

แนวทางการเพิ่มประสิทธิภาพการระดมทุน ในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทย

ธีระพล ตาชโรจน์

ยรรยง ไทยเจริญ

วัฒนพงศ์ วีรกุล

ธันวาคม 2552



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
The Stock Exchange of Thailand

Disclaimer : รายงานนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียน โดยเฉพาะ จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลที่เชื่อว่าจะมีความน่าเชื่อถือ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น มิได้สะท้อนความเห็นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแต่อย่างใด (V2)

สารบัญ

	หน้า
บทสรุปผู้บริหาร	i
บทนำ	1
บทที่ 1 สถานการณ์การระดมทุนในตลาดรองของไทย	5
1.1 ข้อมูลการระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทย	5
1.2 การระดมทุนในตลาดรองของไทยเปรียบเทียบกับต่างประเทศ	7
1.3 นัยที่มีต่อบริษัทจดทะเบียนและเศรษฐกิจโดยรวม	10
บทที่ 2 สาเหตุของปัญหาการระดมทุนในตลาดรองของไทย	13
2.1 ระดับการลงทุนของเศรษฐกิจไทยที่ต่ำกว่าประเทศในภูมิภาค	13
2.2 ประเด็นความต้องการรักษาสัดส่วนความเป็นเจ้าของกิจการ	15
2.3 ปัญหาโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน	16
2.4 กฎเกณฑ์สำหรับการระดมทุนด้านตลาดรอง	17
บทที่ 3 ปัญหาจากกฎเกณฑ์และขั้นตอนซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการเพิ่มทุนและข้อเสนอแนะ	21
3.1 การใช้ราคาหุ้นจดทะเบียน (ราคา par) เป็นเกณฑ์อ้างอิงสำหรับราคาเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน	21
3.2 การกำหนดสัดส่วนการอนุมัติเพิ่มทุนจากผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและมีสิทธิออกเสียง	26
3.3 การเรียกประชุมผู้ถือหุ้นในวาระพิเศษเพื่อขออนุมัติเพิ่มทุน	30
บทที่ 4 บทส่งท้าย	37
เอกสารแนบ	39

สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 1	จำนวนบริษัทจดทะเบียนที่มีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคา par 22
ตารางที่ 2	เกณฑ์คะแนนเสียงที่ใช้ขออนุมัติในเรื่องการเพิ่มทุน 28
ตารางที่ 3	ข้อมูลเปรียบเทียบการใช้ general mandate ในประเทศต่างๆ 32
ตารางที่ 4	ข้อเสนอการกำหนดขอบเขตของจำนวนหุ้นเพิ่มทุนและราคาเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน ในการนำ general mandate มาใช้ในกรณีของไทย 35

สารบัญภาพ

	หน้า	
ภาพที่ 1	มูลค่าการระดมทุนในตลาดรองช่วง ม.ค. – มิ.ย. 2552 (แยกรายประเทศ)	2
ภาพที่ 2	มูลค่าการระดมทุนในตลาดแรกและตลาดรองของไทยในช่วงปี 2543 – มิ.ย. 2552	5
ภาพที่ 3	การระดมทุนในตลาดรองในช่วงปี 2543 – มิ.ย. 2552 (แยกตามวัตถุประสงค์)	6
ภาพที่ 4	การระดมทุนในตลาดรองในช่วงปี 2543 – มิ.ย. 2552 (แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม)	6
ภาพที่ 5	อัตราเฉลี่ยการระดมทุนในตลาดรองที่เสนอขายหุ้นต่อนักลงทุนทั่วไป (public offering) เทียบกับมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในช่วงปี 2548 – 2551	7
ภาพที่ 6	มูลค่าการระดมทุนในตลาดรองที่เป็นการเสนอขายหุ้นต่อนักลงทุนทั่วไป (public offering) ของประเทศฮ่องกง สิงคโปร์ อินโดนีเซียและมาเลเซียเทียบกับประเทศไทย ในช่วงปี 2548 – มิ.ย. 2552	8
ภาพที่ 7	สัดส่วนของมูลค่าการระดมทุนในตลาดรองเทียบกับมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) ของไทยและประเทศในภูมิภาคในช่วง 2548 – มิ.ย. 2552	9
ภาพที่ 8	มูลค่าการลงทุนรวม ณ ราคาคงที่ของประเทศต่างๆ ในช่วงปี 2539 – 2551 (ค.ศ. 1996 – 2008)	14
ภาพที่ 9	ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (strategic shareholder) ของบริษัทจดทะเบียนไทย ในช่วงปี 2545 – มิ.ย. 2552	15
ภาพที่ 10	อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัทจดทะเบียนไทยในช่วงปี 2543 – มิ.ย. 2552	16
ภาพที่ 11	ปริมาณหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนไทยในช่วงปี 2543 – 2551	34

บทสรุปผู้บริหาร

ภายใต้ภาวะเศรษฐกิจที่ผันผวนและการแข่งขันธุรกิจที่รุนแรงขึ้นตามกระแสโลกาภิวัตน์ ความสามารถของธุรกิจในการบริหารจัดการทางการเงินให้สามารถตอบสนองต่อโอกาสและความท้าทายเชิงธุรกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพนั้นมีความสำคัญมากขึ้นตามลำดับ การระดมทุนในตลาดรอง (secondary equity offering : SEO) เป็นช่องทางการระดมทุนที่สำคัญช่องทางหนึ่งของบริษัทจดทะเบียนในการจัดหาทุนเพื่อวัตถุประสงค์ต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนเพื่อขยายธุรกิจ การปรับโครงสร้างทางการเงิน หรือการเพิ่มทุนเพื่อแก้ไขปัญหาด้านฐานะการเงิน โดยอาจเป็นการระดมทุนจากผู้ถือหุ้นเดิมหรือจากนักลงทุนทั่วไปก็ได้

อย่างไรก็ตาม จากการพิจารณาเปรียบเทียบข้อมูลการระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทยผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับกรณีของการระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนต่างประเทศผ่านตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคในช่วงที่ผ่านมา พบว่า การระดมทุนของบริษัทจดทะเบียนไทยมีปริมาณที่น้อยกว่าบริษัทจดทะเบียนในต่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญ โดยหากเทียบมูลค่าการระดมทุนในตลาดรองที่เสนอขายหุ้นต่อนักลงทุนทั่วไปต่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) ในช่วงปี 2548 – 2551 พบว่า ในกรณีบริษัทจดทะเบียนไทยจะมีค่าเพียงร้อยละ 0.14 ต่อปี ซึ่งเป็นค่าที่ต่ำที่สุดในภูมิภาค นอกจากนี้ การระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทยยังมีลักษณะ procyclical มากกว่าในกรณีของบริษัทจดทะเบียนในภูมิภาคอย่างชัดเจน กล่าวคือ การระดมทุนของบริษัทจดทะเบียนไทย จะมีมูลค่าสูงในช่วงขาขึ้นของเศรษฐกิจและตลาดหลักทรัพย์ แต่จะลดลงอย่างมากในช่วงขาลงของเศรษฐกิจ ขณะที่ในตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ในภูมิภาค บริษัทจดทะเบียนยังมีการระดมทุนในตลาดรองที่ค่อนข้างสูงแม้ในช่วงเศรษฐกิจขาลง ซึ่งมีนัยว่า บริษัทจดทะเบียนไทยยังไม่สามารถใช้ตลาดหลักทรัพย์เพื่อการระดมทุนและการบริหารจัดการทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพนัก โดยเฉพาะในการระดมทุนเพื่อรองรับผลกระทบที่อาจจะเกิดขึ้นจากช่วงเศรษฐกิจขาลง

สาเหตุของการระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทยที่มีปริมาณน้อยกว่าและมีลักษณะ procyclical มากกว่าประเทศอื่นในภูมิภาคนั้น ส่วนหนึ่งเป็นผลจากความต้องการระดมทุนของบริษัทจดทะเบียนไทยในรูปแบบหุ้นทุนที่น้อยในช่วงที่ผ่านมา โดยเกิดจากหลายปัจจัย เช่น การลงทุนที่ชะลอตัวอย่างมากนับแต่วิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 ปัญหาทางการเมืองและความไม่แน่นอนด้านนโยบายของภาครัฐ การพึ่งพาเงินทุนในรูปแบบอื่นที่มีต้นทุนถูกกว่า เช่น การกู้ยืมธนาคารพาณิชย์ การออกตราสารหนี้ หรือการใช้กำไร

สะสม เป็นต้น อย่างไรก็ตาม สาเหตุสำคัญอีกประการหนึ่งที่เป็นอุปสรรคต่อการระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทย ก็คือ กฎเกณฑ์ของทางการที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุนในตลาดรองที่ไม่เอื้อต่อการระดมทุนอย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้ในหลายกรณีบริษัทจดทะเบียนขาดความคล่องตัวในการระดมทุนได้ทันต่อภาวะตลาดและเงื่อนไขทางธุรกิจที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว นอกจากนี้ อุปสรรคจากกฎเกณฑ์ที่ไม่ยืดหยุ่นยังมีส่วนทำให้ต้นทุนในการระดมทุนสูงขึ้น รวมทั้งเพิ่มความเสี่ยงเชิงธุรกิจจากการที่บริษัทจดทะเบียนไม่สามารถวางแผนการระดมทุนได้ด้วยความมั่นใจอีกด้วย ซึ่งอาจเป็นส่วนหนึ่งของสาเหตุที่อธิบายพฤติกรรมของบริษัทจดทะเบียนไทยที่เลือกที่จะมีระดับหนี้สินต่อทุนต่ำมาก (over-capital) เพราะไม่มั่นใจว่าจะระดมทุนได้เมื่อจำเป็น

จากการศึกษาของผู้วิจัย พบว่า มีกฎเกณฑ์ 3 ประเด็นที่เป็นอุปสรรคสำคัญต่อการระดมทุนอย่างมีประสิทธิภาพของบริษัทจดทะเบียนไทย โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับเกณฑ์ในประเทศเพื่อนบ้าน จึงนำมาผู้ข้อเสนอเพื่อปรับปรุงกฎเกณฑ์ใน 3 ประเด็น ได้แก่

- (1) บริษัทจดทะเบียนที่มีกำไรสะสมสามารถเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนในราคาที่ต่ำกว่าราคา par ได้
- (2) ปรับสัดส่วนการให้ความเห็นชอบของผู้ถือหุ้นสำหรับการอนุมัติการเพิ่มทุนเป็นไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง (จากเดิมต้องไม่น้อยกว่าร้อยละ 75)
- (3) ให้บริษัทจดทะเบียนสามารถบรรจุมติเพิ่มทุนเป็นวาระปกติในที่ประชุมประจำปีและสามารถระดมทุนได้ระหว่างปีนั้น โดยไม่ต้องกลับมาขอมติจากผู้ถือหุ้นอีก (general mandate)

การปรับปรุงกฎเกณฑ์ในการระดมทุนทั้ง 3 ประเด็นนี้ จะมีส่วนสำคัญในการช่วยให้บริษัทจดทะเบียนไทยมีความคล่องตัวและยืดหยุ่นมากขึ้นในการใช้ตลาดหลักทรัพย์เพื่อเป็นช่องทางในการระดมทุนและบริหารจัดการทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งเป็นแนวนโยบายสำคัญที่ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกต่างได้ดำเนินการในช่วงที่ผ่านมา และจะมีส่วนช่วยให้ความสามารถในการแข่งขันทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนไทยและขีดความสามารถในการแข่งขันของเศรษฐกิจไทยเพิ่มสูงขึ้นด้วย

บทนำ

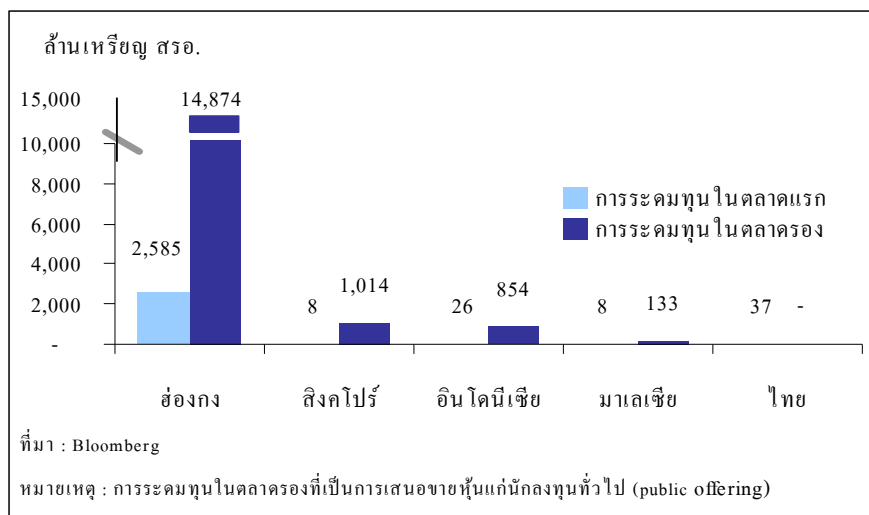
ภายใต้ภาวะเศรษฐกิจที่ผันผวนและการแข่งขันธุรกิจที่รุนแรงขึ้นตามกระแสโลกาภิวัตน์ ความสามารถของธุรกิจในการบริหารจัดการทางการเงินให้สามารถตอบสนองต่อโอกาสและความท้าทายเชิงธุรกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพนั้นถือเป็นประเด็นเชิงกลยุทธ์ที่สำคัญข้อหนึ่งของทุกธุรกิจ สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น การระดมทุนในตลาดรอง (secondary equity offering : SEO) นับเป็นช่องทางการระดมทุนที่สำคัญช่องทางหนึ่งในการจัดหาทุนเพื่อเป้าหมายเชิงกลยุทธ์ต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนเพื่อขยายธุรกิจ การปรับโครงสร้างทางการเงิน หรือการเพิ่มทุนเพื่อแก้ไขปัญหาด้านฐานะการเงิน โดยอาจเป็นการระดมทุนจากผู้ถือหุ้นเดิมหรือจากนักลงทุนทั่วไปก็ได้

อย่างไรก็ตาม จากการพิจารณาเปรียบเทียบข้อมูลการระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทยผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) กับกรณีของการระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนต่างประเทศผ่านตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคในช่วงที่ผ่านมา พบประเด็นที่น่าสนใจ 2 ประเด็น โดยประเด็นแรกเกี่ยวกับการระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทยที่อยู่ในระดับต่ำ โดยในช่วงปี 2543 – มิถุนายน 2552 มีมูลค่าการระดมทุนในตลาดรองเพียง 803,619 ล้านบาท และมีแนวโน้มปรับลดลงอย่างต่อเนื่องนับจากปี 2549 และที่สำคัญ การระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทยมีมูลค่าน้อยกว่าบริษัทจดทะเบียนในต่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญ โดยหากเทียบมูลค่าการระดมทุนในตลาดรอง (ในรูปแบบการระดมทุนจากนักลงทุนทั่วไป หรือ public offering) ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) ในช่วงปี 2548 – 2551 พบว่า ในกรณีบริษัทจดทะเบียนไทยจะมีค่าเฉลี่ยเพียงร้อยละ 0.14 ต่อปี ในขณะที่ประเทศ ฮองกง สิงคโปร์ อินโดนีเซีย และมาเลเซียมีสัดส่วนดังกล่าวเฉลี่ยร้อยละ 0.87 0.68 0.60 และ 0.31 ตามลำดับ ซึ่งสัดส่วนของไทยนับเป็นค่าที่ต่ำที่สุดในภูมิภาค

ในประเด็นที่สอง การระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทยยังมีลักษณะ procyclical มากกว่าในกรณีของบริษัทจดทะเบียนในภูมิภาคอย่างชัดเจน กล่าวคือ การระดมทุนของบริษัทจดทะเบียนไทยจะมีมูลค่าสูงในช่วงขาขึ้นของเศรษฐกิจและตลาดหลักทรัพย์ แต่จะลดลงอย่างมากในช่วงขาลงของเศรษฐกิจ ขณะที่ในตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ในภูมิภาค บริษัทจดทะเบียนยังมีการระดมทุนในตลาดรองที่ค่อนข้างสูงแม้ในช่วงเศรษฐกิจขาลง ดังสะท้อนได้จากภาพที่ 1 ซึ่งแสดงถึงมูลค่าการระดมทุนในตลาดรองที่เสนอขายต่อนักลงทุนทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ในภูมิภาคในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2552 ซึ่งเป็นช่วงที่เศรษฐกิจอยู่ในช่วงขาลงจากวิกฤต subprime พบว่า บริษัทจดทะเบียนของไทยไม่มีการระดมทุนในตลาด

รองที่เสนอขายต่อนักลงทุนทั่วไป (public offering) เลย ในขณะที่ฮ่องกงมีมูลค่าการระดมทุนในตลาดรองที่เสนอขายต่อนักลงทุนทั่วไปสูงมากถึง 14,874 ล้านดอลลาร์. (ภาพที่ 1)

ภาพที่ 1 : มูลค่าการระดมทุนในตลาดรองช่วง ม.ค. - มิ.ย. 2552 (แยกรายประเทศ)



แม้ในทางปฏิบัติ อาจมีหลายปัจจัยที่ส่งผลต่อการตัดสินใจที่แตกต่างกันของบริษัทจดทะเบียนของแต่ละประเทศในการระดมทุน เช่น สภาพเศรษฐกิจ ฐานะทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน เป็นต้น แต่การที่บริษัทจดทะเบียนไทยมีการระดมทุนในตลาดรองในสัดส่วนที่น้อยและมีลักษณะ procyclical ค่อนข้างมากกว่าบริษัทจดทะเบียนในประเทศอื่น สะท้อนให้เห็นว่าการใช้การระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทยเพื่อตอบสนองต่อโอกาสและความท้าทายต่างๆ ยังไม่มีประสิทธิภาพนัก ซึ่งมีนัยที่สำคัญทั้งต่อความสามารถในการแข่งขันของธุรกิจไทยและเสถียรภาพของเศรษฐกิจโดยรวม

