



การถูกเข้าซื้อกิจการ และการตกแต่งกำไร: กรณีศึกษา  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นาวาตรี เอกภักดิ์ ศิริวิเทศ

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บัญชีมหาบัณฑิต  
สาขาบัญชี  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การถูกเข้าซื้อกิจการ และการตกแต่งกำไร: กรณีศึกษา  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นาวาตรี เอกภักดิ์ ศิริวิเทศ



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บัญชีมหาบัณฑิต  
สาขาบัญชี  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

FIRM ACQUISITION (TARGET FIRM) AND EARNINGS MANAGEMENT

BY

LIEUTENANT COMMANDER EGAPAK SIRIVITAE



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF ACCOUNTING

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY

THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2016

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชย์ศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นาวาตรี เอกภักดิ์ ศิริวิเทศ

เรื่อง

การถูกเข้าซื้อกิจการ และการตกแต่งกำไร: กรณีศึกษา  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บัญชีมหาบัณฑิต

เมื่อ วันที่ 30 พ.ค. 2560

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี



(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การถูกเข้าซื้อกิจการ และการตกแต่งกำไร: กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นาวาตรี เอกภักดิ์ ศิริวิเทศ
ชื่อปริญญา	บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	บัญชี/พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2559

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการถูกเข้าซื้อกิจการกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ.2553 – 2558 จำนวน 23 บริษัทซึ่งเป็นบริษัทใน 4 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มบริการ โดยใช้ Modified Jones Model สำหรับการทดสอบการตกแต่งกำไร

แม้จะมีบริษัทที่ถูกเข้าซื้อกิจการตกแต่งกำไรในปีที่ถูกเสนอซื้อสูงกว่าปีที่การซื้อเสร็จสิ้นจำนวน 15 บริษัท และมีการตกแต่งกำไรในปีที่ถูกเสนอซื้อสูงกว่าปีก่อนหน้าจำนวน 10 บริษัท แต่ยังคงไม่สามารถสรุปผลในวิจัยดังกล่าวได้ หรือไม่มีความชัดเจนในผลการศึกษาในทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญในกรณีของบริษัทที่ถูกเข้าซื้อกิจการ ซึ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**คำสำคัญ:** การเข้าซื้อกิจการ, การตกแต่งกำไร

Independent Study Title	FIRM ACQUISITION (FIRM TARGET) AND EARNINGS MANAGEMENT
Author	LT.CDR.EGAPAK SIRIVIRTAES
Degree	Master of Accounting
Faculty/University	Accounting/Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assoc.Prof.Dr.Somchai Supattarakul
Academic Year	2016

### ABSTRACT

This research aims to study the firm acquisition and Earnings Management on the firm target samples of listed companies in Thailand during 2010 – 2015. The samples comprise of 23 companies in four sectors, including agriculture and food industry, industrial products industry, property and construction industry and services industry. The researcher used the Modified Jones Model for testing and estimating discretionary accruals for each industry.

Empirical results show that out of 23 companies, 15 companies that were offered to purchase their stock in attention to get control their business, had earnings management in that year more than the next year that the firm acquisition is completed, and throughout 4 sectors, 10 companies had earnings management in that year more than previous year. However, the result from this study cannot conclude that Earnings Management are performed by the said listed companies' executives.

**Keywords:** Firm Acquisition, Earnings Management

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระฉบับนี้สำเร็จลงได้ด้วยความอนุเคราะห์ของบุคคลหลายท่าน ซึ่งไม่อาจจะนำมากล่าวได้ทั้งหมด ซึ่งผู้มีพระคุณท่านแรกและผู้วิจัยใคร่ขอกราบขอบพระคุณคือ รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล อาจารย์ที่ปรึกษา ซึ่งท่านได้ให้ความรู้ คำแนะนำ ตรวจสอบ และแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ด้วยความเอาใจใส่ทุกขั้นตอน เพื่อให้การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วง ท่านที่สองคือ รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์ ที่ท่านได้กรุณามาเป็นกรรมการสอบการศึกษาอิสระ ที่ได้ให้คำแนะนำ ตรวจสอบ และแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ งานการศึกษาอิสระฉบับนี้สมบูรณ์ยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ ผู้วิจัยใคร่ขอขอบคุณผู้อำนวยการกอง ผู้บังคับบัญชาของผู้ศึกษา ที่เข้าใจ พร้อมทั้งให้การสนับสนุนในการศึกษาวิจัยในครั้งนี้ และที่จะขาดเสียมิได้คือ ครอบครัว เพื่อน และเจ้าหน้าที่ของโครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่ได้ให้กำลังใจและให้ความช่วยเหลือในการจัดทำการศึกษาอิสระฉบับนี้ ให้เสร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี แม้การศึกษาในครั้งนี้จะมีอุปสรรคเกิดขึ้นบ้างในบางขั้นตอน แต่ก็ผ่านพ้นมาได้ด้วยดี ซึ่งผู้ศึกษาซาบซึ้งในความกรุณาอันยิ่งใหญ่ของท่านเหล่านั้น และขอขอบพระคุณมา ณ โอกาสนี้

นาวาตรี เอกภักดิ์ ศิริวิเทศ  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
พ.ศ.2560

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญภาพ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา	4
1.3 ขอบเขตของการศึกษา	4
1.4 นิยามศัพท์ที่ใช้ในการศึกษา	4
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	5
1.6 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการศึกษา	5
บทที่ 2 วรรณกรรมงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง และสมมติฐาน	6
2.1 แนวคิดและทฤษฎี	6
2.1.1 แนวคิดเกี่ยวกับการเข้าซื้อกิจการ	6
2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไร	8
2.2 วิธีการวัดการจัดการกำไรหรือการตกแต่งกำไร	11
2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	15



2.4 สมมติฐานงานวิจัย	18
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	19
3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	19
3.2 แหล่งที่มาของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	20
3.2.1 แหล่งที่มาของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	20
3.2.2 ข้อมูลตัวเลขจากงบการเงินของบริษัท	20
3.3 วิธีดำเนินการวิจัย	20
3.3.1 การเก็บข้อมูลบริษัทเป้าหมาย	20
3.3.2 การเก็บข้อมูลบริษัทอื่น ๆ	21
3.3.3 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย	22
บทที่ 4 ผลการศึกษา	25
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	25
4.2 การวิเคราะห์สถิติการตกแต่งกำไร	26
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	31
5.1 สรุปผลการศึกษา	31
5.2 ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย	33
5.3 ข้อจำกัดในงานวิจัย	33
5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในอนาคต	33
รายการอ้างอิง	35
ประวัติการศึกษา	38

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้	20
3.2 จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้หาค่าสัมประสิทธิ์	21
4.1 จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้	26
4.2 ค่าสัมประสิทธิ์ที่จะแทนค่าต่อไปในสมการที่ 2 Modified Jones Model (1991)	27
4.3 ค่าการตกแต่งกำไรแยกตามบริษัทและอุตสาหกรรม	28
4.4 ค่า t - test การตกแต่งกำไรแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมและรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม	29



## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 ปีที่ใช้ในการตั้งสมมติฐาน	18
3.1 จำนวนบริษัทเป้าหมายที่ถูกซื้อกิจการเสร็จสิ้นในช่วงปี พ.ศ.2553 – 2558	20



## บทที่ 1 บทนำ

### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

งบการเงินเป็นข้อมูลที่มีความสำคัญต่อผู้ใช้งบการเงินหลายกลุ่ม ซึ่งมีผลต่อการตัดสินใจของผู้มีส่วนได้เสียเป็นจำนวนมาก โดยเฉพาะข้อมูลผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งตามกรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน (ปรับปรุง 2557) ในเรื่องวัตถุประสงค์ของการรายงานทางการเงิน ได้กล่าวถึงความสำคัญของข้อมูลในงบการเงิน โดยเฉพาะความสามารถในการทำกำไรหรือความสามารถในการบริหารจัดการของฝ่ายบริหาร ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจกับการให้ทรัพยากรแก่กิจการของผู้มีส่วนได้เสีย โดยทั่วไปจะเกี่ยวข้องในเรื่องซื้อ ถือ ขายหน่วยลงทุนนั้นต่อไป ในส่วนของหน่วยงานภาครัฐที่มีหน้าที่เกี่ยวข้องกัข้อมูลผลการดำเนินงาน มีส่วนสำคัญในการกำหนดนโยบายในการกำกับดูแลกิจการตลอดจนนโยบายทางด้านภาษี ดังนั้น การตกแต่งกำไรหรือการเจตนาให้ข้อมูลอันเป็นเท็จในงบการเงิน จึงส่งผลเสียหายอย่างร้ายแรงต่อผู้ใช้งบการเงินทั้งภาครัฐและเอกชน ดังที่เคยเกิดขึ้นกับบริษัท ENRON แม้จะเป็นบริษัทค่าพลังงานชั้นนำของโลก ประกอบธุรกิจค้าก๊าซธรรมชาติและไฟฟ้า และขยายธุรกิจไปในด้านการค้าการบริหารความเสี่ยงราคาก๊าซและไฟฟ้า รวมทั้งการค้าปลีกพลังงาน ซึ่งธุรกิจเหล่านี้เป็นธุรกิจที่มีผลตอบแทนสูงแต่ก็มีความเสี่ยงสูงมากเช่นกัน และยังสร้างภาระผูกพันต่อบริษัทเป็นจำนวนมากด้วย บริษัทกลับไม่มีสินทรัพย์รองรับที่เพียงพอ ผลกำไรที่สูญหุในปี 2543 กลายเป็นเพียงตัวเลขด้านเดียว ดังที่กล่าว การค้าที่มีความเสี่ยงสูงนำมาซึ่งภาระผูกพันและหนี้สินจำนวนมาก แต่ตัวเลขหนี้สินดังกล่าว กลับไม่ปรากฏในบัญชี Enron โดยมีกลไกการซ่อนภาระหนี้สิน ด้วยการจัดตั้งบริษัท “Shell Company” หลายบริษัทเพื่อเป็นผู้ถือภาระหนี้สินแทน รายได้ของบริษัท Enron จึงเป็นรายได้ที่เกินจริง เมื่อเรื่องราวถูกเปิดเผย หุ้นของบริษัทจึงเหลือเพียง 0.01 เหรียญสหรัฐต่อหุ้น ในเดือนธันวาคม 2544 ส่งผลให้ฐานะการเงินของบริษัททรุดตัวและเข้าสู่สภาวะล้มละลายในที่สุด

จากกรณี Enron และ Worldcom ในเวลาต่อมา มีการพูดถึงอย่างกว้างขวางโดยเฉพาะในแวดวงการศึกษามีการทำวิจัยในหลายรูปแบบเกี่ยวกับ การจัดการกำไร การตกแต่งกำไร หรือการทำ Earnings Smoothing ซึ่งโดยทั่วไป การจัดการกำไรก็คือกระบวนการที่มีการดำเนินการอย่างเป็นทางการขึ้นตอนด้วยความตั้งใจเพื่อให้เกิดการแสดงผลกำไรที่ต้องการ ภายใต้ข้อจำกัดของ มาตรฐานการบัญชีที่รับรองทั่วไป หรือ GAAP (General Accepted Accounting Principles) ซึ่งสอดคล้องกับ Healy and Wahlen (1999) ดังที่กล่าว การจัดการกำไรเกิดขึ้นเมื่อ ผู้บริหารหรือผู้จัดการใช้ดุลยพินิจของ

ตนเองในการตกแต่งรายงานทางการเงินและโครงสร้างการผ่านรายการบัญชี เพื่อเปลี่ยนแปลงการ  
แสดงรายงานทางการเงิน นำไปสู่การเข้าใจผิดในสถานะทางการเงินที่สะท้อนผลการดำเนินงานของ  
ฝ่ายบริหาร เช่นเดียวกับ จิตาพร สิ้นจรรยาศักดิ์ (2556) ที่กล่าวว่า การตกแต่งกำไรส่งผลกระทบต่อ  
ความน่าเชื่อถือในระบบการจัดทำและการนำเสนองบการเงิน ทำให้ผู้ใช้งบการเงิน ไม่ว่าจะ  
เจ้าหนี้ ผู้ถือหุ้น หรือผู้ที่เกี่ยวข้องนำไปใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจผิดพลาด โดยเฉพาะนักลงทุนที่  
ต้องการลงทุนในตลาดทุน

สิ่งสำคัญที่ทำให้ผู้บริหารเลือกที่จะใช้ “การจัดการกำไร” คือ ผลตอบแทนของผู้บริหาร  
ไม่ว่าจะอยู่รูปของตัวเงินหรือไม่เป็นตัวเงิน (Gaver et al., 1995) แต่มีหลายงานวิจัย พบว่า การที่  
ผู้บริหารตัดสินใจเลือกใช้วิธีการ “ตกแต่งกำไร” ก็เพื่อให้ผลกำไรมีความสอดคล้องกับแผนการ  
ดำเนินการหรือเป้าหมายที่ตั้งไว้ (Kaszniak, 1999 และ Burgstahler and Eames, 1998) ซึ่งโดยสรุป  
แล้วการจัดการกำไรที่ผู้บริหารเข้าไปเกี่ยวข้องนั้น ก็เพื่อให้ได้ผลกำไรเป็นไปตามที่ต้องการ เพื่อให้ได้  
ผลตอบแทนที่คาดหวังหรือสูงกว่า หรือเพื่อให้ผู้เกี่ยวข้อง เช่น ผู้ถือหุ้น เข้าใจว่าผู้บริหารมีความสามารถ  
ในการบริหารทำให้เกิดผลกำไรตามที่ต้องการตามแผนการดำเนินงานที่วางไว้ ซึ่งในบางกรณีการ  
จัดการกำไรนั้น มีการจัดทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์อย่างใดอย่างหนึ่งโดยเฉพาะ เช่น การสร้างความ  
เชื่อมั่นและความเชื่อถือของบริษัทที่เป็นบริษัทเป้าหมายในการเข้าซื้อหรือควบรวมกิจการ

