

## สู่หนึ่งทศวรรษหลังวิกฤตเศรษฐกิจ : ตลาดหุ้นไทยได้เรียนรู้และปรับปรุงสิ่งใดบ้าง

### Thai capital markets 10 years after the crisis :

#### What have we learned and what has (and has not changed)

“สู่หนึ่งทศวรรษหลังวิกฤตเศรษฐกิจ: ได้เรียนรู้และปรับปรุงอะไรบ้าง?” เป็นโจทย์ที่ถูกสอบถามขึ้นมาเพื่อท้าทายให้หลายภาคส่วนทั้งผู้กำหนด ผู้ดำเนินนโยบาย ภาคเอกชนและภาคประชาชนได้หันไปย้อนมองและทบทวนถึงสิ่งที่เกิดขึ้นในปี 2540 อันเป็นบทเรียนที่ต้องจดจำ

เราได้เรียนรู้อะไร? เป็นระยะเวลาเกือบ 10 ปี มาแล้วภาคธุรกิจและภาคการเงินของประเทศไทยถูกมองว่าเป็นต้นตอและสาเหตุแห่งปัญหาที่ทำให้เกิดการลุกลามของวิกฤต สาเหตุหลักเกิดจากการที่โครงสร้างทางการเงินที่อ่อนแอโดยพึ่งการกู้ยืมเงินเพื่อการลงทุนจากระบบธนาคารและสถาบันการเงินอย่างมหาศาลจนเกิดสภาวะความเสี่ยงทางการเงิน เมื่ออุปสงค์ภายในประเทศหดตัวลงอย่างรวดเร็วก็ส่งผลต่อความสามารถในการชำระหนี้คืนแก่ระบบสถาบันการเงิน กอปรกับการปล่อยสินเชื่ออย่างขาดธรรมาภิบาลของสถาบันการเงินบางแห่งให้แก่ธุรกิจพวกพ้องหรือกลุ่มผลประโยชน์อันนำมาสู่หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ในระบบสถาบันการเงินที่สูงอย่างไม่เคยปรากฏมาก่อนจนนำมาสู่ความล้มเหลวของระบบการเงินและหนี้จำนวนมากของภาครัฐในการเข้าช่วยเหลือฟื้นฟู เหล่านี้เป็นภาพที่ยังเป็นที่จดจำเป็นอย่างดี

แต่ก็มีบางอย่างยังต้องปรับปรุงอีก? การเปลี่ยนแปลงที่สำคัญในตลาดหุ้นที่เห็นเด่นชัดคือการเปลี่ยนแปลงการดำเนินกิจกรรมทางการเงินของภาคธุรกิจพบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เรียนรู้จากผลกระทบของโครงสร้างทางการเงินที่ต้องแบกรับภาระหนี้สินระยะสั้นจากการกู้ยืมผ่านระบบธนาคารพาณิชย์ โดยในหลายปีที่ผ่านมามีบริษัทจดทะเบียนได้พยายามเปลี่ยนโครงสร้างทางการเงินหันมาระดมทุนโดยใช้เครื่องมือในตลาดทุนทั้งตราสารทุนและหนี้มากขึ้น จากข้อมูลในช่วงปี 2541-2548 พบว่าบริษัทมีการดำเนินกิจกรรมทางการเงินโดยการเร่งคืนหนี้สุทธิแก่สถาบันการเงินเป็นจำนวนสุทธิกว่าแสนล้านบาททำให้ความเสี่ยงทางการเงินลดลง อย่างไรก็ตามความสามารถในการใช้กลไกตลาดทุนยังเอื้อต่อบริษัทขนาดใหญ่โดยเฉพาะเครื่องมือประเภทตราสารหนี้

เรายังไม่ได้เปลี่ยนแปลงสิ่งใดบ้าง? สิ่งในตลาดหุ้นได้เรียนรู้แต่ยังไม่สามารถเปลี่ยนแปลงได้ คือ การขยายการเติบโตโดยอาศัยการเพิ่มมูลค่าที่สมบูรณ์ของราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากที่ผ่านมามีการเติบโตของตลาดหุ้นไทยเป็นการเติบโตเชิงปริมาณจากจำนวนบริษัทจดทะเบียน นอกจากนี้ตลาดหุ้นยังไม่ได้จัดการกับความผันผวนทางราคาที่สูงอันนำมาซึ่งการขาดเสถียรภาพของตลาดซึ่งถือว่าสูงเมื่อเทียบกับต่างประเทศ โดยทางเลือกคือการเพิ่มฐานนักลงทุนสถาบันและทางเลือกด้านผลิตภัณฑ์แก่นักลงทุนซึ่งในปัจจุบันฐานนักลงทุนไทยที่ถือได้ว่าต่ำมากเพียงร้อยละ 0.4 ของประชากรทั้งหมดทำให้เป็นอุปสรรคต่อการระดมทุนของภาคเอกชน

ดังนั้นเพื่อการพัฒนาตลาดหุ้นให้สามารถทำหน้าที่อย่างเต็มศักยภาพในระยะต่อไปจึงจำเป็นต้องอาศัยการผลักดันอย่างเป็นรูปธรรมจากทุกภาคส่วนเพื่อแก้ไขและขจัดปัญหาทั้งในเรื่องของการเพิ่มฐานนักลงทุนอย่างยั่งยืนผ่านนโยบายการออมภาคบังคับหรือการพยายามเพิ่มมูลค่าที่สมบูรณ์ของหลักทรัพย์และลดต้นทุนในการระดมทุนลง อันจะเป็นประโยชน์ต่อทุกภาคส่วนและสร้างความแข็งแกร่งให้ระบบเศรษฐกิจที่มีความสมดุลเชิงโครงสร้างต่อไป

จัดทำโดย

เศรษฐพุมิ สุทธิวาทนฤพุมิ

อมรรัตน์ กริตโสภณ

Email: [research@set.or.th](mailto:research@set.or.th)

#### Disclaimer

ข้อความที่ปรากฏในการศึกษาฉบับนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียนโดยเฉพาะ ซึ่งไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหน่วยงานที่ผู้เขียนสังกัดอยู่ รายงานฉบับนี้จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลที่มีเชื่อว่ามีคุณภาพเชื่อถือได้ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น

## “หนึ่งทศวรรษหลังวิกฤตเศรษฐกิจเราได้เรียนรู้อะไรบ้าง?”

### ประเทศส่วนใหญ่ในภูมิภาคเอเชียพึ่งพิงระบบธนาคารเป็นหลัก

เรารู้ว่า... ระบบการเงินของประเทศในภูมิภาคเอเชียรวมทั้งประเทศไทยยังเห็นที่ระบบธนาคารพาณิชย์ตั้งแต่ก่อนจนถึงหลังวิกฤต

ระบบการเงินของประเทศในภูมิภาคเอเชียส่วนใหญ่รวมทั้งประเทศไทยยังคงพึ่งพิงระบบธนาคารพาณิชย์เป็นสำคัญ ซึ่งเป็นการพึ่งพิงมากกว่าระบบตลาดผ่านการระดมทุนในตราสารทุนและตราสารหนี้ ทั้งนี้เมื่อสำรวจโครงสร้างของระบบการเงินในภูมิภาคในปี 2539 ซึ่งเป็นช่วงเวลาก่อนวิกฤตเศรษฐกิจเพื่อเปรียบเทียบกับภาพเชิงโครงสร้างภาพรวมของระบบการเงินในปี 2548 พบว่าทุกประเทศในเอเชียก็ยังคงเอกลักษณ์ของระบบการเงินที่พึ่งพิงระบบธนาคารพาณิชย์อยู่ต่างจากประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างสหรัฐอเมริกาและสหราชอาณาจักรที่ระบบตลาดทุนมีความสำคัญในเชิงขนาดอย่างโดดเด่นกว่าระบบธนาคาร (ดูตารางที่ 1)

