

บทที่ 8

การเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและการบริหารจัดการ: กรณีบริษัทที่ปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการ

ข้อค้นพบสำคัญประการหนึ่งเกี่ยวกับโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการ (governance structure) ของภาคธุรกิจเอกชนไทยก็คือการที่ผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของ (ownership) กับผู้บริหารกิจการ (management) เป็นคนกลุ่มเดียวกัน (Claessens et al. 2000; Siamwalla 2001; Khantavit et al. 2003) ปัจจัยสำคัญที่ทำให้เป็นเช่นดังกล่าวน่าจะมาจากการที่ภาคเอกชนไทยที่เป็นแบบครอบครัว ตามหลักคิดที่ผ่านมาโดยเฉพาะอย่างยิ่งจากประสบการณ์ในประเทศตะวันตกอย่างสหรัฐอเมริกา เมื่อกิจการเกิดปัญหาในการดำเนินงานอย่างเช่น ประสบกับภาวะล้มละลาย (ไม่ว่าจะทางการเงินหรือในการดำเนินงาน) กลุ่มคนที่บริหารกิจการ มักจะถูกเปลี่ยนตัว อย่างไรก็ตาม สิ่งที่เกิดขึ้นดังกล่าวนี้มีเงื่อนไขสำคัญสองประการที่เกี่ยวข้อง ด้วยคือ 1) ในประเทศสหรัฐอเมริกานั้นเจ้าของกับผู้บริหารนั้นแยกจากกัน และ 2) ในประเทศสหรัฐอเมริกามีตลาดสำหรับผู้บริหารมืออาชีพ (professional manager) ซึ่งทำให้การหาตัวผู้บริหารใหม่เป็นไปได้โดยไม่ยากนัก

คำถามสำคัญที่ตามมาในกรณีของไทยก็คือ จากวิกฤติเศรษฐกิจแบบถ้วนหน้า (systemic crisis) ที่เกิดขึ้นในปี 2540 ซึ่งกิจการในภาคธุรกิจเอกชนไทยเป็นจำนวนมากได้ประสบปัญหาในการดำเนินงานจนถึงขั้นล้มละลาย (ทางการเงิน) จะเกิดการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการหรือไม่ และมีปัจจัยใดที่ส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการ การวิเคราะห์ในบทนี้มุ่งที่จะตอบคำถามดังกล่าวโดยพิจารณาการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในกลุ่มกิจการที่ประสบปัญหาในการดำเนินงานอย่างมากคือกลุ่มบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในหมวดบริษัทที่อยู่ในระหว่างการฟื้นฟูกิจการ (Rehabilitation Companies: Rehabco) หรือกระดาน Rehabco

แนวคิดพื้นฐานและสมมุติฐานที่สำคัญบางประการ

ในการวิเคราะห์ ผู้วิจัยได้พิจารณาการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและการบริหารที่เกิดขึ้นในระดับกิจการ (firm level) ของบริษัทที่อยู่ในกระดาน Rehabco ของตลาดหลักทรัพย์

¹ Khantavit et al. (2003) พบว่าเกิดการเปลี่ยนแปลงในการเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการเพียงเล็กน้อยของกลุ่มธุรกิจครอบครัวของไทยหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจในปี 2540 อย่างไรก็ตาม อาจมีข้อโต้แย้งต่อข้อค้นพบดังกล่าวได้ เนื่องจากปีที่ Khantavit et al. ใช้ในการวิเคราะห์ว่าเป็นปีหลังวิกฤตินั้นคือปี 2543 ผลการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในปีดังกล่าวอาจยังไม่เด่นชัดนักเนื่องจากกิจการที่มีปัญหาส่วนใหญ่ได้ปรับโครงสร้างหนี้ของตนในปี 2542 และ 2543 ผลที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการจึงอาจยังไม่เกิดขึ้น

ประเด็นสำคัญเริ่มต้นก็คือการพิจารณาว่ามีความแตกต่างในรูปแบบของการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการหรือไม่อย่างไร โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีของกิจการที่ประสบปัญหาการดำเนินงานจนถึงขั้นล้มละลายด้วยปัญหานี้สินที่มากและมากกว่าสินทรัพย์ เมื่อกิจการเหล่านี้ต้องแก้ไขปัญหของตนด้วยการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการผ่านวิธีการต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็น การลดหนี้หรือการแปลงหนี้เป็นทุนซึ่งส่งอาจผลต่อการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการในท้ายที่สุด² ในบางกรณีลูกหนี้อาจสูญเสียกิจการซึ่งหมายถึงการสูญเสียทั้งความเป็นเจ้าของและการบริหาร บางกรณีอาจสูญเสียแต่ความเป็นเจ้าของแต่ยังคงได้สิทธิในการบริหารหรือบางกรณีอาจไม่สูญเสียทั้งความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการเลย

ปัจจัยสำคัญที่คาดว่าจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการของบริษัทที่ดำเนินการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการก็คือ 1)สถานะทางการเงิน และ 2)รูปแบบหรือวิธีการที่ใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการ สำหรับการวิเคราะห์ในรายละเอียดของปัจจัยต่าง ๆ มีดังต่อไปนี้

1)ปัจจัยกลุ่มแรกที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงคือสถานะและความมั่นคงของกิจการที่วัดจากอายุของกิจการ ขนาดของกิจการ แนวโน้มของกิจการหรือกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับและความสามารถหลัก (core competency) ของกิจการ ปัจจัยเหล่านี้ส่งผลต่อระดับความมกน้อยของการเปลี่ยนแปลงที่อาจเกิดขึ้น นอกจากนั้น ความสามารถของเจ้าของในการที่จะรักษากิจการของตนยังเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อการรักษากิจการของตนไว้ไม่ว่าจะเป็นความพยายามผ่านการเพิ่มทุน การเจรจาเพื่อขอลดหนี้หรือซื้อหนี้ ซึ่งผลที่เกิดขึ้นนี้อาจแตกต่างกันไปในบริษัทที่มีโครงสร้างต่างกัน อย่างเช่นในบริษัทเชิงเดี่ยว (single) และบริษัทเชิงกลุ่ม (conglomerate) อาจมีการเปลี่ยนแปลงที่แตกต่างกัน เจ้าของของบริษัทเชิงกลุ่มอาจต้องขายกิจการบางอย่างในกลุ่มเพื่อรักษาธุรกิจหลัก (core business) เอาไว้ ความต้องการรักษากิจการหนึ่งอาจก่อให้เกิดการสูญเสียในอีกกิจการหนึ่งก็เป็นได้ อย่างไรก็ตาม การพิจารณาการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการในภาพรวมอาจทำให้ภาพดังกล่าวชัดเจนมากยิ่งขึ้น

2)ปัจจัยสำคัญประการต่อไปที่จะนำมาพิจารณาก็คือวิธีการที่ใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการ กิจการที่ได้รับการลดหนี้ในระดับสูงเจ้าของกิจการเดิมหรือลูกหนี้ก็น่าจะสูญเสียกิจการไปค่อนข้างมาก โดยส่วนใหญ่แล้วการลดหนี้ในระดับสูงมักจะตามมาด้วยการแปลงหนี้เป็นทุนและการเพิ่มทุน นั้นหมายความว่าเจ้าหนี้ก็ต้องการเข้ามาร่วมแบ่งปันมูลค่าของกิจการที่อาจเพิ่มขึ้นในอนาคต (โดยเฉพาะกรณีกิจการที่มีแนวโน้มการทำกำไรหรือกระแสเงินสดค่อนข้างดี)

² ในการปรับโครงสร้างหนี้ของลูกหนี้ที่มีปัญหา หากเจ้าหนี้เห็นว่าแนวโน้มของธุรกิจลูกหนี้ค่อนข้างดีก็อาจใช้วิธีแปลงหนี้เป็นทุนเพื่อปันส่วนแบ่ง (share) ในมูลค่าของกิจการที่อาจเพิ่มขึ้นในอนาคต (upside gain) รายละเอียดการวิเคราะห์ในประเด็นนี้สามารถดูได้จากบทที่ 5 และ 6

3)ความร่วมมือกันระหว่างเจ้าหนี้และลูกหนี้ (ซึ่งเป็นเจ้าของกิจการ) ยังเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลต่อการปรับโครงสร้างหนี้ ถ้าเจ้าหนี้และลูกหนี้ร่วมมือกันเป็นอย่างดี ลูกหนี้ก็ยังคงสภาพการเป็นเจ้าของและบริหารจัดการกิจการเอาไว้ได้ อย่างไรก็ตาม การวิเคราะห์ในเชิงเศรษฐกิจมิติได้รวมตัวแปรนี้เข้าไป เนื่องจากผลของความร่วมมือดังกล่าวนั้นค่อนข้างประจักษ์ชัดว่านำมาซึ่งการที่ลูกหนี้ยังคงรักษากิจการของตนไว้ได้

4)สัดส่วนการถือหุ้นโดยตรงของเจ้าของเดิมในช่วงก่อนวิกฤติเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและบริหารจัดการกิจการ³ เจ้าของเดิมที่สัดส่วนการถือหุ้นทางตรงค่อนข้างสูงมักไม่ต้องการสูญเสียกิจการของตนไป

5)ปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงอีกประการหนึ่งก็คือสัดส่วนหนี้สินต่อทุน (debt-to-equity ratio) ในช่วงก่อนวิกฤติ การมีหนี้สินค่อนข้างสูงย่อมส่งผลต่อสถานะทางการเงินและระดับการล้มละลายของกิจการ เจ้าของกิจการที่มีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนสูงจึงมีโอกาที่จะสูญเสียกิจการของตนสูงเช่นเดียวกัน

