

## บทที่ 6

### สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

หากเปรียบเทียบจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ประสบปัญหาฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานเป็นผู้ป่วย เปรียบศาลล้มละลายกลางเป็นสถานพยาบาล เปรียบปัญหาฐานะการเงินและผลการดำเนินงานเป็นอาการของโรค ซึ่งเป็นผลสืบเนื่องมาจากวิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในปี พ.ศ.2540 และเปรียบเทียบกระบวนการของศาลล้มละลายกลางและแผนฟื้นฟูกิจการเป็นวิธีเยียวยาและวิธีการปฏิบัติเพื่อให้หายจากโรคร้ายแล้ว คำถามที่น่าสนใจคือ ในบรรดาผู้ป่วยซึ่งล้วนแล้วแต่ประสบกับโรคร้าย ซึ่งมีทั้งผู้ป่วยอาการหนักและเบาแตกต่างกันไปนั้น เมื่อเข้ารับการรักษาและรับคำแนะนำจากสถานพยาบาลเพื่อปฏิบัติตามแล้ว มีปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลต่อความสามารถในการฟื้นตัวกลับมาสุขภาพดีขึ้นของผู้ป่วย คำถามดังกล่าวเป็นที่มาของการศึกษานี้ กล่าวคือ ทั้งๆที่ทุกบริษัทซึ่งเข้าฟื้นฟูกิจการผ่านกระบวนการศาลล้มละลายกลางนั้น ต่างก็เป็นบริษัทที่มีปัญหาทางการเงิน แต่เหตุใดบางบริษัทจึงสามารถฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จตามแผน ในขณะที่อีกหลายบริษัทไม่สามารถแก้ปัญหาด้านการเงินที่กิจการประสบอยู่ได้ ปัจจัยด้านสภาพของปัญหาทางการเงินของแต่ละบริษัทช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูจะมีผลต่อความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการหรือไม่ หากมีปัจจัยดังกล่าวคือปัจจัยใดบ้าง

ในการตอบคำถามดังกล่าว ผู้วิจัยได้ดำเนินการตามวิธีการศึกษาที่ได้กล่าวไปแล้วในบทที่ 4 และผลการศึกษาก็ได้กล่าวไปแล้วเช่นกันในบทที่ 5 ในลำดับต่อไปจะกล่าวถึงสรุปผลการศึกษา และวิเคราะห์การศึกษาเชิงนโยบาย รวมทั้งข้อจำกัดในการศึกษาและข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป ดังนี้

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## 6.1 สรุปผลการศึกษา

จากผลการศึกษาสามารถสรุปได้ว่า ตัวแปรอธิบาย 4 ตัวแปร มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% จากตัวแปรอธิบายทั้งหมด 6 ตัวแปร โดยมีตัวแปรอธิบายเพียงตัวแปรเดียวมีเครื่องหมายไม่ตรงตามสมมติฐาน คือ ค่า log ของสินทรัพย์รวม ส่วนตัวแปรที่มีนัยสำคัญและมีเครื่องหมายตรงตามสมมติฐาน คือ อัตราส่วนกำไรสุทธิส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญต่อยอดขายสุทธิ สัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อหนี้สินไม่หมุนเวียน และตัวแปรหุ่นซึ่งแทนกลุ่มบริษัทในภาคการผลิต อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ดังตารางที่ 6.1

ตารางที่ 6.1 ปัจจัยทางการเงินก่อนเข้าพื้นที่ปฏิบัติการที่มีผลต่อความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการ

ตัวแปรอธิบาย	แทนกลุ่มอัตราส่วนทางการเงิน	สมมติฐาน	ความสัมพันธ์กับโอกาสที่จะฟื้นฟูกิจการสำเร็จ
อัตราส่วนกำไรสุทธิส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญต่อยอดขายสุทธิ	อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร	+	+
สัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อหนี้สินไม่หมุนเวียน	สัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินระยะยาว	-	-
ค่า log ของสินทรัพย์รวม	ขนาดของกิจการ	+	-
ตัวแปรหุ่นซึ่งแทนกลุ่มบริษัทในภาคการผลิต อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	ภาคการผลิต อสังหาริมทรัพย์ และก่อสร้าง	-	-

