

การประเมินผลกระทบทางเศรษฐศาสตร์จากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ
โดยการกระจายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*
(Economic Assessment of Share Issue Privatization in Thailand)

กวี สิริสุนทร**

บทคัดย่อ

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อประเมินผลกระทบทางเศรษฐศาสตร์จากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจอันได้แก่ ปตท. ทอท. และ อสมท. โดยการกระจายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่ารัฐบาลสูญเสียทางการคลังจากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่มีอำนาจผูกขาดอันได้แก่ ปตท. และ ทอท. อย่างไรก็ตามการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่ผ่านมานั้นประสบความสำเร็จในการเพิ่มความสามารถในการประกอบการ แต่ถึงกระนั้นสาเหตุหนึ่งที่รัฐวิสาหกิจเหล่านี้มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นก็เนื่องจากอำนาจผูกขาดในกิจการของตน การขาดการปรับโครงสร้างกิจการ และการสร้างกรอบการกำกับดูแลที่ดีก่อนการแปรรูป สำหรับการดำเนินการแปรรูป อสมท. นั้นได้มีการดำเนินการจัดสรรหุ้นอย่างโปร่งใสและเป็นธรรมมากที่สุด แต่ผลการดำเนินงานของ อสมท. โดยเฉพาะทางด้านความสามารถในการทำกำไรกลับลดลงภายหลังจากที่ได้แปรรูปแล้ว ซึ่งสะท้อน

* บทความนี้เป็นส่วนหนึ่งของงานวิจัยเรื่อง “การแปรรูปรัฐวิสาหกิจในรัฐบาลทักษิณ (พ.ศ. 2544-2547)” ซึ่งเป็นงานวิจัยที่ผู้เขียนได้รับทุนสนับสนุนจากโครงการเมธีวิจัยอาวุโส สกว. สำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัย ผู้เขียนขอขอบคุณสำนักงานกองทุนสนับสนุนการวิจัยมา ณ ที่นี้ นอกจากนี้ ผู้เขียนขอขอบคุณผู้เข้าร่วมสัมมนาในการประชุมวิชาการระดับชาติของนักเศรษฐศาสตร์ครั้งที่ 3 ณ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ สำหรับข้อคิดเห็นต่าง ๆ และขอขอบคุณคณะผู้ประเมินบทความที่ไม่เปิดเผยนามสำหรับคำชี้แนะที่เป็นประโยชน์ต่อบทความนี้

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ให้เห็นว่า อสมท. ดำเนินกิจการในธุรกิจที่มีการแข่งขันจึงจำเป็นต้องอาศัยเวลาในการปรับปรุงผลการดำเนินงานให้ดีขึ้นและเพิ่มความสามารถในการแข่งขันในธุรกิจของตนต่อไป นอกจากนี้การแปรรูปที่ผ่านมานั้นประสบความสำเร็จในการพัฒนาตลาดทุน ทำให้ตลาดทุนขยายตัวและตลาดมีตัวเลือกในการลงทุนมากขึ้น

ABSTRACT

The purpose of this paper is to conduct the economic assessments of share issue privatization of Petroleum Authority of Thailand (PTT), Airports of Thailand (AOT) and Mass Communication Organization of Thailand (MCOT). The result shows that the partial privatization of PTT and AOT, the natural monopolists, brought a net fiscal loss. However the evidences support the rationale of financial and operating performance improvement for privatization, provided that PTT and AOT were partially privatized without any industry restructuring and establishment of regulatory body and framework. MCOT's public share offering was conducted by random method, which is more transparent than methods employed by PTT and AOT. Owing to operating in competitive environment, after partial privatization MCOT financial performances were worsened. Evidently the partial privatization of these public enterprises was successful to deepen and broaden Thai capital market.

Keywords: Privatization, Public enterprise, Thailand

E-mail address: puree.sirasoonorn@econ.tu.ac.th

1. บทนำ

นโยบายการแปรรูปรัฐวิสาหกิจนั้นได้ดำเนินการมาตั้งแต่ช่วงก่อนการเปลี่ยนแปลงการปกครองในปี 2475 จนถึงปัจจุบัน โดยวัตถุประสงค์ในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจตามนโยบายที่ได้กล่าวไว้ของรัฐบาลแต่ละสมัย รวมถึงในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติในฉบับต่าง ๆ นั้น มีวิวัฒนาการและความคล้ายคลึงกัน โดยมีวัตถุประสงค์หลักอันได้แก่ การเพิ่มบทบาทภาคเอกชน การเพิ่มประสิทธิภาพรัฐวิสาหกิจ (Efficiency maximization goal) การสร้างรายได้แผ่นดินให้มากขึ้น (Revenue maximization goal) และการพัฒนาตลาดทุนของไทย (Capital market development) (นันทวัฒน์ บรมานันท์ และคณะ, 2548) รวมไปถึงการเปิดโอกาสให้ประชาชนคนไทยได้ลงทุนในกิจการของรัฐวิสาหกิจ (Distributional goal) อีกด้วย

หากพิจารณาเฉพาะการดำเนินนโยบายการแปรรูปรัฐวิสาหกิจในช่วงหลังวิกฤตการเงินในปี 2540 นั้นพบว่ารัฐบาลได้ดำเนินนโยบายดังกล่าวโดยเริ่มต้นจากการวางแผนและการอนุมัติ “แผนแม่บทการปฏิรูปรัฐวิสาหกิจ” ในปี 2541 และได้ตรากฎหมายที่สำคัญอันได้แก่ “พระราชบัญญัติทุนรัฐวิสาหกิจ พ.ศ. 2542” โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อแปลงทุนของรัฐวิสาหกิจให้เป็นทุนเรือนหุ้นในรูปแบบบริษัท เพื่อเปลี่ยนสถานะหรือแปลงสภาพรัฐวิสาหกิจที่มีกฎหมายจัดตั้งขึ้น ให้เป็นรูปแบบบริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัด (Corporatization) แต่ยังมีสถานะเป็นรัฐวิสาหกิจอยู่ พระราชบัญญัตินี้มีส่วนทำให้การแปลงสภาพรัฐวิสาหกิจนั้นสามารถดำเนินการได้รวดเร็วยิ่งขึ้น อีกทั้งยังเป็นพื้นฐานที่ทำให้การแปรรูปรัฐวิสาหกิจโดยกระจายหุ้นที่รัฐถือไว้ให้แก่ภาคเอกชนเป็นไปอย่างสะดวกรวดเร็วยิ่งขึ้นอีกด้วย¹ (นันทวัฒน์ บรมานันท์ และคณะ, 2548, หน้า 111-112)

แผนแม่บทการปฏิรูปรัฐวิสาหกิจและพระราชบัญญัติทุนรัฐวิสาหกิจ พ.ศ. 2542 ดังกล่าวจึงนับว่าเป็นเครื่องมือในการเร่งรัดกระบวนการแปรรูปรัฐวิสาหกิจให้รวดเร็วยิ่งขึ้น ซึ่งต่อมา

¹นันทวัฒน์ บรมานันท์ และคณะ (2548) ได้วิเคราะห์ปัญหาทางกฎหมายที่เกิดจากพระราชบัญญัติทุนรัฐวิสาหกิจ พ.ศ. 2542 ไว้ว่าก่อให้เกิดผลเสียกับประเทศชาติและประชาชนมากกว่าผลดี โดยได้อธิบายว่ากระบวนการจัดทำกฎหมายว่าด้วยทุนรัฐวิสาหกิจนี้ขาดการศึกษาวิเคราะห์อย่างเป็นระบบ กฎหมายฉบับนี้ไม่ได้มีเนื้อหาสาระที่ก้าวล่วงลงไปถึงรายละเอียดของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจแต่อย่างใดทั้งสิ้น นอกจากนี้แล้วกฎหมายว่าด้วยทุนรัฐวิสาหกิจยังอนุญาตให้ยกเลิกกฎหมายจัดตั้งรัฐวิสาหกิจได้โดยฝ่ายบริหาร โดยไม่ได้คำนึงถึงลำดับศักดิ์ของกฎหมายซึ่งถือว่าเป็นการทำลายระบบลำดับศักดิ์ของกฎหมายที่มีอยู่ ทั้งนี้เพื่อให้กระบวนการแปลงสภาพรัฐวิสาหกิจดำเนินไปอย่างรวดเร็ว อีกทั้งกระบวนการต่าง ๆ ตามที่บัญญัติไว้ในกฎหมายว่าด้วยทุนรัฐวิสาหกิจยังขาดความโปร่งใสอีกด้วย

รัฐบาลได้นำเครื่องมือดังกล่าวมาใช้ในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ แต่หลักฐานปรากฏว่ารัฐบาลภายใต้การนำของ พตท. ดร. ทักษิณ ชินวัตร (รัฐบาลทักษิณ) เป็นรัฐบาลที่ได้นำเครื่องมือเหล่านี้มาใช้ดำเนินการแปรรูปรัฐวิสาหกิจมากที่สุด โดยเฉพาะในช่วงระหว่างปี 2544-2547 รัฐบาลได้คัดเลือกรัฐวิสาหกิจ และดำเนินการแปลงสภาพและแปรรูปรัฐวิสาหกิจบางส่วน อันได้แก่ การปิโตรเลียมแห่งประเทศไทย (ปตท.) ซึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจที่อยู่ในธุรกิจพลังงาน การท่าอากาศยานแห่งประเทศไทย (ทอท.) ซึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจที่อยู่ในธุรกิจขนส่ง และองค์การสื่อสารมวลชนแห่งประเทศไทย (อสมท.) ซึ่งอยู่ในธุรกิจโทรคมนาคมและสื่อสาร รัฐวิสาหกิจเหล่านี้เป็นรัฐวิสาหกิจที่มีขนาดใหญ่และทำกำไรอย่างต่อเนื่อง ตารางที่ 1 ได้จัดอันดับรัฐวิสาหกิจที่ทำกำไรสูงสุด 20 อันดับแรกจากกว่า 60 แห่งในปี 2543 และ 2544 ซึ่งเป็นปีก่อนที่รัฐวิสาหกิจเหล่านี้จะถูกแปลงสภาพ ผลปรากฏว่ารัฐวิสาหกิจทั้งสามแห่งที่ศึกษานั้นเป็นรัฐวิสาหกิจที่มีผลประกอบการดีและมีกำไรสูงอยู่ใน 20 อันดับแรกในระหว่างปีดังกล่าว

ตารางที่ 1 การจัดอันดับรัฐวิสาหกิจที่มีกำไรสูงสุด 20 อันดับแรกในปี 2543 และ 2544 (ล้านบาท)

อันดับ	รัฐวิสาหกิจ	2543	รัฐวิสาหกิจ	2544
1	ธนาคารกรุงไทย จำกัด	76,260.84	การปิโตรเลียมแห่งประเทศไทย	18,658.46
2	การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย	20,175.37	การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย	16,223.49
3	การปิโตรเลียมแห่งประเทศไทย	12,697.62	องค์การโทรศัพท์แห่งประเทศไทย	13,230.95
4	ธนาคารออมสิน	8,165.29	ธนาคารออมสิน	10,160.56
5	การทำอากาศยานแห่งประเทศไทย	6,867.02	การทำอากาศยานแห่งประเทศไทย	7,439.24
6	การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค	6,700.36	การสื่อสารแห่งประเทศไทย	7,149.37
7	การสื่อสารแห่งประเทศไทย	5,688.42	การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค	5,715.27
8	โรงงานยาสูบ กระทรวงการคลัง	5,336.26	โรงงานยาสูบ กระทรวงการคลัง	5,629.74
9	บริษัท การบินไทย จำกัด	4,716.83	การไฟฟ้านครหลวง	4,774.85
10	องค์การโทรศัพท์แห่งประเทศไทย	4,025.77	การประปานครหลวง	2,660.84
11	การประปานครหลวง	2,588.-	การรถไฟฟ้านครหลวง	2,480
12	การไฟฟ้านครหลวง	2,159.76	บริษัท การบินไทย จำกัด	1,928.52
13	การทำเรือแห่งประเทศไทย	980.15	ธนาคารอาคารสงเคราะห์	1,620.08
14	สำนักงานสลากกินแบ่งรัฐบาล	699.73	การทำเรือแห่งประเทศไทย	1,426.95
15	ธนาคารอาคารสงเคราะห์	540.36	องค์การสื่อสารมวลชนแห่งประเทศไทย	582.47
16	ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร	536.25	ธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร	554.32
17	องค์การเภสัชกรรม	534.36	องค์การเภสัชกรรม	546.73
18	องค์การสื่อสารมวลชนแห่งประเทศไทย	452.24	การนิคมอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย	544.1
19	การนิคมอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย	288.46	สำนักงานสลากกินแบ่งรัฐบาล	532.59
20	ธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้า แห่งประเทศไทย	224.47	ธนาคารเพื่อการส่งออกและนำเข้า แห่งประเทศไทย	266.72

หมายเหตุ: จำนวนรัฐวิสาหกิจรวมทั้งสิ้น 61 แห่ง

ที่มา: กระทรวงการคลัง

สาเหตุที่รัฐวิสาหกิจเหล่านี้มีผลประกอบการที่ดีส่วนหนึ่งมาจากการที่รัฐวิสาหกิจเหล่านี้ประกอบธุรกิจที่มีศักยภาพในการเติบโตสูงและมีภาวะการแข่งขันต่ำ อันได้แก่ธุรกิจผูกขาดทั้งทางด้านพลังงาน (ปตท. ผูกขาดในกิจการก๊าซธรรมชาติ) และขนส่ง (ทอท. ผูกขาดในธุรกิจท่าอากาศยาน) มีเพียงแต่ อสมท. ซึ่งอยู่ในธุรกิจที่มีการแข่งขันน้อยรายทั้งในธุรกิจวิทยุและโทรทัศน์

จึงเป็นที่น่าสังเกตว่าหากเปรียบเทียบรัฐวิสาหกิจทั้งสามแห่งนี้ อสมท. จัดว่าเป็นรัฐวิสาหกิจที่ทำกำไรน้อยที่สุดแต่ดำเนินกิจการในธุรกิจที่มีการแข่งขันมากกว่ารัฐวิสาหกิจอื่นที่ได้แปลงสภาพและแปรรูปไปแล้วโดยเปรียบเทียบ

สาเหตุอีกประการหนึ่งที่รัฐวิสาหกิจเหล่านี้มีผลประกอบการที่ดีและมีความสามารถในการสร้างรายได้และกำไรคือ การที่รัฐวิสาหกิจเหล่านี้ดำเนินธุรกิจในการกิจการที่การกำกับดูแลยังไม่ชัดเจนและขาดการจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลทั้งก่อนและหลังการแปลงสภาพและการแปรรูป อีกทั้งรัฐวิสาหกิจเหล่านี้มีส่วนร่วมไม่ในทางตรงก็ในทางอ้อมในการกำกับดูแลกิจการของตนเองอีกด้วย ดังนั้น จึงส่งผลให้รัฐวิสาหกิจเหล่านี้มีโอกาสในการกำหนดราคา การตัดสินใจลงทุน รวมไปถึงการให้สัมปทาน ในทางที่เป็นประโยชน์ต่อกิจการของตนเอง

นอกจากนี้ ถึงแม้ว่าแผนแม่บทการปฏิรูปรัฐวิสาหกิจนั้นจะกำหนดวิธีการแปรรูปรัฐวิสาหกิจไว้อย่างหลากหลาย² แต่ในระหว่างปี 2544-2547 รัฐบาลทักษิณได้ใช้วิธีการแปรรูป ปตท. ทอท. และ อสมท. โดยการเสนอขายหุ้นให้แก่ประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Share Issued Privatization: SIP) แต่เพียงอย่างเดียวเท่านั้น

ตารางที่ 2 วันที่แปลงสภาพและแปรรูปรัฐวิสาหกิจ

รัฐวิสาหกิจ	วันที่แปลงสภาพ	ชื่อบริษัท	วันที่แปรรูปโดยการเสนอขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์
ปตท.	1 ตุลาคม 2544	บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	6 ธันวาคม 2544
ทอท.	30 กันยายน 2545	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)	11 มีนาคม 2547
อสมท.	17 สิงหาคม 2547	บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน)	17 พฤศจิกายน 2547

ที่มา: จากการรวบรวมของผู้วิจัย

² ในแผนแม่บทการปฏิรูปรัฐวิสาหกิจดังกล่าวได้กำหนดรูปแบบและวิธีการแปรรูปรัฐวิสาหกิจหลัก ๆ ดังนี้คือ การเสนอขายหุ้นให้ประชาชน การเสนอขายหุ้นให้แก่พันธมิตรร่วมทุนโดยเฉพาะเจาะจง/การร่วมทุน การซื้อกิจการโดยฝ่ายจัดการ การขุบเลิกและจำหน่ายจ่ายโอนกิจการ การทำสัญญาการบริหารจัดการกับเอกชน การทำสัญญาให้เอกชนเช่า ดำเนินการ การให้สัมปทานเอกชน รวมไปถึงการลดการกำกับดูแลเพื่อส่งเสริมการแข่งขัน การเปิดเสรีในการดำเนินงาน และการจัดตั้งองค์กรกำกับดูแลเพื่อดูแลธุรกิจที่รัฐวิสาหกิจมีอำนาจในการผูกขาด

จากตารางที่ 2 จะเห็นได้ว่ารัฐบาลได้แปลงสภาพ ปตท. เป็นบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) ในวันที่ 1 ตุลาคม 2544 และได้แปรรูปโดยวิธี SIP ในวันที่ 6 ธันวาคม 2544 แปลงสภาพ ทอท. เป็น บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) ในวันที่ 30 กันยายน 2545 และได้แปรรูปโดยวิธี SIP ในวันที่ 11 มีนาคม 2547 แปลงสภาพ อสมท. เป็น บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน) และได้แปรรูปโดยวิธีเดียวกัน ในวันที่ 17 พฤศจิกายน 2547³ เป็นที่น่าสังเกตว่าภายหลังจากการแปลงสภาพ ปตท. และ อสมท. แล้วรัฐบาลใช้เวลาเพียงไม่กี่เดือนในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจทั้งสองเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ในปีเดียวกัน จึงเป็นกรณีศึกษาที่น่าสนใจว่ารัฐบาลนั้นสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่ได้วางไว้หรือไม่ เมื่อการแปรรูปรัฐวิสาหกิจดำเนินไปอย่างรวดเร็วโดยไม่เปิดโอกาสให้องค์กรและพนักงานได้มีการพัฒนาและปรับตัวเข้าสู่สิ่งแวดล้อมใหม่ อีกทั้งการจำกัดวิธีแปรรูปไว้แต่เพียงวิธี SIP และการคัดเลือกรัฐวิสาหกิจที่มีขนาดใหญ่และมีผลประโยชน์การตีมาแปรรูปเท่านั้น

จากกรณีศึกษาดังกล่าวจึงนำมาสู่ปัญหาในงานศึกษานี้ว่าการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่เกิดขึ้นนั้นได้ดำเนินการไปเพื่อประโยชน์สูงสุดแก่สังคมหรือไม่ งานศึกษานี้จึงได้วางวัตถุประสงค์หลักไว้คือ เพื่อประเมินผลกระทบทางเศรษฐศาสตร์จากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจบางส่วนโดยวิธี SIP ในระหว่างปี 2544-2547 อันได้แก่ผลกระทบทางการคลัง ผลกระทบที่มีต่อโครงสร้างความเป็นเจ้าของรัฐวิสาหกิจ ผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของรัฐวิสาหกิจ ผลกระทบที่มีต่อตลาดทุน และผลกระทบที่มีต่อพนักงานรัฐวิสาหกิจ โดยจะจำกัดขอบเขตการศึกษาไว้เพียงแก่รัฐวิสาหกิจที่ได้ดำเนินการแปรรูปบางส่วนในระหว่างปี 2544-2547 อันได้แก่ ปตท. ทอท. และ อสมท.

