ความสัมพันธ์ระหว่างการเสนอขายหลักทรัพย์ให้กับนักลงทุนในวงจำกัด และการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

The Relationship of Private Placement and Interests Transfer in the Stock Exchange of Thailand (SET) and The Market for Alternative Investment (mai)

สิริวิไล จันทร์ศรี[1]
Siriwilai Chansri
ชานนท์ ชิงชยานุรักษ์[2]
Chanon Chingchayanura
โรจนา ธรรมจินดา[3]
Rojana Thammajinda
อภิเชษฐ์ ไชยวุฒิ[4]
Apichet Chaiwuth

Article History

Received: October 18, 2018
Revised: July 28, 2019
Accepted: September 19, 2019

บทคัดย่อ

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการระดมทุนในภาพรวม ความแตกต่างของเงินสดปันผลในช่วงก่อนและหลังระดมทุน และความสัมพันธ์ระหว่างการเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่นักลงทุนในวงจำกัดและการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ โดยใช้ข้อมูลเงินสดปันผลเป็นตัวแทนของการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ ทั้งนี้ ผู้ศึกษาได้รวบรวมข้อมูล 10 ปี จากเดือนมกราคม พ.ศ. 2551 ถึงเดือนมิถุนายน พ.ศ. 2560 เป็นจำนวน 247 ข้อมูล โดยจำแนกข้อมูลเป็น 2 กลุ่ม เพื่อลดอคติที่เกิดจากการเลือกตัวอย่าง ได้แก่ กลุ่มบริษัทที่ระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัด และกลุ่มบริษัทที่ไม่เสนอขายโดยวิธีใดในช่วงเวลาเดียวกัน ผลการศึกษาพบว่า 1) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554 การระดมทุนแบบ

[1] นักศึกษาวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Master's Student, Master of Science Program in Finance, Faculty of Business Administration, Chiang Mai University
E-mail: srw.chansri@gmail.com

[2] คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Faculty of Business Administration, Chiang Mai University, E-mail: chanon.ch@cmu.ac.th

[3] คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Faculty of Business Administration, Chiang Mai University, E-mail: rojana.t@cmu.ac.th

[4] คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Faculty of Business Administration, Chiang Mai University, E-mail: aphichet.c@cmu.ac.th

เสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดได้เติบโตอย่างต่อเนื่องมากกว่าวิธีอื่น 2) บริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดจ่ายเงินสดปันผลภายหลังการระดมทุนมากกว่าก่อนหน้าการระดมทุน และ 3) บริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินสดปันผล นอกจากนี้ บริษัทที่ระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดโดยมีผู้ถือหุ้นใหญ่เกี่ยวข้องมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลด้วย ผลการศึกษาสรุปได้ว่า บริษัทที่ระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่นักลงทุนในวงจำกัดมีส่วนเกี่ยวข้องกับการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ผ่านเงินสดปันผล

คำสำคัญ: *การเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัด การเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ เงินสดปันผล*

Abstract

The purpose of this study is to examine increase capital overview, to find the difference on cash dividend payment between before and after increase capital periods, and to examine the relationship between Private Placement (PP) and interest transfer. A multiple regression model was used with cash dividend as a representative of interests transfer. Two hundreds and forty-seven sample were obtained from SET and mai listed companies for 10 years during 2008-2017, and were classified into 2 groups to reduce sample bias. The first group consisted of firms that increased fund by Private Placement and the second group included the firms that did not increase any of fund in the same periods. The result showed that, 1) since 2011, PP had been growing steadily over other methods, 2) The cash dividend after PP period was higher than the previous period, and 3) PP had the positive relationship with cash dividend. Furthermore, PP had the positive relationship with large shares holding and cash dividend. The study concluded that firms which increased capital by PP were involved in the interests transfer through cash dividend.

Keywords: *Private Placement, Interests Transfer, Cash Dividend*

บทนำ

การระดมทุนนั้นทำให้สัดส่วนของผู้ถือหุ้นหลังจากการระดมทุนเพิ่มขึ้น และเกิดความไม่แน่นอนว่าจะทำให้กำไรเติบโตขึ้นในอัตราที่สูงกว่าจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นหรือไม่ส่งผลกระทบโดยตรงต่ออัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ดังนั้น การระดมทุนทำให้เกิดผลกระทบโดยตรงต่อสิทธิประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัท ทางสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) จึงกำหนดกฎเกณฑ์ให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) ต้องเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวกับการระดมทุน เพื่อให้ผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนทั่วไปได้ใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนได้อย่างเหมาะสมและทันเวลา โดยให้ทางเลือกกับบริษัทในการระดมทุนตามความเหมาะสม 3 วิธี ได้แก่ 1) การเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทตามสัดส่วนการถือหุ้น (Right Offering: RO) คือ การเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วน 2) การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไป (Public Offering: PO) คือ การเสนอขายให้ผู้ถือหุ้นใหม่ หากเสนอขายเป็นครั้งแรก เรียกว่า Initial Public Offering (IPO) และ 3) การเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่นักลงทุนในวงจำกัด (Private Placement: PP) คือ การระดมทุนให้บุคคลแบบเสนอขายในวงจำกัด หรือการระดมทุนบุคคลแบบเฉพาะเจาะจง

เมื่อพิจารณาข้อมูลทางสถิติของการระดมทุน (Sucharitakul, 2015) พบว่าในช่วงปี พ.ศ. 2556 - พ.ศ. 2560 จำนวนบริษัทและมูลค่าการระดมทุนจากการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่บุคคลในวงจำกัดนั้นได้เติบโตอย่างรวดเร็วและได้รับความนิยมเป็นอย่างมาก แต่ความนิยมเช่นนี้กลับนำมาซึ่งพฤติกรรมของบริษัทจดทะเบียนที่ผิดแปลกไป จนเป็นที่น่าสงสัยว่าบริษัทอาจใช้ PP ในทางที่ไม่เหมาะสม รวมถึงอาจใช้เพื่อเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ให้กับบุคคลบางกลุ่มซึ่งไม่เป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท ทั้งนี้ พฤติกรรมดังกล่าวประกอบด้วย 2 ประเด็น คือ 1) บริษัทพยายามหลีกเลี่ยงการชี้แจงข้อมูลกับทางตลาดหลักทรัพย์เมื่อเสนอขายแบบราคาต่ำ โดยบริษัทจะขอมติจากผู้ถือหุ้นในช่วงที่ราคาไม่ต่ำ แต่ในภายหลังกลับทอดเวลาในการเสนอขายจริงออกไปจนราคาขายต่ำกว่าราคาตลาด ณ วันที่เสนอขาย อีกทั้งหากบริษัทยืดระยะเวลาแล้วราคาไม่ต่ำ บริษัทก็จะยกเลิกรายการจนทำให้ผู้ถือหุ้นเดิมได้รับผลกระทบ การกระทำเช่นนี้ทำให้ไม่ต้องเปิดเผยเหตุผลความจำเป็นในการใช้เงินทุนที่ชัดเจน โดยใช้เสียง 3 ใน 4 ของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและใช้สิทธิออกเสียงตามปกติโดยไม่มีเสียงคัดค้าน (vote) ร้อยละ 10 ตามเกณฑ์ของการเสนอขายราคาต่ำ และ 2) บริษัทขออนุมัติเพิ่มทุนแบบ PP จำนวนมากทิ้งไว้โดยไม่ระบุวัตถุประสงค์ที่ชัดเจนในการใช้เงินที่ได้จากการเพิ่มทุนหรือในการสร้างประโยชน์ให้บริษัท หลังจากนั้นก็เผยแพร่ข่าวเชิงบวกเกี่ยวกับบริษัท เช่น การขยายการลงทุนไปทำธุรกิจใหม่ ทำให้การซื้อขายหุ้นของบริษัทและราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น เป็นต้น