ทั้งนี้ ความสัมพันธ์ของปัจจัยทางการเงินก่อนเข้าพื้นที่ปฏิบัติการของบริษัทจดทะเบียนทั้ง 4 ปัจจัยข้างต้น มีความสัมพันธ์กับโอกาสที่บริษัทจะฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลางได้สำเร็จ กล่าวโดยสรุปได้ดังนี้

อัตราส่วนกำไรสุทธิส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญต่อยอดขายสุทธิ โอกาสที่บริษัทจดทะเบียนจะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จ ขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการ กล่าวคือ การที่บริษัทสามารถสร้างกำไรจากการดำเนินงานได้มากในช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการ จะทำให้บริษัทมีโอกาสฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จมากขึ้น

สัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อหนี้สินไม่หมุนเวียน โอกาสที่บริษัทจดทะเบียนจะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จ ขึ้นอยู่กับสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินระยะยาวของบริษัทในช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการ โดยบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินระยะยาวในช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูอยู่ในระดับสูง จะทำให้บริษัทมีโอกาสฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จน้อยลง

ค่า log ของสินทรัพย์รวม โอกาสที่บริษัทจดทะเบียนจะฟื้นฟูกิจการสำเร็จขึ้นอยู่กับขนาดกิจการหรือสินทรัพย์รวมของกิจการ ในช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการ โดยกิจการที่มีขนาดเล็กกว่าสินทรัพย์รวมน้อยกว่า มีโอกาสฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จมากกว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่

ตัวแปรหุ่นซึ่งแทนกลุ่มบริษัทในภาคการผลิตอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โอกาสที่บริษัทจดทะเบียนจะฟื้นฟูกิจการสำเร็จขึ้นอยู่กับว่ากิจการนั้นอยู่ในภาคการผลิตอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง(property & construction) หรือภาคการผลิตอื่นๆ โดยกิจการที่มีอยู่ในภาคการผลิตอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ซึ่งได้รับผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจอย่างรุนแรงและสามารถฟื้นตัวได้อย่างล่าช้า มีโอกาสฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จน้อยกว่าบริษัทที่อยู่ในภาคการผลิตอื่นๆ

ทั้งนี้ ตัวแปรอธิบายที่มีอิทธิพลต่อโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จสูงสุดเรียงตามลำดับ อันดับแรกได้แก่ อัตราส่วนกำไรสุทธิส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญต่อยอดขายสุทธิ(pf margin : Profit Margin) อันดับสองคือ ตัวแปรหุ่นซึ่งแทนกลุ่มบริษัทในภาคการผลิตอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง(prop sector) อันดับต่อมา คือ ค่า log ของสินทรัพย์รวม(size) และอันดับสุดท้าย คือ สัดส่วนหนี้สินหมุนเวียนต่อหนี้สินไม่หมุนเวียน (sd/ld : Short - term Debt / Long-term Debt)

## 6.2 วิเคราะห์ผลการศึกษาเชิงนโยบาย

จากผลการศึกษาพบว่า ทั้งสัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินระยะยาวของกิจการ และขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการไปในทางตรงกันข้าม ในขณะที่ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการ สัมพันธ์กับโอกาสที่บริษัทจะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จในทิศทางเดียวกัน ในเชิงนโยบายวิเคราะห์ได้ดังนี้

### 6.2.1 ความสามารถในการทำกำไร

บริษัทจดทะเบียนซึ่งช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลางแม้จะมีภาระหนี้สินล้นพ้นตัว แต่กิจการยังคงมีความสามารถในการทำกำไรอยู่ นั้นหมายความว่ากิจการนั้นมีความสามารถที่จะชำระหนี้สินได้ในระยะยาว จึงมีโอกาสฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จมากกว่า

