

บทที่ 2

กรอบความคิดของการศึกษา

การศึกษาค้นคว้าที่มุ่งเน้นการตัดสินใจเพื่อเข้าครอบงำกิจการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและผลกระทบของการครอบงำกิจการต่อราคาหุ้น แบ่งหัวข้อการศึกษาเพื่อให้สอดคล้องกับ วัตถุประสงค์ที่ได้กำหนดไว้ ดังนี้คือ

- (1) ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเพื่อเข้าครอบงำกิจการ
- (2) ลักษณะกิจการที่เป็นเป้าหมายของการครอบงำกิจการ
- (3) ผลของผลผลิต (synergy) ที่เกิดขึ้นจริงหลังจากรวมกิจการแล้ว
- (4) ผลกระทบของการครอบงำกิจการต่อราคาหุ้น

2.1 ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเพื่อเข้าครอบงำกิจการ

การครอบงำกิจการใด ๆ ก็ตาม ผู้ครอบงำกิจการได้กำหนดเป้าหมายหรือจุดประสงค์ของการเข้าไปครอบงำกิจการไว้แล้วว่าต้องการอะไรจากการครอบงำกิจการ และทำการวิเคราะห์กิจการเหล่านั้นว่ามีความเหมาะสมที่จะเข้าครอบงำกิจการหรือไม่ เป้าหมายหรือจุดประสงค์ที่ผู้เข้าครอบงำกิจการได้กำหนดไว้ นั้นในที่นี้ใช้เป็นตัวชี้ (indicator) หรือตัวแทนปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเพื่อเข้าครอบงำกิจการ ซึ่งสามารถแบ่งได้ดังนี้คือ

1. ต้องการนำกิจการที่ถูกครอบงำมาทำเป็น Holding Companies¹

Holding Companies เป็นการรวมกิจการ โดยที่บริษัทหนึ่งซื้อหุ้นสามัญของอีกบริษัทหนึ่งหรือหลายบริษัทในจำนวนพอที่จะมีสิทธิออกเสียงควบคุมส่วนได้ส่วนเสียของกิจการเหล่านั้นได้ ตามความเข้าใจโดยทั่วไปการที่จะเข้าไปควบคุมบริษัทอื่นจะต้องถือหุ้นของบริษัทนั้นมากกว่า 50 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งความจริงแล้วไม่จำเป็นต้องซื้อหุ้นเพียง 20 เปอร์เซ็นต์ ก็อาจเพียงพอที่จะควบคุมบริษัทนั้นได้ บริษัทที่สามารถควบคุมบริษัทอื่นในลักษณะนี้เรียกว่า บริษัทใหญ่ (holding companies) ส่วนบริษัทที่ถูกควบคุมเรียกว่า บริษัทย่อย (subsidiaries)

¹เพอร์รี่ ชุมทรัพย์. เอกสารประกอบการสัมมนา เรื่อง Take Overs ยุคใหม่แห่งการก้าวไกล จัดโดย สมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชี รับอนุญาต แห่งประเทศไทยและสมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์, พฤศจิกายน 2535

2. ต้องการทำ Backdoor Listing

Backdoor Listing คือการนำธุรกิจเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โดยทางอ้อม ซึ่งโดยทั่วไปจะเป็นกรณีการเข้าซื้อกิจการของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์โดยบุคคล กลุ่มบุคคลหรือบริษัทที่อยู่นอกตลาดหลักทรัพย์เข้าซื้อกิจการดังกล่าว ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้น และอำนาจการบริหารกิจการของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ และภายหลังมีการเปลี่ยนแปลงวัตถุประสงค์หรือลักษณะธุรกิจเดิมของบริษัทนั้น

3. ต้องการผลพนัก (synergy) จากการเข้าครอบงำกิจการ² ซึ่งมีแหล่งที่มาจาก 4 ทางด้วยกันคือ

3.1 ผลพนักทางด้านการดำเนินงาน (operating synergy) เป็นผลพนักที่เกิดจาก Operation โดยก่อให้เกิดการประหยัดจากขนาดการดำเนินงาน (economies of scale) ซึ่งทำให้ต้นทุนการผลิตต่อหน่วยลดลง

3.2 ผลพนักทางด้านการเงิน (financial synergy) เป็นผลพนักที่เกิดขึ้นทางการเงิน หมายความว่าเมื่อเอาบริษัทมารวมกันทำให้สินทรัพย์ต่าง ๆ สูงขึ้น อำนาจการต่อรองที่จะหาแหล่งเงินทุนต่าง ๆ ทำได้ง่ายขึ้น อย่างน้อยทำให้การต่อรองในแง่อัตราดอกเบี้ยและต้นทุนของเงินทุนถูกลง เพราะมีความเชื่อถือมากขึ้นและความเสี่ยงลดน้อยลง