เห็นได้ว่า กฎเกณฑ์ของ PP ยังมีช่องโหว่ที่อาจทำให้บริษัทสามารถเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ได้ ดังนั้น ในช่วงปี พ.ศ. 2558 สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) (The Stock Exchange of Thailand, 2015a) จึงได้ปรับปรุงเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องการเสนอขายหุ้นแบบการเสนอขายในวงจำกัดในหลายด้านดังนี้ 1) กำหนดระยะเวลาห้ามผู้ที่ได้รับการจัดสรรหุ้นแบบ PP ขายหุ้นเป็นเวลา 1 ปี (silent period) โดยมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 6 พฤษภาคม พ.ศ. 2558 2) ปรับปรุงสาระสำคัญหลักเกณฑ์การอนุญาตให้เสนอขายหลักทรัพย์แบบ PP โดยต้องได้รับอนุญาตจาก ก.ล.ต. ก่อนที่บริษัทจดทะเบียนจะทำการเสนอขายแก่บุคคลดังกล่าว ทั้งนี้ไม่รวมกรณีราคาการเสนอขายตามราคาตลาดในช่วงเสนอขายซึ่งเป็นกรณีที่ได้รับอนุญาตจาก ก.ล.ต. เป็นการทั่วไป โดยมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 1 ธันวาคม พ.ศ. 2558 และ 3) ปรับปรุงหลักเกณฑ์เกี่ยวกับการกำหนดรายการในหนังสือนัดประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียน เพื่อขออนุมัติการแจกและเสนอขายหลักทรัพย์ โดยมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 1 ธันวาคม พ.ศ. 2558 อย่างไรก็ดี การปรับปรุงกฎเกณฑ์เช่นนี้ยังไม่ได้แสดงผลลัพธ์ที่เป็นรูปธรรมมากนักและยังไม่ได้คำนึงถึงการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ผ่านการจ่ายเงินสดปันผล

งานวิจัยในต่างประเทศที่ผ่านมา Zhao, Xia, Tang, Cao, Liu, and Fan (2015) ได้ศึกษาถึงความเกี่ยวข้องของการระดมทุนแบบเสนอขายให้แก่นักลงทุนในวงจำกัด (PP) และการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ผ่านเงินสดปันผลของบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนในประเทศจีน (Shanghai Stock Exchange: SSE และ Shenzhen Stock Exchange: SZSE) ช่วงปี ค.ศ. 2006-2009 พบว่าบริษัทจดทะเบียนมีการจ่ายเงินสดปันผลภายหลังการระดมทุนโดยวิธี PP มากกว่าบริษัทที่ระดมทุนจากวิธีอื่น อีกทั้งบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เกิดขึ้นภายหลังการระดมทุนมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินสดปันผลมากกว่าบริษัทที่ไม่มีผู้ถือหุ้นใหญ่รายใหญ่ ทั้งที่ประเทศจีนมีกฎหมายเพื่อป้องกันการเอื้อประโยชน์ผ่านช่องทางระดมทุน คือ ห้ามผู้ถือหุ้นรายที่ซื้อหุ้นจากการระดมทุนโดยวิธี PP ขายหุ้นออกไปอย่างน้อย 3 ปี (lock period) แต่ก็ยังมีการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ผ่านเงินสดปันผลแทน ซึ่งในประเทศไทยได้มีกฎการห้ามขายหุ้นของผู้ถือหุ้นรายที่ซื้อหุ้นจากการระดมทุนโดยวิธี PP คล้ายกัน แต่เป็นเวลาเพียง 1 ปี (silent period) และมีกฎเกณฑ์อื่นๆ ดังที่กล่าวมา จึงมีความเป็นไปได้ว่า แม้ในประเทศไทยจะมีกฎเกณฑ์ที่รัดกุมมากขึ้น แต่ก็อาจมีการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ผ่านช่องทางเงินสดปันผลแทนเช่นเดียวกับเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในประเทศจีน ส่วนในกรณีงานศึกษาในประเทศไทยที่ผ่านมา จะเห็นได้ว่า ยังไม่มีงานศึกษาที่พิจารณาถึงการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ผ่านเงินสดปันผลโดยส่วนใหญ่ศึกษาเพียงการระดมทุนในภาพรวม ดังนั้นผู้ศึกษาจึงต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเสนอขายหลักทรัพย์ให้กับนักลงทุนในวงจำกัดและการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

(SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) โดยใช้เงินสดปันผลในรอบปีถัดไปภายหลังระดมทุนเป็นตัววัด ซึ่งอ้างอิงจากวิธีการศึกษาของ Zhao et al. (2015) เพื่อเป็นประโยชน์แก่นักลงทุนรายย่อยและนักลงทุนทั่วไปในการตัดสินใจลงทุน และเพื่อเป็นประโยชน์แก่ ก.ล.ต. ในการพิจารณาปรับปรุงกฎเกณฑ์ของการระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดให้รัดกุมมากขึ้น

วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาภาพรวมการระดมทุนในวิธีต่างๆ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
2. เพื่อศึกษาความแตกต่างของค่าเฉลี่ยเงินสดปันผลก่อนและหลังการระดมทุน
3. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ให้กับนักลงทุนในวงจำกัดและเงินสดปันผลภายหลังระดมทุน

ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

1. ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) Jensen and Meckling (1976) กล่าวว่า เจ้าของบริษัท (ตัวการ) ไม่สามารถที่จะบริหารงานได้เพียงลำพังจึงต้องมีบุคคลเข้ามาช่วยบริหารงานแทน (ตัวแทน) อย่างไรก็ดี หากผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนตัดสินใจดำเนินการเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดสอดคล้องกับการสร้างผลประโยชน์สูงสุดของเจ้าของแล้ว ความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าของบริษัทกับผู้บริหารก็ยังคงมีประสิทธิผลที่ดี แต่หากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของเจ้าของบริษัทกับผู้บริหารไม่สอดคล้องแล้วเกิดความขัดแย้งกัน ก็จะทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน (agency problems)

2. ทฤษฎีลูกไก่ในกำมือ (The bird in the hand Theory) Lintner (1962) และ Gordon (1963) กล่าวว่า ผู้ลงทุนยินดีรับเงินปันผลในปัจจุบันมากกว่ากำไรจากการขายหุ้นสามัญในอนาคต เนื่องจากเงินปันผลเป็นสิ่งที่ผู้ลงทุนได้รับจริงในปัจจุบัน จับต้องได้ และมีความเสี่ยงน้อยกว่ากำไรที่จะได้รับจากราคาหุ้นในอนาคตซึ่งอาจไม่เกิดขึ้นจริง

3. ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) อธิบายว่า ในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น นักลงทุนไม่สามารถนำข้อมูลทั้งหมดมาประมวลผลได้อย่างสมบูรณ์ อีกทั้งนักลงทุนแต่ละคนนั้นมีปริมาณและคุณภาพของข้อมูลที่ไม่เท่ากัน ดังนั้น เครื่องมือที่ผู้บริหารจะใช้เพื่อสร้างความเชื่อมั่นในกิจการของตนเองนั้น คือ การเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะ ซึ่งปริมาณเงินปันผลเป็นหนึ่งในเครื่องมือที่ผู้บริหารนิยมใช้เพื่อสร้างความน่าเชื่อถือให้กับองค์กร

