

ตลาดหุ้นและบทบาทหน้าที่สำคัญเพื่อการระดมทุน

อาจจะเป็นเพราะคนทั่วไปคุ้นเคยกับการกู้เงินผ่านธนาคารพาณิชย์มากกว่า ทำให้บางคนอาจมองตลาดหุ้นในมุมมองที่แตกต่างจากธนาคารพาณิชย์ ทั้ง ๆ ที่จริง ๆ แล้ว ตลาดหุ้นทำหน้าที่เป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญที่มีขนาดและบทบาทไม่ด้อยไปกว่าระบบธนาคารพาณิชย์ โดยตั้งแต่ปี 2518 ที่มีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จนถึงปี 2549 รวม 31 ปี มีการระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุน (เท่าที่มีการบันทึกข้อมูล) ไปแล้วกว่า 2.4 ล้านล้านบาท และปัจจุบัน ณ สิ้นเดือนตุลาคม 2550 ตลาดตราสารทุนมีขนาดคิดตามมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดประมาณ 7.0 ล้านล้านบาท ในขณะที่ยอดสินเชื่อคงค้างในระบบธนาคารพาณิชย์อยู่ที่ 6.1 ล้านล้านบาท นอกจากนี้หากรวมยอดคงค้างของตราสารหนี้อีกประมาณ 3.7 ล้านล้านบาทแล้ว จะพบว่าตลาดหุ้นมีขนาดใหญ่กว่าระบบธนาคารพาณิชย์ประมาณ 1.8 เท่า

บทบาทของตลาดหุ้นในหน้าที่การเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญนั้น เห็นได้ชัดอย่างยิ่งในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจที่ผ่านมา ซึ่งระบบธนาคารพาณิชย์มีปัญหาและไม่สามารถปล่อยสินเชื่อให้ภาคธุรกิจได้ตามปกติ ตลาดตราสารทุนกลายเป็นช่องทางระดมที่สำคัญสำหรับภาคธุรกิจ โดยในปี 2541 นั้น ยอดสินเชื่อสุทธิลดลงกว่า 8 แสนล้านบาท ในขณะที่มีการระดมทุนผ่านตลาดรองสูงกว่า 5 แสนล้านบาท ซึ่งรวมถึงธนาคารพาณิชย์ที่ต้องระดมทุนผ่านธนาคารพาณิชย์เพื่อยังคงความเป็นภาคเอกชน และไม่ต้องกลายเป็นภาระของกองทุนฟื้นฟูและพัฒนาาระบบสถาบันการเงิน

หน้าที่ของการเป็นแหล่งระดมทุนของตลาดหุ้นไม่ได้เอื้อประโยชน์เฉพาะภาคธุรกิจโดยตรงเท่านั้น แต่โดยทางอ้อมแล้วยังเป็นกลไกสร้างความสมดุลให้กับระบบการเงินของประเทศ ช่วยลดการพึ่งพิงระบบธนาคารพาณิชย์อันเป็นปัจจัยที่สามารถนำไปสู่วิกฤติเศรษฐกิจดังประสบการณ์ที่ผ่านมาซึ่งสุดท้ายกลายเป็นภาระของกองทุนฟื้นฟูฯ กระทบต่อประชาชนทั่วไปในฐานะผู้เสียภาษี ในขณะเดียวกัน การที่ภาคธุรกิจใช้ช่องทางตลาดหุ้นในการระดมทุนนั้นยังผลดีต่อสถานะทางการเงินของธุรกิจนั่นเอง โดยช่วยลดความเสี่ยงทางการเงิน (อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน) ซึ่งเป็นการสร้างความน่าเชื่อถือให้บริษัทเอง และช่วยลดต้นทุนการระดมทุนต่อไป

อย่างไรก็ตาม ตลาดหุ้นจะทำหน้าที่ในการเป็นแหล่งระดมทุนได้ดีนั้นจำเป็นต้องมีตลาดรองที่มีประสิทธิภาพเพื่อรองรับการซื้อขายหลักทรัพย์เปลี่ยนมือและช่วยให้การระดมทุนในตลาดแรกมีมูลค่าและต้นทุนที่เหมาะสม ดังนั้นการพัฒนาตลาดรองควบคู่ไปกับการส่งเสริมให้ภาคธุรกิจใช้ตลาดทุนเป็นช่องทางการระดมทุนจึงเป็นสิ่งจะเป็นอย่างยิ่งในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศต่อไปอย่างยั่งยืน

จัดทำโดย

พิชาธิภัสส์ เฉลิมเตียรณ

วิธาน เจริญผล

Email: research@set.or.th

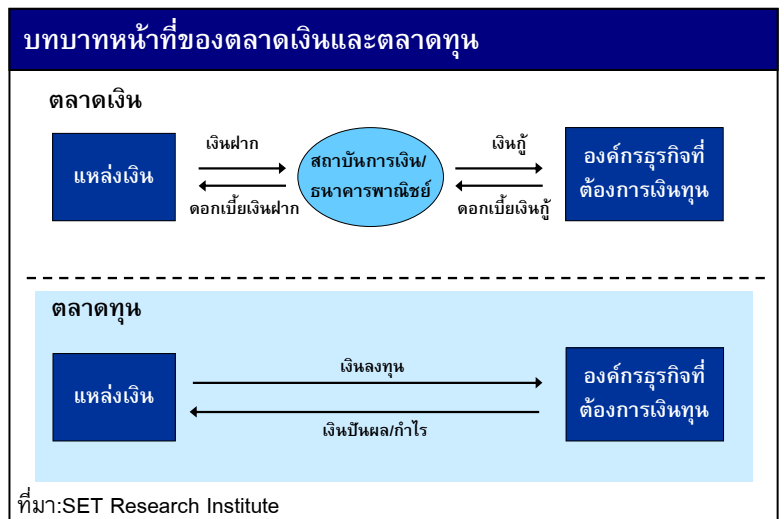
Disclaimer

ข้อความที่ปรากฏในการศึกษาฉบับนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้เขียนโดยเฉพาะ ซึ่งไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหน่วยงานที่ผู้เขียนสังกัดอยู่ รายงานฉบับนี้จัดทำบนพื้นฐานของข้อมูลที่เชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ความรู้และแนวคิดแก่ผู้อ่านเท่านั้น