ตารางที่ 1: เปรียบเทียบโครงสร้างเชิงขนาดของระบบการเงินในแต่ละประเทศ

Unit: % of National GDP

	Y 1996			Y 2005		
	Bank Asset	Market cap	Debt	Bank Asset	Market cap	Debt
<b>Asia</b>						
Hong Kong	165	282	32	166	592	37
Japan	149	71	103	160	107	156
Singapore	114	165	20	120	220	59
Thailand	156	53	23	116	72	46
<b>Anglo-Saxon</b>						
USA.	59	106	143	73	136	165
U.K.	112	126	84*	109	145	84

หมายเหตุ: \* ปี 1999

SOURCE: IFS, BIS

เรารู้ว่า... การพึ่งพิงระบบธนาคารพาณิชย์มากเกินไปทำให้เกิดความเสี่ยงการเงินของภาคเอกชนก่อนนำมาสู่ความล้มเหลวของระบบการเงินและภาวะของภาครัฐในที่สุด

เช่นเดียวกับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคประเทศไทยเองก็มีโครงสร้างของระบบการเงินที่พึ่งพิงระบบธนาคารพาณิชย์อย่างมาก โดยเฉพาะในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจที่ภาคเอกชนนิยมระดมเงินทุนผ่านระบบสถาบันตัวกลางโดยพบว่าในปี 2539 ก่อนการเกิดวิกฤตเศรษฐกิจภาคเอกชนมีความอ่อนแอทางการเงินจากการลงทุนโดยการก่อหนี้ (Debt Financing) อย่างมหาศาลโดยเฉพาะหนี้ระยะสั้น ซึ่งสะท้อนจากอัตราส่วนหนี้ต่อทุน (Debt Equity ratio) ที่เพิ่มจาก 2 เท่า ผลจากการก่อหนี้ในภาคเอกชนที่สูงเริ่มแสดงออกมาเมื่ออุปสงค์ภายในประเทศหดตัวลงในขณะที่รายจ่ายดอกเบี้ยปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นทำให้ความสามารถในการชำระดอกเบี้ยที่สะท้อนจาก Interest Coverage Ratio ลดลงอย่างรวดเร็วจาก 5 เท่าในปี 2538 เหลือเพียง 1.2 เท่า ณ สิ้นปี 2539

จากความอ่อนแอภาคเอกชนส่งผลต่อเนื่องถึงบริษัทเงินทุนและธนาคารพาณิชย์เรียกได้ว่าเป็นความล้มเหลวของระบบสถาบันตัวกลาง (Systemic Failure) โดยเมื่อเอกชนสูญเสียความสามารถในการชำระหนี้ลง ยอดหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของธนาคารพาณิชย์ทั้งระบบ (Non Performing Loan: NPL) สูงเกือบร้อยละ 50 ของยอดสินเชื่อรวม ซึ่งส่งผลต่อ Capital Adequacy ในระบบธนาคารทำให้ไม่สามารถปล่อยกู้ได้ ทำให้ภาคเอกชนขาดสภาพคล่องในการดำเนินธุรกิจ

บทเรียนครั้งนั้นไม่ได้จำกัดอยู่เฉพาะในภาคการเงินและภาคธุรกิจ เพื่อแก้ไขระบบการเงินที่ถึงทางตัน ผลต่อเนื่องจากการเข้าช่วยเหลือระบบสถาบันการเงินผ่านกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนาสถาบันการเงิน (Financial Institutions Development Fund: FIDF) ทำให้ภาคสาธารณะต้องรับภาระจากการออกพันธบัตรของกองทุนฟื้นฟูเป็นยอดรวมกว่า 1.44 ล้านบาท

ปัจจัยอีกอย่างหนึ่งซึ่งเป็นตัวเร่งรัดให้ผลของวิกฤตเศรษฐกิจปรากฏตัวเร็วขึ้นและมีผลร้ายแรงกลายเป็นปัจจัยด้านธรรมาภิบาลในการดำเนินงาน การขาดธรรมาภิบาลที่ดีในด้านการบริหารของผู้บริหารสถาบันการเงินหลายแห่งที่มีการปล่อยเงินสินเชื่อแก่กลุ่มผลประโยชน์และพวกพ้องโดยไร้หลักประกันที่เพียงพอและขาดการตรวจสอบความสามารถในการชำระหนี้จนเป็นสาเหตุหนึ่งของการเกิดหนี้เสียในระบบสถาบันการเงิน ดังนั้นการสร้างระบบตรวจสอบ (Checks and Balances) ที่ดีเพื่อดูแลเรื่องสิทธิของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Right of minority shareholder) ให้มีส่วนร่วมในการตัดสินใจในนโยบาย สามารถเข้าถึงข้อมูลข่าวสารที่ครบถ้วนถูกต้องได้เท่าเทียมกับผู้ถือหุ้นหลักจึงเป็นสิ่งจำเป็นอย่างยิ่ง

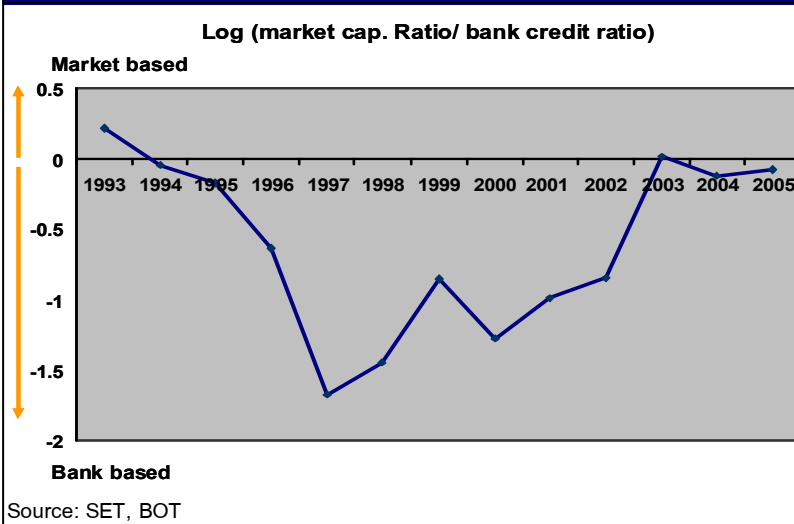
เรารู้ว่า...ธรรมาภิบาลและการดำเนิน  
ธุรกิจเป็นสิ่งที่ต้องดำเนินควบคู่กันและ  
สังคมต้องสร้างกลไกในการตรวจสอบอย่าง  
มีประสิทธิภาพ

## “หนึ่งทศวรรษหลังวิกฤตเศรษฐกิจเราได้ปรับปรุงหรือเปลี่ยนแปลงอะไรบ้าง?”

หลังวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 ระบบการเงินของไทยมีการปรับตัวโดยภาคเอกชนใช้กลไกการระดมทุนผ่านตลาดทุนเพิ่มมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจนทำให้โครงสร้างเชิงขนาดของระบบธนาคารและตลาดทุนใกล้เคียงกันมากขึ้น

นับจากวิกฤตเศรษฐกิจเป็นต้นมา ระบบการเงินของไทยเริ่มมีการปรับตัวอย่างต่อเนื่องจากการเป็นระบบที่พึ่งพาธนาคารพาณิชย์ในฐานะสถาบันตัวกลางอย่างมากเข้าสู่การอาศัยระบบตลาดเพิ่มมากขึ้น เมื่อพิจารณาจากบทบาทของการเป็นแหล่งระดมทุนในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจที่ระบบธนาคารพาณิชย์เกิดการล้มเหลวเชิงระบบ (systemic failure) จนไม่สามารถทำหน้าที่ของการเป็นแหล่งระดมทุนได้อย่างเต็มที่ ตลาดทุนได้เข้ามามีบทบาทสำคัญตลอดระยะเวลา 10 ปีนับตั้งแต่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจปี 2540 ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างด้านขนาดโดยมีแนวโน้มการปรับตัวเข้าสู่สมดุลโดยมีการปรับตัวเข้าสู่ระบบตลาดเพิ่มมากขึ้น