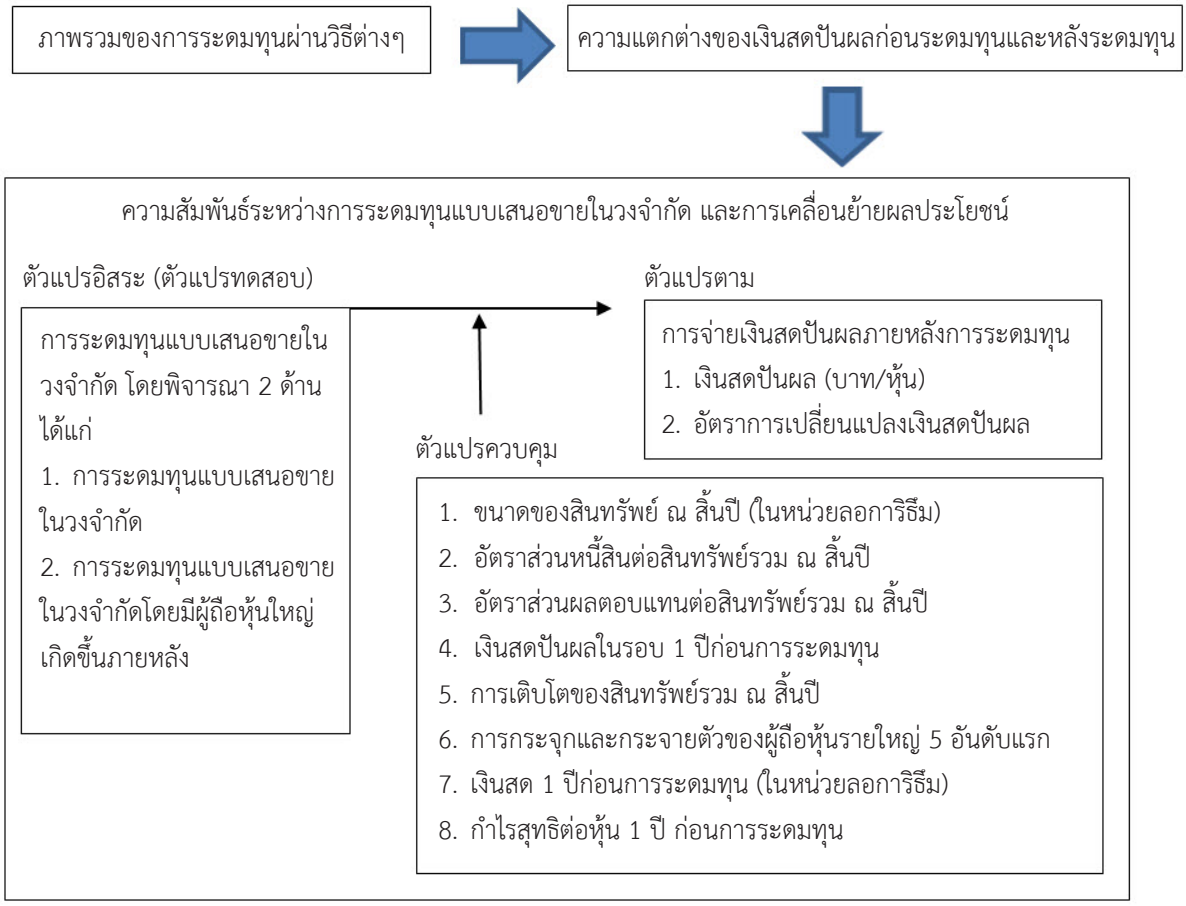
จาก 3 ทฤษฎีดังกล่าวข้างต้น จึงนำมาสู่ สมมุติฐานที่ 1 (H1) คือ การระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่นักลงทุนในวงจำกัด (PP) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับเงินสดปันผลภายหลังระดมทุน

เนื่องจากภายหลังการระดมทุนนั้นทำให้จำนวนหุ้นเพิ่มขึ้นตามสัดส่วนการจัดสรรและทำให้โครงสร้างผู้ถือหุ้นเปลี่ยนไป จนอาจกระทบต่ออำนาจการควบคุมและสิทธิ์ในการโหวตมติที่ประชุมในวาระต่างๆ เช่น การอนุมัติการจ่ายปันผล ดังนั้น ผู้ศึกษาจึงพิจารณาหลักเกณฑ์และทฤษฎีที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมดังนี้

4. เกณฑ์รายการที่เกี่ยวโยงกัน (The Stock Exchange of Thailand, 2015b) ได้ระบุว่า การทำรายการระหว่างบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทย่อยกับบุคคลที่เกี่ยวโยงกันของบริษัทจดทะเบียนอาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ดังนั้น จึงได้มีหลักการเพื่อก่อให้เกิดความโปร่งใสและเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นทุกรายโดยเท่าเทียมกัน ทั้งนี้ บุคคลที่เกี่ยวโยงกัน คือ บุคคลที่อาจทำให้กรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ในการตัดสินใจดำเนินงานว่าจะคำนึงถึงประโยชน์ของบุคคลนั้น หรือประโยชน์สูงสุดของบริษัทเป็นสำคัญ เช่น กรรมการ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ฯลฯ โดยนิยามของ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ คือ ผู้ที่ถือหุ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมในนิติบุคคลใดเกินกว่าร้อยละ 10 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียง

5. ทฤษฎีผลประโยชน์ทับซ้อน (Conflict of interest Theory) Simon and Williamson (2001) กล่าวว่า เมื่อผลประโยชน์อยู่ในฝ่ายใดอีกฝ่ายหนึ่งก็อาจเสียประโยชน์หรือมีการทับซ้อนของผลประโยชน์ได้

จาก 2 ทฤษฎีดังกล่าวข้างต้น ผู้ถือหุ้นรายใหญ่อาจมีอิทธิพลในการบริหารบริษัทเนื่องจากมีเสียงข้างมากในการลงมติต่างๆเพื่อผลประโยชน์ของตน จนอาจเลือกวิธีการระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัด (Private Placement: PP) เป็นเครื่องมือในการเคลื่อนย้ายประโยชน์โดยกำหนดการจ่ายเงินสดปันผลภายหลังการระดมทุน ซึ่งไม่ถูกต้องตามหลักการของการระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดที่มีวัตถุประสงค์เพื่อให้สิทธิ์ซื้อหุ้นแก่พันธมิตรทางธุรกิจ จึงนำมาสู่ สมมุติฐานที่ 2 (H2) คือ การระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ให้กับนักลงทุนในวงจำกัด (PP) โดยมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ภายหลังการระดมทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับเงินสดปันผลภายหลังระดมทุน



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

วิธีการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างใช้ข้อมูลการศึกษาแบบเหตุการณ์ที่น่าสนใจ (event study) คือ ข้อมูลของบริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนใน SET และ mai ระหว่าง พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2560 เป็นระยะเวลา 10 ปี จำนวน 247 หลักทรัพย์ โดยรวบรวมข้อมูล 9 ประเภท และกำหนดเป็นตัวแปรควบคุม คือ 1) เงินสดปันผลหลังการระดมทุน 2) ขนาดของสินทรัพย์ 3) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม 4) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม 5) เงินสดปันผลก่อนการระดมทุน 6) การเติบโตของสินทรัพย์รวม 7) การกระจุกและกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก 8) เงินสด และ 9) กำไรสุทธิต่อหุ้น โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โปรแกรม SETSMART และข้อมูลรายงานประจำปี (56-1)