รายงานฉบับนี้จึงมีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาถึงสาเหตุที่เป็นปัญหาหรืออุปสรรคที่ทำให้กิจกรรมการระดมทุนในตลาดรองไม่ได้รับความสนใจจากบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทย หรือมีอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับประเทศเพื่อนบ้าน โดยการศึกษาจะเน้นในอุปสรรคที่เกิดจากขั้นตอนและกฎเกณฑ์ในการระดมทุนที่ไม่เอื้อต่อเงื่อนไขการดำเนินธุรกิจภายใต้วัฏจักรธุรกิจ (business cycle) ที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วในปัจจุบัน รวมถึงจัดทำข้อเสนอแนะเชิงนโยบายที่รักษาสมดุลระหว่างการเพิ่มความคล่องตัวให้กับบริษัทจดทะเบียนไทยในการใช้การระดมทุนในตลาดรองได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ควบคู่ไปกับการพิจารณาแนวทางในการรักษาผลประโยชน์ในส่วนของผู้ถือหุ้นด้วย โดยในบทที่ 1 จะนำเสนอข้อมูลการระดมทุนในตลาดรองของไทยเทียบกับต่างประเทศ รวมทั้งนัยที่มีต่อธุรกิจและเศรษฐกิจไทย บทที่ 2 จะ

อธิบายถึงปัจจัยที่ทำให้การระดมทุนในตลาดรองของไทยมีมูลค่าที่น้อยและมีลักษณะ procyclical มากกว่าต่างประเทศ บทที่ 3 เป็นการนำเสนอปัญหาด้านกฎเกณฑ์ที่เป็นอุปสรรคสำคัญของการระดมทุนในตลาดรอง กรณีศึกษาที่เกี่ยวข้องกับอุปสรรคด้านกฎเกณฑ์เหล่านั้น พร้อมข้อเสนอแก้ไขกฎเกณฑ์ที่จะช่วยให้บริษัทจดทะเบียนไทยสามารถระดมทุนในตลาดรองได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นและบทที่ 4 สรุปประเด็นและข้อเสนอแนะที่สำคัญ

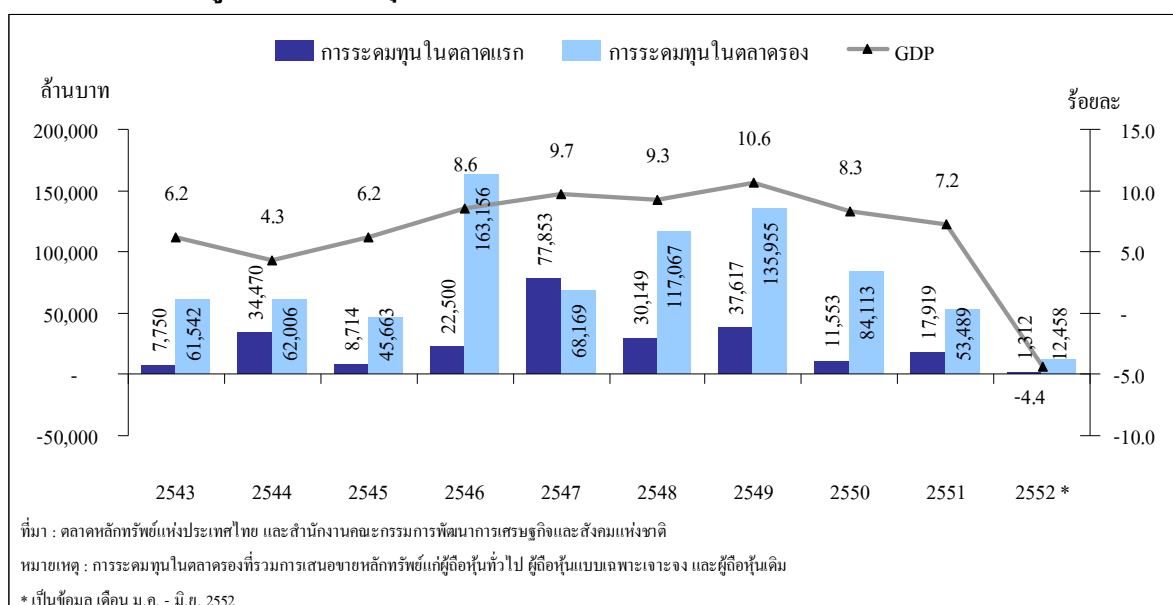
บทที่ 1 : สถานการณ์การระดมทุนในตลาดรองของไทย

การระดมทุนหรือการเพิ่มทุนในตลาดรอง (secondary equity offering : SEO) เป็นการระดมเงินทุนเพิ่มเติมของบริษัทจดทะเบียนหลังจากที่ได้ระดมทุนครั้งแรก (initial public offering : IPO) เมื่อเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ วัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนส่วนใหญ่ คือ (1) เพื่อขยายการลงทุนหรือขยายธุรกิจ (2) เพื่อปรับโครงสร้างบริหารจัดการของบริษัทและแก้ไขปัญหาฐานะการเงิน และ (3) เพื่อตอบสนองกฎเกณฑ์เฉพาะด้านที่ถูกกำหนดขึ้น อาทิเช่น เกณฑ์เงินทุนสำรองต่อสินทรัพย์เสี่ยงซึ่งบังคับใช้ในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ เป็นต้น และ (4) เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนและอื่นๆ

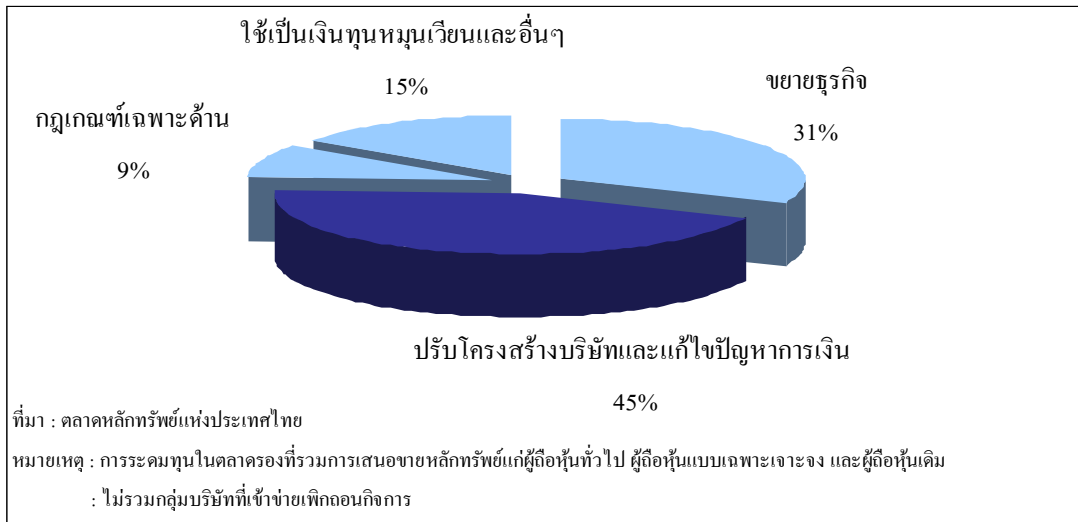
1.1 ข้อมูลการระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทย

จากการพิจารณาการระดมทุนในตลาดรองของประเทศไทยในช่วงปี 2543 จนถึงเดือน มิถุนายน ของปี 2552 (ภาพที่ 2) พบว่ามีมูลค่าการเพิ่มทุน 803,619 ล้านบาท ซึ่งสาเหตุของการเพิ่มทุนส่วนใหญ่ คือ เพื่อปรับโครงสร้างบริหารจัดการของบริษัทและแก้ไขปัญหาด้านฐานะการเงินคิดเป็นร้อยละ 45 ของมูลค่าการระดมทุนรวมทั้งหมด รองลงมา คือ เพื่อขยายการลงทุนหรือขยายธุรกิจ คิดเป็นร้อยละ 31 ของมูลค่าการเพิ่มทุนทั้งหมด และเพื่อปฏิบัติตามเกณฑ์การดำรงเงินกองทุนของกลุ่มธนาคารพาณิชย์ (capital adequacy ratio) คิดเป็นร้อยละ 9 ของมูลค่าการเพิ่มทุนทั้งหมดตามลำดับ (ภาพที่ 3)

ภาพที่ 2 : มูลค่าการระดมทุนในตลาดแรกและตลาดรองของไทยในช่วงปี 2543 – มิ.ย. 2552

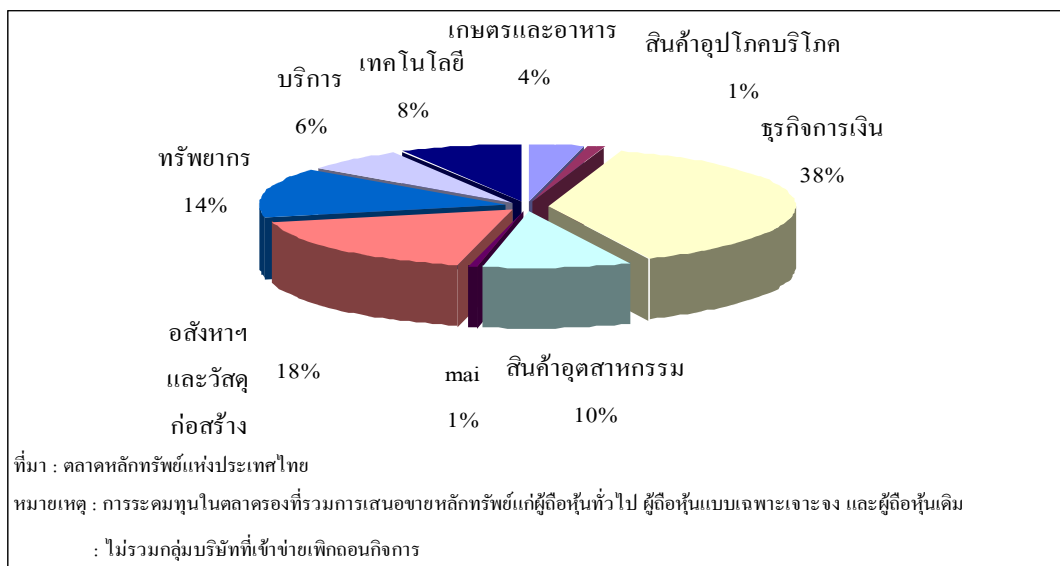


ภาพที่ 3 : การระดมทุนในตลาดรองในช่วงปี 2543 – มิ.ย. 2552 (แยกตามวัตถุประสงค์)



เมื่อพิจารณาสัดส่วนการระดมทุนในตลาดรองแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า กลุ่มธุรกิจการเงินคือกลุ่มที่มีการระดมทุนในสัดส่วนที่สูงที่สุดในสัดส่วนร้อยละ 38 ของมูลค่าการระดมทุนทั้งหมด (ภาพที่ 4) อย่างไรก็ตาม การระดมทุนส่วนใหญ่จะเป็นไปเพื่อแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานในอดีต โดยเฉพาะผลกระทบจากช่วงวิกฤติเศรษฐกิจในปี 2540 รองลงมาได้แก่ กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และวัสดุก่อสร้าง และกลุ่มทรัพยากร คิดเป็นร้อยละ 18 และ 14 ตามลำดับ

ภาพที่ 4 : การระดมทุนในตลาดรองในช่วงปี 2543 – มิ.ย. 2552 (แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม)



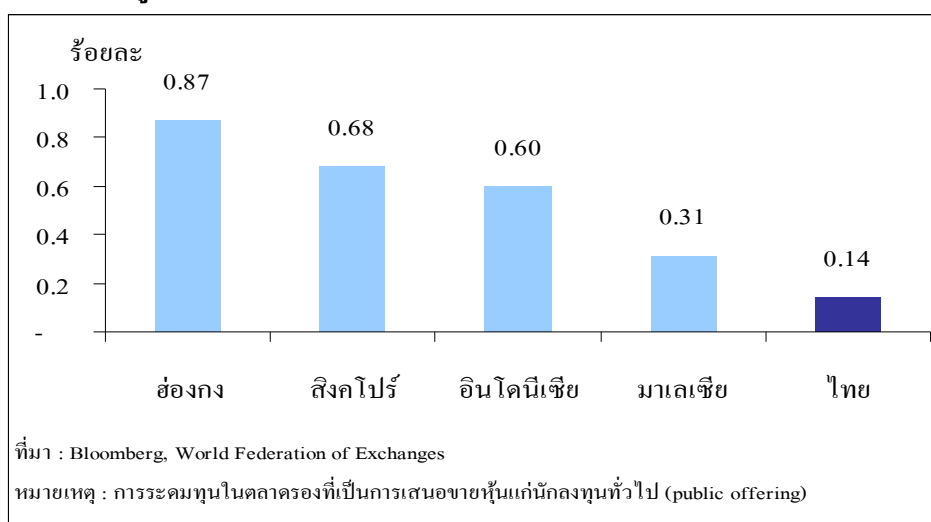
1.2 การระดมทุนในตลาดรองของไทยเปรียบเทียบกับต่างประเทศ

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบข้อมูลการระดมทุนในตลาดรองระหว่างบริษัทจดทะเบียนไทยและบริษัทจดทะเบียนต่างประเทศ พบประเด็นที่อาจสะท้อนถึงประสิทธิภาพในการใช้ตลาดรองเพื่อการระดมทุน 2 ประเด็น ดังนี้

1.2.1 การระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทยน้อยกว่าบริษัทจดทะเบียนต่างประเทศอย่างมีนัยสำคัญ

ในการเปรียบเทียบความสำคัญของการระดมทุนผ่านตลาดรองด้วยการใช้มูลค่าเงินลงทุนที่ระดมทุนได้ในตลาดรองของแต่ละประเทศอาจไม่เหมาะสม เพราะตลาดที่มีขนาดใหญ่กว่าตามมูลค่าของราคาตลาดของหลักทรัพย์ทั้งหมดย่อมมีโอกาสที่มูลค่าของการระดมทุนในตลาดรองจะสูงกว่าด้วย ดังนั้น จึงจำเป็นต้องพิจารณานาถของตลาดหลักทรัพย์ในการเปรียบเทียบด้วย ภาพที่ 5 แสดงการเปรียบเทียบสัดส่วนมูลค่าของการระดมทุนในตลาดรองที่เสนอขายต่อนักลงทุนทั่วไป หรือ public offering (เอกสารแนบที่ 1) หารด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของแต่ละตลาดหลักทรัพย์ โดยเป็นค่าเฉลี่ยของสัดส่วนระหว่างปี 2548 – 2551 พบว่า ค่าเฉลี่ยของประเทศไทยอยู่ที่ร้อยละ 0.14 ต่อปีซึ่งต่ำกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค เช่น ฮองกง สิงคโปร์ อินโดนีเซีย และมาเลเซีย ที่มีสัดส่วนอยู่ที่ร้อยละ 0.87 0.68 0.60 และ 0.31 ต่อปีตามลำดับ หมายความว่า บริษัทจดทะเบียนไทยใช้ตลาดหลักทรัพย์เพื่อเป็นช่องทางในการระดมทุนผ่านตลาดรองน้อยกว่าบริษัทจดทะเบียนในฮองกงถึง 6 เท่า

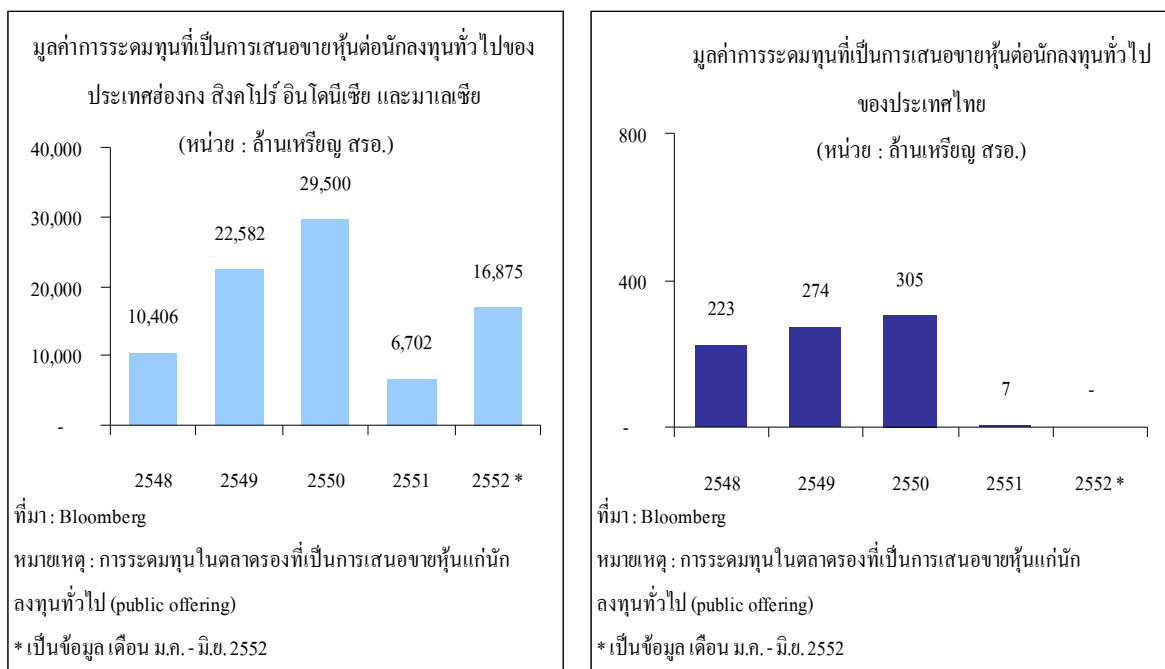
ภาพที่ 5 : อัตราเฉลี่ยการระดมทุนในตลาดรองที่เสนอขายหุ้นแก่นักลงทุนทั่วไป (public offering) เทียบกับมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในช่วงปี 2548 - 2551