2. การสำรวจเอกสาร (Literature review)

งานศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการประเมินผลกระทบทางเศรษฐศาสตร์จากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจของต่างประเทศนั้นมีอยู่เป็นจำนวนมาก Megginson (2005) ได้รวบรวมเอกสารเหล่านี้ไว้อย่างเป็นระบบและครอบคลุมถึงผลกระทบทางเศรษฐศาสตร์จากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจในทุกๆ

³ เพื่อความสะดวกในการสื่อสารผู้วิจัยจะยังคงตัวย่อเดิมของแต่ละรัฐวิสาหกิจ ยกเว้นแต่จะมีความจำเป็นอย่างอื่นจึงจะกล่าวถึงชื่อบริษัท

ด้าน ทั้งในประเทศที่พัฒนาแล้วและประเทศกำลังพัฒนา งานศึกษานี้จะไม่สำรวจเอกสารเหล่านี้ซ้ำ แต่จะเน้นการสำรวจเอกสารที่เกี่ยวข้องกับการแปรรูปรัฐวิสาหกิจของประเทศไทยเป็นหลัก

ตารางที่ 3 การสำรวจงานศึกษาเกี่ยวกับการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ

ชื่อผู้เขียน (ปีที่พิมพ์)	สาขาวิชา	ชื่อเรื่อง
กมลรัตน์ ทิมางกูร (2545)	รัฐศาสตร์	การวิเคราะห์นโยบายการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ: ศึกษาเฉพาะกรณี การทำอากาศยานแห่งประเทศไทย
ก้องเกียรติ โอภาสวงการ (2545)	เศรษฐศาสตร์	ความสำคัญของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจต่อการพัฒนาเศรษฐกิจ และตลาดทุนไทย
จันทร์เพ็ญ เพ็งสมบัติ (2549)	สังคมศาสตร์	ทัศนคติของพนักงานหลังการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ: ศึกษากรณี บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)
จิรมาศ ทศนาจิตร (2545)	นิเทศศาสตร์	การเปิดรับข่าวสาร ความรู้ และทัศนคติของพนักงานต่อการแปรรูป รัฐวิสาหกิจของการทำอากาศยานแห่งประเทศไทย
ประดิษฐ์ กิตติภาเกษมสันต์ (2546)	สังคมศาสตร์	ขบวนการแรงงานรัฐวิสาหกิจไทย: ศึกษาเฉพาะกรณีปฏิริยาต่อ นโยบายและการดำเนินการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ
สมปอง ระเวกโสม (2547)	เศรษฐศาสตร์	การวิเคราะห์ความสามารถในการดำเนินงานหลังการแปรรูป รัฐวิสาหกิจ กรณีศึกษา: บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) และบริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)
อำพร เนียมกล้า (2544)	นิติศาสตร์	ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ: ศึกษาเฉพาะกรณี การทำอากาศยานแห่งประเทศไทย

ที่มา: จากการรวบรวมของผู้เขียน

เมื่อได้สำรวจงานศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการแปรรูปรัฐวิสาหกิจของไทย โดยเฉพาะ รัฐวิสาหกิจที่อยู่ในขอบเขตของงานวิจัยชิ้นนี้อันได้แก่ ปตท. ทอท. และ อสมท. ผู้วิจัยพบว่าเอกสาร เหล่านี้มีอยู่เป็นจำนวนไม่มากนักดังปรากฏอยู่ในตารางที่ 3 งานศึกษาเหล่านี้ส่วนใหญ่ยังศึกษา เฉพาะรายรัฐวิสาหกิจเท่านั้นยกเว้นแต่เพียงงานของ ก้องเกียรติ โอภาสวงการ (2545) ที่ได้ศึกษาถึง การแปรรูปรัฐวิสาหกิจของรัฐวิสาหกิจหลาย ๆ แห่ง นอกจากนี้ งานศึกษาส่วนใหญ่ไม่ใช่งานศึกษา ทางเศรษฐศาสตร์ มีเพียงงานศึกษาของก้องเกียรติ โอภาสวงการ (2545) และ สมปอง ระเวกโสม (2547) ซึ่งได้วิเคราะห์ผลจากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจในเชิงเศรษฐศาสตร์ไว้

งานของก้องเกียรติ โอภาสวงการ (2545) ได้ศึกษาถึงผลของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่มีต่อตลาดทุน โดยได้ประเมินมูลค่ารัฐวิสาหกิจทางบัญชีก่อนที่รัฐวิสาหกิจจะถูกแปรรูปออกไป และประเมินว่าหากรัฐบาลแปรรูปรัฐวิสาหกิจแล้วจะทำให้ตลาดทุนขยายตัวเป็นอย่างมาก อย่างไรก็ตามขณะที่ ก้องเกียรติ โอภาสวงการ ทำการศึกษานั้นมีเพียง ปตท. ที่ถูกแปรรูปออกไป

สมปอง ระเวกโสม (2547) ได้วิเคราะห์ความสามารถในการดำเนินงานหลังการแปรรูป ปตท. และ บริษัทบางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) โดยใช้ข้อมูลทางการเงินและการดำเนินงาน และพบว่า ปตท. นั้นมีผลประกอบการที่ดีขึ้นภายหลังจากการแปรรูปแล้ว อันเนื่องมาจากการที่ ปตท. ดำเนินกิจการผูกขาดก๊าซธรรมชาติ และมีความสามารถในการแข่งขันในกิจการที่มีการแข่งขันสูงอันได้แก่ธุรกิจน้ำมัน โดยมีความได้เปรียบที่มีโรงกลั่นเป็นของตนเอง

งานวิจัยชิ้นนี้มีความแตกต่างจากงานศึกษาในอดีต โดยงานวิจัยนี้ได้ศึกษาผลกระทบของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจภายหลังจากที่ได้แปลงสภาพและแปรรูปบางส่วนแล้วในหลาย ๆ ด้าน อีกทั้งยังเป็นงานศึกษาทางเศรษฐศาสตร์งานแรกที่ศึกษาและเปรียบเทียบรัฐวิสาหกิจใหญ่สามรายที่ได้ถูกแปรรูปล่าสุดโดยวิธี SIP จึงทำให้งานศึกษานี้มีความสำคัญต่างจากงานศึกษาอื่น ๆ ที่ผ่านมา

3. วิธีการศึกษา

งานวิจัยนี้ศึกษาและวิเคราะห์การแปรรูปรัฐวิสาหกิจโดยวิธี SIP โดยการใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากหลายแหล่งข้อมูลด้วยกัน อาทิเช่น สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ กระทรวงการคลัง และรายงานประจำปี รวมทั้งหนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นสามัญของรัฐวิสาหกิจทั้งสามแห่ง โดยจะวิเคราะห์ตั้งแต่การประเมินมูลค่ารัฐวิสาหกิจก่อนการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ การกำหนดราคาหุ้นที่เสนอขายเบื้องต้น การจัดสรรหุ้น การระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ เพื่อทดสอบสมมติฐานว่าการแปรรูปรัฐวิสาหกิจโดยวิธี SIP ที่ได้ดำเนินการนั้นเป็นไปเพื่อประโยชน์สูงสุดแก่สังคมหรือไม่ ซึ่งผลของการศึกษานี้จะเข้าร่วมในการประเมินผลกระทบทางเศรษฐศาสตร์จากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจในส่วนถัดไป

วิธีการศึกษาเพื่อประเมินผลกระทบทางเศรษฐศาสตร์จากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจนั้นจะแตกต่างกันไป ขึ้นอยู่กับผลกระทบที่ต้องการประเมิน

ผลกระทบอันดับแรกคือผลกระทบทางการคลังเพื่อทดสอบสมมติฐานว่าการแปรรูปรัฐวิสาหกิจนั้นสามารถสร้างประโยชน์สุทธิทางการคลัง (Net benefit) ให้แก่รัฐ งานศึกษานี้ได้วัด

ต้นทุนโดยตรงในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ Underpricing และความสูญเสียทางการคลังโดยใช้ข้อมูลจากรายงานประจำปีและหนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นสามัญของรัฐวิสาหกิจทั้งสามแห่ง

ผลกระทบลำดับต่อมาคือการประเมินผลกระทบที่มีต่อโครงสร้างความเป็นเจ้าของรัฐวิสาหกิจ เพื่อทดสอบสมมติฐานว่าการแปรรูปรัฐวิสาหกิจนั้นเปิดโอกาสให้ประชาชนคนไทยได้เป็นเจ้าของกิจการของรัฐวิสาหกิจอย่างเท่าเทียม โดยรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับสัดส่วนการถือครองหุ้นภายหลังจากการกระจายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ จากรายงานประจำปีของรัฐวิสาหกิจทั้งสามแห่ง

สำหรับการประเมินผลกระทบต่อการดำเนินงาน (Performance) ของรัฐวิสาหกิจนั้น เพื่อทดสอบสมมติฐานว่าการแปรรูปรัฐวิสาหกิจบางส่วนสามารถเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานของรัฐวิสาหกิจ โดยรวบรวมข้อมูลทางการเงินและการดำเนินงานจากรายงานประจำปีทั้งก่อนและหลังการแปลงสภาพและการแปรรูปรัฐวิสาหกิจทั้งสามแห่ง

นอกจากนี้งานศึกษานี้ยังได้ทดสอบผลกระทบของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่มีต่อตลาดทุน โดยอาศัยข้อมูลมูลค่าหุ้นและมูลค่าของตลาดจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และผลกระทบที่มีต่อพนักงานรัฐวิสาหกิจโดยใช้ข้อมูลจำนวนพนักงานจากรายงานประจำปีอีกด้วย

เนื่องจากการประเมินผลกระทบแต่ละด้านนั้นใช้วิธีที่แตกต่างกัน เพื่อหลีกเลี่ยงความสับสน ผู้วิจัยจะกล่าวถึงวิธีการประเมินควบคู่กับผลของการประเมินไปด้วยกัน

ตารางที่ 4 ข้อมูลทางการเงินจากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจโดยวิธี SIP

รัฐวิสาหกิจ	ปตท.	ทอท.	อสมท.
วันที่เข้าตลาด	6 ธันวาคม 2544	11 มีนาคม 2547	17 พฤศจิกายน 2547
ราคาเสนอขายเบื้องต้น (บาทต่อหุ้น)	31-35	37-42	17-22
ราคา IPO (บาทต่อหุ้น)	35	42	22
จำนวนหุ้นที่ขายได้ (ล้านหุ้น)	812.2	439.57	139
จำนวนหุ้นของกระทรวงการคลังที่ขาย (ล้านหุ้น)	62.2	53.77	69
จำนวนหุ้นของรัฐวิสาหกิจที่ขาย (ล้านหุ้น)	750	385.8	70
เงินที่ได้รับจากการระดมทุน (ล้านบาท)	28,427	18,462	3,058
จำนวนเงินที่กระทรวงการคลังได้รับ จากการระดมทุน (ล้านบาท)	2,177	2,258	1,518
จำนวนเงินที่รัฐวิสาหกิจได้รับจากการระดมทุน (ล้านบาท)	26,250	16,204	1,540
จำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อย (ราย)	11,109	23,765	40,599
สัดส่วนการถือหุ้นของกระทรวงการคลัง (รวม วายุภักษ์) (ร้อยละ)	68.05	70	77.28

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ กระทรวงการคลัง

4. การแปรรูปรัฐวิสาหกิจโดยการกระจายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ (SIP)

ในการแปรรูปบางส่วนของสามรัฐวิสาหกิจของประเทศไทยโดยวิธี SIP นั้นพบว่า รัฐบาลไม่ได้ขายหุ้นออกทั้งหมด แต่จะแปรรูปออกไปเพียงบางส่วนเท่านั้น ดังแสดงในตารางที่ 4 ภายหลังจากการกระจายหุ้นครั้งแรก (Initial public offering: IPO) ให้แก่ประชาชนทั่วไปรวมถึงพนักงานรัฐวิสาหกิจในตลาดหลักทรัพย์แล้วกระทรวงการคลังนั้นถือหุ้น ปตท. อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 68.05 ของหุ้นทั้งหมด ถือหุ้น ทอท. อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 70 ของหุ้นทั้งหมด และถือหุ้น อสมท. อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 77.28 ของหุ้นทั้งหมดโดยรวมแล้วกระทรวงการคลังยังถือหุ้นอยู่เกินร้อยละ 50 จึงทำให้รัฐวิสาหกิจเหล่านี้ยังมีสถานะเป็นรัฐวิสาหกิจอยู่

การดำเนินการแปรรูปรัฐวิสาหกิจโดยวิธี SIP นั้น เริ่มจากการกำหนดกลยุทธ์สำคัญในการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชน อันประกอบด้วยแผนธุรกิจของบริษัทและการกำหนดราคาหุ้นที่เหมาะสม โดยส่วนใหญ่จะกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้อยู่ในราคาที่นักลงทุนจะสามารถสร้างผลกำไรจากการซื้อหลักทรัพย์นั้น ๆ ได้ เช่น การตั้งราคาต่ำกว่าราคาตามทฤษฎีเล็กน้อย (Underpricing) ซึ่งจะกล่าวถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นในส่วน ต่อไป

ในส่วนนี้จะเน้นประเด็นที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการ IPO และการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ของรัฐวิสาหกิจทั้งสามแห่งเป็นหลัก

4.1 การประเมินมูลค่ารัฐวิสาหกิจก่อนการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ

การประเมินมูลค่ารัฐวิสาหกิจ “ทางบัญชี” ก่อนที่จะแปรรูปรัฐวิสาหกิจโดยวิธี SIP มีอยู่ด้วยกันหลายวิธี อาทิเช่น Earning capitalization approach (P/E ratio method), Discounted cash flow method, Market entry method และ Comparable firm approach วิธีการประเมินมูลค่ารัฐวิสาหกิจเหล่านี้เป็นวิธีที่ใช้กันหลายประเทศก่อนที่จะมีการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ (Bornstein, 1999) มูลค่าที่คำนวณจากวิธีเหล่านี้จะแตกต่างกัน รัฐบาลจะเลือกมูลค่าใดนั้นขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจของรัฐบาล หากรัฐบาลต้องการแปรรูปอย่างรวดเร็ว รัฐบาลจะเลือกใช้มูลค่าที่ต่ำกว่า แต่การเลือกใช้มูลค่าที่ต่ำกว่านี้จะส่งผลให้เกิดการคัดค้านการแปรรูปอย่างกว้างขวาง เพราะผู้คัดค้านจะให้เหตุผลว่ารัฐต้องการขายสมบัติของชาติในราคาที่ต่ำเกินควร (Undervalued) แต่หากรัฐบาลต้องการแปรรูปเพื่อให้ได้รับรายได้สูงสุด รัฐบาลนั้นควรจะเลือกมูลค่าที่สูงกว่า แต่รัฐบาลจะต้องรับความเสี่ยงในกรณีที่หุ้นของรัฐวิสาหกิจนั้นแพงเกินไปจนกระทั่งนักลงทุนไม่ต้องการซื้อ

สำหรับประเทศไทยแล้วในช่วงเวลาที่ผ่านมามีกระบวนการแปรรูปรัฐวิสาหกิจยังขาดความโปร่งใส โดยเฉพาะในขั้นตอนการประเมินมูลค่ารัฐวิสาหกิจก่อนที่จะนำรัฐวิสาหกิจจะถูกแปรรูปโดยวิธี SIP ซึ่งยังขาดการรายงานผลการประเมินมูลค่ารัฐวิสาหกิจ พร้อมทั้งรายละเอียดถึงเหตุผลที่เลือกใช้มูลค่าของรัฐวิสาหกิจนั้น ๆ ในการแปรรูปโดยวิธี SIP