6)ในกรณีที่เจ้าของเดิมสูญเสียกิจการหรือความเป็นเจ้าของไปทั้งหมดนั้น กลุ่มคนที่บริหารจัดการ (ประธานกรรมการ ประธานกรรมการบริหาร หรือกรรมการผู้จัดการ) ก็น่าที่จะเปลี่ยนแปลงไปด้วย

7)จากหลักคิดและประสบการณ์ที่เกิดขึ้นในกรณีของสหรัฐอเมริกา ผลประกอบการที่ย่ำแย่ในช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่คาดว่าจะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและบริหารจัดการ

8)นอกเหนือจากปัจจัยต่าง ๆ ข้างต้นแล้ว ในการวิเคราะห์ (โดยเฉพาะในการทดสอบทางเศรษฐกิจมิติ) ยังได้จัดปัญหาของลักษณะอุตสาหกรรม (แรงงานเข้มข้นหรือทุนเข้มข้น) ออกไปด้วย

แบบจำลองและวิธีการที่ใช้ในการวิเคราะห์

วัตถุประสงค์หลักในการทดสอบทางเศรษฐกิจมิติคือเพื่อพิจารณาว่าปัจจัยใดที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและบริหารของกิจการที่มีปัญหาทางการเงินหลังจากวิกฤติเศรษฐกิจ

ในการวิเคราะห์ การเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของคือการเปลี่ยนแปลงในสัดส่วนการถือหุ้นของเจ้าของเดิมระหว่างก่อนและหลังวิกฤติเศรษฐกิจซึ่งผลของการเปลี่ยนแปลงนั้นเกิดขึ้น

³ การถือหุ้นทางตรงในที่นี้หมายถึงการถือหุ้นในนามของตนเองมิใช่การถือหุ้นผ่านผู้ใกล้ชิด (nominees) หรือบริษัทในเครือ

และมีผลกระทบจากการปรับปรุงโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการ⁴ สัดส่วนการถือหุ้นที่ (ส่วนมาก) ลดลง (หรือไม่เหลือ) ของเจ้าของเดิมในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจหมายความว่าเจ้าของกิจการได้สูญเสียความเป็นเจ้าของ (บางส่วนหรือทั้งหมด) ในกิจการไป ขณะที่การเปลี่ยนแปลงในการบริหารกิจการนั้นหมายถึงการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในตำแหน่งการบริหารที่สำคัญสามตำแหน่งคือ ประธานกรรมการ ประธานกรรมการบริหาร และกรรมการผู้จัดการ (หรือกรรมการผู้จัดการใหญ่ในบางกรณี) อย่างไรก็ตาม เนื่องจากในบางกิจการตำแหน่งบริหารแต่ละตำแหน่งที่อำนาจในการบริหารและควบคุมกิจการที่แตกต่างกันไป ในการวิเคราะห์จึงพิจารณาถึงการเปลี่ยนแปลงหรือการสูญเสียตำแหน่งบริหารของเจ้าของเดิมเป็นหลัก การเปลี่ยนแปลงตำแหน่งในการบริหารที่เปลี่ยนจากเจ้าของเดิมไปยังญาติหรือผู้ใกล้ชิดนั้นไม่นับว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงในการบริหารกิจการ เนื่องจากความเป็นเจ้าของหรืออำนาจการบริหารนั้นยังคงตกอยู่ในกลุ่มคนที่เป็นเจ้าของเดิม

จากกรอบแนวคิดในเนื้อหาส่วนก่อนหน้าสามารถจำแนกปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการออกได้เป็นสี่กลุ่มคือ 1)คุณลักษณะของกิจการ 2)ผลประกอบการทางการเงินและสถานะการล้มละลายของกิจการ 3)วิธีการและกลไกที่ใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้ และ 4)สัดส่วนการถือหุ้นของเจ้าของเดิมในกิจการ

ตัวแปรในกลุ่มแรกประกอบไปด้วยอายุ ขนาด ลักษณะของอุตสาหกรรม และโครงสร้างธุรกิจ กิจการที่ได้ก่อตั้งมาเป็นระยะเวลายาวนาน เจ้าของมักไม่ต้องการสูญเสียความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการไป นอกจากนั้น เจ้าของกิจการที่มีขนาดใหญ่ก็อาจไม่ต้องการสูญเสียกิจการไปเช่นกัน ขณะที่กิจการที่มีลักษณะของอุตสาหกรรมเป็นทุนเข้มข้นนั้น โอกาสที่เจ้าของจะสูญเสียกิจการไปก็มีน้อยเช่นกัน เนื่องจากในช่วงก่อนวิกฤติ (และหลังวิกฤติ) กิจการที่มีทุนเข้มข้นมักมีผลประกอบการที่ดี ทางด้านโครงสร้างของบริษัท เจ้าของกิจการที่มีโครงสร้างเป็นลักษณะเชิงกลุ่มมักจะไม่ต้องการสูญเสียความเป็นเจ้าของและการบริหารโดยเฉพาะในกิจการที่เป็นธุรกิจหลัก (บริษัทที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ส่วนใหญ่เป็นธุรกิจหลัก)

ตัวแปรในกลุ่มที่สองถือว่าเป็นกลุ่มที่สำคัญมากเนื่องจากเกี่ยวข้องกับผลประกอบการในช่วงก่อนวิกฤติและระดับของการล้มละลายเมื่อเริ่มปรับโครงสร้างหนี้ ตัวแปรในกลุ่มนี้ประกอบไปด้วยระดับการมีหนี้สิน (leverage level) ในช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ ผลประกอบการในส่วนของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ซึ่งสะท้อนความเป็นเจ้าของ) ช่วงก่อนวิกฤติ เงินทุนสำรองช่วงก่อนวิกฤติ และระดับของการล้มละลายในช่วงที่เริ่มเข้าสู่กระบวนการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการ หากกิจการมีหนี้สินในระดับสูง เจ้าของเดิมก็มีโอกาสที่จะสูญเสียความเป็นเจ้าของในระดับที่สูงเช่นเดียวกัน ขณะที่ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นก็เป็นตัวแปรหนึ่งที่สะท้อนผลประกอบการหรือความสามารถของเจ้าของเดิมได้ในระดับหนึ่ง นั่นหมายความว่าหากผลตอบแทนไม่ดีแล้วโอกาสที่เจ้าของเดิมก็มีโอกาสที่จะสูญเสียความเป็นเจ้าของและการบริหารไป

⁴ ในการวิเคราะห์ครั้งนี้ ปีก่อนวิกฤติหมายถึงปี 2539 และปีหลังวิกฤติหมายถึงปีล่าสุดที่จะสามารถหาข้อมูลได้ในการวิเคราะห์ส่วนใหญ่หมายถึงปี 2548

ได้เช่นกัน เงินทุนสำรองในช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่สำคัญและอาจช่วยให้เจ้าของเดิมไม่ต้องสูญเสียความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการของตนไป เนื่องจากหากมีเงินทุนสำรอง (ไม่ว่าจะอยู่ในรูปเงินสดหรือไม่ก็ตาม) เจ้าของกิจการอาจใช้เงินทุนสำรองดังกล่าวเป็นเกราะป้องกันการสูญเสียกิจการ เช่น อาจนำมาซื้อหนี้หรือเพิ่มทุนของกิจการตนได้ อย่างไรก็ตาม เงินทุนสำรองนั้นสามารถเป็นได้ทั้งเกราะป้องกันและเป้าหมายสำหรับการเข้ามาครอบงำกิจการได้ แต่ในการวิเคราะห์ครั้งนี้ได้พิจารณาในมุมที่ว่าเงินทุนสำรองนั้นนำมาใช้เป็นเกราะป้องกัน ขณะที่ระดับการล้มละลาย ณ เวลาที่เริ่มเข้าสู่กระบวนการปรับโครงสร้างหนี้ นั้น หากระดับการล้มละลายสูงโอกาสที่เจ้าของเดิมจะสูญเสียความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการก็มีสูง

วิธีการและกลไกที่ใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการเป็นตัวแปรกลุ่มที่สามและเป็นตัวแปรอีกกลุ่มหนึ่งที่มีความสำคัญมากในวิเคราะห์ โดยส่วนใหญ่แล้วกิจการที่มีหนี้สินในระดับสูง (แต่มีแนวโน้มของธุรกิจดี) มักจะได้รับการลดหนี้ควบคู่ไปกับการแปลงหนี้เป็นทุนจากเจ้าหนี้ และจากการแปลงหนี้เป็นทุนนี้เองที่ทำให้เจ้าของเดิมมีโอกาที่จะสูญเสียความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการได้ นั่นหมายความว่าลูกหนี้หรือเจ้าของกิจการที่ได้รับการลดหนี้ในปริมาณมากก็มีโอกาที่จะสูญเสียกิจการมาก ส่วนกลไกที่ใช้ใน การวิเคราะห์ในครั้งนี้คาดหมายว่ากิจการที่ปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลางนั้นมีโอกาสที่จะสูญเสียความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการสูง เนื่องจากลูกหนี้ที่ฟื้นฟูกิจการผ่านศาลนั้นส่วนใหญ่มีปัญหาทางการเงินที่ค่อนข้างรุนแรงและอาจส่งผลทำให้สูญเสียกิจการผ่านการลดหนี้และแปลงหนี้เป็นทุนในที่สุด

