการ ก่อนและหลังการประกาศใช้พระราชกฤษฎีกาฉบับที่ 542 (พ.ศ. 2555) ผลการศึกษายังพบว่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10 นอกจากนี้ผู้ศึกษาได้ทำการทดสอบความแกร่งของผลลัพธ์ (Robustness test) โดยการตัดข้อมูลกลุ่มตัวอย่างสำหรับช่วงระยะเวลา 1 ปีก่อนการประกาศใช้

¹ นักศึกษาปริญญาโท หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต และวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการภาษีอากร, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย Email: tam19052013@gmail.com

² ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

พระราชกฤษฎีกาฉบับที่ 542 (พ.ศ. 2555) จำนวน 7 บริษัทออกจากกรวิเคราะห์ คงเหลือจำนวนบริษัทตัวอย่างในการทดสอบทั้งสิ้น 113 บริษัท ผลการทดสอบยังคงให้ผลลัพธ์เช่นเดิม กล่าวคือ ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินทุนกับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจในการควบรวมกิจการ ก่อนและหลังการประกาศใช้พระราชกฤษฎีกาฉบับที่ 542 (พ.ศ. 2555) อย่างไรก็ตามผลการศึกษาจากการวิเคราะห์สถิติอนพารามेटริกพบความแตกต่างของกำไรส่วนเกินทุนก่อนและหลังการประกาศใช้พระราชกฤษฎีกาฉบับที่ 542 (พ.ศ. 2555) สำหรับวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้น ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

คำสำคัญ: กำไรส่วนเกินทุน การควบรวมกิจการ วิธีจ่ายซื้อธุรกิจ

Abstract

This study investigates the relationship between capital gains and the choices of payment method in merger and acquisition before and after adoption of Royal Decree issued no.542 B.E. 2555, the law on corporate income tax exempt for a merger with share swap. The population of this study included the companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) that made the tender offer during B.E. 2549 and B.E. 2558, period of 10 years include 6 years prior the law adoption, the year the law adoption and 3 years after the law adoption. Based on the database of SEC, there are 148 companies making the tender offers over the 10 years period; however, 28 companies are needed to be removed from the study due to their purposes of merger and acquisition, resulting in 120 companies in total. The statistics used in the study consisted of Descriptive Statistical Analysis, Binary Logistic Regression Analysis in order to investigate the relationship between capital gain and the choices of payment method in merger and acquisition before and after a law adoption, and Mann-Whitney U Test which is Non-parametric Test in order to differentiate the capital gains before and after the law adoption on a merger and acquisition for each payment method. The results from Logistic Regression Analysis indicate that there is no relationship between capital gain and the choices of payment method on a merger and acquisition before and after the law adoption; however, it is found that Market-to-Book ratio positively correlated with share payment method at the statistical significance level of 0.10. Moreover, the study conducts Robustness Test by cutting the sample in the grey period of one year before the law adoption. The results confirm the original findings. The findings from Mann-Whitney U Test identify the difference of capital gain between before and after the law adoption at the statistical significance level of 0.10 for share payment method.

Keywords: Capital Gains, Mergers and Acquisitions, Method of Payments

บทนำ

การควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions : M&A) เป็นกลยุทธ์ทางธุรกิจหรือเครื่องมือในการจัดการทางธุรกิจ ซึ่งนับเป็นกลยุทธ์ทางการเงินที่ช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นได้มากที่สุดวิธีหนึ่ง ทำให้

ธุรกิจเติบโตอย่างก้าวกระโดดและสร้างรายได้เปรียบทางการแข่งขัน กล่าวคือ การควบรวมกิจการเป็นกลไกสำคัญในการจัดสรรทรัพยากรต่างๆ ให้ถูกใช้อย่างมีประสิทธิภาพและมีประสิทธิภาพ ทั้งด้านการผลิต การตลาด การบริหารจัดการ และสุดท้ายเพิ่มศักยภาพการแข่งขันของประเทศ ซึ่งกระแสโลกาภิวัตน์ในปัจจุบันส่งเสริมให้มีการควบรวมกิจการข้ามชาติข้ามพรมแดนมากขึ้นเป็นจำนวนหลายเท่าตัวในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา และเป็นการส่งเสริมการลงทุนข้ามชาติหรือการลงทุนโดยตรง (Foreign Direct Investment : FDI) ซึ่งพิสูจน์แล้วว่าเป็นเครื่องมือการกระจายและการถ่ายโอนเทคโนโลยีทางการผลิต การตลาด การบริหารจัดการ ที่มีประสิทธิภาพมากที่สุดนับตั้งแต่หลังสงครามโลกเป็นต้นมา (บรรยง พงษ์พานิช, 2555)

อย่างไรก็ตามปัญหาและอุปสรรคที่สำคัญอย่างหนึ่งในการควบรวมกิจการของภาคธุรกิจนั้นคือ ปัญหาอุปสรรคทางด้านภาษีอากร ดังนั้นเพื่อเป็นการลดอุปสรรคด้านภาษีอากรในการควบรวมกิจการตามแผนพัฒนาตลาดทุนไทยปี พ.ศ. 2552-2556 ภาครัฐจึงบัญญัติกฎหมายเป็นพระราชกฤษฎีกาออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร (ฉบับที่ 542) พ.ศ. 2555 (พ.ร.ฎ. (ฉ. 542)ฯ) โดยยกเว้นภาษีเงินได้ให้แก่บริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคล สำหรับประโยชน์ที่ได้รับจากการที่ผู้ประกอบการซึ่งเป็นบริษัทควบเข้ากันหรือโอนกิจการทั้งหมดให้แก่กัน ซึ่งตราเป็นเงินได้เกินกว่าทุน (Capital gains) ตามที่กำหนดไว้ในมาตรา 5 สัตตรส แห่งพระราชกฤษฎีกาออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร (ฉบับที่ 10) พ.ศ. 2500 ซึ่งแก้ไขเพิ่มเติมโดยพระราชกฤษฎีกาออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร (ฉบับที่ 341) พ.ศ. 2541 ซึ่งยังไม่สอดคล้องกับวัตถุประสงค์ของแผนพัฒนาตลาดทุนไทยที่กำหนดไว้ ซึ่งมุ่งหมายจะส่งเสริมและสนับสนุนบริษัทที่ตั้งขึ้นตามกฎหมายไทยให้มีการปรับโครงสร้างกิจการ ด้วยการควบเข้ากันหรือโอนกิจการทั้งหมดให้แก่กันโดยวิธีโอนหุ้นเพื่อแลกกับหุ้นในบริษัทใหม่ที่ตั้งขึ้นหรือบริษัทที่รับโอนกิจการ อันจะทำให้บริษัทใหม่ที่ตั้งขึ้นหรือบริษัทที่รับโอนกิจการธุรกิจสามารถประกอบการได้อย่างต่อเนื่อง (ประมวลรัษฎากรฉบับอิเล็กทรอนิกส์, 2559)