ตารางที่ 5 การเสนอขายหุ้นของรัฐวิสาหกิจในตลาดหลักทรัพย์

รัฐวิสาหกิจ	ปตท.	ทอท.	อสมท.
วัตถุประสงค์ในการระดมทุน	ลดภาระหนี้จำนวน 12,000 ล้านบาท และลงทุนในท่อก๊าซฯ เส้นที่ 3	ลดภาระหนี้และลงทุนในสนามบินสุวรรณภูมิ	โครงการ MCOT 1 และพัฒนาเครือข่าย
ทุนจดทะเบียน	ทุนจดทะเบียน 20,000 ล้านบาท หุ้นสามัญ 2,000 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10 บาท กระทรวงการคลังถือหุ้นเพียงรายเดียว	ทุนจดทะเบียน 5,747 ล้านบาท หุ้นสามัญ 574.7 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10 บาท กระทรวงการคลังถือหุ้นเพียงรายเดียว	ทุนจดทะเบียน 3,000 ล้านบาท หุ้นสามัญ 600 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 5 บาท กระทรวงการคลังถือหุ้นเพียงรายเดียว
เพิ่มทุนจดทะเบียน	2 ตุลาคม 2544 เพิ่มทุนจดทะเบียนเป็นจำนวน 28,500 ล้านบาท โดย การออกและเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 850 ล้านหุ้น หุ้นละ 10 บาท	4 สิงหาคม 2546: เพิ่มทุนจดทะเบียนเป็นจำนวน 10,000 ล้านบาท โดยการออกและเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 425.3 ล้านหุ้น หุ้นละ 10 บาท ให้แก่กระทรวงการคลัง 29 มกราคม 2547: เพิ่มทุนจดทะเบียนเป็นจำนวน 14,285.7 ล้านบาท รวมทั้งสิ้น 14,285.7 ล้านหุ้น หุ้นละ 10 บาท มีมติให้จัดสรรหุ้นสามัญ ดังนี้ พนักงานผู้มีสิทธิของ ทอท. และ บทม. จำนวน 16 ล้านหุ้น ประชาชนทั่วไป 358.8 ล้านหุ้น บริษัทหลักทรัพย์ จัดหาหุ้นส่วนเกิน จำนวน 53.77 ล้านหุ้น	20 กันยายน 2547 เพิ่มทุนจดทะเบียนเป็นจำนวน 3,835 ล้านบาท โดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 167 ล้านหุ้น หุ้นละ 5 บาท โดยออกและเสนอขาย (ก) หุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวนไม่เกิน 17.1 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 5 บาท ให้แก่พนักงานและผู้บริหารสูงสุดของบริษัท และ (ข) หุ้นสามัญเพิ่มทุนส่วนที่เหลือทั้งหมด ตลอดจนหุ้นสามัญเพิ่มทุนส่วนที่เหลือจากการจัดสรรให้แก่พนักงานและผู้บริหารสูงสุดของบริษัท ให้แก่ประชาชนและนักลงทุนทั่วไปทั้งในและต่างประเทศ
เสนอขาย	หุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 750 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10 บาท กระทรวงการคลังเสนอขายหุ้นสามัญเดิมจำนวน 50 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 10 บาท	หุ้นสามัญเพิ่มทุน จำนวน 358.8 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้ หุ้นละ 10 บาท	เสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวนไม่เกิน 70 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้ หุ้นละ 5 บาท กระทรวงการคลังเสนอขายหุ้นสามัญเดิมจำนวนไม่เกิน 51 ล้านหุ้น มูลค่าที่ตราไว้ หุ้นละ 5 บาท

รัฐวิสาหกิจ	ปตท.	ทอท.	อสมท.
สัดส่วนการเสนอขายหุ้น	ผู้จองซื้อรายย่อย 220 ล้านหุ้น บุคคลทั่วไปในประเทศ 235 ล้านหุ้น ผู้มีอุปการคุณ 25 ล้านหุ้น	นักลงทุนในประเทศรวม 215.28 ล้านหุ้น ประกอบด้วย นักลงทุนสถาบัน 52 ล้านหุ้น ข้าราชการและผู้จองซื้อรายย่อย 56 ล้านหุ้น บุคคลทั่วไป 85.28 ล้านหุ้น และผู้มีอุปการคุณ 22 ล้านหุ้น นักลงทุนต่างประเทศ รวม 143.52 ล้านหุ้น	นักลงทุนในประเทศรวม 85 ล้านหุ้น ประกอบด้วย ผู้จองซื้อรายย่อย 48.4 ล้านหุ้น นักลงทุนสถาบัน 34.1 ล้านหุ้น และกองทุนสำรองเลี้ยงชีพพนักงานบริษัท อสมท จำกัด (มหาชน) 2.5 ล้านหุ้น นักลงทุนต่างประเทศ รวม 36 ล้านหุ้น
ราคาเสนอขายเบื้องต้น	31-35 บาทต่อหุ้น	37-42 บาทต่อหุ้น	17-22 บาทต่อหุ้น
การกำหนดราคาหุ้นที่เสนอขาย	การกำหนดช่วยราคาเสนอขายเบื้องต้นได้กำหนดจากการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมสำหรับแต่ละประเภทธุรกิจที่ ปตท. ดำเนินการอยู่ (Sum of the Parts) เช่น วิธีการหามูลค่าปัจจุบันสุทธิจากกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต (Discounted Cash Flow) วิธีการหามูลค่าตลาดสุทธิของหุ้น (Market Value) และวิธีหามูลค่าเชิงเปรียบเทียบับบริษัทอื่นๆ ในตลาดหลักทรัพย์ (Comparable companies) เป็นต้น ประกอบกับการทดสอบปริมาณความต้องการซื้อหุ้นเบื้องต้น (Pre-marketing) ของนักลงทุนประเภทสถาบันทั้งในและต่างประเทศ	การกำหนดช่วยราคาเสนอขายเบื้องต้นได้กำหนดจากการประเมินมูลค่าเบื้องต้นของบริษัทโดยใช้วิธีประเมินมูลค่าปัจจุบันสุทธิจากกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต (Discounted Cash Flow) วิธีการหามูลค่าตลาดสุทธิของหุ้น (Market Value) และวิธีกำหนดตามมูลค่าเชิงเปรียบเทียบกับบริษัทที่สามารถอ้างอิงได้ (Market Comparable) ประกอบกับการประเมินความต้องการจากนักลงทุนสถาบันทั้งในประเทศและต่างประเทศ และจากการทดสอบตลาดเบื้องต้น (Pre-marketing)	การกำหนดช่วยราคาเสนอขายเบื้องต้นได้กำหนดจากการประเมินมูลค่าเบื้องต้นของบริษัทโดยใช้วิธีประเมินมูลค่าปัจจุบันสุทธิจากกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต (Discounted Cash Flow) และวิธีกำหนดตามมูลค่าเชิงเปรียบเทียบกับบริษัทที่สามารถอ้างอิงได้ (Market Comparable) ประกอบกับการประเมินความต้องการจากนักลงทุนสถาบันทั้งในประเทศและต่างประเทศ และจากการทดสอบตลาดเบื้องต้น (Pre-marketing)
ระยะเวลาจองซื้อ	ผู้จองซื้อรายย่อยและบุคคลทั่วไป: 15-16 และ 19-20 พฤศจิกายน 2544 บุคคลทั่วไปที่เป็นนักลงทุนประเภทสถาบันไทย: 21-23 และ 26 พฤศจิกายน 2544 ผู้มีอุปการคุณ: 15-16 พฤศจิกายน 2544	ผู้มีอุปการคุณ: 26-27 กพ. 2547 ข้าราชการ ผู้จองซื้อรายย่อยและบุคคลทั่วไป: 26-27 กพ. และ 1 มีนาคม 2547 นักลงทุนสถาบัน: 2-4 มีนาคม 2547	9.00 น. ถึง 16.30 น. วันที่ 4 พฤศจิกายน 2547

รัฐวิสาหกิจ	ปตท.	ทอท.	อสมท.
จำนวนและราคาหุ้นที่ได้ให้สิทธิ วันที่ 5 พฤศจิกายน 2544 บริษัทได้เสนอขายหุ้นให้แก่ แก่พนักงาน	พนักงาน บมจ. ปตท. และ/หรือกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ พนักงาน บมจ. ปตท. และบริษัทร่วมทุนซึ่งจดทะเบียน แล้ว จำนวน 47,245,725 ล้านหุ้น ในราคาหุ้นละ 10 บาท โดยมีเงื่อนไขในการกำหนดการห้ามขายหุ้นเป็นเวลา 3 ปี โดยมีเงื่อนไขว่าในแต่ละปีสามารถขายหุ้นได้ 1 ใน 3 ของหุ้นทั้งหมดที่ได้รับการจัดสรรหุ้นแล้ว โดยมูลค่า รวมของผลประโยชน์ตอบแทนที่ได้รับ (ผลต่างระหว่าง ราคาที่เสนอขายให้กับประชาชนทั่วไปกับราคาพาร์) เท่ากับ 8 เท่าของเงินเดือนรวม ณ วันที่ 30 กันยายน 2544 ยกเว้นกรณีของพนักงานที่เกษียณอายุในปี 2544 ให้ใช้ ฐานเงินเดือนในวันเกษียณอายุเป็นเกณฑ์ในการคำนวณ หากมีหุ้นที่เหลือจากการจัดสรรให้กับพนักงาน ปตท. แล้ว ให้จัดสรรให้กับกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ ของ บมจ. ปตท. ในราคาและเงื่อนไขเดียวกัน โดยการจัดสรรหุ้น ดังกล่าวต้องไม่เกินร้อยละ 5 ของมูลค่าตลาดของ ปตท.	วันที่ 4-6 กุมภาพันธ์ 2547 บริษัทได้เสนอขายหุ้นให้แก่ พนักงานของบริษัทและพนักงานของบริษัทท่าอากาศยาน สากลกรุงเทพแห่งใหม่ จำกัด จำนวน 16,000,000 หุ้น ใน ราคาหุ้นละ 10 บาท โดยหุ้นที่เสนอขายมีเงื่อนไขระยะเวลา การห้ามขายหุ้นเป็นเวลา 3 ปี นับจากวันที่พนักงานได้รับ การจัดสรรหุ้น ซึ่งพนักงานดังกล่าวสามารถขายหุ้นหลัง การถือครองครบปีที่ 1 ปีที่ 2 และปีที่ 3 ได้ไม่เกินปีละ 1 ใน 3 ของจำนวนหุ้นที่ได้รับการจัดสรร	วันที่ 11-12 ตุลาคม 2547 บริษัทได้เสนอขายหุ้นให้กับ พนักงานและผู้บริหารสูงสุดของบริษัท จำนวน 17,099,210 หุ้น คิดเป็นร้อยละ 2.49 ของทุนชำระแล้วภายหลังการเสนอ ขายครั้งนี้ในราคาหุ้นละ 5 บาท ซึ่งเป็นราคาที่ต่ำกว่าราคา เสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไป โดยบริษัทได้ห้ามไม่ให้ พนักงานและผู้บริหารสูงสุดของบริษัทนำหุ้นทั้งหมดของ ตนเองออกขายภายในกำหนดระยะเวลา 1 ปี 6 เดือน นับแต่ วันที่หุ้นของบริษัทเริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ

ที่มา: หนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) และ บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน)

ในหนังสือชี้ชวนขายหุ้นสามัญของธุรกิจทั้งสามแห่งนั้น ได้เปิดเผยถึงวิธีการประเมินมูลค่าไว้ โดยธุรกิจทั้งสามแห่งเลือกใช้วิธี Discounted Cash Flow วิธี Market Values และวิธี Comparable firms ในการประเมินมูลค่าธุรกิจ ดังปรากฏอยู่ในตารางที่ 5 แต่มิได้เปิดเผยถึงมูลค่าที่ได้จากการคำนวณด้วยวิธีดังกล่าวอย่างชัดเจน นำมาสู่ข้อสงสัยว่ามูลค่าที่เลือกแล้วนั้นสะท้อนให้เห็นถึงมูลค่าสูงสุดของธุรกิจทั้งสามแห่งหรือไม่

4.2 การกำหนดราคาหุ้นที่เสนอขายเบื้องต้น

ในการกำหนดราคาหุ้นที่เสนอขายเบื้องต้น Megginson (2005, pp. 204-205) พบว่าเมื่อเปรียบเทียบ IPO ของบริษัทเอกชนและธุรกิจทั่วโลก ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ของบริษัทเอกชนที่ระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกจะใช้วิธี Book-building ในการกำหนดราคาหุ้น วิธีการนี้เป็นวิธีการกำหนดราคาที่ทำให้นักลงทุนสถาบันส่งตัวเลขความต้องการจะซื้อหุ้น ณ ราคาต่าง ๆ เข้ามารวมกันที่ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งจะทำให้เห็นภาพอุปสงค์และอุปทานของหุ้นรวมทั้งราคาที่ควรกำหนด การกำหนดราคาแบบนี้ยังเหมาะสำหรับการตั้งราคาหุ้นที่มีความต้องการจากนักลงทุนรายย่อยจำนวนมากอีกด้วย ทั้งนี้ ราคาที่กำหนดโดยผู้จัดการการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์จากการทำ Bookbuilding ของนักลงทุนสถาบันจะเป็นราคาขายให้กับนักลงทุนรายย่อยได้ เนื่องจากนักลงทุนสถาบันมีความรอบรู้มากกว่าและได้มีการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานโดยละเอียดแล้ว สำหรับธุรกิจนั้น Megginson (2005, pp. 204-205) พบว่าธุรกิจจะนิยมใช้วิธี Fixed-price offering ในการกำหนดราคาเสนอขาย โดยกำหนดราคาที่ยกก่อนข้างต่ำไว้ล่วงหน้า เพื่อกระจายหุ้นให้แก่ประชาชนให้ได้มากที่สุด

สำหรับในกรณีของประเทศไทยนั้น พบว่าธุรกิจได้ใช้วิธีการ Bookbuilding ในการกำหนดราคาของหุ้นที่จะออกจำหน่าย จากตารางที่ 5 จะเห็นได้ว่า ปตท. ทอท. และ อสมท. ได้ให้นักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนสถาบันจองซื้อหุ้นในเวลาใกล้เคียงกันเพื่อหาราคา IPO ที่เหมาะสม โดย ปตท. ได้กำหนดราคาเสนอขายเบื้องต้นไว้ที่ราคา 31-35 บาทต่อหุ้น ทอท. ได้กำหนดราคาเสนอขายเบื้องต้นไว้ที่ราคา 37-42 บาทต่อหุ้น และ อสมท. ได้กำหนดราคาเสนอขายเบื้องต้นไว้ที่ราคา 17-22 บาทต่อหุ้น และผลปรากฏว่าราคา IPO ของแต่ละธุรกิจนั้นเป็นราคาสูงสุดของราคาเสนอขายเบื้องต้น

4.3 การจัดสรรหุ้น

การจัดสรรหุ้นของรัฐวิสาหกิจนั้นส่วนหนึ่งตั้งอยู่บนเหตุผลทางการเมือง (Megginson, 2005, pp. 214-217) ดังนั้น ทุกครั้งที่มีการแปรรูปรัฐวิสาหกิจโดยวิธี SIP รัฐบาลจะต้องจัดสรรหุ้นส่วนหนึ่งให้พนักงานก่อนที่จะดำเนินการ IPO ในราคาหุ้นที่ถูกกว่าราคาที่เสนอขายเบื้องต้นในการทำ IPO ซึ่งราคานี้เป็นราคาที่ถูกกำหนดไว้แล้วล่วงหน้า อีกทั้งยังอนุญาตให้ทยอยชำระได้เป็นกรณีพิเศษอีกด้วย จากตารางที่ 5 จะเห็นได้ว่ารัฐวิสาหกิจทั้งสามแห่งเสนอขายหุ้นให้แก่พนักงานของตนในราคา Par เท่านั้น เหตุผลสำคัญที่รัฐบาลต้องให้ผลประโยชน์แก่พนักงานเป็นพิเศษ ก็เพื่อลดกระแสต่อต้านจากพนักงานในระหว่างการดำเนินการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ สร้างแรงจูงใจให้กับผู้บริหารและพนักงานในการปฏิบัติงาน อีกทั้งยังเสริมสร้างความภักดีและความรู้สึกเป็นเจ้าขององค์กรให้มากขึ้น