ตัวแปรในกลุ่มสุดท้ายคือสัดส่วนการถือหุ้นทางตรงของเจ้าของเดิมในช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ หากเจ้าของเดิมมีสัดส่วนการถือหุ้นในกิจการที่อยู่ในนามของตนเป็นจำนวนมาก ความต้องการที่จะสูญเสียความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการก็น้อยตามไปด้วย

ในการวิเคราะห์ ผู้วิจัยได้จำแนกสมการออกเป็นสองส่วนคือ 1)สมการการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของ และ 2)สมการการเปลี่ยนแปลงในการบริหารกิจการ จากความสัมพันธ์ที่กล่าวถึงข้างต้นสามารถนำมาเขียนในแบบของรูปฟังก์ชันได้ดังนี้

Ownership change = f(age, size, nature of industry, firm structure, pre-crisis leverage level, pre-crisis ownership performance, pre-crisis reserve, degree of insolvency, debt reduction, restructuring through court, pre-crisis direct shareholding)

⁵ การวิเคราะห์ในประเด็นนี้ได้ประยุกต์แนวคิดของ Faleye (2004) ที่พิจารณาว่าเงินสดที่บริษัทถืออยู่นั้นสามารถเป็นได้ทั้งเกราะป้องกันและเป็นเป้าหมายของการถูกครอบงำกิจการได้

Management change = f(age, size, nature of industry, firm structure, pre-crisis leverage level, pre-crisis ownership performance, pre-crisis reserve, degree of insolvency, debt reduction, restructuring through court, pre-crisis direct shareholding)

โดยที่ Ownership change = การเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนการถือหุ้นของเจ้าของเดิม

Management change = การเปลี่ยนแปลงในการบริหารกิจการ (เป็นตัวแปรหุ่น (dummy variable) ซึ่งมีค่าเท่ากับ 1 หากมีการเปลี่ยนแปลง)

age = อายุของกิจการ

size = ขนาดของกิจการ

nature of industry = ลักษณะของกิจการ

firm structure = โครงสร้างของกิจการ (เป็นตัวแปรหุ่น (dummy variable) ซึ่งมีค่าเท่ากับ 1 หากเป็นบริษัทเชิงกลุ่ม)

pre-crisis leverage level = ระดับการมีหนี้สินในช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ

pre-crisis ownership performance = ผลประกอบการในส่วนของผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นช่วงก่อนวิกฤติ

pre-crisis reserve = เงินทุนสำรองช่วงก่อนวิกฤติ

degree of insolvency = ระดับของการล้มละลายในช่วงที่เริ่มเข้าสู่กระบวนการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการ

debt reduction = ระดับของการลดหนี้

restructuring through court = การปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการผ่านศาล (เป็นตัวแปรหุ่น (dummy variable) ซึ่งมีค่าเท่ากับ 1 หากฟื้นฟูกิจการผ่านศาล)

pre-crisis direct shareholding = สัดส่วนการถือหุ้นทางตรงก่อนวิกฤติ

ในการประมาณสมการการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของใช้วิธีการกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares: OLS) ส่วนสมการการเปลี่ยนแปลงในการบริหารกิจการนั้นใช้วิธีการแบบ Logit เนื่องจากตัวแปรอิสระ (การเปลี่ยนแปลงในการบริหารกิจการ) นั้นเป็นตัวแปรหุ่น (dummy variable)

ค่าสมมุติฐานที่ตั้งไว้สำหรับตัวแปรอิสระเป็นดังนี้คือเครื่องหมายหน้าค่าสัมประสิทธิ์มีค่าเป็นบวกกรณีอายุ ขนาด ลักษณะของอุตสาหกรรม โครงสร้างกิจการ ผลประกอบการช่วงก่อนวิกฤติ และเงินทุนสำรองช่วงก่อนวิกฤติ ส่วนตัวแปรอิสระที่เหลือนั้นคาดว่าจะมีเครื่องหมายหน้าค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ

ในการวัดค่าตัวแปรตามกรณีของการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของนั้นเป็นการวัดการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในสัดส่วนการถือหุ้นของเจ้าของเดิมโดยปีก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ (2539)

เป็นปีตั้งต้นหลังจากนั้นจึงพิจารณาสัดส่วนการถือหุ้นในปีล่าสุด (ส่วนใหญ่เป็นปี 2548) ว่าสัดส่วนหรือร้อยละของการถือหุ้นนั้นเหลือเท่าใดแล้วจึงนำมาหักกลับกัน ตัวอย่างเช่น เจ้าของเดิมมีสัดส่วนการถือหุ้นในปี 2539 เท่ากับร้อยละ 80 แต่หลังจากวิกฤติเศรษฐกิจสัดส่วนการถือหุ้นของเจ้าของเดิมนั้นลดลงเหลือร้อยละ 20 นั้นหมายความว่าเจ้าของเดิมมีสัดส่วนการถือหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไป (ลดลง) ร้อยละ 60 ค่า 60 นี้จึงนำมาใส่เป็นค่าของตัวแปรอิสระในตัวอย่างนี้ โดยที่การลดลงร้อยละ 60 นี้เป็นค่าร้อยละของจำนวนหุ้นทั้งหมดมิใช่ร้อยละในรูปของอัตราการลดลง ส่วนตัวแปรตามกรณีสมการการเปลี่ยนแปลงในการบริหารกิจการนั้นเป็นตัวแปรหุ่นที่มีค่าเท่ากับ 1 หากมีการเปลี่ยนแปลงและมีค่าเท่ากับ 0 หากไม่เปลี่ยนแปลง ในการพิจารณาการเปลี่ยนแปลงการบริหารกิจการนั้นพิจารณาจากสามตำแหน่งหลักคือประธานกรรมการ ประธานกรรมการบริหาร และกรรมการผู้จัดการ (หรือกรรมการผู้จัดการใหญ่ในบางกรณี) ในการพิจารณาจะดูว่าตำแหน่งมีอำนาจในการบริหารและควบคุมกิจการนั้นอย่างแท้จริงหรือไม่ เนื่องจากในแต่ละบริษัทอำนาจการบริหารและควบคุมกิจการอาจไม่เหมือนกัน สำหรับรายละเอียดเกี่ยวกับตัวแปรอิสระและการวัดค่าสามารถดูได้จากตารางที่ 8.4

ประชากรและตัวอย่าง

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและอยู่หรือเคยอยู่ในกระดาน Rehabco นับตั้งแต่ที่ตลาดหลักทรัพย์ได้จัดตั้งกระดาน Rehabco ขึ้นมาในปี 2541 จนถึง ณ เดือนสิงหาคม 2548 มีบริษัทที่เข้ามาอยู่และเคยอยู่ในกระดานนี้แล้วทั้งสิ้น 102 บริษัท (คิดเป็นประมาณหนึ่งในสี่ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด) จากจำนวน 102 บริษัทนี้ ในการวิเคราะห์ได้คัดบริษัทที่ข้อมูลไม่สมบูรณ์ บริษัทที่เป็นรัฐวิสาหกิจ และบริษัทที่เข้ามาอยู่ในกระดาน Kehabco ในปี 2548⁶ ออกจากการวิเคราะห์ แต่ได้รวมบริษัทที่มีปัญหาทางการเงินแต่ได้เข้าอยู่ในกระดาน Rehabco อีกจำนวน 4 บริษัทด้วย ในที่สุดบริษัทตัวอย่างที่อยู่ในการวิเคราะห์มีทั้งสิ้น 69 บริษัท⁷

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาโดยเฉพาะข้อมูลทางการเงินและข้อมูลการถือหุ้นส่วนใหญ่มาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนั้นก็ยังยืมข้อมูลที่ได้จากกรมพัฒนาธุรกิจการค้า สำหรับบริษัทที่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และศาลล้มละลายกลาง สำหรับข้อมูลเกี่ยวกับการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลาง

⁶ เนื่องจากผลจากการปรับโครงสร้างหนี้และการฟื้นฟูกิจการที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการอาจยังไม่ชัดเจน

⁷ ได้แก่ บมจ. อิตาเลียนไทย บมจ. ทีพีโอโพลิน บมจ. จัสมินอินเตอร์เนชั่นแนล และ บมจ. ศรีไทยซูเปอร์แวร์

⁸ รายชื่อของบริษัทตัวอย่างสามารถดูได้จากภาคผนวก ง

ในการวิเคราะห์ ผู้วิจัยได้ใช้ปี 2539 เป็นปีก่อนวิกฤติและข้อมูลหลังจากปี 2540 เป็นปีหลังวิกฤติ สำหรับข้อมูลการถือหุ้นนั้นได้ใช้ข้อมูล N เดือนสิงหาคม 2548 เป็นช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจ นอกจากนี้ ในกรณีของบริษัทที่ถูกเพิกถอน (delisted) ออกจากตลาดหลักทรัพย์ ข้อมูลที่ใช้นั้นเป็นข้อมูลล่าสุดก่อนถูกเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์

นิยามของความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการ

ที่ผ่านมามีเอกสารและงานวิชาการหลายชิ้นที่ศึกษาเกี่ยวกับความเป็นเจ้าของและการควบคุมกิจการ (control) (La Pone et al. 1999; Claessens et al. 2000; Khantavit et al. 2003) งานวิจัยเหล่านี้ได้พิจารณาความเป็นเจ้าของและการควบคุมกิจการโดยพิจารณาจากสิทธิในกระแสเงินสด (cashflow rights) และสิทธิในการออกเสียงหรือการควบคุมกิจการ (control rights) ในกรณีของสิทธิในกระแสเงินสดเป็นการพิจารณาสัดส่วนการถือหุ้นที่เจ้าของมีอยู่ผ่านบริษัทต่างๆ ส่วนสิทธิในการควบคุมกิจการเป็นการพิจารณาสัดส่วนการถือหุ้นที่เจ้าของมีอยู่เช่นเดียวกันแต่ได้พิจารณาถึงอำนาจในการออกเสียงเพื่อควบคุมกิจการในบริษัทต่างๆ เช่น ครอบครัวหนึ่งถือหุ้นในบริษัท ก ร้อยละ 50 ขณะที่บริษัท ก ถือหุ้นในบริษัท ข ร้อยละ 30 หากการออกเสียงในการควบคุมกิจการทั้งสองนั้นเป็นไปตามปกติคือหนึ่งหุ้นหนึ่งเสียงและไม่มีการถือหุ้นไขว้ระหว่างบริษัท ครอบครัวดังกล่าวจะมีสิทธิในกระแสเงินสดของบริษัท ข เท่ากับร้อยละ 15 และจะมีสิทธิในการควบคุมบริษัท ข เท่ากับร้อยละ 50

อย่างไรก็ตาม ในการวิเคราะห์ครั้งนี้ได้เกณฑ์ในเรื่องสิทธิในการควบคุมกิจการมาปรับใช้ โดยที่จะพิจารณาว่าในโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทตัวอย่างนั้นมีใครเป็นเจ้าของ หลังจากนั้นจึงนับเอาจำนวนหุ้นที่เจ้าของถือ (ซึ่งถือว่าเป็นการถือหุ้นทางตรง) และการถือหุ้นผ่านญาติ ผู้ใกล้ชิด และบริษัทที่ตนเป็นเจ้าของ (ซึ่งถือว่าเป็นการถือหุ้นทางอ้อม) รวมเข้าด้วยกันและนับเป็นสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทตัวอย่างของเจ้าของ

เป็นที่ทราบกันดีอยู่แล้วว่าภายใต้กฎหมายของไทยและกฎเกณฑ์ของสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ก.ล.ต.) เกณฑ์พื้นฐานที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นรายใดรายหนึ่งหรือกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งมีอำนาจในการควบคุมกิจการผ่านการตัดสินใจที่สำคัญได้คือการถือหุ้นในสัดส่วนหรือการมีคะแนนเสียงที่ไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ขณะที่การตัดสินใจใดๆ ในประเด็นอื่นๆ เช่น การลดหรือเพิ่มทุนและการเปลี่ยนแปลงกรรมการบริษัทต้องใช้คะแนนเสียงถึงร้อยละ 75 อย่างไรก็ตาม ผู้ที่ถือหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ก็ถือได้ว่ามีอำนาจควบคุมกิจการได้ในระดับที่สำคัญ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการทำคำสั่งเสนอซื้อ (tender offer) หุ้นที่เหลืออยู่ในกิจการนั้นได้

สำหรับการพิจารณาเกี่ยวกับการควบคุมกิจการหรือในที่นี้คือการบริหารกิจการนั้น เริ่มต้นด้วยการพิจารณาว่าเจ้าของกิจการนั้นๆ มีตำแหน่งบริหารที่สำคัญใดบ้างใน 3 ตำแหน่งคือ ประธานกรรมการ ประธานกรรมการบริหาร และกรรมการผู้จัดการ (หรือกรรมการผู้จัดการใหญ่ในบางกรณี) หลังจากนั้นจึงจะพิจารณาว่าในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจเกิดการเปลี่ยนแปลงใน

ตำแหน่งดังกล่าวอย่างไรบ้าง หากเจ้าของเดิมยังอยู่ในตำแหน่งก็ถือว่าการบริหารกิจการไม่เปลี่ยนแปลง แต่หากเปลี่ยนไปเป็นบุคคลอื่นหรือเจ้าของใหม่ก็ถือว่าเป็นการบริหารเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ การเปลี่ยนตัวบุคคลจากเจ้าของเดิมไปยังญาติหรือผู้ใกล้ชิดนั้นไม่นับว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงในการบริหารกิจการ

ข้อคิดบางประการเกี่ยวกับความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการในบริษัทจดทะเบียน (ในตลาดหลักทรัพย์) ของไทย

บริษัทมหาชนของไทยนั้นประกอบกิจการอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติบริษัทมหาชน พ.ศ. 2535 ขณะที่บริษัทเอกชนโดยทั่วไปนั้นประกอบกิจการภายใต้ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ การใช้คำว่า “มหาชน” อาจทำให้คนทั่วไปเข้าใจผิดได้ว่าบริษัทแห่งนั้นจะต้องเกี่ยวข้องหรือมีคนเป็นจำนวนมากเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท อย่างไรก็ตาม ในความเป็นจริงแล้ว กฎหมายมิได้จำกัดจำนวนผู้ถือหุ้นสูงสุดที่บริษัทเอกชนทั่วไปสามารถมีได้ ข้อแตกต่างที่สำคัญระหว่างบริษัทเอกชนทั่วไปกับบริษัทมหาชนก็คือการได้รับความคุ้มครองทางกฎหมายในบริษัทมหาชนที่สูงกว่าบริษัทเอกชนทั่วไป บริษัทมหาชนของไทยนั้นสามารถจัดตั้งเป็นนิติบุคคลได้โดยการมีผู้ถือหุ้นอย่างน้อย 15 คนซึ่งโดยปกติแล้วคนกลุ่มนี้ถือกันว่าเป็นผู้ก่อตั้งบริษัท วัตถุประสงค์ในการดำเนินงานของบริษัทมหาชนนั้นมิได้นิยามหรือเกี่ยวข้องกับจำนวนผู้ถือหุ้นแต่เกี่ยวกับการจัดตั้งเพื่อต้องการขายหุ้นให้แก่สาธารณชน สาธารณชนในที่นี้หมายถึงใครก็ได้ที่มีใช้ผู้ก่อตั้ง จากข้อกำหนดของกฎหมายที่เกี่ยวข้องกับตลาดทุน การเสนอขายหุ้นให้แก่สาธารณชน (Initial Public Offering: IPO) มักดำเนินการหลังจากที่บริษัทมหาชนได้จัดตั้งขึ้นแล้วและเป็นการเพิ่มทุนหรือขายหุ้นจากผู้ก่อตั้งให้แก่สาธารณชน หน้าที่กำกับดูแลในส่วนนี้หรือในตลาดแรก (primary market) เป็นของ nam. เมื่อการ IPO เสร็จสิ้น บริษัทมหาชนก็อาจเลือกที่จะจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นตลาดรอง (secondary market) ได้ ข้อกำหนดหรือเกณฑ์พื้นฐานในการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประกอบด้วยจำนวนหุ้น มูลค่าหุ้น ผลประกอบการในอดีต และจำนวนของผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดจำนวนผู้ถือหุ้นรายย่อยขั้นต่ำไว้ที่ 150 คนและแต่ละคนสามารถถือหุ้นได้ไม่เกินร้อยละ 5 และเมื่อรวมกันแล้วต้องมีสัดส่วนไม่ต่ำกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นทั้งหมดในบริษัท

เมื่อพิจารณาในส่วนของการกระจายและการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์พบว่าบริษัทส่วนใหญ่มีลักษณะเป็นธุรกิจครอบครัวที่มีเจ้าของและผู้บริหารเป็นบุคคลคนเดียวหรือกลุ่มเดียวกันซึ่งมีหุ้นอยู่ไม่น้อยกว่าหนึ่งในสี่ของจำนวนหุ้นทั้งหมด ข้อค้นพบในกรณีของไทยที่ว่ากลุ่มคนที่เป็นเจ้าของและผู้บริหารกิจการเป็นกลุ่มเดียวกันนั้นแตกต่างจากที่พบในการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา (อย่างเช่น Berle and Means 1932; La Porta et al. 1999) การถือหุ้นผ่านตัวแทนหรือญาติและผู้ใกล้ชิด (nominees) นั้นมักไม่ปรากฏในข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์หรือถ้ามีในบางกรณีก็อาจต่ำกว่าความเป็นจริง การสูญเสียความเป็นเจ้าของผ่านการครอบงำกิจการ (takeover) เป็นปรากฏการณ์ที่มีไม่มากนักในกรณีของไทย อย่างในกรณี

สถาบันขนาดใหญ่เช่นธนาคารพาณิชย์นั้นเป็นไปได้ว่าการถือหุ้นของเจ้าของเดิมและผู้ร่วมทุนนั้น มักมีสัดส่วนที่ต่ำกว่าในอดีต ขณะที่ขนาดและสัดส่วนของ freefloat นั้นได้เพิ่มขึ้นและมีสัดส่วนค่อนข้างสูง บุคคลใดก็ตามที่ต้องการครอบงำกิจการธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ของไทยต้องดำเนินการผ่านทำคำเสนอซื้อและอาจเป็นไปได้ในหลักการหากผู้นั้นสามารถเสนอราคาหุ้นในระดับที่สูงกว่าเดิมอย่างเช่นร้อยละ 50 ขึ้นไป

ข้อเท็จจริงประการหนึ่งที่พบเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการของไทย การเปลี่ยนแปลงนั้นเกิดขึ้นไม่มากในกรณีของบริษัทที่มีปัญหาทางการเงิน ในกรณีของไทยซึ่งแตกต่างจากกรณีของสหรัฐอเมริกา (Gilson 1990) สาเหตุนี้น่าจะมาจากความแตกต่างในโครงสร้างของกิจการและวัฒนธรรมทางธุรกิจของทั้งสองประเทศนี้ นอกจากนี้แล้ว ในระดับการพัฒนาของทุนนิยมในประเทศไทยที่เป็นอยู่ บริษัทที่เจ้าของเป็นผู้ก่อตั้งด้วยนั้นสามารถเห็นได้ไม่ยากนักโดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริษัทที่ก่อตั้งมาเป็นเวลานานและมีลักษณะเป็นบริษัทเชิงกลุ่ม