จากเจตนารมณ์ในการออกกฎหมายเพื่อใช้เป็นมาตรการสนับสนุนส่งเสริมตลาดทุนให้เกิดการควบรวมกิจการด้วยการยกเว้นภาษีสำหรับธุรกรรมการควบรวมกิจการดังที่กล่าวมานั้น ทำให้ผู้ศึกษาเห็นความสำคัญของการควบรวมกิจการและต้องการศึกษาว่าเมื่อกฎหมายยกเว้นภาษีสำหรับเงินได้เกินกว่าทุนในธุรกรรมการเข้าครอบงำกิจการด้วยการจ่ายด้วยหุ้นซึ่งมีผลบังคับใช้ในปี พ.ศ. 2555 เป็นต้นมานั้นจะเป็นปัจจัยที่ส่งผลให้บริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลเลือกวิธีการจ่ายซื้อธุรกิจเพื่อการเข้าครอบงำกิจการด้วยหุ้น เงินสดหรือเลือกจ่ายทั้งสองวิธี หรือมีปัจจัยอื่นใดบ้างที่อาจส่งผลให้บริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลที่ควบรวมกิจการเลือกวิธีการจ่ายซื้อธุรกิจเพื่อเข้าครอบงำกิจการ

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินทุนกับการเลือกวิธีการจ่ายซื้อธุรกิจในการควบรวมกิจการก่อนและหลังการประกาศใช้พระราชกฤษฎีกาออกตามความในประมวลรัษฎากรว่าด้วยการยกเว้นรัษฎากร (ฉบับที่ 542) พ.ศ. 2555

การทบทวนวรรณกรรม

การควบรวมกิจการ

การควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions: M&A) คือ เครื่องมือทางการจัดการทางการเงิน ซึ่งแบ่งออกเป็น การควบรวมและการเข้าซื้อกิจการ โดย Mergers หรือการควบกิจการ หมายถึง การที่กิจการหรือ

บริษัท 2 แห่งขึ้นไป ตกลงรวมกิจการกัน โดยเมื่อรวมกิจการกันแล้วอาจเหลือเพียงบริษัทใดบริษัทหนึ่งเพียงบริษัทเดียวหรืออาจตกลงรวมกิจการกันตั้งเป็นบริษัทใหม่และปิดกิจการบริษัทเดิมทั้งหมด โดยบริษัทใหม่จะออกหุ้นใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม ส่วน Acquisitions หรือการซื้อกิจการ หมายถึง การที่บริษัทหนึ่งเข้าไปซื้อกิจการของอีกบริษัทหนึ่ง โดยบริษัทที่ขายทรัพย์สินยังคงดำเนินกิจการต่อไปได้ เรียกว่า Asset Acquisition หรือกรณีที่บริษัทหนึ่งเข้าไปซื้อทั้งทรัพย์สินและหนี้สินของอีกบริษัทด้วยการซื้อหุ้น จนเป็นผลให้ผู้ถือหุ้นเดิมสูญเสียอำนาจในการบริหาร เรียกว่า Share Acquisition หรือ Take over (โอเคเนชั่น, 2552)

สำหรับการควบรวมกิจการ (Mergers) ในทางภาษากฎคือ กรณีที่นิติบุคคลตั้งแต่สองนิติบุคคลขึ้นไปมีการโอนกิจการหรือทรัพย์สินหรือหุ้นทั้งหมดให้แก่กันไม่ว่าในระดับผู้ถือหุ้นหรือในระดับนิติบุคคลก็ตาม (หากเป็นเพียงการโอนบางส่วนอาจถือเป็นเพียงการเข้าครอบงำกิจการ (Take over) เท่านั้น) (กัมปนาท บุญรอด, 2556)

โดยวิธีการควบรวมกิจการอาจแบ่งได้เป็น 3 วิธีดังนี้

1. การได้มาซึ่งหุ้น (Share acquisition) โดยที่กิจการแห่งหนึ่งเข้าไปซื้อหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงของกิจการอีกแห่งหนึ่งทั้งหมดหรือบางส่วน โดยกิจการที่เข้าไปซื้อหุ้นนั้นอาจจะเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารหรือไม่ก็ได้ การได้มาดังกล่าวอาจทำได้ 2 วิธี คือ

1.1 การซื้อหุ้น (Share purchase) หมายถึง การที่บริษัทหนึ่งเข้าซื้อหุ้นในกิจการอีกแห่งหนึ่งซึ่งเป็นบริษัทเป้าหมาย (Target company) ในจำนวนที่ทำให้สามารถเข้าควบคุมบริหารจัดการในบริษัทเป้าหมายได้โดยการชำระค่าหุ้นด้วยเงินสด

1.2 การแลกหุ้น (Share swap) สามารถทำได้หลายวิธี แต่วิธีที่นิยมกันคือ บริษัทผู้เสนอซื้อหุ้นของบริษัทเป้าหมาย โดยบริษัทผู้ซื้อออกหุ้นเพิ่มทุนของตนเพื่อเป็นค่าตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมาย

2. การได้มาซึ่งทรัพย์สินของกิจการ (Asset or Business acquisition) หมายถึง การที่บริษัทผู้ซื้อเข้าซื้อทรัพย์สินในส่วนที่สำคัญหรือซื้อกิจการของบริษัทผู้ขาย (นอกเหนือจากการซื้อหุ้น) การได้มาในลักษณะนี้ ไม่ทำให้สิทธิ หน้าที่ของบริษัทผู้ขายตกทอดไปยังบริษัทผู้ซื้อแต่อย่างใด

3. การควบรวมกิจการตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์และพระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด พ.ศ. 2535 (Amalgamation) การควบรวมกิจการตามวิธีนี้ หมายถึง กรณีที่บริษัทตั้งแต่สองบริษัทขึ้นไปควบเข้ากัน เป็นผลให้บริษัทที่ควบเข้ากันนั้นหมดสภาพการเป็นนิติบุคคล และเกิดเป็นบริษัทใหม่ซึ่งได้ไปทั้งสิทธิและบรรดาความรับผิดชอบที่มีอยู่จากบริษัทเดิม