3.3 ผลพนักอันเนื่องมาจากความแตกต่างในประสิทธิภาพทางการจัดการ (differential management efficiency synergy) คือความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่มีประสิทธิภาพต่ำกว่าจะดีขึ้น โดยการครอบงำกิจการ

3.4 ผลพนักทางด้านอำนาจการตลาด (market power synergy) สามารถแบ่งได้ดังนี้คือ

3.4.1 Horizontal Integration เป็นการรวมกิจการเข้าด้วยกันกับอีกกิจการหนึ่งเพื่อผลประโยชน์ทางด้านการผลิตหรือการตลาด ซึ่งกิจการที่รวมกันมีสถานะเป็นผู้ผลิตหรือผู้ขายที่อยู่ในสถานะเดียวกันในกระบวนการผลิตซึ่งจะมีผลให้สามารถกำหนดราคาและแบ่งเขตการตลาดได้

3.4.2 Vertical Integration เป็นการรวมกิจการของกิจการที่มีระดับขั้นการผลิตที่แตกต่างกัน แต่อยู่ในสายธุรกิจเดียวกันเพื่อประโยชน์ทางด้านการควบคุมวัตถุดิบที่นำมาใช้ต่อเนื่องกันในการผลิตของแต่ละกิจการเป็นการจำเป็นเพื่อป้องกันกิจการอื่นเข้าไปควบคุมวัตถุดิบที่กิจการต้องใช้หรือเข้าไปคุมกิจการภายหลังกระบวนการผลิตของกิจการ

² Eugene F. Brigham, *Fundamentals of Financial Management* (The Dryden Press, a division of Holt, Rinehart and Winston, Inc. 1989). pp. 564 - 565

4. ตัวผู้บริหารและพนักงาน

การครอบงำกิจการจะทำให้บริษัทผู้ครอบงำได้คนที่มีความสามารถที่จะเป็นประโยชน์กับกิจการของผู้ครอบงำกิจการอย่างรวดเร็ว เช่น กรณีกลุ่มชินวัตรคอมพิวเตอร์เข้าครอบงำกิจการบริษัทดาต้าเจนเนอรัล (ประเทศไทย) ทำให้ได้วิศวกรที่มีความสามารถ

5. ลิขสิทธิ์ทางการค้า

ลิขสิทธ์เป็นเครื่องแสดงถึงสิทธ์แต่ผู้เดียวในการที่จะประกอบกิจการนั้น ซึ่งเป็นที่ต้องการของผู้เข้าครอบงำกิจการ

2.2 ลักษณะกิจการที่เป็นเป้าหมายของการครอบงำกิจการ

แนวคิดเกี่ยวกับการศึกษาลักษณะกิจการที่เป็นเป้าหมายของการครอบงำกิจการนั้น จะเป็นแนวคิดที่ต้องการทราบถึงกิจการที่เป็นเป้าหมายของการครอบงำกิจการว่ามีลักษณะเป็นอย่างไร โดยในการศึกษานี้จะเป็นการศึกษาในเชิงปริมาณ (quantitative) ซึ่งจะแบ่งได้ดังนี้

1. ทุนจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (listed capital)³

ทุนจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ คือ จำนวนทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้วที่ได้รับอนุมัติให้ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้

2. มูลค่าตามราคาตลาด (market capitalization)⁴

มูลค่าตามราคาตลาด คือ มูลค่าที่เกิดขึ้นจากการคูณกันด้วยตัวแปร 2 ตัวคือ ราคาซื้อขายหุ้นบริษัทหนึ่ง คูณ จำนวนหุ้นที่จดทะเบียนของบริษัทหนึ่ง

3. อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (return on asset)⁵

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมโดยใช้กำไรจากการดำเนินงานจะแสดงให้เห็นว่าในรอบระยะเวลาบัญชีที่ผ่านมา บริษัทมีกำไรจากการดำเนินงานเป็นร้อยละเท่าใดของสินทรัพย์ทั้งสิ้นสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์} = \frac{\text{กำไรจากการดำเนินงาน} \times 100\%}{\text{สินทรัพย์ทั้งสิ้นเฉลี่ย}}$$

³ วารสารการเงินธนาคาร : ปีที่ 12 ฉบับที่ 133 พฤษภาคม 2536 (กรุงเทพฯ โรงพิมพ์กรุงเทพ 2536)

⁴ สมหมาย ปฐมวิชัยรัตน์. การลงทุน. สาขาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช. 2529