### 6.2.2 สัดส่วนหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินระยะยาวของกิจการ

เนื่องจากการมีหนี้สินระยะสั้นจำนวนมาก สะท้อนถึงความเสี่ยงที่กิจการจะไม่สามารถชำระหนี้ระยะสั้นได้ในทันทีที่เจ้าหนี้เรียกชำระ ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนที่มีหนี้สินระยะสั้นเป็นสัดส่วนที่สูงกว่าหนี้สินระยะยาวช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการ จะทำให้บริษัทมีโอกาสที่จะประสบความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการได้น้อย

### 6.2.3 ขนาดของกิจการ

การที่บริษัทขนาดใหญ่มีโอกาสฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จน้อยกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก เป็นเพราะบริษัทขนาดใหญ่มีสินทรัพย์มากกว่า ทำให้เครดิตในการก่อหนี้ช่วงก่อนวิกฤติมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก โดยเฉพาะอย่างยิ่งหนี้ต่างประเทศ ซึ่งเมื่อเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ ทางการประกาศลอยตัวค่าเงินบาท บริษัทใหญ่เหล่านั้นไม่มีความสามารถในการชำระหนี้คืน จึงเกิดปัญหาขึ้นได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก อีกทั้งบริษัทขนาดใหญ่ซึ่งมีหนี้สูง มีเจ้าหนี้เป็นจำนวนมาก ทำให้กระบวนการฟื้นฟูผ่านศาลทำได้ล่าช้า เนื่องจากเกือบทุกขั้นตอนของการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลนั้นต้องอาศัยความเห็นชอบจากที่

ประชุมเจ้าหน้าที่ กรณีที่เจ้าหน้าที่มีมากมายจึงเข้าทำนอง “มากคนก็มากความ” เป็นสาเหตุหนึ่งที่ทำให้ฟื้นฟูกิจการได้ล่าช้า

#### 6.2.4 ภาคการผลิตอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

บริษัทจดทะเบียนในภาคการผลิตอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ซึ่งได้ก่อกั้นสินเป็นจำนวนมากในช่วงก่อนวิกฤติ จึงได้รับผลกระทบจากวิกฤติเศรษฐกิจอย่างรุนแรง ทำให้บริษัทจดทะเบียนในภาคการผลิตอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างต้องใช้ระยะเวลายาวนานในการฟื้นตัว โอกาสที่จะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จจึงน้อยกว่าบริษัทในภาคการผลิตอื่นๆ

จากที่ได้กล่าวมาข้างต้น สามารถสรุปได้ว่าปัจจัยสำคัญที่สุดที่ส่งผลต่อโอกาสที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จ คือ ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการ ซึ่งความสามารถในการทำกำไรนี้เองจะส่งผลให้กิจการมีศักยภาพที่จะดำเนินกิจการต่อไปได้ นั่นคือ ถึงแม้อยู่ในภาวะหนี้สินล้นพ้นตัว แต่กิจการที่ยังคงมีความสามารถในการทำกำไรอยู่ ทำให้มีความสามารถที่จะชำระหนี้ได้ในระยะยาว และสามารถที่จะต่อสู้เพื่อให้ผ่านพ้นวิกฤติหนี้ที่เกิดขึ้นจากช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการได้

ส่วนปัจจัยที่มีความสำคัญรองลงมา คือ บริษัทจดทะเบียนในภาคการผลิตอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างซึ่งเป็นภาคการผลิตที่ฟื้นตัวและหดตัวตามสภาพเศรษฐกิจ วิกฤติเศรษฐกิจในปี 2540 นั้นทำให้ความต้องการซื้อสินค้าในภาคการผลิตนี้ลดลงอย่างมาก การฟื้นตัวของกิจการขนาดใหญ่ในภาคอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจึงเป็นไปได้อย่างยากลำบากหรือไม่ก็ต้องอาศัยเวลาในการฟื้นตัวที่ยาวนาน โอกาสที่จะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จจึงน้อยกว่าบริษัทในภาคการผลิตอื่นๆ