1.2.2 การระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทยมีลักษณะ procyclical มากกว่า

โดยทั่วไป ความต้องการในการระดมทุนของบริษัทจดทะเบียนไม่ว่าในตลาดแรกหรือตลาดรอง มักจะมีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกันกับภาวะเศรษฐกิจ กล่าวคือ การระดมทุนของบริษัทจดทะเบียน จะมีมูลค่าสูงในช่วงเศรษฐกิจดี แต่จะชะลอตัวลงในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ ซึ่งไม่ใช่เรื่องเหนือความคาดหมาย เนื่องจากความต้องการเงินทุนเพื่อวัตถุประสงค์ต่างๆ โดยเฉพาะการลงทุนขยายธุรกิจขึ้นอยู่กับทิศทางเศรษฐกิจเป็นหลัก นอกจากนั้น ในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ ราคาหลักทรัพย์มักจะปรับลดลง การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงดังกล่าวจึงอาจมีต้นทุนในการระดมทุนที่สูงขึ้น จึงทำให้การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์มีลักษณะ procyclical หรือมีแนวโน้มเปลี่ยนแปลงไปตามภาวะเศรษฐกิจด้วย

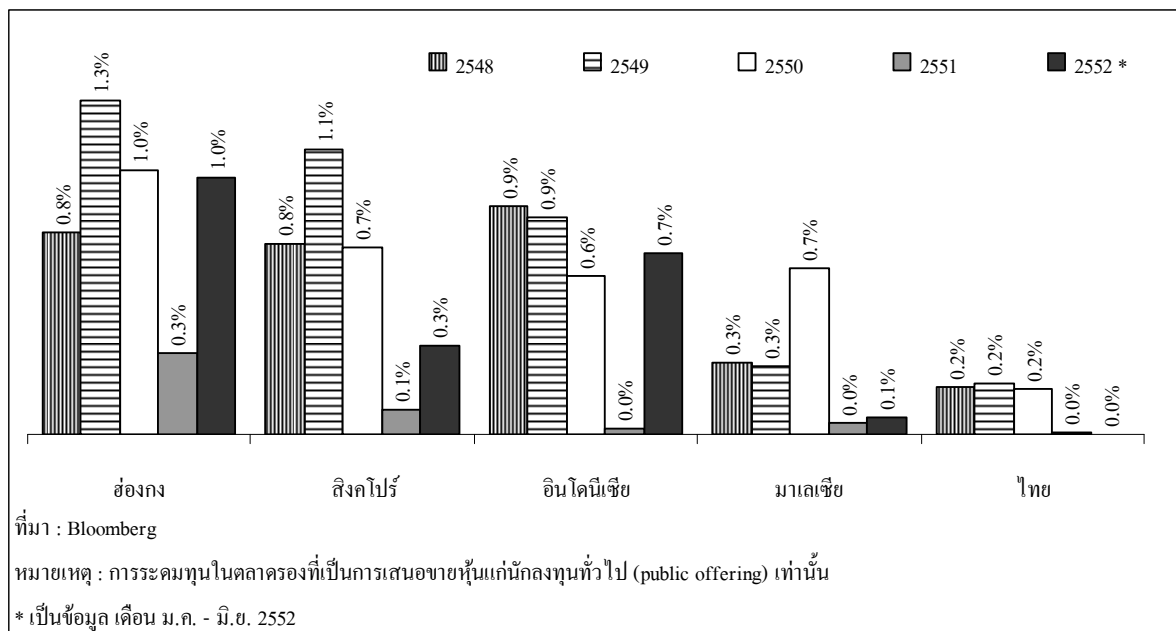
ภาพที่ 6 : มูลค่าการระดมทุนในตลาดรองที่เป็นการเสนอขายหุ้นต่อนักลงทุนทั่วไป (public offering) ของประเทศฮ่องกง สิงคโปร์ อินโดนีเซียและมาเลเซียเทียบกับประเทศไทย ในปี 2548 – มิ.ย. 2552



อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาอย่างใกล้ชิดจะพบประเด็นที่น่าสนใจ ได้แก่ การระดมทุนในตลาดรองของไทยมีลักษณะเป็น procyclical มากกว่าประเทศอื่นๆ อย่างชัดเจน โดยในภาพที่ 6 แสดงถึงมูลค่าการระดมทุนในตลาดรองที่เสนอขายต่อนักลงทุนทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์ไทยและตลาดหลักทรัพย์ในภูมิภาคในช่วงปี 2548 – เดือนมิถุนายน 2552 พบว่า แม้การระดมทุนของบริษัทจดทะเบียนไทย จะมีมูลค่าสูงในช่วงขาขึ้นของเศรษฐกิจ (ปี 2548 - 2550) คล้ายคลึงกับประเทศอื่น แต่มูลค่าการระดมทุนของไทยได้

ลดลงอย่างมากในช่วงขาของเศรษฐกิจ (ปี 2551 – เดือนมิถุนายน 2552) โดยเฉพาะในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2552 ที่ไม่มีการระดมทุนในตลาดรองที่เสนอขายแก่นักลงทุนทั่วไปในไทยเลย ขณะที่ในช่วงเศรษฐกิจขาถดถอย ตลาดหลักทรัพย์อื่นๆ ในภูมิภาค บริษัทจดทะเบียนยังมีการระดมทุนในตลาดรองอย่างต่อเนื่องแม้ในช่วงเศรษฐกิจขาถดถอย โดยแม้มูลค่าการระดมทุนจะลดลงจากช่วงขาขึ้นบ้าง แต่ยังคงอยู่ในระดับค่อนข้างสูง และหากพิจารณาเชิงเปรียบเทียบกับขนาดของตลาดหลักทรัพย์โดยใช้สัดส่วนของการระดมทุนในตลาดรองที่เสนอขายแก่นักลงทุนทั่วไปต่อมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) ของตลาดหลักทรัพย์ไทยและภูมิภาค (ภาพที่ 7) ก็จะมีข้อสรุปที่คล้ายคลึงกัน กล่าวคือ การระดมทุนในตลาดรองของไทยมีลักษณะเป็น procyclical มากกว่าตลาดอื่นๆ ในภูมิภาค

ภาพที่ 7 : สัดส่วนของมูลค่าการระดมทุนในตลาดรองเทียบกับมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) ของไทยละประเทศในภูมิภาคในช่วง 2548 – มิ.ย. 2552



ข้อมูลข้างต้นสะท้อนให้เห็นว่า บริษัทจดทะเบียนในต่างประเทศสามารถใช้ตลาดหลักทรัพย์เป็นช่องทางในการระดมทุนในตลาดรองได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่า เพราะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนเพื่อตอบสนองต่อโอกาสและความท้าทายต่างๆ ได้ในทุกภาวะเศรษฐกิจ แม้แต่ในเศรษฐกิจขาถดถอยที่อาจมีความจำเป็นต้องระดมทุนเพิ่มเพื่อแก้ไขสถานการณ์ทางการเงินหรือเพื่อเข้าซื้อกิจการหรือสินทรัพย์อื่นเมื่อเห็นโอกาส ขณะที่บริษัทจดทะเบียนไทยมีการใช้ตลาดรองในการระดมทุนสำหรับช่วงเศรษฐกิจขาขึ้นเป็นหลัก แต่การใช้ตลาดรองเพื่อการระดมทุนในช่วงเศรษฐกิจขาถดถอยมีค่อนข้างน้อย

1.3 นัยที่มีต่อบริษัทจดทะเบียนและเศรษฐกิจโดยรวม

การระดมทุนผ่านตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทยที่น้อยกว่าและมีลักษณะ procyclical มากกว่าบริษัทจดทะเบียนในต่างประเทศ ส่อให้เห็นถึงปัญหาในการใช้ตลาดหลักทรัพย์เพื่อเป็นช่องทางการบริหารจัดการทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนไทยที่ยังไม่มีประสิทธิภาพนัก ซึ่งปัญหานี้มีนัยที่สำคัญหลายประการทั้งในระดับธุรกิจและระดับเศรษฐกิจโดยรวม ในส่วนของบริษัทจดทะเบียน หากการระดมทุนในตลาดรองที่มีน้อยเกิดจากสาเหตุความต้องการในการระดมทุนที่ต่ำของบริษัทจดทะเบียนเองก็ คงไม่ใช่ประเด็นด้านประสิทธิภาพของการใช้ตลาดหลักทรัพย์ แต่เป็นประเด็นที่ต้องไปปรับแนวนโยบายเศรษฐกิจมหภาคเพื่อสนับสนุนให้ธุรกิจและเศรษฐกิจไทยมีการลงทุนใหม่และขยายตัวได้เต็มศักยภาพ แต่หากเป็นผลจากอุปสรรคด้านกฎเกณฑ์ที่ไม่เอื้อต่อการระดมทุนเมื่อมีความต้องการเงินทุนแล้ว ก็จะส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนไทยไม่สามารถใช้ตลาดหลักทรัพย์ในการบริหารจัดการทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยอาจหมายถึง ต้นทุนในการระดมทุนที่สูงเกินไป หรือ การระดมทุนที่ไม่ทันต่อภาวะการแข่งขันและภาวะตลาดที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว จนทำให้บริษัทจดทะเบียนตัดสินใจไม่ระดมทุนในตลาดรองเลยก็ได้ ซึ่งนับเป็นข้อด้อยในการแข่งขันกับธุรกิจของประเทศอื่นที่สามารถใช้ตลาดหลักทรัพย์เพื่อตอบสนองต่อโอกาสและความท้าทายเชิงธุรกิจได้ดีกว่า

ในส่วนของภาพรวมเศรษฐกิจ หากตลาดหลักทรัพย์ไม่สามารถทำหน้าที่เป็นแหล่งการระดมทุนให้กับบริษัทจดทะเบียนได้อย่างมีประสิทธิภาพแล้ว จะส่งผลด้านลบหลายประการต่อการขยายตัวและเสถียรภาพเศรษฐกิจโดยรวม เช่น

- การขยายตัวของเศรษฐกิจต่ำกว่าที่ควรเป็น เพราะ อุปสรรคด้านการระดมทุนอาจทำให้ธุรกิจเสียโอกาสที่จะลงทุนเพื่อขยายตลาด เพื่อการรวบรวมธุรกิจ หรือเพื่อคิดค้นนวัตกรรมใหม่ ส่งผลถึงความสามารถในการแข่งขันของประเทศและอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจที่ลดลงในระยะยาว
- ผลกระทบต่อการระดมทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็ก ในกรณีที่บริษัทจดทะเบียนต้องการระดมทุนในตลาดรองในรูปของหุ้นทุน (equity) แต่ทำไม่ได้จากอุปสรรคด้านกฎเกณฑ์ แต่ยังมีศักยภาพช่องทางสำหรับการก่อหนี้เพิ่ม ก็อาจเลือกไปใช้การระดมทุนในรูปแบบอื่นเพื่อทดแทน เช่น การกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์ ซึ่งจะเป็นการแย่งแหล่งเงินทุนและเพิ่มต้นทุนของเงินทุนจากฐานเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ที่ควรจะสนับสนุนการระดมทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดเล็กมากกว่า

- ผลกระทบต่อโครงสร้างทางการเงินของธุรกิจ อุปสรรคของการระดมทุนในตลาดรอง อาจเป็นเงื่อนไขให้เกิดความไม่เท่าเทียมเชิงโครงสร้าง (structural bias) ต่อการตัดสินใจรูปแบบในการระดมทุนของบริษัทจดทะเบียน จนนำไปสู่โครงสร้างทางการเงินที่ไม่เหมาะสม (suboptimal capital structure) ได้แก่
 - **สัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูงเกินไป (over-leverage)** ในด้านหนึ่งอุปสรรคเชิงโครงสร้างต่อการระดมทุนในรูปแบบของหุ้นทุนอาจมีส่วนทำให้บริษัทจดทะเบียนต้องหันไปหาเงินทุนในรูปแบบหนี้สินมากขึ้น ไม่ว่าจะเป็นสินเชื่อหรือการออกตราสารหนี้ หากสถานการณ์นี้เป็นปัญหาต่อเนื่องก็อาจทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนของธุรกิจสูงเกินไป (over-leverage) จนเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจ ดังสะท้อนได้จากวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 ที่ส่วนหนึ่งเกิดจากปัญหาการพึ่งการระดมทุนในรูปแบบหนี้สินมากเกินไป ขณะที่ส่วนของหุ้นทุนไม่เพียงพอ
 - **สัดส่วนหนี้สินต่อทุนต่ำเกินไป (over-capital)** อีกด้านหนึ่ง หากบริษัทจดทะเบียนตระหนักว่าในกรณีที่มีความต้องการเงินทุนในรูปแบบของหุ้นทุน โดยเฉพาะในกรณีที่ฐานะทางการเงินของธุรกิจมีปัญหาในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำ บริษัทจดทะเบียนอาจไม่สามารถระดมทุนในตลาดรองได้ตามต้องการเนื่องจากอุปสรรคด้านกฎเกณฑ์ จึงอาจตัดสินใจที่จะคงสัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่ต่ำมากในช่วงเศรษฐกิจดี เพื่อเก็บหุ้นทุนสำรองส่วนเกินเอาไว้ในยามจำเป็น ซึ่งแนวความคิดนี้อาจไม่ใช่สิ่งที่ผิด แต่การ over-capital ในระดับที่มากเกินไปจะทำให้ราคาหุ้นได้รับการประเมินมูลค่า (valuation) ต่ำกว่าที่ควร สะท้อนจากอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (return on equity : ROE) และอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (price to earning : PE ratio) ของหุ้นที่ต่ำ เพราะนักลงทุนไม่ให้คุณค่ากับส่วนของหุ้นทุนที่ไม่ได้นำไปใช้ประโยชน์ในการดำเนินธุรกิจนัก ส่งผลให้ต้นทุนของเงินทุน (cost of equity) ของธุรกิจสูงกว่าที่ควรเป็น จะคิดอย่างมากหากสามารถจัดอุปสรรคเชิงกฎเกณฑ์ลงได้ เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนมีความมั่นใจมากขึ้นว่าจะสามารถระดมทุนได้ในยามจำเป็นในต้นทุนที่เหมาะสม ซึ่งจะนำไปสู่การลดหุ้นทุนสำรองส่วนเกินในยามปกติให้ลงมาอยู่ในระดับที่เหมาะสม ซึ่งจะช่วยให้การใช้ทรัพยากรเงินทุนของเศรษฐกิจมีประสิทธิภาพมากขึ้น

- ผลกระทบต่อเสถียรภาพเศรษฐกิจจาก procyclicality ในด้านการระดมทุนที่สูงเกินไป กฎเกณฑ์บางข้ออาจเป็นอุปสรรคต่อการระดมทุนในตลาดรองในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำมากกว่าในช่วงเศรษฐกิจดี (เช่น การห้ามเสนอขายราคาหุ้นเพิ่มทุนที่ต่ำกว่าราคา par เป็นต้น) ส่งผลให้บริษัทจดทะเบียนไม่สามารถระดมทุนในตลาดรองได้ในยามที่มีความจำเป็นในช่วงเศรษฐกิจขาลง ไม่ว่าจะเป็นการเพิ่มทุนเพื่อการซื้อสินทรัพย์ที่มีราคาถูกลงหรือเพื่อลดสัดส่วนหนี้สินต่อทุน ซึ่งนอกจากปัญหาที่เกิดขึ้นกับบริษัทจดทะเบียนเองแล้ว ในภาพรวมจะหมายความว่า ในช่วงขาลง เศรษฐกิจจะมีความเสี่ยงต่อการชะลอหรือหดตัวอย่างรุนแรงกว่าที่ควรจะเป็นเพราะกิจกรรมทางเศรษฐกิจหลายอย่างที่ยังเกิดขึ้นได้ในช่วงเศรษฐกิจขาลง ไม่ว่าจะเป็นการลงทุน การควบรวมธุรกิจ หรือการเพิ่มทุนเพื่อสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุน โดยเฉพาะในกรณีของสถาบันการเงินก็อาจจะไม่เกิดขึ้นเพราะไม่สามารถระดมทุนในตลาดรองได้อย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งจะทำให้เศรษฐกิจโดยรวมมีความผันผวนมากขึ้นและเสี่ยงต่อวิกฤตเศรษฐกิจที่รุนแรงขึ้น¹

¹ โดยปกติ งานวิจัยของนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ในเรื่อง procyclicality ของระบบการเงินจะให้ความสำคัญต่อปัญหาและแนวทางการลด procyclicality สำหรับการปล่อยสินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์เป็นหลัก เพราะ procyclicality ของการเข้าถึงแหล่งเงินทุนของธนาคารพาณิชย์เป็นส่วนประกอบสำคัญที่นำไปสู่วิกฤตเศรษฐกิจการเงินหลายครั้งในหลายประเทศในช่วงที่ผ่านมา รวมทั้งวิกฤตเศรษฐกิจในเอเชียปี 2540 และวิกฤต subprime ในช่วงปี 2551 ขณะที่ปัญหาด้าน procyclicality ของการระดมทุนในตลาดทุนยังไม่ได้มีการศึกษามากนัก แต่มีความคล้ายคลึงกันในแง่สาเหตุทั้งจาก overoptimism / overpessimism ของผู้ร่วมตลาด รวมถึงกฎเกณฑ์ของทางการที่ทำให้ procyclicality สูงขึ้น (กรุณาดูบทความของ IMF เรื่อง Policies to Mitigate Procyclicality สำหรับตัวอย่างแนวคิดและวิธีการแก้ปัญหา procyclicality ในระบบธนาคารพาณิชย์)