ความสำคัญของตลาดทุนต่อพัฒนาการของระบบเศรษฐกิจ

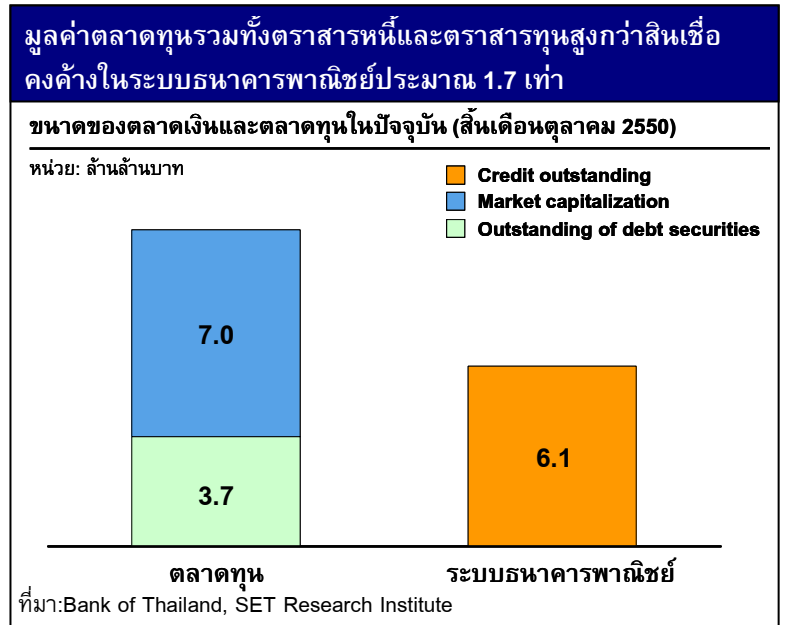
เมื่อก้าวถึงปัจจัยที่มีผลต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ หลายคนมักจะนึกถึงการเพิ่มขึ้นของการบริโภค การเพิ่มขึ้นของการลงทุน การเพิ่มขึ้นของการใช้จ่ายภาครัฐ หรือการเพิ่มขึ้นของการส่งออกสุทธิ เนื่องจากเป็นองค์ประกอบสำคัญของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) ที่ใช้วัดการขยายตัวหรือหดตัวทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม พัฒนาการและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจจำเป็นต้องมีระบบการเงินที่เอื้อหนุนในฐานะแหล่งเงินทุนที่สำคัญของภาคธุรกิจ ดังนั้นเศรษฐกิจของประเทศจะมีการเติบโตอย่างยั่งยืนต่อไปได้ จำเป็นต้องมีระบบการเงินที่สมดุลและพัฒนาไปควบคู่กัน

ระบบการเงินที่กล่าวถึงนี้ประกอบไปด้วย 1) ตลาดเงิน ได้แก่ ระบบธนาคารพาณิชย์ และ 2) ตลาดทุน ซึ่งพัฒนาการของทั้งตลาดเงินและตลาดทุนมีบทบาทสำคัญในการส่งเสริมพัฒนาการและการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ อย่างไรก็ตาม การที่ภาคธุรกิจมักจะคุ้นเคยกับการติดต่อทำธุรกรรมกับธนาคารพาณิชย์เป็นส่วนใหญ่ อาจจะทำให้เข้าใจไปว่าเป็นแหล่งเงินทุนเพียงแหล่งเดียว หากจะกู้เงินเพื่อลงทุนหรือขยายกิจการจะต้องไปที่ธนาคารพาณิชย์ จริง ๆ แล้วตลาดทุนเป็นอีกช่องทางหนึ่งที่ภาคธุรกิจสามารถระดมทุนจากประชาชนได้โดยตรง



จากความคุ้นเคยของคนส่วนใหญ่และการที่ธนาคารพาณิชย์มีสาขาให้เห็นอยู่ทั่วไป ในขณะที่ภาพของตลาดทุนโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตัวแทนอยู่แห่งเดียวนั้น ทำให้บางคนเข้าใจว่าตลาดทุนมีบทบาทต่อระบบเศรษฐกิจของประเทศน้อยกว่าธนาคารพาณิชย์ หรือแม้แต่เข้าใจว่าการเจริญเติบโตของระบบเศรษฐกิจนั้นขึ้นอยู่กับระบบธนาคารพาณิชย์เพียงอย่างเดียว และคิดว่าตลาดทุนไม่มีบทบาทสำคัญต่อภาคเศรษฐกิจจริง อย่างไรก็ตาม ข้อเท็จจริงจากข้อมูลในอดีตพบว่าตลาดทุนมีขนาดและบทบาทในการเป็นแหล่งเงินทุนของภาคธุรกิจเทียบเท่าระบบธนาคาร

พาณิชย์เลยที่เดียว โดยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (market capitalization) ของตราสารทุนรวมกับมูลค่าตราสารหนี้คงค้างของประเทศไทยในปัจจุบันมีมูลค่ามากกว่ายอดเงินสินเชื่อคงค้างในระบบธนาคารพาณิชย์เกือบ 1.8 เท่า โดย market capitalization ณ สิ้นเดือนตุลาคม 2550 อยู่ที่ 7.0 ล้านล้านบาท และยอดตราสารหนี้คงค้าง ณ เวลาเดียวกัน อยู่ที่ 3.7 ล้านล้านบาท ในขณะที่ยอดสินเชื่อคงค้างในระบบธนาคารพาณิชย์อยู่ที่ประมาณ 6.1 ล้านล้านบาท

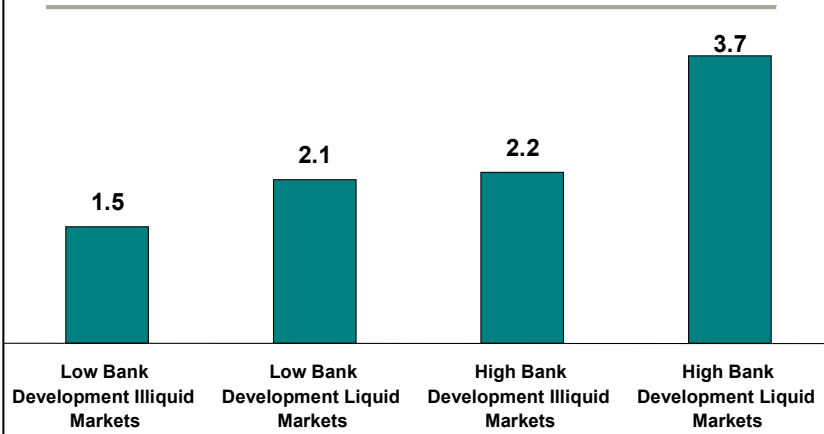


market capitalization รวมกับยอดตราสารหนี้คงค้างของประเทศไทยในปัจจุบันมีมูลค่ามากกว่ายอดเงินสินเชื่อถึง 1.7 เท่า

ยิ่งไปกว่านั้น ทางด้านบทบาทของตลาดทุนและตลาดเงินต่อการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศนั้น งานวิจัยเชิงประจักษ์ได้แสดงให้เห็นว่าพัฒนาการของตลาดทุนนั้นช่วยส่งเสริมพัฒนาการของระบบเศรษฐกิจการศึกษาของ Ross Levine ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างพัฒนาการของระบบธนาคารพาณิชย์ พัฒนาการของตลาดตราสารทุน และพัฒนาการของระบบเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ 38 ประเทศ รวมถึงประเทศไทย ระหว่างปี 1976-1993 แสดงให้เห็นว่าพัฒนาการของระบบธนาคารพาณิชย์และพัฒนาการของตลาดหุ้นทำงานร่วมกันในการส่งเสริมพัฒนาการของระบบเศรษฐกิจ

หน่วย: เปอร์เซ็นต์

Economic Growth Countries Between 1976 and 1993 by Banking Sector Development and Stock market Liquidity in 1976



- Banking sector development is measured by bank credit divided by GDP in 1976.
- Stock market liquidity is measured as the ratio of trade transactions to GDP in 1976.
- Thirty-eight countries are Argentina, Australia, Belgium, Brazil, Canada, Chile, Columbia, Denmark, Finland, France, Germany, Greece, Hong Kong, India, Indonesia, Israel, Italy, Japan, Jordan, Korea, Luxembourg, Malaysia, Mexico, the Netherlands, Nigeria, Norway, Philippines, Portugal, Singapore, Spain, Sweden, Taiwan, Thailand, United Kingdom, United States, Venezuela, and Zimbabwe, and groups are formed by ranking the ratios from lowest to highest.