การเข้าซื้อกิจการมี 2 รูปแบบ คือ 1. การซื้อสินทรัพย์ (Asset Acquisition) และ 2.  
การซื้อหุ้น (Share Acquisition) ซึ่งจะเป็นได้ทั้งในแบบที่เป็นมิตร (Friendly Takeover) และแบบ  
ไม่เป็นมิตร (Hostile Takeover) ส่วนการควบรวมกิจการนั้น แบ่งได้เป็น 3 รูปแบบ แบบแนวนอน  
(Horizontal Merger) แบบแนวตั้ง (Vertical Merger) และแบบไม่มีความสัมพันธ์ (Conglomerate  
Merger) ซึ่งประโยชน์ที่ได้รับจากการทำ M&A (Merger and Acquisition) คือ ประโยชน์จากการ  
ปฏิบัติการ เช่น การลดต้นทุน การเพิ่มช่องทางการตลาด ประโยชน์ทางการเงิน เช่น การดึงดูดนัก  
ลงทุน และสุดท้ายประโยชน์ในการเจริญเติบโตของกิจการ ซึ่งแน่นอนย่อมง่ายและเร็วกว่าการเติบโต  
ภายในกิจการเอง (Acquisition: Economic Intelligence Centre, 2016) ในการเปิดเสรีทางการค้า  
และสภาพแวดล้อมที่มีการขยายตัวไปสู่ภูมิภาคมากขึ้น บริษัทไทยเองย่อมหลีกเลี่ยงไม่ได้ที่ต้องก้าว  
เข้าสู่ประชาคมเศรษฐกิจ ASEAN บริษัทต้องมีการปรับกลยุทธ์เพื่อรองรับการแข่งขันที่ทวีความรุนแรง  
ขึ้น ซึ่งหนึ่งในกลยุทธ์ในการเพิ่มความสามารถในการแข่งขันที่รวดเร็วและแข็งแกร่งคือการควบรวม  
กิจการกับบริษัทในต่างประเทศ หรือในทางกลับกันอาจเป็นฝ่ายถูกซื้อหรือควบรวมกิจการในอนาคต  
อันใกล้ (แนวทางเบื้องต้นของการควบรวมกิจการบริษัทจดทะเบียนในต่างประเทศ: ตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย, 2556) ประโยชน์ที่กล่าวมาข้างต้นนี้เอง ทำให้ผู้บริหารของบริษัทผู้เสนอซื้อหรือ  
ควบรวม (Firm Acquirer) และบริษัทเป้าหมาย (Firm Target) มีแนวโน้มที่จะทำการตกแต่งกำไร

ของตน เพื่อชิงความได้เปรียบหรือได้รับประโยชน์สูงสุดเมื่อเสร็จสิ้นกระบวนการ M&A ตามที่ Ericson and Wang (1999) ค้นพบว่า มีการตกแต่งกำไรในรายงานการเงินของบริษัทที่เข้าซื้อและควบรวมกิจการในการควบรวมแบบไม่เป็นมิตรและการควบรวมหุ้น สอดคล้องกับ Evangelos Koumanakos et. al., (2005) ที่ค้นพบว่า เหตุที่ทำให้บริษัทผู้เสนอซื้อหรือควบรวมกิจการมีการตกแต่งกำไรคือ หากสามารถเพิ่มมูลค่าหุ้นให้สูงขึ้นแล้ว บริษัทจะสามารถใช้เงินสดเข้าซื้อหรือนำหุ้นของตนเองใช้เป็นเครื่องมือในการชำระค่าซื้อหรือควบรวมกิจการเนื่องจากมูลค่าของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นจากผลการดำเนินงานปลอมๆ ที่ถูกตกแต่งแก้ไข ทำให้สามารถซื้อกิจการได้ในราคาที่ต่ำกว่าปกติ

งานวิจัยที่ผ่านมา การวัดความสัมพันธ์ของการตกแต่งกำไรกับการเข้าซื้อหรือควบรวมกิจการกันโดยตรงมีไม่มากนัก และพบว่ายังมีความไม่ชัดเจนในเรื่องของผลสรุป บางงานวิจัยมีการสนับสนุนสมมติฐานว่ามีการตกแต่งกำไรทั้งในส่วนของบริษัทผู้เสนอซื้อหรือควบรวม และบริษัทที่เป็นเป้าหมายในการเข้าซื้อหรือควบรวม เช่น งานวิจัยของ Groff and Wright (1989) Easterwood (1998) North and O'Connell (2002) และ Louis (2004) แต่ในบางงานวิจัยกลับพบว่าไม่สามารถยืนยันสมมติฐานได้ในหลายเหตุการณ์ เช่น งานวิจัยของ Eddey and Taylor (1999) และ Chamberlain (1991)

ในประเทศไทย การขยายธุรกิจโดยการเข้าซื้อกิจการหรือการควบรวมกิจการนั้น ยังคงอยู่ในช่วงเริ่มต้นในการใช้กลยุทธ์นี้ในตลาดทุนของไทย เห็นได้ชัดเจนในกรณีของการเข้าซื้อกิจการ เช่น กรณีของบริษัท ไทยเบฟเวอเรจโลจิสติก จำกัด ที่เข้าซื้อกิจการของ บมจ.เสริมสุข เพื่อขยายช่องทางธุรกิจของตนเองซึ่งมีอยู่แล้วในระดับหนึ่ง แต่ยังคงไม่พบการใช้การเข้าควบรวมกิจการเป็นกลยุทธ์ในการขยายโอกาสทางธุรกิจในประเทศไทยเท่าใดนัก ส่วนใหญ่จะพบว่า เมื่อมีการเข้าควบรวมกิจการมักทำให้บริษัทเป้าหมายที่มีขนาดเล็กกว่าเลิกกิจการไปและกลายมาเป็นส่วนหนึ่งในธุรกิจของบริษัทผู้เข้าทำการควบรวมเท่านั้น และมีบริษัทจำนวนน้อยมากที่จะใช้วิธีการควบรวมกิจการในการขยายธุรกิจ

จากที่มาและความสำคัญดังกล่าว ผู้วิจัยจึงมีความสนใจในการศึกษาการเข้าซื้อกิจการกับการจัดการกำไรโดยมุ่งเน้นไปในช่วงปีก่อนที่จะมีจะถูกซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้เกิดความชัดเจนในเรื่องดังกล่าว อันจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการใช้งบการเงิน โดยเน้นการศึกษาในส่วนของการซื้อกิจการ (Firm Acquisition) บริษัทเป้าหมายหรือบริษัทที่ถูกเสนอซื้อ โดยยังไม่นำกรณีการควบรวมกิจการ (Mergers) มาศึกษา เนื่องจากพบว่ามีกรณีการดำเนินการในบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยน้อยมาก และมีเจตนาในการขยายกิจการที่ไม่ชัดเจนนัก

## 1.2 วัตถุประสงค์ในการศึกษา

เพื่อศึกษาว่า การเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เฉพาะบริษัทเป้าหมาย (Firm Target) ซึ่งดำเนินการเสร็จสิ้นระหว่างปี พ.ศ.2553 – 2558 ว่ามีแนวโน้มจะจัดการกำไรหรือตกแต่งกำไรในปีก่อนที่จะถูกเข้าซื้อกิจการหรือไม่

## 1.3 ขอบเขตของการศึกษา

การวิจัยนี้มุ่งศึกษาการเข้าซื้อกิจการของบริษัทเป้าหมาย (Firm Target) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งดำเนินการเสร็จสิ้นระหว่างปี พ.ศ.2553– 2558 และการจัดการกำไรในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วย ธนาคาร เงินทุน และประกันภัย รวมทั้งกลุ่มธุรกิจกองทุนอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินของบริษัทเหล่านี้มีความแตกต่างจากบริษัทในหมวดอุตสาหกรรมอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ โดยผู้วิจัยใช้ข้อมูลจากงบการเงินและรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี พ.ศ.2552– 2558 (ตั้งแต่ปีที่มีการประกาศเข้าซื้อกิจการ)

## 1.4 นิยามศัพท์ที่ใช้ในการศึกษา

**การเข้าซื้อและการควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisition: M&A)**

**การเข้าซื้อกิจการ (Acquisition)** หมายถึง การที่บริษัทหนึ่งเข้าซื้อกิจการของอีกบริษัทหนึ่ง โดยบริษัทที่เข้าซื้อจะเข้าไปเป็นเจ้าของบริษัทที่ถูกซื้อ โดยหุ้นของบริษัทที่ถูกซื้อจะไม่ถูกยกเลิกไป เพียงแต่บริษัทที่เข้าซื้อจะเข้าไปเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในบริษัทที่ถูกซื้อแทน

**การควบรวมกิจการ (Mergers)** หมายถึง การที่บริษัทสองบริษัทมาควบรวมกันและเกิดเป็นบริษัทใหม่ โดยบริษัททั้งสองจะร่วมกันเป็นเจ้าของบริษัทใหม่ ซึ่งเมื่อเกิดการควบรวมแล้ว หุ้นของบริษัททั้งสองจะถูกยกเลิกไปโดยจะมีการออกหุ้นของบริษัทใหม่ให้กับผู้ถือหุ้นของบริษัททั้งสองแทน

**การจัดการกำไร (Earnings Management)** หมายถึง การปรับแต่งผลการดำเนินงานด้วยความจงใจที่จะสร้างภาพลักษณ์ของผลการดำเนินงานให้แปรเปลี่ยนไปในทิศทางที่ต้องการ (Mulford and Comiskey, 1996)

**บริษัทจดทะเบียน (Listed Company)** หมายถึง บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.5.1 ประโยชน์ต่อนักลงทุน นักลงทุนสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจ เพื่อให้เกิดความระมัดระวัง และลดความเสี่ยงจากการลงทุน อันเป็นผลมาจากการใช้เงินของบริษัทต่างๆ

1.5.2 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถใช้เป็นข้อมูลเพื่อควบคุมและกำกับดูแล การจัดทำงบการเงินของกิจการให้เป็นไปด้วยความถูกต้อง ครบถ้วน และสะท้อนผลการดำเนินงานที่แท้จริง และสามารถใช้ในการกำหนดนโยบายในการกำกับดูแลบริษัทที่มีแผนในการเข้าซื้อหรือควบรวมกิจการ

### 1.6 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลการศึกษา

งานวิจัยฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีขั้นตอนในการนำเสนอ ดังนี้ บทที่ 2 เป็นการทบทวนวรรณกรรม ซึ่งแสดงแนววิธีการคิด บทความและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่กล่าวถึงการจัดการกำไรและการเข้าซื้อและควบรวมกิจการ รวมถึงสมมติฐานของการศึกษา บทที่ 3 กล่าวถึงข้อมูลที่ใช้ในการดำเนินการวิจัย บทที่ 4 อธิบายถึงผลการศึกษากการเข้าซื้อและควบรวมกิจการ และการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบทที่ 5 เป็นการสรุปผลการวิจัย ข้อเสนอแนะ และข้อจำกัดของงานวิจัย



## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาในเรื่องการเข้าซื้อและการควบรวมกิจการกับการตกแต่งกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยแบ่งสามารถแบ่งได้เป็น

- 2.1 แนวคิดและทฤษฎี
- 2.2 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
- 2.3 สมมติฐานงานวิจัย

#### 2.1 แนวคิดและทฤษฎี

##### 2.1.1 แนวคิดเกี่ยวกับการเข้าซื้อกิจการ (Firm Acquisition)

การเข้าซื้อกิจการไม่ว่าจะด้วยวิธีการซื้อสินทรัพย์ (Asset Acquisition) หรือซื้อหุ้น (Share Acquisition) ไม่ว่าจะเป็นในรูปแบบเป็นมิตรหรือไม่เป็นมิตร (Friend or Hostile Takeover) รวมทั้งการควบรวมกิจการ ต่างหวังประโยชน์ในการควบคุมบริษัทเป้าหมาย เพื่อให้ได้มาซึ่งประโยชน์จากการปฏิบัติงาน เช่น การลดต้นทุน การเพิ่มช่องทางการตลาด โดยอาศัยความสามารถของบริษัทเจ้าของธุรกิจเดิม ประโยชน์ทางการเงิน เช่น การดึงดูดนักลงทุน และสุดท้ายประโยชน์ในการเจริญเติบโตของกิจการ ซึ่งแน่นอนย่อมง่ายและเร็วกว่าการเติบโตภายในกิจการเอง (Acquisition: SCB Economic Intelligence Centre, 2016) ประโยชน์หลักๆ ทั้ง 3 เรื่องดังกล่าวนี้ ยืนยันโดยผลการวิจัยของ Jackson (2007) ที่ค้นพบว่า การเข้าซื้อกิจการในอุตสาหกรรมเดียวกันจะให้ผลประโยชน์เพียงเล็กน้อย หากเทียบกับการเข้าซื้อในอุตสาหกรรมอื่น แต่ตอบสนองความต้องการของลูกค้าในกลุ่มเดียวกัน จะให้ผลมากกว่า ซึ่งโดยทั่วไปคนมักจะคิดว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่และเก่าแก่จะเป็นผู้เสนอ M&A เสมอไป แต่จากงานวิจัยของ Shrader, Monllor and Shelton (2009) ค้นพบว่า บริษัทเกิดใหม่ขนาดเล็ก กลายเป็นผู้เสนอซื้อที่มีประสิทธิภาพที่เดียว กว่า 1 ใน 3 ของบริษัทเกิดใหม่จากตัวอย่างที่นำมาใช้ในการวิจัยมีการเจริญเติบโตอย่างรวดเร็วโดยการเข้าซื้อกิจการของกลุ่ม และพบด้วยว่าบริษัทใหม่เหล่านี้ที่เติบโตโดยการซื้อกิจการอื่น โดยมีการขยายตัวเร็วกว่า และมีผลตอบแทนดีกว่าบริษัทที่เติบโตด้วยตนเอง ดังนั้นเป็นที่ชัดเจนว่าการเติบโตโดยการเข้าซื้อกิจการอื่นจะเป็นตัวเลือกหนึ่งในกลยุทธ์ที่สำคัญของบริษัทเล็กและเกิดใหม่

ในแนวคิดการจัดการกำไรมีหลายงานวิจัยที่สนับสนุนว่า มีการตกแต่งกำไรในช่วงก่อนหรือในปีที่มีการประกาศที่บริษัทผู้เสนอจะเข้าทำการเข้าซื้อหรือควบรวมกิจการและหรือในปีหลังจากการดำเนินการสำเร็จแล้ว เช่น Groff and Wright (1998) Christie and Zimmerman (1994) และ North and O'Connel (2002) พบว่า ผู้บริหารของบริษัทเป้าหมายจะทำรายงานผลกำไรสูงกว่าปกติในช่วงก่อนที่จะมีการถูกเข้าซื้อกิจการโดยเฉพาะการใช้หุ้นเป็นสื่อกลางการแลกเปลี่ยน เมื่อเทียบกับในช่วงเวลาเดียวกันกับกลุ่มของบริษัทที่ไม่ใช่บริษัทเป้าหมาย ในด้านของบริษัทผู้เสนอซื้อ (Firm Acquirer) มีงานวิจัยที่ยืนยันว่า มีการตกแต่งกำไรในช่วงเวลาก่อนการเข้าซื้อดังเช่น งานวิจัยของ Louis (2004) และ Wu (1997) ว่ามีการรายงานผลกำไรที่ผิดปกติในช่วงก่อนที่จะมีการเสนอหรือประกาศการเข้าซื้อหุ้นของกิจการเป้าหมาย