แผนภาพที่ 1: การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเชิงขนาดของระบบการเงินไทย



บริษัทจดทะเบียนใช้กลไกตลาดทุนเพื่อเสริมสร้างความแข็งแกร่งด้านการเงิน

เปลี่ยนแปลง...บริษัทจดทะเบียนได้เรียนรู้จากความอ่อนแอเชิงโครงสร้างการเงินและได้ปรับปรุงพร้อมทั้งเสริมสร้างความแข็งแกร่งทางการเงินโดยอาศัยกลไกตลาดทุน

บทเรียนสำคัญจากโครงสร้างทางการเงินที่อ่อนแอเนื่องจากพึ่งพาเงินลงทุนโดยการก่อกำหนดให้ภาคธุรกิจเอกชนต้องรับภาระหนี้ที่สูงในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจประกอบกับการที่ระบบธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจเนื่องจากความล้มเหลวของระบบสถาบันตัวกลางทำให้ตลาดทุนกลายเป็นทางเลือกสำคัญของกลุ่มบริษัทในการระดมทุน

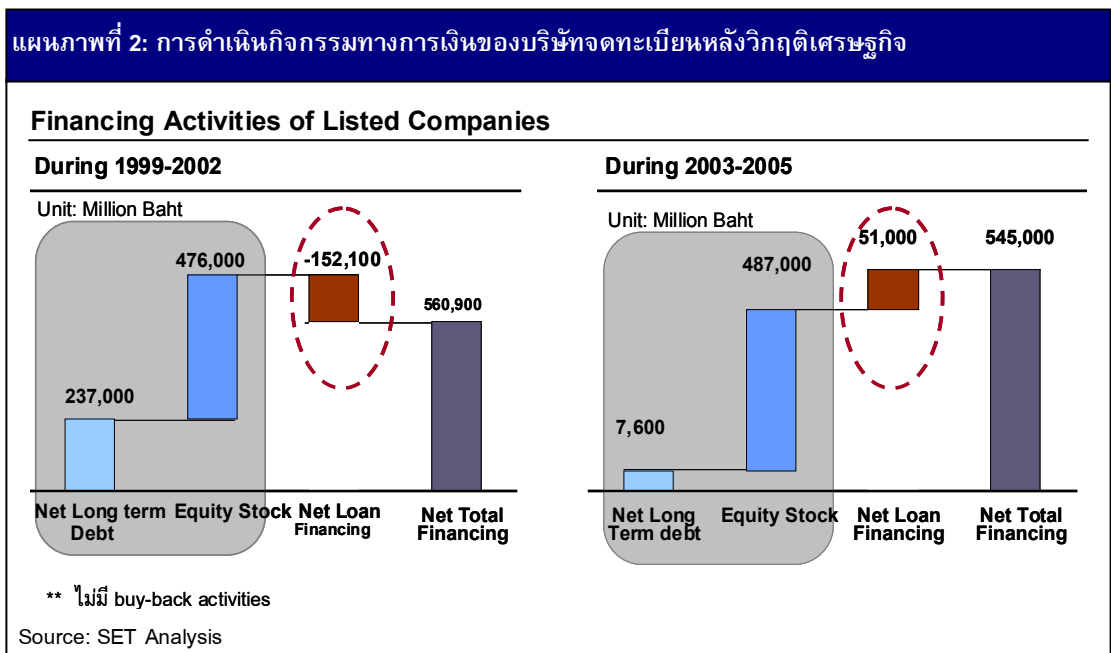
ดังที่กล่าวมาแล้วถึงบทบาทสำคัญของตลาดทุนในแง่การเป็นแหล่งระดมทุนในช่วงหลังวิกฤตเป็นต้นมา สิ่งที่สามารถยืนยันถึงการเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมทางการเงินของภาคธุรกิจในตลาดทุนได้เป็นอย่างดีคือการดำเนินกิจกรรมทางการเงินของกลุ่มบริษัทต่าง ๆ ตั้งแต่ปี 2541-2548 ทั้ง 3 ประเภท ได้แก่

- 1) กิจกรรมทางการเงินสุทธิจากการกู้ยืมธนาคารและสถาบันการเงิน
- 2) กิจกรรมทางการเงินสุทธิผ่านการระดมทุนจากตราสารทุน
- 3) กิจกรรมทางการเงินสุทธิผ่านการระดมทุนจากตราสารหนี้

ในช่วงที่ระบบสถาบันการเงินอ่อนแอ ตลาด  
ทุนได้เข้ามามีบทบาทสำคัญเพื่อปลดล็อก  
ระบบการเงิน

จากข้อมูลงบกระแสเงินสดและงบดุลของกลุ่มธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาด  
หลักทรัพย์พบว่า

- 1) ช่วงปี 2541-2545 เป็นช่วงที่บริษัทจดทะเบียนมีการคืนหนี้สุทธิแก่  
ระบบสถาบันการเงิน
- 2) ช่วง 2546-2548 เป็นช่วงที่บริษัทจดทะเบียนเริ่มมีการกู้ยืมเงินสุทธิ  
จากสถาบันการเงินอีกครั้ง

