

## บทที่ 9

### บทสรุป

#### 9.1 สรุปผลการศึกษา

การศึกษาเรื่องการตัดสินใจเพื่อเข้าครอบงำกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและผลกระทบของการครอบงำกิจการต่อราคาหุ้น ซึ่งทำการศึกษาเฉพาะหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 10 บริษัทที่ถูกครอบงำในช่วงปี พ.ศ.2534-2535 ผลการศึกษาสามารถสรุปได้ดังนี้คือ

การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเพื่อเข้าครอบงำกิจการปรากฏว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเข้าครอบงำกิจการของผู้เข้าครอบงำมากที่สุดคือ การคาดหวังจากผลผลิตที่จะเกิดขึ้น จากการศึกษาพบว่า บริษัทที่เข้าครอบงำกิจการคาดหวังว่าจะได้รับผลผลิตที่จะเกิดขึ้นหลังครอบงำกิจการถึงร้อยละ 80 ยกเว้นบริษัทสามชัย จำกัด และบริษัทไทยบรรจุกัมภ์และการพิมพ์ จำกัด ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจในระดับที่ใกล้เคียงกันได้แก่ การทำ Backdoor Listing การนำบริษัทที่ถูกครอบงำกิจการทำเป็น Holding Companies คิดเป็นร้อยละ 70 และ 60 ส่วนปัจจัยที่มีอิทธิพลหรือมีผลต่อการตัดสินใจน้อยมากคือปัจจัยทางด้านตัวผู้บริหารและพนักงาน และปัจจัยด้านลิขสิทธิ์ทางการค้าหรือเทคโนโลยีพิเศษ มีผลต่อการตัดสินใจน้อยมากคือ คิดเป็นร้อยละได้เพียงร้อยละ 20 และ 10 เท่านั้น

การศึกษาลักษณะกิจการเป้าหมายของการถูกครอบงำกิจการพบว่า กิจการที่มีทุนจดทะเบียนต่ำหรือมูลค่าตามราคาตลาดไม่เกิน 1,000 ล้านบาท และกิจการที่มีอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ต่ำเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เฉลี่ยของหมวดอุตสาหกรรม เป็นลักษณะกิจการที่ถูกครอบงำมากที่สุด กล่าวคือ บริษัทที่มีทุนจดทะเบียนต่ำหรือมูลค่าตามราคาตลาดไม่เกิน 1,000 ล้านบาทถูกครอบงำกิจการถึง 8 บริษัท จาก 10 บริษัท (ยกเว้นบริษัทไวท์กรุ๊ป จำกัดและบริษัทหลักทรัพย์เอกเอเชีย จำกัด) ส่วนบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ต่ำเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เฉลี่ยของหมวดอุตสาหกรรมถูกครอบงำกิจการถึง 8 บริษัทจาก 10 บริษัท (ยกเว้นบริษัทไทยอิเล็กทรอนิกส์ อุตสาหกรรม จำกัดและบริษัทหลักทรัพย์เอกเอเชีย จำกัด) ในขณะที่กิจการที่มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นต่ำเมื่อเทียบกับอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้นเฉลี่ยของหมวดอุตสาหกรรมที่ถูกครอบงำกิจการมีเพียง 3 บริษัทเท่านั้น คือ บริษัทภูเก็ตยอชท์คลับ จำกัด บริษัทเอสโซซซิเอทีเต็ด ปาล์มมอยล์ จำกัด และบริษัทหลักทรัพย์เอกเอเชีย จำกัด

ส่วนการศึกษาในเรื่องผลพนักที่เกิดขึ้น พบว่าทุกกรณีศึกษาเมื่อถูกครอบงำกิจการแล้วจะเกิดผลพนักขึ้น โดยทั้ง 10 กรณีศึกษาจะเกิดผลพนักทางด้านการเงิน และผลพนักอื่นเนื่องมาจากความแตกต่างในประสิทธิภาพทางด้านการจัดการ ส่วนการเกิดผลพนักทางด้านการดำเนินงานนั้นเกิดกับบริษัทฟิลาเท็กซ์ จำกัด บริษัทอุตสาหกรรมดังโลหะไทย จำกัด บริษัทแอสโซซิเอทเต็ด ปราล์มออยล์ จำกัด บริษัทไวท์กรุป จำกัด และบริษัทหลักทรัพย์เอกเอเชีย จำกัด ส่วนผลพนักทางด้านอำนาจการตลาดเกิดขึ้นน้อยมาก โดยมีบริษัทที่มีลักษณะนี้ได้แก่ บริษัทไทยอิเล็กทรอนิกส์ อุตสาหกรรม จำกัด บริษัทไวท์กรุป จำกัด และบริษัทหลักทรัพย์เอกเอเชีย จำกัด