ในทางกลับกันมีงานวิจัยที่พบว่า ไม่มีหลักฐานหรือความสัมพันธ์ที่แน่ชัดว่ามีความสัมพันธ์ในการตกแต่งกำไรหรือจัดการกำไรในช่วงก่อนหรือหลังที่มีการซื้อกิจการ ดังเช่นงานวิจัยของ Eddey and Taylor (1999) ที่อ้างว่า จากผลการวิจัยสรุปได้ว่า ไม่สามารถยืนยันสมมติฐานที่ว่า มีการตกแต่งกำไรในบริษัทเป้าหมายที่ผู้บริหารแนะนำผู้ถือหุ้นให้ยอมรับการเข้าซื้อกิจการ หรือในบริษัทเป้าหมายที่ผู้บริหารแนะนำผู้ถือหุ้นให้ปฏิเสธการเข้าซื้อกิจการ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Chamberlain (1991) ซึ่งวิจัยโดยใช้ตัวอย่างการควบรวมกิจการธนาคารในช่วงปี 1981 – 1987 พบว่า ไม่มีการตกแต่งกำไรในช่วงก่อนที่จะควบรวมกิจการ และมีการกลับรายการในช่วงหลังจากที่ดำเนินการเสร็จสิ้นแล้ว ในส่วนของ Perry and William (1994) ที่ใช้ Jones Model ในการทดสอบการจัดการกำไรของผู้บริหารที่เข้าซื้อหุ้นของกิจการเองหรือ (Management Buyouts: MBO) จากกลุ่มตัวอย่าง 175 MBO ในช่วงปี 1981 – 1988 ไม่พบความชัดเจนว่ามีการตกแต่งกำไรในช่วงก่อนที่จะมีการซื้อหุ้นของบริษัทของฝ่ายบริหาร

ยังมีงานผลวิจัยก่อนหน้าปรากฏหลักฐานที่น้อยมากกว่า มีการจัดการกำไรโดยผู้บริหารในปีที่ประกาศการเข้าซื้อกิจการ และในปีที่เสร็จสิ้นการเข้าซื้อ ซึ่งผลดังกล่าวดูเหมือนจะสอดคล้องกับ Erickson and Wang (1999) ที่พบว่า มีความสัมพันธ์กับการตกแต่งกำไรก่อนการเข้าซื้อกิจการในกรณีการใช้เงินสดเป็นหน่วยที่ใช้ในการแลกเปลี่ยนน้อยมาก (Koumanakos, Siriopoulos and Georgopoulos, 2005) ซึ่งดูจะสอดคล้องกับผลการวิจัยอีกชิ้นหนึ่งที่พบว่า กิจการที่ใช้หุ้นเป็นหน่วยแลกเปลี่ยนปรากฏผลว่ามีการตกแต่งกำไรในปีก่อน Firm Acquisition และระหว่างการทำ ส่วนสิทธิในการโหวตและควบคุมกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับการจัดการกำไร (Francoeur, BenAmar and Rakoto, 2012)

BenAmar and Piera, (2008) อ้างผลการศึกษาว่า ผู้บริหารบริษัทที่ถูกเข้า takeover แบบเป็นมิตรในประเทศสวิตเซอร์แลนด์พยายามตกแต่งกำไรให้ลดต่ำลงในปีก่อนการทำ M&A ซึ่งผลดังกล่าวมีความแตกต่างจากผลการวิจัยครั้งก่อน ที่ทำขึ้นในสหรัฐอเมริกาที่ได้วิจัยเกี่ยวกับการจัดการกำไรของผู้บริหารบริษัทที่ถูก takeover แบบไม่เป็นมิตร (Easterwood, 1998) ผู้บริหารบริษัทเป้าหมายมีแรงจูงใจที่จะทำการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนการทำ M&A แสดงให้เห็นว่าวิธีการเข้า takeover นั้นมีผลต่อการตัดสินใจตกแต่งกำไรของผู้บริหารบริษัทเป้าหมายโดยตรง ในกรณีแรกนั้นเพียงเพื่อให้สามารถดึงดูดการเข้าควบรวมหรือซื้อกิจการของบริษัทผู้เสนอ (Acquirer) หรือเป็นการยินยอมพร้อมใจของบริษัทเป้าหมาย แต่ในแบบหลังซึ่งเป็นไปในลักษณะแบบไม่เป็นมิตรนั้น บริษัทเป้าหมาย (firm target) ต้องการแสดงผลมูลค่าของตนเองให้สูงขึ้นจนไม่เป็นที่ต้องการเพราะสุ่วราคาไม่ไหว หรือหากจะซื้อจริงๆ ก็จะได้ในราคาที่เกินจริงไปนั่นเอง

การตอบรับของตลาดในการประกาศการเข้าซื้อกิจการ โดยเฉลี่ยจะเป็นไปในทางลบสำหรับราคาหุ้นของบริษัทผู้ซื้อแต่จะเป็นไปในทางบวกสำหรับบริษัทเป้าหมาย แต่เมื่อรวมกับผลตอบแทนในหุ้นจะกลายเป็นบวก ซึ่ง Yaghoubi, Yaghoubi, Locke and Gibb (2016) ได้ค้นพบในช่วงหลายสิบปีที่ผ่านมา แสดงให้เห็นว่าทัศนคติโดยทั่วไปของตลาดมักมองเป็นไปในทางลบเสมอหากมีการทำ M&A โดยเฉพาะบริษัทที่ประกาศแผนที่จะเข้า takeover บริษัทอื่น หรืออาจจะเพราะเป็นความหวั่นไหวในความไม่แน่นอนของการดำเนินงานของบริษัทในกรณีใช้วิธีนี้ในการขยายบริษัทจากมุมมองของผู้ถือหุ้น แต่ในที่สุดแล้วก็จะถูกชดเชยจากผลตอบแทนในหุ้นของบริษัทที่ถูก takeover นั้นเอง แต่อย่างไรก็ตาม ในส่วนของบริษัทที่ถูกเข้า takeover ยังคงมีความพยายามในการตกแต่งงบการเงินเพื่อรองรับการถูกเข้าซื้อเนื่องจากมองฝ่ายตรงข้ามไปในทางลบหรืออีกนัยหนึ่งคือคิดไว้ก่อนเสมอว่ามีการทำ Earnings Management ของฝ่ายผู้ซื้อ

### 2.1.2 แนวคิดเกี่ยวกับการจัดการกำไร (Earnings Management)

การจัดการกำไรหรือการตกแต่งกำไรนั้น มีผู้ให้คำนิยามไว้อย่างกว้างขวางและในหลายความหมาย เช่น Healey and Wahlen (1998) กล่าวว่า การตกแต่งกำไรคือ การที่ผู้บริหารใช้ดุลยพินิจอย่างตั้งใจและรอบคอบในการแสดงรายการในรายงานทางการเงินและในโครงสร้างของบริษัท เพื่อให้ผู้มีส่วนได้เสียเข้าใจผิดในผลการดำเนินงานของบริษัท เพื่อวัตถุประสงค์อย่างใดอย่างหนึ่ง เช่น ผลตอบแทนของผู้บริหาร เป็นต้น ซึ่งจากคำนิยามนี้ ย่อมแสดงให้เห็นถึงความตั้งใจของผู้บริหารที่มีแรงจูงใจในการตกแต่งกำไรเพื่อการใดการหนึ่งเป็นพิเศษ ไม่ใช่แค่เพียงผลตอบแทนของตน หรือชื่อเสียงของตนจากการดำเนินงานเมื่อเทียบกับปีก่อนหรือแผนที่กำหนด หากแต่ใช้เป็นเครื่องมือที่จะนำพาบริษัทเข้าสู่การซื้อกิจการอื่นหรือควบรวมกับกิจการอื่นด้วย เพราะหากผู้บริหารไม่ตระหนักหรือ

ดำเนินการในเรื่องดังกล่าว อาจต้องจบลงด้วยการซื้อกิจการของบริษัทเป้าหมายมาในราคาที่สูงเกินปกติในที่สุด เพราะบริษัทเป้าหมายย่อมมีแนวโน้มที่จะตกแต่งกำไรเพื่อสร้างมูลค่าบริษัทตนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนจากการถูกซื้อสูงขึ้น ซึ่งเป็นเรื่องที่ไม่เกินคาดเดา

ในขณะที่ Mulford and Comiskey (1996) ให้ความหมายของการตกแต่งกำไรว่า การปรับแต่งผลการดำเนินงานด้วยความตั้งใจที่จะสร้างภาพลักษณ์ของผลการดำเนินงานให้แปรเปลี่ยนไปในทิศทางที่ต้องการ โดยจำแนกการตกแต่งกำไรออกเป็น 5 รูปแบบคือ การเพิ่มกำไรของงวดปัจจุบันให้สูงขึ้น การเปลี่ยนแปลงทางการบัญชีไปตามดุลยพินิจของฝ่ายบริหาร การกำหนดช่วงเวลาที่จะทำการตัดสินใจเกี่ยวกับการดำเนินงาน การลดกำไรของงวดปัจจุบันลง และพฤติกรรมล้าบาง เช่น การล้างผลขาดทุนให้หมดไปในงวดปัจจุบันเพื่อให้สามารถแสดงผลกำไรในอนาคตต่อไปได้ โดยไม่สอดคล้องกับรายการที่เกิดขึ้นจริง

นอกจากนี้ วันเพ็ญ วศินารมณ (2012) ยังได้เสนอวิธีการที่ผู้บริหารมักใช้ในการตกแต่งบัญชีหรือการแสดงกำไร ซึ่งมีความสอดคล้องกับวิธีการของ Mulford and Comiskey (1996) ที่กล่าวแล้วข้างต้น ดังนี้

**(1) การใช้ประโยชน์จากการที่มีหลักการบัญชีที่รับรองทั่วไปหลายหลักการสำหรับรายการบัญชีหนึ่งๆ** ตัวอย่างเช่น การคิดค่าเสื่อมราคา ซึ่งสามารถใช้ได้ทั้งวิธีเส้นตรง วิธีผลรวมจำนวนปี วิธียอดคงเหลือลดลง ฯลฯ ซึ่งการเลือกใช้หลักการบัญชีที่แตกต่างกันก็จะให้ตัวเลขในงบการเงินที่ต่างกัน ซึ่งสามารถกระทำได้ตามที่ GAAP กำหนด อันจะทำให้กิจการสองกิจการที่ประกอบธุรกิจเหมือนกันแต่ใช้หลักการบัญชีที่แตกต่างกันเช่นวิธีการคิดค่าเสื่อมราคาข้างต้น แสดงผลการดำเนินงานและฐานะการเงินแตกต่างกันอย่างชัดเจน ซึ่งจะเห็นได้เด่นชัดเมื่อธุรกิจนั้นๆ มีมูลค่าสินทรัพย์ที่มีราคาสูง

**(2) รายการบางรายการต้องใช้ดุลยพินิจของฝ่ายบริหารในการกำหนดว่าจะบันทึกรายการนั้นอย่างไร** เมื่อไหร่ หรือจำนวนเท่าใด เช่น ค่าซ่อมแซมเครื่องจักร ผู้บริหารเป็นผู้ตัดสินใจว่าค่าซ่อมแซมเครื่องจักรที่จ่ายไปนั้นควรจะเป็นบันทึกเป็นสินทรัพย์ของกิจการ หรือ ควรจะถือเป็นค่าใช้จ่ายสำหรับงวดที่จ่าย ซึ่งการตัดสินใจเหล่านี้จะมีผลกระทบต่อกำไรโดยตรง ซึ่งรายการเหล่านี้จะพบว่าในบางครั้งอาจไม่เป็นไปตามมาตรฐานทางบัญชีหรือมาตรฐานการรายงานทางการเงินเลย ผู้บริหารสามารถใช้ดุลยพินิจในการกำหนดกำไรโดยการกำหนดอายุการใช้งานของสินทรัพย์ที่มีตัวตน และไม่มีตัวตน การเปลี่ยนแปลงอัตราค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ เพื่อให้กำไรเป็นไปในลักษณะที่ต้องการ เช่น กำไรสม่ำเสมอ หรือกำไรมากในบางปี หรือ กำไรน้อยในบางปี

(3) ผู้บริหารเลือกใช้วิธีการบัญชีที่ทำให้กำไรสูงโดยการคิดค่าเสื่อมราคาสินทรัพย์ต่ำหรือกำหนดหนี้สงสัยจะสูญต่ำทำให้สินทรัพย์ที่แสดงไว้สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ซึ่งในกรณีนี้ภายหลังผู้บริหารอาจจะปรับปรุงเพื่อให้สินทรัพย์แสดงมูลค่าที่แท้จริงซึ่งจะทำให้มีผลขาดทุน หรือกำไรน้อยในปีที่ทำการปรับปรุง แต่จะทำให้อัตราการเพิ่มของกำไรในปีต่อ ๆ มาสูงโดยให้เป็นไปตามแผนที่กำหนดไว้แล้ว

(4) ผู้บริหารอาจกำหนดกำไรโดยการเลื่อนเวลาการขายหรือการจ่ายค่าใช้จ่ายหรือแม้แต่การไม่จ่ายค่าใช้จ่ายที่ควรจ่ายในเวลาอันควร ถ้าผู้บริหารต้องการให้งบการเงินแสดงกำไรสุทธิสูง อาจทำการตกลงกับลูกค้าให้ทำการส่งสินค้าให้เร็วขึ้นในตอนปลายปี เพื่อบันทึกรายได้แต่จะยืดเวลาการชำระเงินให้แก่ลูกค้า ส่วนในด้านค่าใช้จ่าย ถ้าต้องการให้กำไรในปัจจุบันสูงอาจจะเลื่อนเวลาในการจ่ายค่าใช้จ่ายดังกล่าวออกไป หรือไม่ยอมจ่ายค่าใช้จ่ายเหล่านั้น และเมื่อมีการนำกำไรนี้ไปเปรียบเทียบกับกำไรของปีก่อน ก็จะทำให้ดูเหมือนว่ากิจการมีการเติบโตสูง เนื่องจากมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นสูง ซึ่งการเลื่อนเวลาการจ่ายค่าใช้จ่ายเหล่านี้ออกไป หรือการไม่ยอมจ่ายค่าใช้จ่ายเหล่านี้จะกระทบต่อการเติบโตของกิจการในอนาคตอย่างมาก กิจการอาจสูญเสียวินัยได้ หรือมีค่าใช้จ่ายที่ไม่จำเป็นเกิดขึ้น หรือมีศักยภาพไม่เพียงพอที่จะแข่งขันกับกิจการอื่นได้ และในหลายๆ ครั้ง เรื่องการฝึกอบรม ฌาน สัมมนาเชิงปฏิบัติ จะถูกตัดหรือเลื่อนออกไปก่อน แต่การพัฒนาบุคลากรของกิจการก็เป็นหัวใจของการเติบโตของกิจการ กล่าวคือ ถึงแม้ว่ากิจการจะมีเครื่องจักร เครื่องมือที่ดี แต่บุคลากรไม่มีความรู้ความสามารถในการใช้เครื่องจักรนั้นก็ย่อมไม่เกิดประสิทธิภาพในการทำงานหรืออาจทำให้เกิดการผิดพลาดจากการใช้งานไม่ถูกวิธีได้และมีผลเสียต่อผลการดำเนินงานในปีต่อ ๆ ไปของบริษัท ซึ่งในเรื่องดังกล่าวนี้นักลงทุนอาจสังเกตการเลื่อนเวลาหรือไม่จ่ายเงินลงทุนเหล่านี้ได้โดยวิเคราะห์แนวโน้ม หรือจำนวนเงินเปรียบเทียบกับในอดีต หรือเปรียบเทียบกับกิจการอื่นที่อยู่ในธุรกิจประเภทเดียวกัน หรือเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรมนั้นว่ามีจำนวนที่ควรจะเป็นเท่าใด การเลื่อนการจ่ายค่าใช้จ่ายนี้เป็นการเลื่อนชั่วคราว หรือเป็นการถาวร ผู้บริหารอาจจะเลื่อนเวลาการจ่ายเงินออกไปเนื่องจากขาดสภาพคล่อง บางครั้งผู้บริหารอาจต้องการกำไรต่ำเพื่อต้องการประหยัดภาษี หรืออาจจะเกิดจากนโยบายการจ่ายเงินโบนัสให้แก่ผู้บริหาร

