

## “บริษัทผีดิบ” คืออะไร แล้วเราควรทำอย่างไรกับมัน?

สุพริศร์ สุวรรณิก

สถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์

คำว่า “ซอมบี้ (Zombie)” หรือ “ผีดิบ” คงเป็นคำที่คุ้นหูกันอยู่แล้วสำหรับแฟน ๆ ภาพยนตร์แนวระทึกขวัญ ซึ่งเกี่ยวข้องกับฝูงชนที่ติดไวรัสชนิดหนึ่งและเสียชีวิต แต่กลับฟื้นคืนชีพอีกครั้งและมาพร้อมกับพฤติกรรมที่เปลี่ยนแปลงไปอย่างสุดขีด นั่นคือ การหันมาตามล่าวิ่งไล่กัดกินเนื้อมนุษย์ด้วยกัน แต่บางท่านอาจจะยังไม่ทราบว่าการคำศัพท์นี้ขยายวงกว้างมาสู่วงการเศรษฐศาสตร์การเงินเรียบร้อยแล้ว นั่นคือ “Zombie firms” หรือถ้าแปลตรงตัวเป็นภาษาไทยคือ “บริษัทผีดิบ” โดยเฉพาะในสถานการณ์ปัจจุบันที่มีบริษัทเหล่านี้เกิดขึ้นจำนวนมากทั่วโลกหลังการแพร่ระบาดของโควิด-19 (ซึ่งมาประจวบเหมาะป้องกันพอดีกับการเกิดการแพร่ระบาดของ “ไวรัส” โควิด-19 ซึ่งไม่ได้หมายถึงบริษัทที่ติด “ไวรัส” อย่างตรงตัวนะครับ) คำถามสำคัญที่ตามมาคือ บริษัทผีดิบคืออะไร เกิดขึ้นได้อย่างไร มีผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างไร และเราต้องทำอะไรกับบริษัทผีดิบเหล่านี้หรือไม่? บางคุณพรหมชวนคิดจึงขอชวนทุกท่าน (ที่ไม่จำเป็นต้องเป็นแฟนภาพยนตร์แนวระทึกขวัญ) มาหาคำตอบกันครับ

ตามกลไกตลาด บริษัทที่ดีคือบริษัทที่สามารถใช้และบริหารจัดการทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ หรือเรียกเป็นภาษาเศรษฐศาสตร์ได้ว่า มีผลิตภาพ (productivity) อยู่ในระดับสูง และมักนำมาซึ่งความสามารถในการทำกำไรที่สูง ในทางตรงกันข้าม บริษัทที่มีผลิตภาพต่ำและนำมาซึ่งความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำหรือประสบการขาดทุนอย่างต่อเนื่อง ย่อมเป็นบริษัทที่ต้องปิดตัวลงและออกไปจากการแข่งขันในที่สุด อย่างไรก็ตาม มีบริษัทผลิตภาพต่ำและไม่มีความสามารถในการทำกำไรเหล่านี้ที่ส่วนหนึ่งยังคงมีชีวิตอยู่ได้จากสภาพคล่องที่ได้รับเพื่อหล่อเลี้ยงต่อชีวิตบริษัท ไม่ว่าจะจากการให้สินเชื่อของสถาบันการเงินหรือได้รับความช่วยเหลือจากรัฐแบบเหวี่ยงแห บริษัทเหล่านี้ก็คือ “บริษัทผีดิบ” นั่นเอง

หลายท่านอาจเริ่มสงสัยว่า เมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ โดยเฉพาะวิกฤตโควิด-19 ซึ่งทำให้อุปสงค์ทั่วโลกหดตัว นำมาซึ่งรายได้ที่หดหายของบริษัทต่าง ๆ ก็ช่วยไม่ได้ที่บริษัทต้องได้รับความช่วยเหลือจากภาครัฐ เพราะขายไม่ได้และไม่มีความสามารถในการทำกำไร อย่างนี้บริษัทต่าง ๆ จะไม่ถูกนับเป็นบริษัทผีดิบกันหมดหรือ? หากเอานิยามให้ชัดเจน ตามงานศึกษาของ BIS คือ Banerjee and Hofmann (2018) ได้ให้ความหมายอย่างแคบต่อบริษัทผีดิบไว้ว่าเป็น **บริษัทที่ไม่มีความสามารถในการทำกำไรในปัจจุบันและที่คาดการณ์ได้ในอนาคต (ซึ่งวัด**

จากการประเมินมูลค่าหุ้น) มากเพียงพอที่จะนำมาชำระภาระหนี้ของบริษัทได้ในระยะเวลาอันต่อเนื่อง<sup>1</sup> หรือพูดเป็นภาษาชาวบ้านว่า เป็นบริษัทที่มี “หนี้สินล้นพ้นตัว” ดังนั้น หากบริษัทที่มีศักยภาพ (ซึ่งอาจขาดทุนในช่วงต้นจากการลงทุนที่สร้างโอกาส แต่มองเห็นผลตอบแทนที่จะเข้ามาในอนาคต) มีความสามารถในการปรับตัวและยกระดับผลิตภาพของตนเองให้สูงขึ้นอยู่เสมอทั้งในยามปกติและวิกฤต โดยแม้จำเป็นต้องได้รับความช่วยเหลือจากรัฐในยามวิกฤตที่ส่งผลกระทบต่อทุกบริษัทโดยถ้วนหน้า แต่เมื่อวิกฤตจบลงแล้วก็สามารถกลับมาทำกำไรได้ดั้งเดิมและชำระภาระหนี้ได้ บริษัทเหล่านี้ก็ไม่เข้าข่ายการเป็นบริษัทผีดิบครับ