นอกจากนี้ ขนาดของกิจการช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการ ซึ่งวัดจากสินทรัพย์รวมของกิจการกิจการที่มีขนาดใหญ่ขึ้นโดยทั่วไปจะมีหนี้สูง มีเจ้าหนี้เป็นจำนวนมาก อีกทั้งโครงสร้างบริษัทที่ซับซ้อน ล้วนแล้วแต่เป็นอุปสรรคต่อการเจรจาต่อรองในกระบวนการฟื้นฟูกิจการ ทำให้การฟื้นฟูกิจการเป็นไปอย่างล่าช้าและมีโอกาสประสบความสำเร็จน้อย และปัจจัยสุดท้าย บริษัทที่มีหนี้สินระยะสั้นคิดเป็นสัดส่วนที่สูงในช่วงก่อนเข้าฟื้นฟูกิจการ เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลให้บริษัทมีโอกาสที่จะฟื้นฟูกิจการได้สำเร็จน้อยลง

ผลการศึกษาข้างต้นจะเป็นประโยชน์สำหรับหลายฝ่าย ไม่ว่าจะเป็นประชาชนทั่วไปที่สนใจติดตามผลการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลาง ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นักลงทุนรายย่อยซึ่งสามารถใช้ผลดังกล่าวเป็นแนวทางในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ต่างๆ อีกทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังสามารถใช้เป็นแนวทางในการติดตามผลการฟื้นฟูกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ที่ประสบปัญหาฐานะการเงินและผลการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพและประสิทธิผล นอกจากนี้ ภาครัฐบาลโดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้องสามารถนำไปเป็นแนวทางในการกำหนดนโยบายเพื่อช่วยเหลือกิจการต่าง ๆ ให้สามารถฟื้นฟูกิจการประสบความสำเร็จ โดยเข้าช่วยเหลือ หรือ “อุ้ม” กิจการที่สมควรได้รับความช่วยเหลือ หรือแม้แต่ยอมปิดกิจการที่สมควรปิด เนื่องจากการให้โอกาสบริษัทที่ประสบปัญหาได้ฟื้นฟูกิจการแทนที่จะต้องปิดกิจการไปนั้น มีต้นทุนค่าเสียโอกาสในการจะนำเงินงบประมาณไปใช้ในทางอื่น สำหรับกิจการที่ไม่มี ความพยายามที่จะฟื้นฟูกิจการให้มีฐานะทางการเงินที่ดีขึ้นอย่างตั้งใจจริง หรือแม้แต่บางบริษัทที่ไม่สามารถมองเห็นช่องทางที่จะฟื้นฟูกิจการสำเร็จได้เลย

### 6.3 ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

การศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการผ่านศาลล้มละลายกลาง ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในโอกาสต่อไป อาจทำการศึกษาเปรียบเทียบ ปัจจัยด้านสถานภาพการเงินของบริษัทจดทะเบียนช่วงก่อนเข้าและหลังเข้าฟื้นฟูกิจการ ว่ามีผลต่อ ความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการอย่างไร โดยอาจเพิ่มปัจจัยด้านเศรษฐกิจมหภาคเข้าไปในการ วิเคราะห์ เช่น อัตราดอกเบี้ยในระบบเศรษฐกิจ เป็นต้น นอกจากนี้ยังสามารถศึกษาเปรียบเทียบ ปัจจัยที่มีผลต่อความสำเร็จในการฟื้นฟูกิจการในด้านอื่นๆ เช่น วิธีการปรับโครงสร้างหนี้ วิธีการปรับ โครงสร้างกิจการ ปัจจัยเกี่ยวกับการเจรจาต่อรอง หรือแม้แต่ศึกษาเปรียบเทียบกับ การฟื้นฟูกิจการ ผ่านกระบวนการทางสถาบันอื่นที่น่าสนใจ อาทิเช่น การฟื้นฟูกิจการผ่านกระบวนการของบรรษัท บริหารสินทรัพย์ไทย เป็นต้น