นอกจากการจัดสรรหุ้นเป็นพิเศษให้แก่พนักงานแล้ว ในการทำ IPO นั้น รัฐวิสาหกิจแต่ละแห่งจะระบุวิธีการจัดสรรหุ้นไว้ในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นสามัญดังแสดงในตารางที่ 5 จะเห็นได้ว่าการจัดสรรหุ้นของ ปตท. และ ทอท. นั้น จะจัดสรรให้แก่ผู้จองซื้อหลากหลายกลุ่มด้วยกัน อันได้แก่ ผู้จองซื้อรายย่อยและบุคคลทั่วไป นักลงทุนประเภทสถาบันไทย นักลงทุนในต่างประเทศ รวมทั้งผู้มีอุปการคุณ โดยกำหนดจำนวนหุ้นขั้นต่ำที่สามารถจองได้ อย่างไรก็ตาม การจัดสรรหุ้นที่ระบุไว้ในนั้นในหลาย ๆ กรณีต้องอาศัยดุลยพินิจของผู้จัดการการจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายเป็นสำคัญ ซึ่งการใช้ดุลยพินิจดังกล่าวอาจทำให้การจัดสรรหุ้นเป็นไปอย่างไม่โปร่งใสและเอื้อประโยชน์ให้แก่บุคคลบางกลุ่ม นอกจากนี้ การกำหนดให้มีการจัดสรรหุ้นให้แก่ผู้มีอุปการคุณโดยอยู่ในดุลยพินิจของรัฐวิสาหกิจนั้น ๆ ยิ่งสร้างความไม่โปร่งใสในกระบวนการจัดสรรหุ้นมากยิ่งขึ้น การตีความว่าผู้ใดมีอุปการคุณต่อรัฐวิสาหกิจนั้น ๆ มิได้ถูกระบุไว้อย่างชัดเจนในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นสามัญแต่ประการใด อีกทั้งยังได้กำหนดระยะเวลาจองซื้อโดยกำหนดให้ผู้มีอุปการคุณได้จองหุ้นก่อนผู้จองซื้อรายย่อยและบุคคลทั่วไป ดังนั้น จึงสามารถตั้งข้อสงสัยได้ว่ามีบุคคลบางกลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการถือหุ้นรัฐวิสาหกิจที่ดำเนินธุรกิจผูกขาด

รัฐวิสาหกิจที่ดำเนินการจัดสรรหุ้นอย่างโปร่งใสมากที่สุดได้แก่ อสมท. โดยได้ระบุไว้อย่างชัดเจนในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นสามัญว่าจะไม่จัดสรรหุ้นให้ผู้มีอุปการคุณ และจะกระจายหุ้นให้แก่ประชาชนทั่วไป ลูกค้านักลงทุนการเงินและบริษัทหลักทรัพย์โดยกระบวนการสุ่มเลือก (Random) อีกทั้งยังเปิดจองซื้อหุ้นในเวลาเดียวกันเท่านั้นมิได้แบ่งแยก

4.4 การระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์

จากตารางที่ 4 จะเห็นได้ว่า ปตท. ขายหุ้นออกไปได้เป็นจำนวน 812.2 ล้านหุ้น ณ ราคา IPO ที่ 35 บาทต่อหุ้น จึงสามารถระดมทุนได้รวมทั้งสิ้น 28,427 ล้านบาท โดยแบ่งเป็นจำนวนเงินที่กระทรวงการคลังได้รับเป็นจำนวน 2,177 ล้านบาท และที่ ปตท. ได้เป็นจำนวน 26,250 ล้านบาท โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะนำเงินที่ได้จากการระดมทุนนี้ไปลดภาระหนี้และลงทุนในต่อเก้าชรรษชาติ เส้นที่ 3 ผลจาก IPO นี้ทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวน 11,109 ราย มีโอกาสถือหุ้น ปตท. และทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของกระทรวงการคลังลดลงเหลือร้อยละ 68.05

ทอท. ขายหุ้นออกไปได้เป็นจำนวน 439.57 ล้านหุ้น ณ ราคา IPO ที่ 42 บาทต่อหุ้น รวมแล้วได้รับเงินจากการระดมทุนเป็นจำนวน 18,462 ล้านบาท โดยแบ่งเป็นจำนวนเงินที่กระทรวงการคลังได้รับเป็นจำนวน 2,258 ล้านบาท และที่ ทอท. ได้เป็นจำนวน 16,204 ล้านบาท โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะนำเงินที่ได้ไปลดภาระหนี้และลงทุนในสนามบินสุวรรณภูมิ ผลจาก IPO นี้ทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวน 23,765 ราย มีโอกาสถือหุ้น ทอท. และทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของกระทรวงการคลังลดลงเหลือร้อยละ 70

ในขณะที่ อสมท. ขายหุ้นออกไปได้เป็นจำนวน 139 ล้านหุ้น ณ ราคา IPO ที่ 22 บาทต่อหุ้น รวมแล้วได้รับเงินจากการระดมทุนเป็นจำนวน 3,058 ล้านบาท โดยแบ่งเป็นจำนวนเงินที่กระทรวงการคลังได้รับเป็นจำนวน 1,518 ล้านบาท และที่ อสมท. ได้เป็นจำนวน 1,540 ล้านบาท และจะนำเงินที่ระดมทุนได้นี้ไปใช้ในโครงการ MCOT1 และพัฒนาเครือข่าย ผลจาก IPO นี้ทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวน 40,599 ราย มีโอกาสถือหุ้น อสมท. และทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของกระทรวงการคลังลดลงเหลือร้อยละ 77.28 โดยรวมแล้วจะเห็นได้ว่าการที่กระทรวงการคลังยังถือหุ้นในกิจการเหล่านี้เกินกว่าร้อยละ 50 ทำให้รัฐวิสาหกิจเหล่านี้ยังคงสถานะเป็นรัฐวิสาหกิจต่อไป นอกจากนี้ ยังสังเกตได้ว่า วิธีการจัดสรรหุ้นอย่างโปร่งใสและเป็นธรรมจะสามารถกระจายหุ้นสู่วงกว้างและเปิดโอกาสให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนมากเข้ามาถือหุ้นดังเช่นในกรณีของ อสมท. ซึ่งมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนมากที่สุดทั้งที่มีจำนวนหุ้นที่ขายได้น้อยที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับ ปตท. และ ทอท.

5. ผลกระทบทางเศรษฐศาสตร์จากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ

ผลของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจสามแห่งนั้น สามารถประเมินได้โดยพิจารณาจากวัตถุประสงค์ของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ ดังได้กล่าวมาแล้วข้างต้นว่า โดยจะได้ประเมินผลของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจทางการคลัง เพื่อศึกษาว่าการแปรรูปที่ผ่านมานั้นก่อให้เกิดรายได้จากการระดมทุนเพียงพอที่จะทำให้เกิดประโยชน์ทางการคลังหรือไม่ (Revenue maximization goal) อีกทั้งยังได้ประเมินผลกระทบที่มีต่อโครงสร้างความเป็นเจ้าของ (Distributional goal) ว่าการแปรรูปนั้นเปิดโอกาสให้ประชาชนคนไทยได้เป็นเจ้าของกิจการของรัฐวิสาหกิจอย่างเท่าเทียมหรือไม่ งานวิจัยนี้ยังได้ศึกษาถึงผลกระทบทางด้านผลการดำเนินงาน โดยเปรียบเทียบว่าภายหลังการแปรรูปรัฐวิสาหกิจแล้ว รัฐวิสาหกิจมีผลการดำเนินงานดีขึ้นหรือไม่ (Efficiency maximization goal) และในประเด็นสุดท้าย งานวิจัยนี้ได้ศึกษาผลกระทบของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่มีต่อการพัฒนาตลาดทุน (Capital market development) และต่อพนักงานรัฐวิสาหกิจอีกด้วย ดังมีรายละเอียดต่อไปนี้

5.1 ผลกระทบทางการคลัง

วัตถุประสงค์ที่สำคัญในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่มักได้รับการกล่าวถึงคือเพื่อลดภาระหนี้เพื่อสร้างรายได้ให้แก่รัฐ และเพื่อระดมทุน โดยในระหว่างปี 2544-2547 รัฐบาลสามารถระดมทุนจากการแปรรูป ปตท. ทอท. และ อสมท. ได้เป็นจำนวนมากดังที่กล่าวไปแล้วข้างต้น อย่างไรก็ตาม ประโยชน์ที่ได้ในรูปของเงินก้อนจากการระดมทุนนั้นอาจไม่เพียงพอที่จะชดเชยต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจชั้นดีทั้งสามแห่งดังกล่าว โดยในงานศึกษานี้ได้แยกการประเมินต้นทุนออกเป็นสามประเภทอันได้แก่ ต้นทุนทางตรงในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ Underpricing จากการที่ราคาหุ้น IPO นั้นต่ำกว่าและไม่สามารถสะท้อนถึงราคาหุ้นที่ตลาดตอบรับทันทีที่เข้าตลาดที่กำหนดได้ต่ำกว่ามูลค่าหุ้นที่แท้จริง และความสูญเสียทางการคลัง (Fiscal loss) อันเกิดจากการที่รัฐในฐานะเจ้าของเดิมต้องสูญเสียกำไรที่ควรได้ (Forgone profit) มากกว่าจำนวนเงินที่ระดมทุนได้ โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

5.1.1 ต้นทุนโดยตรงในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ

ต้นทุนโดยตรง (Direct cost) ในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ คือค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้น อันประกอบด้วยค่าจ้างที่ปรึกษา Underwriter ค่าโฆษณา ค่าใช้จ่ายในการดำเนินการต่าง ๆ โดยใน

หนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นสามัญของแต่ละรัฐวิสาหกิจได้รายงานตัวเลขประมาณการต้นทุนโดยตรงนี้ไว้ดังแสดงไว้ในตารางที่ 6 จะเห็นได้ว่าประมาณการค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นของ ปตท. โดยเฉลี่ยสูงถึง 1,014.7 ล้านบาท ค่าใช้จ่ายโดยเฉลี่ยของ ทอท. สูงถึง 596.8 ล้านบาท และ ค่าใช้จ่ายโดยเฉลี่ยของ อสมท. มีมูลค่า 104.75 ล้านบาท โดยหากคิดเป็นสัดส่วนของเงินที่ได้จากการระดมทุนแล้วจะอยู่ที่ประมาณร้อยละ 3.5 ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่เกิดขึ้นในประเทศอังกฤษซึ่งมีต้นทุนโดยตรงเป็นสัดส่วนของเงินที่ได้จากการระดมทุนอยู่ที่ประมาณร้อยละ 4-5 และในประเทศออสเตรเลียสัดส่วนนี้อยู่ที่ประมาณร้อยละ 2-5 (Harris and Lye, 2001, p.313) จะเห็นได้ว่าสัดส่วนต้นทุนโดยตรงในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจของประเทศไทยนั้นแตกต่างกันไม่มากนัก ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าการดำเนินการจัดการจำหน่ายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ของสามรัฐวิสาหกิจที่ผ่านมานั้นมิได้มีต้นทุนทางตรงในสัดส่วนที่แตกต่างจากประเทศอื่น ๆ มากนัก

ตารางที่ 6 ต้นทุนทางตรงในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ

รัฐวิสาหกิจ	ประมาณการค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้น	ค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้น ² (ล้านบาท)	เงินที่ได้จากการระดมทุน (ล้านบาท)	สัดส่วนของค่าใช้จ่ายทางตรงต่อเงินที่ได้รับจากการระดมทุน (%)
ปตท.	978.87-1,050.55 ล้านบาท ¹	1,014.71	28,427	3.57
ทอท.	575.7-617.9 ล้านบาท ¹	596.80	18,462	3.23
อสมท.	ค่าใช้จ่ายในส่วนของบริษัท 80-87 ล้านบาท ค่าใช้จ่ายในส่วนของ กระทรวงการคลัง 18.7-23.8 ล้านบาท	104.75	3,058	3.43

หมายเหตุ 1. สำหรับ ปตท. และ ทอท. ประมาณการค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นนี้ไม่ได้จำแนกว่าเป็น

ค่าใช้จ่ายของบริษัทหรือกระทรวงการคลัง

2. ค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นคำนวณจากค่าเฉลี่ยของประมาณการค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้น

ที่มา: หนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) และ บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน)

5.1.2 Underpricing

ปัญหา Underpricing นั้นเป็นปัญหาที่เกิดขึ้นอยู่เสมอเมื่อมีการนำหุ้นเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ครั้งแรก โดย Laurin et al. (2004) ได้อธิบายถึงความหมายของ Underpricing ไว้ว่าเป็นสถานการณ์ที่ราคาปิดของหุ้นที่ซื้อขายในวันแรกที่เข้าตลาดนั้นสูงกว่าราคา IPO ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าราคาหุ้นในวันแรกนั้นสูงกว่าราคา IPO ที่บริษัทได้จากการระดมทุนครั้งแรก ซึ่งวัดโดยใช้ Initial return หรือ First day trading return โดยคำนวณจากสัดส่วนความแตกต่างระหว่างราคา IPO และราคาเปิดขายวันแรกต่อราคา IPO

เหตุผลที่บริษัททั่ว ๆ ไปที่นำหุ้นเข้าตลาดหลักทรัพย์ครั้งแรกนั้นจำเป็นต้องขายหุ้นในราคา IPO ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้น (Underpricing) ก็เนื่องมาจากหุ้นตัวใหม่ที่เพิ่งเข้าตลาดนั้นมีความเสี่ยงอยู่ นักลงทุนไม่แน่ใจว่าการถือหุ้นตัวใหม่นั้นจะทำให้ได้รับผลตอบแทนที่ดีหรือไม่ในอนาคต ดังนั้น หากบริษัทต้องการขายหุ้นของตนเองจึงจำเป็นที่จะ Underprice ราคาหุ้น IPO ของตนเอง

สำหรับปัจจัยเฉพาะที่ก่อให้เกิด Underpricing ในการจำหน่ายหุ้นของรัฐวิสาหกิจนั้นมีหลายสาเหตุด้วยกัน ซึ่งสาเหตุเหล่านี้ล้วนตั้งอยู่บนพื้นฐานของความไม่แน่นอนในแง่มุมต่าง ๆ และอยู่บนพื้นฐานของข้อมูลที่ไม่สมมาตร (Asymmetric information)

ประการแรกคือ การที่รัฐบาลยังคงถือหุ้นส่วนใหญ่ในรัฐวิสาหกิจเหล่านี้ รัฐวิสาหกิจที่มีความเป็นเจ้าของแบบผสม (Mixed ownership) อาจจะมีประสิทธิภาพและผลกำไรที่ต่ำกว่าบริษัทเอกชน (Laurin et al., 2004) จึงทำให้รัฐบาลจำเป็นต้อง Underprice หุ้นของรัฐวิสาหกิจเหล่านี้ในเบื้องต้น

ประการที่สองคือ ความไม่แน่นอนในเรื่องนโยบายทางด้านโครงสร้างความเป็นเจ้าของ การที่รัฐบาลถือหุ้นบางส่วนอยู่นั้น ทำให้ผู้ถือหุ้นกังวลว่ารัฐบาลจะนำรัฐวิสาหกิจเหล่านี้กลับมาเป็นของรัฐเช่นเดิม (Renationalization) หรือจะใช้นโยบายของรัฐในการเข้าแทรกแซงการดำเนินงานกิจการต่าง ๆ (Laurin et al., 2004; Gong and Shekhar, 2001) โดยเฉพาะรัฐบาลที่ใช้นโยบายประชานิยม (Populist policy) นั้น มักจะเข้าแทรกแซงการดำเนินงานของรัฐวิสาหกิจภายหลังจากที่ได้แปรรูปไปในตลาดหลักทรัพย์แล้วจึงทำให้เกิดความเสี่ยงทางด้านนโยบายและการกำกับดูแลมากยิ่งขึ้น (Laurin et al., 2004)

ประการที่สามคือ รัฐบาล Underprice ราคา IPO ของรัฐวิสาหกิจเพื่อเป้าหมายทางการเมือง โดยต้องการกระจายและขายหุ้นเหล่านี้ให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยในประเทศให้ได้มากที่สุดเพื่อสร้าง

คะแนนนิยมให้แก่ตนเองโดยยอมเสียประโยชน์ทางด้านรายรับที่พึงได้จากการกระจายหุ้น
รัฐวิสาหกิจ (Laurin et al., 2004; Gong and Shekhar, 2001) ซึ่งการตั้งราคาหุ้นเพื่อให้บรรลุ
เป้าหมายในการกระจายหุ้นให้ได้มากที่สุดนั้น ราคาหุ้นที่ได้จะต่ำกว่าในกรณีที่รัฐตั้งราคาหุ้นเพื่อ
หารายได้หรือเพื่อระดมทุนให้ได้มากที่สุด

ประการที่สี่คือ ในประเทศที่การแปรรูปรัฐวิสาหกิจโดยวิธี SIP นั้นยังเป็นเรื่องใหม่ รัฐบาล
จำเป็นต้อง Underprice รัฐวิสาหกิจเพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนว่าในอนาคตหุ้นตัวนี้จะ
ก่อให้เกิดผลตอบแทนที่สูงขึ้นในอนาคต (Omran, 2005)

สำหรับประเทศไทยนั้นผลการคำนวณ Underpricing ของรัฐวิสาหกิจที่ได้แปรรูปไปแล้ว
ทั้งสามแห่งแสดงอยู่ในตารางที่ 7 พบว่าการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่ผ่านมานั้นราคา IPO ต่ำกว่าราคา
ปิดของหุ้นที่ซื้อขายในวันแรกที่เข้าตลาดในทุกกรณี โดยผู้ถือหุ้น ปตท. ได้ Initial returns คิดเป็น
ร้อยละ 2.1 ของราคา IPO ผู้ถือหุ้น ทอท. ได้ Initial returns คิดเป็นร้อยละ 14.3 และผู้ถือหุ้น อสมท.
ได้ Initial returns คิดเป็น 6.8 ซึ่งเมื่อเฉลี่ยแล้วพบว่า ผู้ถือหุ้นรัฐวิสาหกิจได้ Initial returns คิดเป็น
ร้อยละ 7