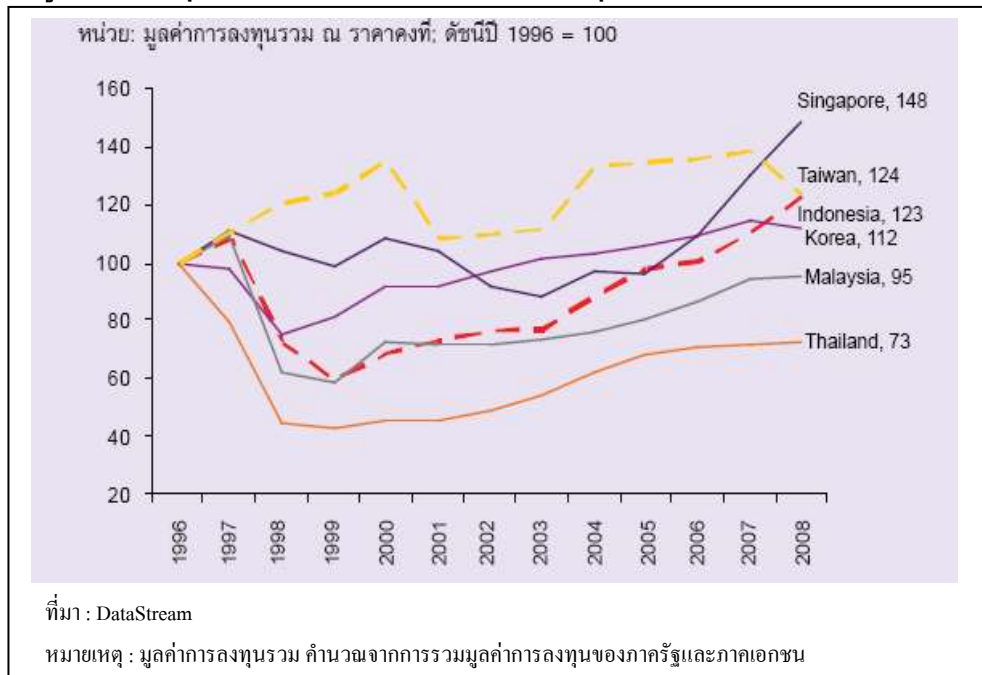
บทที่ 2 : สาเหตุของปัญหาการระดมทุนในตลาดรองของไทย

โดยทั่วไป ปัจจัยที่กระทบต่อการระดมทุนในตลาดรองมีทั้งปัจจัยชั่วคราวที่ผันแปรตามวัฏจักรธุรกิจ (cyclical) และปัจจัยเชิงโครงสร้าง (structural) ตัวอย่างของปัจจัยที่มีลักษณะ cyclical ที่อาจทำให้การระดมทุนลดลง เช่น ภาวะเศรษฐกิจ โดยในช่วงเศรษฐกิจขาลงหรือในช่วงที่ราคาหุ้นลดลงนั้น การระดมทุนในตลาดรองมีแนวโน้มลดลงตามความต้องการเงินทุนเพื่อการลงทุนขยายธุรกิจที่ชะลอตัวตามวัฏจักรธุรกิจและต้นทุนของการระดมทุนที่สูงขึ้นจากการประเมินมูลค่าของหุ้นที่ต่ำลง แต่เมื่อปัจจัยชั่วคราวดังกล่าวได้เปลี่ยนทิศทาง ผลกระทบต่อการระดมทุนก็จะเลือนหายไป แต่สำหรับปัญหาการระดมทุนในตลาดรองของไทยที่มีมูลค่าน้อยและมีลักษณะ procyclical มากกว่าประเทศอื่นๆ อย่างมีนัยสำคัญ น่าจะมีสาเหตุจากปัจจัยเชิงโครงสร้างที่กระทบต่อความต้องการเงินทุน ต้นทุนของเงินทุน และความคล่องตัวในการระดมทุนเป็นหลัก ในบทนี้จะขอเสนอเฉพาะปัจจัยเชิงโครงสร้างที่น่าจะส่งผลกระทบต่อประสิทธิภาพในการระดมทุนในตลาดรองของไทย โดยมีปัจจัยที่สำคัญดังนี้

2.1 ระดับการลงทุนของเศรษฐกิจไทยที่ต่ำกว่าประเทศในภูมิภาค

การลงทุนที่มากขึ้นไปเป็นเงื่อนไขสำคัญข้อหนึ่งที่น่าไปสู่วิกฤตเศรษฐกิจของภูมิภาคเอเชียในปี 2540 และหลังจากวิกฤตในปีนั้น การลงทุนในประเทศที่ประสบกับวิกฤตเศรษฐกิจโดยตรงรวมถึงไทย ได้หดตัวอย่างรุนแรง และค่อยๆ ฟื้นตัวหลังจากที่กำลังการผลิตส่วนเกินได้ลดลง แต่เป็นที่น่าสังเกตว่าการฟื้นตัวของการลงทุนโดยรวมของไทยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา มีอัตราที่ช้ากว่าประเทศอื่นๆ อย่างชัดเจน โดยหากเปรียบเทียบปริมาณการลงทุนที่แท้จริงซึ่งได้ปรับการเปลี่ยนแปลงของราคาแล้ว จะพบว่าการลงทุนโดยรวมของไทยในปี 2551 ยังคิดเป็นเพียงร้อยละ 73 ของการลงทุนในปี 2539 ขณะที่การลงทุนของประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคที่ประสบกับวิกฤตเศรษฐกิจโดยตรงในปี 2540 ไม่ว่าจะเป็นเกาหลีหรืออินโดนีเซีย ต่างมีระดับการลงทุนที่สูงกว่าระดับในปี 2539 และแม้การลงทุนของมาเลเซียจะยังน้อยกว่าระดับก่อนวิกฤตเล็กน้อย แต่ก็มี การฟื้นตัวได้เร็วกว่าไทยอย่างชัดเจน

ภาพที่ 8 : มูลค่าการลงทุนรวม ณ ราคาคงที่ของประเทศต่างๆ ในช่วงปี 2539 – 2551 (ค.ศ. 1996 – 2008)



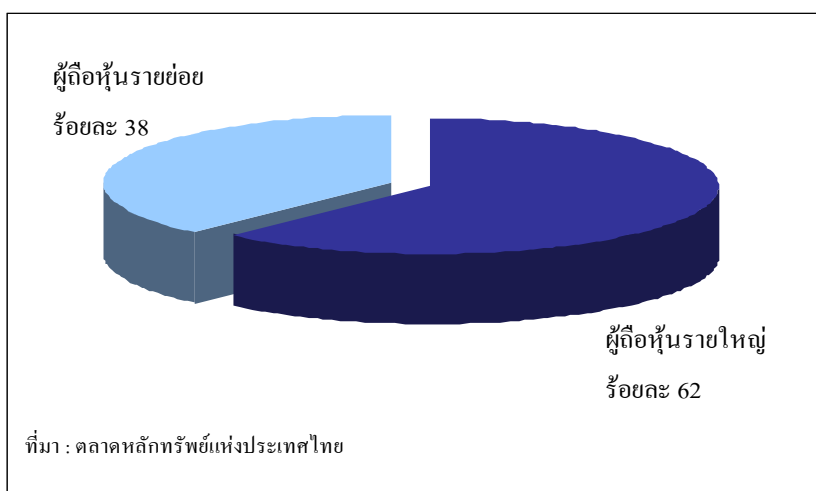
การลงทุนในอัตราที่ต่ำมากของไทยในช่วง 10 กว่าปีที่ผ่านมามีค่าคงที่ไม่สามารถถูกอธิบายได้โดยปัจจัยชั่วคราว เช่น วิกฤตเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ย หรืออัตรากำลังการผลิตส่วนเกิน แต่น่าจะมาจากปัจจัยเชิงโครงสร้างเป็นสำคัญ โดยจากการศึกษาในโครงการ Investment Climate Survey ของไทยโดยธนาคารโลก ในปี 2550 พบว่า ความไม่แน่นอนทางการเมืองและนโยบายเศรษฐกิจ การขาดสาธารณูปโภคพื้นฐานและแรงงานฝีมือ ตลอดจนการขาดการลงทุนในการวิจัยพัฒนา ต่างเป็นอุปสรรคเชิงโครงสร้างที่ส่งผลกระทบต่อชะลอตัวของการลงทุนของเศรษฐกิจไทยในช่วงที่ผ่านมา นอกจากนี้ บทเรียนจากวิกฤตปี 2540 ทำให้นักธุรกิจต่างๆ ระมัดระวังมากขึ้นในการขยายการลงทุน โดยพยายามอาศัยกำไรสะสมของบริษัทเป็นแหล่งเงินทุนมากกว่าการระดมทุนภายนอก ขณะที่กลุ่มธุรกิจส่งออกซึ่งมีการขยายตัวในเชิงมูลค่าสูงกว่ากลุ่มอื่นๆ ในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา สะท้อนจากสัดส่วนการส่งออกต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product : GDP) ที่เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 30 เป็นร้อยละ 70 นับจากวิกฤตเศรษฐกิจ ส่วนใหญ่เป็นธุรกิจขนาดใหญ่ของนักลงทุนต่างชาติที่มักจะไม่นำธุรกิจเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อีกด้วย

การชะลอตัวของการลงทุนในภาพรวมเมื่อเทียบกับประเทศอื่นในภูมิภาคในช่วงที่ผ่านมาจากปัจจัยเชิงโครงสร้าง จึงมีส่วนทำให้ความต้องการเงินทุนจากการระดมทุนในตลาดรองของไทยอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอื่นด้วย

2.2 ประเด็นความต้องการรักษาสัดส่วนความเป็นเจ้าของกิจการ

การเพิ่มทุนจะส่งผลกระทบต่อโครงสร้างของผู้ถือหุ้นและความเป็นเจ้าของกิจการ โดยเฉพาะหากเป็นการกระจายขายหุ้นให้กับนักลงทุนทั่วไป เนื่องจากจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นจะทำให้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นเก่าลดลง ดังนั้น ผู้ถือหุ้นที่ต้องการรักษาอำนาจการบริหารจัดการจึงพยายามที่จะรักษาส่วนแบ่งการถือครองหุ้นไว้ในระดับสูง หากพิจารณาโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนไทย พบว่าค่าเฉลี่ยของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (strategic shareholders) มีถึงร้อยละ 62 ขณะที่เป็นผู้ถือหุ้นรายย่อยร้อยละ 38 (ภาพที่ 9)

ภาพที่ 9 : ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (strategic shareholder) ของบริษัทจดทะเบียนไทย ในช่วงปี 2545 – มิ.ย. 2552



การที่บริษัทจดทะเบียนไทยยังมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในระดับที่ค่อนข้างสูงนี้ นอกจากเป็นเพราะผู้ถือหุ้นต้องการรักษาอำนาจการบริหารจัดการแล้ว ยังเป็นเพราะเพื่อความสะดวกในการได้รับความยินยอมจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นในการดำเนินการใดๆ ทางธุรกิจ สืบเนื่องจากกฎเกณฑ์ในพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ที่กำหนดให้บริษัทต้องได้รับการยินยอมจากเสียงข้างมากของผู้ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูง เช่น การควบรวมกิจการ หรือการเพิ่มและลดทุน จะต้องใช้เสียงถึงร้อยละ 75 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุม ดังนั้น กลุ่มบริษัทที่มีโครงสร้างแบบธุรกิจครอบครัว (family business) รวมทั้งกลุ่มบริษัทประเภทรัฐวิสาหกิจ ได้ให้ความสำคัญกับการดำรงไว้ของความเป็นเจ้าของธุรกิจในสัดส่วนที่สูง เพื่อให้มีความคล่องตัวในการขออนุมัติผู้ถือหุ้นและดำเนินกิจการอีกด้วย จึงอาจเป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่ทำให้บริษัทจดทะเบียนเหล่านี้อาจเลือกที่จะไม่ระดมทุนเพิ่ม โดยเฉพาะการเสนอขายหุ้นต่อนักลงทุนทั่วไป

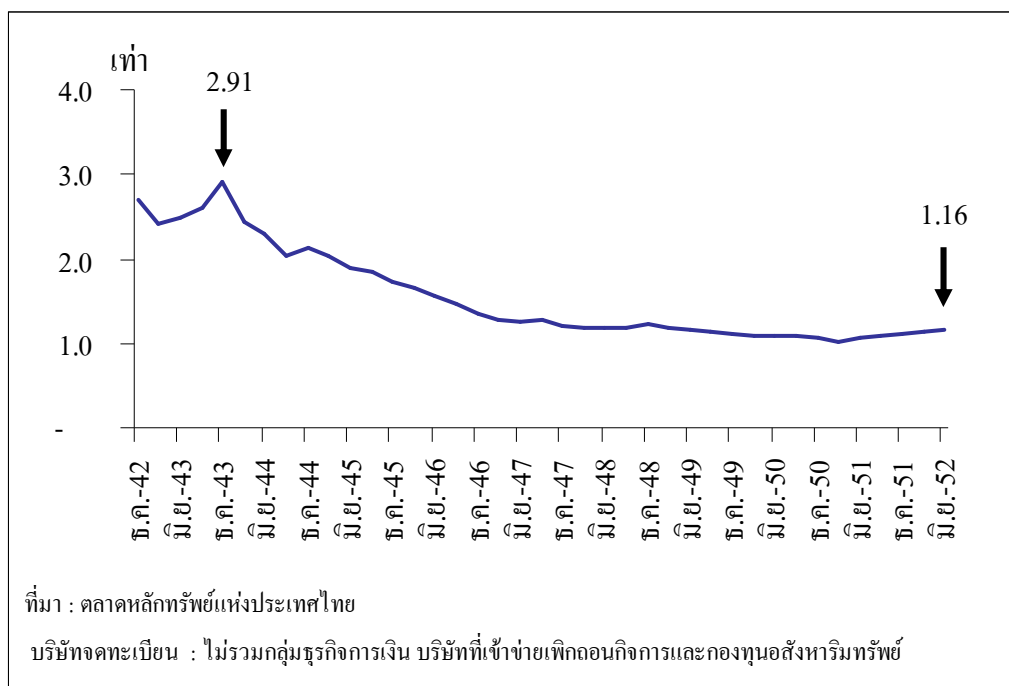
อย่างไรก็ตาม แม้การตัดสินใจเช่นนั้นอาจช่วยให้บริษัทจดทะเบียนมีความคล่องตัวในเรื่องอำนาจการตัดสินใจและการบริหารธุรกิจมากขึ้น แต่ก็จะทำให้สัดส่วนของนักลงทุนรายย่อย (free float) อยู่ใน

ระดับต่ำและส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของหุ้นบริษัทนั้นๆ ซึ่งเป็นต้นทุนจากสภาพคล่องที่น้อยลงทั้งต่อบริษัทนั้นๆ และต่อตลาดหลักทรัพย์โดยรวม

2.3 ปัญหาโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน

ประสบการณ์จากวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 ทำให้บริษัทจดทะเบียนไทยระมัดระวังการใช้เงินทุนจากภายนอกองค์กรมากขึ้นและพยายามรักษาระดับหนี้สินต่อทุนไว้ในระดับต่ำ เนื่องจากเป็นตัวแปรที่ธนาคารพาณิชย์และบริษัทจัดอันดับเครดิตให้ความสำคัญและมีผลต่อต้นทุนทางการเงินของบริษัท อีกทั้งบริษัทจดทะเบียนมีแนวโน้มที่จะรักษาส่วนของทุนให้อยู่ในระดับสูงเพื่อเป็นทุนสำรองในกรณีเกิดปัญหาทางการเงินในอนาคตมากกว่าจะนำไปใช้ลงทุนขยายธุรกิจหรือจ่ายเงินปันผลกลับไปให้ผู้ถือหุ้น ภาพที่ 10 แสดงถึงสัดส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัทจดทะเบียนไทยที่มีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 ซึ่งการระมัดระวังอย่างมากของบริษัทจดทะเบียน ทำให้การบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุนไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร (suboptimal capital structure) โดยมีลักษณะของ over-capital หรือมีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่ต่ำเกินระดับที่เหมาะสม ซึ่งเป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับต่ำ

ภาพที่ 10 : อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัทจดทะเบียนไทย ในช่วงปี 2543 – มิ.ย. 2552



ด้วยเหตุนี้ การระดมทุนของบริษัทจดทะเบียนไทยที่มีส่วนกองทุนในระดับเกินความจำเป็น อาจไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุน เนื่องจากเล็งเห็นว่าบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวไม่สามารถบริหารจัดการโครงสร้างทางการเงินให้เกิดผลตอบแทนที่น่าพอใจได้ และนักลงทุนจะไม่ให้ความสำคัญต่อส่วนเกินของหุ้นที่ไม่ได้นำไปใช้สนับสนุนการสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้น จึงทำให้บริษัทจดทะเบียนของไทยไม่ได้รับการประเมินมูลค่าในระดับที่เหมาะสม ดังเห็นจากอัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิของไทยที่ต่ำกว่าประเทศอื่นในภูมิภาค อย่างไรก็ตาม หากบริษัทสามารถบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุนได้มีประสิทธิภาพจะสนับสนุนให้ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนประเมินมูลค่าของบริษัทสูงขึ้นและส่งผลดีต่อบริษัทจากการมีต้นทุนการระดมทุนที่ลดต่ำลง