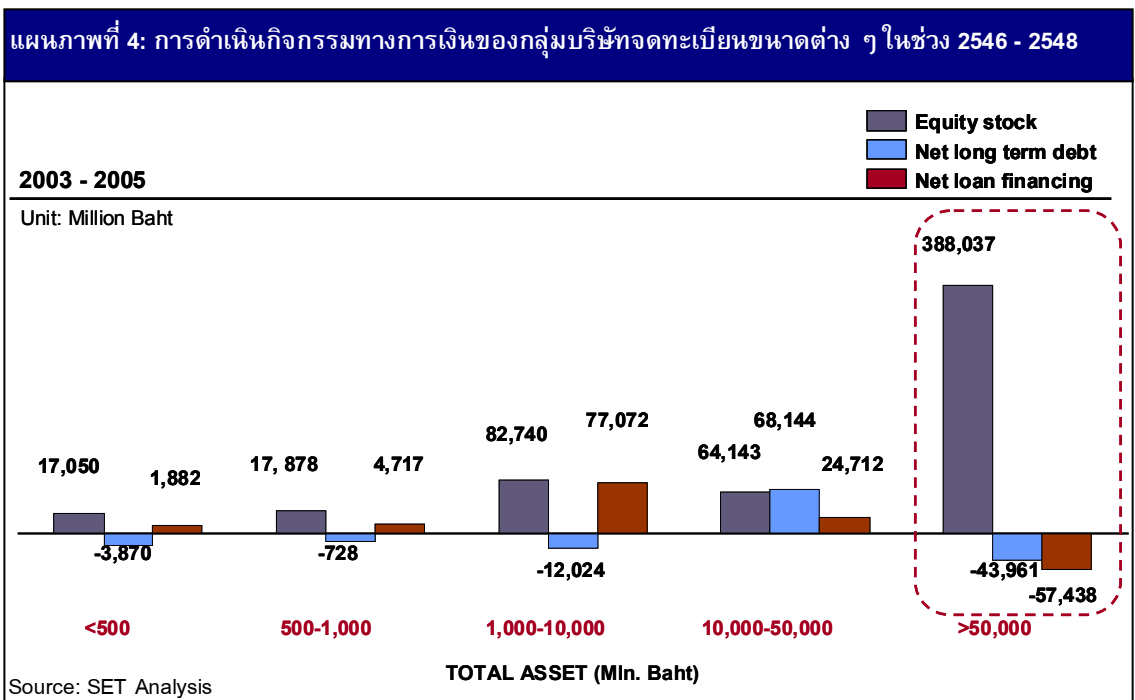
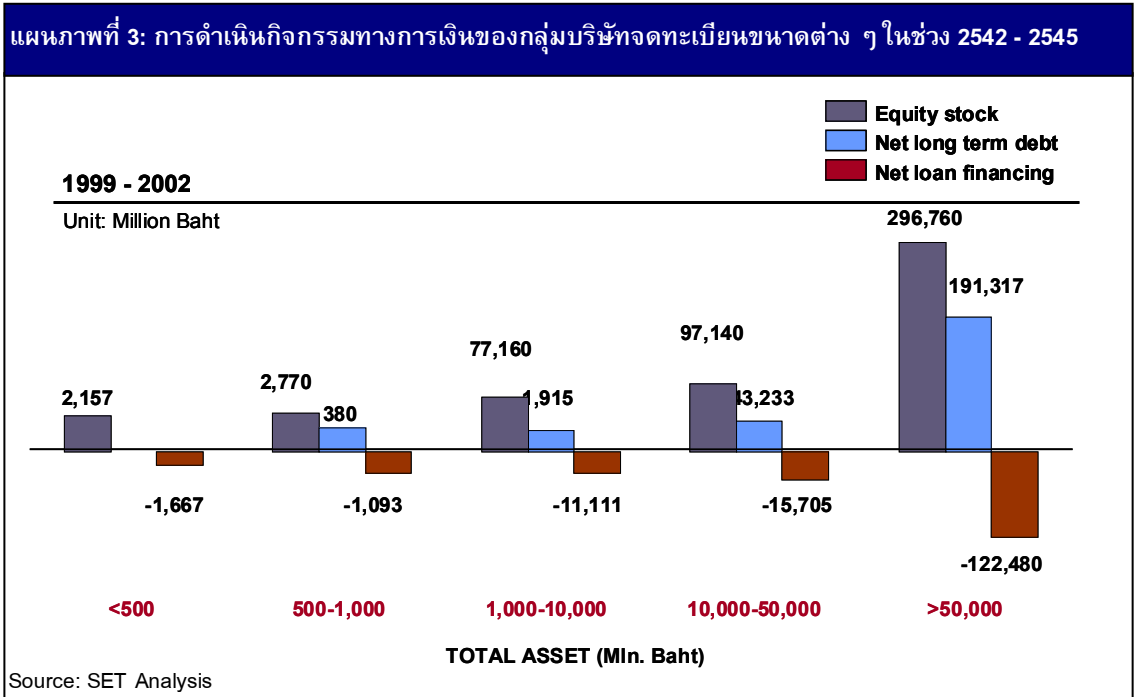


บริษัทจดทะเบียนมีการเร่งคืนหนี้เพื่อปรับ  
โครงสร้างทางการเงินให้เข้าสู่สมดุลมากขึ้น  
เมื่ออัตราส่วนหนี้ต่อทุนลดลงแล้วบริษัทก็  
ยังมีการดำเนินกิจกรรมทางการเงินโดยการ  
กู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ควบคู่ไปกับการ  
ดำเนินกิจกรรมระดมทุนในตลาดทุน

เมื่อพิจารณากิจกรรมทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาด. สำหรับ  
ภาพรวมทั้ง 2 ช่วงเวลาพบว่าบริษัทจดทะเบียนมียอดสุทธิจากการระดม  
ทุนผ่านตราสารทุนประเภทต่างๆในสัดส่วนที่สูงโดยเฉพาะเครื่องมือผ่าน  
ตราสารทุนแต่ก็ยังมีกิจกรรมทางการเงินผ่านการกู้ยืมกับธนาคารพาณิชย์

ในช่วงปี 2541-2545 มียอดสุทธิการคืนหนี้เพื่อลดภาระทางการเงินหลัง  
วิกฤติเศรษฐกิจลงโดยรวมกว่า 152,000 ล้านบาทส่งผลให้อัตราส่วนหนี้  
ต่อทุนในปี 2541 ลดลงจาก 5 เป็น 2 เท่า ในปี 2545 และอัตรา  
ความสามารถในการชำระหนี้เพิ่มขึ้น หลังจากนั้นจึงเริ่มมีการกู้ยืมสุทธิ  
เพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยในช่วงปี 2546-2548 (การกู้ยืมสุทธิของบริษัทจดทะเบียน  
คิดเป็นน้อยกว่าร้อยละ 10 ของการกู้ยืมภาคธุรกิจทั้งประเทศ)  
รวมทั้ง 2 ช่วงเวลาแล้วกลุ่มบริษัทจดทะเบียนมีกิจกรรมการคืนหนี้แก่  
สถาบันการเงินกว่า 101,000 ล้านบาท ในขณะที่มีกิจกรรมระดมทุนผ่าน  
ตลาดทุนทั้งประเภทตราสารทุนและตราสารหนี้มูลค่าสุทธิกว่า 1 ล้านล้านบาท

บาท ซึ่งเห็นได้ชัดว่าบริษัทมีการปรับโครงสร้างทางการเงินให้มีความแข็งแกร่งขึ้นหลังวิกฤตเศรษฐกิจจนธนาคารพาณิชย์สามารถปล่อยสินเชื่อได้แล้วจึงเริ่มดำเนินกิจกรรมทางการเงินโดยการทำธุรกรรมกู้ยืมเหล่านี้เป็นบทพิสูจน์ได้ดีถึงบทบาทของตลาดทุนซึ่งทำหน้าที่ควบคู่และส่งเสริมระบบสถาบันการเงิน



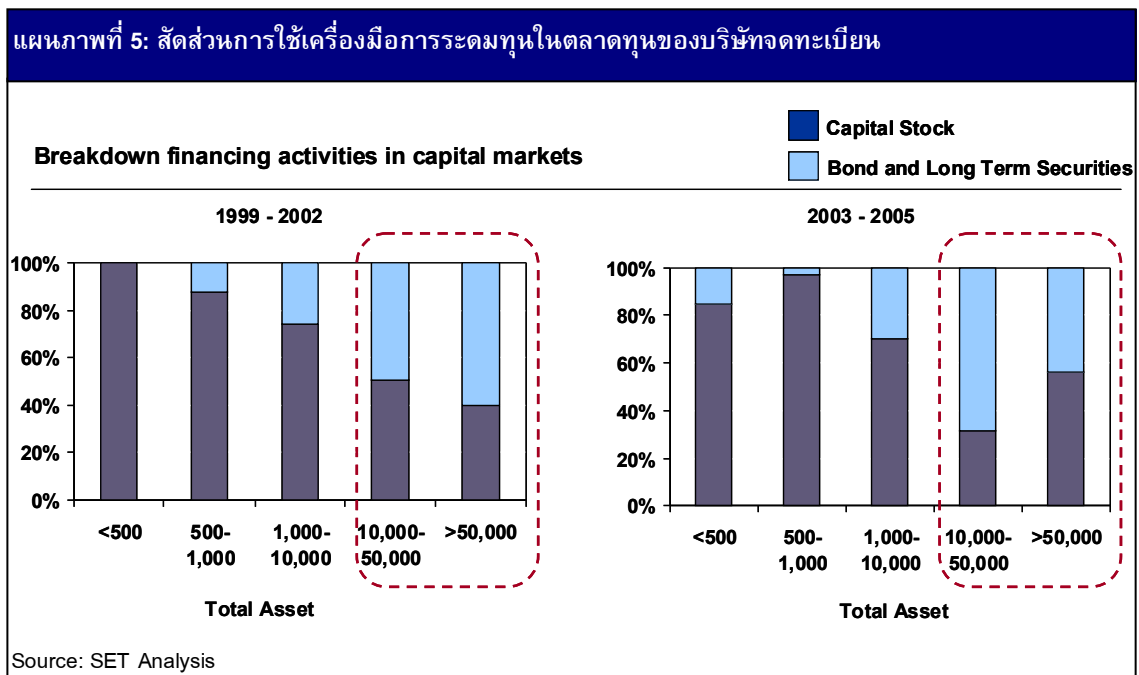
ถึงแม้แทบทุกกลุ่มบริษัทจะเริ่ม  
ดำเนินกิจกรรมทางการเงินโดยมีการกู้ยืม  
สุทธิจากสถาบันการเงินแต่กลุ่ม  
บริษัทขนาดใหญ่สุดยังมีการคืนหนี้  
สุทธิอยู่