สำหรับการศึกษาผลกระทบของการครอบงำกิจการต่อราคาหุ้นพบว่า เมื่อมีการเข้าครอบงำกิจการแล้วก่อให้เกิดส่วนต่างของราคาเฉลี่ยก่อนเข้าครอบงำกิจการและราคาเฉลี่ยหลังครอบงำกิจการคือ อาจทำให้เกิด Capital Gain หรือ Capital Loss ก็ได้ จากกรณีศึกษาทั้ง 10 บริษัทพบว่า บริษัทที่เมื่อเข้าครอบงำกิจการมีการเคลื่อนไหวของราคาที่ทำให้เกิด Capital Gain อยู่ทั้งหมด 9 บริษัทจาก 10 บริษัท ยกเว้นบริษัทไวท์กรุป จำกัด เท่านั้นที่มีการเคลื่อนไหวของราคาที่ทำให้เกิด Capital Loss ซึ่งมีสาเหตุมาจากการสร้างราคาจากข่าวการครอบงำกิจการ กล่าวคือก่อนการครอบงำกิจการจะมีข่าวลือเกี่ยวกับการครอบงำกิจการ ทำให้ราคาหุ้นมีการปรับตัวสูงขึ้นแต่เมื่อเกิดการครอบงำกิจการแล้วราคาก็จะมีการปรับตัวลดลงในกรณีนี้ก่อให้เกิดผลกระทบต่อผู้ลงทุนรายย่อย เนื่องจากไม่ทราบข่าวสารข้อมูลที่ถูกต้องและรวดเร็ว จึงทำให้ผู้ลงทุนรายย่อยเหล่านี้เกิดการขาดทุนได้

## 9.2 ข้อเสนอแนะทางนโยบาย

การเกิดการครอบงำกิจการก่อให้เกิดผลกระทบต่อผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องทุกกลุ่ม ทั้งผู้มีหน้าที่กำกับดูแลการซื้อขายหลักทรัพย์ เจ้าของกิจการและนักลงทุนโดยทั่วไป เพราะการครอบงำกิจการก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการบริหารและการดำเนินธุรกิจอย่างเด่นชัด โดยเฉพาะอย่างยิ่งพฤติกรรมราคาหุ้นของบริษัทที่ถูกครอบงำกิจการที่มีการปรับตัวสูงขึ้นทั้งก่อนและหลังการครอบงำกิจการ ทั้งนี้เนื่องมาจากการใช้ข้อมูลภายในเพื่อประโยชน์ในการซื้อหุ้นของบริษัท (inside information) ของกลุ่มบุคคลที่มีส่วนได้เสียกับกรณีการครอบงำกิจการที่เกิดขึ้นก่อนที่จะมีการประกาศอย่างเป็นทางการ หรือมาจากความเชื่อและความหวังของนักลงทุนที่มีต่อกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหม่ที่จะเข้าไปปรับปรุงแก้ไขผลการดำเนินงานที่ตกต่ำของบริษัทให้พลิกฟื้นมีฐานะดีขึ้น รวมทั้งการพัฒนาธุรกิจและขยายตัวบริษัทที่มีฐานะการเงินที่ดีอยู่แล้ว ซึ่งสิ่ง

เหล่านี้ผู้ถือหุ้นรายใหม่จะต้องเพิ่มขนาดการลงทุนและทุ่มเทบุคลากรให้บริษัทประสบความสำเร็จมากยิ่งขึ้น นั้นย่อมหมายถึงผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับในระยะยาว จึงผลักดันให้ราคาหุ้นเคลื่อนไหวเพิ่มสูงขึ้น ดังนั้นเพื่อเป็นการแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จึงควรทบทวนกฎระเบียบต่าง ๆ เกี่ยวกับการครอบงำกิจการ ได้แก่ บริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน ต้องทำหน้าที่รับรองฐานะทางการเงินของผู้เข้าครอบงำกิจการ ทั้งนี้เพื่อป้องกันการสร้างภาพลวงตา หรือการปล่อยข่าวว่าจะมีการครอบงำกิจการ เพิ่มบทบาทหน้าที่ของที่ปรึกษาทางการเงิน ซึ่งเป็นผู้รับรองข้อเสนอซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยก่อนที่จะรับรองที่ปรึกษาจะต้องกลั่นกรองข้อมูลและมั่นใจว่ากลุ่มผู้เสนอซื้อสามารถทำได้ตามที่ระบุไว้ในคำเสนอซื้อหรือไม่ เช่น วัตถุประสงค์ในการเสนอซื้อ แผนการฟื้นฟูกิจการ เป็นต้น