ถึงแม้ว่าการ Underprice หุ้นของรัฐวิสาหกิจนั้นจะมีปัจจัยรองรับอยู่หลายประการ หาก
พิจารณาว่ารัฐบาลในฐานะเจ้าของเดิมของรัฐวิสาหกิจนี้ได้ขายรัฐวิสาหกิจนี้ออกไปในมูลค่าที่ต่ำ
กว่ามูลค่าที่ตลาดตอบรับในวันแรกแล้ว Initial returns ที่คำนวณได้ก็คือประโยชน์ที่รัฐควรได้จาก
IPO แต่กลับไม่ได้รับ ดังนั้นจึงสามารถนำ Initial returns นี้มาคำนวณต้นทุนรวมจากการที่ขายหุ้น
IPO ในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่ตลาดยินดีจ่ายเพื่อให้ได้หุ้นของรัฐวิสาหกิจนี้มาอยู่ในครอบครอง
(Cost of underpricing) ตารางที่ 7 แสดงให้เห็นว่า Cost of underpricing ของ ปตท. มีมูลค่า 609.15
ล้านบาท ในขณะที่ Cost of underpricing ของ ทอท. และ อสมท. นั้นมีมูลค่า 2,637.42 และ 208.5
ล้านบาท ตามลำดับ

ตารางที่ 7 Underpricing จากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจโดยวิธี SIP

รัฐวิสาหกิจ	ปตท.	ทอท.	อสมท.
ราคา IPO (บาทต่อหุ้น)	35	42	22
ราคาปิดขายวันแรก (บาทต่อหุ้น)	35.75	48	23.5
Initial returns (ร้อยละ)	2.1	14.3	6.8
Cost of Underpricing (ล้านบาท)	609.15	2,637.42	208.5

หมายเหตุ: Initial returns คำนวณจากส่วนต่างของราคา IPO กับราคาปิดเสนอขายวันแรก

ที่มา: จากการคำนวณของผู้เขียน

จะเห็นได้ว่ารัฐวิสาหกิจที่มี Initial return สูง (ซึ่งเป็นประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น) นั้นก่อให้เกิด Cost of underpricing ต่อเจ้าของเดิมซึ่งก็คือรัฐบาลสูงตามไปด้วย รัฐวิสาหกิจที่มี Cost of underpricing สูงที่สุดนั้นคือ ทอท. เนื่องจากวิธีการจัดสรรหุ้นที่ให้ความสำคัญแก่นักลงทุนในประเทศและการจัดสรรหุ้นให้ผู้มีอุปการคุณทำให้ราคา IPO ของ ทอท. นั้นไม่สูงมากนัก อีกทั้ง ณ เวลาที่ ทอท. ดำเนินการแปรรูป นั้น ทอท. มีแผนในการลงทุน ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิซึ่งเป็นธุรกิจที่ผูกขาดและปราศจากคู่แข่ง จึงทำให้หุ้นของ ทอท. ได้รับความสนใจจากนักลงทุนราคาหุ้นของ ทอท. นั้นปิดในวันแรกที่ราคาสูงกว่าราคา IPO เป็นอันมาก

อย่างไรก็ตาม Initial return นี้ค่อนข้างต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทเอกชนของประเทศไทย จากงานของ Kim et al. (2004; p.361) Initial return ของบริษัทเอกชนในประเทศไทยจำนวน 133 บริษัทในระหว่างปี 1987-1993 โดยเฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 68 Underpricing ของราคา IPO ของรัฐวิสาหกิจนั้นต่ำกว่าบริษัทเอกชนก็เนื่องจากรัฐวิสาหกิจที่เข้าตลาดหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกนั้น ดำเนินธุรกิจมายาวนานกว่าบริษัทเอกชนที่ทำ IPO ใหม่ ๆ นักลงทุนจึงมีข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับรัฐวิสาหกิจดีพอสมควร อีกทั้งยังดำเนินธุรกิจในกิจการผูกขาดของรัฐ จึงทำให้ง่ายต่อนักลงทุนในการประเมินกระแสเงินสดในอนาคตของรัฐวิสาหกิจเหล่านี้ อีกทั้งการหาข้อมูลของรัฐวิสาหกิจเหล่านี้ก็ง่ายกว่าบริษัทเอกชนอีกด้วย (Gong and Shekhar, 2001)

เมื่อเปรียบเทียบ Initial returns ของรัฐวิสาหกิจของไทยโดยเฉลี่ยแล้วต่ำกว่า Initial returns ของรัฐวิสาหกิจที่แปรรูปโดยวิธี SIP ทั่วโลก Jones et al. (1999) พบว่าโดยเฉลี่ย Initial returns จะอยู่ที่ประมาณร้อยละ 34 ทั้งนี้ เนื่องจากปัจจัยทางการเมืองเป็นสำคัญ การที่รัฐบาลต้องการที่จะ

ควบคุมรัฐวิสาหกิจต่อไปภายหลังจากการแปรรูปแล้วเพื่อปกป้องผลประโยชน์ของชาติโดยการถือหุ้นทอง (Golden share) นั้นมีผลทำให้ราคาหุ้น IPO นั้นต่ำกว่าราคาปิดวันแรกอย่างมาก

5.1.3 ความสูญเสียทางการคลัง

รัฐจะได้หรือเสียประโยชน์ทางการคลัง (Fiscal gain or loss) จากการแปรรูปนั้นขึ้นอยู่กับว่าต้นทุนค่าเสียโอกาสของรัฐที่เกิดขึ้นจากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่แท้จริงนั้นต่ำหรือสูงกว่าเงินที่ได้รับจากการขายรัฐวิสาหกิจออกไป (เงินที่ได้รับจาก IPO)

ต้นทุนค่าเสียโอกาสของรัฐที่เกิดขึ้นจากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่แท้จริงก็คือกำไรที่รัฐควรได้รับหากว่ารัฐยังเป็นเจ้าของรัฐวิสาหกิจนั้นอยู่ต่อไปในอนาคต (Continued Public Ownership) โดยมูลค่านี้เรียกว่ามูลค่ารัฐวิสาหกิจภาครัฐยังคงเก็บรักษาไว้และเป็นเจ้าของต่อไป (Retention values) ซึ่งวัดโดยอาศัยหลักการว่ารัฐวิสาหกิจนั้นสร้างผลตอบแทน (Earning) ให้แก่เจ้าของในอนาคตเป็นมูลค่าเท่าไร สำหรับรัฐแล้วผลตอบแทนนั้นก็คือกำไร (Profit) ที่รัฐจะได้รับตอบแทนจากการเป็นเจ้าของรัฐวิสาหกิจนั้น ๆ ดังนั้นเมื่อแปรรูปรัฐวิสาหกิจไปแล้วกำไรเหล่านี้จึงเป็นกำไรที่รัฐสูญเสียโอกาสที่จะได้ในอนาคต (Forgone profit) (Quiggin, 2003 and 2004; Sirasoontorn, 2006)

ในงานศึกษานี้ได้ใช้กำไรก่อนหักภาษี (Pretax profit) ของรัฐวิสาหกิจที่ถูกแปรรูปแล้วบางส่วนมาคิดคำนวณ Retention values โดยใช้ข้อมูลย้อนหลังหกปีนับย้อนหลังจากปีที่รัฐวิสาหกิจนั้น ๆ ได้แปรรูป โดยมีสมมติฐานว่ารัฐวิสาหกิจนั้น ๆ อยู่ในโครงสร้างกิจการและการแข่งขันที่เหมือนเดิม และไม่มีการเปลี่ยนแปลงการกำกับดูแลใด ๆ ทั้งสิ้น ในงานศึกษานี้ใช้ข้อมูลระหว่างปี 2538-2544⁴ ในการคำนวณ Retention values ของ ปตท. และข้อมูลระหว่างปี 2541-2546 ในการคำนวณ Retention values ของ ทอท. และ อสมท. ก่อนที่จะคำนวณหา Retention values นั้น ได้นำกำไรก่อนหักภาษีมาปรับด้วยดัชนีราคาผู้บริโภคแล้วนำมาหาค่าเฉลี่ย และนำมาคิดลด (Discount)

⁴ เนื่องจาก ปตท. ขาดทุนในปี 2542 เป็นจำนวน 6,380.63 ล้านบาท อันเนื่องมาจากการขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน ไม่ใช่ขาดทุนจากการดำเนินงาน ดังนั้นในงานศึกษานี้จึงได้ตัดข้อมูลในปี 2542 ออกไป

ด้วยอัตราคิดลด (Discount rate) ที่โครงการของภาครัฐมักจะนำมาใช้คือร้อยละ 7⁵ จึงได้ค่า Retention values รวมของรัฐวิสาหกิจแต่ละแห่ง

ด้วยวิธีการคำนวณดังกล่าว ตารางที่ 8 แสดงให้เห็นว่า Retention values โดยรวมของ ปตท. นั้นสูงถึง 184.86 พันล้านบาท ในขณะที่ Retention values โดยรวมของ ทอท. และ อสมท. นั้นอยู่ที่ 91.27 และ 8.67 พันล้านบาท ตามลำดับ มูลค่าที่ประเมินได้นี้สะท้อนให้เห็นว่าหากรัฐต้องการจะแปรรูปรัฐวิสาหกิจเหล่านี้ทั้งหมด (Full privatization) ออกไป ราคาที่ขาย (Sale price) ที่ได้ไม่ควรต่ำกว่านี้

อย่างไรก็ตาม เมื่อรัฐแปรรูปรัฐวิสาหกิจเหล่านี้เพียงบางส่วน กล่าวคือแปรรูป ปตท. ในสัดส่วนเพียงร้อยละ 31.95 ของหุ้นทั้งหมด มูลค่าของ ปตท. ที่รัฐควรจะขายได้ (Sale price) ตามสัดส่วนของหุ้นที่ ปตท. ได้ถูกแปรรูปออกไปจึงควรจะสูงถึง 59.02 พันล้านบาท แต่ปรากฏว่าเงินที่ได้จากการระดมทุนหรือจากการแปรรูป ปตท. บางส่วนมีมูลค่าเพียง 28.43 พันล้านบาท ดังนั้นรัฐบาลจึงขาดทุนจากการแปรรูป ปตท. เป็นมูลค่าสูงถึง 30.64 พันล้านบาท เนื่องจากต้นทุนค่าเสียโอกาสจากการขายของรัฐในรูปของกำไรที่หายไป (Forgone profit) สูงกว่าราคาขายได้จริง

⁵ ในการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ของรัฐนั้นอัตราคิดลดที่ควรนำมาใช้คือ อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลระยะยาว ซึ่งถือว่าสินทรัพย์ของรัฐนั้นเป็นสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk free rate) ซึ่งต่ำกว่าอัตราคิดลดของการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ของเอกชน เนื่องจากอัตราคิดลดของภาคเอกชนนั้น ได้รวมผลตอบแทนส่วนเพิ่มเพื่อครอบคลุมความเสี่ยงจากตลาด (Market risk premium) เข้าไปในอัตราคิดลดด้วย เนื่องจากบริษัทเอกชนจะต้องคำนึงถึงความเสี่ยงบางประการที่ภาครัฐไม่ต้องคำนึงถึง เช่น ความเสี่ยงทางการกำกับดูแล (Regulatory risk) และความเสี่ยงชนิดมีระบบ (Systematic risk) (Sirasoontorn, 2006) อย่างไรก็ตามเพื่อให้สอดคล้องกับหลักปฏิบัติในการประเมินโครงการของรัฐวิสาหกิจ ผู้วิจัยจึงเลือกใช้อัตราคิดลดที่ร้อยละ 7

ตารางที่ 8 การประเมินมูลค่ารัฐวิสาหกิจทางเศรษฐศาสตร์

รัฐวิสาหกิจ	ค่าเฉลี่ยกำไรที่แท้จริง ก่อนหักภาษี (ล้านบาท)	มูลค่าของรัฐวิสาหกิจ เมื่อรัฐเป็นเจ้าของ (Retention value) (ล้านบาท)	สัดส่วนของหุ้นที่ กระจาย ในตลาดหลักทรัพย์ (%)	Retention value ตามสัดส่วน ของหุ้นที่กระจาย ในตลาดหลักทรัพย์ (ล้านบาท)	เงินที่ได้จากการ ระดมทุน (ล้าน บาท)	กำไร (ขาดทุน) ทางการ กำไร (ขาดทุน) ทางการ คลังจากการแปรรูป รัฐวิสาหกิจ (ล้านบาท)
ปตท. (2544)	12,940.24	184,860.52	31.95	59,062.94	28,427	(30,635.94)
ทอท. (2547)	6,389.09	91,272.78	30	27,381.83	18,462	(8,919.83)
อสมท. (2547)	606.9	8,669.98	22.72	1,969.82	2,928	958.18

หมายเหตุ: ตัวเลขที่อยู่ในวงเล็บคือปีที่รัฐวิสาหกิจนั้นเข้าตลาด

ที่มา: จากการคำนวณของผู้เขียน

รัฐยังได้แปรรูป ทอท. บางส่วนในสัดส่วนเพียงร้อยละ 30 ดังนั้นมูลค่าของ ทอท. ที่รัฐควร จะขายได้จึงควรเป็น 27.38 พันล้านบาท แต่รัฐกลับระดมทุนได้เพียง 18.46 พันล้านบาท รัฐบาลจึง ขาดทุนจากการแปรรูป ทอท. ด้วยเช่นกันโดยขาดทุนถึง 8.92 พันล้านบาท

สาเหตุสำคัญที่รัฐขาดทุนจากการแปรรูป ปตท. และ ทอท. ก็เนื่องมาจากการที่ ปตท. และ ทอท. เป็นรัฐวิสาหกิจชั้นดีที่ทำกำไรสูงมากและทำกำไรอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น ต้นทุนค่าเสียโอกาส จากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจเหล่านี้จึงสูงตามไปด้วย อีกทั้ง ปตท. และ ทอท. นั้นดำเนินกิจการ ผูกขาดและขาดการวางกรอบการกำกับดูแลกิจการผูกขาดที่ชัดเจนก่อนการแปรรูป โดยเฉพาะใน ส่วนของ ปตท. นั้นไม่ได้มีการปรับโครงสร้างองค์กรหรือปรับโครงสร้างกิจการก๊าซธรรมชาติเพื่อ ส่งเสริมการแข่งขันในกิจการที่สามารถแข่งขันได้

อสมท. นั้นเป็นรัฐวิสาหกิจเดียวที่รัฐได้กำไรจากการแปรรูปบางส่วน (Net fiscal gain) โดย จะเห็นได้ว่าเงินที่ได้จากการแปรรูป อสมท. บางส่วนในสัดส่วนร้อยละ 22.72 นั้นสูงถึง 2.9 พันล้านบาท ซึ่งสูงกว่ามูลค่าที่ควรขายได้อยู่ถึง 0.96 พันล้านบาท ถึงแม้ว่า อสมท. จะเป็น รัฐวิสาหกิจที่ทำกำไร แต่กำไรที่ได้นั้นมีได้มาจากการผูกขาด อสมท. ดำเนินกิจการในธุรกิจที่มีการ แข่งขัน

5.2 ผลกระทบที่มีต่อโครงสร้างความเป็นเจ้าของรัฐวิสาหกิจ

การแปรรูปรัฐวิสาหกิจบางส่วนนั้นมีผลทำให้สัดส่วนความเป็นเจ้าของของรัฐนั้นลดลง อย่างมีอาจหลีกเลี่ยงได้ อย่างไรก็ตาม การแปรรูปรัฐวิสาหกิจนั้นจะเกิดประโยชน์ก็ต่อเมื่อรัฐ สามารถขายรัฐวิสาหกิจได้ในราคาที่ไม่ต่ำกว่าราคาที่ควรขายได้ (No underpricing) (Birdsall and Nellis, 2003, p.1622) ดังที่ได้วิเคราะห์ไปแล้วข้างต้น นอกจากนี้ การกระจาย (Distribution) ความ เป็นเจ้าของโดยการจัดสรรหุ้นอย่างเที่ยงธรรมและโปร่งใส เพื่อให้ประชาชนส่วนใหญ่ได้มีโอกาส เป็นเจ้าของรัฐวิสาหกิจนั้นเป็นสิ่งจำเป็น หรือมิฉะนั้นแล้วรัฐควรเลือกพันธมิตรในการลงทุนที่มี ความสามารถในการประกอบกิจการและเพิ่มประสิทธิภาพให้แก่องค์กรมาเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แทนที่จะกระจายหุ้นสู่วงกว้าง

ตารางที่ 9 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 รายแรกของรัฐวิสาหกิจที่เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ร้อยละ)

รัฐวิสาหกิจ	กระทรวงการคลัง (รวมกองทุนวายุภักษ์)	ผู้ถือหุ้นสัญชาติไทย ตัวแทนถือหลักทรัพย์ ไทย	ผู้ถือหุ้นต่างชาติ ตัวแทนถือหลักทรัพย์ ต่างชาติ	รวมสัดส่วนการถือหุ้น ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 10 รายแรก	ผู้ถือหุ้นที่ไม่ใช่ กระทรวงการคลัง	ผู้ถือหุ้นเก่ารายแรก ที่ไม่ใช่ กระทรวงการคลัง	สัดส่วนการถือครอง หุ้นของผู้ถือหุ้นเก่า รายแรกที่ไม่ใช่ กระทรวงการคลัง
ปตท.							
2545	69.27	1.03	6.66	76.96	30.73	7.69	25.02
2546	69.28	1.45	8.86	79.59	30.72	10.31	33.56
2547	68.06	2.56	5.35	75.97	31.94	7.91	24.77
2548	68.06	1.66	6.52	76.24	31.94	8.18	25.61
2549	67.87	0.83	7.12	75.82	32.13	7.95	24.74
ทอท.							
2547	71.52	1.8	6.62	79.94	28.48	8.42	29.56
2548	71.52	1.26	8.07	80.85	28.48	9.33	32.76
2549	70	2.13	15.49	87.62	30	17.62	58.73
อสมท.							
2547	77.28	1.4	1.73	80.41	22.72	3.13	13.78
2548	77.28	0.71	8.85	86.84	22.72	9.56	42.08