ในการศึกษาการควบรวมกิจการในครั้งนี้ การคำนวณกำไรส่วนเกินจากทุนเป็นไปตามมาตรฐานรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 3 (ปรับปรุง 2558) เรื่อง การรวมธุรกิจ (TFRS 3) ซึ่งการรับรู้และวัดมูลค่าเป็นไปตามย่อหน้าที่ 18, 19, 32 และ 34 โดยกำหนดให้ผู้ซื้อต้องวัดมูลค่าของสิ่งตอบแทนที่โอนให้จากการรวมธุรกิจด้วยมูลค่ายุติธรรม และในกรณีที่ผลรวมของสิ่งตอบแทนที่ผู้ซื้อโอนให้ที่วัดด้วยมูลค่ายุติธรรมสูงกว่ามูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ที่ได้มา ณ วันที่ซื้อ ผู้ซื้อต้องรับรู้ค่าความนิยม ในกรณีที่ผลรวมของสิ่งตอบแทนที่ผู้ซื้อโอนให้ที่วัดด้วยมูลค่ายุติธรรมต่ำกว่ามูลค่าสุทธิของสินทรัพย์ที่ได้มา ณ วันที่ซื้อ ผู้ซื้อต้องรับรู้ผลกำไรที่เกิดขึ้นดังกล่าวในกำไรหรือขาดทุน ณ วันที่ซื้อ โดยถือเป็นผลกำไรในส่วนของผู้ซื้อ (มาตรฐานรายงานทางการเงิน, 2558)

แนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient market hypotheses)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient market) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ทั้งหลายสะท้อนข่าวสารข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นอย่างรวดเร็วและทั่วถึง แนวคิดนี้มีรากฐานความเชื่อว่าผู้ลงทุนซึ่มีข้อข่าวสารที่มีอยู่ทั้งหมดอยู่ในรูปของราคาหลักทรัพย์ที่ทำให้มีการตัดสินใจซื้อหรือขาย ดังนั้นราคาในปัจจุบันของ

หลักทรัพย์ จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่เป็นที่รู้แล้วทั้งหมด โดยไม่เพียงแต่เป็นข้อมูลในอดีต แต่รวมถึงข้อมูลในปัจจุบันและข่าวที่ประกาศไปแล้วแต่เหตุการณ์นั้นยังไม่เกิดขึ้นจริง นอกจากนั้นข่าวสารข้อมูลที่อนุมานขึ้นก็เป็นข้อมูลที่สะท้อนอยู่ในราคาหลักทรัพย์ด้วยเช่นกัน (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2544)

สมมติฐานตลาดที่มีประสิทธิภาพสามารถแบ่งออกได้เป็น 3 ระดับ คือ

1. ประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak Form of EMH) สมมติฐานแบบแรกนี้ กล่าวว่า ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันนั้น จะสะท้อนถึงข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีต

2. ประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-Strong Form of EMH) สมมติฐานแบบที่ 2 นี้ นอกจากราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในอดีตจะสะท้อนอยู่ในราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันแล้วข้อมูลข่าวสารต่างๆ ที่เปิดเผยต่อสาธารณะก็จะสะท้อนอยู่ในราคาดังกล่าวด้วย

3. ประสิทธิภาพระดับสูง (Strong Form of EMH) สมมติฐานแบบสุดท้าย เสนอว่าแม้แต่ข้อมูลที่มีได้แสดงต่อสาธารณะซึ่งอาจเป็นข้อมูลภายในของบริษัทต่างๆ นั้นก็จะถูกรวมอยู่ในราคาหลักทรัพย์ในขณะนั้นด้วย (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2544)

จากแนวคิดตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Market efficiency) รวมถึงผลการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศควบรวมกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี พ.ศ.2551-2555 โดยชนิษฐา เนียมแสง (2556) สะท้อนให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดอยู่ในกลุ่มตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง เนื่องจากผลตอบแทนหลักทรัพย์ในตลาดสะท้อนข่าวสารการประกาศควบรวมกิจการ กิจการ นอกจากนี้ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า ช่วงเวลา 30 วัน และ 15 วันก่อนประกาศควบรวมกิจการ ไม่มีผลต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ก่อนประกาศควบรวมกิจการ ดังนั้นผู้ศึกษาจึงกำหนดช่วงเวลาเป็น 20 วันซึ่งเป็นช่วงเวลาดังกล่าวระหว่าง 30 วันและ 15 วัน เพื่อใช้ในการคำนวณหากำไรส่วนเกินทุนในครั้งนี้

กฎหมายภาษีอากรที่เกี่ยวข้องกับการควบรวมกิจการ

ในการศึกษานี้ผู้ศึกษามุ่งเน้นศึกษาเฉพาะกรณีภาษีเงินได้ที่เกิดจากกำไรส่วนเกินทุนจากการควบรวมกิจการ ตาม พ.ร.ฎ.(ณ.542)ฯ ซึ่งยกเว้นภาษีเงินได้ให้แก่บริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคล สำหรับประโยชน์ที่ได้รับจากการที่ผู้ประกอบการซึ่งเป็นบริษัทควบเข้ากันหรือโอนกิจการทั้งหมดให้แก่กัน ซึ่งตีราคาเป็นเงินได้เกินกว่าทุน (Capital gains)

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาของ Bugeja and Rosa (2006) ในประเทศออสเตรเลีย เมื่อมีการประกาศใช้พระราชบัญญัติการเสียภาษีเงินได้จากการประเมินวันที่ 10 ธันวาคม ปี 1999 โดยผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายจะได้รับอนุญาตให้เลื่อนการจ่ายภาษีจากกำไรส่วนเกินทุนที่เกิดจากการ Take over เมื่อจ่ายซื้อด้วยทุน (Equity) จนกระทั่งได้มีการขายหุ้นออกไป ผลการศึกษาพบว่าบริษัทผู้ซื้อธุรกิจมีโอกาสมากขึ้นที่จะเลือกการจ่ายซื้อธุรกิจด้วยเงินสดหรือผสม (เงินสดและหุ้น) เมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดอิสระมากขึ้นหรือการมีส่วนถือหุ้นที่มากขึ้นในบริษัทเป้าหมาย นอกจากนี้บริษัทเป้าหมายที่มีอัตราส่วนมูลค่าตลาด (Market-to-Book) ที่สูงจะมีโอกาสจ่ายซื้อธุรกิจด้วยทุนซึ่งสอดคล้องกับความไม่แน่นอนในการสร้างกำลังผลิต (Synergy) จากการควบรวมกิจการ ผลการศึกษายังพบว่ารูปแบบการจ่ายซื้อธุรกิจแบบผสมจะมีโอกาสมากขึ้นกับการควบรวมกิจการที่เป็นมิตรและกับบริษัทเป้าหมายที่มีขนาดใหญ่