เปลี่ยนแปลง?... บริษัทขนาดใหญ่ยังมี  
ความสามารถในการใช้เครื่องมือในตลาด  
ทุนได้หลากหลายทั้งในเชิงปริมาณและ  
มูลค่า ในขณะที่บริษัทขนาดเล็กยังใช้  
เครื่องมือในตลาดทุนได้ยังไม่เต็มที่นัก

ทั้งนี้การคืนหนี้แก่สถาบันการเงินในช่วง ปี 2541-2545 เป็นการคืนหนี้ที่  
เกิดขึ้นในทุกกลุ่มบริษัทเมื่อแยกตามขนาดของสินทรัพย์รวม (Total  
Asset) ส่วนในช่วงปี 2546-2548 กลุ่มบริษัทเกือบทุกขนาดก็เริ่มกลับมา  
มีการกู้ยืมสุทธิจากธนาคารพาณิชย์อีกครั้งยกเว้นกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ที่มี  
สินทรัพย์สุทธิเกิน 50,000 ล้านบาทเท่านั้นที่ยังคงมีการคืนหนี้สุทธิเกือบ  
60,000 ล้านบาททำให้ตลอด 7 ปีที่ผ่านมาบริษัทขนาดใหญ่มีการคืนหนี้  
สุทธิแก่ธนาคารพาณิชย์อย่างต่อเนื่องเป็นมูลค่ากว่า 180,000 ล้านบาท  
โดยกลุ่มบริษัทใหญ่นี้นิยมที่จะระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้เป็นหลัก  
เนื่องจากโดยเชิงโครงสร้างแล้ว กลุ่มบริษัทเหล่านี้จะลงทุนในโครงการ  
ระยะยาวจึงต้องอาศัยเงินทุนระยะยาวและมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ

บริษัทขนาดใหญ่สามารถใช้เครื่องมือประเภทตราสารหนี้ในการ  
เป็นแหล่งระดมทุนที่มีต้นทุนต่ำได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

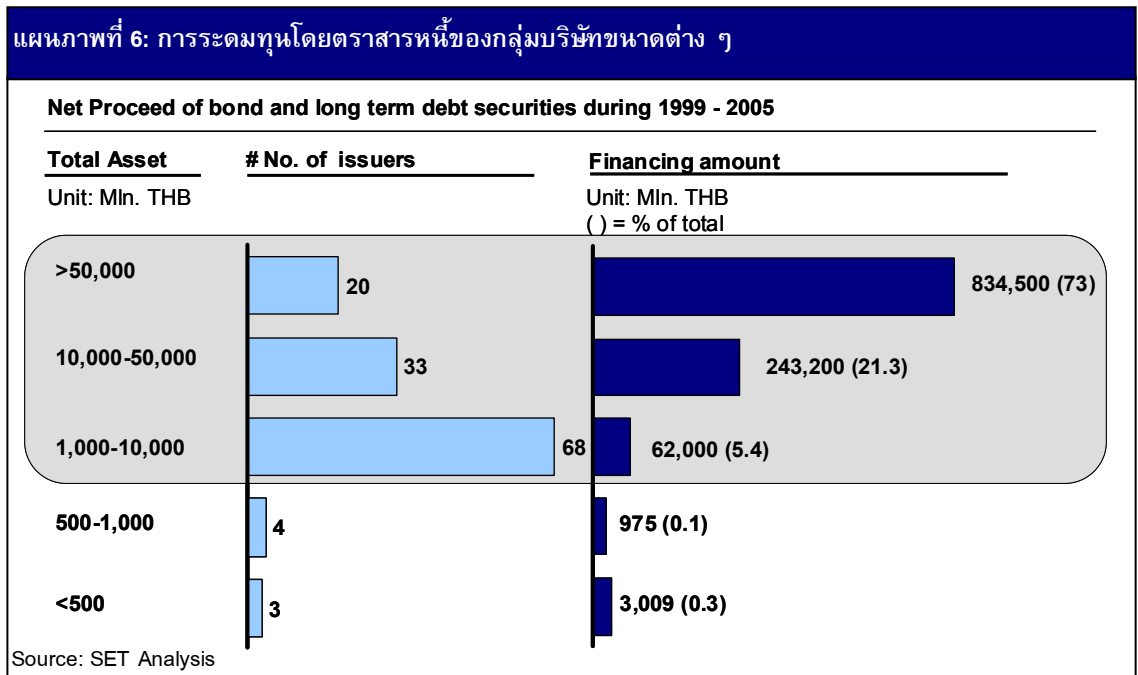
หากแยกทำการพิจารณาการใช้เครื่องมือในการระดมทุนในตลาดทุนของ  
บริษัทจดทะเบียนในตลอดช่วงระยะเวลาการศึกษาข้อมูลบริษัทโดยรวมมีการ  
ระดมทุนเพิ่มผ่านตราสารทั้งสองประเภทโดยรวมกว่า 2 ล้านล้านบาทโดย  
มีสัดส่วนการระดมทุนเพิ่มของตราสารทั้งสองประเภทเท่าๆกัน อย่างไรก็ตาม  
ตามเมื่อพิจารณาการใช้เครื่องมือในการระดมทุนแยกตามขนาดของกลุ่ม  
บริษัทแล้วจะสังเกตเห็นได้ว่ากลุ่มบริษัทที่มีขนาดแตกต่างกันจะมีโครงสร้าง  
สัดส่วนการใช้เครื่องมือตราสารทุนและตราสารหนี้แตกต่างกัน



กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่สามารถเข้าถึงการระดมทุนประเภทตราสารหนี้สูงทั้งในเชิงปริมาณผู้ออกตราสารและมูลค่าของตราสารหนี้ที่ระดมทุน

โดยกลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็กและขนาดกลางจะใช้การระดมทุนประเภทตราสารทุนในสัดส่วนที่สูงเกินกว่าร้อยละ 60 ในขณะที่กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่จะนิยมใช้การระดมทุนด้วยตราสารหนี้มากกว่าร้อยละ 60 และเคยสูงถึงร้อยละ 75 สำหรับกลุ่มบริษัทที่มีสินทรัพย์ขนาด 10,000 ถึง 50,000 ล้านบาทในช่วงปี 2546-2548

หนึ่ง หากมองลงไปรายละเอียดสำหรับการระดมทุนผ่านตราสารหนี้ในแง่ของการเข้าถึงและปริมาณผ่านจำนวนของบริษัทที่เป็นผู้ออกตราสาร (Issuer) ในแต่ละกลุ่มบริษัทแยกตามขนาดของสินทรัพย์สุทธิแล้วจะเห็นได้ชัดว่ากลุ่มบริษัทขนาดกลางและใหญ่จะสามารถเข้าถึงการระดมทุนประเภทตราสารหนี้ได้มากกว่าทั้งในแง่ของจำนวนบริษัทที่ออกตราสารและในแง่ของมูลค่า โดยเฉพาะกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ที่มีสินทรัพย์เกินกว่า 50,000 ล้านบาทนั้นถึงแม้จะมีจำนวนบริษัทที่ออกตราสารไม่มากแต่เมื่อพิจารณาเชิงมูลค่าแล้วกลับมีมูลค่าการออกตราสารสูงสุดเป็นมูลค่ากว่า 834,500 ล้านบาทหรือกว่าร้อยละ 73 ของมูลค่าการระดมทุนประเภทตราสารหนี้ของทั้งบริษัททั้งตลาดในช่วงปี 2541-2548