ที่มา: International Finance Corporation's Emerging Markets Database and the International Monetary Fund's International Statistics

ทั้งตลาดหุ้นที่มีการพัฒนาจนมีสภาพคล่องเพียงพอ และระบบธนาคารพาณิชย์ที่มั่นคงมีส่วนช่วยพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศ

จะเห็นได้ว่าประเทศที่มีตลาดหุ้นที่มีสภาพคล่องสูงและมีระบบธนาคารพาณิชย์ที่พัฒนาอย่างเต็มที่ มีอัตราการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจโดยเฉลี่ยในระยะยาวประมาณร้อยละ 3.7 สูงกว่าประเทศที่มีทั้งตลาดหุ้นที่มีสภาพคล่องต่ำ และมีระบบธนาคารพาณิชย์ที่ยังไม่พัฒนาถึงร้อยละ 2.2 นอกจากนี้ยังพบว่าหากเปรียบเทียบระหว่างประเทศที่มีระดับพัฒนาการของระบบธนาคารพาณิชย์ใกล้เคียงกันจะพบว่า เศรษฐกิจของประเทศที่มีตลาดหุ้นที่มีสภาพคล่องสูงกว่ามีอัตราการเจริญเติบโตสูงกว่า เช่นเดียวกันหากเปรียบเทียบระหว่างประเทศที่มีตลาดหุ้นที่มีสภาพคล่องใกล้เคียงกันจะพบว่าเศรษฐกิจของประเทศที่มีระบบธนาคารพาณิชย์ที่พัฒนามากกว่ามีอัตราการเจริญเติบโตสูงกว่า

ผลการศึกษาเชิงประจักษ์ดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าตลาดหุ้นอาจทำหน้าที่บางอย่างที่ธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถทำได้ ในทางกลับกันธนาคารพาณิชย์ก็อาจทำหน้าที่บางอย่างที่ตลาดหุ้นไม่สามารถทำได้ ซึ่งหน้าที่ที่ต่างกันนี้ทำให้การที่ทางการมุ่งพัฒนาทั้งสองระบบควบคู่กันไปจะส่งผลดีต่อระดับการเจริญเติบโตของเศรษฐกิจของประเทศโดยรวม

ทั้งนี้ มีผู้อธิบายถึงสาเหตุของความสัมพันธ์ดังกล่าวไว้ว่า ในกรณีของตลาดหุ้น การระดมทุนจะสามารถทำได้โดยมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้นหากหลักทรัพย์ที่เกิดจากการระดมทุนไปในตลาดแรกมีตลาดรอง (secondary market) ไว้สำหรับเป็นที่ซื้อขายเปลี่ยนมือ ซึ่งเป็นการสร้างสภาพคล่องให้แก่หลักทรัพย์ โดยสภาพคล่องนี้เองเป็นปัจจัยสำคัญที่ดึงดูดให้นักลงทุน

ให้เข้ามาลงทุน โดยเฉพาะในโครงการระยะยาว ดังนั้น การมีตลาดรองที่มีสภาพคล่องจึงช่วยส่งเสริมให้การลงทุนที่มีศักยภาพเกิดขึ้นได้ ซึ่งจะส่งผลดีต่อผลผลิตของประเทศ สำหรับธนาคารพาณิชย์การสร้างความสัมพันธ์ในระยะยาวที่ดีแก่บริษัทที่เป็นลูกค้า ทำให้ธนาคารพาณิชย์สามารถเข้าถึงข้อมูลการบริหารจัดการ ข้อมูลโอกาสทางธุรกิจตลอดจนข้อมูลอื่นๆ ของบริษัทได้มากกว่ากลุ่มอื่น จึงทำให้ธนาคารพาณิชย์สามารถปล่อยสินเชื่อให้แก่บริษัทตามศักยภาพในต้นทุนที่เหมาะสม ซึ่งทำให้การจัดสรรทรัพยากรในระบบเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ

การเข้าถึงข้อมูลที่เพียงพอ และถูกต้องของบริษัท ตลอดจนสภาพคล่องของสินทรัพย์ทางการเงิน เป็นสิ่งที่จำเป็นต่อการพัฒนาระบบการเงินและระบบเศรษฐกิจของประเทศ ดังนั้นทั้งตลาดหุ้นที่มีการพัฒนาจนมีสภาพคล่องเพียงพอ และระบบธนาคารพาณิชย์ที่พัฒนาจนมีความมั่นคงจึงเป็นสิ่งที่ประเทศจะต้องมีความควบคู่กันไป

ตลาดหุ้นนอกจากจะมีความสำคัญต่อระบบเศรษฐกิจในฐานะช่องทางการระดมทุนแล้วแล้ว ตลาดหุ้นยังมีความสำคัญในแง่อื่นๆ อีกด้วย อาทิเช่น

- ตลาดหุ้นเป็นแหล่งทางเลือกในการออมที่สำคัญ หากเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนในรูปตัวเงิน (nominal) ในช่วง 31 ปีที่ผ่านมา ระหว่างตลาดหุ้นและธนาคารพาณิชย์จะพบว่า ตลาดหุ้นให้ผลตอบแทนสูงกว่าถึง 4 percentage points ต่อปี¹
- ตลาดหุ้นช่วยส่งเสริมธรรมาภิบาลที่ดีให้แก่บริษัท เนื่องจากในการเข้าระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์นั้น บริษัทมีภาระที่จะต้องเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่เพียงพอต่อสาธารณะ
- ตลาดหุ้นเป็นช่องทางกระจายความเสี่ยง จะเห็นได้จากในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยโดยรวมอยู่ในขาสูง ผลตอบแทนจากเงินฝากในธนาคารพาณิชย์ก็จะลดลงไปด้วย ดังนั้นหากนักลงทุนกระจายการลงทุนโดยลงทุนในตลาดหุ้น ผลตอบแทนจากเงินฝากที่ลดลงก็จะได้รับการชดเชยจากผลตอบแทนจากตลาดหุ้นที่เพิ่มขึ้น

สำหรับการศึกษาในฉบับนี้จะกล่าวถึงตลาดทุนในบทบาทการเป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญของระบบเศรษฐกิจเท่านั้น โดยจะทำการศึกษาถึงรายละเอียดในกรณีของประเทศไทย

¹ ตลาดหุ้นให้ผลตอบแทน 12% ต่อปี ในขณะที่ธนาคารพาณิชย์ให้ผลตอบแทน 7% ต่อปี

บทบาทในการเป็นแหล่งระดมทุนของตลาดหุ้นไทย

เมื่อธุรกิจเติบโตไปได้ระดับหนึ่ง ความจำเป็นที่ธุรกิจจะขยายกิจการเพื่อเพิ่มกำลังการผลิตและตอบสนองความต้องการที่เพิ่มขึ้นของลูกค้าจะเพิ่มขึ้นตามไปด้วย โดยในการตัดสินใจลงทุนของธุรกิจนั้น เงื่อนไขที่สำคัญที่นำมาพิจารณาก็คืออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนเทียบกับต้นทุนในการระดมทุน ซึ่งผลตอบแทนจากการลงทุนมักขึ้นอยู่กับความสามารถในการผลิตเทคโนโลยีที่ใช้ในการผลิต ตลอดจนการบริหารจัดการของธุรกิจนั้นๆ ในขณะที่ต้นทุนในการระดมทุนนั้นจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนต่างๆ ของธุรกิจ และ credit ของธุรกิจ โดยทั่วไปเราสามารถจำแนกแหล่งระดมทุนออกได้เป็น 2 ประเภทหลักๆ ด้วยกัน ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ และสถาบันการเงิน และตลาดทุน ซึ่งแบ่งเป็นตลาดพันธบัตร และตลาดหุ้น