ภาพทั่วไปเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการของบริษัทตัวอย่าง

ข้อค้นพบสำคัญประการแรกที่ได้จากการวิเคราะห์ข้อมูลก็คือบริษัทที่ถูกเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์ (delisted companies) แทบจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงในสัดส่วนการถือหุ้นหรือความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการเลย (ตารางที่ 8.1) สิ่งที่น่าสนใจก็คือว่าในความเป็นจริงแล้ว กิจการที่มีสถานะการเงินแย่มากและไม่สามารถแก้ไขปัญหาได้จนกระทั่งต้องถูกเพิกถอนออกจากตลาดหลักทรัพย์นั้นน่าที่จะต้องมีการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและการบริหารงาน แต่สิ่งที่เกิดขึ้นนั้นกลับเป็นไปในทางตรงกันข้าม เหตุที่เป็นเช่นดังกล่าวน่าจะมาจากการที่เจ้าของเดิมของบริษัทเหล่านี้อาจเลือกการเพิกถอน (ไม่ว่าจะเพิกถอนตัวเองด้วยความสมัครใจ หรือถูกตลาดหลักทรัพย์เพิกถอน) เป็นช่องทางออกและป้องกันไม่ให้นสูญเสียกิจการไปหากยังต้องอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ว่าการอยู่ในตลาดหลักทรัพย์นั้นมีโอกาสที่จะสูญเสียกิจการ (ไม่ว่าจะด้วยวิธีใด) สูงกว่าการอยู่นอกตลาดหลักทรัพย์ จากข้อค้นพบดังกล่าวนี้ การวิเคราะห์ในส่วนอื่นๆ จึงพิจารณาผลหลังจากที่ได้แยกบริษัทที่ถูกเพิกถอนออกด้วย

จากบริษัทตัวอย่างจำนวน 69 บริษัทพบว่าในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจนั้นบริษัทส่วนใหญ่มีเจ้าของและผู้บริหารเป็นคนเดียวกัน ขณะที่ผู้บริหารหรือผู้จัดการก็ยังคงเป็นกลุ่มคนภายใน (ครอบครัว) หรือคนที่ใกล้ชิด ผลการวิเคราะห์ที่ได้เป็นการยืนยันถึงการที่ธุรกิจเอกชนไทยเป็นธุรกิจครอบครัวที่เจ้าของและผู้บริหารเป็นคนกลุ่มเดียวกัน เมื่อจำแนกบริษัทที่ถูกเพิกถอนออกไปผลที่ได้ก็ยังคงไม่เปลี่ยนแปลง

เมื่อพิจารณาในส่วนของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหม่พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของเจ้าของใหม่คิดเป็นประมาณร้อยละ 13.9 ของมูลค่าหุ้นทั้งหมดในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ

ขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นจากเจ้าหนี้ในส่วนที่เป็นสถาบันการเงินนั้นได้เพิ่มขึ้นจากที่ในช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจอยู่ที่ประมาณร้อยละ 7 แต่ได้เพิ่มขึ้นอีกเท่าตัวโดยถือหุ้นเพิ่มขึ้นในบริษัทลูกหนี้เป็นร้อยละ 14.5 ในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจ

ตารางที่ 8.1: การเปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการ¹

	All (69)	Listing (55)	Delisted (14)
Ownership=Control (in 1996)			
Yes	65	51	14
No	4	4	0
Manager (in 1996)			
Inside	53	40	13
Outside	16	15	1
Shareholding of Controlling shareholder ² (%)			
1996	63.91	64.59	52.99
2005	24.05	24.05	na
Control Change			
Yes	18	18	0
No	51	37	14
Shareholding of Sew Owner ² (%)			
	13.87	13.84	na
Shareholding of Financial Institution ² (%)			
1996	6.93	6.45	14.59
2005	14.52	14.46	na

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: ¹ข้อมูล ณ เดือนสิงหาคม 2548

²เนื่องจากไม่สามารถหาข้อมูล ณ เดือนสิงหาคม 2548 ของบริษัทที่ถูกเพิกถอน (delisted companies) ได้จึงใช้ข้อมูลล่าสุดก่อนที่บริษัทเหล่านี้ถูกเพิกถอน

เมื่อจำแนกการสูญเสียความเป็นเจ้าของออกเป็นระดับต่างๆ (ตารางที่ 8.2) พบว่าบริษัทส่วนใหญ่สูญเสียความเป็นเจ้าของในอัตรา (การเปลี่ยนแปลง) ไม่เกินร้อยละ 25 (32 บริษัทจาก 69 บริษัท) ขณะที่บริษัทที่สูญเสียอำนาจการบริหารกิจการนั้นส่วนใหญ่สูญเสียความเป็นเจ้าของในอัตรา (การเปลี่ยนแปลง) มากกว่าร้อยละ 75 (11 จาก 18 บริษัท) ข้อมูลจากตารางที่ 8.3 ยังพบอีกว่าบริษัทที่สูญเสียอำนาจการบริหารได้สูญเสียความเป็นเจ้าของไปถึงอัตราร้อยละ 80 ขณะที่บริษัทที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงในการบริหารกิจการ เจ้าของเดิมได้สูญเสียสัดส่วนการถือหุ้นไปในอัตราร้อยละ 45

ผลจากการวิเคราะห์ที่ได้ก่อให้เกิดคำถามตามมาว่าเหตุใดเจ้าของเดิมซึ่งสูญเสียสัดส่วนการถือหุ้นไปค่อนข้างสูง (เกือบครึ่งหนึ่งของสัดส่วนการถือหุ้นเดิมในช่วงก่อนวิกฤติ) ยังคงสามารถรักษาอำนาจการบริหารกิจการไว้ได้ คำตอบต่อคำถามดังกล่าวน่าจะมาจากการที่เจ้าของเดิม (ลูก

หนี้) นั้นอาจเจรจาต่อรองกับเจ้าหนี้เพื่อพยายามรักษากิจการของตนไว้ โดยอาจยินยอมสูญเสียสัดส่วนการถือหุ้นหรือความเป็นเจ้าของผ่านการแปลงหนี้เป็นทุนไปบ้างเพื่อให้เจ้าหนี้ได้มีโอกาสเป็นส่วนในมูลค่าของกิจการที่อาจเพิ่มขึ้นในอนาคต ขณะเดียวกันก็อาจมีการทำสัญญาเพื่อให้เจ้าของเดิมนั้นได้สิทธิในการซื้อหุ้นคืน (buy-back option) และยังคงมีอำนาจในการบริหารกิจการต่อไป ตัวอย่างเช่นในกรณีของบมจ. มิลเลียนสตีล และบมจ. ศรีไทยซูเปอร์แวร์ ที่เจ้าของเดิมสูญเสียความเป็นเจ้าของไปบ้างแต่ยังคงได้สิทธิในการบริหารและการซื้อหุ้นคืนเมื่อเวลาผ่านไประยะหนึ่ง (สำหรับการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการในบริษัทตัวอย่างสามารถดูได้ในภาคผนวก จ)

ตารางที่ 8.2: การเปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการจำแนกตามอัตราการเปลี่ยนแปลงของความเป็นเจ้าของ

Ownership Change		Control Change
Level of % Change	No. of firms	No. of firms
$\leq 25\%$	32	3
$25\% < X \leq 50\%$	8	0
$50\% < X \leq 75\%$	11	4
$> 75\%$	18	11
Total	69	18

ที่มา: จากการคำนวณ

ตารางที่ 8.3: การเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของ

	Shareholding (Percentage Point)		Ownership Change	
	1996	2005	Absolute	Percentage
All				
Court	65.35	23.78	-41.57	-63.62
Out-of-Court	47.90	25.98	-21.92	-45.76
Non-Delisted				
Court	65.66	23.79	-41.87	-63.77
Out-of-Court	45.52	25.92	-19.60	-43.07
All				
Control Change	59.35	12.29	-47.06	-79.29
No Control Change	66.79	36.73	-30.06	-45.00
Non-Delisted				
No Control Change	68.25	36.79	-31.46	-46.10

ที่มา: จากการคำนวณ

ประเด็นที่น่าสนใจอีกประการหนึ่งก็คือว่าแม้ว่าสัดส่วนการถือหุ้นของเจ้าหนี้สถาบันการเงินจะเพิ่มขึ้นอย่างมาก (ในอัตราเกือบร้อยละ 100) ในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจ แต่เจ้าหนี้การเงินกลับมิได้เข้าไปมีส่วนในการบริหารกิจการของลูกหนี้เท่าใดนัก (แทบไม่มีเลย) ซึ่งแตกต่างจาก

ในช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจที่เจ้าหน้าที่ (บางราย) เข้าไปครอบครองกิจการลูกหนี้ไม่สามารถชำระหนี้ได้⁹