(5) ผู้บริหารอาจทำให้กำไรสูงขึ้นได้โดยการขายสินทรัพย์ สินทรัพย์ที่ผู้บริหารนิยมขายเพื่อก่อให้เกิดกำไรจากการขายมักจะเป็นสินทรัพย์ประเภทเงินลงทุนเนื่องจากซื้อขายคล่องกว่าสินทรัพย์อื่น และเมื่อขายไปแล้วไม่กระทบต่อการดำเนินงานของกิจการแต่อาจสูญเสียวินัยที่คาดว่าจะเกิดขึ้นหากยังคงถือสินทรัพย์นั้นต่อไปและขายในอีกช่วงเวลาหนึ่ง

(6) ขยายสินค้าระหว่างบริษัทในเครือ เพื่อให้บริษัทหนึ่งมีรายได้สม่ำเสมอโดยที่สินค้านั้นจะไปปรากฏในอีกบริษัทหนึ่ง โดยบริษัทในเครืออื่นที่ถือสินค้าไว้

## 2.2 วิธีการวัดการจําการกำไรหรือการตกแต่งกำไร

ในการตกแต่งกำไรนั้น ผู้บริหารจะใช้เครื่องมือหรือวิธีการทางการบัญชีในทางเลือกต่างๆ เพื่อจัดการกำไร รวมทั้งการจัดการกับรายการคงค้าง การเปลี่ยนวิธีการทางบัญชี และการเปลี่ยนโครงสร้างเงินทุน ในการศึกษาค้างนี้ ผู้วิจัยได้ให้ความสำคัญกับการจัดการ “รายการคงค้างระยะสั้น” (current accruals) ของฝ่ายบริหาร ซึ่งรายการดังกล่าวเป็นรายการที่ปรับเปลี่ยนสินทรัพย์และหนี้สินหมุนเวียน เช่น การรับรู้รายได้ที่ให้บริการแล้วแต่ยังไม่ได้รับชำระ การรับรู้ค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นแล้วในปัจจุบันแต่บริษัทยังมิได้จ่าย หรือรายการอื่น ๆ ในทำนองเดียวกัน ซึ่งรวมแล้วเราอาจเรียกได้ว่าเป็นรายการคงค้างที่เกี่ยวกับเงินทุนหมุนเวียน (working capital accruals) ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

2.2.1 การศึกษาข้อมูลรายการเกณฑ์คงค้างข้างต้น เป็นวิธีการในการพิสูจน์ว่า บริษัทมีการตกแต่งตัวเลขในงบการเงินหรือไม่ ซึ่งนักวิจัยทางบัญชีพยายามจะแบ่งประเภทข้อมูลด้วยวิธีการต่างๆ เพื่อวัดความน่าเชื่อถือของข้อมูล โดยมีการแบ่งข้อมูลออกเป็นสองส่วนคือ

2.2.1.1 Discretionary Accruals (DA) คือรายการคงค้างที่ผู้บริหารตกแต่งตัวเลข เช่น การเลือกใช้วิธีตัดค่าเสื่อมราคา

2.2.1.2 Nondiscretionary Accruals (NDA) คือ รายการคงค้างที่เกิดจากการดำเนินงานปกติ ซึ่งเราไม่สามารถควบคุมรายการคงค้างในส่วนนี้ได้ เช่น ยอดลูกหนี้การค้าที่เกิดขึ้นในสถานะเศรษฐกิจปัจจุบัน

2.2.2 หากมีข้อมูล DA มาก หมายถึงมีแนวโน้มที่จะมีการทำ Earnings Manipulation บริษัทอาจมีการตกแต่งกำไรไปในทิศทางที่ต้องการ ส่วนข้อมูล NDA เป็นข้อมูลที่มีความน่าเชื่อถือ นักวิจัยทางบัญชีจึงได้สร้างแบบจำลองทางสถิติขึ้นมาเพื่อนำมาใช้ในการคำนวณหา NDA สรุปได้ดังนี้

2.2.2.1 The Healy Model (1985) คำนวณ NDA ปีปัจจุบัน จากค่าเฉลี่ยของ Total Accruals หาดด้วยจำนวนทรัพย์สินต้นปี

2.2.2.2 The Deangelo Model (1986) คำนวณ NDA ปีปัจจุบัน จาก Total Accruals ปีก่อน หาดด้วยจำนวนทรัพย์สินรวมปีก่อนหน้านั้น

2.2.2.3 The Jones Model (1991) ขยายวิธีการคำนวณ NDA จากวิธีการของ Deangelo (1986) โดยขยายเพิ่มเติมว่า TA เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของรายได้ ซึ่งใช้เป็นตัววัดค่าการเปลี่ยนแปลงในธุรกิจ และได้สินทรัพย์ถาวร เพื่อเป็นตัวควบคุมในการคำนวณ

2.2.2.4 The Modified Jones Model จากวิธีของ Jones (1991) กำหนดว่าการเปลี่ยนแปลงของรายได้ สะท้อนถึง NDA ในขณะที่ Dechow (1994) พบว่า การเปลี่ยนแปลงของรายได้สะท้อนให้เห็นถึง NDA ก็จริง แต่ธุรกิจสามารถทำ Earnings Manipulation โดยอาศัยการขายเชื่อ (Credit sales) ดังนั้น จึงนำการเปลี่ยนแปลงของลูกหนี้มาลบออกจากการเปลี่ยนแปลงของรายได้

2.2.2.5 The Industry Model (1991) วิธีนี้ กำหนดว่า NDA มีค่าคงที่ นอกจากนี้ ค่าของ NDA ในอุตสาหกรรมเดียวกันจะมีค่าเท่ากัน

Dechow, Sloan และ Sweeney (1995) ได้ทำการศึกษาวิธีการวัดการตกแต่งกำไรข้างต้น เพื่อให้ทราบว่า วิธีไหนสามารถช่วยในการศึกษาเกี่ยวกับ Earnings Management ซึ่งพบว่าวิธีการข้างต้นสามารถวัดการตกแต่งกำไรได้เป็นอย่างดี แต่วิธีที่ให้ผลชัดเจนที่สุดคือ The Modified Jones Model นอกจากนี้ Kothari, Leone และ Wasley (2005) ยังได้นำเสนอผลการวิเคราะห์การทำ DA และ NDA โดยใช้ Jones และ The Modified Jones Model นำไปเปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานของกิจการ (Performance) สรุปได้ว่า ควรต้องใส่ตัวแปร Return on Assets (ROA) เป็นตัวแปรควบคุมเพิ่มเข้าไป จะทำให้ตัวแบบจำลองวัดค่าออกมาได้น่าเชื่อถือมากขึ้น

จากเหตุผลข้างต้น ผู้วิจัยจึงเลือกใช้วิธีการทดสอบการตกแต่งกำไรโดยใช้ The Modified Jones Model จากแนวคิดรายการคงค้างรวมของบริษัท (Total Current Accrual: TAC) สามารถแบ่งรายการคงค้างออกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 รายการค้างระยะสั้นที่เป็นผลจากการใช้ดุลยพินิจทางบัญชีของผู้บริหาร (Discretionary Current Accruals: DCA) ที่เป็นตัวชี้วัดว่าบริษัทมีการตกแต่งกำไร หากมีค่าเป็นบวกแสดงว่ามีการตกแต่งกำไรสูงขึ้น และหากมีค่าเป็นลบแสดงว่าการตกแต่งกำไรนั้นลดลง ส่วนที่ 2 รายการคงค้างระยะสั้นที่เกิดจากการดำเนินงานปกติ (Nondiscretionary Current Accrual: NDCA) สรุปได้ดังต่อไปนี้

$$DCA_{i,t} = TAC_{i,t} - NDCA_{i,t}$$

โดยที่

$DCA_{i,t}$  = รายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$TAC_{i,t}$  = รายการคงค้างรวมของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$NDCA_{i,t}$  = รายการคงค้างที่เกิดจากการดำเนินงานปกติของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

โดยการคำนวณรายการคงค้างรวมของบริษัท (TAC) สามารถคำนวณโดยนำกำไรสุทธิของบริษัทหักด้วยกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานของบริษัท และหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท ดังนี้

$$TAC_{i,t} = \frac{NI_{i,t} - CFO_{i,t}}{TA_{i,t}}$$

โดยที่

$TAC_{i,t}$  = รายการคงค้างรวมของของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$NI_{i,t}$  = กำไรสุทธีก่อนรายการพิเศษของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$CFO_{i,t}$  = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานของ  $i$  ในปี  $t$

$TA_{i,t}$  = สินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

จากนั้นคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์ ( $\alpha_0$ ,  $\alpha_1$ ,  $\alpha_2$ ) เพื่อนำไปแทนในสมการถัดไป โดยการนำข้อมูลจากงบการเงินของบริษัททั้งหมดที่อยู่ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยกเว้นอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน มาคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์ข้างต้น เมื่อได้ค่าสัมประสิทธิ์แล้ว จะนำมาแทนค่าในการคำนวณหาสูตรการคำนวณถัดไป เพื่อหาค่ารายการเกณฑ์คงค้างจากการดำเนินงานปกติหรือ Nondiscretionary Accruals ซึ่งการหาค่าสัมประสิทธิ์ทำได้ดังนี้

$$TAC_{i,t} = \alpha_0 \left[ \frac{1}{TA_{i,t}} \right] + \alpha_1 \left[ \frac{\Delta REV_{i,t}}{TA_{i,t}} \right] + \alpha_2 \left[ \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t}} \right]$$



โดยที่

$TAC_{i,t}$  = รายการคงค้างรวมของของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$TA_{i,t}$  = สินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$REV_{i,t}$  = รายได้จากการขายของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$PPE_{i,t}$  = สินทรัพย์ถาวร คือ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$\Delta$  = ผลต่างระหว่างปีปัจจุบันกับปีก่อน

การคำนวณหารายการคงค้างจากการดำเนินงานปกติ หรือ Nondiscretionary Accruals (NDCA) นั้น ทำได้โดยการนำค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากข้อ 2 ( $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$ ) มาแทนในสูตรเพื่อหาค่า NDCA ของแต่ละบริษัท เพื่อให้ได้ค่ารายการเกณฑ์คงค้างจากการดำเนินงานปกติ ในส่วนของยอดขายเชื่อในงบกำไรขาดทุน ตามแนวคิดของ Modified Jones นั้น ยอดขายเชื่อสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการตกแต่งกำไรได้ ดังนั้นจึงนำลูกหนี้การค้า (Accounts Receivable) มาหักออกจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย (Dechow et. al., 1995) แสดงตามสูตรได้ดังนี้

$$NDCA_{i,t} = \alpha_0 \left[ \frac{1}{TA_{i,t}} \right] + \alpha_1 \left[ \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{TA_{i,t}} \right] + \alpha_2 \left[ \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t}} \right]$$

โดยที่

$NDCA_{i,t}$  = รายการคงค้างจากการดำเนินงานปกติของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$TA_{i,t}$  = สินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$REV_{i,t}$  = รายได้จากการขายของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$AR_{i,t}$  = ลูกหนี้การค้าของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$PPE_{i,t}$  = สินทรัพย์ถาวร คือ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$\Delta$  = ผลต่างระหว่างปีปัจจุบันกับปีก่อน

จากนั้นนำตัวเลขที่ Total Current Accrual (TAC) ที่ได้ในสูตรแรกมาลบค่าที่ได้จากการคำนวณหา NDCA ทำให้ได้ค่า DCA (Discretionary Current Accruals) ซึ่งค่า DCA ที่ได้นั้นจะเป็นตัวชี้วัดว่าบริษัทมีการตกแต่งกำไรเพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างไร อันจะนำไปสู่การวิเคราะห์และข้อสรุปต่อไป แสดงเป็นสูตรได้ดังนี้

$$DCA_{i,t} = TAC_{i,t} - NDCA_{i,t}$$

โดยที่

$DCA_{i,t}$  = รายการค้างค้างที่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$TAC_{i,t}$  = รายการคงค้างรวมของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$NDCA_{i,t}$  = รายการคงค้างที่เกิดจากการดำเนินงานปกติของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