ที่มา: รายงานประจำปีของบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) และ บริษัท อสมท จำกัด (มหาชน) และจากการคำนวณของผู้เขียน

แต่ผลจากการศึกษาพบว่าการจัดสรรหุ้นรัฐวิสาหกิจเพียงบางส่วนของประเทศไทยนั้น ยังขาดความโปร่งใสและให้สิทธิประโยชน์แก่กลุ่มคนบางกลุ่ม ดังจะเห็นได้จากการจัดสรรหุ้น ปตท. และ ทอท. ที่ระบุให้ผู้มีอุปการคุณตามดุลยพินิจของรัฐวิสาหกิจนั้น ๆ มีสิทธิจองซื้อหุ้นก่อน อีกทั้งยังมีได้ระบุคำจำกัดความของผู้มี อุปการคุณอย่างชัดเจน รวมทั้งมิได้กำหนดจำนวนหุ้นสูงสุดที่ผู้มีอุปการคุณสามารถจองหุ้นได้ ภายหลังจากที่รัฐวิสาหกิจเข้าตลาดแล้วปรากฏว่าสัดส่วนของผู้มีอุปการคุณที่ถือหุ้นของ ปตท. และ ทอท. ภายหลังจาก IPO นั้นอยู่ที่ ร้อยละ 2.72 และ 5.33 ของจำนวนหุ้นที่เสนอขายทั้งหมดตามลำดับ⁶

จากตารางที่ 9 จะเห็นได้ว่าภายหลังจากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจบางส่วนหากไม่นับรวมรัฐบาลซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่โดยถือหุ้นอยู่เกินร้อยละ 50 แล้ว พบว่าการกระจายความเป็นเจ้าของนั้นยังไม่ทั่วถึงนัก โดยจะเห็นได้ว่าการถือครองหุ้นมีการกระจุกตัวอยู่ที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 9 รายแรก สัดส่วนการถือครองหุ้น ปตท. ทอท. และ อสมท. ของนักลงทุนเหล่านี้คิดเป็นร้อยละ 25 (ปี 2549) 58.7 (ปี 2549) และ 42 (ปี 2548) ของหุ้นทั้งหมดที่ถือโดยผู้ถือหุ้นรายอื่นที่มีใช้กระทรวงการคลังตามลำดับ

เมื่อจำแนกผู้ถือหุ้นของแต่ละรัฐวิสาหกิจออกเป็นผู้ถือหุ้นสัญชาติไทย (ไม่นับรวมกระทรวงการคลัง) และผู้ถือหุ้นต่างชาติ พบว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่เก้ารายแรกนั้นเป็นผู้ถือหุ้นต่างชาติเสียส่วนใหญ่ ดังปรากฏในตารางที่ 9 ตัวอย่างเช่น สัดส่วนการถือครองหุ้น ทอท. ของผู้ถือหุ้นต่างชาติสูงถึงร้อยละ 15.49 ในปี 2549 ในขณะที่ผู้ถือหุ้นสัญชาติไทยถือครองหุ้นเพียงร้อยละ 2.13 เป็นต้น ซึ่งผู้ถือหุ้นต่างชาติเหล่านี้ส่วนใหญ่เป็นตัวแทนถือครองหลักทรัพย์ต่างชาติ (Nominees) หรือนำสงสัยว่าเป็นนอมินี (สถุณี อาชวานันทกุล, 2549)

จากตารางที่ 10 จะเห็นได้ว่ามีนอมินีเหล่านี้จะเข้ามาถือหุ้นใน ปตท. และ ทอท. ซึ่งดำเนินธุรกิจผูกขาด รวมทั้ง อสมท. ด้วยเช่นกัน อาทิเช่น State Street Bank and Trust Company, HSBC, Chase Nominees และ Nortrust Nominees ซึ่งบริษัทเหล่านี้จัดว่าเป็นบริษัทที่เป็นนอมินีหรือนำสงสัยว่าเป็นนอมินีรายใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยลงทุนในธุรกิจอื่น ๆ นอกจากรัฐวิสาหกิจด้วยเช่นกัน (สถุณี อาชวานันทกุล, 2549)

⁶ ข้อมูลนี้ได้มาจากสำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ กระทรวงการคลัง อย่างไรก็ตามข้อมูลรายชื่อผู้มีอุปการคุณที่ได้รับการจัดสรรหุ้นจาก IPO นั้นมิได้ถูกเปิดเผยต่อสาธารณะ

ประเด็นหนึ่งที่น่าสังเกตคือตั้งแต่วันที่รัฐวิสาหกิจเหล่านี้แปรรูปบางส่วนโดยวิธี SIP นั้น สัดส่วนการถือหุ้นของกระทรวงการคลังนั้นมีแนวโน้มลดลง ตัวอย่างเช่น สัดส่วนการถือหุ้น ปตท. ของกระทรวงการคลังนั้นลดลงจากร้อยละ 69.87 ในปี 2545 เหลือร้อยละ 67.87 ในปี 2549 และ สัดส่วนการถือหุ้น ทอท. ของกระทรวงการคลังลดลงเช่นกันจากร้อยละ 71.52 ในปี 2547 เหลือ ร้อยละ 70 ในปี 2549 แต่ยังไม่ปรากฏว่ารัฐบาลได้เสนอขายหุ้นเพิ่มทุนของรัฐวิสาหกิจเหล่านี้ เพิ่มเติมแต่อย่างใด ซึ่งเป็นข้อห่วงใยว่าหุ้นของรัฐวิสาหกิจที่เดิมเคยถือโดยกระทรวงการคลังนั้น ได้ ถูกจำหน่ายไปให้ใคร

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่าประเทศไทยยังขาดความชัดเจนในเรื่องการกำหนด ระยะเวลาการถือครองหุ้นรัฐวิสาหกิจของกระทรวงการคลัง ขาดความโปร่งใสและการเปิดเผย ข้อมูลในการจำหน่ายหุ้นรัฐวิสาหกิจซึ่งถือโดยกระทรวงการคลังแก่นักลงทุนภายหลังจาก IPO ขาด ความไม่แน่นอนทั้งในเชิงปฏิบัติการและในเชิงนโยบาย

ตารางที่ 10 บริษัทที่เป็นนอมินีหรือนำสงสัยว่าเป็นนอมินีของต่างประเทศที่ถือหุ้นในรัฐวิสาหกิจ

รัฐวิสาหกิจ	ปตท.	ทอท.	อสมท.
HSBC	/	/	/
Nortrust Nominees Ltd	/	/	-
State Street Bank and Trust Company	/	/	/
Chase Nominees	/	/	/
Credit Suisse Securities (Europe) Limited	-	/	-
Government of Singapore Investment Corporation Pte.Ltd.	-	-	/
Somers (U.K.) Limited	-	-	/
The Bank of New York Nominees Ltd A/C Bank of New York Europe Ltd	-	-	/
Credit Agricole Investor Services Bank Luxembourg	-	-	/
NCB Trust Limited-BPMT INZ BBA1C Foreign & Colonial	-	-	/

หมายเหตุ: / แสดงว่าบริษัทที่เป็นนอมินีหรือนำสงสัยว่าเป็นนอมินีของต่างประเทศถือหุ้นในรัฐวิสาหกิจ

- แสดงว่าบริษัทที่เป็นนอมินีหรือนำสงสัยว่าเป็นนอมินีของต่างประเทศไม่ได้ถือหุ้นในรัฐวิสาหกิจ

ที่มา: รายงานประจำปี 2549 (ปตท. และ ทอท.) รายงานประจำปี 2548 (อสมท.)

5.3 ผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน (Performance) ของรัฐวิสาหกิจ

ทฤษฎีว่าด้วยการแปรรูปรัฐวิสาหกิจนั้นมีแนวคิดหลักว่า เอกชนสามารถดำเนินธุรกิจได้มีประสิทธิภาพมากกว่ารัฐ ดังนั้น จึงควรถ่ายโอนความเป็นเจ้าของรัฐวิสาหกิจของรัฐไปสู่เอกชน เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการทำงานให้แก่องค์กรของรัฐ

Bayliss (2006) แบ่งแนวทฤษฎีว่าด้วยการแปรรูปรัฐวิสาหกิจนี้ออกเป็นสองสาขาใหญ่ ๆ สาขาแรกเห็นว่าโครงสร้างแรงจูงใจ (Incentive) ในบริษัทเอกชนนั้นมีส่วนสำคัญในการทำให้บริษัทเอกชนดำเนินงานได้มีประสิทธิภาพกว่ารัฐ ทฤษฎีที่อยู่ในสาขานี้ประกอบด้วย Property right theory และ Principal-agent theory สาขาที่สองให้ความสำคัญกับแรงจูงใจของตัวบุคคล (Individualism) โดยกล่าวว่าพนักงานและเจ้าหน้าที่ของรัฐนั้น ไม่มีแรงจูงใจที่จะทำงานอย่างมี

ประสิทธิภาพและมักจะมีพฤติกรรมแสวงหาค่าเช่าทางเศรษฐกิจ (Rent-seeking) จึงทำให้รัฐวิสาหกิจขาดประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ทฤษฎีที่อยู่ในสาขานี้ที่สำคัญคือ Public choice theory

ถึงแม้ว่าทฤษฎีเหล่านี้จะได้รับคำวิพากษ์วิจารณ์ว่าไม่สามารถครอบคลุมเหตุผลทั้งหมดที่รัฐต้องการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ แต่ทฤษฎีเหล่านี้สามารถอธิบายสาเหตุที่รัฐต้องการแปรรูปรัฐวิสาหกิจได้ในระดับหนึ่ง ซึ่งในกรณีของประเทศไทยนั้น วัตถุประสงค์ที่จะปรับปรุงผลการดำเนินงานและประสิทธิภาพของรัฐวิสาหกิจนั้นก็นับว่าเป็นวัตถุประสงค์ที่สำคัญในการที่รัฐดำเนินนโยบายแปรรูปรัฐวิสาหกิจ

มีงานศึกษาทางวิชาการอยู่หลายชิ้นด้วยกันที่ได้พยายามทดสอบสมมติฐานว่าการแปรรูปรัฐวิสาหกิจนั้นทำให้ผลการดำเนินงานของรัฐวิสาหกิจปรับปรุงมากขึ้น ตัวอย่างเช่น งานของ Gupta (2005) ซึ่งศึกษาการแปรรูปบางส่วนของอินเดียโดยวิธี SIP พบว่าการแปรรูปบางส่วนนั้นมีผลกระทบต่อกำไร ผลผลิตภาพ (Productivity) และการลงทุน ทั้งนี้ เนื่องจากการทำงานของตลาดหลักทรัพย์มีส่วนในการเข้าไปตรวจสอบผู้บริการ (Monitoring) และการสร้างผลตอบแทนผลตอบแทนให้แก่ผู้บริหาร (Rewarding performance) ขณะเดียวกัน Boubakri et al. (2004) ศึกษาผลประกอบของรัฐวิสาหกิจทั่วโลกและพบว่าภายหลังจากการแปรรูปแล้วพบว่าการดำเนินงานจะดีขึ้นหรือไม่ขึ้นอยู่กับปัจจัยสำคัญสองประการคือธรรมาภิบาลในองค์กร และสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ ซึ่งสอดคล้องกับผลสรุปของ Megginson (2005) ซึ่งได้ศึกษางานวิชาการ จำนวน 14 งาน และพบว่าการแปรรูปรัฐวิสาหกิจนั้นจะทำให้ผลการดำเนินงานและผลประกอบการทางการเงินดีขึ้น ก็ต่อเมื่อรัฐวิสาหกิจนั้นประกอบธุรกิจในอุตสาหกรรมที่แข่งขันได้ และมีการกำกับดูแลที่ดี

Boubakri et al. (2005) ศึกษาผลการดำเนินงานก่อนและหลังการแปรรูปรัฐวิสาหกิจในประเทศกำลังพัฒนาโดย และได้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับงานวิชาการต่าง ๆ ที่ได้กล่าวมา โดยพบว่าภายหลังจากการแปรรูปนั้นรัฐวิสาหกิจเหล่านี้มีการดำเนินงานที่ดีขึ้น โดยปัจจัยที่สำคัญนั้นมีใช้ปัจจัยที่มาจากตัวองค์กรเอง (Firm-specific factors) อาทิเช่น โครงสร้างความเป็นเจ้าของ (Ownership structure) และขนาดของรัฐวิสาหกิจ แต่มาจากปัจจัยทางด้านสถาบัน (Institutional factors) โดยเฉพาะอย่างยิ่ง การปฏิรูปเศรษฐกิจมหภาค (Macroeconomic reform) ธรรมาภิบาล การ

เจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ การเปิดเสรีทางการค้าและทางการเงิน Protection of property right และการบังคับใช้กฎหมายในประเทศเหล่านี้

การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของเพียงอย่างเดียวไม่ได้ช่วยให้รัฐวิสาหกิจเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานได้แต่อย่างใดหากปราศจากปัจจัยอื่น ๆ รวมด้วย ดังนั้น การแปลงสภาพรัฐวิสาหกิจ (Corporatization) นั้นน่าจะเพียงพอต่อการสร้างแรงจูงใจให้รัฐวิสาหกิจเหล่านี้เพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงาน Aivazian et al. (2005) พบว่าการแปลงสภาพรัฐวิสาหกิจนั้นทำให้รัฐวิสาหกิจนั้นๆ มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นถึงแม้ว่าจะไม่มีการแปรรูปเกิดขึ้นก็ตาม ทั้งนี้ เนื่องจากว่าการแปลงสภาพนั้นนำธรรมเนียมภิบาลมาสู่องค์กร (Internal governance)

สำหรับกรณีของประเทศไทยนั้น งานศึกษานี้ได้พยายามทดสอบสมมติฐานว่า ผลการดำเนินงานของรัฐวิสาหกิจที่ได้แปลงสภาพและบางแห่งได้แปรรูปโดยวิธี SIP ไปแล้วดีขึ้นหรือไม่ โดยวัดผลการดำเนินงาน (Sun and Tong, 2002) ในหลายด้านด้วยกัน อันประกอบด้วย ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) โดยใช้ตัวแปรดังต่อไปนี้ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อทุน (ROE) และอัตราผลตอบแทนต่อรายได้การดำเนินงาน (ROS) ความสามารถในการเพิ่มผลผลิต โดยใช้รายได้การดำเนินงานที่แท้จริงเป็นตัววัด (Real Sales) ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน โดยใช้ Sale efficiency (SE) และ Net income efficiency (NIE) ความสามารถในการชำระหนี้ โดยวัดจากอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D-E ratio) วิธีคำนวณผลการดำเนินงานเหล่านี้ได้แสดงไว้ในตารางที่ 11 งานศึกษานี้ได้ใช้ข้อมูลของรัฐวิสาหกิจทั้งห้าแห่งในระหว่างปี 2542-2548 โดยจำแนกช่วงเวลาเป็นก่อนและหลังการแปลงสภาพและแปรรูปรัฐวิสาหกิจ

ตารางที่ 11 การวัดผลการดำเนินงาน

	ตัวแปร	วิธีคำนวณ	สมมติฐาน
ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ร้อยละ) (ROA)	กำไรสุทธิ/สินทรัพย์	หลัง>ก่อน
	อัตราผลตอบแทนต่อทุน (ร้อยละ) (ROE)	กำไรสุทธิ/ทุน	หลัง>ก่อน
	อัตราผลตอบแทนต่อรายได้การดำเนินงาน (ร้อยละ) (ROS)	กำไรสุทธิ/รายได้การดำเนินงาน	หลัง>ก่อน
ผลผลิต	รายได้จากการดำเนินงานที่แท้จริง (Real sales)	รายได้จากการดำเนินงาน / Consumer Price Index	หลัง>ก่อน
ประสิทธิภาพ	Sale efficiency (ร้อยละ) (SE)	รายได้จากการดำเนินงานที่แท้จริง/ จำนวนพนักงานและลูกจ้าง	หลัง>ก่อน
	Net income efficiency (ร้อยละ) (NIE)	กำไรสุทธิ/จำนวนพนักงาน และลูกจ้าง	หลัง>ก่อน
ความสามารถในการชำระหนี้ (Leverage)	อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D-E ratio)	Total debt/Total equity	หลัง<ก่อน

ข้อสมมติฐานที่สำคัญคือ ภายหลังจากการแปรรูปแล้วรัฐวิสาหกิจจะดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นในทุก ๆ ด้าน ดังนั้น ความสามารถในการทำกำไร ผลผลิต และประสิทธิภาพในการขายและการสร้างรายได้นั้น ควรจะเพิ่มขึ้นภายหลังการแปลงสภาพและการแปรรูป เนื่องจากโครงสร้างแรงจูงใจในการดำเนินงานเปลี่ยนแปลงไป ในฐานะที่เป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ รัฐวิสาหกิจเหล่านี้จะต้องคำนึงถึงการทำกำไรสูงสุด และเผชิญกับการแข่งขันในการดำเนินกิจการ

ข้อสมมติอีกประการหนึ่งคือ ภายหลังจากการแปรรูปโดยวิธี SIP แล้วรัฐวิสาหกิจเหล่านี้มีความสามารถที่จะระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้ จึงไม่จำเป็นต้องพึ่งพาการกู้ยืมเงินแต่เพียงอย่างเดียว ดังนั้นภายหลังจากการแปรรูปแล้วสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของรัฐวิสาหกิจควรจะลดลง เนื่องจากว่าก่อนการแปรรูปรัฐวิสาหกิจนั้นมีแหล่งทุนที่สำคัญคือการกู้ยืมเงินโดยให้รัฐบาลค้ำประกัน รัฐวิสาหกิจไม่สามารถระดมทุนจากตลาดทุนเองได้ นอกจากนี้แล้วต้นทุนในการกู้ยืมสำหรับรัฐวิสาหกิจนั้นก็ต่ำกว่าบริษัทเอกชนเป็นอันมาก เพราะรัฐวิสาหกิจนั้นสามารถกู้ยืมโดยมี