ส่วนเรื่องการเปิดเผยข้อมูลรวมไปถึงการใช้ข้อมูลภายในมาหาประโยชน์จากการสร้างราคาหุ้นนั้นเพื่อที่จะคุ้มครองประโยชน์ของนักลงทุนรายย่อย สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ควรให้มีการเปิดเผยข้อมูล โดยเฉพาะวัตถุประสงค์ในการเสนอซื้อ แผนการฟื้นฟูกิจการ ต้องระบุอย่างชัดเจนว่าบริษัทมีปัญหาที่จุดไหน มีต้นทุนเปรียบเทียบกับคู่แข่งเป็นอย่างไร รวมทั้งระบุถึงวิธีการอย่างละเอียดเป็นตัวเลขที่ชัดเจน อีกทั้งต้องสามารถบอกได้ว่าราคาที่ใช้ในการเสนอซื้อมีความเหมาะสมหรือไม่ และเพื่อเป็นการแก้ปัญหาการใช้ข้อมูลภายในสร้างราคาหุ้นก่อนครอบงำกิจการ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ควรกำหนดขั้นตอนในเรื่องการกำหนดราคาและกำหนดเวลาที่แน่นอนในการทำคำเสนอซื้อหุ้นจากผู้ลงทุนรายย่อย (tender offer) เพื่อไม่เปิดโอกาสให้เกิดการสร้างราคาหุ้นให้สูงขึ้นจากการขยายเวลารับซื้อหุ้นของผู้เข้าครอบงำกิจการ

อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาที่พบว่าการทำ Backdoor Listing ก็มีผลต่อการครอบงำกิจการ กล่าวคือทำให้บริษัทที่มีปัญหาเรื่องผลประกอบการที่ไม่ดีสามารถปรับปรุงบริษัทให้มีผลประกอบการที่ดีขึ้น ดังนั้นสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ก็ควรมีการผ่อนคลายกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการทำ Backdoor Listing ในบางอุตสาหกรรม ทั้งนี้เพราะกฎเกณฑ์ที่มีอยู่ในปัจจุบันทำให้การพัฒนาตลาดทุนและระบบเศรษฐกิจไทยเป็นไปอย่างเชื่องช้า การทำ Backdoor Listing นั้น จะต้องมีการครอบงำกิจการได้ทั้งบริษัทในตลาดหลักทรัพย์และนอกตลาดหลักทรัพย์ โดยมีการถ่ายสิทธิ์จากจุดหนึ่งไปยังจุดหนึ่งได้ แต่กฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ไม่เป็นเช่นนั้น กล่าวคือ บริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ถ้ามีบริษัทที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์มาครอบงำกิจการและเปลี่ยนแปลงดำเนินธุรกิจถือว่าเป็นการทำ

Backdoor Listing ซึ่งตลาดหลักทรัพย์จะไม่อนุญาตให้ทำ จากลักษณะดังกล่าว จะเห็นว่าส่งผลกระทบต่อ การขยายตัวทางเศรษฐกิจ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์ควรมองว่าธุรกิจจำเป็นต้องอยู่รอด ธุรกิจที่ไม่ดีต้องได้รับการ ฟื้นฟู หากตลาดหลักทรัพย์ยังวางกฎระเบียบที่เข้มงวดมากเกินไป อาจจะทำให้เกิดความเสียหายด้านการ พัฒนาธุรกิจในอนาคต

### 9.3 ข้อจำกัดของการศึกษา

ผลการศึกษาที่ได้เป็นผลการศึกษาของ 10 บริษัท ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการครอบ ำกิจการในช่วงปีพ.ศ.2534-2535 เท่านั้น ดังนั้นจึงไม่สามารถนำผลการศึกษาในช่วงระยะเวลาไปอธิบาย ถึงการครอบำกิจการในช่วงระยะเวลาอื่น ๆ ได้ เช่นการครอบำกิจการบริษัทในตลาดหลักทรัพย์มีแนว โนม์เพิ่มมากขึ้นในช่วงปีพ.ศ.2536-2537 โดยมีปัจจัยที่เป็นต้นเหตุสำคัญคือ ธุรกิจจำเป็นต้องมีการขยายตัว อย่างรวดเร็ว ประกอบกับวัฒนธรรมของผู้บริหารธุรกิจเปลี่ยนไปมีความเป็นมืออาชีพที่ให้ความสำคัญกับ การเติบโตของกิจการและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้น และที่สำคัญการศึกษานี้มีข้อจำกัดเกี่ยวกับข้อมูล ต้นทุนต่อหน่วยผลผลิต อัตราดอกเบี้ยในการกู้ยืม ข้อมูลทางการเงิน ซึ่งบางบริษัทจะไม่เปิดเผยข้อมูล ตัวเลขเหล่านี้ ทำให้ไม่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงความเป็นจริงได้เท่าที่ควร

### 9.4 ข้อเสนอแนะสำหรับแนวทางการศึกษาต่อไป

น่าจะมีการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเพื่อเข้าครอบำกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ.2536 - 2537 และพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นที่ถูกครอบำกิจการในช่วงดังกล่าว เพื่อนำผลการศึกษามาเปรียบเทียบกัน

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่  
Copyright © by Chiang Mai University  
All rights reserved