### 2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ยังมีงานวิจัยอีกหลายงานวิจัยที่กล่าวถึงผลตอบแทนที่ได้รับจากการเข้าซื้อกิจการในหุ้นของบริษัท แม้จะเกิดจากการจัดการกำไรของผู้บริหารก่อนการเข้าซื้อกิจการก็ตาม หากตราบดีที่สามารถเพิ่มมูลค่าให้กับบริษัทผู้เสนอซื้อได้ เช่นที่ Mann and Kohli, (2012) อ้างในงานวิจัยของเขาว่า ผู้ถือหุ้นของบริษัทผู้เสนอซื้อจะได้รับผลตอบแทนในหุ้นสูงขึ้นจากการประกาศเข้าซื้อแบรนด์ผลิตภัณฑ์ในทันที หากเป็นการเข้าซื้อแบรนด์ผลิตภัณฑ์ซึ่งมีความเกี่ยวเนื่อง มีชื่อเสียง และช่วยส่งเสริมธุรกิจหลักของบริษัท ซึ่งจะเป็นการรับประกันว่าผลตอบแทนในหุ้นจะสูงขึ้นในระยะยาวและจะมีกระแสเงินสดรับเพิ่มขึ้นในอนาคต ซึ่งประโยชน์ดังกล่าวมิได้เกิดกับผู้บริหารแต่เพียงด้านเดียว นี่จึงเป็นแรงจูงใจหรือแรงเสริมให้ผู้บริหารพิจารณาดำเนินการจัดการกำไรหรือตกแต่งกำไรของตนเพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการได้มาซึ่งบริษัทเป้าหมายในราคาที่ต่ำ แต่มีผลกระทบเชิงบวกต่อบริษัทสูง ในส่วนของบริษัทเป้าหมายก็ได้รับผลกระทบเชิงบวกในปัจจัยเดียวกันกับที่กล่าวมาข้างต้น ทำให้ผู้บริหารพยายามที่จะแสดงกำไรของบริษัทตนก่อนการเจรจาในการซื้อขายหุ้นกับบริษัทผู้เสนอซื้อ เพื่อให้ได้ภาพลักษณ์ต่อแบรนด์หรือกิจการของตนเอง ซึ่งจะส่งผลต่อการเพิ่มมูลค่าของตนเองในอนาคตด้วย

ในบางงานวิจัยกล่าวว่า วิธีการการจ่ายเงินอาจไม่มีผลกระทบต่อการตกแต่งกำไรเพื่อผลในระยะสั้น ดังที่ Yung, Sun and Rahman, (2013) อ้างในการศึกษาว่า รายการคงค้างระยะสั้น มี

ผลกระทบต่อทางเลือกวิธีการชำระเงิน/รับชำระเงินในการเข้าซื้อหรือควบรวมกิจการบริษัทเป้าหมาย แต่วิธีการทางการเงินในการเข้าซื้อกิจการเหล่านี้ ไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญกับคุณภาพกำไรในระยะสั้น หากมีการใช้ตัวแปรควบคุมที่เหมาะสมในการทดสอบ แต่กลายเป็นว่า จะมีผลกระทบอย่างชัดเจนจากคุณภาพกำไรในระยะยาว โดยจะเห็นได้ว่า บริษัทผู้เสนอซื้อที่มีคุณภาพกำไรต่ำ มีความพยายามที่จะจ่ายชำระเงินสดต่ำลงในการซื้อกิจการ ในทางกลับกันบริษัทผู้เสนอซื้อที่มีคุณภาพกำไรสูง ยินดีที่จะจ่ายชำระเงินสดสูงขึ้นในการเข้าซื้อกิจการสอดคล้องกับ Uddin and Boateng, (2009) ที่ได้ศึกษาวิจัยบริษัทผู้เสนอซื้อในประเทศอังกฤษ โดยอ้างว่า บริษัทผู้เสนอซื้อในอังกฤษไม่ได้รับผลประโยชน์เพิ่มขึ้นจากการจัดการกำไรในระยะสั้น จากการทดสอบกลุ่มตัวอย่าง ประสิทธิภาพในระยะสั้นของบริษัทมีผลมาจากสไตล์ในการบริหารของบริษัทเป้าหมาย นโยบายการเข้าซื้อกิจการ สิ่งแวดล้อมของบริษัทเป้าหมาย และวิธีการจ่ายเงินมากกว่า

อย่างไรก็ดี ในการกำหนดกลยุทธ์การเข้าซื้อกิจการ หรือการเจรจาเพื่อให้มีการลงทุนในหุ้นของบริษัทตนเพื่อขยายการลงทุนโดยเฉพาะในกรณีการถือครองแบบมีอำนาจควบคุม ก็ไม่สามารถรับรองได้ว่า บริษัทได้จะได้รับประโยชน์หรือสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นได้เสมอไป หากขาดการศึกษาและพิจารณาในปัจจุบันที่เกี่ยวข้องอย่างถี่ถ้วนแล้ว โดยเฉพาะในเรื่องการสอดคล้องกับนโยบายของบริษัท การกำหนดราคา วิธีการชำระเงิน ทำให้ผู้บริหารในปัจจุบันพยายามสร้างความได้เปรียบให้มากที่สุดในการดำเนินการกิจกรรม M&A ซึ่งสอดคล้องกับ งานวิจัยของ Adams and Neely, (2000) ที่กล่าวในงานวิจัยของเขาว่า ในช่วงระหว่างการตื่นตัวในเรื่องการซื้อและควบรวมกิจการ ในช่วงปี 1990 – 2000 มีกิจการจำนวนมากไม่ประสบความสำเร็จภายหลังจากการเข้าซื้อกิจการ ซึ่งเป็นผลมาจากการความอ่อนแอของผู้บริหารในการกำหนดกลยุทธ์ที่สอดคล้องกับปัญหาของผู้บริหารระดับสูงเอง

## 2.4 สมมติฐานงานวิจัย

การตัดสินใจเข้าซื้อกิจการหรือการเสนอขายหุ้นของตุนั้น เป็นการตัดสินใจของฝ่ายบริหารที่เป็นไปโดยรอบครอบและเป็นไปในแนวทางเดียวกับกับกลยุทธ์ของบริษัท (Firm Strategy) การตัดสินใจดังกล่าวต้องเป็นการตัดสินใจบนพื้นฐานที่ว่าจะทำให้กิจการได้รับผลประโยชน์เพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลต่อความมั่งคั่งผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นของผู้ถือหุ้นของบริษัท อันจะส่งผลต่อชื่อเสียงของผู้บริหารโดยตรงในการเข้าดำเนินการ M&A โดยเฉพาะการเจรจายอมรับเงื่อนไขในการขายหุ้นของตนเองในลักษณะถูกรวบงำ ทั้งยังเป็นการดึงดูดนักลงทุนรายใหม่ๆ เข้ามา ความชัดเจนในการตัดสินใจของผู้บริหารทำให้เห็นถึงกระแสเงินที่จะเกิดขึ้นพร้อมกับความเสี่ยง (Rouse and Frame,

2009) ซึ่งงานวิจัยโดยส่วนใหญ่จะให้ความสำคัญกับปัจจัยที่มีผลต่อการเข้าซื้อหรือถูกเข้าซื้อกิจการ เช่น สภาพแวดล้อมในธุรกิจของบริษัทเป้าหมาย วิธีการชำระเงิน ฯลฯ แต่ให้ความสำคัญกับตัวผู้บริหารซึ่งเป็นผู้ตัดสินใจเข้าดำเนินการซื้อกิจการบริษัทเป้าหมาย

การเข้าซื้อกิจการไม่ว่าจะด้วยวิธีการซื้อสินทรัพย์ (Asset Acquisition) หรือซื้อหุ้น (Share Acquisition) และไม่ว่าจะเป็นในรูปแบบเป็นมิตรหรือไม่เป็นมิตร (Friend or Hostile Takeover) รวมทั้งการควบรวมกิจการ ต่างหวังประโยชน์ในการควบคุมบริษัทเป้าหมาย เพื่อให้ได้มาซึ่งประโยชน์จากการปฏิบัติงาน เช่น การลดต้นทุน การเพิ่มช่องทางการตลาด โดยอาศัยความสามารถของบริษัทเจ้าของธุรกิจเดิม ประโยชน์ทางการเงิน เช่น การดึงดูดนักลงทุน และสุดท้ายประโยชน์ในการเจริญเติบโตของกิจการ ซึ่งแน่นอนย่อมง่ายและเร็วกว่าการเติบโตภายในกิจการเอง (Acquisition: SCB Economic Intelligence Centre, 2016) ราคาและวิธีการชำระเพื่อให้ได้มาซึ่งการเข้าซื้อหรือควบรวมกิจการจึงต้องตั้งอยู่บนความต้องการของผู้บริหารทั้งสองฝ่ายไม่ว่าจะเป็น บริษัทผู้เสนอ หรือบริษัทเป้าหมาย บริษัทผู้เสนอซื้อ (Firm Acquirer) ต้องการได้รับประโยชน์จากการดำเนินการดังกล่าวให้ได้ผลตอบแทนสูงสุดไม่ว่าจะอยู่ใน Financial Benefit เช่น ผลตอบแทนทางการเงิน เช่น ค่าตอบแทนผู้บริหาร โบนัส หรือ Non-financial Benefit เช่น ชื่อเสียงจากผลการดำเนินงานตามแผน หรือเมื่อเทียบกับปีก่อน และผลที่ตามมาคือ ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนในหุ้นสูงขึ้น ส่วนบริษัทที่ถูกเข้าซื้อเองพยายามทำให้งบการเงินของตนแสดงผลในทางบวกเพื่อเพิ่มความน่าเชื่อถือ เพื่อจุดมุ่งหมายในการเพิ่มมูลค่าหุ้น เพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงสุดหรืออาจมากกว่าราคาหุ้นที่เป็นอยู่ในขณะนั้น

การวิจัยเรื่องการเข้าซื้อกิจการในส่วนของบริษัทเป้าหมาย (Firm Target) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังปรากฏการศึกษาในเรื่องดังกล่าวไม่มากนักและยังมีความไม่ชัดเจนในเรื่องของผลการศึกษาในเรื่องของความสัมพันธ์ โดยส่วนใหญ่จะเน้นไปที่บริษัทที่เป็นผู้เสนอซื้อเสียส่วนใหญ่ ตัวอย่างหนึ่งที่มีการศึกษาในเรื่องดังกล่าวช่วงแรก ๆ ยังคงเป็นการศึกษาในส่วนของบริษัทผู้เสนอซื้อ เช่น Groff and Wright (1998) และ Christie and Zimmerman (1994) โดยอ้างในผลจากงานวิจัยของตนว่า ผู้บริหารบริษัทที่พยายามจะเข้าควบรวมกิจการบริษัทเป้าหมาย มีความโน้มเอียงจะใช้วิธีตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นในช่วงเวลาก่อนที่มีการประกาศการควบรวมกิจการ แม้จะมีอีกหลายงานวิจัยที่พบว่ามีความสัมพันธ์น้อยหรือไม่มีเลยในเรื่องการเข้าซื้อหรือควบรวมกิจการกับการตกแต่งกำไรอย่างไรก็ดี แนวโน้มของการเข้าทำการซื้อกิจการหรือแม้กระทั่งเป็นฝ่ายถูกซื้อ ถือเป็นโอกาสในการเติบโตหนึ่งที่รวดเร็วและตอบสนองความต้องการของในเรื่องผลตอบแทนผู้ถือหุ้นในปัจจุบัน

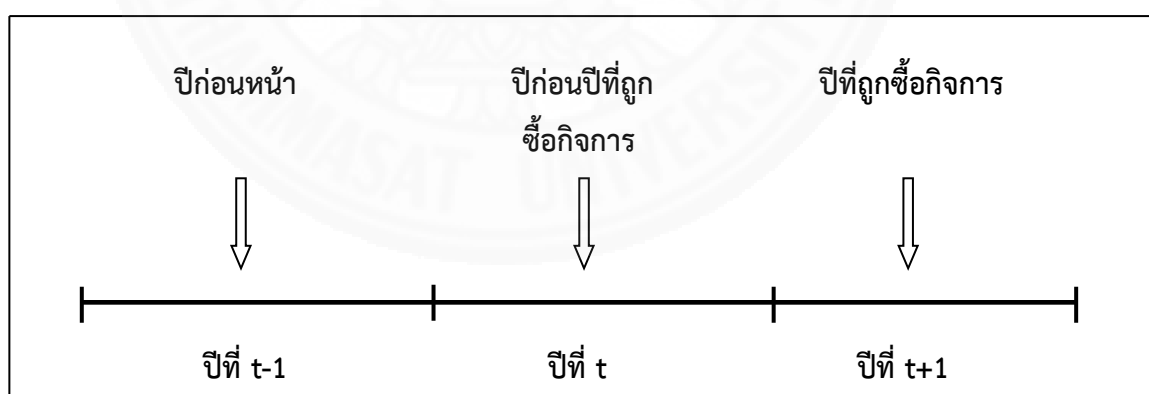
อย่างไรก็ตาม การพิจารณาตกแต่งกำไรนั้น ปกติจะดำเนินการโดยเลือกวิธีการทางบัญชี หรือวิธีการประมาณการทางบัญชี ซึ่งเป็นไปตามมาตรฐานการบัญชีที่รับรองทั่วไปหรือ (General Accepted Accounting Principles: GAAP) ทำให้ยากต่อการตรวจสอบ ซึ่งบริษัทเป้าหมายจะพิจารณาตกแต่งกำไรของตนก่อนเพื่อให้เป็นฝ่ายได้เปรียบจากการเจรจาต่อรองการเข้าซื้อกิจการหรือซื้อหุ้นแบบครบวงจรมโดยผู้เสนอซื้อ หากบริษัทเป้าหมายไม่ดำเนินการก่อนล่วงหน้า ในที่สุดบริษัทอาจตกอยู่ในฐานะที่เสียเปรียบจากการขายหุ้นของตนในระดับราคาที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น หรือไม่อยู่ในระดับราคาสูงสุดที่ได้รับในการเจรจาก็เป็นได้

จากปัจจัยดังกล่าวข้างต้น ทำให้ผู้วิจัยตั้งสมมติฐาน สรุปได้ดังนี้

**H1:** บริษัทเป้าหมายที่ถูกเข้าซื้อกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จะมีการตกแต่งกำไรในปีก่อนที่ถูกซื้อกิจการ สูงกว่าปีที่ถูกซื้อกิจการ

**H2:** บริษัทเป้าหมายที่ถูกเข้าซื้อกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จะมีการตกแต่งกำไรในปีก่อนที่ถูกซื้อกิจการสูงกว่าปีก่อนหน้า

ภาพที่ 2.1  
ปีที่ใช้ในการตั้งสมมติฐาน



### บทที่ 3 วิธีการวิจัย

#### 3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ คือบริษัทเป้าหมายที่ถูกเข้าทำการซื้อกิจการ (Firm Target) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งดำเนินการเสร็จสิ้นระหว่างปี 2553 – 2558 ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วย ธนาคาร เงินทุน และประกันภัย รวมทั้งกลุ่มธุรกิจกองทุนอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินของบริษัทเหล่านี้มีความแตกต่างจากบริษัทในหมวดอุตสาหกรรมอื่น ๆ อย่างมีนัยสำคัญ และใช้บริษัทที่มีข้อมูลในงบการเงินสมบูรณ์ครบถ้วนโดยมีเจตนาในการเข้าซื้อกิจการของบริษัทผู้เสนอซื้อ (Firm Acquirer) เพื่อดำเนินกิจการต่อไปในวัตถุประสงค์ต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นการขยายช่องทางธุรกิจ หรือการขยายกิจการ เป็นต้น โดยไม่มีเจตนาในการเข้าซื้อเพื่อเลิกกิจการหรือนำบริษัทเป้าหมายออกจากตลาดหลักทรัพย์ ทำให้คงเหลือบริษัทที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 23 บริษัท แบ่งออกเป็น 4 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มบริการ มีรายละเอียดดังตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1

จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	3	13.04
2. สินค้าอุตสาหกรรม	5	21.74
3. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	5	21.74
4. บริการ	10	44.48
<b>รวม</b>	<b>23</b>	<b>100</b>

### 3.2 แหล่งที่มาของข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ใช้แหล่งข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary Data) ในการศึกษาในครั้งนี้ ซึ่งได้จากการรวบรวมงานวิจัยต่างๆ บทความ เอกสารทางวิชาการ สิ่งพิมพ์ต่าง ๆ ที่มีเนื้อหาการตกแต่งกำไรและการซื้อและควบรวมกิจการ ทั้งในและต่างประเทศสรุปได้ดังนี้

3.2.1 ข้อมูลบริษัทเป้าหมายที่ถูกเข้าซื้อกิจการ ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นข้อมูลในอดีต ได้จากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [www.set.or.th](http://www.set.or.th) ในหัวข้อการยื่นคำเสนอซื้อหลักทรัพย์เพื่อเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ และรายงานประจำปีของบริษัท, แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (รายงาน 56-1), เอกสารวิจัย วิทยานิพนธ์ บทความสื่อเปิดต่าง ๆ รวมถึงคำอธิบายและวิเคราะห์ของผู้จัดการ

3.2.2 ข้อมูลตัวเลขจากงบการเงินของบริษัทเพื่อใช้ในการวัดการตกแต่งกำไร ได้จากเว็บไซต์ [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)

### 3.3 วิธีการดำเนินการวิจัย

3.3.1 การเก็บข้อมูลบริษัทเป้าหมายที่ถูกเข้าซื้อเพื่อครอบงำกิจการ ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า มีการเข้าทำการซื้อและควบรวมกิจการสำเร็จปี พ.ศ.2553 – 2558 สำเร็จและยังคงอยู่ในตลาดหลักทรัพย์หลังการดำเนินการเสร็จสิ้น รวมจำนวน 23 บริษัท ซึ่งพบได้ในช่วงปี พ.ศ.2553-2556 ส่วน พ.ศ.2557-2558 มีการเข้าทำการซื้อกิจการสำเร็จน้อยมากและข้อมูลที่มีไม่สมบูรณ์ แสดงตามภาพที่ 3.1

ภาพที่ 3.1

จำนวนบริษัทเป้าหมายที่ถูกซื้อกิจการเสร็จสิ้นในช่วงปี พ.ศ.2553 – 2556



จากการดำเนินการเก็บข้อมูลในช่วงปี พ.ศ.2553 – 2558 ที่ดำเนินการเข้าซื้อกิจการ จำนวนกว่า 53 บริษัท แต่เมื่อทำการเตรียมข้อมูลเพื่อใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการทดสอบต่อไปนั้น ปรากฏว่า มีบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนหรือไม่สมบูรณ์ และมีเจตนาในการเข้าซื้อเพื่อเลิกกิจการหรือนำบริษัทเป้าหมายออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 30 บริษัท เหลือบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วน สมบูรณ์ เพื่อใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างเพียง 23 บริษัท ซึ่งทั้งหมดอยู่ในช่วงปี พ.ศ.2553 – 2556 ส่วนในปี พ.ศ.2557 – 2558 มีการเสนอซื้อหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มากนักและไม่มีการเข้าซื้อจริงโดยในบางบริษัท เมื่อเข้าซื้อแล้วก็ทำการเลิกกิจการหรือถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไป สามารถจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมได้เพียง 4 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มบริการ

3.3.2 การเก็บข้อมูลบริษัทอื่นๆ นอกจากบริษัทเป้าหมาย ใน 4 กลุ่มอุตสาหกรรม ตามข้อ 3.3.1 เพื่อนำมาคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์ที่ใช้ในการการดำเนินการวิจัยและแทนค่าในสูตรของ Modified Jones ในสูตรที่ 2 ดังที่จะกล่าวต่อไป ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลครบถ้วนสมบูรณ์และถูกนำมารวมคำนวณ จำนวนทั้งสิ้น 235 บริษัท ใน 4 กลุ่มอุตสาหกรรมโดยไม่รวมบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มบริการ แสดงตามตารางที่ 3.2

#### ตารางที่ 3.2

จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้หาค่าสัมประสิทธิ์

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	36
2. สินค้าอุตสาหกรรม	67
3. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	69
4. บริการ	63
<b>รวม</b>	<b>235</b>



### 3.3.3 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

จากการศึกษาและทบทวนวรรณกรรมในหัวข้อเรื่องการวัดการตกแต่งกำไรในบทที่ 2 ข้อ 2.1.2 การศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการถูกซื้อกิจการกับการตกแต่งกำไรของบริษัทเป้าหมายที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในครั้งนี้ จะเลือกใช้วิธี The Modified Jones Model (1991) ซึ่งมีวิธีการคำนวณ ดังนี้

3.3.3.1 การคำนวณรายการคงค้างรวมของบริษัท (Total Accruals หรือ TAC) โดยการคำนวณรายการคงค้างรวมของบริษัท (TAC) สามารถคำนวณโดยนำกำไรสุทธิของบริษัทหักด้วย กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานของบริษัท และหารด้วยสินทรัพย์รวมของบริษัท ดังนี้

#### สมการที่ 1

$$TAC_{i,t} = \frac{NI_{i,t} - CFO_{i,t}}{TA_{i,t}}$$

โดยที่

$TAC_{i,t}$  = รายการคงค้างรวมของของ บริษัท i ในปี t

$NI_{i,t}$  = กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษของบริษัท i ในปี t

$CFO_{i,t}$  = กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานของ i ในปี t

$TA_{i,t}$  = สินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปี t

3.3.3.2. การคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์เพื่อนำไปแทนในสมการที่ 2 การคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์ ( $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$ ) เพื่อนำไปแทนในสมการถัดไป ในการคำนวณหารายการคงค้างจากการดำเนินงานปกติ หรือรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร (NDCA) โดยการนำบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันกับกลุ่มตัวอย่างทั้งอุตสาหกรรม ดังที่ได้กล่าวแล้วในตารางที่ 3.1 ซึ่งเก็บข้อมูลจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยนำเฉพาะบริษัทที่มีข้อมูลสมบูรณ์ครบถ้วน มาแทนค่าในสูตรด้านล่าง โดยใช้วิธีประมวลผลในโปรแกรม SPSS เพื่อคำนวณหาค่าสัมประสิทธิ์ ดังนี้

$$TAC_{i,t} = \alpha_0 \left[ \frac{1}{TA_{i,t}} \right] + \alpha_1 \left[ \frac{\Delta REV_{i,t}}{TA_{i,t}} \right] + \alpha_2 \left[ \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t}} \right]$$

โดยที่

$TAC_{i,t}$  = รายการคงค้างรวมของของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$TA_{i,t}$  = สินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$REV_{i,t}$  = รายได้จากการขายของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$PPE_{i,t}$  = สินทรัพย์ถาวร คือ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$\Delta$  = ผลต่างระหว่างปีปัจจุบันกับปีก่อน

3.3.3.3 การคำนวณหารายการดำเนินการปกติ หรือรายการคงค้างที่ไม่ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหาร หรือ Nondiscretionary Accruals (NDCA) ให้นำค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากข้อ 2 ( $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$ ) มาแทนในสูตรเพื่อหาค่า NDCA ของแต่ละบริษัท แล้วคำนวณหาค่าดังกล่าวที่ละบริษัท ในปีตามสมมติฐาน H1 และ H2 อย่างไรก็ตาม ในแนวคิดของ Modified Jones นั้น ยอดขายเชื่อสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการตกแต่งกำไรได้ ดังนั้นจึงนำลูกหนี้การค้า (Accounts Receivable) มาหักออกจากการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย (Dechow et. Al., 1995) แสดงได้ดังนี้

สมการที่ 2

$$NDCA_{i,t} = \alpha_0 \left[ \frac{1}{TA_{i,t}} \right] + \alpha_1 \left[ \frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{TA_{i,t}} \right] + \alpha_2 \left[ \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t}} \right]$$

โดยที่

$NDCA_{i,t}$  = รายการคงค้างจากการดำเนินงานปกติของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$TA_{i,t}$  = สินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$REV_{i,t}$  = รายได้จากการขายของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$AR_{i,t}$  = ลูกหนี้การค้าของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$PPE_{i,t}$  = สินทรัพย์ถาวร คือ ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$\Delta$  = ผลต่างระหว่างปีปัจจุบันกับปีก่อน

3.3.3.4 การคำนวณหารายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหาร จากแนวคิดรายการคงค้างรวมของบริษัท (Total Current Accrual: TAC) สามารถแบ่งรายการคงค้างออกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 รายการคงค้างระยะสั้นที่เป็นผลจากการใช้ดุลยพินิจทางบัญชีของผู้บริหาร (Discretionary Current Accruals: DCA) ที่เป็นตัวชี้วัดว่าบริษัทมีการตกแต่งกำไร โดยเป็นการทดสอบตามข้อสมมติฐาน H1 และ H2 หากมีค่าเป็นบวกแสดงว่ามีการตกแต่งกำไรสูงขึ้น และหากมีค่าเป็นลบแสดงว่าการตกแต่งกำไรนั้นลดลง ส่วนที่ 2 รายการคงค้างระยะสั้นที่เกิดจากการดำเนินงานปกติ (Nondiscretionary Current Accrual: NDCA) สรุปได้ดังต่อไปนี้

สมการที่ 1 - 2

$$DCA_{i,t} = TAC_{i,t} - NDCA_{i,t}$$

โดยที่

$DCA_{i,t}$  = รายการคงค้างที่ขึ้นกับดุลยพินิจของผู้บริหารของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$TAC_{i,t}$  = รายการคงค้างรวมของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$NDCA_{i,t}$  = รายการคงค้างที่เกิดจากการดำเนินงานปกติของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

#### 4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

งานวิจัยนี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อศึกษาว่า การเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เฉพาะในส่วนของบริษัทเป้าหมาย (Firm Target) ซึ่งดำเนินการเสร็จสิ้นระหว่างปี พ.ศ.2553 – 2558 ว่ามีแนวโน้มจะจัดการกำไรหรือตัดแต่งกำไรในปีก่อนที่จะถูกเข้าซื้อกิจการ ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วย ธนาคาร เงินทุน และประกันภัย รวมทั้งกลุ่มธุรกิจกองทุนอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินของบริษัทเหล่านี้ มีความแตกต่างจากบริษัทในหมวดอุตสาหกรรมอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ โดยผู้วิจัยใช้ข้อมูลจากงบการเงินและรายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ในช่วงปี พ.ศ.2552– 2558 (ตั้งแต่ปีที่มีการประกาศเข้าซื้อกิจการ) นั้น เพื่อให้ได้ข้อมูลในการนำมาเปรียบเทียบตามสมมติฐาน H1 และ H2 โดยเป็นการเปรียบเทียบการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของรายการค้างระยะสั้นที่เป็นผลจากการใช้ดุลยพินิจทางบัญชีของผู้บริหาร (Discretionary Current Accruals: DCA)

ในการดำเนินการเก็บข้อมูลนั้น กลุ่มตัวที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ คือบริษัทเป้าหมายที่ถูกเข้าทำการซื้อกิจการ (Firm Target) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งดำเนินการเสร็จสิ้นระหว่างปี พ.ศ.2553 – 2558 ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วย ธนาคาร เงินทุน และประกันภัย รวมทั้งกลุ่มธุรกิจกองทุนอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินของบริษัทเหล่านี้มีความแตกต่างจากบริษัทในหมวดอุตสาหกรรมอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญซึ่งมิได้ผลปรากฏว่ามีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นบริษัทที่ถูกยื่นเสนอซื้อหลักทรัพย์แบบครบวงจรกิจการถึง 53 บริษัท ตลอดช่วงระยะเวลาปี พ.ศ. 2553 – 2558 แต่เมื่อทำการเก็บข้อมูลและวิเคราะห์ข้อมูลที่จะนำมาใช้ในแต่ละบริษัท กลับปรากฏว่า มีการกระจุกตัวของ การซื้อขายในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2553 – 2556 ส่วนในปี พ.ศ. 2557 – 2558 กลับพบน้อยมาก นั่นก็อาจเนื่องมาจากการประสบกับปัญหาทางการเมืองในประเทศ ผลกระทบจากการเปลี่ยนอำนาจปกครอง สภาวะเศรษฐกิจทั้งในและนอกประเทศ ทำให้นักลงทุนชะลอการลงทุน รวมทุนการตัดสินใจขยายธุรกิจ ซึ่งแน่นอนย่อมส่งผลอย่างชัดเจนต่อตัวเลขของบริษัทที่ใช้วิธีการซื้อกิจการแบบครบวงจรกิจการขยายธุรกิจของตน ในบางบริษัทที่ได้มีการยื่นเรื่องซื้อหลักทรัพย์แบบครบวงจรกิจการต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและต้องดำเนินการให้เสร็จภายใน

หนึ่งปี กลับไม่ดำเนินการซื้อในช่วงดังกล่าว และในบางบริษัทมีเป้าหมายในการซื้อบริษัทที่อยู่ในตลาด เพื่อหลังจากนั้นจะนำออกนอกตลาดหรือเลิกกิจการไป ทำให้คงเหลือบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนสมบูรณ์ และพร้อมที่จะนำมาใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างในการทำวิจัยจำนวน 23 บริษัทใน 4 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และ กลุ่มบริการ รายละเอียดดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1

จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท	ร้อยละ
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	3	13.04
2. สินค้าอุตสาหกรรม	5	21.74
3. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	5	21.74
4. บริการ	10	44.48
<b>รวม</b>	<b>23</b>	<b>100</b>

จากการพิจารณาข้อมูลจะเห็นได้ชัดว่า กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ เป็นกลุ่มที่มีการใช้วิธีการซื้อกิจการในลักษณะครอบงำกิจการมากที่สุด ซึ่งในเรื่องดังกล่าวสามารถแปลความได้ว่า กลุ่มธุรกิจลักษณะนี้นั้นมองโอกาสเพิ่มช่องทางธุรกิจมิได้ต้องการเพียงแค่กิจการเป้าหมาย หากแต่ยังต้องการกลุ่มลูกค้าที่จะตามมากับธุรกิจบริการที่เข้าทำการซื้อ ส่วนบริษัทที่ถูกซื้อกิจการก็มองเห็นโอกาสเช่นกันในการสร้างขนาดธุรกิจของตนให้ใหญ่แม้จะเสียการควบคุมไปแต่ก็ถือว่าคุ้มค่ากับเม็ดเงินที่ได้รับจากการซื้อธุรกิจและความยั่งยืนของบริษัทตนเอง ซึ่งต้องยอมรับว่าเป็นอุตสาหกรรมหนึ่งที่มีการแข่งขันค่อนข้างสูง

#### 4.2 การวิเคราะห์สถิติการตกแต่งกำไร

จากการประมวลผลข้อมูลหาค่าสัมประสิทธิ์เพื่อใช้ในการคำนวณหารายการคงค้างระยะสั้นที่เกิดจากการดำเนินงานปกติ (Nondiscretionary Current Accrual: NDCA) และรายการคงค้างระยะสั้นที่เป็นผลจากการใช้ดุลยพินิจทางบัญชีของผู้บริหาร (Discretionary Current Accruals:

DCA) ตามลำดับ ในสมการที่ 2 ในแบบจำลอง Modified Jones (1991) โดยใช้ข้อมูลของบริษัทอื่น ๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันกับกลุ่มตัวอย่างใน 4 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มบริการ จากจำนวน 235 บริษัท (เก็บรวบรวมข้อมูลจากทั้งหมด 375 บริษัท) ที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีข้อมูลสมบูรณ์ ครบถ้วน และยังคงมีการดำเนินงานต่อเนื่องหลังจากมีการเข้าซื้อกิจการแล้วทำให้ได้ค่าสัมประสิทธิ์ ( $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2$ ) เพื่อใช้ในสมการที่ 2 ในแบบจำลอง Modified Jones (1991) แสดงดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 4.2

ค่าสัมประสิทธิ์ที่ใช้แทนค่าต่อในสมการที่ 2 Modified Jones Model (1991)

		2551	2552	2553	2554	2555	2556
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	1/TA		-5.3690	42.0900	-11.5690	38.9040	
	REV/TA		-0.0920	0.0670	-0.0160	0.0730	
	PPE/TA		-0.0730	-0.1650	0.0820	-0.0750	
บริการ	1/TA	-40.3590	-102.5900	-47.6750	-59.2920	-24.7790	38.6430
	REV/TA	0.3650	0.0340	-0.0230	0.3200	0.1630	0.2630
	PPE/TA	-0.1140	-0.0430	0.0280	-0.1130	-0.1250	-0.1260
สินค้าอุตสาหกรรม	1/TA	26.5050	-58.9910	-5.1830	-7.9160	7.1230	
	REV/TA	0.2700	-0.0510	0.1440	0.4060	0.0930	
	PPE/TA	0.1970	-0.1780	-0.1570	-0.1260	-0.0740	
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	1/TA	24.1230	-83.7150	-90.4250	-4.8070	18.2170	
	REV/TA	0.0310	0.1480	-0.1500	0.0550	0.1610	
	PPE/TA	-0.1160	0.0060	0.0980	-0.0290	-0.0540	

เมื่อนำค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้มาแทนค่าในแบบจำลองเพื่อหาค่า DCA หรือรายการคงค้างระยะสั้น ที่เป็นผลจากการใช้ดุลยพินิจทางบัญชีของผู้บริหาร เมื่อได้ค่าดังกล่าวตามแบบจำลอง Modified Jones (1991) ได้ผลดังนี้

ตารางที่ 4.3

ค่าการตกแต่งกำไรแยกตามบริษัทและอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	บริษัท	t <sub>-1</sub>	t	t <sub>+1</sub>	t - t <sub>+1</sub>	t - t <sub>-1</sub>
บริการ	บมจ.บริการ1	0.24742	0.21679	0.10620	0.11059	-0.03063
บริการ	บมจ.บริการ2	0.15387	0.04047	0.01146	0.02901	-0.11340
บริการ	บมจ.บริการ3	0.08526	0.04444	-0.00649	0.05093	-0.04082
บริการ	บมจ.บริการ4	0.06009	0.08812	0.12951	-0.04139	0.02803
บริการ	บมจ.บริการ5	0.07803	0.01820	0.08789	-0.06969	-0.05983
บริการ	บมจ.บริการ6	-10.31181	1.00407	0.24435	0.75972	11.31589
บริการ	บมจ.บริการ7	0.07109	-0.02703	0.08528	-0.11232	-0.09812
บริการ	บมจ.บริการ8	0.33688	0.09300	-0.09228	0.18527	-0.24388
บริการ	บมจ.บริการ9	-0.15733	-0.06249	-0.07350	0.01100	0.09483
บริการ	บมจ.บริการ10	-0.22779	-0.51205	-0.31870	-0.19335	-0.28426
สินค้าอุตสาหกรรม	บมจ.สินค้าอุตสาหกรรม1	-0.25611	0.05656	0.04076	0.01580	0.31267
สินค้าอุตสาหกรรม	บมจ.สินค้าอุตสาหกรรม2	0.20774	-0.11462	0.02791	-0.14254	-0.32236
สินค้าอุตสาหกรรม	บมจ.สินค้าอุตสาหกรรม3	-0.00363	0.05830	0.04069	0.01761	0.06193
สินค้าอุตสาหกรรม	บมจ.สินค้าอุตสาหกรรม4	-0.13345	0.02094	0.43404	-0.41310	0.15440
สินค้าอุตสาหกรรม	บมจ.สินค้าอุตสาหกรรม5	0.05929	0.16322	0.09206	0.07116	0.10393
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	บมจ.อสังหา1	0.01669	-0.03892	-0.09792	0.05899	-0.05561
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	บมจ.อสังหา2	3.63883	1.16842	0.61516	0.55326	-2.47041
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	บมจ.อสังหา3	0.02474	0.02743	-0.03595	0.06338	0.00269
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	บมจ.อสังหา4	-0.10020	-0.16985	-0.04821	-0.12164	-0.06966
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	บมจ.อสังหา5	-0.02564	0.00131	-0.01964	0.02095	0.02695
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	บมจ.เกษตร1	-0.08175	-0.10932	-0.11177	0.00245	-0.02757
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	บมจ.เกษตร2	-0.05320	0.00944	-0.08495	0.09439	0.06264
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	บมจ.เกษตร3	-0.12529	-0.14548	0.00798	-0.15346	-0.02019

จากตารางที่ 4.3 จะเห็นได้ว่าบริษัทเป้าหมาย (Firm Target) ที่ถูกยื่นเสนอซื้อหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากกลุ่มตัวอย่างใน 4 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และกลุ่มบริการ จำนวน 23 บริษัท ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 15 บริษัท จาก 23 บริษัท ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 65.22 มีแนวโน้มที่จะตกแต่งกำไรสูงขึ้นในปีก่อนหน้าที่จะถูกเข้าซื้อกิจการหรือปีที่มีการยื่นคำเสนอซื้อกิจการแบบครอบงำต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ปีที่ t) และมีแนวโน้มที่จะตกแต่งกำไรในปีก่อนหน้าที่จะถูกซื้อ สูงกว่าปีก่อนหน้า 10 บริษัท จากจำนวน 23 บริษัท

นำค่าที่ได้จากตาราง 4.3 ซึ่งได้จากการคำนวณโดยใช้แบบจำลอง Modified Jones เพื่อหารายการเกณฑ์คงค้างในการใช้ดุลยพินิจของผู้บริหาร หรือ DCA จากนั้นนำค่าที่ได้ดังกล่าวมาทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยโดยแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมและรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรมโดยใช้ t-test ได้ผลดังตาราง 4.4

ตารางที่ 4.4

ค่า T-Test การตกแต่งกำไรแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมและรวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	n	mean	std. diviation	sig. (2-tailed)	
				t - t <sub>+1</sub>	t - t <sub>-1</sub>
บริการ	10	0.0729	0.2647	<b>0.4060</b>	
	10	1.0567	3.6064		<b>0.3780</b>
สินค้าอุตสาหกรรม	5	-0.0902	0.1974	<b>0.3650</b>	
	5	0.0621	0.2349		<b>0.5860</b>
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	5	0.0741	0.2823	<b>0.5890</b>	
	5	-0.5132	1.0948		<b>0.3540</b>
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	3	-0.0188	0.1252	<b>0.8190</b>	
	3	0.0049	0.0501		<b>0.8800</b>
รวมทุกกลุ่มอุตสาหกรรม	23	0.0346	0.2349	<b>0.4870</b>	
	23	0.3620	2.4454		<b>0.4850</b>

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1 “(H1) บริษัทเป้าหมายที่ถูกเข้าซื้อกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จะมีการตกแต่งกำไรในปีก่อนที่ถูกซื้อกิจการ สูงกว่าปีที่ถูกซื้อกิจการ” แม้บริษัทเป้าหมายส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่จะทำการตกแต่งกำไรสูงขึ้นในปีที่ถูกเข้าซื้อกิจการเมื่อเทียบกับปีที่มีการถูกซื้อเสร็จสิ้นหรือภายในหนึ่งปีนับแต่ยื่นคำเสนอซื้อต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือปีที่ t มีค่า DCA สูงกว่าปีที่ t+1 จะเห็นได้ชัดในบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างซึ่งมีจำนวนบริษัทถึง 4 ใน 5 บริษัทที่เลือกวิธีตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นก่อนที่จะถูกซื้อกิจการในปีถัดไปหรือเท่ากับร้อยละ 80 แต่เมื่อนำมาทดสอบสมมติฐานโดยใช้ t-test กลับไม่สามารถสรุปข้อสมมติฐานดังกล่าวได้ และไม่มี ความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญของการตกแต่งกำไรในปีก่อนที่มีการเข้าซื้อกิจการ



ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2 “(H2) บริษัทเป้าหมายที่ถูกเข้าซื้อกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จะมีการตกแต่งกำไรในปีก่อนที่ถูกซื้อกิจการสูงกว่าปีก่อนหน้า” บริษัทเป้าหมายมีแนวโน้มที่จะทำการตกแต่งกำไรสูงขึ้นในปีที่ถูกเข้าซื้อกิจการเมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า หรือปีที่  $t$  มีค่า DCA สูงกว่าปีที่  $t-1$  ในบางบริษัทในบางกลุ่มอุตสาหกรรม เช่น กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมซึ่งมีจำนวนบริษัทถึง 4 ใน 5 บริษัทที่เลือกวิธีตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นกว่าปีก่อนหน้าหรือเท่ากับร้อยละ 80 แต่เมื่อนำมาทดสอบสมมติฐานโดยใช้  $t$ -test กลับไม่สามารถสรุปข้อสมมติฐานดังกล่าวได้ และไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญของการตกแต่งกำไรในปีก่อนที่มีการเข้าซื้อกิจการ เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า



## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยนี้มีจุดมุ่งหมายเพื่อศึกษาว่า การเข้าซื้อกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เฉพาะในส่วนของบริษัทเป้าหมาย (Firm Target) ซึ่งดำเนินการเสร็จสิ้นระหว่างปี พ.ศ.2553 – 2558 ว่ามีแนวโน้มจะจัดการกำไรหรือตัดแต่งกำไรในปีก่อนที่จะถูกเข้าซื้อกิจการหรือไม่และศึกษาว่าบริษัทเป้าหมายดังกล่าวนั้น จะทำการตัดแต่งกำไรในปีที่ถูกเสนอซื้อแบบครอบงำกิจการสูงกว่าปีก่อนหน้าหรือไม่

โดยการศึกษาในครั้งนี้ใช้กลุ่มตัวอย่าง คือบริษัทเป้าหมายที่ถูกเข้าทำการซื้อกิจการ (Firm Target) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งถูกดำเนินการเข้าซื้อเสร็จสิ้นระหว่างปี พ.ศ.2553 – 2558 ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วย ธนาคาร เงินทุน และประกันภัย รวมทั้งกลุ่มธุรกิจกองทุนอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากโครงสร้างทางการเงินของบริษัทเหล่านี้มีความแตกต่างจากบริษัทในหมวดอุตสาหกรรมอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ และใช้บริษัทที่มีข้อมูลในงบการเงินสมบูรณ์ครบถ้วนโดยมีเจตนาในการเข้าซื้อกิจการของบริษัทผู้เสนอซื้อ (Firm Acquirer) เพื่อดำเนินกิจการต่อไปในวัตถุประสงค์ต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นการขยายช่องทางธุรกิจ การขยายกิจการ เป็นต้น โดยไม่มีเจตนาการเข้าซื้อเพื่อเลิกกิจการหรือนำบริษัทเป้าหมายออกจากตลาดหลักทรัพย์ ทำให้คงเหลือบริษัทที่ใช้ในการศึกษาทั้งสิ้น 23 บริษัท แบ่งออกเป็น 4 กลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยใช้แบบจำลอง Modified Jones Model (1991) สำหรับการทดสอบการตัดแต่งกำไร

จากการทดสอบกลุ่มตัวอย่างทั้ง 23 บริษัทใน 4 กลุ่มอุตสาหกรรมในสมการต่าง ๆ ของ Modified Jones จากการคำนวณหาค่ารายการเกณฑ์คงค้างรวมของบริษัท (Total Current Accrual: TAC) การหาค่าสัมประสิทธิ์จากกลุ่มอุตสาหกรรมจนได้รายการคงค้างระยะสั้นที่เกิดจากการดำเนินงานปกติ (Nondiscretionary Current Accrual: NDCA) จนนำไปสู่รายการคงค้างระยะสั้นที่เป็นผลจากการใช้ดุลยพินิจทางบัญชีของผู้บริหาร (Discretionary Current Accruals: DCA) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดว่าบริษัทมีการตัดแต่งกำไร อันนำมาสู่การทดสอบตามข้อสมมติฐาน แม้จะทำให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่จะใช้วิธีการตัดแต่งกำไรในปีที่ถูกเสนอซื้อหลักทรัพย์แบบครอบงำกิจการสูงกว่าปี