อย่างไรก็ตามรายงานฉบับนี้จะขอเน้นเฉพาะในส่วนที่เกี่ยวกับการศึกษาถึงการระดมทุนจากตลาดหุ้นเนื่องจากการศึกษาการระดมทุนจากตลาดพันธบัตรมีข้อจำกัด เพราะการวัดมูลค่าตลาด (market value) ของตราสารหนี้ทำได้ยาก อีกทั้งพัฒนาการของตลาดพันธบัตรของไทยยังเป็นไปอย่างจำกัด

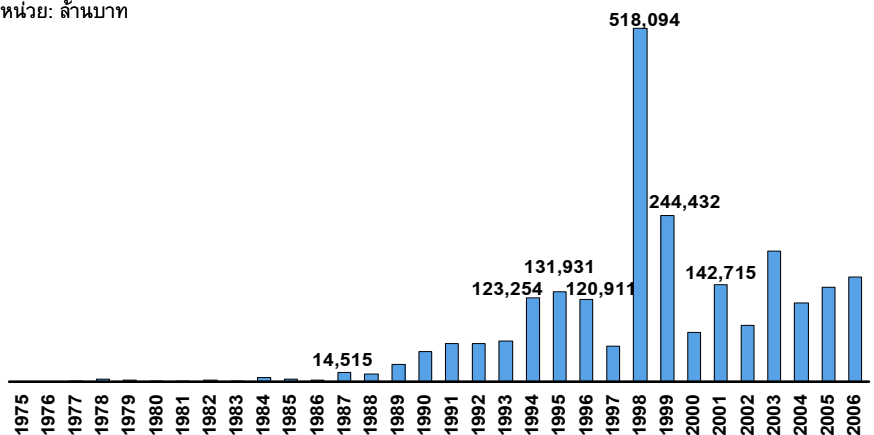
ข้อมูลการระดมทุนจากตลาดตราสารทุนในช่วงที่ผ่านมา

ในช่วง 31 ปีที่ผ่านมา (เท่าที่มีการเก็บข้อมูลบันทึก) ภาคธุรกิจทั้งบริษัทใน SET และ mai ระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุนไปแล้วกว่า 2.4 ล้านล้านบาท ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการระดมทุนในตลาดรอง (secondary market) โดยเฉพาะในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ เช่นปี 2541 ที่มีการระดมทุนในตลาดทุนกว่า 5 แสนล้านบาท

31 ปีที่ผ่านมา ภาคธุรกิจระดมทุนผ่านตลาดทุนไปกว่า 2.4 ล้านล้านบาท

มูลค่าการระดมทุนจากตลาดตราสารทุนในช่วง 31 ปีที่ผ่านมา (2518-2549)

หน่วย: ล้านบาท



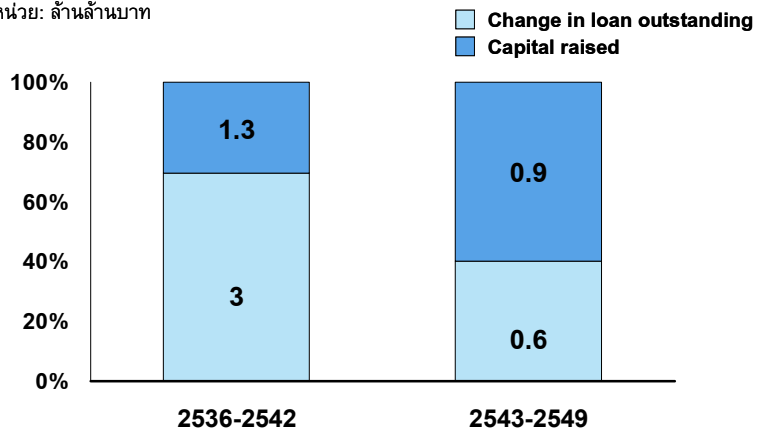
Note: ช่วงปี 1975-1992 ไม่มีบันทึกข้อมูลการระดมทุนในตลาดแรก (initial public offering: IPO)

ที่มา: SET, SEC

หลังวิกฤติเศรษฐกิจ สัดส่วนของการระดมทุนจากตลาดหุ้นเพิ่มขึ้น

มูลค่าการระดมทุนจากตลาดเงินและตลาดทุนในช่วงปี 2536-2549

หน่วย: ล้านล้านบาท



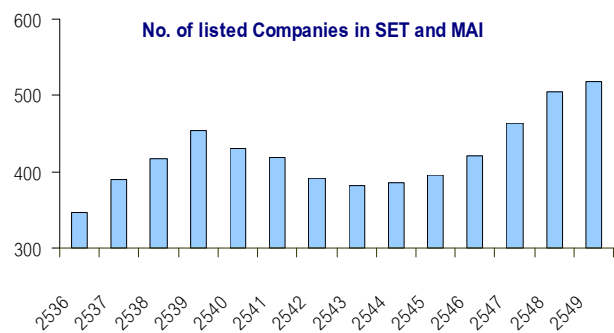
ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย, SET analysis

เมื่อเปรียบเทียบกับสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ สัดส่วนของการระดมทุนจากตลาดหุ้นในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจเพิ่มขึ้น

ระหว่างปี 2543-2549 มูลค่าการระดมทุนจากตลาดหุ้นและยอดการเปลี่ยนแปลงสินเชื่อคงค้างของธนาคารพาณิชย์² ลดลงอย่างมาก โดยลดลงจากประมาณ 4.3 ล้านล้านบาท ในช่วงปี 2536-2542³ เป็น 1.5 ล้านล้านบาท อย่างไรก็ตามหากพิจารณาถึงสัดส่วนการระดมทุนจะพบว่า ถึงแม้ในช่วงปี 2536-2542 เงินทุนกว่าร้อยละ 60 มาจากธนาคารพาณิชย์ ข้อมูลในช่วง 7 ปีหลังกลับแสดงให้เห็นว่าเงินทุนกว่าร้อยละ 70 มาจากตลาดหุ้น ซึ่งการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนการระดมทุนจากตลาดหุ้นดังกล่าว แสดงให้เห็นว่าในช่วงหลังวิกฤติเป็นต้นมา ธุรกิจมีการพึ่งพาแหล่งทุนจากตลาดหุ้นมากขึ้น อีกทั้งเมื่อพิจารณาถึงจำนวนบริษัทที่เข้ามาระดมทุนในตลาดหุ้น ก็พบว่า มีจำนวนเพิ่มขึ้นทุกปี โดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้นปีละ 16 บริษัท

จำนวนบริษัทจดทะเบียนเพิ่มขึ้นเฉลี่ยปีละ 16 บริษัท

หน่วย: บริษัท



ที่มา: SET

² เนื่องด้วยข้อจำกัดของข้อมูลปริมาณการปล่อยสินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ จึงใช้ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของยอดสินเชื่อคงค้างของระบบธนาคารพาณิชย์ (change in loan outstanding) (ข้อมูลโดยธนาคารแห่งประเทศไทย)