รัฐบาลเป็นผู้ค้ำประกัน การที่สัดส่วนหนี้สินต่อทุนลดลงนั้นช่วยให้ความสามารถในการชำระหนี้เพิ่มมากขึ้นภายหลังจากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ

จากผลการศึกษาในตารางที่ 12 พบว่า ผลการดำเนินงานของ ปตท. ดีขึ้นเป็นอย่างมาก ภายหลังจากที่ถูกแปลงสภาพและแปรรูปในปี 2544 ไม่ว่าจะพิจารณาจากความสามารถในการทำกำไร ผลผลิต ประสิทธิภาพ รวมทั้งความสามารถในการชำระหนี้ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ สมปอง ระเวทโสสม (2547) เนื่องจาก ปตท. นั้นดำเนินกิจการผูกขาดก๊าซธรรมชาติ และมีความสามารถในการแข่งขันในกิจการที่มีการแข่งขันสูงอันได้แก่ธุรกิจน้ำมันโดยมีความได้เปรียบที่มีโรงกลั่นเป็นของตนเอง อีกทั้งภายหลังจากการแปรรูป ปตท. ได้ขยายธุรกิจออกไปอย่างรวดเร็วจึงทำให้ผลผลิตและประสิทธิภาพนั้นสูงขึ้นเป็นอย่างมาก

ตารางที่ 12 ผลการดำเนินงานของรัฐวิสาหกิจ

	ความสามารถในการทำกำไร ¹			ผลผลิต ³	ประสิทธิภาพ ³		ความสามารถในการ ชำระหนี้ ¹ (Leverage)	รายได้นำส่งรัฐ ² (ล้านบาท)	การจ้างงาน ² จำนวนพนักงาน และลูกจ้างประจำ	
	(Profitability)				Real Sales (ล้านบาท)	SE				NIE
	ROA (ร้อยละ)	ROE (ร้อยละ)	ROS (ร้อยละ)							
ปตท.										
2542	-3.20	-29.83	-2.79	237,647.72	71.43	-1.92	8.33	8,308	3,327	
2543	5.34	40.83	3.31	379,810.63	114.64	3.71	6.64	3,897.6	3,313	
2544	7.41	30.75	5.71	380,182.94	99.11	5.62	3.10	7,155	3,836	
2545	8.31	29.2	6	399,752.22	92.07	5.64	2.09	11,020.92	4,342	
2546	12.06	33.29	7.42	481,054.43	158.97	12.42	1.52	5,522.71	3,026	
2547	15.44	39.93	9.21	616,322.23	199.46	20.28	1.63	5,871	3,090	
2548	15.04	36.91	8.9	850,609.42	na	Na	1.33	na	na	
ทอท.										
2542	15.38	20.47	51.29	10,685.25	3.46	1.71	0.33	168	3,084	
2543	17.77	22.76	62.01	11,184.96	3.65	2.21	0.28	3,008.08	3,065	
2544	19.39	28.57	62.93	11,830.84	3.97	2.48	0.47	3,871.31	2,983	
2545	18.13	25.15	61.83	12,057.57	4.11	2.54	0.39	3,864.1	2,936	
2546	9.14	10.11	34.93	11,787.49	4.05	1.31	0.11	3,903.5	2,912	
2547	7.26	8.17	34.14	13,359.4	4.7	1.68	0.13	904.76	2,840	
2548	8.54	10.11	31.14	na	na	na	na	na	Na	

	ความสามารถในการทำกำไร ¹ (Profitability)			ผลผลิต ³ Real Sales (ล้านบาท)	ประสิทธิภาพ ³		ความสามารถในการ ชำระหนี้ ¹ (Leverage) D-E ratio	รายได้นำส่งรัฐ ² (ล้านบาท)	การจ้างงาน ² จำนวนพนักงาน และลูกจ้างประจำ
	ROA	ROE	ROS		SE	NIE			
	(ร้อยละ)	(ร้อยละ)	(ร้อยละ)						
อสมท.									
2542	8.44	8.86	36.81	1,604.16	1.4	0.41	0.05	301	1,146
2543	9.06	9.54	36.42	1,581.56	1.4	0.4	0.04	241.82	1,131
2544	13.92	14.88	39.47	1,619.24	1.45	0.49	0.05	247.37	1,116
2545	13.85	14.82	40	1,736.85	1.61	0.62	0.07	1,841.94	1,078
2546	15.3	19.76	39	1,927.39	1.63	0.65	0.34	422.23	1,182
2547	18.6	24.67	37.9	803.66	0.74	0.15	0.36	469	1,083
2548	14	18.1	31.7	3,182.42	na	na	0.23	605	na

หมายเหตุ: 1. ปีที่ตัวอักษรเอียงคือปีที่รัฐวิสาหกิจแปลงสภาพ และปีที่ตัวอักษรหนาคือปีที่ได้แปรรูปรัฐวิสาหกิจ

2. สำหรับข้อมูลทั้งหมดของ ทศท. และ กสท. ได้มาจากกระทรวงการคลัง

3. na = ไม่มีข้อมูล

ที่มา: ¹รายงานประจำปี ²สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ กระทรวงการคลัง ³จากการคำนวณของผู้เขียน

สำหรับ ทอท. ปรากฏว่าภายหลังจากการแปลงสภาพในปี 2545 ความสามารถในการทำกำไร ผลผลิต และประสิทธิภาพลดลง แต่เมื่อ ทอท. ได้ถูกแปรรูปในปี 2547 แล้วกลับเป็นว่าความสามารถในการทำกำไร ผลผลิต และประสิทธิภาพกลับดีขึ้น ซึ่งอาจอธิบายได้ว่าในปีที่ถูกแปลงสภาพนั้น ทอท. จำเป็นจะต้องปรับตัวในการดำเนินงานจึงทำให้ความสามารถในการดำเนินงานไม่เป็นที่น่าพอใจนัก

ขณะเดียวกันภายหลังจากการแปลงสภาพและแปรรูปในปี 2547 ผลการดำเนินงานของ อสมท. ทางด้านความสามารถในการทำกำไรของ อสมท. นั้นลดลงในขณะที่ผลผลิตเพิ่มขึ้น ทั้งนี้เนื่องจาก อสมท. ดำเนินกิจการในธุรกิจที่มีการแข่งขันและไม่ได้เป็นผู้ผูกขาดในกิจการที่ตนดำเนินอยู่ กระบวนการแปลงสภาพและแปรรูปที่ดำเนินอย่างรวดเร็วโดยใช้เวลาภายในปีเดียวไม่สามารถทำให้ อสมท. ปรับองค์กรให้เข้ากับสถานการณ์ใหม่ได้อย่างทันที่สำหรับสำหรับประสิทธิภาพของ อสมท. ในปี 2547 นั้นลดลง

อย่างไรก็ตาม สิ่งที่ควรคำนึงถึงก็คือ วิธีการแปรรูปรัฐวิสาหกิจของไทยนั้นจำกัดอยู่แต่เพียงวิธี SIP เท่านั้น จึงไม่เปิดโอกาสให้พันธมิตรร่วมทุนที่มีความสามารถและเชี่ยวชาญในธุรกิจนั้น ๆ ได้เข้ามาบริหารธุรกิจของรัฐวิสาหกิจโดยเฉพาะธุรกิจที่มีการแข่งขัน ถึงแม้จะมีการปรับองค์กรก่อนการแปลงสภาพและการแปรรูปแล้ว แต่วัฒนธรรมการบริหารงานภายในองค์กรไม่ได้เปลี่ยนแปลงมากนัก นอกจากนี้ เพื่อลดปัญหาการคัดค้านการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ รัฐวิสาหกิจเหล่านี้ไม่ได้ปรับจำนวนพนักงานลงมากนักภายหลังจากที่ได้แปรรูปออกไปแล้ว จึงมีผลต่อผลการคำนวณประสิทธิภาพของรัฐวิสาหกิจด้วยเช่นกัน

การแปรรูปรัฐวิสาหกิจโดยวิธี SIP นั้นไม่สามารถรับประกันได้ว่าภายหลังจากการแปรรูปแล้วรัฐวิสาหกิจจะต้องมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นเสมอไป ปรากฏการณ์นี้เกิดขึ้นกับบริษัทเอกชนที่นำบริษัทจดทะเบียนและกระจายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ด้วยเช่นกัน Kim et al. (2004) ได้ศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทเอกชนของไทยก่อนและหลังการกระจายหุ้นครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์ และพบว่า ผลการดำเนินงานภายหลังจาก IPO ของบริษัทเอกชนนั้นกลับแย่ลง โดยมีสาเหตุมาจากการที่บริษัทเอกชนภายหลังจาก IPO นั้น จะต้องแยกความเป็นเจ้าของออกจากการควบคุมและการจัดการของบริษัท จึงทำให้เกิดปัญหาข้อมูลไม่สมมาตรระหว่างเจ้าของและผู้จัดการที่มีแรงจูงใจที่แตกต่างกันทางด้านผลประโยชน์อย่างชัดเจน

ประเด็นที่น่าสนใจอีกประเด็นหนึ่งคือ การจัดส่งรายได้ให้รัฐ ซึ่งภายหลังจากที่รัฐวิสาหกิจทั้งสามแห่งได้ถูกแปรรูปบางส่วนแล้ว รายได้ที่น่าส่งให้รัฐกลับลดลง เนื่องจากรัฐบาลไม่ได้ถือหุ้นรัฐวิสาหกิจเหล่านี้เต็มร้อยอีกต่อไป และได้รับรายได้จากรัฐวิสาหกิจในรูปของเงินปันผลเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้นรายอื่น ๆ

ข้อจำกัดที่สำคัญของการศึกษาในส่วนนี้ก็คือระยะเวลาในการศึกษา งานศึกษานี้มีช่วงเวลาภายหลังการแปลงสภาพและการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่สั้นมาก จึงอาจไม่สามารถสรุปได้อย่างแน่ชัดว่าการแปรรูปนั้นสามารถจะปรับปรุงผลการดำเนินงานและเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงานได้หรือไม่

ตารางที่ 13 ผลกระทบของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจต่อมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

รัฐวิสาหกิจ	ปตท.	ทอท.	อสมท.
วันที่เข้าตลาด	6 ธันวาคม 2544	11 มีนาคม 2547	17 พฤศจิกายน 2547
ราคา IPO (บาทต่อหุ้น)	35	42	22
ราคาปิดขายวันแรก (บาท/หุ้น)	35.75	48	23.5
ราคาปิด ณ วันที่ 16 มีนาคม 2550 (บาท/หุ้น)	202	60	25
สัดส่วนมูลค่าหุ้นต่อมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์แห่ง	11.18	1.69	0.34
ประเทศไทย ณ วันที่ 16 มีนาคม 2550 (ร้อยละ)			

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5.4 ผลกระทบที่มีต่อตลาดทุน

วัตถุประสงค์หนึ่งในการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ คือการพัฒนาตลาดทุนให้ก้าวหน้าและมีขนาดใหญ่มากยิ่งขึ้น หากทว่าการวิเคราะห์และหาหลักฐานว่าการแปรรูปโดยวิธี SIP จะทำให้ตลาดทุนพัฒนาได้นั้นกลับทำได้ยากยิ่ง Megginson (2005, pp 234) ให้เหตุผลที่น่าสนใจไว้ว่าการแปรรูปรัฐวิสาหกิจอาจจะทำให้ตลาดทุนพัฒนา แต่ขณะเดียวกันตลาดทุนที่พัฒนามาระดับหนึ่งแล้วต่างหากที่ทำให้เกิดการแปรรูปโดยวิธี SIP การจะตอบคำถามนี้ได้ นั้น ในกรณีของประเทศไทยที่เพิ่งจะมีการแปรรูปรัฐวิสาหกิจโดยวิธี SIP ได้ไม่กี่ปีนั้น ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษายังไม่เพียงพอที่จะทำการทดสอบข้อความดังกล่าวได้

หากพิจารณาเฉพาะผลของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่มีต่อตลาดทุนเพียงด้านเดียว จะเห็นได้ว่าการแปรรูปรัฐวิสาหกิจนั้นยังส่งผลกระทบทั้งตรงและทางอ้อมต่อตลาดทุน

สำหรับผลกระทบทางตรงนั้นสามารถพิจารณาได้จากสัดส่วนของมูลค่าหุ้นของรัฐวิสาหกิจต่อมูลค่าของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Market capitalization) ตารางที่ 13 แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนมูลค่าหุ้นของ ปตท. นั้นใหญ่เป็นอันดับ 1 โดยมีสัดส่วนสูงถึงร้อยละ 11.18 ของมูลค่าของตลาดรวม ในขณะที่ ทอท. และ อสมท. มีสัดส่วนเพียงร้อยละ 1.69 และ 0.34 ตามลำดับ จึงเห็นได้ว่า ปตท. นั้นมีส่วนสำคัญที่ทำให้ตลาดหลักทรัพย์ของไทยนั้นขยายตัวนับแต่ ปตท. แปรรูปเข้าตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ ราคาหุ้นของ ปตท. ยังเติบโตอย่างมากโดย ณ วันที่ 16 มีนาคม 2550 ราคาหุ้นนั้นสูงถึง 202 บาท เมื่อเปรียบเทียบกับราคา IPO เพียง 35 บาทเท่านั้น

สำหรับผลกระทบทางอ้อมซึ่งไม่อาจวัดได้ในงานศึกษานี้ด้วยข้อจำกัดของข้อมูลประกอบด้วยการเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ตลาดทุน การสร้าง Portfolio diversification ทำให้ตลาดนั้นกว้างและลึกมากยิ่งขึ้น (Market broadening and Market deepening) ทำให้ตลาดมีตัวเลือกในการลงทุนมากยิ่งขึ้น (Perotti and Oijen, 2001)

5.5 ผลกระทบที่มีต่อพนักงานรัฐวิสาหกิจ

สาเหตุหนึ่งที่มีักได้รับการกล่าวอ้างเสมอเมื่อรัฐบาลดำเนินนโยบายแปรรูปรัฐวิสาหกิจก็คือรัฐวิสาหกิจนั้นไร้ประสิทธิภาพเพราะมีพนักงานและเจ้าหน้าที่มากเกินไป (Overstaff) (Birdsall and Nellis, 2004) ดังนั้น รัฐบาลมักจะปรับโครงสร้างองค์กรก่อนที่จะแปรรูปรัฐวิสาหกิจ วิธีที่รัฐวิสาหกิจเหล่านี้มักจะนำมาใช้ คือลดขนาดองค์กรลงโดยการให้ลาออกแบบสมัครใจ (Voluntary

downsizing) และโดยการ Early retirement ตามอายุ (Age-biased downsizing) ซึ่งอาจจะเป็นไปแบบสมัครใจหรือแบบโดยบังคับแล้วแต่กรณี การศึกษาของ Chong and Lopez-de-Silanes (2002) พบว่ากว่าร้อยละ 75 ของรัฐวิสาหกิจทั่วโลกในช่วงปี 1982-2000 ที่ถูกแปรรูปไปนั้นได้ปรับโครงสร้างองค์กรโดยวิธีการดังกล่าวก่อนที่จะแปรรูป

แต่การดำเนินนโยบายแปรรูปรัฐวิสาหกิจของประเทศไทยกลับไม่ได้เป็นเช่นนั้น ตารางที่ 14 แสดงให้เห็นว่าภายหลังการแปรรูปรัฐวิสาหกิจนั้นจำนวนพนักงานกลับลดลงเพียงเล็กน้อยสาเหตุหนึ่งเป็นเพราะว่าพระราชบัญญัติทุนรัฐวิสาหกิจให้ความสำคัญแก่พนักงานของรัฐวิสาหกิจ โดยได้กำหนดให้พนักงานรัฐวิสาหกิจที่คณะรัฐมนตรีอนุมัติให้เป็นลูกจ้างของบริษัทที่จัดตั้งขึ้นนั้นได้รับเงินเดือน ค่าจ้าง และสิทธิประโยชน์ต่าง ๆ ไม่น้อยกว่าที่เคยได้รับอยู่เดิม ทั้งนี้ เพื่อลดกระแสต่อต้านการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ แต่การดำเนินการเช่นนี้ก็กลับเป็นการสร้างภาระให้กับบริษัทใหม่ที่เกิดขึ้น บริษัทที่จัดตั้งขึ้นใหม่นี้กลับต้องแบกรับค่าใช้จ่ายจำนวนมากในการดูแลพนักงานที่โอนย้ายมา (นั่นทวัฒน์ บรรณานันท์ และคณะ, 2548) อีกทั้งพนักงานที่โอนย้ายมาโดยปราศจากเงื่อนไขเหล่านี้ อาจไม่ได้มีประสิทธิภาพในการทำงานมากนัก โดยสามารถพิจารณาจาก Sale efficiency และ Net income efficiency ของ อสมท. ที่ลดลงภายหลังจากการแปลงสภาพและแปรรูปรัฐวิสาหกิจไปแล้วดังปรากฏในตารางที่ 12