นอกจากนี้ ผู้ศึกษายังได้จำแนกข้อมูลเป็น 2 กลุ่ม เพื่อลดอคติที่เกิดจากการเลือกตัวอย่าง (sample bias) ประกอบด้วย 1) กลุ่มบริษัทที่ระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัด (sample firms) และ 2) กลุ่มบริษัทที่ไม่เคยระดมทุนในทุกกรณีในช่วงเวลาเดียวกัน (matching firms) โดยกลุ่มบริษัทที่ไม่เคยระดมทุนในทุกกรณีในช่วงเวลาเดียวกัน มีเงื่อนไข คือ

1) บริษัทอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกับบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัด

2) มีสินทรัพย์ทั้งหมด (asset size) เป็นร้อยละ 20 - ร้อยละ 200 ของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัด

3) มีความสามารถในการทำกำไร (EBIT/TA) ใกล้เคียงกับบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดมากที่สุด ทั้งนี้ หากไม่ได้ตามเงื่อนไข 3 ข้อดังกล่าว จะได้เพียงบริษัทที่มีความสามารถทำกำไรใกล้เคียงกับบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัด โดยไม่ได้พิจารณาถึงอุตสาหกรรม ซึ่งมีเงื่อนไข คือ

3.1) มีสินทรัพย์ทั้งหมดเป็น ร้อยละ 70 - ร้อยละ 120 ของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัด

3.2) มีความสามารถในการทำกำไรใกล้เคียงกับบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดมากที่สุด

สถิติที่ใช้ในการศึกษา คือ การวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ เพื่อวิเคราะห์ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม อ้างอิงจากงานวิจัยของ Zhao et al. (2015)

เครื่องมือและวิธีการ

งานศึกษานี้ใช้เงินสดปันผลเป็นตัวแปรตามเพื่อวัดของการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ โดยใช้วิธีการของสมการถดถอยพหุคูณ (multiple regression) โดยแบ่งเป็น 2 รูปแบบสมการ ดังนี้

$$DPS\ after\ offerings_t = \beta_0 + \beta_1 PRIVATE\ PLACEMENT_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 DQPS_{t-1} + \beta_6 GROWTH_t + \beta_7 LC5_t + \beta_8 CASH_{t-1} + \beta_9 EPS_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$DPS\ after\ offerings_t = \beta_0 + \beta_1 LARGE\ SHARE_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 DQPS_{t-1} + \beta_6 GROWTH_t + \beta_7 LC5_t + \beta_8 CASH_{t-1} + \beta_9 EPS_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

โดยที่

ตัวแปรตาม คือ เงินสดปันผลภายหลังการระดมทุน (DPS after offerings) มี 2 ตัวแปร ดังนี้

1. DPS_{t+2} คือ เงินสดปันผล (บาท/หุ้น) ภายหลังการระดมทุน 2 ปี (Zhao et al., 2015)
2. DPS_C คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงเงินสดปันผลโดยเกิดขึ้นระหว่างหลังระดมทุน 2 ปี และก่อนระดมทุน 2 ปี

ตัวแปรทดสอบ คือ การระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัด (private placement)

1. PDM_t คือ ตัวแปรหุ่นแสดงการเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัด (Zhao et al., 2015)
2. PP_t คือ สัดส่วนการเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัด

ตัวแปรทดสอบ คือ การระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดโดยมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เกิดขึ้นภายหลัง (large share)

1. $PARTDM_t$ คือ ตัวแปรหุ่นแสดงการระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดเมื่อมีผู้ถือหุ้นใหญ่ภายหลังการระดมทุน (Zhao et al., 2015)
2. $PARTDM_PP_t$ คือ สัดส่วนของระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดโดยมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (คำนวณจาก PARTDM x PP)

ตัวแปรควบคุม

1. $SIZE_t$ คือ ขนาดของสินทรัพย์ ณ สิ้นปี ในหน่วยลอการิธึม (Panyavachirayan, 2015)
2. LEV_t คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปี (Panyavachirayan, 2015)
3. ROA_t คือ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปี (Inthapat, 2016)
4. $DQPS_{t-}$ คือ เงินสดปันผลในรอบ 1 ปี ก่อนการระดมทุน
5. $GROWTH_t$ คือ การเติบโตของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปี (Sawarojkittecho, 2015)
6. $LC5_t$ คือ กระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก (Sompoppokaset, 2016)

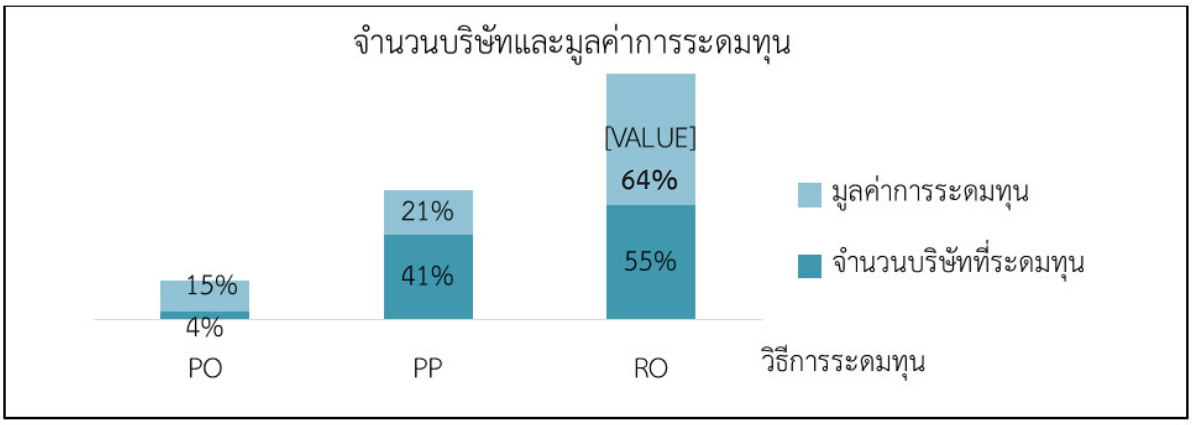
$$\frac{\text{อันดับแรกของผู้ถือหุ้น} - \text{อันดับที่ 1 ของผู้ถือหุ้น}}{\text{อันดับที่ 1}}$$

7. $CASH_{t-1}$ คือ เงินสดก่อนการระดมทุน 1 ปี ในหน่วยลอการิธึม
8. EPS_{t-1} คือ กำไรสุทธิต่อหุ้น 1 ปี ก่อนการระดมทุน (Soondur, Maunick, & Sewak, 2016)