การระดมทุนผ่านตราสารหนี้ให้ต้นทุนที่ต่ำกว่าการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ถึงร้อยละ 1 และยังไม่มีความเสี่ยงจากการเรียกคืนหนี้

สำหรับต้นทุนการระดมทุนผ่านตราสารหนี้ซึ่งถือเป็นประเภทหนี้ที่มีต้นทุนต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับต้นทุนจากหนี้ที่กู้ยืมจากสถาบันการเงิน โดยหากเทียบต้นทุนเฉลี่ยของการออกตราสารหนี้ที่อ้างอิงจากอัตราดอกเบี้ยหน้าตัว (Coupon Rate) กับอัตราดอกเบี้ยกู้ยืมสำหรับลูกค้าชั้นดีของธนาคารพาณิชย์ (Minimum Loan rate: MLR) พบว่าต้นทุนการระดมทุนโดยอาศัยตราสารหนี้จะต่ำกว่าการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์เฉลี่ยร้อยละ 1 ซึ่งจะช่วยลดภาระด้านดอกเบี้ยจ่ายสำหรับโครงการลงทุนที่มีมูลค่าการลงทุนสูงอย่างมีนัยสำคัญ

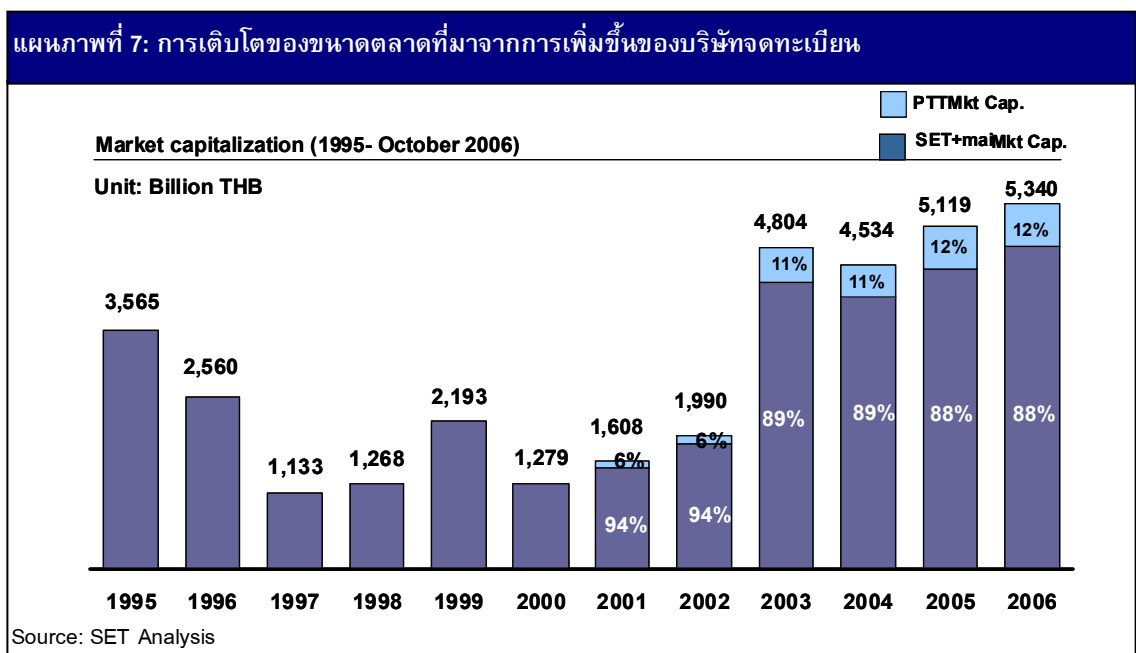


นอกจากนี้ความเสี่ยงของการเรียกคืนหนี้ (Rollover Risk) ผู้ออกตราสารยังสามารถกำหนดได้เองเป็นเงื่อนไขในการออกตราสาร โดยพบว่าตลอดระยะเวลาที่ทำการศึกษานั้นมีข้อมูลที่รวบรวมจากการออกตราสารหนี้ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 59 บริษัทที่ออกตราสารหนี้กว่า 258 ตราสาร มีเพียง 11 ตราสารหรือเพียงร้อยละ 0.05 ที่กำหนดเงื่อนไขการชำระคืนเงินต้น (Refund Type) ของตราสารให้ผู้ถือตราสารอันมีสถานะเป็นเจ้าของนี้สามารถเรียกคืนหนี้ได้ (Callable Type) ในขณะที่ 209 ตราสารหรือกว่าร้อยละ 80 เป็นประเภทชำระคืนเงินต้นเมื่อหมดอายุตราสาร ซึ่งทำให้บริษัทสามารถกำหนดระยะเวลาคืนหนี้ตามความสามารถในการชำระคืนของบริษัทเองได้

การขยายตัวของตลาดทุนต้องให้ความสำคัญกับการเพิ่มมูลค่าที่สมบูรณ์มากขึ้น

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วในเบื้องต้น ในรอบ 10 ปีที่ผ่านมาการขยายตัวของตลาดทุนไทยอย่างต่อเนื่องทำให้มีโครงสร้างเชิงขนาดที่เติบโตขึ้นพบว่า Market Capitalization ต่อ GDP เพิ่มขึ้นจาก ณ สิ้นปี 2540 ที่มีขนาดตลาดอยู่ที่ 1,133 ล้านบาทมาอยู่ที่ 5,300 ล้านบาท ณ ปัจจุบันคิดเป็นอัตราการเติบโตกว่าร้อยละ 300

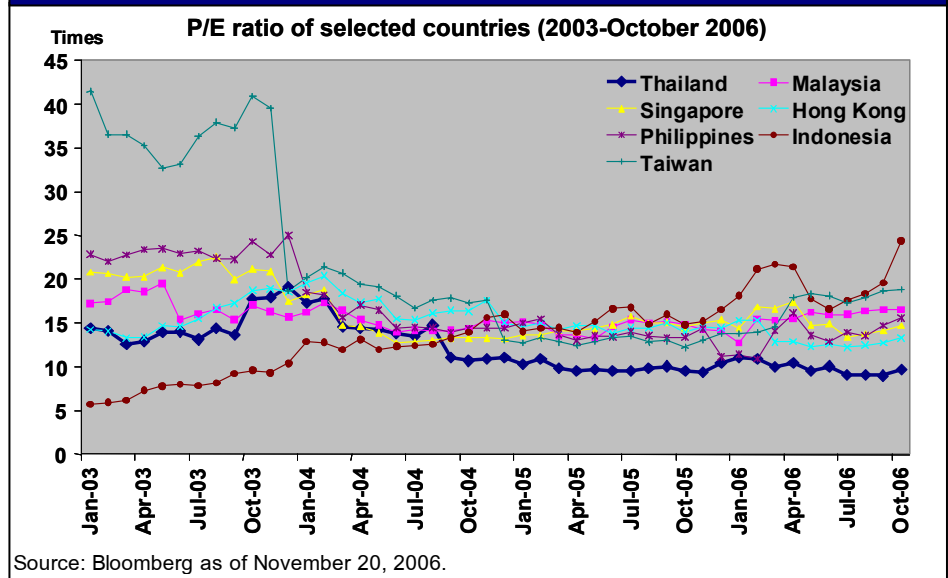
ปรับปรุง?... ที่ผ่านมตลาดทุนไทยมี  
การเติบโตในเชิงปริมาณ..แต่..ยังขาด  
การเพิ่มมูลค่าที่สมบูรณ์