นอกจากนี้ เพื่อสร้างขวัญและกำลังใจให้แก่พนักงานซึ่งมักจะหวาดกลัวต่อการเปลี่ยนแปลงและความไม่แน่นอนในอนาคตภายหลังจากการแปรรูปซึ่งนำมาสู่การคัดค้านการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ (ประดิษฐ์ กิตติภาเกษมสันต์, 2546) รัฐวิสาหกิจทั้งสามแห่งได้ดำเนินการจัดสรรหุ้นให้แก่พนักงานในราคาพาร์ อีกทั้งยังได้กำหนดจำนวนหุ้นขั้นสูงที่พนักงานสามารถซื้อได้ด้วยตัวอย่างเช่น พนักงาน ปตท. สามารถซื้อหุ้นได้โดยมูลค่ารวมของผลประโยชน์ตอบแทนที่ได้รับ (ผลต่างระหว่างราคาที่เสนอขายให้กับประชาชนทั่วไปกับราคาพาร์) เท่ากับ 8 เท่าของเงินเดือน นอกจากนี้ เมื่อมีหุ้นเหลือจากการจัดสรรให้กับพนักงาน ปตท. แล้ว ให้จัดสรรให้กับกองทุนสำรองเลี้ยงชีพของ ปตท. ในราคาเดียวกัน โดยการจัดสรรหุ้นดังกล่าวต้องไม่เกินร้อยละ 5 ของมูลค่าตลาดของ ปตท. การดำเนินการดังกล่าวนี้เพื่อสร้างความเป็นเจ้าของกิจการให้แก่พนักงานเหล่านี้ อาจส่งผลให้บริษัทมีผลประกอบการดีขึ้น แต่ขณะเดียวกันเงินที่รัฐบาลระดมทุนได้จากพนักงานจะมีมูลค่าต่ำกว่าที่ระดมทุนได้จากประชาชนทั่วไป

6. บทสรุป

นโยบายการแปรรูปรัฐวิสาหกิจในรัฐบาลทักษิณนั้นมีวัตถุประสงค์ที่ไม่ได้แตกต่างจากนโยบายการแปรรูปรัฐวิสาหกิจในรัฐบาลชุดอื่น ๆ โดยให้ความสำคัญแก่การสร้างรายได้จากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ การเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงาน และการพัฒนาตลาดทุน ในระหว่างปี 2544-2547 รัฐบาลทักษิณได้ดำเนินการแปลงสภาพและแปรรูป ปตท. (ธุรกิจพลังงาน) ทอท. (ธุรกิจท่าอากาศยาน) และ อสมท. (ธุรกิจสื่อสาร) สำหรับกระบวนการแปลงสภาพและแปรรูปรัฐวิสาหกิจ รวมไปถึงการเลือกรัฐวิสาหกิจที่นำมาแปรรูปและการเลือกวิธีการแปรรูปโดยใช้การแปรรูปโดยการเสนอขายหุ้นให้แก่ประชาชนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SIP) นั้น นอกจากจะดำเนินการตามแผนแม่บทการปฏิรูปรัฐวิสาหกิจ แล้วยังมีนัยทางเศรษฐกิจและการเมืองที่สำคัญอยู่หลายประการดังนี้

ประการแรก หากรัฐบาลให้ความสำคัญกับการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานของรัฐวิสาหกิจ การเลือกแต่เฉพาะรัฐวิสาหกิจที่มีผลการดำเนินงานที่ดีมาแปรรูปเสียก่อนโดยละเลยการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่มีประสิทธิภาพต่ำอย่างเร่งด่วนนั้นสะท้อนให้เห็นว่ารัฐบาลยังไม่ได้ให้ความสำคัญกับวัตถุประสงค์นี้อย่างแท้จริง

ประการที่สอง ถึงแม้ว่าแผนแม่บทการปฏิรูปรัฐวิสาหกิจจะกำหนดวิธีการแปรรูปไว้อย่างหลากหลายและรัฐบาลสามารถเลือกใช้ได้ตามความเหมาะสมเพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ที่ได้วางไว้ และเพื่อให้เหมาะสมกับสภาพการณ์และสภาพธุรกิจของแต่ละรัฐวิสาหกิจ รัฐบาลกลับเลือกใช้วิธี SIP เท่านั้น สะท้อนให้เห็นว่ารัฐบาลต้องการแปรรูปรัฐวิสาหกิจเพื่อพัฒนาตลาดทุนเป็นหลัก

ประการสุดท้าย กระบวนการแปลงสภาพตามพระราชบัญญัติทุนรัฐวิสาหกิจ พ.ศ. 2542 เปิดโอกาสให้ข้าราชการการเมืองเข้ามามีอำนาจในการดำเนินการแปลงสภาพรัฐวิสาหกิจในทุกขั้นตอนมากจนเกินไป จนทำให้เกิดความข้อสงสัยว่าการเลือกรัฐวิสาหกิจและวิธีการแปรรูปที่มุ่งเน้นการพัฒนาตลาดทุนนั้น เป็นไปเพื่อประโยชน์ต่อส่วนรวมหรือเพื่อประโยชน์ของข้าราชการการเมืองที่มีส่วนได้ส่วนเสียในการถือครองหุ้นในตลาดทุนของไทย

หากพิจารณาผลจากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่ผ่านมาจะเห็นได้ว่ารัฐบาลไม่สามารถบรรลุวัตถุประสงค์ที่กล่าวไว้ได้ทั้งหมด

ประการแรก การแปรรูปรัฐวิสาหกิจนั้นมีต้นทุนทางการคลัง นอกจากต้นทุนทางตรงจำนวนหนึ่งที่เกิดขึ้นในการเสนอขายหุ้นแล้ว ผลการศึกษาพบว่า รัฐบาลขายหุ้นของรัฐวิสาหกิจใน

ตลาดหลักทรัพย์ด้วยราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาดตอบรับในวันแรก (Underpricing) และขาดทุนทางการคลัง (Fiscal loss) จากการจำหน่ายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์โดยเฉพาะในกิจการผูกขาดที่มีผลการดำเนินงานดีก่อนการแปรรูป อันได้แก่ ปตท. และ ทอท. จึงกล่าวได้ว่าการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่ผ่านมาอันก่อให้เกิดผลเสียทางการคลังมากกว่าผลดี

ประการที่สอง การดำเนินการจัดสรรหุ้นรัฐวิสาหกิจนั้นขาดความโปร่งใสและขาดความเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยเห็นได้จากการจัดสรรหุ้น ปตท. และ ทอท. ให้แก่ผู้มีอุปการคุณ โดยขาดการเปิดเผยข้อมูลว่าผู้มีอุปการคุณเหล่านี้คือใคร นอกจากนี้ การกระจายความเป็นเจ้าของรัฐวิสาหกิจนั้นยังไม่ทั่วถึงนัก หากไม่นับกระทรวงการคลังซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แล้วหุ้นของรัฐวิสาหกิจนั้นจะกระจุกตัวอยู่ที่ผู้ถือหุ้นใหญ่ 9 รายแรก ซึ่งเป็นตัวแทนถือครองหลักทรัพย์ต่างชาติ (นอมินี) หรือน่าสงสัยว่าเป็นนอมินี เป็นส่วนใหญ่ และไม่สามารถตรวจสอบได้ว่าแท้ที่จริงแล้วผู้ถือครองหุ้นรัฐวิสาหกิจอยู่

ประการที่สาม การแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่ผ่านมาส่งผลให้ ปตท. และ ทอท. นั้นมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นอันเนื่องมาจากอำนาจในการผูกขาดในกิจการของตน การแปรรูปที่ผ่านมาอันยังขาดการปรับโครงสร้างกิจการและการกำกับดูแลที่ดี จึงเปิดโอกาสให้สองรัฐวิสาหกิจได้รับกำไรเกินปกติ ในขณะที่ อสมท. กลับมีผลการดำเนินงานที่แย่ลงเนื่องจากกระบวนการแปลงสภาพและแปรรูป อสมท. อย่างรวดเร็ว ทำให้ อสมท. ขาดการเตรียมความพร้อมที่จะแข่งขันในสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไป อย่างไรก็ตาม งานศึกษานี้มีข้อจำกัดคือมีข้อมูลภายหลังจากการแปรรูปมีอยู่ประมาณหนึ่งหรือสองปีเท่านั้น จึงสามารถสรุปผลการดำเนินงานภายหลังการแปรรูปได้เพียงเบื้องต้นเท่านั้น

ประการที่สี่ การแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่ผ่านมาประสบความสำเร็จในการพัฒนาตลาดทุน โดยเฉพาะการแปรรูป ปตท. ซึ่งในขณะนี้มีส่วนมูลค่าตลาดสูงที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทจดทะเบียนรายอื่น ๆ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีผลทำให้ตลาดขยายตัว นอกจากนี้ การแปรรูปรัฐวิสาหกิจนั้นยังทำให้ตลาดมีตัวเลือกในการลงทุนมากขึ้น และทำให้นักลงทุนสนใจมาลงทุนมากขึ้นด้วย

โดยสรุปแล้วจะเห็นได้ว่าการแปรรูปรัฐวิสาหกิจในรัฐบาลทักษิณนั้นให้ความสำคัญแก่การพัฒนาตลาดทุน ไม่ว่าจะพิจารณาจากการเลือกรัฐวิสาหกิจและวิธีการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ แต่ผลการแปรรูปรัฐวิสาหกิจนั้นไม่ได้ประสบความสำเร็จตามเป้าหมายมากนัก ทั้งนี้ เนื่องจากการแปร

รูปแต่เพียงเฉพาะรัฐวิสาหกิจที่มีประสิทธิภาพการดำเนินงานดีอยู่แล้ว และเป็นรัฐวิสาหกิจที่ประกอบกิจการผูกขาดเสียเป็นส่วนใหญ่ รัฐบาลจึงควรพิจารณาเลือกรัฐวิสาหกิจที่ขาดทุนและไร้ประสิทธิภาพมาดำเนินการแปรรูปและเลือกวิธีการแปรรูปที่ให้ความสำคัญแก่การปรับปรุงประสิทธิภาพเป็นหลัก นอกจากนี้ หากเป็นกิจการผูกขาด รัฐบาลควรปรับโครงสร้างกิจการและกำหนดการกำกับดูแลที่ดีก่อนการแปรรูปรัฐวิสาหกิจนั้น ๆ

อย่างไรก็ตามงานศึกษานี้ยังมีข้อจำกัดอยู่หลายประการ โดยเฉพาะข้อจำกัดทางด้านข้อมูล โดยในขณะที่เขียนบทความนี้ จำนวนรัฐวิสาหกิจที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์มีอยู่น้อยและอยู่ในตลาดหลักทรัพย์เพียงระยะเวลาสั้น ๆ จึงทำให้ไม่สามารถประเมินผลกระทบจากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจโดยใช้วิธีทางเศรษฐมิติได้ในหลายประเด็น อาทิเช่น การคำนวณหา Long run return เพื่อประเมินผลได้ผลเสียจากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจในระยะยาว การเปรียบเทียบผลการดำเนินงานก่อนและหลังการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ และการวัดประสิทธิภาพ (Efficiency) หรือแม้แต่การใช้วิธีการศึกษาอื่น ๆ อาทิเช่น Counterfactual analysis เพื่อเปรียบเทียบระหว่างผลกระทบจากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่เกิดขึ้นไปแล้วกับผลกระทบที่เกิดขึ้นหากว่าไม่มีการแปรรูปรัฐวิสาหกิจเหล่านั้น เป็นต้น ประเด็นเหล่านี้เป็นประเด็นที่ควรจะศึกษาต่อไปในอนาคต

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

- กมลรัตน์ ทิมางกูร, 2545. การวิเคราะห์นโยบายการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ: ศึกษาเฉพาะกรณีการทำ
 อากาศยานแห่งประเทศไทย วิทยานิพนธ์ ศิลปศาสตรมหาบัณฑิต (รัฐศาสตร์) มหาวิทยาลัย
 รามคำแหง.
- ก้องเกียรติ โอภาสวงการ, 2545. ความสำคัญของการแปรรูปรัฐวิสาหกิจต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและ
 ตลาดทุนไทย. เอกสารวิจัยส่วนบุคคล หลักสูตรการป้องกันราชอาณาจักรภาครัฐร่วม
 เอกชน, วิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร.
- จันทร์เพ็ญ เฟื่องสมบัติ, 2549. ทักษะคติของพนักงานหลังการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ: ศึกษากรณี บริษัท
 ปตท. จำกัด (มหาชน). วิทยานิพนธ์ คณะสังคมสงเคราะห์ศาสตร์ มหาวิทยาลัย-
 ธรรมศาสตร์.
- จิรมาศ ทักษนาจิตร, 2545. การเปิดรับข่าวสาร ความรู้ และทัศนคติของพนักงานต่อการแปรรูป
 รัฐวิสาหกิจของการทำอากาศยานแห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ สาขานิเทศศาสตร์
 พัฒนาการ บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต.
- นันทวัฒน์ บรรมานันท์ และคณะ, 2548. การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ. เสนอต่อคณะกรรมการพัฒนา
 กฎหมาย.
- ประดิษฐ์ กิตติภาเกษมสันต์, 2546. ขบวนการแรงงานรัฐวิสาหกิจไทย: ศึกษาเฉพาะกรณีปฏิกิริยา
 ต่อนโยบายและการดำเนินการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ, วิทยานิพนธ์ คณะสังคมสงเคราะห์
 มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- สมปอง ระเวกโสม, 2547. การวิเคราะห์ความสามารถในการดำเนินงานหลังการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ
 กรณีศึกษา: บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) และบริษัทบางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน).
 วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

อำพร เนียมกล้า, 2544. ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ: ศึกษาเฉพาะกรณีการทำ
อากาศยานแห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์สาขาวิชานิติศาสตร์ บัณฑิตวิทยาลัย
มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิตย์

สฤณี อาชวานันทกุล, 2549. การใช้ตัวแทนถือหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สัมมนา
วิชาการเรื่อง “สู่ความชัดเจนในระเบียบขรรฆมาภิบาล: ประเด็นสืบเนื่องจากกรณีขายหุ้นชิน
คอร์ปอเรชั่น”, โรงแรมอิมพีเรียล คิวินส์ปาร์ค, กรุงเทพฯ, 25 สิงหาคม.

ภาษาอังกฤษ

Aivazian, V.A., Ge, Y., and Qiu, J., 2005. ‘Can corporatization improve the performance of state-
owned enterprises even without privatization?’, *Journal of Corporate Finance*, 11:791–
808.

Bayliss, K., 2006. ‘Privatization theory and practice: A critical analysis of policy evolution in the
development context’, in Jomo K.S. and Ben Fine (eds), *The New Development
Economics: After the Washington Consensus*, (Zed Books: London):144–161.

Birdsall, N. and Nellis, J., 2003. ‘Winners and losers: Assessing the distributional impact of
privatization’, *World Development*, 31(10):1617–1633.

Bornstein, M., 1999. ‘Framework issues in the privatization strategies of the Czech Republic,
Hungary and Poland’, *Post-Communist Economies*, 11(1):47–77.

Boubakri, N., Cosset, J.C. and Guedhami, O., 2004. ‘Privatization, corporate governance and
economic environment: Firm-level evidence from Asia’, *Pacific-Basin Finance Journal*,
12:65–90.

Boubakri, N., Cosset, J.C. and Guedhami, O., 2005. ‘Liberalization, corporate governance and the
performance of privatized firms in developing’, *Journal of Corporate Finance*, 11:767–
790.

- Chong, A. and Lopez-de-Silanes, F., 2002. 'Privatization and labor force restructuring around the world', Working paper, Yale University, New Haven, CT.
- Gong, N. and Shekhar, C., 2001. 'Underpricing of privatized IPOs: The Australian Experience', *Australian Journal of Management*, Vol. 26, No. 2:91–106.
- Gupta, N., 2005. 'Partial privatization and firm performance', *The Journal of Finance*, LX(2):987–1015.
- Harris, M. and Lye, J.N., 2001. 'The fiscal consequences of privatization: Australian evidence on privatization by public share float', *International Review of Applied Economics*, Vol.5, No.3:305–321.
- Jones, S.L., Megginson, W.L., Nash, R.C. and Netter, J.M., 1999. 'Share issue privatizations as financial means to political and economic ends', *Journal of Financial Economics*, 53:217–253.
- Kim, K.A., Kitsabunnarat, P. and Nofsinger, J.R., 2004. 'Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms', *Journal of Corporate Finance*, 10:355–381.
- Laurin, C., Boardman, A.E., Vining, A.R., 2004. 'Government underpricing of share-issue privatizations', *Annals of Public and Cooperative Economics*, 75(3): 399–429.
- Megginson, W.L., 2005. *The Financial Economics of Privatization*, Oxford University Press, New York.
- Omran, M., 2005. 'Underpricing and long-run performance of share issue privatizations in the Egyptian stock market', *The Journal of Financial Research*, Vol. XXVIII(2):215-234.
- Perotti, E.C. and Oijen, P.V., 2001. 'Privatization, political risk and stock market development in emerging economies', *Journal of International Money and Finance*, 20:43–69.

- Quiggin, J., 2003. 'Privatisation', in: I. McAllister, S. Dowrick & R. Hassan (eds) *Cambridge Handbook of the Social Sciences in Australia*, (Melbourne:Cambridge University Press): 17–30.
- Quiggin, J., 2004. 'Electricity privatisation in Victoria: Fiscal and economic impacts', in: G. Hodge, V. Sands, D. Hayward and D. Scott (eds), *Power Progress: An Audit of Australia's Electricity Reform Experiment*, (Melbourne:Australian Scholarly Publishing Pty. Ltd.):109–123.
- Sirasontorn, P., 2006. 'Fiscal assessment of electricity privatisation in Thailand', *Thammasat Economic Journal*. 24 (4):76–104.
- Sun, Q. and Tong, W.H.S., 2002. 'Malaysia privatization: A comprehensive study', *Financial Management*, 31(4):79–105.