ผลการศึกษาและอภิปราย

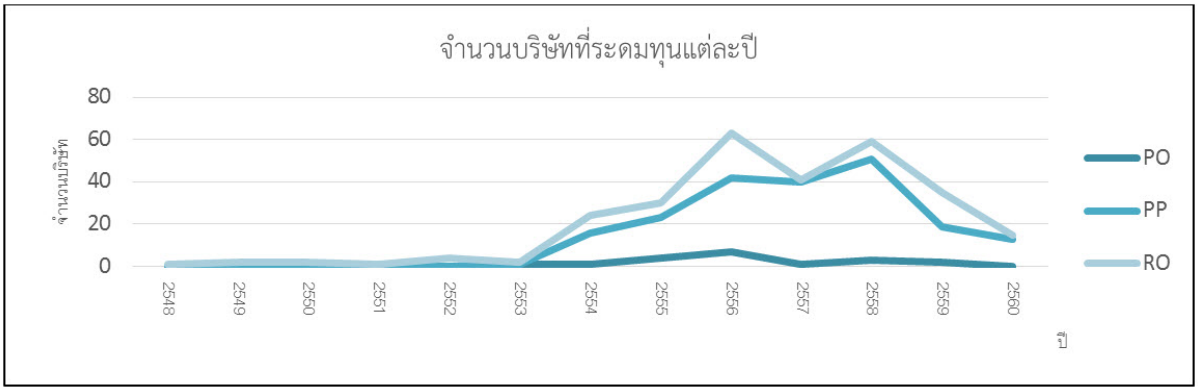
1. ภาพรวมการระดมทุนในวิธีต่างๆ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)

ผู้ศึกษาได้รวบรวมข้อมูลสถิติเบื้องต้นเกี่ยวกับการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน 3 ประเภท คือ การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไป (PO) การเสนอขายให้แก่นักลงทุนในวงจำกัด (PP) และการเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทตามสัดส่วนการถือหุ้น (RO) ภายในระยะเวลา 13 ปี ระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2548 ถึง 12 มิถุนายน พ.ศ. 2560 ดังนี้



ภาพที่ 2 แสดงแผนภูมิแท่งของจำนวนบริษัท และแผนภูมิแท่งของมูลค่าการเพิ่มทุน

จากภาพที่ 2 ในส่วนของจำนวนบริษัท พบว่า บริษัทนิยมระดมทุนจากวิธี RO มากที่สุดโดยคิดเป็นร้อยละ 55.00 รองลงมาคือ PP ร้อยละ 41.00 และ PO ร้อยละ 4.00 และในส่วนของมูลค่าการระดมทุนนั้น พบว่า บริษัทที่มีมูลค่าการเพิ่มทุนมากที่สุด คือ RO โดยคิดเป็นร้อยละ 64.00 รองลงมา คือ PP ร้อยละ 21.00 และ PO ร้อยละ 15.00 ซึ่งทั้งจำนวนบริษัทและมูลค่าการระดมทุนนั้นมีความคล้ายกันที่การเรียงลำดับจากมากไปน้อย คือ วิธี RO เป็นส่วนใหญ่ รองลงมา คือ PP และ PO ตามลำดับ แต่ PP นั้นมีวงเงิน (size limit) น้อยที่สุดแต่กลับนิยมเป็นอันดับที่ 2 อีกทั้งจำนวนบริษัท PP น้อยกว่า RO เพียงเล็กน้อยแต่กลับมีมูลค่าการระดมทุนน้อยกว่า PO มาก คือ เหลือเพียงร้อยละ 21 (ประมาณ 1 ใน 3 ของ PO) ซึ่งสนับสนุนประเด็นที่ว่าบริษัทขออนุมัติเพิ่มทุนแบบ PP จำนวนมากทิ้งไว้จนอาจนำมาซึ่งพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมของบริษัท (Sucharitakul, 2015)



ภาพที่ 3 แสดงกราฟเส้นของจำนวนบริษัทที่การระดมทุนผ่านทั้ง 3 วิธี แยกแต่ละปี

จากภาพที่ 3 เมื่อนำข้อมูลมาแสดงเป็นกราฟเส้น พบว่า จากปี พ.ศ. 2548-2552 บริษัทส่วนใหญ่จะเลือกแค่การระดมทุนวิธีแบบ RO เพียงวิธีเดียว ในปี พ.ศ. 2553 บริษัทเลือกระดมทุนกระจายไปใน 3 วิธีเท่าๆ กัน และตั้งแต่ปี พ.ศ.2554 การระดมทุนที่เป็นที่นิยมส่วนใหญ่มี 2 วิธี คือ RO และ PP โดยมีข้อสังเกตว่าการระดมทุนแบบ PP มีหลักเกณฑ์ค่อนข้างผ่อนปรนมากกว่าวิธีอื่น (ก่อนปรับเกณฑ์ในปี 2558) จึงเป็นสาเหตุให้มีความนิยมเพิ่มขึ้นมาก โดยเฉพาะในช่วงปี พ.ศ. 2554-2558 แต่การระดมทุนแบบ PP ลดลงเมื่อปี พ.ศ. 2559 เนื่องจาก ก.ล.ต. กำหนดเกณฑ์ห้ามขาย มีผลวันที่ 6 พฤษภาคม พ.ศ. 2558 และปรับปรุงเกณฑ์สำคัญในการเสนอขายในวงจำกัดให้รัดกุมขึ้น มีผลวันที่ 1 ธันวาคม พ.ศ. 2558 อย่างไรก็ดี การระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดพบเห็นชัดเจนตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2553 เป็นต้นมา ดังนั้น จึงได้ศึกษาข้อมูล 10 ปี ระหว่างช่วง 1 มกราคม พ.ศ. 2551-12 มิถุนายน พ.ศ. 2560

2. ผลการศึกษาความแตกต่างของเงินสดปันผลเฉลี่ย (Mean difference)

การศึกษาความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของเงินสดปันผล เป็นการศึกษาการเปลี่ยนแปลงค่าเฉลี่ยของเงินสดปันผลระหว่างก่อนการระดมทุนและหลังการระดมทุน โดยพิจารณา 2 ส่วน ดังนี้

1. กลุ่มบริษัทที่ระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัด (sample firm)

2. กลุ่มบริษัทที่ระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดกับบริษัทที่ไม่เคยระดมทุนโดยวิธีใดในช่วงเวลาเดียวกัน (matching firm)

ตารางที่ 1 แสดงความแตกต่างของเงินสดปันผลเฉลี่ย

		เงินสดปันผลเฉลี่ย		ความแตกต่าง	
		ก่อนการระดมทุน	หลังการระดมทุน	บาท/หุ้น	ร้อยละ
1	1 ปี ก่อนและหลังระดมทุน (sample firm)	0.1171	0.1115	-0.0056 (-0.2543)	-4.76%
	2 ปี ก่อนและหลังระดมทุน (sample firm)	0.1980	0.2588	0.0608* (1.3782)	30.71%
	ความแตกต่าง	0.0809*** (3.0988)	0.1473*** (2.6743)	0.0664** (1.7405)	35.47%** (1.6856)
2	บริษัทที่ระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัด (sample firm)	0.1980	0.2588	0.0608* (-1.3781)	30.71%
	บริษัทที่ไม่เคยระดมทุนวิธีใด (matching firm)	0.8572	1.0803	0.2231 (-0.7889)	26.03%
	ความแตกต่าง	-0.6593 (-3.4508)	-0.8215 (-2.9131)	-0.1623 (-1.8018)	4.69% (-2.9959)

หมายเหตุ: sample firm คือ บริษัทที่ระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัด matching firm คือ บริษัทไม่เคยระดมทุนโดยวิธีใดในช่วงเวลาเดียวกัน *** คือระดับนัยทางสถิติที่ 0.01 ** คือ ระดับนัยทางสถิติที่ 0.05 * คือ ระดับนัยทางสถิติที่ 0.10