อย่างไรก็ตามการศึกษาก่อนหน้าในยุโรป (Faccio & Masulis, 2005) ไม่สามารถหาความสัมพันธ์ระหว่างทางเลือกวิธีในการจ่ายซื้อธุรกิจกับภาระภาษีของบริษัทเป้าหมาย ในทำนองเดียวกันกับการศึกษาในสหรัฐอเมริกาพบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างทางเลือกวิธีในการจ่ายซื้อธุรกิจของบริษัทเป้าหมาย และตัวแทน

ของขนาดของกำไรส่วนเกินทุนในบริษัทเป้าหมาย (Erickson, 1998; Ayers, 2004) อย่างไรก็ตามการศึกษาของ Ayers และคณะในปี 2004 มีการบันทึกการใช้วิธีการจ่ายด้วยทุน (Equity) จำนวนมาก ในช่วงที่อัตราภาษีของกำไรส่วนเกินทุนสูงในสหรัฐอเมริกา แต่กลับไม่พบความสัมพันธ์กับตัวแทนของขนาดของกำไรส่วนเกินทุนของบริษัทเป้าหมาย

วิธีการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการศึกษาครั้งนี้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ทำคำเสนอซื้อเพื่อเข้าครอบงำกิจการ (Tender offer) จากข้อมูลการรวบรวมกิจการของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ข้อมูลสถิติการทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ.2549-2558 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 10 ปี ประกอบด้วย 6 ปีก่อนปีที่มีการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542) และ 3 ปีหลังปีที่มีการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542) และปีที่มีการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542) รวมจำนวนทั้งสิ้น 148 บริษัท โดย พ.ร.ฎ.(ฉ.542) ประกาศและมีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 20 กันยายน 2555 อย่างไรก็ตามในจำนวน 148 บริษัทนี้มีบริษัทที่ไม่เข้าเกณฑ์และต้องนำออกจากการวิเคราะห์จำนวน 28 บริษัท เหลือจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 120 บริษัท

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรในการศึกษา ประกอบด้วย

ตัวแปรตาม (Dependent variable) ได้แก่ วิธีจ่ายซื้อธุรกิจ (PATY) แบ่งเป็น 3 ตัวแบบ

ตัวแบบที่ 1 เมื่อจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้นหรือเงินสด

1 = เมื่อจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้น

0 = เมื่อจ่ายซื้อธุรกิจด้วยเงินสด

ตัวแบบที่ 2 เมื่อจ่ายซื้อธุรกิจด้วยวิธีผสมหรือหุ้น

1 = เมื่อจ่ายซื้อธุรกิจด้วยวิธีผสม

0 = เมื่อจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้น

ตัวแบบที่ 3 เมื่อจ่ายซื้อธุรกิจด้วยเงินสดหรือวิธีผสม

1 = เมื่อจ่ายซื้อธุรกิจด้วยเงินสด

0 = เมื่อจ่ายซื้อธุรกิจด้วยวิธีผสม

ตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ได้แก่

กำไรส่วนเกินทุน (CG)

กำไรส่วนเกินทุนคูณด้วยการเกิดเหตุการณ์ (CG*CHANGE)

CHANGE = 1 เมื่อการรวบรวมกิจการเกิดหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542)ฯ

CHANGE = 0 เมื่อการรวบรวมกิจการเกิดก่อนการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542)ฯ

ตัวแปรควบคุม (Control Variables) ได้แก่

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE)

อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MB)

สถิติที่ใช้ในการวิจัย

1.การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) เพื่ออธิบายลักษณะของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

2.การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics) เพื่ออธิบายความสัมพันธ์และทำนายความน่าจะเป็นของกำไรส่วนเกินทุนกับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจในการควบรวมกิจการก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542) และอธิบายความแตกต่างของกำไรส่วนเกินทุนก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542) โดยแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ส่วนดังนี้

2.1 วิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก (Logistic regression analysis)

การวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติกแบบ Binary logistic regression เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินทุนกับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจในการควบรวมกิจการ โดยพิจารณาก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542) เพื่อใช้ในการอธิบายความน่าจะเป็นในการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจในการควบรวมกิจการ โดยในการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก ผู้ศึกษาได้ทำ การทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองถดถอยโลจิสติกและการทดสอบนัยสำคัญของสัมประสิทธิ์การถดถอยโลจิสติกของตัวแปรอิสระแต่ละตัว นอกจากนี้ผู้ศึกษายังทำการทดสอบความแกร่งของผลลัพธ์ (Robustness test) โดยทำการตัดกลุ่มตัวอย่างในช่วงระยะเวลา 1 ปี (Grey period) ก่อนบังคับใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542) ซึ่งอาจเป็นช่วงเวลาที่มียางกิจการที่มีความประสงค์จะควบรวมกิจการชะลอการควบรวมกิจการในช่วงระยะเวลาก่อนการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542) ซึ่งอาจส่งผลทำให้ผลลัพธ์ที่ได้เปลี่ยนไป

แบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล สามารถแสดงได้ดังนี้

$$PAY_{it} = \alpha_i + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 CG_{it} * CHANGE + \beta_3 DE_{it-1} + \beta_4 MB_{it-1} + \epsilon_{it}$$

โดยที่

PAY_{it} = วิธีจ่ายซื้อธุรกิจในการควบรวมกิจการของบริษัทที่ i ปีที่ t

CG_{it} = กำไรส่วนเกินทุนของบริษัทเป้าหมายที่ i ปีที่ t

$CHANGE$ = การเกิดเหตุการณ์ของการควบรวมกิจการเกิดขึ้นก่อนหรือหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ.(ฉ.542)ฯ

โดยกำหนดให้เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) มี 2 ค่า คือ

0 เมื่อการควบรวมกิจการเกิดก่อนวันที่ 20 กันยายน 2555 1 เมื่อการควบรวมกิจการเกิดในหรือหลังวันที่ 20 กันยายน 2555

DE_{it-1} = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ i คำนวณ ณ สิ้นปีก่อนประกาศควบรวมกิจการ

MB_{it-1} = อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของหลักทรัพย์ของบริษัทที่ i คำนวณ ณ สิ้นปีก่อนประกาศควบรวมกิจการ

ϵ_{it} = ค่าความคลาดเคลื่อน

2.2 การวิเคราะห์สถิตินอนพารามेटริก (Non-parametric test)