³ ก่อนปี 2536 ไม่มีข้อมูล IPO

จากข้อมูลจะเห็นได้ว่าบทบาทของตลาดหุ้นในฐานะที่เป็นแหล่งเงินทุนสำคัญของธุรกิจได้ทวีความสำคัญขึ้นเรื่อยๆ ในขณะที่ความสำคัญของระบบธนาคารพาณิชย์ในการทำหน้าที่ดังกล่าวกลับลดลงเล็กน้อยในช่วงที่ผ่านมา โดยแนวโน้มดังกล่าวเกิดจากการที่ระบบธนาคารพาณิชย์ประสบกับภาวะ balance sheet crisis ในช่วงปี 2540 ซึ่งแม้ธนาคารจะมีการปรับโครงสร้างในช่วงต่อมา ธนาคารก็ยังคงกัปัญหาเรื่องหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) ซึ่งในขณะนั้นสูงกว่าร้อยละ 50 จึงทำให้ธนาคารไม่ปล่อยสินเชื่อเพิ่ม อีกนัยหนึ่งแสดงให้เห็นว่า ในภาวะที่ตลาดเงินคือระบบธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถทำหน้าที่ในบทบาทการเป็นแหล่งเงินทุนได้นั้น ก็จำเป็นต้องมีตลาดทุนในการทำหน้าที่ชดเชย สร้างความสมดุล และช่วยเป็นแหล่งเงินทุนให้ภาคธุรกิจแทนธนาคารพาณิชย์ได้

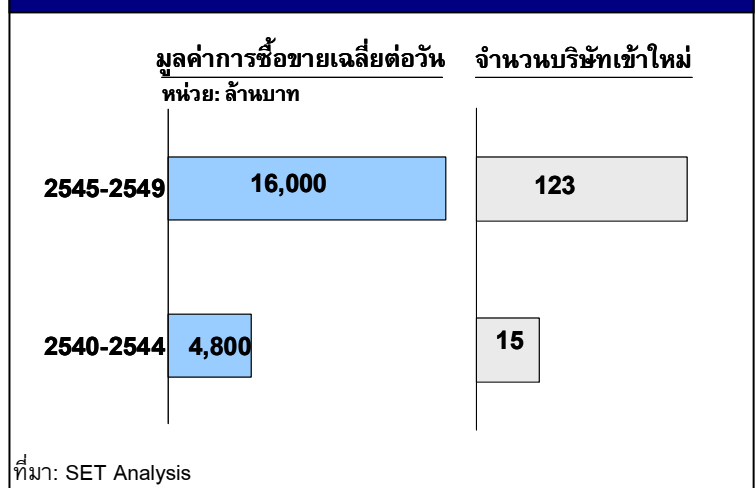
ตลาดรอง (secondary market) มีความจำเป็นต่อความสามารถในการระดมทุนของภาคธุรกิจในตลาดแรก (primary market)

ประชาชนอาจจะไม่ยินดีที่จะลงทุนซื้อหลักทรัพย์ในตลาดแรก หากไม่มีตลาดรองที่สามารถขายเปลี่ยนหลักทรัพย์เมื่อต้องการ ดังนั้นตลาดรองที่มีสภาพคล่องจึงเป็นสิ่งจำเป็นต่อความสำเร็จในการระดมทุนของภาคธุรกิจในตลาดทุน

ในประเด็นนี้ หลายท่านคงทราบดีว่าการระดมทุนผ่านตลาดทุนของภาคธุรกิจนั้น เป็นกระบวนการที่เกิดในตลาดแรก (primary market) หรือที่ประชาชนทั่วไปจะรู้จักกันก็คือกระบวนการ IPO (initial public offering) แต่องค์ประกอบที่สำคัญอย่างมากที่จะช่วยให้การระดมทุนในตลาดแรกเกิดขึ้นและดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพนั้น คือจะต้องมีตลาดรอง (secondary market) ซึ่งปัจจุบันทำหน้าที่โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีประสิทธิภาพ มีสภาพคล่องมากพอเป็นสำคัญ เนื่องจากเมื่อบริษัทเสนอขายหุ้นให้กับประชาชนทั่วไปเพื่อระดมทุนตามกระบวนการ IPO นั้น ประชาชนผู้ซื้อหุ้นย่อมต้องการทราบด้วยว่าหากต้องการขายหุ้นออกไปนั้นจะทำได้หรือไม่อย่างไร ซึ่งตลาดรองจะเข้ามาทำหน้าที่ในส่วนนี้ กล่าวคืออำนวยความสะดวกให้การซื้อขายเปลี่ยนมือของหลักทรัพย์ที่ซื้อมาจากตลาดแรกเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพและตอบสนองความต้องการของประชาชน ดังนั้น หากไม่มีตลาดรองแล้ว การระดมทุนของภาคธุรกิจในตลาดทุนย่อมเกิดขึ้นได้ยาก

ดังนั้น เพื่อให้การระดมทุนผ่านตลาดทุนดำเนินไปได้อย่างสมบูรณ์ ตลาดรองหรือที่รู้จักกันดีในชื่อ “ตลาดหุ้น” จำเป็นต้องมีการพัฒนาและทำหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพและมีเสถียรภาพควบคู่กันไป ซึ่งในที่นี้หมายถึง (1) ตลาดหุ้นควรมีการเติบโตในอัตราที่พอเหมาะ (2) มีจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่มากพอสนองตอบความต้องการของผู้ลงทุน (3) มีราคาหลักทรัพย์ที่สอดคล้องกับกลไกตลาดและสะท้อนถึงปัจจัยพื้นฐานที่ถูกต้อง (price discovery) (4) มีจำนวนนักลงทุนตลอดจนสัดส่วนของนักลงทุนแต่ละประเภทที่พอเหมาะ ซึ่งจะช่วยให้ตลาดหุ้นมีสภาพคล่องเพียงพอที่จะดึงดูดผู้ลงทุนให้เข้าไปทำการซื้อขาย และช่วยให้บริษัทหรือภาคธุรกิจสามารถใช้ตลาดทุนเป็นช่องทางในการระดมทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้นต่อไป

สภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นช่วยทำให้การระดมทุนผ่านตลาดหุ้นดีขึ้น



นอกจากนี้ การที่ตลาดรองมีสภาพคล่องสูงและระบบการซื้อขายมีประสิทธิภาพ ยังช่วยให้การระดมทุนของภาคธุรกิจในตลาดแรกมีต้นทุนที่เหมาะสมและระดมทุนได้เต็มศักยภาพ

นอกจากสภาพคล่องของตลาดรองจะช่วยส่งเสริมการระดมทุนในตลาดหุ้นแล้ว ยังมีผลกระทบต่ออัตราส่วนทางการเงินต่างๆ (นอกเหนือไปจากผลการดำเนินงานของบริษัทนั้นๆ) เช่น Price/Earning Ratio (P/E), Price/Cash Flow (P/CF), Price/Book Value Ratio และ Price/Sales Ratio ซึ่งส่งผลต่อเนื่องต่อความต้องการและความสามารถในการระดมทุนอีกด้วย ทั้งนี้เนื่องจากสัดส่วนเหล่านี้จะถูกใช้ประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท ดังนั้นหากตลาดรองมีการพัฒนาจนมีความกว้างและความลึกที่เพียงพอจะทำให้อัตราส่วนทางการเงินดังกล่าวมีค่าสะท้อนมูลค่าหลักทรัพย์ที่แท้จริงที่ควรจะเป็นของบริษัท และทำให้ต้นทุนในการระดมทุนของบริษัทอยู่ในระดับที่เหมาะสม