2.4 กฎเกณฑ์สำหรับการระดมทุนในตลาดรอง

หลักการสำคัญในการกำหนดกฎเกณฑ์สำหรับการระดมทุนในตลาดรอง คือการรักษาสมดุลระหว่างความคล่องตัวของบริษัทจดทะเบียนในการระดมทุนเพื่อการดำเนินธุรกิจที่มีประสิทธิภาพแข่งขันได้และการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นจากการปฏิบัติที่ไม่เป็นธรรมของฝ่ายบริหาร หากกฎเกณฑ์เข้มงวดเกินไป ก็จะกระทบต่อประสิทธิภาพในการระดมทุนของบริษัทเพื่อนำไปใช้สร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้น แต่หากเกณฑ์หละหลวมเกินไป ก็จะเปิดโอกาสให้ผู้บริหารที่ไม่สุจริตสามารถดำเนินการในลักษณะที่ขัดกับการรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นได้ง่าย ซึ่งนอกจากจะสร้างความเสียหายให้กับผู้ถือหุ้นแล้ว ยังทำให้ความเชื่อมั่นของนักลงทุนโดยรวมต่อการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ลดลงด้วย ดังนั้นประเด็นสำคัญของการวางเกณฑ์ในเรื่องนี้ คือการรักษาสมดุลของเป้าหมายทั้งสองให้เหมาะสมเพื่อประโยชน์สุทธิสูงสุดต่อระบบเศรษฐกิจ

อย่างไรก็ตาม โครงสร้างตลาดทุนทั้งของไทยและต่างประเทศในปัจจุบันมีการเปลี่ยนแปลงและความซับซ้อนเพิ่มขึ้นจากในอดีตมาก เช่น ภาวะตลาดหุ้นที่ผันผวนขึ้น การแข่งขันเชิงธุรกิจที่รุนแรงขึ้น ความต้องการเงินทุนของธุรกิจรูปแบบใหม่ๆ และจำนวนผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้กฎเกณฑ์และขั้นตอนบางประการที่อาจเหมาะสมในอดีตกลายเป็นอุปสรรคสำหรับการเพิ่มทุนในปัจจุบัน ซึ่งทำให้การเพิ่มทุนไม่สามารถตอบสนองต่อภาวะธุรกิจและภาวะตลาดทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ หรือหากทำได้ก็อาจมีต้นทุนที่สูง จึงอาจเป็นสาเหตุทำให้บริษัทจดทะเบียนไม่เลือกที่จะระดมทุนในตลาดรอง ดังนั้น ความแตกต่างของกฎเกณฑ์ที่ใช้กับการระดมทุนในตลาดรองจึงอาจเป็นสาเหตุสำคัญข้อหนึ่งที่ทำให้เกิดความแตกต่างของมูลค่า รูปแบบ และประสิทธิภาพของการระดมทุนในตลาดรองของแต่ละประเทศ

ทั้งนี้ จากการศึกษาพบว่า กฎเกณฑ์และขั้นตอนที่เกี่ยวกับการระดมทุนในตลาดรองของไทยในปัจจุบัน ยังมีความไม่เหมาะสมในหลายส่วน และเมื่อพิจารณาถึงความชัดเจนของปัญหาและการเปรียบเทียบกับเกณฑ์ของประเทศในภูมิภาค ผู้วิจัยประเมินว่ามีกฎเกณฑ์และขั้นตอนที่ควรได้รับการแก้ไขอย่างเร่งด่วนใน 3 เรื่อง ดังนี้

- (1) การใช้ราคาหุ้นจดทะเบียน (ราคา par) เป็นเกณฑ์อ้างอิงสำหรับราคาเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน
- (2) การกำหนดสัดส่วนการอนุมัติเพิ่มทุนจากผู้ถือหุ้น ไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและมีสิทธิออกเสียง
- (3) การขออนุมัติเพิ่มทุนที่ต้องเรียกประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขออนุมัติเพิ่มทุนในวาระพิเศษ เช่น การประชุมผู้ถือหุ้นวิสามัญ

โดยกฎเกณฑ์ทั้ง 3 ประเด็นนี้ มีส่วนทำให้การระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนไทยในช่วงที่ผ่านมาขาดประสิทธิภาพ มีต้นทุนสูงกว่าที่ควร และทำได้ยาก โดยเฉพาะในช่วงเศรษฐกิจขาลง ในบทที่ 3 จะได้นำเสนอในรายละเอียดถึงปัญหาและผลกระทบของเกณฑ์ทั้ง 3 ประเด็น รวมถึงแนวทางการแก้ไข ตลอดจนประโยชน์ที่จะได้รับต่อไป

นอกจากนั้น ยังมีตัวอย่างของอุปสรรคด้านกฎเกณฑ์ที่กระทบต่อประสิทธิภาพของการระดมทุนในตลาดรองของอุตสาหกรรมบางประเภท โดยเฉพาะ เช่น ในกรณีการระดมทุนในตลาดรองของอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ของไทยที่ผ่านกองทุนอสังหาริมทรัพย์ (property fund) มีมูลค่าการเพิ่มทุนน้อยมากในช่วงที่ผ่านมาเมื่อเทียบกับการระดมทุนในตลาดรองของประเทศในภูมิภาคผ่านทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (real estate investment trust: REIT) ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากกฎเกณฑ์กำกับดูแลในด้านการระดมทุนและข้อจำกัดเกี่ยวกับสินทรัพย์ที่ต่างกัน อย่างไรก็ตาม ทางการของไทยอยู่ระหว่างการดำเนินการเพื่อผ่อนคลายเกณฑ์ในการเพิ่มทุนของ property fund รวมทั้งออกหลักเกณฑ์ในการจัดตั้ง REIT ในไทยซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ของไทยสามารถมีช่องทางระดมทุนในตลาดรองที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น (ดูกล่องที่ 1 สำหรับข้อมูลเกี่ยวกับการระดมทุนในตลาดรองของ REIT ในต่างประเทศ)

กล่องที่ 1 : การเปรียบเทียบกรณีการระดมทุนในตลาดรองของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์หรือ REIT ในประเทศในภูมิภาค

ตัวอย่างหนึ่งของรูปแบบใหม่ของธุรกิจที่มีความต้องการระดมทุนในตลาดรอง แต่ไม่อาจทำได้ เนื่องจากกฎหมายไทยยังไม่รองรับ ได้แก่ การจัดตั้งทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ หรือ real estate investment trust : REIT โดยประเทศในภูมิภาคมีการระดมทุนในตลาดรองผ่าน REIT คิดเป็นสัดส่วนสำคัญของการระดมทุนในตลาดรองทั้งหมด โดยเฉพาะในสิงคโปร์และฮ่องกงที่มีสัดส่วนถึงร้อยละ 19 และ 11 ของการระดมทุนในตลาดรองทั้งหมดตามลำดับในช่วงปี 2542 – มิถุนายน 2552 และที่น่าสนใจเป็นพิเศษ สัดส่วนการระดมทุนของ REIT ในสองประเทศนี้ปรับตัวสูงขึ้นในช่วงปี 2550 – มิถุนายน 2552 ซึ่งเป็นช่วงเศรษฐกิจตกต่ำจากวิกฤต subprime โดยสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 23 และ 18 ตามลำดับ ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่า REIT เป็นธุรกิจหนึ่งที่มีโอกาสในการลงทุนยังมีอยู่สูงในช่วงเศรษฐกิจซบเซา เพราะเป็นจังหวะของการซื้อสินทรัพย์ในราคาที่ถูกลงได้ ดังนั้น ความคล่องตัวของ การระดมทุนในช่วงเศรษฐกิจตกต่ำจึงสำคัญต่อธุรกิจ REIT รวมทั้งมีส่วนช่วยลดปัญหา procyclicality ของการระดมทุนในภาพรวมด้วย

สัดส่วนการระดมทุนของทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (real estate investment trust : REIT)

ต่อมูลค่าการระดมทุนรวมในตลาดรองทั้งหมด²

ประเทศ	ปี 2542 – มิ.ย. 2552	ปี 2550 – มิ.ย. 2552
มาเลเซีย	6%	4%
ญี่ปุ่น	10%	10%
สิงคโปร์	19%	23%
ฮ่องกง	11%	18%

ที่มา : Bloomberg

สำหรับประเทศไทย แม้จะมีการจัดตั้งกองทุนอสังหาริมทรัพย์หรือ property fund ขึ้นมาเพื่อเป็นแหล่งระดมทุนสำหรับการลงทุนในโครงการอสังหาริมทรัพย์ แต่ยังมีกฎเกณฑ์บางประการที่เป็นอุปสรรคต่อกองทุนเหล่านี้ในการระดมทุนเพิ่มเติมอย่างมีประสิทธิภาพ เช่น กฎเกณฑ์ด้านการกระจายหุ้นที่กำหนดให้นักลงทุนสถาบันถือหุ้นได้ไม่เกินร้อยละ 50 และห้ามไม่ให้มีผู้ถือหุ้นเกิน 1 ใน 3 ของหุ้นทั้งหมด

² สามารถดูรายละเอียดของสัดส่วนการระดมทุนในตลาดรอง แยกตามรายอุตสาหกรรมที่สำคัญของประเทศเหล่านี้ในเอกสารแนบที่ 2 ในส่วนภาคผนวก

ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ผลประโยชน์ทางภาษีของกองทุนอสังหาริมทรัพย์มีการกระจายตัวแก่ผู้ถือหุ้นในวงกว้าง รวมทั้งข้อจำกัดในประเภทของสินทรัพย์ที่ property fund จะลงทุนได้ อย่างไรก็ตาม ทางการของไทย โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) อยู่ระหว่างการดำเนินการเพื่อผ่อนคลายเกณฑ์ในการเพิ่มทุนของ property fund รวมทั้ง ก.ล.ต. อยู่ระหว่างการออกหลักเกณฑ์ในการจัดตั้ง REIT ในไทยหลังจากที่พระราชบัญญัติทรัสต์เพื่อธุรกรรมในตลาดทุน พ.ศ.2550 ได้ผ่านเป็นกฎหมายแล้ว ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้อุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ของไทยสามารถมีช่องทางการระดมทุนในตลาดรองได้อย่างเหมาะสม มีประสิทธิภาพ และสอดคล้องต่อการดำเนินธุรกิจของภาคเอกชนมากขึ้นในอนาคต

บทที่ 3 : ปัญหาจากกฎเกณฑ์และขั้นตอนซึ่งเป็นอุปสรรคต่อการเพิ่มทุนและข้อเสนอแนะ

3.1 การใช้ราคาหุ้นจดทะเบียน (ราคา par) เป็นเกณฑ์อ้างอิงสำหรับราคาเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน

3.1.1 สภาพปัญหาและผลกระทบ

การใช้ราคา par เป็นเกณฑ์อ้างอิงสำหรับราคาเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน ทำให้บริษัทจดทะเบียนขาดความคล่องตัวในการเพิ่มทุน โดยในปัจจุบัน หากบริษัทจดทะเบียนมีความต้องการเพิ่มทุนในช่วงเวลาที่ภาวะเศรษฐกิจหรือภาวะตลาดหุ้นส่งผลกระทบต่อให้ราคาหุ้นปรับลดลงต่ำกว่าราคา par บริษัทสามารถทำได้ใน 2 กรณี ได้แก่ (1) ในกรณีที่มิขาดทุนสะสม สามารถขายหุ้นในราคาต่ำกว่าราคา par ได้โดยต้องขอมติจากผู้ถือหุ้น³ และ (2) ในกรณีที่ไม่มีขาดทุนสะสม จำเป็นต้องเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนที่ราคา par แต่แนวทางการดังกล่าวจะทำให้เกิดส่วนต่างระหว่างราคาเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนและราคาหุ้น (premium) ในตลาด ซึ่งจะทำให้ผู้ซื้อหุ้นเพิ่มทุนได้รับความเสี่ยงจากการที่ราคาหุ้นอาจปรับลดลงมาอยู่ที่ราคาตลาดได้

ทั้งนี้ แนวคิดของการกำหนดราคา par ในเรื่องการเพิ่มทุน คือ (1) เพื่อให้บริษัทมีเงินทุนเกิดขึ้นจริง และครบตามจำนวนตามที่แจ้งมูลค่าหุ้นจดทะเบียนไว้กับกระทรวงพาณิชย์ (2) เพื่อใช้เป็นตัวบ่งชี้มูลค่าของกิจการทั้งของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และ (3) เป็นมูลค่าต่อหน่วยของหุ้นจดทะเบียน เพื่อใช้ในการคำนวณผลกำไร (ขาดทุน) เมื่อมีการซื้อหรือขายกิจการ

โดยทั่วไปแล้วแม้ในภาวะเศรษฐกิจปกติ จะมีหุ้นของบริษัทจดทะเบียนบางส่วนที่มีราคาหุ้นอยู่ต่ำกว่าราคา par เนื่องจากมูลค่าทางบัญชีของหุ้นอยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม ในช่วงภาวะเศรษฐกิจตกต่ำเช่นในปี 2551 ราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ปรับลดลง จึงทำให้มีจำนวนหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่มีราคาหุ้นอยู่ในระดับต่ำกว่าราคา par เพิ่มขึ้น

จากข้อมูลราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตารางที่ 1) พบว่า ในช่วงเดือนมกราคม 2550 ถึง มิถุนายน 2551 ซึ่งภาวะเศรษฐกิจอยู่ในเกณฑ์ปกติ พบว่าราคาหุ้นเฉลี่ยรายเดือนของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในระดับต่ำกว่าราคา par มีจำนวน 95 – 124 บริษัท (ไม่ได้แสดงในตาราง) ขณะที่ในช่วง

³ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 หมวด 5 มาตรา 52 ระบุว่า บริษัทซึ่งดำเนินการมาแล้วไม่น้อยกว่าหนึ่งปี ถ้าปรากฏว่ามีการขาดทุนจะเสนอขายหุ้นต่ำกว่ามูลค่าหุ้นที่จดทะเบียนไว้ก็ได้ แต่ต้อง

- (1) ได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น
- (2) กำหนดอัตราส่วนลดไว้แน่นอนและระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน และ
- (3) ปฏิบัติตามมาตรา 137 โดยอนุโลม

เศรษฐกิจตกต่ำระหว่างช่วงไตรมาสที่ 3 ปี 2551 ถึงไตรมาสที่ 2 ปี 2552 พบว่าราคาเฉลี่ยรายเดือนของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในระดับต่ำกว่าราคา par มีจำนวนเพิ่มขึ้นเป็น 125 - 191 บริษัท โดยบริษัทในกลุ่มนี้เป็นบริษัทที่ไม่มีผลขาดทุนสะสมถึง 59 – 128 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 14 – 29 ของบริษัทจดทะเบียน (ไม่รวมบริษัทในกลุ่มที่เข้าข่ายเพิกถอนกิจการและกองทุนอสังหาริมทรัพย์)

ตารางที่ 1 : จำนวนบริษัทจดทะเบียนที่มีราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคา par

จำนวนบริษัทจดทะเบียน (บริษัทจดทะเบียน)	Q2/51	Q3/51	Q4/51	Q1/52	Q2/52
กลุ่มที่ 1 ⁴ บริษัทจดทะเบียนที่มีราคาหุ้นต่ำกว่าราคา par	103	125	191	187	161
กลุ่มที่ 2 ⁴ บริษัทจดทะเบียนที่มีราคาหุ้นต่ำกว่าราคา par และไม่มีขาดทุนสะสม	59	60	128	95	73
- อยู่กลุ่มธุรกิจการเงิน	8	11	21	20	14
- อยู่นอกกลุ่มธุรกิจการเงิน	51	49	107	75	59
กลุ่มที่ 3 ⁵ บริษัทจดทะเบียนซึ่งอยู่นอกกลุ่มธุรกิจการเงินที่มีราคาหุ้นต่ำกว่าราคา par และไม่มีขาดทุนสะสมและมีระดับหนี้สินต่อทุนที่ 1.5 เท่าขึ้นไป	7	11	24	19	11

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ดังนั้น จากข้อมูลข้างต้นแสดงว่ามีกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีราคาหุ้นต่ำกว่าราคา par ที่ไม่มีขาดทุนสะสมจำนวนมากที่จะไม่สามารถเพิ่มทุนได้ เนื่องจากติดปัญหาเกณฑ์การอ้างอิงราคา par สำหรับการเพิ่มทุน

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณากลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีราคาหุ้นต่ำกว่าราคา par ที่ไม่มีขาดทุนสะสมและมีระดับหนี้สินต่อทุนสูงกว่า 1.5 เท่า (ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน) ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีความเป็นไปได้สูงที่

⁴ รวมบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน แต่ไม่รวมบริษัทในกลุ่มที่เข้าข่ายเพิกถอนกิจการและกองทุนอสังหาริมทรัพย์

⁵ ไม่รวมบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน บริษัทในกลุ่มที่เข้าข่ายเพิกถอนกิจการและกองทุนอสังหาริมทรัพย์

ต้องการเงินทุน พบว่ามีจำนวน 7 – 24 บริษัท ที่จะไม่สามารถเพิ่มทุนได้เนื่องจากติดปัญหาเกณฑ์การอ้างอิงราคา par สำหรับการเพิ่มทุน