การวิเคราะห์สถิตินอนพารามेटริก โดยการทดสอบด้วย Mann-Whitney U test เพื่อวิเคราะห์ความแตกต่างของกำไรส่วนเกินทุนก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542)ฯ โดยผู้ศึกษาแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 3 กลุ่ม ตามวิธีจ่ายซื้อธุรกิจ โดยกลุ่มที่ 1 คือ การจ่ายซื้อธุรกิจด้วยเงินสด กลุ่มที่ 2

คือ การจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้น และกลุ่มที่ 3 คือ การจ่ายซื้อธุรกิจด้วยวิธีผสม เพื่อทำการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของกำไรส่วนเกินทุนก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542)ฯ

ผลการวิจัย

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics analysis)

การแจกแจงความถี่ของวิธีจ่ายซื้อธุรกิจ (PAYT) ประกอบด้วย วิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยเงินสด หุ้น และวิธีผสม โดยจำนวนครั้งของการจ่ายซื้อธุรกิจทั้งสิ้น 120 ครั้ง ประกอบด้วย การจ่ายซื้อธุรกิจด้วยเงินสด จำนวน 93 ครั้ง คิดเป็นร้อยละ 77.5 การจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้น จำนวน 19 ครั้ง คิดเป็นร้อยละ 15.8 และการจ่ายซื้อธุรกิจด้วยวิธีผสม จำนวน 8 ครั้ง คิดเป็นร้อยละ 8 ของการจ่ายซื้อธุรกิจทั้งหมด โดยมีการเกิดเหตุการณ์การควบรวมกิจการเกิดขึ้นทั้งสิ้น 120 ครั้ง แบ่งเป็นการควบรวมกิจการที่เกิดก่อนการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542)ฯ จำนวน 87 ครั้ง คิดเป็นร้อยละ 72.50 และการควบรวมกิจการที่เกิดในหรือหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542)ฯ จำนวน 33 ครั้ง คิดเป็นร้อยละ 27.50

ค่าเฉลี่ยของกำไรส่วนเกินทุนจากจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 120 บริษัท พบว่าค่าเฉลี่ยของกำไรส่วนเกินทุนจะมีค่าเฉลี่ยประมาณ 1.3543 เท่า โดยมีค่าสูงสุด 15.46 เท่าและมีค่าต่ำสุดที่ 0.08 เท่า แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ทำการควบรวมกิจการจากกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษามีกำไรส่วนเกินทุนอย่างน้อย 0.08 เท่า นอกจากนั้นยังพบว่าปัจจัยอื่นที่เป็นตัวแปรควบคุมในการศึกษาครั้งนี้ ได้แก่ DE และ MB โดยที่ DE ซึ่งเป็นอัตราการก่อหนี้หรืออัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าต่ำสุด -8.14 แสดงให้เห็นว่าบริษัทเป้าหมายที่ทำการควบรวมกิจการบางส่วนมีฐานะทางการเงินไม่มั่นคงโดยมีส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบ และมีอัตราการก่อหนี้สูงสุดถึง 42.77 เท่า ซึ่งโดยทั่วไปแล้วพบว่าบริษัทเป้าหมายที่ทำการควบรวมกิจการจะมีค่าเฉลี่ยของอัตราการก่อหนี้หรืออัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นประมาณ 1.9479 เท่า สำหรับ MB ซึ่งเป็นอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี มีค่าต่ำสุด -7.09 แสดงให้เห็นว่าบริษัทเป้าหมายที่ทำการควบรวมกิจการบางส่วนยังมีมูลค่าทางบัญชีติดลบอีกด้วย ในขณะที่บางบริษัทที่ทำการควบรวมกิจการในจำนวนนี้กลับมีมูลค่าตามราคาตลาดสูงสุดถึง 46.33 เท่าของราคาตามบัญชี ซึ่งโดยทั่วไปแล้วพบว่าบริษัทเป้าหมายที่ทำการควบรวมกิจการจะมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีประมาณ 2.0639 เท่า

ค่าเฉลี่ยของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยจำแนกตามวิธีจ่ายซื้อธุรกิจ โดยตัวแปรที่เป็นปัจจัยสำคัญในการศึกษาครั้งนี้คือ CG ซึ่งเป็นกำไรส่วนเกินทุน โดยพบว่ากำไรส่วนเกินทุนสำหรับวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้น มีค่าเฉลี่ยโดยประมาณถึง 2.05 เท่า ส่วนกำไรส่วนเกินทุนสำหรับวิธีจ่ายซื้อด้วยเงินสดและวิธีผสมมีค่าเฉลี่ย 1.24 และ 1.05 เท่า ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่า การเลือกจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้นจะเกิดขึ้นกับบริษัทเป้าหมายที่มีกำไรส่วนเกินทุนสูงกว่าบริษัทที่เลือกจ่ายซื้อธุรกิจด้วยเงินสดและวิธีผสม ในขณะที่ปัจจัยควบคุมอื่นได้แก่ DE และ MB ซึ่งหมายถึงอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีให้ผลที่สอดคล้องกันกับตัวแปรสำคัญในการศึกษา กล่าวคือ การเลือกวิธีจ่ายซื้อด้วยหุ้นจะเกิดขึ้นกับบริษัทเป้าหมายที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและมีอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีสูง โดยพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีมีค่าเฉลี่ยประมาณ 2.54 และ 4.62 เท่าตามลำดับ

การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistical Analysis)

การวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis)

การวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก โดยวัดค่าตัวแปรตาม แบบ Binary Variable โดยแบ่งตัวแปรตามเป็น 3 ตัวแบบ ตามวิธีจ่ายซื้อธุรกิจ และแต่ละตัวแบบแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็น 2 แบบจำลองย่อย ทำให้มีแบบจำลองทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาดังนี้

$$(1-1) \text{ PAYT}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{CG}_{it} + \beta_2 \text{CG}_{it} * \text{CHANGE} + \epsilon_{it}$$

$$(1-2) \text{ PAYT}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{CG}_{it} + \beta_2 \text{CG}_{it} * \text{CHANGE} + \beta_3 \text{DE}_{it-1} + \beta_4 \text{MB}_{it-1} + \epsilon_{it}$$

$$(2-1) \text{ PAYT}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{CG}_{it} + \beta_2 \text{CG}_{it} * \text{CHANGE} + \epsilon_{it}$$

$$(2-2) \text{ PAYT}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{CG}_{it} + \beta_2 \text{CG}_{it} * \text{CHANGE} + \beta_3 \text{DE}_{it-1} + \beta_4 \text{MB}_{it-1} + \epsilon_{it}$$

$$(3-1) \text{ PAYT}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{CG}_{it} + \beta_2 \text{CG}_{it} * \text{CHANGE} + \epsilon_{it}$$

$$(3-2) \text{ PAYT}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{CG}_{it} + \beta_2 \text{CG}_{it} * \text{CHANGE} + \beta_3 \text{DE}_{it-1} + \beta_4 \text{MB}_{it-1} + \epsilon_{it}$$

การทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองการถดถอยโลจิสติก

การทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองการถดถอยโลจิสติก โดยใช้ตารางจัดจำพวกและพิจารณาค่า -2LL (-2 log likelyhood) ผลการวิเคราะห์แสดงตามตารางที่ 1 ดังนี้

ตารางที่ 1 การทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองจากตารางจัดจำพวก

Observe	Classification Table					
	Predicted / Percentage Correct					
	Model (1-1)	Model (1-2)	Model (2-1)	Model (2-2)	Model (3-1)	Model (3-2)
Cash	98.9	97.8	-	-	0.0	0.0
Stock	5.0	15.0	94.7	89.5	-	-
Mixed	-	-	0.0	12.5	100.0	100.0
Overall	82.10	83.0	66.7	66.7	92.1	92.1
Percentage						
-2LL	99.735	95.228	29.371	27.627	54.786	52.021

จากตารางที่ 1 แสดงผลการทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองจากตารางจัดจำพวก ผลการวิเคราะห์ พบว่า ค่าความถูกต้องในการพยากรณ์การเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยเงินสด หุ่นและวิธีผสม ในภาพรวมของแบบจำลองสามารถพยากรณ์ถูกต้องมากกว่าร้อยละ 60 และพบว่าค่า -2LL (-2 log likelyhood) ของแบบจำลองย่อยที่ (2-1)(2-2)(3-1) และ (3-2) มีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงว่าแบบจำลองค่อนข้างมีความสอดคล้องกับข้อมูล

ผลการวิเคราะห์การทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองด้วย Hosmer and Lemeshow Test แสดงตามตารางที่ 2 ดังนี้

ตารางที่ 2 การทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองด้วย Hosmer and Lemeshow Test

Hosmer and Lemeshow			
Model	Chi-square	df	p-value
(1-1)	7.064	8	0.530
(1-2)	6.696	8	0.570
(2-1)	6.736	7	0.457
(2-2)	3.679	7	0.816
(3-1)	6.332	8	0.610
(3-2)	3.372	8	0.909

จากตารางที่ 2 ผลการทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลอง ด้วย Hosmer and Lemeshow Test โดยสมมติฐานของการทดสอบ คือ

H_0 : แบบจำลองเหมาะสม

H_1 : แบบจำลองไม่เหมาะสม

ผลการวิเคราะห์ พบว่า ค่า p-value ของแบบจำลองย่อยทุกแบบจำลองมีค่า > 0.05 แสดงว่าแบบจำลองย่อยทุกแบบจำลองมีความเหมาะสมที่จะใช้ในการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก

การทดสอบนัยสำคัญของสัมประสิทธิ์การถดถอยโลจิสติกของตัวแปรอิสระ

ผลการทดสอบนัยสำคัญของสัมประสิทธิ์การถดถอยโลจิสติกของตัวแปรอิสระ ด้วย Chi-square แสดงได้ดังตารางที่ 3 ดังนี้

ตารางที่ 3 สถิติทดสอบความเหมาะสมของสัมประสิทธิ์ของแบบจำลอง (Chi-square)

Omnibus Tests of Model Coefficients			
Model (1-1)	Chi-square	df	p-value
Step	5.370	2	0.068
Block	5.370	2	0.068
Model	5.370	2	0.068
Model (1-2)	Chi-square	df	p-value
Step	9.878	4	0.048
Block	9.878	4	0.048
Model	9.878	4	0.048
Model (2-1)	Chi-square	df	p-value
Step	3.445	2	0.179
Block	3.445	2	0.179
Model	3.445	2	0.179
Model (2-2)	Chi-square	df	p-value
Step	5.188	4	0.269
Block	5.188	4	0.269
Model	5.188	4	0.269
Model (3-1)	Chi-square	df	p-value
Step	1.134	2	0.567
Block	1.134	2	0.567
Model	1.134	2	0.567
Model (3-2)	Chi-square	df	p-value
Step	3.899	4	0.420
Block	3.899	4	0.420
Model	3.899	4	0.420

จากตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบความเหมาะสมของสัมประสิทธิ์ของแบบจำลอง (Chi-square) โดยสมมติฐานของการทดสอบ คือ

H_0 : แบบจำลองนี้ไม่ขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระในแบบจำลอง

H_1 : แบบจำลองนี้ขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร

ผลการวิเคราะห์ พบว่า ค่า p-value ของแบบจำลองย่อยที่ (1-2) < 0.05 แสดงว่าแบบจำลองย่อยที่ (1-2) นี้ขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวแปร สำหรับแบบจำลองย่อยอื่นๆ ไม่ขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระในแบบจำลอง

ผลการทดสอบสถิติทดสอบระดับความสัมพันธ์ Cox&Snell R Square และ Nagelkerke R Square แสดงตามตารางที่ 4 ดังนี้

ตารางที่ 4 สถิติทดสอบระดับความสัมพันธ์ Cox&Snell R Square และ Nagelkerke R Square

สถิติทดสอบระดับความสัมพันธ์		
แบบจำลองย่อยที่	Cox&Snell R Square	Nagelkerke R Square
(1-1)	0.047	0.077
(1-2)	0.084	0.139
(2-1)	0.120	0.170
(2-2)	0.175	0.249
(3-1)	0.011	0.026
(3-2)	0.037	0.089

จากตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบสถิติทดสอบระดับความสัมพันธ์ Cox&Snell R Square และ Nagelkerke R Square ผลการวิเคราะห์ พบว่า ค่า Cox&Snell R Square ของทุกแบบจำลองมีค่าเข้าใกล้ 0 แสดงว่าแบบจำลองมีความสอดคล้องกับข้อมูลค่อนข้างน้อย สำหรับ ค่า Nagelkerke R Square พบว่าแบบจำลองที่สามารถอธิบายความผันแปรของตัวแปรตามได้สูงสุด คือ แบบจำลองย่อยที่ (2-2) สามารถอธิบายความผันแปรของตัวแปรตามได้เพียงร้อยละ 24.90

ผลการวิเคราะห์ด้วยสถิติการถดถอยโลจิสติกของแบบจำลองย่อย (1-2) แสดงดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 ค่าสถิติการถดถอยโลจิสติกในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินทุนกับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้นหรือเงินสด ก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ.(ฉ.542)ฯ ของแบบจำลองย่อยที่ (1-2)