ความสัมพันธ์ระหว่างพัฒนาการของตลาดรองและมูลค่าการระดมทุนได้รับการยืนยันจากการศึกษาของ Jung, Kim, and Stulz (1996), Pagano, Panetta, and Zingales (1998) and Hovakimian, Opler, and Titman (2001) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าปริมาณการระดมทุนในตลาดแรก (IPO) จะขึ้นกับการประเมินมูลค่าของธุรกิจ ในขณะที่ปริมาณการระดมทุนในตลาดรองจะขึ้นอยู่กับสัดส่วนของมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (price to book value) ของธุรกิจนั้นๆ

เพื่อให้เห็นถึงความสำคัญของตลาดหุ้นในฐานะที่เป็นแหล่งระดมทุนที่สำคัญอย่างชัดเจน ผู้ศึกษาจะขอเสนอการศึกษาผลกระทบของตลาดหุ้นต่อส่วนต่างๆของภาคการเงินและเศรษฐกิจ อาทิเช่น 1) ธนาคารพาณิชย์ 2) ภาคธุรกิจและบริษัทจดทะเบียน 3) ผลต่อเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ รวมถึง 4) ผลต่อประชาชนทั่วไป โดยในที่นี้จะทำการเปรียบเทียบระหว่างสถานการณ์ปัจจุบันที่ตลาดหุ้นสามารถทำหน้าที่ควบคู่ไปกับระบบธนาคารพาณิชย์ได้ตามปกติ กับกรณีที่ประเทศไทยพึ่งพาเงินทุนจากระบบธนาคารพาณิชย์เพียงอย่างเดียว

ประโยชน์จากตลาดทุนในหน้าที่ของการเป็นแหล่งระดมทุนในช่วงที่ผ่านมา

1) ธนาคารพาณิชย์

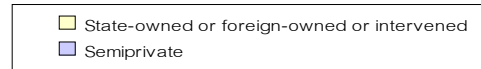
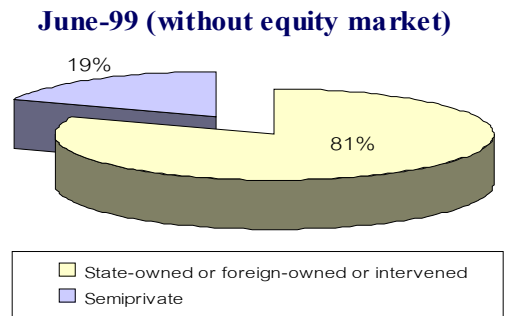
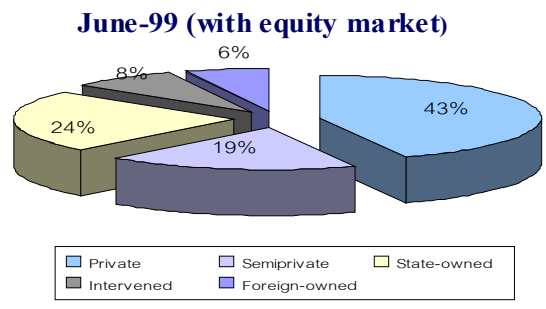
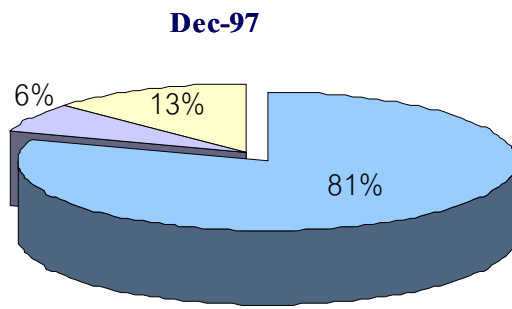
ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจที่ผ่านมา หากธนาคารพาณิชย์หลายแห่งไม่สามารถระดมทุนจากตลาดทุนได้ถึงระดับที่กฎหมายกำหนดแล้ว ธนาคารพาณิชย์หลายแห่งดังกล่าวอาจจะต้องขอรับความช่วยเหลือจากภาครัฐและไม่สามารถดำรงความเป็นภาคเอกชนได้ดังปัจจุบัน ซึ่งความเป็นเอกชนของธนาคารพาณิชย์เป็นสิ่งจำเป็นที่ส่งผลให้เกิดภาวะการแข่งขันระหว่างธนาคาร ซึ่งทำที่สุดสามารถก่อให้เกิดบริการที่มีคุณภาพ มีต้นทุนที่มีประสิทธิภาพ และตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้ดีและหลากหลาย

เมื่อระบบธนาคารเผชิญกับภาวะวิกฤติ มีหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ ในสัดส่วนที่สูงดังเช่นในช่วงปี 2540 ซึ่งเป็นช่วงที่ระบบการเงินของประเทศเกิดวิกฤติ ธนาคารพาณิชย์ส่วนใหญ่ประสบปัญหา balance sheet crisis มีหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) ในสัดส่วนที่สูง ทั้งยังไม่สามารถ recapitalization ได้ทันตามกำหนด จนทำให้ไม่สามารถดำรงเงินสำรองตามข้อกำหนดของธนาคารแห่งประเทศไทยได้

เพื่อบรรเทาวิกฤติดังกล่าว ทางกระทรวงการคลัง และธนาคารแห่งประเทศไทยได้ออกมาตรการปฏิรูประบบการเงิน 14 สิงหาคม 2541 โดยในมาตรการดังกล่าว รัฐจะจัดหาเงินทุนจำนวน 3 แสนล้านบาท สำหรับธนาคารพาณิชย์เพื่อใช้ในการปรับโครงสร้างทุน (tier-1 and tier-2 schemes) จนสามารถดำรงทุนสำรองตามที่กฎหมายกำหนดได้ อย่างไรก็ตาม มาตรการดังกล่าวกลับไม่ได้รับความสนใจเท่าที่ควร เนื่องจากการขอรับความช่วยเหลือด้านเงินทุนจากรัฐบาลอาจจะทำให้ธนาคารถูกแทรกแซงจากรัฐบาลได้โดยง่าย ดังนั้นธนาคารพาณิชย์หลัก 3 แห่ง ซึ่งในขณะนั้นได้แก่ ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกสิกรไทย และธนาคารกรุงศรีอยุธยา จึงเลือกที่จะระดมทุนจำนวนประมาณ 2 แสนล้านบาทจากตลาดหุ้นเพื่อนำมาปรับโครงสร้างทุนแทนการรับความช่วยเหลือจาก ภาครัฐ การกระทำดังกล่าวทำให้ธนาคารกรุงเทพ ธนาคารกสิกรไทย และธนาคารกรุงศรีอยุธยาเป็นเพียง 3 ธนาคารพาณิชย์ไทยที่สามารถดำรงความเป็นเอกชนไว้ได้โดยไม่ต้องรับความช่วยเหลือจากภาครัฐ

หลังวิกฤติเศรษฐกิจ ธนาคารพาณิชย์ไทยโดยส่วนใหญ่ยังคงเป็นของเอกชนสะดวกขึ้น

หน่วย: เปอร์เซ็นต์



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย, SET Analysis

ซึ่งจากข้อมูล ณ เดือน มิถุนายน 2541 หลังวิกฤติ ธนาคารพาณิชย์ที่เป็นของเอกชนไทยยังมีมูลค่าสินทรัพย์รวมสูงสุดถึง 43% ของมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งการที่ธนาคารพาณิชย์ยังเป็นของภาคเอกชนเป็นปัจจัยหนึ่งซึ่งช่วยเอื้อให้เกิดความคล่องตัวในการบริหารงาน และช่วยให้บริการทางการเงินที่ประชาชนได้รับมีการแข่งขัน มีคุณภาพ และมีความหลากหลาย และช่วยในการพัฒนาระบบเศรษฐกิจของประเทศต่อไป