จากตารางที่ 1 พบว่า มี 3 ผลลัพธ์ที่สำคัญ คือ 1) บริษัทที่ระดมทุนแบบ PP นั้นมีการจ่ายเงินสดปันผลที่ภายหลังระดมทุน 2 ปีมากกว่าเงินสดปันผลก่อนระดมทุน 2 ปี จำนวน 0.0608 บาทต่อหุ้น อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ระดับนัยสำคัญที่ 0.10 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Zhao et al. (2015) ที่พบว่า บริษัทที่ระดมทุนแบบ PP นั้นมีการจ่ายเงินสดปันผลภายหลังระดมทุนมากกว่าเงินสดก่อนหน้าระดมทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 2) ความแตกต่างของเงินสดปันผลในช่วง 2 ปี มากกว่าช่วง 1 ปี จำนวน 0.0664 บาทต่อหุ้น (ร้อยละ 35.47) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และ 3) ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยเงินสดปันผลของกลุ่มบริษัทที่ระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดนั้น มากกว่าค่าเฉลี่ยเงินสดปันผลของกลุ่มบริษัทที่ไม่ระดมทุนวิธีใดในช่วงเวลาเดียวกันเล็กน้อย (ร้อยละ 4.69) ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีปัญหาของตัวแทนและทฤษฎีตัวแทนที่กล่าวว่าหากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของเจ้าของบริษัทกับผู้บริหารไม่สอดคล้อง ผู้บริหารจะหาผลประโยชน์ให้กับตนเองได้โดยไม่คำนึงถึงผลประโยชน์ของเจ้าของ แต่ไม่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Zhao et al. (2015) ที่พบว่าความแตกต่างของค่าเฉลี่ยเงินสดปันผลของบริษัทที่ระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดนั้นมากกว่าค่าเฉลี่ยเงินสดปันผลของบริษัทที่ไม่ระดมทุนวิธีใดในช่วงเวลาเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เพราะ 1) ในประเทศไทยเริ่มนิยมการระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดชัดเจนเมื่อปี พ.ศ. 2554 หลังจากนั้นนักลงทุนก็ได้ร้องเรียนมากขึ้น จึงทำให้ทาง ก.ล.ต. ขึ้นเครื่องหมายห้ามขายหุ้นจนกว่าจะมีการชี้แจงข้อมูลจากทางบริษัทนั้นเพื่อเป็นตัวอย่าง และประกาศข่าวว่าจะมีการปรับปรุงเกณฑ์ใหม่ ทั้งนี้ ใช้เวลาประมาณ 1-2 ปี จึงมีมาตรการบังคับใช้กลางปีและปลายปี พ.ศ. 2558 จากการที่ ก.ล.ต. เล็งเห็นความสำคัญและกระตุ้นการออกนโยบายการระดมทุน

แบบเสนอขายในวงจำกัดใหม่ ทำให้กลุ่มตัวอย่างมีน้อยจนไม่ค่อยมีผลทางสถิติมากนัก และ 2) ตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีนมีช่วงระยะเวลาห้ามขายหุ้นมากกว่าประเทศไทยถึง 3 ปี ดังนั้น หากจะมีการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์แล้ว วิธีการจ่ายเงินสดปันผลอาจจะเป็นวิธีที่เร็วกว่าการทำกำไรจากขายหุ้น (capital gain) และแนบเนียนกว่าเพราะนักลงทุนรายย่อยยังได้ประโยชน์จากเงินสดปันผลนั้นและไม่กระทบที่มีต่อผู้ถือหุ้นกรณีที่มีตัวหารเพิ่มขึ้น (dilution effect)

ตารางที่ 2 แสดงผลลัพธ์ความสัมพันธ์ของการระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดและเงินสดปันผล

ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม				ตัวแปรตาม			
	DPS		DPS_C		DPS		DPS_C	
1. PDM	0.3060		0.1671					
2. PP		0.3766**		0.5182*				
3. PARTDM					-1.1537		-0.1950	
4. PARTDM_PP						-0.1654		0.4107**
1. SIZE	-0.2027	-0.196	0.0562	0.0562	-0.1707	-0.1892	0.0657*	0.0563
2. LEV	-0.1044	-0.0962	0.0076	0.0138	-0.0670	-0.0992	0.0162	0.0125
3. ROA	-0.0384	-0.0516	0.0001	-0.0304	-0.0153	-0.0106	0.0096	-0.0229
4. DQPS	3.3139***	3.2856***	0.0741***	0.0697***	3.2846*	3.2663**	0.0534	0.0659
5. GROWTH	-0.0314	-0.0393	-0.0016**	-0.0035	-0.035**	-0.0301	-0.0018	0.0008
6. LC5	-0.4167*	-0.3938*	-0.0531*	-0.0596*	-0.5941	-0.3704	-0.0658	-0.0294
7. CASH	0.1691	0.1647	-0.0182	-0.0259	0.1465	0.1731	-0.021**	-0.022**
8. EPS	0.1987	0.2004	0.0054	0.0047*	0.2040	0.1989*	0.006***	0.005***

หมายเหตุ: DPS คือ เงินปันผล 2 ปี ณ ปีที่มีการเพิ่มทุนและภายหลังระดมทุน 1 ปี (บาท/หุ้น) DPS_C (%) คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินสดปันผล PDM คือ ตัวแปรหุ่น (0 = ไม่มีการระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัด 1 = มีการระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัด) PP คือ สัดส่วนมูลค่าการเพิ่มทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดต่อการเพิ่มทุนทั้งหมดในช่วง 2 ปี ก่อนและหลังปีที่มีการเพิ่มทุน PARTDM คือ ตัวแปรหุ่นแสดงการระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดเมื่อมีผู้ถือหุ้นใหญ่ภายหลังการระดมทุน PARTDM_PP คือ ผลคูณของ PARTDM และ PP SIZE คือ ขนาดสินทรัพย์ LEV คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (เท่า) ROA คือ อัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์ (%) DQPS คือ เงินปันผลปีงวดก่อนปีที่มีเพิ่มทุน (บาท/หุ้น) GROWTH คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ ณ ปีที่มีการเพิ่มทุนเทียบกับปีก่อนหน้า LC5 คือ การกระจุกและกระจายตัวของผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก (เท่า) CASH คือ เงินสดสุทธิปีก่อนหน้าปีที่มีการเพิ่มทุน, EPS คือ อัตราส่วนกำไรต่อหุ้นของปีก่อนหน้าปีที่มีการเพิ่มทุน (บาท/หุ้น) *** คือ ระดับนัยทางสถิติที่ 0.01 ** คือ ระดับนัยทางสถิติที่ 0.05 และ * คือ ระดับนัยทางสถิติที่ 0.10