แนวทางหนึ่งที่ธุรกิจมักใช้เป็นทางเลือกในกรณีที่ต้องการเพิ่มทุนมีอุปสรรคภายใต้กฎเกณฑ์ข้างต้น ได้แก่ การกู้ยืมเงินจากธนาคารพาณิชย์หรือการออกตราสารหนี้ทดแทน ซึ่งอาจจะเป็นวิธีที่ใช้ได้ในระยะสั้น ตราบใดที่ยังพอมีช่องทางสำหรับการสร้างหนี้ แต่ไม่ใช่ทางออกที่มีประสิทธิภาพที่สุด และหากธุรกิจมีส่วนหนี้สินต่อทุนในระดับที่สูงอยู่แล้ว การก่อหนี้เพิ่มอาจส่งผลให้อันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทปรับลดลงซึ่งส่งผลต่อเนื่องให้ต้นทุนของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น

นอกจากนี้ อาจมีบางบริษัทที่เลือกใช้แนวทางการลดมูลค่าทุนจดทะเบียน โดยลดมูลค่าราคา par ลงจากเดิมและเพิ่มจำนวนหุ้นขึ้นทดแทน โดยคาดหวังว่าเมื่อภาวะตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นแล้วจะส่งผลบวกให้ราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นสูงได้และสูงกว่าระดับราคา par ซึ่งหากพิจารณาถึงข้อเท็จจริงที่เกิดขึ้นในทางปฏิบัติ จะพบว่าการลดราคา par โดยเพิ่มจำนวนหุ้นขึ้นนั้น จะทำให้ราคาหุ้นในตลาดปรับลดลงตามสัดส่วนของจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้น ดังนั้น การลดมูลค่าทุนจดทะเบียนหรือการลดราคา par ลงจากเดิมและเพิ่มจำนวนหุ้นขึ้น จึงไม่สามารถแก้ปัญหาราคาหุ้นในตลาดต่ำกว่าราคา par ได้

ทางเลือกอีกวิธีก็คือการเสนอขายหุ้นในราคา par ซึ่งเป็นราคา premium เมื่อเทียบกับราคาตลาด แต่วิธีนี้อาจไม่ประสบความสำเร็จเนื่องจากนักลงทุนในหุ้นที่ออกใหม่จะลังเลที่จะซื้อหุ้นในราคาที่สูงกว่าราคาตลาด ข้อมูลในกล่องที่ 2 เป็นการนำเสนอกรณีจริงของ KTC ที่ประสบปัญหาในการระดมทุนในตลาดรองจากการที่ราคาหุ้นต่ำกว่าราคา par

กล่องที่ 2 : บริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน) (KTC)

ในช่วงต้นปี 2552 บริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน) (KTC) มีความต้องการเพิ่มทุนเพื่อนำไปขยายธุรกิจ อย่างไรก็ตาม ระดับหนี้สินต่อทุนของบริษัทที่สูงถึง 7.4 เท่าในช่วงเวลาดังกล่าวประกอบกับข้อจำกัดการให้กู้ยืมเงินทุนจากบริษัทแม่ (ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)) ตามเกณฑ์ single lending limit ของธนาคารแห่งประเทศไทย ทำให้ KTC มีความยากลำบากในการจัดหาเงินทุนเพื่อขยายธุรกิจ ซึ่งเป็นสาเหตุให้ KTC เลือกแนวทางการระดมทุนด้วยหุ้นสามัญเพื่อรองรับการขยายธุรกิจ โดยได้เสนอขายหุ้นสามัญแก่ผู้ถือหุ้นเดิมตาม

อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้น KTC ในตลาดได้ปรับลดลงต่ำกว่าราคา par ที่ 10.00 บาทต่อหุ้น ตั้งแต่เดือน พ.ย. 2551 โดยมีราคาเฉลี่ยรายเดือนในช่วง พ.ย. 2551 – มิถุนายน 2552 ที่อยู่ในช่วง 6.88 - 9.08 บาทต่อหุ้น

ตามลำดับ แต่ KTC ต้องเสนอขายหุ้นที่ราคา par คือ 10.00 บาทต่อหุ้น ซึ่งเป็นราคาที่ไม่เหมาะสมกับภาวะตลาดทุนและเกิดส่วนต่างมูลค่าหุ้น (premium) ในระดับสูง ซึ่งเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ KTC ได้รับการอนุมัติการเพิ่มทุนจากผู้ถือหุ้นเพียงร้อยละ 69 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและมีสิทธิออกเสียง ซึ่งไม่ถึงเกณฑ์ร้อยละ 75 ไม่สามารถระดมทุนในตลาดรองได้และต้องใช้การระดมทุนโดยการออกหุ้นกู้แทน

3.1.2 การเปรียบเทียบกับเกณฑ์ในต่างประเทศ

ทั้งนี้ จากการรวบรวมข้อมูลด้านกฎเกณฑ์การเพิ่มทุนของธุรกิจในประเทศ พบว่า ในกรณีของสิงคโปร์ ฮองกง นิวซีแลนด์ และออสเตรเลีย ทางกรได้ยกเลิกหลักการของการใช้ราคา par ในการตั้งทุนจดทะเบียน (ดูข้อมูลในกล่องที่ 3 สำหรับกรณีการยกเลิกหลักการเรื่องราคา par ในประเทศสิงคโปร์) หรือในบางประเทศ เช่น สหรัฐอเมริกาให้บริษัทเป็นผู้เลือกว่าจะใช้ราคา par ในการตั้งทุนจดทะเบียนหรือไม่ใช้ก็ได้ โดยมีแนวคิดที่ว่า ราคา par ไม่สามารถสะท้อนมูลค่าแท้จริงของกิจการและตอบสนองต่อภาวะตลาดหุ้นได้ เพราะราคา par เป็นตัวเลขที่สมมติขึ้นเพื่อกำหนดสัดส่วนความเป็นเจ้าของกิจการเท่านั้น ซึ่งการยกเลิกแนวคิดเรื่องราคา par ทำให้การใช้ราคา par เป็นเกณฑ์อ้างอิงในเรื่องการเพิ่มทุนในประเทศเหล่านั้นถูกยกเลิกไปด้วย ดังนั้น เมื่อเทียบกับประเทศสิงคโปร์ ฮองกง นิวซีแลนด์ และออสเตรเลีย ซึ่งไม่มีการใช้ราคา par เป็นเกณฑ์อ้างอิงในการเพิ่มทุนอีกต่อไป ทำให้บริษัทจดทะเบียนไทยเสียเปรียบบริษัทจดทะเบียนในประเทศเหล่านั้นในการระดมทุนโดยเฉพาะในช่วงเศรษฐกิจขาลง และกระทบต่อความสามารถในการแข่งขัน นอกจากนี้ ยังทำให้เศรษฐกิจโดยรวมมีความผันผวนมากขึ้นจากลักษณะ procyclical ของการระดมทุนที่สูงกว่า

กล่องที่ 3 : การยกเลิกการใช้ราคา par เป็นเกณฑ์ในการเพิ่มทุนของประเทศสิงคโปร์

ในช่วงก่อนปี 2548 สิงคโปร์มีการใช้ระบบราคา par เพื่อใช้ในการกำหนดทุนจดทะเบียนของบริษัทและเพื่อกำหนดสัดส่วนความเป็นเจ้าของกิจการของผู้ถือหุ้นและปกป้องความเสี่ยงให้แก่เจ้าหน้าที่ของบริษัทจากการที่เจ้าของกิจการจะไม่ชำระหนี้ รวมถึงมีการใช้ราคา par เป็นเกณฑ์อ้างอิงในเรื่องการเพิ่มทุนเช่นเดียวกับกฎเกณฑ์ของประเทศไทยในปัจจุบัน แต่ในปี 2549 สิงคโปร์ได้ประกาศยกเลิกการใช้ระบบราคา par เป็นเกณฑ์ในการเพิ่มทุน โดยเหตุผลสำคัญของการยกเลิกระบบราคา par เนื่องจากราคา par เป็นเพียงมูลค่าทางบัญชีที่กำหนดขึ้นเท่านั้น ซึ่งไม่ได้สะท้อนมูลค่าแท้จริงของกิจการและไม่ตอบสนองต่อ

ภาวะตลาดหุ้น จึงทำให้ บริษัทจดทะเบียนในประเทศสิงคโปร์มีปัญหาจากการที่ราคาหุ้นในตลาดหุ้นอยู่ต่ำกว่าระดับราคา par ทำให้ไม่สามารถเพิ่มทุนได้

3.1.3 ข้อเสนอแนะ

ผู้วิจัยมีความเห็นว่า ควรยกเลิกการใช้ราคา par เป็นเกณฑ์อ้างอิงในเรื่องการเพิ่มทุนเนื่องจากราคา par ไม่ได้สะท้อนมูลค่าที่แท้จริงของกิจการและภายใต้ภาวะการณ์ปัจจุบันที่ตลาดหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงรวดเร็วและผันผวน ทำให้การใช้ราคา par ไม่สามารถตอบสนองต่อภาวะการเปลี่ยนแปลงต่างๆ ในตลาดหุ้นได้อย่างเหมาะสม ดังนั้น จึงสมควรเพิ่มความคล่องตัวในการเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนที่มีราคาหุ้นในตลาดต่ำกว่าราคา par แต่ไม่มีขาดทุนสะสมให้สามารถเพิ่มทุนได้ อีกทั้งจะทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ต้องรับความเสี่ยงจากการที่บริษัทเสนอขายหุ้นที่ราคา par ซึ่งอาจอยู่ในระดับสูงกว่าราคาหุ้นในตลาด และที่สำคัญจะช่วยให้บริษัทจดทะเบียนสามารถใช้ตลาดหลักทรัพย์ในการระดมทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพแม้ในช่วงเศรษฐกิจขาลงที่อาจทำให้ราคาหุ้นต่ำกว่า par ได้ ซึ่งจะลดปัญหา procyclicality ของการระดมทุนอีกด้วย

โดยประเมินว่าการยกเลิกเกณฑ์ดังกล่าวจะไม่กระทบต่อผู้ถือหุ้นจากการแสวงหาผลประโยชน์จากการเสนอขายหุ้นราคาต่ำกว่ามูลค่าเหมาะสมของกิจการ เนื่องจากเกณฑ์การเสนอขายหลักทรัพย์และเกณฑ์การเสนอขายหุ้นราคาต่ำในปัจจุบัน คือ กลไกที่สร้างความสมดุลระหว่างความคล่องตัวในการกำหนดราคาขายหุ้นเพิ่มทุนและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอยู่แล้ว อีกทั้งการที่บริษัทต้องขออนุมัติเพิ่มทุนจากผู้ถือหุ้นโดยแจ้งรายละเอียดการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้ผู้ถือหุ้นทราบ ทำให้ผู้ถือหุ้นมีสิทธิที่จะไม่อนุมัติการเพิ่มทุนดังกล่าวหากไม่เห็นด้วยกับรูปแบบการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนตามที่บริษัทได้แจ้งไว้

ทั้งนี้ อาจมีเจ้าของกิจการ ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนบางส่วนมีความเข้าใจว่าราคา par คือ มูลค่าที่สะท้อนมูลค่าของกิจการและใช้เป็นตัวเลขอ้างอิงในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของหุ้น ซึ่งเป็นความเข้าใจที่ผิด เนื่องจากมูลค่าที่แท้จริงของกิจการจะถูกสะท้อนจากมูลค่าตามราคาตลาดของหุ้นของบริษัทซึ่งมีการเปลี่ยนแปลงมูลค่าอยู่ตลอดเวลา ดังนั้น มูลค่าที่แท้จริงของกิจการจะมีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดซึ่งไม่ใช่ราคา par ที่เป็นค่าคงที่ตามความเข้าใจเดิม

3.2 การกำหนดสัดส่วนการอนุมัติเพิ่มทุนจากผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและมีสิทธิออกเสียง

3.2.1 สภาพปัญหาและผลกระทบ

ในปัจจุบัน กฎหมายกำหนดให้บริษัทจดทะเบียนต้องขออนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นสำหรับการระดมทุนในตลาดรอง โดยต้องได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง⁶ ซึ่งหมายความว่าธุรกิจอาจไม่สามารถระดมทุนเพื่อตอบสนองต่อโอกาสและความท้าทายที่เกิดขึ้นจากการดำเนินธุรกิจ แม้ว่าเสียงส่วนใหญ่หรือจำนวนเกินกว่าร้อยละ 50 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมจะอนุมัติให้เพิ่มทุนได้ (ตัวอย่างแสดงในกล่องที่ 2 และกล่องที่ 4)

กล่องที่ 4 : ตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการอนุมัติการเพิ่มทุนจากผู้ถือหุ้นไม่ถึงตามเกณฑ์ที่ร้อยละ 75 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและมีสิทธิออกเสียง

บริษัท เอเวอร์แลนด์ จำกัด (มหาชน) (EVER)

ในปี 2550 EVER มีความต้องการเพิ่มทุนมูลค่า 300 ล้านบาท (เอกสารแนบ 4) เพื่อนำไปขยายธุรกิจและใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนจำนวนละ 150 ล้านบาท ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม บริษัทได้รับการอนุมัติการเพิ่มทุนจากผู้ถือหุ้นเพียงร้อยละ 58 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและมีสิทธิออกเสียงซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนดไว้ที่ร้อยละ 75 จึงทำให้ EVER ไม่สามารถเพิ่มทุนเพื่อขยายธุรกิจได้ตามเป้าหมาย

⁶ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 หมวด 10 มาตรา 136 ระบุว่า บริษัทจะเพิ่มทุนจากจำนวนที่จดทะเบียนไว้แล้วได้โดยการออกหุ้นใหม่เพิ่มขึ้น การออกหุ้นเพิ่มตามวรรคหนึ่งจะกระทำได้เมื่อ

(1) หุ้นทั้งหมดได้ออกจำหน่ายและได้รับชำระเงินค่าหุ้นครบถ้วนแล้ว หรือในกรณีหุ้นยังจำหน่ายไม่ครบ หุ้นที่เหลือต้องเป็นหุ้นที่ออกเพื่อรองรับหุ้นกู้แปลงสภาพหรือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น

(2) ที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติด้วยคะแนนเสียง ไม่น้อยกว่าสามในสี่ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน และ

(3) นำมตินั้น ไปจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงทุนจดทะเบียนต่อนายทะเบียนภายในสิบสี่วันนับแต่วันที่ที่ประชุมลงมติดังกล่าว

ทั้งนี้ ให้นำหมวด 3 และ หมวด 5 มาใช้บังคับโดยอนุโลม

บริษัท เอ็ม พิคเจอร์ส เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) (MPIC)

ในปี 2551 MPIC มีความต้องการเพิ่มทุนจำนวน 252.80 ล้านบาท (เอกสารแนบ 5) เพื่อเข้าซื้อกิจการ บมจ. แปซิฟิก มาร์เก็ตติ้ง แอนด์ เอ็นเตอร์ เทนเมนท์ กรุ๊ป (PM) และ บมจ. มีเดีย เน็ตเวิร์ก รีเทล (MNR) เพื่อให้เกิดโครงสร้างธุรกิจแบบครบวงจรซึ่งคาดว่าจะเกิดผลดีต่อกิจการด้านต้นทุนดำเนินงานที่ลดลง และช่องทางจำหน่ายที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ผู้ถือหุ้นมีมติเห็นชอบในการเพิ่มทุนเพื่อซื้อกิจการทั้ง 2 บริษัท เพียงร้อยละ 65 และ 40 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์ซึ่งกำหนดไว้ที่ร้อยละ 75 จึงทำให้ MPIC ไม่สามารถเพิ่มทุนได้ตามเป้าหมาย

ทั้งนี้ กฎเกณฑ์ข้างต้นอาจไม่เป็นอุปสรรคสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่มีผู้บริหารหรือพันธมิตรทางธุรกิจเป็นผู้ถือหุ้นในสัดส่วนที่สูงมาก แต่จะเป็นอุปสรรคสำหรับบริษัทจดทะเบียนที่มีการกระจายหุ้นออกไปในวงกว้าง โดยเฉพาะกรณีที่มุมมองของผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนไม่สอดคล้องกับมุมมองของผู้บริหาร อาทิเช่น ความไม่พร้อมด้านเงินทุนที่จะต้องลงทุนเพิ่ม (สำหรับกรณีของการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนต่อผู้ถือหุ้นเดิมหรือ right offering) หรือความกังวลด้านการถูกลดสัดส่วนการถือครองหุ้นซึ่งมีผลต่ออำนาจการบริหารจัดการบริษัท (สำหรับกรณีของการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนต่อนักลงทุนทั่วไปหรือ public offering และการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนต่อผู้ถือหุ้นที่เฉพาะเจาะจงหรือ private placement)

อันที่จริง ในหลักการหากการเพิ่มทุนจะก่อให้เกิดประโยชน์ต่อธุรกิจและผู้ถือหุ้นแล้ว ก็ไม่น่าจะยากที่ผู้บริหารจะโน้มน้าวผู้ถือหุ้นได้ แต่ในความเป็นจริง จำนวนผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นตามฐานเงินทุนของบริษัทจดทะเบียน ทำให้บริษัทจดทะเบียนต้องใช้เวลาในการทำความเข้าใจต่อผู้ถือหุ้นและนักลงทุนที่กระจายตัวในวงกว้างกว่าจะสามารถรวบรวมเสียงสนับสนุนได้ถึงร้อยละ 75 ของผู้ถือหุ้น จึงอาจทำให้การเพิ่มทุนดังกล่าวไม่สามารถทำได้ในเวลาที่สุดคล้องกับภาวะตลาดหุ้น (market timing) รวมถึงอาจทำให้มีโอกาสเกิดปัญหา procyclicality มากขึ้นเช่นกัน เนื่องจากในช่วงที่เศรษฐกิจขาลง ผู้ถือหุ้นบางกลุ่มที่มีเงินจำกัดอาจไม่สามารถที่จะเพิ่มทุนได้ จึงไม่เห็นด้วยต่อการเพิ่มทุนครั้งนั้นๆ แม้ว่าบริษัทจะต้องการเงินทุนหรือเห็นโอกาสทางธุรกิจก็ตาม