ภาวะของกองทุนฟื้นฟูจะเพิ่มขึ้นกว่า 2 แสนล้านบาท หากธนาคารพาณิชย์หลัก 3 แห่ง ไม่สามารถระดมทุนได้จากตลาดหลักทรัพย์ และต้องหันไปพึ่งเงินทุนทั้งหมดจากกองทุนฟื้นฟู

นอกจากนี้หากธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถพึ่งแหล่งทุนอื่น ทำให้ธนาคารต้องพึ่งพาเงินทุนจากรัฐบาลแต่เพียงอย่างเดียว ภาวะของกองทุนฟื้นฟูและพัฒนาระบบสถาบันการเงินก็จะเพิ่มขึ้นจากเดิมที่มีการประเมินความเสียหายไว้ที่ 1.4 ล้านล้านบาท โดยสำหรับธนาคารพาณิชย์ทั้ง 3 แห่งข้างต้น หากไม่สามารถระดมทุนจำนวนดังกล่าวจากตลาดหุ้นได้ และต้องอาศัยเงินจากกองทุนฟื้นฟูเพื่อเสริมสร้างสภาพคล่อง จะทำให้ภาวะของกองทุนฟื้นฟูเพิ่มขึ้นกว่า 2 แสนล้านบาทหรือเพิ่มขึ้นอีก 15%

2) ภาคธุรกิจ

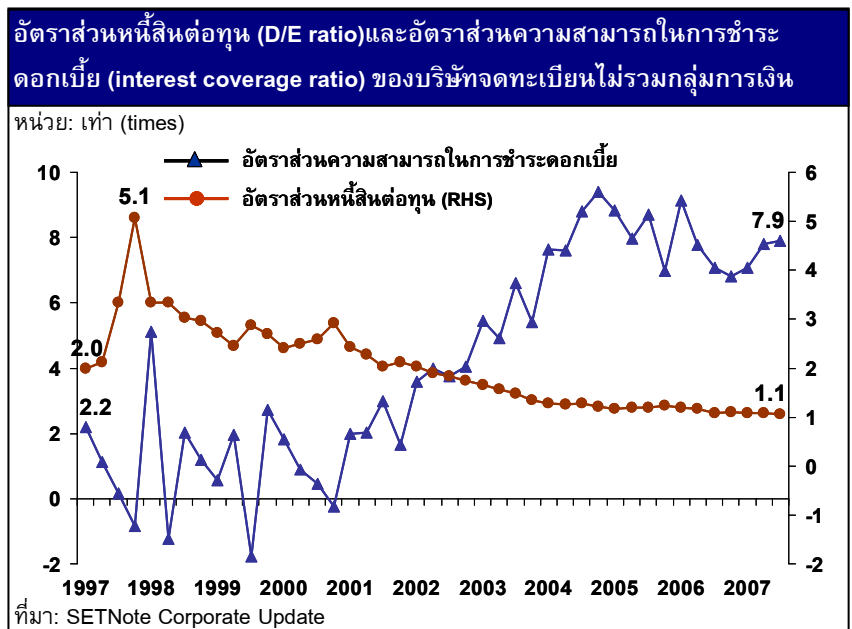
สถานะทางการเงินของบริษัทนอกจากส่งผลต่อความน่าเชื่อถือแล้ว ยังทำให้บริษัทสามารถระดมทุนได้ในต้นทุนที่ต่ำอีกด้วย โดยทั่วไปสถานะและความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทนั้นดูได้จากสัดส่วนมูลค่าหนี้สินต่อมูลค่าทุน (D/E ratio) โดยบริษัทที่มี D/E ratio สูงกว่ามักอาจจะมองได้ว่ามีความเสี่ยงทางการเงินสูงกว่า เพราะนั่นหมายความว่าบริษัทมีภาระดอกเบี้ยสูง รายรับ

ที่บริษัทได้มาจากการดำเนินการจะถูกใช้ไปในการจ่ายภาระดอกเบี้ยเป็นจำนวนมาก และสถานะของบริษัทก็จะมีแนวโน้มต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยไปด้วย และมีโอกาสที่จะเกิด financial distress ได้ง่ายกว่าบริษัทที่มี D/E ratio ต่ำกว่า

การที่สัดส่วนของหนี้สินต่อทุนมีความสัมพันธ์โดยตรงกับโอกาสการเกิด financial distress นี้เองทำให้ D/E ratio ของบริษัทถูกนำมาใช้เป็นเกณฑ์ในการพิจารณาการให้สินเชื่อของธนาคารพาณิชย์ โดยบริษัทที่มี D/E ratio สูงมีโอกาสมากกว่าที่จะไม่ได้รับการอนุมัติสินเชื่อจากธนาคารหรือถ้าได้รับก็จะมีภาระอัตราดอกเบี้ยที่สูงตามเพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นของบริษัทดังกล่าว

ต้นทุนการระดมทุนที่สูงเป็นสิ่งที่บริษัทไม่ต้องการ ดังนั้นทางหนึ่งที่บริษัททำได้เพื่อลดต้นทุนก็คือบริษัทจะต้องลด D/E ratio ลง ทั้งนี้บริษัทสามารถลดสัดส่วนดังกล่าวได้โดยการระดมทุนผ่านตลาดหุ้น

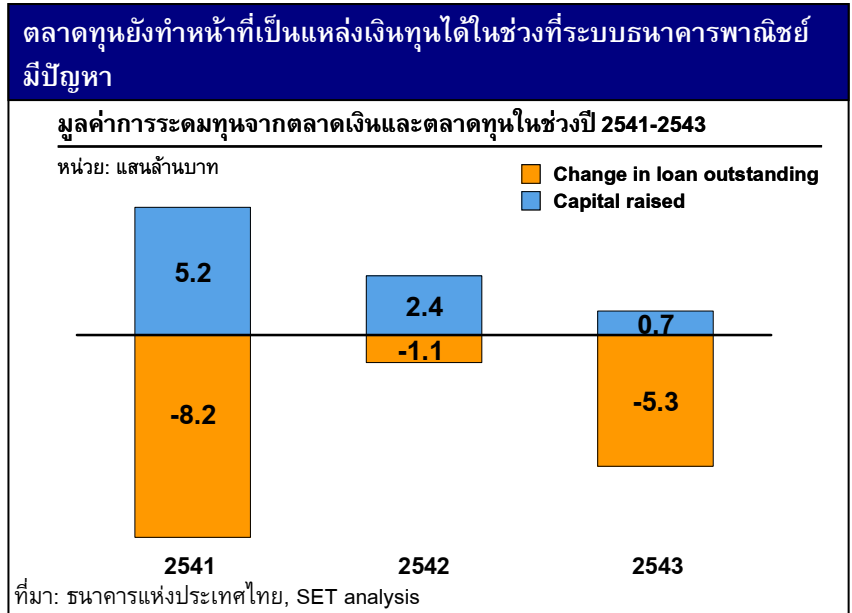
ทั้งนี้ ในช่วงปี 2541 ซึ่งเป็นช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ D/E ratio โดยเฉลี่ยของบริษัทจดทะเบียน สูงถึง 5 เท่า แต่เมื่อมีการปรับโครงสร้างทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน โดยการระดมทุนจากตลาดหุ้นเพิ่มเติมทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลงเหลือเพียง 1.2 เท่าในปี 2549 และเหลือประมาณ 1.1 เท่าในปัจจุบัน