จากตารางที่ 2 (พิจารณาตัวแปรทดสอบ PDM และ PP) พบว่า สัดส่วนมูลค่าการเพิ่มทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดต่อการเพิ่มทุนแบบอื่น (PP) มีความสัมพันธ์กับเงินสดปันผลและอัตราการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ (ตัวแบบที่ 1.2 และ 2.2) หมายความว่า บริษัทที่ทำการระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดมีแนวโน้มจะจ่ายเงินสดปันผลเพิ่มขึ้นภายหลังการระดมทุนแบบ PP ดังนั้น จึงยอมรับสมมุติฐานที่ 1 (H1) ที่ว่า การระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่นักลงทุนในวงจำกัด (PP) มีความสัมพันธ์กับเงินสดปันผลภายหลังระดมทุนในเชิงบวก ซึ่งสอดคล้องกับ 1) ทฤษฎีตัวแทน Jensen and Meckling (1976) ที่กล่าวว่า หากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของเจ้าของบริษัทกับผู้บริหารไม่สอดคล้องแล้วเกิดความขัดแย้งกันก็จะทำให้เกิดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน 2) ทฤษฎีลูกไก่ในกำมือ Lintner (1962) และ Gordon (1963) ที่กล่าวว่า ผู้ลงทุนยินดีรับเงินปันผลในปัจจุบันมากกว่ากำไรจากการขายหุ้นในอนาคต และ 3) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ ที่อธิบายว่า ในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น นักลงทุนไม่สามารถนำข้อมูลทั้งหมดมาประมวลผลได้อย่างสมบูรณ์ ดังนั้น เครื่องมือที่ผู้บริหารจะใช้เพื่อสร้างความเชื่อมั่นในกิจการของตนเองนั้น คือ การเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะ เช่น ปริมาณเงินปันผลจ่าย อย่างไรก็ตาม การศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวหากใช้ตัวแปรหุ่นแสดงการระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัด (PDM) ที่ใช้ในการศึกษาของ Zhao et al. (2015)

จากตารางที่ 2 (พิจารณาตัวแปรทดสอบ PARTDM และ PARTDM_PP) พบว่า การระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดโดยมีผู้ถือหุ้นใหญ่ภายหลังการระดมทุน (PARTDM_PP) มีความสัมพันธ์กับอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินสดปันผลในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05 (ตัวแบบที่ 2.4) หมายความว่า บริษัทที่เลือกวิธีการระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดโดยเกิดผู้ถือหุ้นใหญ่ภายหลังการระดมทุนนั้นมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินสดปันผลมากขึ้น ดังนั้น จึงยอมรับสมมุติฐานที่ 2 (H2) ที่ว่า การระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ให้กับนักลงทุนในวงจำกัด (PP) โดยมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ภายหลังการระดมทุนมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับเงินสดปันผลภายหลังระดมทุน ซึ่งสอดคล้องกับ 1) เกณฑ์รายการที่เกี่ยวโยงกันที่ ก.ล.ต. ระบุว่าหลักเกณฑ์ให้บริษัททำรายการที่เกี่ยวโยงกันกับบุคคลที่เกี่ยวข้องอย่างระมัดระวัง เพื่อก่อให้เกิดความโปร่งใสและเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นทุกรายโดยเท่าเทียม เพราะรายการนั้นอาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ได้ โดยให้นิยามของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ คือ บุคคลที่ถือหุ้นทั้งทางตรงและทางอ้อมมากกว่าร้อยละ 10 และ 2) ทฤษฎีผลประโยชน์ทับซ้อนของ Simon and Williamson (2001) กล่าวว่า เมื่อผลประโยชน์อยู่ในฝ่ายใดอีกฝ่ายหนึ่งก็อาจเสียประโยชน์หรือมีการทับซ้อนของผลประโยชน์ได้ ซึ่งโดยหลักการของ PP นั้น มีวัตถุประสงค์เพื่อให้สิทธิ์ซื้อหุ้นแก่พันธมิตรทางธุรกิจ ดังนั้น บุคคลที่ได้รับสิทธิ์ซื้อหุ้นจากการเป็นพันธมิตรนั้น นอกจากจะมีหน้าที่หาผลประโยชน์ให้บริษัทแล้ว ยังสามารถได้รับสิทธิต่างๆ เหมือนผู้ถือหุ้น คือ เงินปันผลสด อย่างไรก็ตาม การศึกษาไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าวหากใช้ตัวแปรหุ่นแสดงการระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดโดยมีผู้ถือหุ้นใหญ่ (PARTDM) ที่ใช้ในการศึกษาของ Zhao et al. (2015) นอกจากนี้ยังพบว่า มีปัจจัยที่ส่งผลต่อเงินสดปันผล 5 ปัจจัย ได้แก่ ขนาดของสินทรัพย์ เงินปันผลรอบปีก่อนปีระดมทุน อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ การกระจุกและกระจายตัวของผู้ถือหุ้นใหญ่ 5 อันดับแรก และกำไรสุทธิต่อหุ้น

จากการยอมรับทั้ง 2 สมมุติฐาน ทำให้สรุปได้ว่า บริษัทที่ระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับเงินสดปันผลภายหลังการระดมทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

บทสรุป

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ให้กับนักลงทุนในวงจำกัด (PP) และการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตามหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ จากการเก็บข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ระหว่าง พ.ศ. 2551 ถึง พ.ศ. 2560 เป็นระยะเวลา 10 ปี จำนวน 247 ข้อมูล โดยจำแนกข้อมูลเป็น 2 กลุ่มเพื่อลดอคติที่เกิดจากการเลือกตัวอย่าง (sample

bias) ได้แก่ บริษัทที่ระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัด (sample firms) และบริษัทที่ไม่เสนอขายหลักทรัพย์โดยวิธีใดในช่วงเวลาเดียวกัน (matching firms) เพื่อศึกษา 1) ภาพรวมของการระดมทุน 2) ความแตกต่างของเงินสดปันผลช่วงก่อนระดมทุนและหลังการระดมทุน และ 3) ความสัมพันธ์ระหว่างการระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัดกับการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ โดยใช้วิธีวิเคราะห์การถดถอยพหุ (multiple regression)

ผลการศึกษาภาพรวมการระดมทุนในวิธีต่างๆ ของบริษัทที่จดทะเบียนใน SET และ mai พบว่า จำนวนบริษัทและมูลค่าการระดมทุนนั้นมีความคล้ายกันที่การเรียงลำดับจากมากไปน้อย คือ RO PP และ PO ตามลำดับ แต่ PP นั้นมีวงเงิน (size limit) น้อยที่สุดแต่กลับนิยมเป็นอันดับที่ 2 อีกทั้งจำนวนบริษัท PP น้อยกว่า RO เพียงเล็กน้อยแต่กลับมีมูลค่าการระดมทุนน้อยกว่า PO อยู่มาก คือ เหลือเพียงร้อยละ 21.00 (ประมาณ 1 ใน 3 ของ PO) ซึ่งสนับสนุนประเด็นที่ว่าบริษัทขออนุมัติเพิ่มทุนแบบ PP จำนวนมากทิ้งไว้จนอาจนำมาซึ่งพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมของบริษัท (Sucharitakul, 2015)

ผลการศึกษาความแตกต่างของเงินสดปันผลช่วงก่อนระดมทุนและหลังการระดมทุน พบว่า บริษัทที่ระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดจะจ่ายเงินสดปันผลเฉลี่ยในช่วง 2 ปีหลัง มากกว่าช่วง 2 ปีก่อนการระดมทุน และบริษัทที่ระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดจ่ายปันผลเฉลี่ยในช่วง 2 ปี มากกว่า ช่วง 1 ปี จึงหมายความว่า บริษัทที่ระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดจะจ่ายเงินปันผลเฉลี่ยช่วง 2 ปีหลังระดมทุนมากกว่าช่วง 2 ปีก่อนระดมทุน โดยบริษัทอาจจะแบ่งจ่ายเงินปันผลเป็นช่วง 2 ปี แทนที่จะเป็นแค่เพียง 1 ปี เพื่อให้การกระทำนั้นนั้นไม่เป็นที่น่าสงสัยมากที่สุด อีกทั้งบริษัทที่ระดมทุนโดยวิธีเสนอขายในวงจำกัดยังจ่ายเงินสดปันผลในสัดส่วนที่มากกว่าบริษัทที่ไม่ระดมทุนโดยวิธีใดในช่วงเวลาเดียวกัน