ตัวแปร	ค่าสัมประสิทธิ์	p-value
CG	0.241	0.156
CG*CHANGE	0.354	0.242
DE	-0.053	0.558
MB	0.118	0.100*

โดยที่
 PAYT = 1 เมื่อจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้น
 PAYT = 0 เมื่อจ่ายซื้อธุรกิจด้วยเงินสด

*** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

จากตารางที่ 5 แสดงผลการวิเคราะห์ค่าสถิติการถดถอยโลจิสติกของแบบจำลองย่อยที่ (1-2) ผลการทดสอบไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินทุนกับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้นหรือเงินสด ก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ.(ฉ.542)ฯ เช่นเดียวกับแบบจำลองย่อยอื่นๆ แต่อย่างไรก็ตามผลการวิเคราะห์พบว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีมีความสัมพันธ์กับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้น กล่าวคือ เมื่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีเพิ่มขึ้น ความน่าจะเป็นที่กิจการจะเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้นจะเพิ่มขึ้น

การทดสอบความแกร่งของผลลัพธ์ (Robustness test)

เพื่อให้การวิเคราะห์ข้อมูลได้ผลลัพธ์ที่น่าเชื่อถือมากยิ่งขึ้น ผู้ศึกษาได้ทำการทดสอบความแกร่งของผลลัพธ์ (Robustness test) โดยตัดจำนวนตัวอย่างช่วงระยะเวลา 1 ปี (Grey period) ก่อนประกาศใช้

พ.ร.ฎ. (ฉ.542)ฯ คงเหลือตัวอย่างในการทดสอบจำนวน 113 ตัวอย่าง เมื่อทำการทดสอบเช่นเดียวกับการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก พบว่าผลการวิเคราะห์ให้ผลลัพธ์เช่นเดิม กล่าวคือ ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินทุนกับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจ ก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542)ฯ

การวิเคราะห์นอนพาราเมตริก (Non-parametric test)

ผลการวิเคราะห์นอนพาราเมตริก ด้วย Mann-Whitney U test เพื่อวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างกำไรส่วนเกินทุนตามวิธีจ่ายซื้อธุรกิจ ก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542)ฯ แสดงผลดังตารางที่ 6 ดังนี้

ตารางที่ 6 ค่าสถิตินอนพาราเมตริกสำหรับวิเคราะห์ความแตกต่างของกำไรส่วนเกินทุนก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542)ฯ ตามวิธีจ่ายซื้อธุรกิจ

วิธีจ่ายซื้อ ธุรกิจ	CG ก่อน พ.ร.ฎ.(ฉ.542)ฯ			CG หลัง พ.ร.ฎ.(ฉ.542)ฯ			U	p-value
	N	Mean Rang	Sum of Rang	N	Mean Rang	Sum of Rang		
เงินสด	70	44.41	3108.50	23	54.89	1262.50	623.50	0.106
							(Z = -1.616)	
หุ้น	11	8.18	90.00	8	12.50	100.00	24.00	0.097*
							(Z = -1.659)	
วิธีผสม	6	5.00	30.00	2	3.00	6.00	3.00	0.306
							(Z = -1.025)	

*** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01

** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05

* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10

จากตารางที่ 6 แสดงผลการวิเคราะห์สถิตินอนพาราเมตริก ด้วย Mann-Whitney U Test พบว่าค่าเฉลี่ยของกำไรส่วนเกินทุนของวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้น ก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ.(ฉ.542)ฯ มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.10 (Z=-1.659) โดยค่าเฉลี่ยกำไรส่วนเกินทุนหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542)ฯ มีค่า 12.50 ซึ่งมากกว่าก่อนประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542)ฯ 8.18 เท่า ขณะที่ค่าเฉลี่ยของกำไรส่วนเกินทุนของวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยเงินสดและวิธีผสม ก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ.(ฉ.542)ฯ ไม่พบความแตกต่าง

สรุปผลละอภิปรายผล

ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินทุนกับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจในการควบรวมกิจการ ก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542)ฯ อย่างไรก็ตามการศึกษา พบว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้น กล่าวคือ เมื่ออัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีเพิ่มขึ้น ความน่าจะเป็นที่กิจการจะจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้นจะมีมากขึ้น

นอกจากนี้ในการทดสอบความแกร่งของผลลัพธ์ (Robustness test) เมื่อมีการตัดจำนวนตัวอย่างช่วง Grey period ออกและทำการวิเคราะห์ ผลการทดสอบให้ผลลัพธ์เช่นเดิม กล่าวคือ ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินทุนกับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจในการควบรวมกิจการ ก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542)ฯ

สำหรับผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของกำไรส่วนเกินทุนของวิธีจ่ายซื้อธุรกิจแต่ละวิธี ผลการศึกษาพบว่า ค่าเฉลี่ยของกำไรส่วนเกินทุนของวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้น ก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ.

(ฉ.542) มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.10 ขณะที่ค่าเฉลี่ยของกำไรส่วนเกินทุนของวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยเงินสดและวิธีผสม ก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542) ไม่พบความแตกต่าง

ผลการศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินทุนกับการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจในการควบรวมกิจการ ก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาในยุโรป ของ Faccio and Masulis (2005) และการศึกษาของ Erickson (1998) ในสหรัฐอเมริกา นอกจากนี้ยังพบว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Bugeja and Rosa (2006) แสดงให้เห็นว่าบริษัทเป้าหมายที่มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (Market-to-Book) ที่สูงจะมีโอกาสเลือกจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้น (หรือหุ้น) ซึ่งสอดคล้องกับความไม่แน่นอนในการสร้างกำลังผนึก (Synergy) จากการควบรวมกิจการ

ผลการศึกษาพบว่า ค่าเฉลี่ยของกำไรส่วนเกินทุนของวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้น ก่อนและหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542) มีความแตกต่างกัน แต่กลับไม่พบความแตกต่างของกำไรส่วนเกินทุนของวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยวิธีอื่น ซึ่งอาจคาดการณ์ได้ว่าการศึกษาค้นคว้าความแตกต่าง ผู้ศึกษาจำแนกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจด้วยหุ้นออกจากกลุ่มตัวอย่างอื่นทำให้กลุ่มตัวอย่างที่ได้มีเฉพาะกลุ่มตัวอย่างที่มีการทำข้อเสนอซื้อเพื่อวัตถุประสงค์ในการควบรวมอย่างแท้จริงเพื่อสิทธิประโยชน์จาก พ.ร.ฎ. (ฉ.542) เมื่อมีการประกาศและมีผลบังคับใช้