โดยตลอดระยะเวลาเกือบ 10 ปีปัจจัยสำคัญที่เป็นส่วนผลักดันให้ตลาดทุนมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง คือ การเข้าจดทะเบียนของบริษัทขนาดใหญ่หลายแห่ง เช่น บริษัท ปตท. จำกัด มหาชน (PTT) บริษัท การท่าอากาศยาน (AOT) เป็นต้น ซึ่งบริษัทเหล่านี้มีขนาดของมูลค่าหลักทรัพย์ (Market Capitalization) ที่ใหญ่ เช่น PTT มีขนาดคิดเป็นร้อยละ 12 ของมูลค่าตลาดหลักทรัพย์รวมและการเข้าจดทะเบียนของ PTT ตั้งแต่ปี 2544 ก็มีส่วนทำให้ตลาดมีมูลค่าตลาดหลักทรัพย์เติบโตกว่าอัตราร้อยละ

อย่างไรก็ตามหากพิจารณาในเชิงมูลค่ารายหลักทรัพย์ตามราคาตลาด จากค่า Price: Earning ratio (P/E) แล้วจะพบว่ามูลค่าหลักทรัพย์ของไทยยังค่อนข้างต่ำกว่าประเทศอื่นๆในภูมิภาคมาตลอด โดย ณ เดือน ตุลาคม 2549 มูลค่าราคาหลักทรัพย์ของตลาดหุ้นไทยอยู่ที่ 9.66 เท่า ในขณะที่มาเลเซีย สิงคโปร์และฮ่องกง อยู่ที่ 16.5 14.7 และ 13.3 ตามลำดับ

แผนภาพที่ 8: มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดโดยเปรียบเทียบของตลาดหลักทรัพย์ต่าง ๆ



ข้อเท็จจริงเหล่านี้ทำให้ตลาดหุ้นได้เรียนรู้ว่าตลอดระยะเวลา 10 ปีตลาดหุ้นเติบโตด้วยปัจจัยเชิงปริมาณ ในอนาคตจึงเป็นความเสี่ยงอย่างยิ่งเนื่องจากการหวังพึ่งพียงการดึงบริษัทขนาดใหญ่เข้ามาจดทะเบียนอีกคงเป็นไปได้ยาก ดังนั้นการเติบโตในอนาคตจึงต้องมุ่งเน้นการเพิ่มมูลค่าที่สมบูรณ์ของราคาหลักทรัพย์เป็นสำคัญ

**เสถียรภาพตลาดหุ้นจำเป็นต้องอาศัยการเพิ่มฐานนักลงทุนสถาบัน**

ท่ามกลางการเปลี่ยนแปลงเชิงขนาดของตลาดหุ้นที่เติบโตขึ้นซึ่งเป็นที่ทิศทางที่ดีต่อการพัฒนาแม้ตลาดหุ้นไทยยังอาจต้องมุ่งเน้นการเพิ่มมูลค่าที่สมบูรณ์ของหลักทรัพย์เพื่อให้ตลาดเติบโตอย่างต่อเนื่องแทนการมุ่งเน้นเชิงปริมาณ อย่างไรก็ตามเสถียรภาพของตลาดหุ้นไทยยังไม่ดีศทางการพัฒนาในเชิงบวกมากนักเพราะตลอดระยะเวลา 10 ปีที่ผ่านมาตลาดหุ้นไทยมีความผันผวนของราคาหลักทรัพย์สูงกว่าประเทศเพื่อนบ้านอื่นๆ เช่น มาเลเซีย สิงคโปร์และฮ่องกง

ถึงแม้ตลาดหุ้นไทยในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจถือว่าขาดเสถียรภาพทางด้านราคาโดยมีความผันผวนทางราคา (Volatility) สูงถึงร้อยละ 50 อย่างไรก็ตามในช่วงวิกฤตนั้นนับว่ายังผันผวนน้อยกว่าประเทศอย่างมาเลเซียที่มีความผันผวนทางราคาสูงถึงร้อยละ 90

**ปรับปรุง?... ตลาดหุ้นไทยยังคงเป็นตลาดที่มีความผันผวนของราคาหลักทรัพย์สูงเมื่อเปรียบเทียบกับตลาดหลักทรัพย์ของเพื่อนบ้าน**

แผนภาพที่ 9: ความผันผวนของผลตอบแทนโดยเปรียบเทียบ

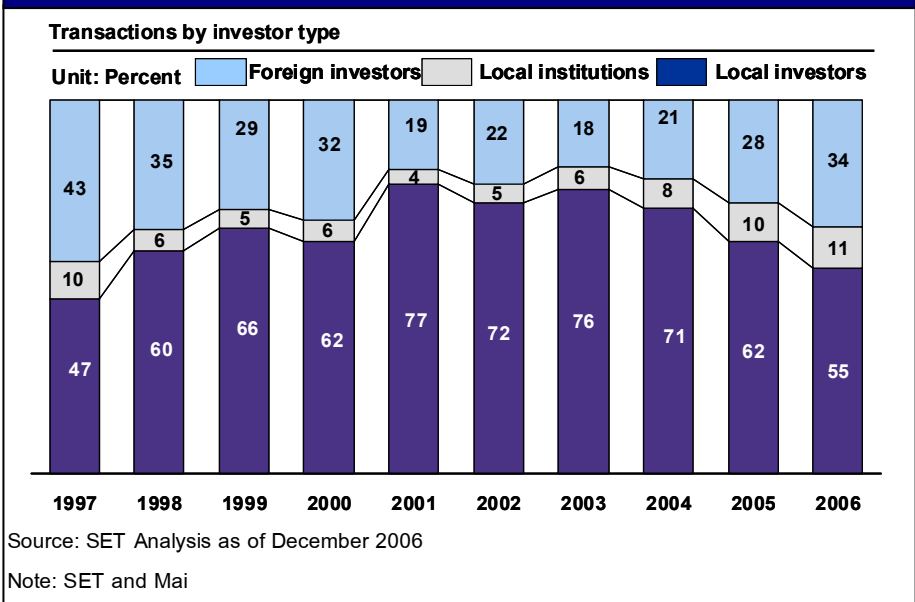


แต่เมื่อพิจารณาปัจจัยเชิงเสถียรภาพราคาเปรียบเทียบระหว่างประเทศ ตั้งแต่ช่วงปี 2542 เป็นต้นมานั้น ถึงแม้ว่าความผันผวนของตลาดหุ้นไทย จะมีแนวโน้มลดลงเหลืออยู่ที่ร้อยละ 20 แต่เมื่อเปรียบเทียบแล้วกลับพบว่าตลาดหุ้นไทยมีความผันผวนที่สูงกว่าเพื่อนบ้าน

... เนื่องจากตลาดหุ้นไทยมีฐานนักลงทุนสถาบันที่ต่ำเพียงร้อยละ 11 และเป็นตลาดที่มีสัดส่วนการซื้อขายจากนักลงทุนรายย่อยสูงกว่าร้อยละ 55 ในปัจจุบัน

สาเหตุหลักส่วนหนึ่งของการขาดเสถียรภาพด้านราคาหลักทรัพย์ คือการที่ตลาดหุ้นไทยมีฐานนักลงทุนสถาบันต่ำรวมทั้งขาดความหลากหลายด้านผลิตภัณฑ์ทำให้นักลงทุนมีทางเลือกไม่มากพอในการลงทุน จนเกิดการลงทุนกระจุกตัวที่ตราสารทุนซึ่งการซื้อขายกว่าร้อยละ 55 มาจากนักลงทุนบุคคล ในขณะที่นักลงทุนสถาบันมีสัดส่วนการซื้อขายดังกล่าวเพียงร้อยละ 11 ถือว่าเป็นสัดส่วนที่น้อยมาก