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดและการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตามหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า การระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัด (PP) มีส่วนเอื้อในการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ผ่านเงินสดปันผล เนื่องจาก “เงินสดปันผล” ที่งานศึกษานี้ใช้เป็นตัวชี้วัด “การเคลื่อนย้ายผลประโยชน์” นั้น มีจำนวนเพิ่มขึ้นภายหลังการระดมทุนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ อีกทั้งเงินสดปันผลมีความสัมพันธ์กับการระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และหากมีผู้ถือหุ้นใหญ่เกิดขึ้นภายหลังจากการระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัด ก็ยังมีความสัมพันธ์กับเงินสดปันผลในเชิงบวก อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติด้วยเช่นกัน นอกจากนี้ยังพบว่า มีปัจจัยที่ส่งผลต่อเงินสดปันผล 5 ปัจจัย ได้แก่ ขนาดของสินทรัพย์ เงินปันผลรอบปีก่อนปีระดมทุน อัตราการเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ การกระจุกและกระจายตัวของผู้ถือหุ้นใหญ่ 5 อันดับแรก และกำไรสุทธิต่อหุ้น

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

การวิจัยครั้งนี้ คือ การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดและการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยมีข้อมูลด้านพฤติกรรมที่ผิดแปลกจากเดิมของบริษัทที่เลือกวิธีระดมดมทุนแบบ PP จนอาจเกิดการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์ได้ (Sucharitakul, 2015) โดยใช้ตัวแปรหุ่นที่สนใจจากการระดมทุนแบบเสนอขายในวงจำกัด (PP) เป็นหลัก แต่ไม่ได้เปรียบเทียบกับวิธีอื่น คือ การเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทตามสัดส่วนการถือหุ้น (RO) หรือการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไป (PO) ดังนั้นหากจะพิจารณาการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์จากวิธีเสนอขายแบบ RO และ PO ด้วยจะทำให้การศึกษาครอบคลุมและชัดเจนมากยิ่งขึ้น

2. ข้อเสนอแนะในการนำงานศึกษาไปใช้ประโยชน์

สำหรับนักลงทุนทั่วไป หากลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการเพิ่มทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดโดยที่ไม่มีชื่อตนเองอยู่ในบุคคลที่เพิ่มทุนนั้น นักลงทุนไม่จำเป็นต้องกังวลเกี่ยวกับผลกระทบที่มีต่อผู้ถือหุ้นกรณีที่มีตัวหารเพิ่มขึ้น (dilution effect) จนต้องรีบขายหุ้นออกไป เพราะการระดมทุนโดยเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัด

จะทำให้เงินสดปันผลจ่ายในรอบถัดไปเพิ่มขึ้นแม้ว่าบริษัทนั้นจะมีผู้ถือหุ้นใหญ่เกิดขึ้นภายหลังการระดมทุนด้วยหรือไม่ก็ตาม เพราะบริษัทจดทะเบียนส่วนใหญ่ในประเทศไทยมักมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่อยู่แล้ว (ในสัดส่วนมากกว่าร้อยละ 10)

สำหรับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กฎเกณฑ์การห้ามขายหุ้นสำหรับการเสนอขายในวงจำกัดภายใน 1 ปี (silent period) รวมถึงการให้เสนอขออนุญาตจาก ก.ล.ต. ก่อนการเสนอขายและกฎเกณฑ์อื่นๆ นั้นไม่เพียงพอที่จะบรรเทาปัญหาการเคลื่อนย้ายผลประโยชน์จากการระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดได้ เพราะบริษัทสามารถใช้การระดมทุนแบบเสนอขายหลักทรัพย์ในวงจำกัดเพื่อเอื้อประโยชน์ผ่านการจ่ายเงินสดปันผลได้ ทาง ก.ล.ต. จึงสามารถนำผลการศึกษานี้ไปปรับปรุงกฎเกณฑ์ให้มีความรัดกุมขึ้นได้

บรรณานุกรม

Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance, 18*(2), 264-272.

Inthapat, A. (2016). *Patčhai thī̱ kān čhaī ngœ̄npanphon khoṇng boṛisat čhotthabīan nai talāt laksap ʻem ʻē ʻai* [The determinants of dividend payment of listed companies in the market for alternative investment] (Master's independent study, Bangkok University).

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305-360.

Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics, 44*(3), 243-269.

Panyavachirayan, P. (2015). *Nǣokhit nai kān čhamnaī hun phœ̄m thun kap phontoṛthǣn kœ̄n pakati sasom khoṇng laksap khoṇng boṛisat čhotthabīan nai talāt laksap nai prathēt Thai* [The concept of seasoned equity offering and stocks' cumulative abnormal returns of listed companies on the stock exchange of Thailand] (Master's independent study, Thammasat University).

Sawarojkittecho, T. (2015). *Patčhai thī̱ mī̱ ʻitthiphon toṛ kān čhaī ngœ̄npanphon khoṇng boṛisat čhotthabīan nai talāt laksap hǣng prathēt Thai : koṛanī̱ suksā̱ boṛisat nai SET High Dividend khoṇng prathēt Thai* [Determinant of dividend policy: Evidence from SET high dividend companies in Thailand] (Master's thesis, Bangkok University).

Simon, H. A., & Williamson, O. E. (2001). Conflict of interest in theories of organization. *Journal of Management and Governance, 5*(3), 223-230.

Sompoppokaset, P. (2016). *Khrōngsāng phūthū̱ hun khana kammakān boṛisat kap nayobāī kān čhaī ngœ̄n pan phon* [Ownership structure, board of directors and dividend policy] (Master's independent study, Thammasat University).

Soondur S. A. K., Maunick, D., & Sewak, S. (2016). Determinants of the dividend policy of companies listed on the stock exchange of Mauritius. Retrieved May 17, 2018, from http://globalbizresearch.org/Mauritius_Conference_2016_Jan/docs/PDf/FAB/M619

Sucharitakul, R. (2015). Prap kēn PP phœ̄m khọ̄mūn phū̆a kān̆tatsinčhai [Adjust PP criteria, add information for decision making]. Retrieved January 20, 2017, from https://www.sec.or.th/TH/Template3/%E0%B9%80%E0%B8%9B%E0%B8%B4%E0%B8%94%E0%B8%9A%E0%B9%89%E0%B8%B2%E0%B8%99%20%E0%B8%81.%E0%B8%A5.%E0%B8%95/2558/bangk-25580924.pdf

The Stock Exchange of Thailand. (2015a). Kān phœ̄m thun hunsāman: Sarup kēn sāra samkhan [Capital increase in ordinary shares]. Retrieved May 17, 2018, from https://www.set.or.th/th/regulations/simplified_regulations/increase_capital_p1.html

The Stock Exchange of Thailand. (2015b). Rāikān thī kīeoyong kan [Connected transactions]. Retrieved May 12, 2018, from https://www.set.or.th/th/regulations/simplified_regulations/files/20181129_Connected Transactions.pdf

Zhao, Y. F., Xia, X. P., Tang, X. X., Cao, W., Liu, X. Y., & Fan, Y. H. (2015). Private placements, cash dividends and interests transfer: Empirical evidence from Chinese listed firms. *International Review of Economics and Finance, 36*(2015), 107-118.