⁵ สุวรรณมา เจริญนัยกุล. การวิเคราะห์ข้อมูลทางบัญชีเพื่อการบริหารการเงิน. ฝ่ายวิชาการกองวิชาการและแผนงาน กรมตรวจบัญชีสหกรณ์. 2530

อัตราส่วนนี้ใช้วัดประสิทธิภาพในการดำเนินงานของกิจการตัวอย่างเช่น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท ก จำกัด เท่ากับร้อยละ 9.12 แสดงว่าทุก 100 บาทของสินทรัพย์ทั้งสิ้นบริษัท ก สามารถใช้ดำเนินงานเพื่อหากำไรได้ 9.12 บาท ซึ่งค่อนข้างต่ำแต่ถ้าจะวิเคราะห์ว่าดีหรือไม่ดีเพียงใด ต้องเปรียบเทียบกับอัตราส่วนเฉลี่ยของบริษัทในกลุ่มธุรกิจประเภทเดียวกัน ถ้าอัตราส่วนเฉลี่ยของบริษัทในกลุ่มเดียวกันเท่ากับ 10.94 แสดงว่าบริษัท ก จำกัด มีประสิทธิภาพในการดำเนินงานต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ซึ่งอาจเป็นผลมาจากมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูง และใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ยังไม่เต็มที่

4. อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (price-earnings ratio:P/E)⁶

อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น เป็นการพิจารณาว่าราคาที่จะลงทุนในการซื้อหุ้นกิจการนั้น ๆ จะสูงเป็นกี่เท่าของกำไรสุทธิที่กิจการนั้นทำได้ เพราะจะมีผลโดยตรงกับการคาดคะเนกำไรในอนาคตของกิจการ ถ้ากิจการใดมีลู่วางในอนาคตดี แนวโน้มของกำไรในอนาคตสูง ก็จะทำให้ P/E ratio ในอนาคตต่ำลงและโอกาสในการจ่ายเงินปันผลมีมากจะมีผู้ลงทุนต้องการที่จะเป็นเจ้าของหุ้นในกิจการนั้นมาก ราคาตลาดในอนาคตของหุ้นกิจการนั้นก็สูงขึ้นไป ถ้าจะซื้อหุ้นที่มี P/E ratio สูงผู้ลงทุนควรจะพิจารณาแนวโน้มการเจริญเติบโตของกิจการว่าจะเพียงพอต่อความเสี่ยงที่จะซื้อหุ้นนั้นหรือไม่ ในทางตรงกันข้ามถ้ากิจการใดมีความสามารถในการทำกำไรต่ำในอนาคต ก็จะทำให้ P/E ratio ในอนาคตสูงขึ้นด้วยในที่สุด

สูตรที่ใช้ในการคำนวณอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น คือ

$$\text{อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น} = \frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}{\text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}}$$

2.3 ผลของผลผลึก (synergy) ที่เกิดขึ้นหลังจากมีการควบกิจการแล้ว

เมื่อมีการควบกิจการแล้วเราต้องการทราบว่าการควบกิจการก่อให้เกิดผลผลึกทางด้านต่าง ๆ อย่างไรบ้าง

2.4 ผลกระทบของการควบกิจการต่อราคาหุ้น

แนวคิดเกี่ยวกับการศึกษาผลกระทบของการควบกิจการต่อราคาหุ้นนั้น จะเป็นแนวคิดที่ต้องการทราบความเคลื่อนไหวของราคาหุ้นของบริษัทที่ถูกควบกิจการว่า มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทาง

⁶ Robert C. Radcliffe, *Investment (Concepts - Analysis - Strategy, Forresman and Company 1990)*, p. 495

ใด โดยในการศึกษานี้จะศึกษาผลกระทบของการครอบงำกิจการต่อราคาหุ้นตั้งแต่ช่วงที่มีข่าวลือเกี่ยวกับการครอบงำกิจการบริษัทนั้น ๆ และช่วงที่มีการประกาศครอบงำกิจการตลอดจนช่วงหลังจากที่ครอบงำกิจการนั้นเรียบร้อยแล้วว่าผลกระทบของการครอบงำกิจการต่อราคาหุ้นนั้นมีลักษณะอย่างไร และในการศึกษานี้จะมีการเปรียบเทียบราคาหุ้นช่วงก่อนการครอบงำกิจการ และหลังการครอบงำกิจการว่ามีการเปลี่ยนแปลงอย่างไร ตลอดจนศึกษาว่าหลังจากการครอบงำกิจการเหล่านั้นแล้วมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทางธุรกิจในลักษณะใด ซึ่งสิ่งเหล่านี้มีผลกระทบต่อนักลงทุนรายย่อย



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
 Copyright© by Chiang Mai University
 All rights reserved