ปัจจัยสำคัญที่น่าจะทำให้เจ้าหน้าที่ไม่ต้องการเข้าไปมีส่วนในการบริหารกิจการของลูกหนี้ก็คือ 1) ลักษณะของวิกฤติที่เป็นแบบถ่วนหน้า และ 2) อัตราผลตอบแทนที่จะได้รับการที่จะเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารกิจการ จากลักษณะวิกฤติเศรษฐกิจที่เป็นแบบถ่วนหน้านี้ ลูกหนี้จำนวนมากประสบปัญหาทางการเงินและไม่สามารถชำระหนี้คืนให้แก่เจ้าหน้าที่ได้ หากเจ้าหน้าที่ยังคงพยายามดำเนินการเหมือนกับในช่วงก่อนวิกฤติคือส่งคนเข้าไปบริหารกิจการ แต่ในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจที่เป็นแบบถ่วนหน้าเช่นนี้ เจ้าหน้าที่คงไม่มีกำลังคนพอที่จะส่งเข้าไปบริหารในกิจการของลูกหนี้ซึ่งประสบปัญหาเป็นจำนวนมาก ยิ่งไปกว่านั้น ในประเทศไทยซึ่งไม่มีตลาดสำหรับผู้บริหารมืออาชีพและในขณะเดียวกันเจ้าหน้าที่เองก็ประสบกับปัญหาจากวิกฤติเศรษฐกิจ โอกาสที่เจ้าหน้าที่จะส่งคนไปบริหารกิจการลูกหนี้ก็ยิ่งเป็นได้ยากมากขึ้น นอกจากนั้นแล้ว ปัญหาที่เกิดขึ้นจากวิกฤติเศรษฐกิจแบบถ่วนหน้าในครั้งนี้เป็นปัญหาด้านการเงิน มิใช่ปัญหาในเรื่องความสามารถหรือผลประโยชน์ของลูกหนี้ โอกาสที่เจ้าหน้าที่จะเข้าไปบริหารกิจการจึงน่าจะน้อยกว่า (Sitglitz and Greenwald 2003: 246) ปัจจัยแรกนี้นำมาซึ่งปัจจัยที่สองนั่นก็คือเจ้าหน้าที่ในฐานะที่เป็นตัวแทนทางเศรษฐกิจหนึ่งที่มีเหตุผลคงต้องพยายามพิจารณาหาทางที่เหมาะสมที่สุดในการที่จะทำให้ตนได้รับผลตอบแทนหรือหนี้กลับคืนมาให้ได้มากที่สุด จากข้อวิเคราะห์ข้างต้นแสดงให้เห็นว่าทางออกที่ดีกว่าสำหรับเจ้าหน้าที่น่าจะเป็นการร่วมเข้าไปเป็นส่วนในมูลค่าของกิจการที่อาจเพิ่มขึ้นในอนาคตผ่านการแปลงหนี้เป็นทุน¹⁰ ขณะที่การส่งคนเข้าไปบริหารกิจการลูกหนี้ยังไม่แน่ชัดว่าจะได้ผลตอบแทนที่สูงกว่าหรือไม่ ข้อค้นพบดังกล่าวนี้ได้ตอกย้ำประเด็นสำคัญที่ว่าในความเป็นจริงแล้ว สิ่งเดียวที่เจ้าหน้าที่ต้องการได้รับกลับก็คือการชำระหนี้นั่นเอง

จากภาพรวมการเปลี่ยนแปลงที่เกิดขึ้นในความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการจากบริษัทตัวอย่างสามารถสรุปได้ในเบื้องต้นว่าผลจากวิกฤติเศรษฐกิจในกรณีของไทยนั้น การสูญเสียความเป็นเจ้าของมิได้หมายความว่าต้องสูญเสียการบริหารกิจการไปด้วย แม้ว่าโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการของไทยจะมีลักษณะที่ความเป็นเจ้าของกับการบริหารมิได้แยกออกจากกันอย่างไรรก็ตาม ยังมีกรณีที่เจ้าของเดิม (ลูกหนี้) ได้สูญเสียทั้งความเป็นเจ้าของและอำนาจการบริหารไป อย่างเช่นในกรณีของ บมจ. แนนเซอร์ลพาร์ค บมจ. พญาไท บมจ. ไรมอนแลนด์ บมจ. สยามชินเท็ค และ บมจ. อุตสาหกรรมปิโตรเคมีคัลไทย เป็นต้น

คุณลักษณะสำคัญของตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ

⁹ ข้อมูลนี้ได้จากการสัมภาษณ์ลูกหนี้บางราย

¹⁰ เป็นข้อมูลที่ได้จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่รายหนึ่ง

ข้อมูลจากตารางที่ 8.4 แสดงให้เห็นว่าบริษัทตัวอย่างนั้นมีอายุเฉลี่ยประมาณ 20 ปี ขณะที่ขนาดของสินทรัพย์เฉลี่ยในปี 2539 นั้นอยู่ที่ประมาณ 10,000 ล้านบาท บริษัทที่มีขนาดเล็กที่สุดคือ บมจ. เอส.วี.ไอ บริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่สุดคือ บมจ. ไทยนามพลาสติก ส่วนขนาดของสินทรัพย์เฉลี่ยต่อพนักงานนั้นในการศึกษานี้ใช้กำหนดลักษณะอุตสาหกรรมนั้นพบว่าสินทรัพย์เฉลี่ยต่อคนงานนั้นอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำคือ 20 ล้านบาทต่อคน นอกจากนั้น บริษัทส่วนใหญ่เป็นบริษัทเชิงเดี่ยว

ในส่วนของระดับการมีหนี้สินในปี 2539 นั้นเป็นที่ทราบกันดีอยู่แล้วว่าบริษัทของไทยส่วนใหญ่มีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนค่อนข้างสูง เช่นเดียวกัน บริษัทตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์ครั้งนี้มีหนี้สินค่อนข้างสูงคือคิดเป็นประมาณสี่เท่าของทุน นอกจากนั้นแล้ว อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นและสัดส่วนของเงินสำรองต่อทุนทั้งหมดนั้นค่อนข้างต่ำ อย่างไรก็ตาม เมื่อจำแนกบริษัทที่ถูกเพิกถอนออกไปพบว่าค่าดังกล่าวนั้นสูงขึ้น ขณะที่ระดับการล้มละลาย (ซึ่งวัดโดยอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์) ณ วันที่เริ่มเข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการหรือวันที่เข้าสู่กระบวนการ Rehabco (กรณีของบริษัทไม่ได้ฟื้นฟูกิจการผ่านศาล) พบว่าอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูงเช่นกันและผลที่ได้ก็ไม่แตกต่างเมื่อจำแนกบริษัทที่ถูกเพิกถอนออกไปแล้ว

โดยเฉลี่ยแล้ว บริษัทตัวอย่างได้รับการลดหนี้ในสัดส่วนร้อยละ 25-30 ของยอดหนี้ทั้งหมด ณ วันที่เข้าสู่กระบวนการปรับโครงสร้างหนี้ บมจ. สยามซิคเค็คเป็นบริษัทที่ได้รับการลดหนี้สูงที่สุดคือกว่าร้อยละ 90 จากจำนวนบริษัทตัวอย่างทั้งสิ้น 69 แห่งมี 47 แห่งที่ใช้กลไกของศาลล้มละลายกลางในการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการของตน ขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นทางตรงของเจ้าของเดิมนั้นอยู่ในระดับร้อยละ 20 ของมูลค่าหุ้นทั้งหมด

จากการพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (correlation coefficients) ของตัวแปรอิสระต่าง ๆ พบว่าค่าดังกล่าวมิได้บ่งชี้ถึงปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระในระดับสูง ค่าส่วนใหญ่อยู่ในระดับที่ไม่เกิน 0.25¹¹ เมื่อจำแนกบริษัทที่ถูกเพิกถอนออกไปค่าดังกล่าวได้ปรับตัว

¹¹ สำหรับรายละเอียดค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์สามารถดูได้จากภาคผนวก ฉ

ตารางที่ 8.4: สถิติที่สำคัญของตัวแปรอิสระ

Category	Unit	Variable Name	Min	Max	Mean ¹	Median
Firm's characters						
Year of establishment	No. of year ²	Age				
- All			8	66	19	15
- Non-Delisted			8	66	20	17
Total assets ³	Million Baht	Size				
- All			495.6	112,376.0	10,742.3	4,224.9
- Non-Delisted			495.6	112,376.0	12,445.1	5,147.0
Total assets per employee ⁴	Million Baht	Nature of Industry				
- All			0.12	440.54	19.79	3.55
- Non-Delisted			0.12	440.54	20.01	2.95
Structure	No. of firms	Structure				
- All		Conglomerate	22	47		
- Non-Delisted		Stand alone	21	34		
Firm's financial performance and distress						
Debt/Equity ⁵	Ratio	Pre-crisis leverage level	Min	Max	Mean ¹	Median
- All			0.01	56.22	3.75	2.39
- Non-Delisted			0.01	11.93	2.57	2.28
Gross returns/Equity ³	Ratio	Pre-crisis ownership performance				
- All			-4.40	2.95	0.16	0.19
- Non-Delisted			-0.64	2.95	0.24	0.20
Retained earnings/Equity ³	Ratio	Pre-crisis reserve				
- All			-9.17	0.89	-0.44	0.01
- Non-Delisted			-6.62	0.89	-0.27	0.04
Debt/Asset ⁶	Ratio	Degree of insolvency				
- All			0.07	12.86	1.48	1.22
- Non-Delisted			0.07	12.86	1.47	1.18

ตารางที่ 8.4 (ต่อ)