นอกจากบริษัทที่มี D/E ratio สูงจะต้องระดมทุนในต้นทุนที่สูงกว่าแล้ว การที่ D/E ratio ของบริษัทสูงยังเป็นการลดความน่าเชื่อถือของบริษัท ทำให้บริษัทอาจถูกยกเลิกสิทธิพิเศษต่างๆที่เคยได้รับจาก supplier เช่น ข้อผ่อนผันในเรื่องของระยะเวลาการชำระเงิน เป็นต้น

3) เสถียรภาพในระบบเศรษฐกิจ

หากระบบเศรษฐกิจของประเทศมีธนาคารพาณิชย์เป็นแหล่งเงินแหล่งเดียวของภาคธุรกิจย่อมทำให้เศรษฐกิจของประเทศมีการพึ่งพิงระบบธนาคารพาณิชย์สูงมาก ซึ่งหมายความว่าหากเกิดปัญหาในระบบธนาคารพาณิชย์แล้วจะส่งผลกระทบต่อทุกภาคธุรกิจและระบบเศรษฐกิจโดยรวมอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้



การที่มีตลาดทุนเป็นอีกช่องทางหนึ่งของแหล่งเงินทุนจึงเป็นกลไกในการสร้างความสมดุลและเสถียรภาพให้ระบบเศรษฐกิจกล่าวคือ หากช่วงในธนาคารพาณิชย์ไม่สามารถทำหน้าที่ได้ ภาคธุรกิจก็ยังสามารถอาศัยตลาดทุนในการระดมทุนได้ โดยจะเห็นได้ชัดเจนจากช่วงวิกฤติเศรษฐกิจที่ผ่านมา ซึ่งระบบธนาคารพาณิชย์ต้องระมัดระวังในเรื่องการปล่อยสินเชื่อ จึงทำให้ยอดการปล่อยสินเชื่อสุทธิลดลงจากช่วงก่อนหน้า ในขณะที่การระดมทุนผ่านตราสารทุนยังทำหน้าที่ได้อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในปี 2541 ที่ยอดสินเชื่อคงค้างในระบบธนาคารพาณิชย์ลดลงกว่า 8 แสนล้านบาท ในขณะที่ยอดระดมทุนผ่านตลาดทุนมีมูลค่าประมาณ 5 แสนล้านบาท และในช่วง 3 ปีหลังวิกฤติ คือปี 2541-2543 สินเชื่อคงค้างในระบบธนาคารพาณิชย์ลดลงรวมทั้งสิ้น 1.46 ล้านล้านบาท ในขณะที่ยอดระดมทุนผ่านตลาดทุนมีมูลค่าประมาณ 0.83 ล้านล้านบาท

4) ประชาชนทั่วไป

หากมองตลาดทุนในแง่ของการระดมทุนแล้ว อาจจะถูกเหมื่อนว่าจะห่างไกลตัวประชาชน เพราะประชาชนทั่วไปไม่สามารถเป็นผู้ระดมทุนจากตลาดทุนโดยตรง แต่จริงๆ แล้วบทบาทนี้ของตลาดทุนส่งผลกระทบต่อประชาชนในทางอ้อมเช่นกัน

ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดจากประสบการณ์จากวิกฤติเศรษฐกิจที่ผ่านมา คือการที่สถาบันการเงินเกิดปัญหาและกลายเป็นภาระของกองทุนฟื้นฟู กว่า 1.4 ล้านล้านบาท ซึ่งกองทุนฟื้นฟูต้องออกพันธบัตร โดยมีกระทรวงการคลังค้ำประกัน พันธบัตรประเภทนี้จะกำหนดจ่ายดอกเบี้ยจากงบประมาณแผ่นดิน จึงเสมือนว่าเป็นภาระตกแก่ประชาชนผู้เสียภาษีโดยทั่วไปที่ต้องมาช่วยรับภาระของกองทุนฟื้นฟู แทนที่เงินภาษีจะถูกใช้ไปในทางด้านอื่นๆ

ดังนั้น การที่มีตลาดทุนมาเป็นแหล่งเงินทุนอีกทางหนึ่งจึงช่วยสร้างความสมดุลให้ระบบการเงินของประเทศ ลดการพึ่งพิงธนาคารพาณิชย์ที่มากเกินไปจนอาจจะนำไปสู่วิกฤติทางการเงินดังที่ผ่านมา และลดภาระที่อาจจะเกิดขึ้นกับภาครัฐบาลและเงินภาษีของประชาชนในที่สุด

บทสรุป

จากที่กล่าวมาทั้งหมดในข้างต้นจะเห็นได้ว่าบทบาทของตลาดทุนในการทำหน้าที่เป็นแหล่งระดมทุนนั้นมีความสำคัญไม่น้อยไปกว่าระบบธนาคารพาณิชย์ มีความจำเป็นอย่างยิ่งต่อพัฒนาการและเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ และในช่วงต่อไป ตลาดทุนจะมีบทบาทเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องดังเช่นในประเทศที่พัฒนาแล้วที่ตลาดทุนมักจะมีขนาดใหญ่กว่าระบบธนาคารพาณิชย์

สำหรับประเทศไทยแล้วการใช้ตลาดตราสารทุนเป็นแหล่งระดมทุนของภาคธุรกิจเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยจะเห็นได้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีจำนวนบริษัทจดทะเบียนเพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยปีละ 16 บริษัท และ 31 ปีที่ผ่านมามีการระดมทุนผ่านตลาดตราสารทุนไปแล้วกว่า 2.4 ล้านล้านบาท โดยการมีตลาดทุนเป็นแหล่งเงินทุนอีกช่องทางหนึ่งเพิ่มเติมจากธนาคารพาณิชย์นั้น เอื้อประโยชน์ต่อทั้งเศรษฐกิจ ภาคธุรกิจครอบคลุมไปถึงระบบธนาคารพาณิชย์เอง ตลอดจนประชาชนทั่วไป โดยการสร้างสมดุลให้ระบบการเงินไม่ให้พึ่งพิงระบบธนาคารพาณิชย์มากเกินไป นอกจากนี้ ยังเป็นช่องทางลดความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทจดทะเบียน โดยช่วยกระจายความเสี่ยงของแหล่งเงินทุนจากธนาคารพาณิชย์ และส่งผลให้บริษัทมีความน่าเชื่อถือมากขึ้นจากความเสี่ยงทางการเงินโดยรวมที่ลดลง

ทั้งนี้ ตลาดทุนจะทำหน้าที่ในการเป็นแหล่งระดมทุนได้ดีนั้นจำเป็นต้องมีตลาดรองที่มีประสิทธิภาพเพื่อรองรับการซื้อขายหลักทรัพย์เปลี่ยนมือและช่วยให้การระดมทุนในตลาดแรกมีมูลค่าและต้นทุนที่เหมาะสม ดังนั้นการพัฒนาตลาดรองควบคู่ไปกับการส่งเสริมให้ภาคธุรกิจใช้ตลาดทุนเป็นช่องทางระดมทุนจึงเป็นสิ่งจะเป็นอย่างยิ่งในการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศต่อไปอย่างยั่งยืน และเป็นประเด็นที่ภาครัฐควรให้ความสำคัญและมีแผนการดำเนินการในการพัฒนาตลาดทุนอย่างชัดเจน ครอบคลุมสอดคล้อง เช่นเดียวกับนโยบายในการพัฒนาประเทศในด้านอื่นๆ