ถัดไปซึ่งเป็นปีที่การถูกซื้อหลักทรัพย์เสร็จสิ้น จะเห็นได้ชัดในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ส่วนลำดับรองลงมาเป็นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร อุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม และลำดับสุดท้ายเป็นอุตสาหกรรมบริการ ซึ่งตัวเลขจะสอดคล้องกันเสียเป็นส่วนใหญ่ ที่บริษัทเหล่านี้มีการตกแต่งกำไรในงบการเงินของตนเองเพื่อมุ่งหวังให้งบการเงินแสดงฐานะทางการเงินในปีก่อนหน้าปีที่จะถูกเข้าซื้อให้สูงเกินจริงโดยใช้วิธีการทางบัญชีต่าง ๆ ภายใต้อุบายพินิจของผู้บริหาร เพียงมุ่งหวังให้บริษัทฝ่ายตน (ฝ่ายถูกเข้าซื้อ) มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น อันจะนำมาซื้อราคาหุ้น และส่งผลต่อการเจรจาต่อรองเพื่อให้ได้ผลประโยชน์สูงสุดจากการถูกเข้าซื้อกิจการ แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อนำสมมติฐานดังกล่าวมาทดสอบโดยใช้ t-test กลับไม่สามารถสรุปข้อสมมติฐานดังกล่าวได้ และไม่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญที่ผู้บริหารจะเลือกใช้วิธีตกแต่งกำไรในงบการเงินในปีที่มีการประกาศเข้าซื้อกิจการของบริษัทผู้เสนอซื้อต่อบริษัทของตนซึ่งเป็นบริษัทเป้าหมายสูงกว่าปีที่การถูกเข้าซื้อนั้นเกิดขึ้นจริง

ในส่วนการตกแต่งกำไรในปีที่ถูกเสนอซื้อหลักทรัพย์ในลักษณะครอบงำมากกว่าปีก่อนหน้าหรือไม่นั้น พบว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมมีจำนวนบริษัทที่ตกแต่งกำไรสูงกว่า ส่วนที่เหลือซึ่งเป็นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างและอุตสาหกรรมบริการยังไม่เด่นชัดนัก ซึ่งเมื่อนำมาทดสอบโดยใช้ t-test แล้วจึงให้ผลไปในทิศทางที่ไม่สามารถสรุปข้อสมมติฐานดังกล่าวได้

แม้ในหลายประเทศจะมีหลายงานวิจัยที่สรุปผลออกมาได้อย่างชัดเจนว่า ผู้บริหารในกิจการที่ตกเป็นเป้าหมายในการถูกเข้าซื้อกิจการ จะพยายามตกแต่งกำไรของตนเพื่อให้มูลค่าของบริษัทตนเพิ่มสูงขึ้น อันจะนำไปสู่การได้ผลตอบแทนไม่ว่าจะอยู่ในรูปของตัวเงินที่สูงขึ้น หรือผลทางจิตวิทยาในทางบวกต่อผู้ที่เข้ามาซื้อกิจการที่เกิดขึ้นทั้งในฝั่งอเมริกาเหนือหรือในยุโรป แต่ในประเทศไทยกลับพบว่ามีความไม่ชัดเจน และไม่สามารถสรุปได้ว่าผู้บริหารมีการตกแต่งกำไรของบริษัทตน ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า ความนิยมในการขยายกิจการทั้งในแนวตั้งซึ่งเป็นการต่อยอดทางธุรกิจ (ในกลุ่มธุรกิจเดิม) หรือในแนวนอนซึ่งเป็นการขยายธุรกิจเดิมของตนเพื่อหาตลาดใหม่ๆ มีค่อนข้างน้อย และมีวัตถุประสงค์ในการดำเนินการที่หลากหลายหรือที่หนักที่สุดคือเพื่อทำลายคู่แข่ง ซึ่งปรากฏให้เห็นในขณะที่ผู้ศึกษาดำเนินการวิจัย ทำให้เห็นว่ามีหลายบริษัทที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์เมื่อเข้าทำการซื้อกิจการที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ในปีถัดไปได้นำบริษัทที่ถูกซื้อออกจากตลาดและรวมกิจการดังกล่าวเข้าเป็นส่วนหนึ่งของบริษัทตน โดยมีได้มุ่งหวังให้ธุรกิจเดิมคงอยู่และดำเนินกิจการต่อไป ทำให้จำนวนบริษัทที่ใช้เป็นข้อมูลในการวิจัยมีไม่มากนัก ประกอบกับข้อมูลในส่วนของงบการเงินซึ่งใช้ในการวิจัยยังมีความแตกต่างค่อนข้างมากในส่วนของบริษัทที่เข้าซื้อและถูกซื้อ ทำให้เมื่อใช้วิธีการทดสอบสมมติฐานโดยใช้ t-test จึงไม่สามารถสรุปข้อสมมติฐานดังกล่าวได้

## 5.2 ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

ผลสรุปที่ได้จากการศึกษาเรื่องการถูกเข้าซื้อกิจการของบริษัทเป้าหมายและการตกแต่งกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระหว่างปี พ.ศ.2553 – 2558 แม้จะแสดงให้เห็นว่าเป็นบริษัทที่เป็นบริษัทเป้าหมายที่ถูกยื่นเสนอซื้อหลักทรัพย์แบบครบวงจรกิจการบางบริษัทในบางกลุ่มอุตสาหกรรมมีการตกแต่งกำไรในงบการเงินของบริษัทตน เพื่อให้ได้ผลตามต้องการในเรื่องของการแสดงสถานะทางการเงินของบริษัทที่ดีขึ้น เพื่อให้ได้มาซึ่งการเจรจาต่อรองในราคาที่สูงสุดก่อนทำการซื้อขายจริงในที่สุดไป แต่เมื่อนำมาทดสอบสมมติฐานโดยใช้ t-test กลับไม่พบความแตกต่างในการตกแต่งกำไรอย่างมีนัยสำคัญในปีก่อนที่จะถูกเข้าซื้อ อย่างไรก็ตาม นักลงทุนหรือผู้ใช้งบการเงินในช่วงระยะเวลาดังกล่าว ซึ่งเป็นที่ทราบดีว่าบริษัทจะตกอยู่ในฐานะบริษัทที่ถูกยื่นเสนอซื้อในปีใด เนื่องจากผู้ทำคำเสนอต้องยื่นขออนุญาตต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยล่วงหน้าและต้องดำเนินการให้เสร็จสิ้นภายใน 1 ปี ยังคงต้องเพิ่มความระมัดระวังในการนำงบการเงินดังกล่าวไปใช้ รวมถึงนำตัวเลขในงบการเงินไปวิเคราะห์เพื่อคาดการณ์ตัวเลขในอนาคต และนำมาซึ่งการตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ โดยเฉพาะการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทดังกล่าว

## 5.3 ข้อจำกัดในงานวิจัย

จากการเก็บข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการดำเนินการเข้าซื้อกิจการหรือถูกเข้าซื้อกิจการนั้น โดยเฉพาะที่มีการซื้อขายกันจริงและเสร็จสิ้น ยังมีปริมาณที่ไม่มากนักแม้จะเก็บข้อมูลย้อนหลังเป็นระยะเวลาหลายปี อาจเพราะการขยายกิจการโดยวิธีการนี้ในประเทศไทยยังไม่เป็นที่นิยมนัก ซึ่งต่างกับการดำเนินการในลักษณะดังกล่าวในต่างประเทศซึ่งมีกลุ่มตัวอย่างค่อนข้างมากโดยเฉพาะในยุโรปและสหรัฐอเมริกา แต่อย่างไรก็ดี เมื่อสถานการณ์ทางการเมืองกลับเข้าสู่สภาวะปกติแล้ว เศรษฐกิจทั้งในและต่างประเทศดีขึ้น ทางเลือกในการใช้วิธีซื้อกิจการของบริษัทขนาดเล็กเพื่อขยายตัวที่รวดเร็วกว่าแบบอื่นย่อมมีมากขึ้น อันจะส่งผลต่อบริษัทและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาต่อไปในอนาคตเพื่อใช้ในการศึกษาต่อไปได้

## 5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในอนาคต

ในการศึกษาต่อไปในอนาคตนั้น ผู้วิจัยได้พบข้อสังเกตเพิ่มเติมเพื่อใช้ศึกษาในเรื่องดังกล่าวนี้ให้ได้ผลที่ชัดเจนขึ้นและรอบด้านขึ้น ดังนี้

5.4.1 การศึกษาการถูกเข้าซื้อหลักทรัพย์ในลักษณะครอบงำกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการศึกษากลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ซึ่งย่อมมีการกำกับดูแลโดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเพราะมีผลกระทบต่อผู้ลงทุนและผู้ใช้งบการเงินในวงกว้าง แต่ก็ย่อมมีมาตรฐานในทิศทางเดียวกันในระดับหนึ่ง ซึ่งหากผู้ที่จะทำการศึกษาต่อไปในอนาคตอาจเลือกบริษัทที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แน่แน่นอนย่อมมีความหลากหลายและมีจำนวนการเข้าซื้อกิจการที่สูงกว่าบริษัทที่อยู่ในตลาดเพียง 521 บริษัท

5.4.2 แม้การใช้แบบจำลอง Modified Jones Model (1991) มาเป็นเครื่องมือในการทดสอบกลุ่มตัวอย่างในการศึกษาในครั้งนี้ เนื่องจากพบว่ามีที่น่าเชื่อถือและเป็นที่ยอมรับของผู้ที่ทำการศึกษาในเรื่องการตกแต่งกำไร แต่หากจะเป็นการได้ผลสรุปหรือมุมมองอื่น ผู้ที่ทำการศึกษาวิจัยในอนาคตควรพิจารณานำเครื่องมืออื่น ๆ มาช่วยในการทำการวิจัยและอาจเปรียบเทียบผลที่ได้ว่ามีความแตกต่างกันอย่างไรและเพียงใด

## รายการอ้างอิง

- สภาวิชาชีพการบัญชี (2557). *กรอบแนวคิดสำหรับการรายงานทางการเงิน (ปรับปรุง 2557)*, สืบค้นข้อมูลจาก <http://www.fab.or.th>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, *สถิติการเข้าถือหลักทรัพย์เพื่อครอบงำกิจการ* สืบค้นข้อมูลจาก <http://www.set.or.th>
- ศูนย์ข้อมูลข่าวสารทางเศรษฐกิจ ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน). *การซื้อและการควบรวมกิจการ* สืบค้นข้อมูลจาก <http://www.scb.or.th>
- Setsmart. *ข้อมูลงบการเงินบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* สืบค้นข้อมูลจาก [www.setsmart.com](http://www.setsmart.com)
- Adams, C. and Neely, A. (2000) “ *The performance prism to boost M&A success*” , *Measuring Business Excellence*, Vol. 4 Iss: 3, pp.19 – 23
- Burgstahler, D. and Eames, M. (1998), “ *Management of earnings and analyst forecasts*”, working paper, University of Washington, Seattle, WA
- Ben-Amar, W. and Missonier-Piera, F. (2008) “ *Earnings management by friendly takeover targets*” , *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 4 Iss: 3, pp.232 – 243
- Chamberlain, S. (1998), “ *The effect of mergers on the operating performance and discretionary earnings components of acquired banks*”, Ph.D. Thesis, University of Chicago, Chicago, IL
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim J. H., & Sloan, R. G., (2012). *Detecting Earnings Management A New Approach*. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 275 – 334
- Erickson, M. and Wang, S. (1999), “ *Earnings management by acquiring firms in stock-for-stock mergers*”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.27, pp.149 – 76
- Easterwood, C.M. (1998), “ *Takeovers and incentives for earnings management: and empirical analysis*”, *Journal of Applied Business Research*, Vol. 14, pp.29 – 47

- Eddey, P.H. and Taylor, S.I. (1999), “ *Directors’ recommendations on takeover bids and the management of earnings: evidence from Australian takeovers*” , Abacus, Vol.35, pp. 29 – 45
- Francoeur, C. Ben-Amar, W. and Rakoto, P. (2012) “ *Ownership structure, earnings management and acquiring firm post-merger market performance: Evidence from Canada*” , International Journal of Managerial Finance, Vol.8 Iss: 2, pp. 100 – 119
- Gaver, J., Faver, K.M. and Austin, J.R. (1995) “ *Additional evidence on bonus plans and income management*” , Journal of Accounting and Economics, Vol.19, pp.3–28
- Groff, J.E. and Wright, C.J. (1989), “ *The market for corporate control and its implications for accounting policy choice*” , Advances in Accounting, Vol.7, pp. 3 – 21
- Jackson, S.E. (2007), “ *Creating value Through Acquisitions*” , Journal of Business Strategy, Vol.28 Iss: 6, pp. 40 – 41
- Kaszniak, R. (1999), “ *On the association between voluntary disclosure and earnings management*” , Journal of Accounting Research, Vol.37, pp. 57 – 81
- Koumanakos, E. Siriopoulos, C. and Georgopoulos, A. (2005) “ *Firm acquisitions and earnings management: evidence from Greece*” , Managerial Auditing Journal, Vol.20 No.7, pp. 663 – 678
- Louis, H. (2004), “ *Earnings management and the market performance of acquiring firms*” , Journal of Financial Economics, Vol.74, pp. 121 – 48
- Mulford, C.W. and Comisky E.E. (1996), “ *The Financial Number Game: Detecting creative accounting practices*” , John Wiley & Sons, Inc., pp. 58 – 59
- North, D.S. and O’Connel, B.T.(2002), “ *Earnings management and mode of payment in takeovers*” , working paper, University of Richmond, Richmond, VA
- Shrader, R.C. Monllor, J. and Shelton, L. (2009), *Acquisition as a growth strategy for young IPO firms*, Emerald Group Publishing Limited, pp. 77 – 101

- Uddin, M. and Boateng, A. (2009) “ *An analysis of short-run performance of cross-border mergers and acquisitions: Evidence from the UK acquiring firms*” , Review of Accounting and Finance, Vol. 8 Iss: 4, pp. 431 – 453
- Yaghoubi, R. Yaghoubi, M. Locke, S. and Gibb, J. (2016) “ *Mergers and acquisitions: a review. Part 1*”, Studies in Economics and Finance, Vol. 33 Iss: 1, pp. 147 – 188





## ประวัติการศึกษา

ชื่อ	นาวาตรี เอกภักดิ์ ศิริวิเทศ
วันเดือนปีเกิด	14 ธันวาคม 2516
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2543: บัญชีบัณฑิต มหาวิทยาลัยสยาม ปีการศึกษา 2549: บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต Andres Bello National University, Santiago, Chile
ตำแหน่ง	ประจำแผนกจัดซื้อจ้างต่างประเทศ กองการเงินต่างประเทศ กรมการเงินทหารเรือ
ประสบการณ์ทำงาน	พ.ศ.2553 ช่วยปฏิบัติราชการ สำนักงานคณะกรรมการ บริหารกิจการวิฤกษ์กระจายเสียง กองทัพอากาศ พ.ศ.2546 ครูโรงเรียนการเงิน กองวิทยาการ กรมการเงินทหารเรือ กองทัพอากาศ พ.ศ.2545 นายทหารบัญชี กรมต่อสู้อากาศยานที่ 1 หน่วยบัญชาการต่อสู้อากาศยานและรักษาฝั่ง กองทัพอากาศ พ.ศ.2538 เจ้าหน้าที่ประจำสำนักงานผู้ช่วยทูต ฝ่ายทหารเรือ สถานเอกอัครราชทูตไทย ณ กรุงมาดริด