Category	Unit	Variable Name	Min	Max	Mean1	Median
Nature or restructuring						
Profit from restructuring/Debt ¹	%	Debt reduction				
- All			0.00	96.11	24.94	12.86
- Non-Delisted			0.00	96.11	31.05	22.40
Restructuring through Bankruptcy Court	No. of firms	Restructuring through court	Court	Out-of-Court		
- All			47	22		
- Non-Delisted			40	15		
Firm's shareholding						
Owner's direct-holding shares/Total shares ²	%	Pre-crisis direct shareholding of controlling shareholder only	Min ³	Max	Mean1	Median
- All			0.00	92.18	20.24	18.79
- Non-Delisted			0.00	92.18	21.19	18.79

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: ¹เป็นค่าเฉลี่ยอย่างง่าย

²ปี 1996 ลบด้วยปีก่อนตั้งกิจการ

³ข้อมูลปี 1996

⁴ข้อมูลปี 1994

⁵ณ วันที่เข้าสู่กระดาน Rehabco หรือ ณ วันที่ศาลสั่งฟื้นฟูกิจการ

⁶กำไรจากการปรับโครงสร้างหนี้ในช่วงปี 2541-2548 หักด้วยมูลหนี้ ณ วันที่เข้าสู่กระดาน Rehabco หรือ ณ วันที่ศาลสั่งฟื้นฟูกิจการ

Gross returns = earnings before interest, tax, depreciation, and amortization (EBITDA)

ผลการทดสอบทางเศรษฐมิติ

ผลจากการประมาณค่าสมการการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของโดยวิธีการแบบ OLS (ตารางที่ 8.5) แสดงให้เห็นว่าตัวแปรอิสระส่วนใหญ่มีเครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์เป็นไปตามสมมุติฐานที่ตั้งไว้ ยกเว้นในกรณีของตัวแปรขนาด ระดับการมีหนี้สินก่อนวิกฤติ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และสัดส่วนการถือหุ้นทางตรงของเจ้าของเดิมในช่วงก่อนวิกฤติ เศรษฐกิจ มีความเป็นไปได้ว่าเจ้าของกิจการขนาดใหญ่ได้สูญเสียสัดส่วนการถือหุ้นหรือความเป็นเจ้าของไปค่อนข้างมากเพื่อแลกกับการรักษากิจการของตนไว้ ขณะที่ระดับการมีหนี้สินและอัตราผลตอบแทนในช่วงก่อนวิกฤติอาจเป็นปัจจัยที่เจ้านี้ยำมาใช้พิจารณาในการเลือกวิธีการปรับโครงสร้างหนี้ กล่าวคือหากหนี้สินต่ำขณะที่อัตราผลตอบแทนสูงเจ้านี้ยาจต้องการเข้ามาเป็นส่วนในมูลค่าของกิจการที่อาจเพิ่มขึ้นได้ในอนาคตผ่านการแปลงหนี้เป็นทุน เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีสถานะค่อนข้างดี ส่วนสัดส่วนการถือหุ้นทางตรงของเจ้าของเดิมนั้นเป็นไปได้ว่าเจ้าของเดิมอาจยินยอมสูญเสียสัดส่วนการถือหุ้นในระดับที่สูงเพื่อแลกกับการรักษากิจการเอาไว้

เมื่อจำแนกบริษัทที่ถูกเพิกถอนออกไปจากการทดสอบพบว่าเครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์นั้นไม่เปลี่ยนแปลงและค่า $\text{adj. } R^2$ นั้นมีค่าเพิ่มมากขึ้น ตัวแปรที่มีนัยสำคัญทางสถิติประกอบด้วยอายุของกิจการ ระดับการมีหนี้สินก่อนวิกฤติ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นก่อนวิกฤติ เงินทุนสำรองก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ การได้รับการลดหนี้ และสัดส่วนการถือหุ้นทางตรงของเจ้าของเดิมในช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ ขณะที่ตัวแปรอีกส่วนหนึ่งที่แม้จะไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแต่ค่าสถิติที่ประมาณได้นั้นค่อนข้างสูงและอาจมีผลต่อตัวแปรตามก็คือขนาดของกิจการและการฟื้นฟูกิจการผ่านศาล ผลจากการประมาณสมการการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรเหล่านี้มีผลต่อการสูญเสียสัดส่วนการถือหุ้นหรือความเป็นเจ้าของ

ขณะที่ในการประมาณสมการการเปลี่ยนแปลงในการบริหารกิจการนั้น หลังจากที่ได้ทำการทดสอบพบว่าตัวแปรอิสระที่เหมาะสมและทำให้ค่าการทดสอบแบบจำลอง (specification test) มีค่าดีที่สุดประกอบไปด้วยตัวแปรอายุ ขนาด สัดส่วนเงินสำรองช่วงก่อนวิกฤติ การได้รับการลดหนี้ และการฟื้นฟูกิจการผ่านศาล โดยที่ตัวแปรทั้งหมดนี้แม้บางตัวจะไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแต่ก็มีค่าสถิติที่ประมาณได้อยู่ในระดับที่สูง ผลจากการประมาณค่าโดยวิธีการแบบ Logit (ตารางที่ 8.6) พบว่าตัวแปรอายุ สัดส่วนเงินสำรองช่วงก่อนวิกฤติ และการได้รับการลดหนี้มีค่าเป็นไปตามสมมุติฐาน ส่วนตัวแปรขนาดและการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลนั้นมีค่าตรงกันข้ามกับสมมุติฐานที่ตั้งไว้ กรณีตัวแปรขนาด คำอธิบายก็เป็นเช่นเดียวกันสมการการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของ ส่วนตัวแปรการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลนั้นเป็นได้ว่าลูกหนี้ส่วนใหญ่ซึ่งเป็นเจ้าของเดิมได้บริหารแผนฟื้นฟูกิจการหรือได้บริหารกิจการของตนผ่านการเจรจาปรับโครงสร้างหนี้

แบบร่วมมือกันกับเจ้าหนี้ (cooperative restructuring) ผลดังกล่าวเป็นการย้ำว่ากฎหมายฟื้นฟูกิจการของไทยมีลักษณะที่ใกล้เคียงกับ Chapter 11 ของสหรัฐอเมริกา (quasi-Chapter 11)¹²

ตารางที่ 8.5: ผลการประมาณค่าสมการการเปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของโดยวิธี OLS

<i>Dependent Variable</i> <i>Independent Variables</i>	<i>Ownership Change (Percentage Point)</i>	
	<i>All</i>	<i>Non-Delisted</i>
Constant	1.5812 (0.06)	-8.7765 (-0.27)
Age (ln) (Year)	13.2842 ** (2.30)	12.4362 * (1.77)
Size (ln) (Asset: Million Baht)	-4.8256 (-1.60)	-3.9997 (-1.23)
Nature of Industry (ln) (Asset/Employee)	2.5356 (1.19)	0.9736 (0.38)
Firm Structure ¹	7.6524 (1.11)	3.5848 (0.48)
Pre-crisis Leverage Level (Debt/Equity: Ratio)	1.2752 * (1.71)	7.6490 *** (2.87)
Pre-crisis Ownership Performance (Gross Returns/Equity: Ratio)	-1.0900 (-0.17)	-18.8268 * (-1.85)
Pre-crisis Reserve (Retain Earnings/Equity: Ratio)	5.1126 * (1.77)	13.1200 *** (2.97)
Degree of Insolvency (Debt/Asset: Ratio)	-1.4163 (-0.76)	-0.5084 (-0.26)
Debt Reduction (Profit from restructuring/Debt: %)	-0.2009 * (-1.99)	-0.2048 * (-1.83)
Restructuring through Court ²	-7.4565 (-1.11)	-8.2119 (-1.06)
Pre-crisis Direct Shareholding of Controlling Shareholder only (Owner's direct-holding shares/Total Shares: %)	-0.6876 *** (-4.00)	-0.7444 *** (-3.98)
Adjusted R ²	0.2961	0.3578
Prob. (F)	0.0007	0.0009
Number of Observations	69	55

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บคือค่าสถิติ t (t-statistics)

*, **, and *** แสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

¹บริษัทเชิงเดี่ยว = 0 และบริษัทเชิงกลุ่ม (conglomerate) = 1

²ปรับโครงสร้างหนี้นอกศาล = 0 และ ปรับโครงสร้างหนี้ผ่านศาล = 1

¹² การวิเคราะห์ในประเด็นที่เกี่ยวข้องนี้สามารถดูได้ในบทที่ 7

ตารางที่ 8.6: ผลการประมาณค่าสมการการเปลี่ยนแปลงการบริหารกิจการโดยวิธี Logit

Dependent Variable Independent Variables	Control Change (Dummy) ¹	
	At,	Non-Delisted
Constant	-3.6663 (-1.20)	-1.9736 (-0.59)
Age (ln) (Year)	-1.0774 (-1.57)	-1.3774 (-1.78)
Size (ln) (Asset: Million Baht)	0.6245 ** (1.99)	0.5788 (1.82)
Pre-crisis Reserve (Retain Earnings/Equity: Ratio)	-0.3300 * (-1.82)	-0.5607 (-1.89)
Debt Reduction (Profit from restructuring/Debt: %)	0.0476 *** (3.45)	0.0391 *** (2.78)
Restructuring through Court ²	-2.1232 ** (-2.42)	-2.1141 ** (-2.36)
% Correct	79.71	76.36
Number of Observations	69	55

ที่มา: จากการคำนวณ

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บคือค่าสถิติ t (t-statistics)

*, **, and *** แสดงถึงนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

¹ไม่เปลี่ยนแปลง = 0 และเปลี่ยนแปลง = 1

²ปรับโครงสร้างหนี้นอกศาล = 0 และ ปรับโครงสร้างหนี้ผ่านศาล = 1

ข้อค้นพบประการสำคัญที่ได้จากการอนุมานผลการวิเคราะห์ในเรื่องนี้ได้แสดงให้เห็นว่าการสูญเสียสัดส่วนการถือหุ้นหรือความเป็นเจ้าของนั้นมีได้หมายความว่าต้องสูญเสียอำนาจในการบริหารไปด้วย นอกจากนี้ ข้อค้นพบที่พบว่าในบริษัทส่วนใหญ่เจ้าของกิจการยังคงรักษาอำนาจในการบริหารไว้ได้นั้น ได้โต้แย้งกับงานวิชาการบางส่วนที่ได้ศึกษาถึงผลจากการปรับโครงสร้างหนี้ที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงการบริหารกิจการ (Gilson 1989; Gilson 1990; Hotchkiss 1995) งานวิจัยเหล่านี้พบว่าการเปลี่ยนแปลงการบริหารกิจการในบริษัทที่มีการปรับโครงสร้างหนี้ อย่างไรก็ตาม งานวิจัยทั้งหมดนี้ศึกษาในกรณีของประเทศสหรัฐอเมริกาซึ่งความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการนั้นแตกต่างกัน นอกจากนั้นสหรัฐอเมริกายังมีตลาดสำหรับผู้บริหารมืออาชีพจึงทำให้ข้อค้นพบในกรณีของไทยแตกต่างจากกรณีของสหรัฐอเมริกา นอกจากนั้นแล้ว การวิเคราะห์ที่แสดงไว้ในส่วนก่อนหน้านี้ยังแสดงให้เห็นถึงเหตุผลว่าทำไมเจ้าหนี้จึงเข้าไปเปลี่ยนแปลงหรือเข้าไปมีส่วนร่วมในการบริหารกิจการของลูกหนี้

บทสรุป

วิกฤตเศรษฐกิจแบบถดถอยในปี 2540 ได้ก่อให้เกิดการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการขนาดใหญ่ในธุรกิจเอกชนไทยเป็นจำนวนมาก ผลจากการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการมีส่วนทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการ ข้อค้นพบประการสำคัญที่ได้ก็คือว่าบริษัทที่ปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการส่วนใหญ่สูญเสียความเป็นเจ้าของไป

ในอัตราที่สูงแต่ยังคงรักษาอำนาจการบริหารกิจการไว้ได้ ข้อค้นพบดังกล่าวนี้ได้โต้แย้งกับงานวิชาการที่ได้ศึกษาในกรณีของสหรัฐอเมริกาที่พบว่าบริษัทที่ปรับโครงสร้างหนี้ส่วนใหญ่มีมีการเปลี่ยนแปลงในการบริหารกิจการ ปัจจัยสำคัญที่ทำให้เกิดความแตกต่างระหว่างกรณีของไทยกับสหรัฐอเมริกาคือวิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในปี 2540 เป็นวิกฤติแบบถั่วหน้าและโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการของไทยก็เป็นในลักษณะที่ความเป็นเจ้าของและการบริหารกิจการมิได้แยกออกจากกัน

BOX การปรับโครงสร้างหนี้กับการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของ :

กรณีปกติและกรณีพิศดาร

1. โดยทั่วไปเราน่าจะพยากรณ์ได้ว่าบริษัทที่มีสภาพล้มละลายสูงคือหนี้สูงกว่าสินทรัพย์มาก ทุนติดลบมีมาและการฟื้นฟูกิจการที่จะสัมฤทธิ์ผลได้ ต้องมีการลดหนี้ในสัดส่วนที่สูงมากรวมทั้งการแปลงหนี้เป็นทุนที่จะไม่มีพริตตี้สำหรับเจ้าของเดิม ถ้าเป็นเช่นนั้นกรณีนี้ที่เจ้าหนี้เห็นว่าโอกาสที่จะได้หนี้คืนมาก็จะมาจากการแสวงเงินสดหรือรายได้ในอนาคตที่คาดว่าจะมี และเมื่อบริษัทฟื้นเจ้าหนี้จะได้ชำระหนี้เป็นหุ้นที่ว่าจะมีค่าสูงขึ้น เจ้าของเดิมน่าจะไม่มีหรือมีหุ้นในบริษัทเป็นเสี่ยงขางน้อย เจ้าหนี้สถาบันการเงินรวมทั้งผู้ลงทุนใหม่ที่มีเงินใส่เข้ามาในบริษัทจะเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ เราพบกรณีเช่นนี้มีมากทีเดียว เช่น กรณีของบริษัทสหวิริยา SVOA , บริษัทไทยยิปซัม , ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน , โรมอนด์แลนด์ เป็นต้น หรือกรณีโรงพยาบาลพญาไท ซึ่งหนี้ได้รับ Hair Cut สูงในช่วงหลัง แต่ก็มีข้อสังเกตว่าระหว่างอยู่ในแผนเจ้าของเดิมคือ ดร.อาทิตย์ อุไรรัตน์ ไม่ได้รับผิดชอบให้บริหารแผนจากเจ้าหนี้ จนในที่สุด ดร.อาทิตย์ ต้องฟ้องร้องต่อศาล

2. อย่างไรก็ตามผลต่อการเปลี่ยนแปลงในความเป็นเจ้าของ ๆ เจ้าของเดิมหรือตามกฎหมายเรียกว่าผู้บริหารของลูกหนี้ จากการปรับโครงสร้างหนี้เป็นผลของอำนาจการต่อรองระหว่างกลุ่มเจ้าหนี้ต่าง ๆ และลูกหนี้ เป็นผลของการจัดการในเชิงกลยุทธ์ การใช้ยุทธวิธีทุกรูปแบบ เช่น ก. ชื้อหนี้ในราคาหักลดมาก ๆ ผ่านบริษัทในเครือจะได้มีเจ้าหนี้ที่เป็นพวกเดียวกับเจ้าหนี้ ซึ่งความได้เปรียบในการทำแผนหรือในการออกเสียงในที่ประชุมเจ้าหนี้ ข. รายงานด้านสินทรัพย์ของลูกหนี้ต่ำกว่าความเป็นจริง เช่น กรณี Natural Park ที่เจ้าหนี้ฟ้องศาลว่าลูกหนี้มีสิทธิ์เรียกร้องในหนี้แต่ไม่รายงาน ซึ่งศาลฎีกาก็เห็นด้วยกับเจ้าหนี้ ก. ใช้ประโยชน์จากหนี้ที่ผิดสัญญา ถ้ามีเจ้าหนี้รายใหม่เกิดขึ้นและเป็นพวกเดียวกันกับลูกหนี้จนเจ้าหนี้รายใหม่ครองสัดส่วนในหนี้และการออกเสียงสูงกว่าเจ้าหนี้เดิม เช่น กรณีที่เกิดขึ้นเมื่อเจ้าหนี้ที่เป็นสถาบันการเงินจากญี่ปุ่นฟ้อง SSM ต่อศาล เป็นต้น ทั้งหมดนี้เพื่อให้ได้มาซึ่งแผนที่จะเป็นประโยชน์ต่อลูกหนี้ เช่น เมื่อทำแผนก็ให้หนี้ที่เหลือน้อยที่สุด มีวิธีการชำระที่สร้างภาระน้อยแก่ลูกหนี้ เช่น ระยะเวลายาวและอัตราดอกเบี้ยต่ำ การประเมินมูลค่าบริษัทเพื่อให้ได้ราคาหุ้นเป็นพริตตี้แก่ลูกหนี้ก็จะดีมากเท่าไรยิ่งดี ทั้งหมดนี้เราได้เห็นความหลากหลายที่เจ้าหนี้แสดงต่อศาล เช่น กรณีของ SSM หรือ G-Steel , Siam Syntec , Natural Park. Jasmin ฯลฯ ซึ่งล้วนลูกหนี้ชานานามว่าเป็นการฟื้นฟูกิจการแบบพิศดาร

3. บางบริษัท เช่น ทีพีโอ , ศรีไทยซูเปอร์แวร์ ฯลฯ ซึ่งล้วนมีภาระหนี้สูงขึ้นจากการปรับค่าเงิน 2 บริษัทนี้เป็นตัวอย่างของการเป็นลูกหนี้ที่ใช้หลักประกันในการกู้เงินสูง ในประเด็นนี้อำนาจต่อรองกับเจ้าหนี้จะสู้กรณีของ Sino Thai Engineering (STEC) ที่กู้โดยไม่ค่อยมีหลักประกันจึงมีอำนาจต่อรองสูงกับเจ้าหนี้ ทั้งทีพีโอและศรีไทยซูเปอร์แวร์ คล้ายกันในเรื่องความไม่สำคัญหรือมีบทบาทน้อยของกำไรที่ได้จากการปรับโครงสร้างหนี้ กรณีทีพีโอนั้นตัว กรณีศรีไทยฯ ไม่ปรากฏว่ามีในงบการเงิน แต่ศรีไทยฯ ฐานะการเงินและกิจ

การมั่นคงและดีขึ้นตลอดหลังเข้าฟื้นฟู เจ้าของและผู้บริหารเดิมพอใจแม้สัดส่วนการถือหุ้นกลายเป็นเสียงข้างน้อย เจ้าหนี้ต่างประเทศและในประเทศถือหุ้นใหญ่ในบริษัท เจ้าหนี้และลูกหนี้ร่วมมือกันดิ้นรนที่มีมาตรการนิติพิทักษ์กันตรงกันข้ามเจ้าของเดิมซึ่งกลายเป็นถือหุ้นข้างน้อยไม่ได้บริหารแผน จวบจนปัจจุบันเราจึงได้เห็นความหลากหลายซึ่งล้วนอธิบายได้

DPU