นอกจากนี้ เกณฑ์ข้างต้นมีส่วนทำให้ผู้ถือหุ้นหลักหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทจดทะเบียนมุ่งรักษาสัดส่วนการถือครองหุ้นในระดับสูงส่งผลให้สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (free float) อยู่ในระดับต่ำ (ภาพที่ 9) โดยเฉพาะบริษัทที่มีโครงสร้างธุรกิจครอบครัว (family business) และรัฐวิสาหกิจ เพราะผู้ถือหุ้นหลักอาจกังวลเรื่องการเสียอำนาจการบริหารจัดการและต้องการความคล่องตัวในการ

ตัดสินใจและการดำเนินกิจการ ดังนั้น การปรับลดเกณฑ์สำหรับการอนุมัติเพิ่มทุนลงจากเดิมจะเป็นปัจจัยสนับสนุนให้สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (free float) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นไทยปรับเพิ่มขึ้นได้ด้วย

3.2.2 การปรับตัวของธุรกิจ

บริษัทจดทะเบียนที่ต้องการเพิ่มทุนส่วนใหญ่จะดำเนินมาตรการให้ความรู้และทำความเข้าใจกับผู้ถือหุ้นและนักลงทุนอย่างทั่วถึงเพื่อโน้มน้าวให้อย่างน้อยร้อยละ 75 ของผู้ถือหุ้นเห็นไปในทิศทางที่สนับสนุนการเพิ่มทุนของบริษัท ซึ่งถือได้ว่าไม่ใช่เรื่องง่าย เนื่องจากใช้เวลานานและทำให้จังหวะของการเพิ่มทุนดังกล่าวมักไม่สอดคล้องกับภาวะตลาดหุ้น (market timing) รวมถึงอาจจะไม่ตอบสนองต่อภาวะธุรกิจได้ทันตามที่ต้องการ นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนอาจใช้การเสนอขายหุ้นที่มีตราสารอื่นเพิ่มเติมควบคู่ไปพร้อมกันเพื่อสร้างแรงจูงใจแก่นักลงทุน อาทิเช่น ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นสามัญในอนาคต แต่วิธีการเหล่านี้จะส่งผลต่อต้นทุนดำเนินการให้ปรับสูงขึ้นโดยไม่จำเป็น

3.2.3 การเปรียบเทียบกับเกณฑ์ในต่างประเทศ

จากการรวบรวมข้อมูลของประเทศอื่นในภูมิภาค อาทิเช่น สิงคโปร์ ฮองกง มาเลเซีย และอินโดนีเซีย (ตารางที่ 2) พบว่า ทั้ง 4 ประเทศใช้เกณฑ์คะแนนเสียงไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียงสำหรับการขออนุมัติเพิ่มทุน โดยถือว่าสัดส่วนของคะแนนเสียงที่มากกว่าร้อยละ 50 นั้นมากเพียงพอสำหรับเป็นตัวแทนการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นทั้งหมดได้ ซึ่งเกณฑ์ข้างต้นได้นำมาใช้สำหรับการเสนอขายหลักทรัพย์ทั้งรูปแบบของการเสนอขายหลักทรัพย์แก่นักลงทุนทั่วไป (public offering) นักลงทุนแบบเฉพาะเจาะจง (private placement) และผู้ถือหุ้นเดิม (right offering)

ตารางที่ 2 : เกณฑ์คะแนนเสียงที่ใช้ขออนุมัติในเรื่องการเพิ่มทุน

ประเทศ	เกณฑ์ที่ใช้ขออนุมัติในเรื่องการเพิ่มทุน
ไทย	ร้อยละ 75
สิงคโปร์	ร้อยละ 50
ฮ่องกง	ร้อยละ 50
มาเลเซีย	ร้อยละ 50
อินโดนีเซีย	ร้อยละ 50

3.2.4 ข้อเสนอแนะ

เพื่อให้บริษัทจดทะเบียนสามารถปรับตัวรองรับกับภาวะตลาดที่มีความผันผวนและการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้น ควรลดสัดส่วนมติของผู้ถือหุ้นสำหรับการอนุมัติการเพิ่มทุนจากเดิมที่ไม่น้อยกว่าร้อยละ 75 เป็นไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 เพื่อให้เกิดความคล่องตัวและความยืดหยุ่นของการเพิ่มทุนที่สอดคล้องกับภาวะตลาดและการแข่งขันในปัจจุบันมากขึ้น

การแก้ไขเกณฑ์นี้จะช่วยสนับสนุนให้บริษัทจดทะเบียนของไทยมีความสามารถในการแข่งขันใน ส่วนของการระดมทุนในระดับเดียวกับธุรกิจของประเทศอื่นในภูมิภาค อีกทั้งเป็นปัจจัยที่สนับสนุนการเพิ่ม สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย (free float) ให้เพิ่มสูงขึ้นในอนาคตและลดปัญหา procyclicality ของการระดมทุนอีกด้วย

3.3 การเรียกประชุมผู้ถือหุ้นในวาระพิเศษเพื่อขออนุมัติเพิ่มทุน

3.3.1 สภาพปัญหาและผลกระทบ

ในปัจจุบัน หากบริษัทจดทะเบียนไทยต้องการระดมทุนในตลาดรอง จะมีขั้นตอนที่สำคัญ คือต้องขออนุมัติความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น โดยส่วนใหญ่หลังจากที่คณะกรรมการบริษัทมีมติให้มีการระดมทุนได้ ทางบริษัทจะแจ้งผู้ถือหุ้นเพื่อนัดประชุมผู้ถือหุ้นวิสามัญ โดยจะต้องแจ้งผู้ถือหุ้นล่วงหน้าอย่างน้อย 7 วันก่อนการประชุมและการขอมติในเรื่องการระดมทุนมักจะเป็นวาระพิเศษ ซึ่งจะต้องมีการระบุรายละเอียดของการระดมทุน รวมถึงวัตถุประสงค์ จำนวนเงิน และรูปแบบไว้ค่อนข้างละเอียด และหากได้รับมติเห็นชอบ จึงจะไปแจ้งต่อกระทรวงพาณิชย์เพื่อขอจดทะเบียนเพิ่มทุนและดำเนินการระดมทุนในตลาดรองต่อไป

สำหรับกระบวนการการขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นในปัจจุบันของบริษัทจดทะเบียนไทย ยังมีประเด็นปัญหาที่กระทบต่อประสิทธิภาพของการระดมทุน ที่สำคัญ 2 ประการ ดังนี้

(1) เกิด price impact ทันที การประกาศของบริษัทจดทะเบียนในการขอความเห็นชอบเพื่อเพิ่มทุน มักจะมีผลทำให้ราคาหุ้นในตลาดมีแนวโน้มลดลง โดยมีช่องทางที่การประกาศเพิ่มทุนจะกระทบต่อราคาหุ้นในเชิงลบได้หลายทาง เช่น จากความกังวลของนักลงทุนในเรื่อง signaling effect ซึ่งระบุว่า นักลงทุนมักจะมีมติเชื่อว่า บริษัทมีแนวโน้มจะเลือกออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงที่ราคาหุ้นของบริษัทสูงเกินไป (overvalued) หรือจากความเข้าใจของนักลงทุนว่า การขอเพิ่มทุนเป็นสัญญาณบ่งบอกว่าบริษัทอาจมีปัญหา หรืออาจเป็นความกังวลในเรื่องผลกระทบต่อสัดส่วนความเป็นเจ้าของ (dilution) ที่อาจเกิดขึ้นกับผู้ถือหุ้นปัจจุบัน

แม้บริษัทอาจมีช่องทางเพื่อลดผลกระทบที่มีต่อราคาได้ โดยการสื่อสารกับผู้ถือหุ้นและนักลงทุนอย่างชัดเจนถึงวัตถุประสงค์และประโยชน์ของการเพิ่มทุน แต่โดยเฉลี่ยแล้ว การประกาศขอเพิ่มทุนมักจะส่งผลให้ราคาหุ้นลดต่ำลงก่อนที่จะมีการระดมทุนจริง ซึ่งจะทำให้ต้นทุนในการระดมทุนสูงขึ้น รวมทั้งมีนัยที่ทำให้บริษัทเลือกที่จะไม่มาขอมติจากผู้ถือหุ้นจนกว่าจะมีความจำเป็นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้จริงๆ

(2) กระบวนการต้องใช้เวลาและไม่แน่นอนจนอาจทำให้พลาดโอกาสในทางธุรกิจ ในการเรียกประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขอความเห็นชอบในการเพิ่มทุน ต้องใช้เวลาระยะหนึ่ง ทั้งจากกฎเกณฑ์ เช่น ต้องแจ้งผู้ถือหุ้นล่วงหน้าก่อน 7 วัน รวมทั้งจากการดำเนินการในทางปฏิบัติที่ต้องเตรียมข้อมูล เอกสารเพื่อชี้แจงผู้ถือหุ้น นอกจากนั้น ยังมีความไม่แน่นอนว่าจะได้รับอนุมัติจากผู้ถือหุ้นหรือไม่ แม้บริษัทจะเชื่อมั่นว่า การเพิ่มทุนจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นด้วย และได้เตรียมการชี้แจงอย่างดีแล้วก็ตาม และในบางกรณี

บริษัทอาจจะได้มติจากผู้ถือหุ้นให้ดำเนินการระดมทุนได้ในรูปแบบหรือเงื่อนไขเฉพาะอย่างใดอย่างหนึ่ง แต่เมื่อบริษัทพยายามไปดำเนินการระดมทุนตามนั้นอาจพบอุปสรรคที่ไม่คาดคิด เช่น ภาวะเศรษฐกิจหรือภาวะตลาดหุ้นที่เปลี่ยนแปลง จนทำให้รูปแบบของการระดมทุนที่เหมาะสมต่างจากที่ได้ขอมติไว้ ทำให้ต้องกลับมาขอมติความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้นอีกครั้ง และอาจไม่ทันต่อสถานการณ์ที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว

ขั้นตอนการขอมติผู้ถือหุ้นเป็นครั้งๆไปในทุกครั้งที่มีความต้องการระดมทุนอย่างที่เป็นในปัจจุบันซึ่งเพิ่มระยะเวลาและความไม่แน่นอนให้กับการดำเนินการ จึงเป็นอุปสรรคสำคัญอีกประการหนึ่งที่ทำให้การระดมทุนขาดประสิทธิภาพ เนื่องจากในภาวะการแข่งขันเชิงธุรกิจที่รุนแรงและภาวะตลาดหุ้นที่ผันผวนและมีการปรับขึ้นลงของราคาหุ้นเป็นช่วงๆ ทำให้มีความจำเป็นที่บริษัทจดทะเบียนจะต้องสามารถมีช่องทางระดมทุนได้อย่างรวดเร็วและแน่นอนเพื่อตอบสนองต่อโอกาสและความท้าทายในเชิงธุรกิจที่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วได้อย่างมีประสิทธิภาพ

ดังนั้น ขั้นตอนการขอมติการระดมทุนจากผู้ถือหุ้นของไทยในปัจจุบัน จึงมีส่วนทำให้ต้นทุนในการระดมทุนสูงขึ้นและยังขาดความยืดหยุ่นในทางปฏิบัติ และเป็นอุปสรรคสำคัญสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทยในการใช้ตลาดหลักทรัพย์เพื่อการบริหารจัดการทางการเงินอย่างมีประสิทธิภาพ

3.3.2 การเปรียบเทียบกับเกณฑ์ในต่างประเทศ

ในหลายประเทศได้จัดการกับปัญหาข้างต้น โดยการนำหลักการ general mandate มาใช้ในการขออนุมัติล่วงหน้าจากผู้ถือหุ้น เพื่อให้บริษัทสามารถระดมทุนได้ในระหว่างปีเมื่อสถานการณ์เหมาะสม โดยไม่ต้องกลับมาขอมติจากผู้ถือหุ้นอีกครั้ง โดยเป็นธรรมเนียมปฏิบัติที่บริษัทส่วนใหญ่จะบรรจุ general mandate เป็นวาระปกติในการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี ตัวอย่างประเทศในภูมิภาคที่ได้นำหลักการ general mandate มาใช้ในการระดมทุน ได้แก่ สิงคโปร์ ฮองกง มาเลเซีย (ตารางที่ 3)

ตารางที่ 3 : ข้อมูลเปรียบเทียบการใช้ general mandate ในประเทศต่างๆ ⁷

ประเทศ	ใช้ general mandate เป็นธรรมเนียมปฏิบัติ	Size limit สำหรับ general mandate	Price limit สำหรับ general mandate	สามารถทำ non-renounceable pro rata right issue
ไทย	No	-	-	Yes
สิงคโปร์	Yes	1) 20% non pro rata 2) 50% pro rata (non-renounceable) 3) 100% pro rata (renounceable)	1) 20% non pro rata 2) 10% pro rata (non-renounceable) 3) no limit for pro rata (renounceable)	Yes, subject to price and size limits
ฮ่องกง	Yes	1) 20% non pro rata 2) 50% pro rata (non-renounceable)	1) 20% non pro rata 2) 20% pro rata (non-renounceable) 3) no limit for pro rata (renounceable)	Yes, subject to price and size limits
มาเลเซีย	Yes	10% (อยู่ระหว่างการปรับเป็น) 1) 20% non pro rata 2) 50% pro rata (non-renounceable))	1) 10% non pro rata 2) no limit for pro rata	No

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

⁷ pro rata หมายถึง การเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนที่เป็นไปตามสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิม
non pro rata หมายถึง การเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนที่ไม่เป็นไปตามสัดส่วนของผู้ถือหุ้นเดิม
renounceable หมายถึง การที่ผู้ถือหุ้นสามารถโอนสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนไปให้ผู้อื่นได้
non renounceable หมายถึง การที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถโอนสิทธิในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนไปให้ผู้อื่นได้

การดำเนินการภายใต้หลักการ general mandate นี้ได้ช่วยให้กระบวนการการเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในต่างประเทศมีประสิทธิภาพมากขึ้นควบคู่ไปกับการรักษาสิทธิของผู้ถือหุ้น ดังนี้

(1) ช่วยให้ผู้จดทะเบียนมีความคล่องตัวในการระดมทุนเพิ่มขึ้น

general mandate ช่วยให้ผู้จดทะเบียนสามารถดำเนินการระดมทุนเพื่อตอบสนองต่อโอกาสทางธุรกิจที่เกิดขึ้นได้อย่างรวดเร็วและทันการณ์ ไม่จำเป็นต้องรอเวลาหรือกังวลต่อการได้รับความเห็นชอบของผู้ถือหุ้นเป็นครั้งๆ ไปจนอาจทำให้พลาดโอกาสไป ซึ่งมีส่วนช่วยสนับสนุนความสามารถในการแข่งขันของบริษัท

(2) ช่วยลด price impact ในขั้นตอนการประกาศเรียกประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขอเพิ่มทุน

เนื่องจากเป็นธรรมเนียมปฏิบัติที่ทุกบริษัทจะบรรจุ general mandate ในวาระปกติไว้ในการประชุมประจำปีไม่ว่าบริษัทนั้นจะมีแผนหรือความตั้งใจที่จะระดมทุนในตลาดรองในช่วงปีนั้นหรือไม่ ดังนั้น จึงไม่มี negative reaction จากตลาดและนักลงทุนในวันที่ general mandate ผ่านมติของการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปี เพราะตลาดไม่ทราบว่ายบริษัทไหนบ้างที่จะมีการระดมทุนจริง ทำให้ลดผลกระทบด้านลบต่อราคาหุ้นได้ ซึ่งต่างจากกรณีของไทย ที่เฉพาะบริษัทจดทะเบียนที่ต้องการระดมทุนจึงจะไปขอมติผู้ถือหุ้น ทำให้มีโอกาสดูงที่จะได้รับผลกระทบเชิงลบต่อราคาหุ้น

(3) มีกรอบการปกป้องสิทธิและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น

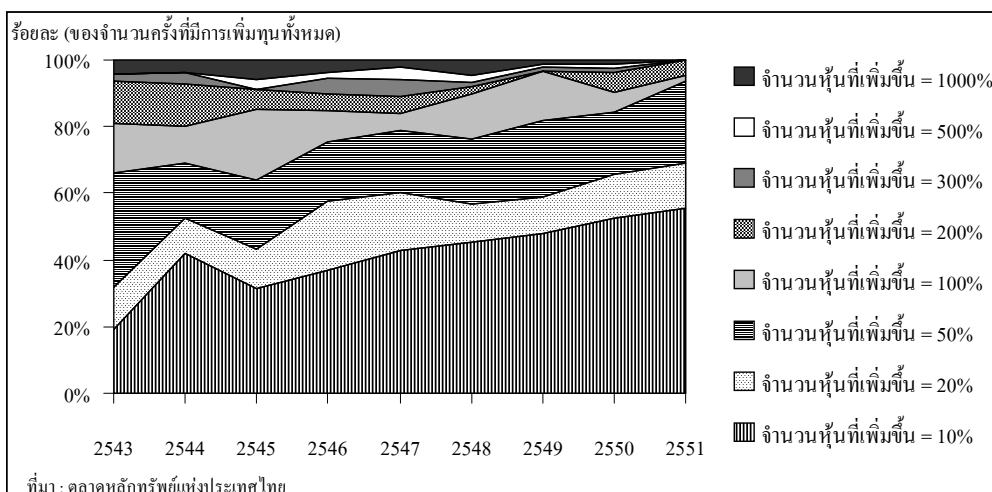
ในแต่ละประเทศที่ได้นำ general mandate มาใช้ได้มีการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นโดยการกำหนด limit สำหรับปริมาณหุ้นที่จะเพิ่มขึ้น (size limit) และส่วนลดของราคาเสนอขายหุ้นเทียบกับราคาตลาด (price limit) เพื่อไม่ให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลกระทบจาก dilution effect และ price impact มากเกินไป โดยส่วนใหญ่ได้พิจารณากำหนดให้ size limit และ price limit เป็นลักษณะขั้นต่ำได้ตามรูปแบบของการระดมทุน โดยรูปแบบที่จะมีผลกระทบในเชิง dilution effect มาก เช่น การเพิ่มทุนในลักษณะที่ไม่เป็นไปตามสัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิม (non - pro rata) ก็จะมี size limit ที่ต่ำกว่าการเพิ่มทุนในลักษณะที่เป็นไปตามสัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิม (pro rata) เป็นต้น โดยหากบริษัทต้องการระดมทุนในปริมาณมากกว่า size limit นี้ก็สามารถนำเรื่องเข้าเป็นวาระพิเศษเพื่อให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นพิจารณาได้เช่นกัน