ข้อจำกัดในการศึกษา

1. ในการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก มีเงื่อนไขที่สำคัญคือ ต้องมีจำนวนตัวอย่างอย่างน้อย 30 ตัวอย่าง ต่อจำนวนตัวแปรอิสระ 1 ตัวแปร และเนื่องจากตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษารั้งนี้มีเพียง 120 ตัวอย่าง ทำให้ในการศึกษารั้งนี้มีข้อจำกัดที่จะต้องมีตัวแปรอิสระได้เพียง 4 ตัวแปร โดยในการศึกษาความสัมพันธ์ในครั้งนี้อาจมีปัจจัยอื่นๆ ที่อาจมีผลต่อการตัดสินใจเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจมากกว่า 4 ปัจจัยที่ใช้ในการศึกษารั้งนี้

2. ในการพิจารณาคัดเลือกตัวอย่างของการทำข้อเสนอซื้อเพื่อให้เข้าเงื่อนไขการควบรวมกิจการเพื่อใช้ในการศึกษารั้งนี้ ผู้ศึกษาจำเป็นต้องคงจำนวนตัวอย่างเพื่อให้เข้าเงื่อนไขที่สำคัญ จึงทำให้มีบางบริษัทในจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 120 บริษัท ที่ทำข้อเสนอซื้อโดยไม่มีวัตถุประสงค์ในการควบรวมกิจการอย่างแท้จริง จึงอาจมีผลทำให้การศึกษาที่ได้ในครั้งนี้อาจมีความคลาดเคลื่อนเนื่องจากมีข้อมูลตัวอย่างจำนวนหนึ่งที่นำมาใช้ไม่ใช่บริษัทที่ทำข้อเสนอซื้อเพื่อวัตถุประสงค์ในการควบรวมกิจการอย่างแท้จริง

3. บริษัทผู้ซื้อที่ไม่ใช่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีข้อจำกัดในการเข้าถึงข้อมูลทางการเงินและราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัท ดังนั้นในการกำหนดตัวแปรที่อาจเป็นปัจจัยในการพิจารณาการเลือกวิธีจ่ายซื้อธุรกิจในการควบรวมกิจการจึงไม่สามารถกำหนดจากบริษัทผู้ซื้อได้

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในครั้งนี้

หน่วยงานที่เกี่ยวข้องอาจนำผลการศึกษาไปเพื่อนำไปพิจารณาปรับแก้เงื่อนไขเพื่อให้การควบรวมกิจการสามารถนำไปใช้ในทางปฏิบัติได้ง่ายขึ้นและส่งเสริมให้เกิดการควบรวมกิจการมากขึ้นเพื่อให้ตลาดทุนสามารถพัฒนาให้แข่งขันกับนานาประเทศได้

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

1. ควรเพิ่มจำนวนประชากรและกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาโดยอาจเพิ่มจำนวนปีหลังการประกาศใช้ พ.ร.ฎ. (ฉ.542) เพื่อให้ได้จำนวนตัวอย่างที่มากขึ้นและทำให้สามารถเพิ่มตัวแปรในการศึกษาได้มากขึ้น

2. ทำการศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรส่วนเกินทุนกับการเลือกจ่ายซื้อธุรกิจในการควบรวมกิจการ กับประเทศที่มีการประกาศใช้กฎหมายยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลสำหรับกำไรส่วนเกินทุน

ที่เกิดจากการแลกหุ้นลักษณะเดียวกับ พ.ร.ฎ.(ฉ.542)ฯ เช่น เปรียบเทียบกับประเทศในกลุ่มประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (Asian Economics Community: AEC) หรือกลุ่มประเทศอื่นที่พัฒนาแล้ว เป็นต้น

เอกสารอ้างอิง

- กัมปนาท บุญรอด. (2556). ควบรวมกิจการอย่างมองผ่านภาษี. *สรรพากรสาส์น*, 60(10), 16-18.
- ชนิษฐา เนียมแสง. (2556). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศการควบรวมกิจการของ **บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2551-พ.ศ. 2555** (วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยศิลปกร)
- จิรัตน์ สังข์แก้ว. (2544). การลงทุน. (พิมพ์ครั้งที่ 4). กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- บรรยง พงษ์พานิชย์. (2555). **M&A กลยุทธ์สร้างเอสเอ็มอี – เครื่องมือบริษัทจดทะเบียนโตแบบก้าวกระโดด**. สืบค้นจาก <http://thaipublica.org/2012/06/merger-acquisition/>
- ประมวลรัษฎากรฉบับอิเล็กทรอนิกส์** [สื่ออิเล็กทรอนิกส์]. สืบค้นจาก<http://www.rd.go.th/publish/315.0.html>
- มาตรฐานรายงานทางการเงิน ฉบับที่ 3 (ปรับปรุง 2558) เรื่อง การรวมธุรกิจ** [สื่ออิเล็กทรอนิกส์]. สืบค้นจาก http://www.fap.or.th/images/column_1412565962/TFRS%203-revised%202558+.pdf
- โอเคเนชั่น. (2552). **เครื่องมือการจัดการ – Mergers and Acquisitions**. สืบค้นจาก <http://www.oknation.net/blog/anabo/2009/09/24/entry-6>
- Ayers, B., Lefanowicz, C. & Robinson, J. (2004). The effect of shareholder-level capital gains taxes on acquisition structure. *Accounting Review*, 79(4), 859-887.
- Bugeja, & Rosa (2006). Taxation of shareholder capital gains and the choice of payment method in takeovers. *Accounting and Business Research*. 38(4), 331-350. Retrieved from <http://crawl.prod.proquest.com.s3.amazonaws.com/fpcache/983b2ff31ff47f11248fdc94f43fb126.pdf?AWSAccessKeyId=AKIAJF7V7KNV2KKY2NUQ&Expires=1474123354&Signature=onaTT0TXTGXHQVzKsRrBNWeOCrU%3D>
- Erickson M. (1998). The effect of taxes on the structure of corporate acquisition. *Journal of Accounting Research*. *Accounting and Business Research*, 38(4), (pp. 331-350). Retrieved from http://arizona.openrepository.com/arizona/bitstream/10150/290582/1/azu_td_9706165_sip1_m.pdf
- Faccio M., & Masulis R. (2005). **The choice of payment method in European mergers and acquisitions**. Retrieved from http://www.usc.edu/schools/business/FBE/seminars/papers/F_4-2-04_MASULIS_EuropeanMA.pdf