แผนภาพที่ 10: สัดส่วนการซื้อขายตราสารทุนของผู้ลงทุนประเภทต่าง ๆ

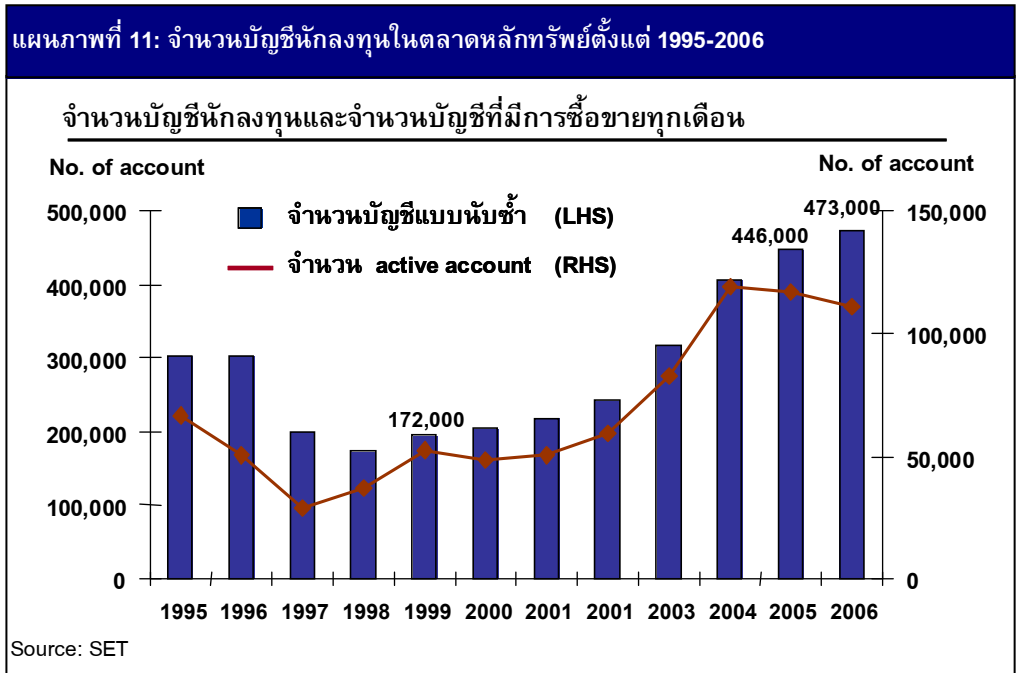


**ข้อจำกัดหลักอีกประการของตลาดหุ้นไทยคือฐานนักลงทุนที่ต่ำอันเป็นอุปสรรคต่อการระดมทุนของภาคธุรกิจ**

ฐานนักลงทุนที่ต่ำกลายเป็นอุปสรรคต่อการพัฒนาตลาดหุ้นไทย โดยเฉพาะเมื่อภาคธุรกิจต้องการทำการระดมทุนผ่านกลไกตลาดทุน ถึงแม้ว่าตลอดระยะเวลา 10 ที่ผ่านมาจำนวนบัญชีนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจาก 172,000 บัญชีในปี 2541 มาเป็น 473,000 บัญชีในปี 2549 แต่จำนวนนักลงทุนที่แท้จริงโดยตัดจากจำนวนบัญชีที่นับชำนักลงทุนรายเดียวกันจะพบว่า ในปัจจุบันมีจำนวนนักลงทุนทั้งสิ้นเพียง 272,000 คน ไม่ถึงร้อยละ 0.5 ของประชากรทั้งหมด

ฐานนักลงทุนของไทยยังต่ำมากไม่ถึงร้อยละ 0.5 ของประชากรทั้งหมดในขณะที่ประเทศสำคัญในภูมิภาค เช่น ญี่ปุ่น สิงคโปร์ มีสัดส่วนนักลงทุนต่อประชากรสูงถึงร้อยละ 28 และ 20 ตามลำดับ

ฐานนักลงทุนของไทยถือว่าเป็นฐานนักลงทุนที่ต่ำเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆในภูมิภาคทั้ง สิงคโปร์ ไต้หวัน และ ญี่ปุ่นที่มีฐานนักลงทุนสูงถึงร้อยละ 20, 34 และ 28 ตามลำดับ ฐานนักลงทุนที่แคบนี้ย่อมเป็นอุปสรรคในการรองรับการระดมทุนที่มีขนาดใหญ่ของภาคเอกชน



**การพัฒนาตลาดหุ้นไทยในระยะถัดไปต้องอาศัยนโยบายสำคัญเพื่อเสริมศักยภาพตลาดหุ้นไทย?**

นโยบายการออมภาคบังคับช่วยปริมาณเงินออมในระบบขยายฐานนักลงทุนสถาบันทำให้สามารถเพิ่มเสถียรภาพทางราคา

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วถึงสิ่งที่เราได้เรียนรู้ เปลี่ยนแปลง และบางสิ่งที่ยังไม่ได้รับการปรับปรุง โดยเฉพาะในเรื่องสำคัญอย่างการเพิ่มมูลค่าที่สมบูรณ์ของราคาหลักทรัพย์รวมถึงการขยายฐานนักลงทุนและการเพิ่มฐานนักลงทุนสถาบัน

การดำเนินนโยบายของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอนาคตเพื่อขยายฐานนักลงทุนจะมุ่งเน้นการขยายฐานผลิตภัณฑ์ที่มีความหลากหลายและสนองตอบความต้องการของผู้ลงทุนเพิ่มขึ้น อีกทั้งยังช่วยลดการกระจุกตัวของการลงทุนในตราสารทุน นอกจากนี้การขยายฐานนักลงทุนต่างประเทศโดยการเปิดโอกาสสร้างความเชื่อมโยงการซื้อขายกับตลาดหลักทรัพย์อื่น ๆ จะช่วยเสริมสร้างสภาพคล่องโดยรวมของตลาดทุนไทย

นอกจากความพยายามดำเนินนโยบายขยายฐานผู้ลงทุนที่เป็นแรงผลักดันจากหน่วยงานในตลาดทุนแล้วเพื่อให้ตลาดทุนสามารถเติบโตอย่างต่อเนื่องและมีเสถียรภาพรวมทั้งทำหน้าที่ได้อย่างเต็มศักยภาพนั้นจำเป็นต้องอาศัยความร่วมมือจากทุกภาคส่วนโดยเฉพาะนโยบายสำคัญที่ตลาดทุนต้องการได้รับการสนับสนุนจากภาครัฐคือการจัดตั้งกองทุนบำเหน็จบำนาญแห่งชาติที่มีการกระจายการบริหารจัดการ ซึ่งนอกจากจะเป็นการช่วยวางรากฐานการใช้ชีวิตแบบเศรษฐกิจพอเพียงทำให้ประชาชนสามารถมีเงินออมของตนเองหลังเกษียณอายุ ช่วยลดภาระของภาครัฐในการดูแลผู้สูงอายุแล้ว ยังเป็นการช่วยเพิ่มปริมาณเงินออมในระบบ ขยายสัดส่วนผู้ลงทุนสถาบัน ส่งผลให้เกิดเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในภาพรวม และ เสถียรภาพทางราคาในตลาดทุนไทย

นอกจากนี้ ในส่วนตลาดตราสารหนี้ยังต้องการราคาอ้างอิง (Benchmark yield) จากการออกพันธบัตรของรัฐบาลอย่างสม่ำเสมอและต่อเนื่องเพื่อใช้เป็นราคากลางในการออกพันธบัตรเพื่อระดมทุนในตลาดแรกหรือซื้อขายในตลาดรอง

นโยบายที่กล่าวมานี้เป็นสิ่งที่จำเป็นต่อการพัฒนาตลาดทุนไทยซึ่งต้องอาศัยความร่วมมือจากทุกภาคส่วนเพื่อเสริมศักยภาพแก่ตลาดทุนไทยในระยะต่อไป