3.3.3 ข้อเสนอแนะ

ทางการควรพิจารณานำหลักการ general mandate มาใช้ในขั้นตอนการอนุมัติผู้ถือหุ้นในการระดมทุน โดยกำหนดกรอบที่เป็นมาตรฐานทั้งในวิธีดำเนินการกำหนด size limit และ price limit ที่เหมาะสมและที่สำคัญ ซึ่งแจ้งประชาสัมพันธ์ทำความเข้าใจทั้งฝ่ายบริษัทจดทะเบียนให้บรรจุมติการอนุมัติเพิ่มทุนไว้ในวาระปกติของการประชุมผู้ถือหุ้นสามัญประจำปีอย่างแพร่หลาย และนักลงทุนทั่วไป โดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยถึงประโยชน์ที่ general mandate จะช่วยให้การดำเนินธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนมีประสิทธิภาพมากขึ้นและช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นในที่สุด รวมทั้งรับทราบถึงแนวทางและมาตรการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทั้งเรื่อง size limit และ price limit ที่ทางการกำหนดขึ้น

สำหรับการกำหนด size limit และ price limit ในกรณีของไทยนั้น จะต้องพิจารณาให้สมดุลระหว่างความคล่องตัวของบริษัทจดทะเบียนในการระดมทุนและการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอย่างเหมาะสม สำหรับ size limit นั้น หากพิจารณาจากข้อมูลการเพิ่มทุนที่เกิดขึ้นในปี 2543 – 2551 พบว่าการเพิ่มทุนที่มีจำนวนครั้งมากที่สุด ได้แก่ การเพิ่มทุนที่มีจำนวนหุ้นเพิ่มขึ้นร้อยละ 10 จากจำนวนหุ้นจดทะเบียนเดิม คิดเป็นร้อยละ 50 ของจำนวนการเพิ่มทุนทั้งหมดที่เกิดขึ้น รองลงมาคือ จำนวนหุ้นเพิ่มขึ้นร้อยละ 50 และร้อยละ 20 จากจำนวนหุ้นจดทะเบียนเดิม ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 21 และร้อยละ 12 ของจำนวนการเพิ่มทุนทั้งหมดที่เกิดขึ้นตามลำดับ (ภาพที่ 11)

ภาพที่ 11 : ปริมาณหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนไทยในช่วงปี 2543 - 2551



ทั้งนี้ เมื่อประกอบกับการพิจารณาประสบการณ์ของต่างประเทศโดยคำนึงถึงการสนับสนุนความสามารถในการแข่งขันของบริษัทจดทะเบียนไทยและการปรับใช้ที่เหมาะสมกับสถานการณ์การพัฒนาตลาดทุนของไทย ผู้วิจัยเชื่อว่า กรอบการดำเนินการของมาเลเซียในเรื่อง size limit และ price limit น่าจะมีความเหมาะสมกับไทยในการเริ่มนำหลักการ general mandate มาใช้มากที่สุด เพราะเป็นกรอบที่อนุรักษ์นิยมกว่ากรอบของสิงคโปร์และฮ่องกงที่ค่อนข้างเสรีจึงน่าจะเป็นสมคูลที่เหมาะสม โดยมีข้อเสนอ ดังสรุปตามตารางที่ 4

ตารางที่ 4 : ข้อเสนอการกำหนดขอบเขตของจำนวนหุ้นเพิ่มทุนและราคาเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนในการนำ general mandate มาใช้ในกรณีของไทย

หัวข้อ	รายละเอียด
จำนวนหุ้นที่จะเพิ่มขึ้น (size limit)	กรณีที่บริษัทเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนโดยไม่เป็นไปตามสัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิม (non - pro rata) บริษัทสามารถเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนได้ไม่เกินร้อยละ 20 ของจำนวนหุ้นจดทะเบียนเดิม
	กรณีที่บริษัทเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนตามสัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิม (pro rata) โดยที่ผู้ถือหุ้นเดิมไม่สามารถโอนสิทธิการซื้อหุ้นแก่ผู้อื่นได้ (non-renounceable) บริษัทสามารถเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนได้ไม่เกินร้อยละ 50 ของจำนวนหุ้นจดทะเบียนเดิม
ราคาเสนอขายหลักทรัพย์ (price limit)	กรณีที่บริษัทเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนโดยไม่เป็นไปตามสัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิม (non - pro rata) บริษัทสามารถเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน ณ ราคาส่วนลดได้ไม่เกินร้อยละ 10 ของราคาหุ้นในตลาด
	กรณีที่บริษัทเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนตามสัดส่วนผู้ถือหุ้นเดิม (pro rata) โดยที่ผู้ถือหุ้นเดิมสามารถโอนสิทธิการซื้อหุ้นแก่ผู้อื่นได้ (renounceable) จะไม่มีการกำหนดราคาเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนขั้นต่ำ

การนำ general mandate มาใช้จะช่วยสนับสนุนให้บริษัทสามารถใช้การระดมทุนในตลาดรองได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ลดต้นทุนและระยะเวลาของการระดมทุน สามารถตอบสนองต่อโอกาสและความท้าทายในเชิงธุรกิจได้ทันต่อสถานการณ์ โดยมีกรอบการดูแลสิทธิและผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอย่างเหมาะสม

บทที่ 4 : บทส่งท้าย

การระดมทุนในตลาดรองของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยในปัจจุบันมีมูลค่าต่ำและมีลักษณะ procyclical (หรือการประสบปัญหาในการระดมทุนโดยเฉพาะในช่วงเศรษฐกิจขาลง) มากกว่าเมื่อเทียบกับประเทศอื่นในภูมิภาค นอกเหนือจากสาเหตุความต้องการเงินทุนที่น้อยตามการชะลอตัวของการลงทุนของประเทศและประเด็นเชิงโครงสร้างของตลาดทุนแล้ว กฎเกณฑ์ของการระดมทุนในปัจจุบันเป็นอีกปัจจัยสำคัญที่ทำให้บริษัทระดมทุนไม่สามารถใช้การระดมทุนในตลาดรองเพื่อตอบสนองต่อโอกาสและความท้าทายต่างๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพและส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของเศรษฐกิจไทยโดยรวมด้วย

ข้อเสนอสำหรับปัญหาด้านกฎเกณฑ์ที่สำคัญและควรได้รับการดำเนินการเร่งด่วนมี 3 เรื่อง คือ

- (1) บริษัทจดทะเบียนที่มีกำไรสะสมสามารถเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนในราคาต่ำกว่าราคา par ได้
- (2) ปรับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่มาร่วมประชุมในการอนุมัติการเพิ่มทุนเป็นำไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 (จากเดิมต้องไม่น้อยกว่าร้อยละ 75)
- (3) ให้บริษัทจดทะเบียนสามารถบรรจุมติเพิ่มทุนเป็นวาระปกติในที่ประชุมประจำปีและสามารถระดมทุนได้ระหว่างปีนั้น โดยไม่ต้องกลับมาขอมติจากผู้ถือหุ้นอีก (general mandate)

ทั้งนี้ การปรับปรุงกฎเกณฑ์ในการระดมทุนทั้ง 3 ประเด็นนี้ จะมีส่วนสำคัญในการช่วยให้บริษัทจดทะเบียนไทยมีความคล่องตัวและยืดหยุ่นมากขึ้นในการใช้ตลาดหลักทรัพย์เพื่อเป็นช่องทางในการระดมทุนและบริหารจัดการทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพซึ่งเป็นแนวนโยบายสำคัญที่ตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกต่างได้ดำเนินการในช่วงที่ผ่านมา และจะมีส่วนช่วยให้ความสามารถในการแข่งขันทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียนไทยเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะนำไปสู่การเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันของประเทศให้สูงขึ้นตามไปด้วย

เอกสารแนบ

เอกสารแนบที่ 1 : วิธีการเสนอขายหลักทรัพย์ในการเพิ่มทุน

วิธีการเสนอขาย	กลุ่มบุคคลที่เสนอขาย	สัดส่วน/แนวทางการเสนอขาย
1. เสนอขายหลักทรัพย์แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (right offering : RO)	เสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม	เท่ากับสัดส่วนการถือครองเดิม หรือสามารถเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการเสนอขายหลักทรัพย์แต่ละครั้งได้ ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขที่กำหนด
2. เสนอขายหลักทรัพย์แก่นักลงทุนแบบเฉพาะเจาะจง (private placement : PP)	เสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่ 4 กลุ่มคือ 1. นักลงทุนสถาบัน 2. ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (strategic shareholders) 3. พันธมิตรทางธุรกิจ (strategic partners) 4. เจ้าหนี้	การเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่บุคคลในวงจำกัดไม่เกิน 50 ราย หรือวงเงินไม่เกิน 20 ล้านบาท
3. เสนอขายหลักทรัพย์แก่นักลงทุนทั่วไป (public offering : PO)	เสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่นักลงทุนทั่วไป	ต้องยื่นเอกสารการเปิดเผยข้อมูล (filing) ใหม่ทุกครั้งเมื่อมีการเพิ่มทุน
4. เสนอขายหลักทรัพย์แก่ผู้บริหาร หรือ พนักงานของบริษัท (employee stock ownership plan : ESOP)	เสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่พนักงาน เพื่อสร้างความมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของกิจการของพนักงาน และสร้างแรงจูงใจในการทำงาน	เป็นการเพิ่มทุนที่มีมูลค่าไม่สูงมาก โดยมีแผนการใช้เงินทุนในระยะยาว

เอกสารแนบที่ 2 : สัดส่วนการระดมทุนในตลาดรอง (แยกรายอุตสาหกรรม) ในช่วงปี 2542 - 2552

ประเทศ	อุตสาหกรรมแรกที่มีการระดมทุนสูงสุด 5 อันดับแรก	
	ปี 2542 – 2552	ปี 2550 – 2552
ไทย	<ol style="list-style-type: none"> 1. Banks (24%) 2. Oil & Gas (11%) 3. Airlines (5%) 4. Electric (5%) 5. Telecom (5%) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Oil & Gas (28%) 2. Telecom (26%) 3. Water (12%) 4. Chemicals (7%) 5. Metal Fabricate (4%)
มาเลเซีย	<ol style="list-style-type: none"> 1. Telecom (16%) 2. Commercial (10%) 3. REIT (6%) 4. Media (6%) 5. Machinery (5%) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Telecom (30%) 2. Agriculture (10%) 3. Construction (5%) 4. Holding company (5%) 5. REIT (4%)
ญี่ปุ่น	<ol style="list-style-type: none"> 1. Banks (18%) 2. REIT (10%) 3. Telecom (9%) 4. Retail (6%) 5. Financial service (4%) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Banks (40%) 2. REIT (10%) 3. Financial service (11%) 4. Electronic (8%), 5. Insurance (8%)
สิงคโปร์	<ol style="list-style-type: none"> 1. REIT (19%) 2. Real Estate (8%) 3. Telecom (7%) 4. Transport (7%) 5. Agriculture (5%) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. REIT (23%) 2. Real Estate (12%) 3. Shipbuilding (12%) 4. Agriculture (10%) 5. Financial Service (8%)

ประเทศ	อุตสาหกรรมแรกที่มีการระดมทุนสูงสุด 5 อันดับแรก (ต่อ)	
	ปี 2542 – 2552	ปี 2542 – 2552
ฮ่องกง	<ol style="list-style-type: none"> 1. Banks (24%) 2. Real Estate (11%) 3. Telecom (7%) 4. Oil & Gas (5%) 5. Construction (4%) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Real Estate (18%) 2. Banks (17%) 3. Retail (10%) 4. Construction (6%) 5. Mining (5%)
เกาหลีใต้	<ol style="list-style-type: none"> 1. Electronic (15%) 2. Financial service (19%) 3. Telecom (10%) 4. Semiconductor (6%) 5. Banks (6%) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Electronic (28%) 2. Financial service (23%) 3. Banks (8%) 4. Semiconductor (5%) 5. Transports (5%)

เอกสารแนบที่ 3 : รายละเอียดการระดมทุนของบริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน) (KTC)

หัวข้อ	รายละเอียด
วัตถุประสงค์การระดมทุน	เพื่อขยายกิจการ
มูลค่าการระดมทุน	7,700.00 ล้านบาท
วิธีการเสนอขายหลักทรัพย์	เสนอขายต่อผู้ถือหุ้นเดิม ในอัตราส่วน 1 หุ้นเดิมต่อ 3 หุ้นใหม่
มูลค่าเสนอขายหลักทรัพย์	10.00 บาท ต่อหุ้น
ปัญหาที่เกิดขึ้น	<p>1) ดิฉันปัญหาหากเกณฑ์ห้ามเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาพาร์หากไม่มีผลขาดทุนสะสม</p> <p>2) บริษัทได้รับการอนุมัติเพิ่มทุนไม่ถึงเกณฑ์ร้อยละ 75 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง</p>

ที่มา : แบบรายงานการเพิ่มทุนของ บริษัท บัตรกรุงไทย จำกัด (มหาชน) (KTC)

เอกสารแนบที่ 4 : รายละเอียดการระดมทุนของบริษัท เอเวอร์แลนด์ จำกัด (มหาชน) (EVER)

หัวข้อ	รายละเอียด
วัตถุประสงค์การระดมทุน	เพื่อขยายกิจการและใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน
มูลค่าการระดมทุน	300.00 ล้านบาท
วิธีการเสนอขายหลักทรัพย์	เสนอขายต่อผู้ถือหุ้นเดิม ในอัตราส่วน 1 หุ้นเดิมต่อ 1 หุ้นใหม่
มูลค่าเสนอขายหลักทรัพย์	1.00 บาท ต่อหุ้น
ปัญหาที่เกิดขึ้นจากการระดมทุน	บริษัทได้รับการอนุมัติเพิ่มทุนไม่ถึงเกณฑ์ร้อยละ 75 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง

ที่มา : แบบรายงานการเพิ่มทุนของ บริษัท เอเวอร์แลนด์ จำกัด (มหาชน) (EVER)

เอกสารแนบที่ 5 : รายละเอียดการระดมทุนของบริษัท เอ็มพิคเจอร์ เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)
(MPIC)

หัวข้อ	รายละเอียด		
วัตถุประสงค์การระดมทุน	ขยายกิจการและปรับโครงสร้างธุรกิจเป็นแบบครบวงจรโดยซื้อกิจการของบริษัท แปซิฟิก มาร์เก็ตติ้ง แอนด์ เอ็นเตอร์เทนเมนท์ กรุ๊ป (PMEG) และบริษัท มีเดีย เน็ตเวิร์ก รีเทล จำกัด (MNR)		
มูลค่าระดมทุน	90.00 ล้านบาท	92.30 ล้านบาท	70.50 ล้านบาท
วิธีการเสนอขาย	ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท MPIC	ผู้ถือหุ้นของบริษัท PMEG	ผู้ถือหุ้นของบริษัท MNR
สัดส่วนการเสนอขาย (หุ้นเดิม : หุ้นใหม่)	4 : 1	9.23 หุ้นเดิมของ MPIC : 1 หุ้นของ PMEG	17.625 หุ้นเดิมของ MPIC : 1 หุ้นของ MNR
ราคาเสนอขาย (บาทต่อหุ้น)	3.33	4.28	4.28
ปัญหาที่เกิดขึ้นจากการระดมทุน	บริษัทได้รับการอนุมัติเพิ่มทุนไม่ถึงเกณฑ์ร้อยละ 75 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออก		

ที่มา : แบบรายงานการเพิ่มทุนของ บริษัท เอ็มพิคเจอร์ เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน) (MPIC)

บรรณานุกรม

- ACRA Legal Digest No.9. “Highlight of The Companies (Amendment) Act 2005.” August 11,2005.
- Australian Stock Exchanges Limited (2003), “Capital Raising Mechanisms in Discloser-Based Market.”
- Business Facilitation Division, Accounting and Corporate Regulatory Authority (ACRA) of Singapore.
- “The Companies (Amendment) Act 2005.”
- Drew & Napier LLC. “Further measures to facilitate fund raising.” February 23, 2009.
- Drew & Napier LLC. “SGX Introduces measures to facilitate rights issues.” January 14, 2009.
- Freshfields Bruckhaus Deringer (2004). “Consultation Study Concerning the Implications of Adopting a
No-Par Value Share Regime in HongKong.”
- Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund (2009). “Policies to Mitigate
Procyclicality.”
- Singapore Journal of Legal Studies (1999). “The Par Value of share: An irrelevant concept in modern
company law.”