ถามต่อว่า แล้วมีบริษัทผีดิบมาก ๆ ในระบบเศรษฐกิจ จะส่งผลกระทบอย่างไร? ตอบได้ว่า การให้ความช่วยเหลือแก่บริษัทที่ควรล้มหายตายจากไปแล้วให้ยังมีชีวิตอยู่ได้นี้ นอกจากจะทำให้บริษัทเองขาดแรงจูงใจในการปรับตัวและพัฒนาผลิตภาพของตนแล้ว กลไกการแข่งขันทั้งระบบยังถูกบิดเบือนด้วย เพราะบริษัทผีดิบจะทำให้กำลังการผลิตส่วนเกินยังคงอยู่ อาจคอยตัดราคา ทำให้ธุรกิจอื่น ๆ ที่มีความสามารถในการปรับตัวเองได้และมีผลิตภาพสูง กลับอยู่รอดยากและเข้ามาแข่งขันไม่ได้ ไม่ต่างอะไรกับผีดิบซอมบี้ในภาพยนตร์ที่คอยวิ่งไล่กัดกินเนื้อคนอื่นและล้มตายไปด้วย และลามไปในระดับประเทศ เพราะส่งผลให้การจัดสรรทรัพยากรในระบบขาดประสิทธิภาพ ผลิตภาพโดยรวมและความสามารถในการแข่งขันของประเทศถดถอยลงตามมา

สำหรับประเทศไทย มีงานวิจัย อาทิ กฤษณ์เลิศและอาชว์ (2562) ซึ่งศึกษาเกี่ยวกับภาคธุรกิจไทยมาตั้งแต่ก่อนเกิดวิกฤตโควิด-19 พบว่า ในวงการธุรกิจไทยมีบริษัทผีดิบทั้งที่เป็นบริษัทขนาดใหญ่และเอสเอ็มอี ซึ่งมีสัดส่วนสินทรัพย์ประมาณ 5% ของสินทรัพย์ในภาคธุรกิจทั้งหมด โดยแม้ว่าเมื่อเทียบกับกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว สัดส่วนบริษัทผีดิบของไทยยังอยู่ในระดับปานกลางค่อนข้างต่ำ แต่แนวโน้มจะมีบริษัทขนาดใหญ่เป็นบริษัทผีดิบเพิ่มขึ้น ส่งผลทางลบต่อโอกาสที่บริษัทใหม่จะเข้าสู่ตลาดและต่อการเติบโตของบริษัทอื่น ๆ ที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน โดยการมีบริษัทเหล่านี้เพิ่มขึ้นในสัดส่วน 1% จะทำให้การลงทุนของบริษัททั่วไปลดลง 0.8% และทำให้การลงทุนของบริษัทใหม่ที่มีอายุต่ำกว่า 5 ปีลดลง 0.9%

คำถามสุดท้าย เมื่อรู้ว่าบริษัทผีดิบก่อให้เกิดผลลบต่อทั้งระบบเศรษฐกิจ เราต้องทำอย่างไรกับมัน? ผู้เขียนขออนุญาตถอดความจากปาฐกถาพิเศษของอดีตผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย ดร.วิรไท สันติประภพ ในงานสัมมนาวิชาการธนาคารแห่งประเทศไทยประจำปี 2563 ที่ผ่านมา ซึ่งผู้เขียนเห็นด้วยเป็นอย่างยิ่งว่า **ในยามวิกฤตภาครัฐควรลดการออกมาตรการช่วยเหลือแบบเหวี่ยงแห ซึ่งมีลักษณะ “เปี้ยหัวแตก” ขาดประสิทธิผลและไม่**

<sup>1</sup> งานศึกษาใช้นิยามตาม Adalet McGowan et al (2017) ว่าเป็นบริษัทที่มีอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (interest coverage ratio: ICR) ต่ำกว่า 1 เป็นระยะเวลาไม่น้อยกว่า 3 ปี และเป็นบริษัทที่มีระยะเวลาดำเนินการมาไม่ต่ำกว่า 10 ปี ทั้งนี้ งานศึกษาได้เพิ่มนิยามเกี่ยวกับศักยภาพในการเติบโตของบริษัท โดยใช้อัตราส่วนมูลค่ากิจการของบริษัทต่อต้นทุนการสร้างทดแทน (Tobin's q) ซึ่งต้องต่ำกว่าค่ากลางของธุรกิจอื่น ๆ ในอุตสาหกรรมนั้น ๆ

คุ้มค่า แต่จำเป็นต้องเน้นให้ “ตรงจุด” กับกลุ่มธุรกิจที่ต้องการความช่วยเหลือเป็นพิเศษ ควบคู่ไปกับมาตรการเพื่อส่งเสริมผู้ประกอบการที่มีศักยภาพ และออกนโยบายที่ช่วยให้บริษัทใหม่ ๆ ที่มีศักยภาพเข้าสู่ตลาดง่ายขึ้น อาทิ การแก้ไขกฎระเบียบเพื่อลดขั้นตอนและระยะเวลาในการตั้งบริษัทใหม่ ซึ่งจะช่วยยกระดับการแข่งขันในตลาดให้เพิ่มขึ้นและลดอำนาจตลาดของบริษัทที่กระจุกตัวอยู่อีกด้วย ขณะที่ผู้ประกอบการเองควรมุ่งเพิ่มประสิทธิภาพในการใช้ทรัพยากรและปรับตัวอย่างแข็งขันอยู่เสมอ เพราะคงไม่มีบริษัทไหนอยากเป็นขอมบี้ที่เกลียดน่ากลัวกันแน่ ๆ ครับ!

---

*บทความนี้เป็นข้อคิดเห็นส่วนบุคคล ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับข้อคิดเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย*