



## การปรับโครงสร้างของภาคธุรกิจไทย และผลกระทบต่อการลงทุน

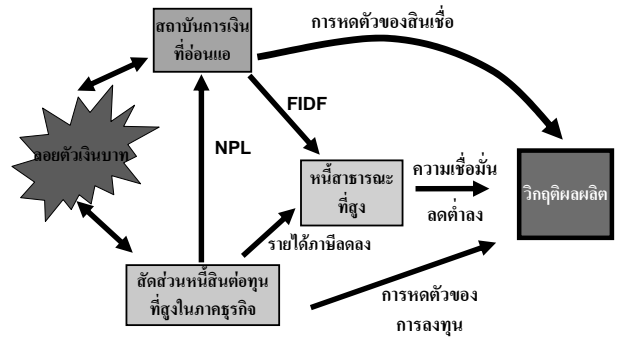
โดย  
ดร. ชรรยง ไทยเจริญ  
ประพันธ์ เกียรติโกมล

### หัวข้อการบรรยาย

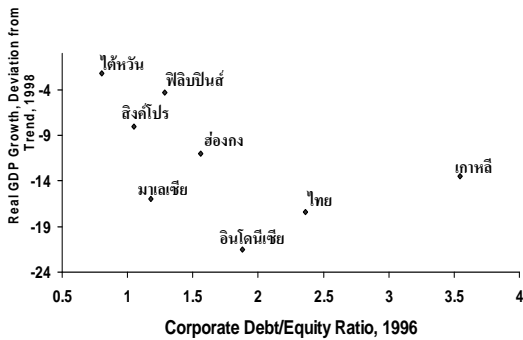
1. บทนำ
2. การปรับตัวของภาคธุรกิจ  
และบทบาทของนโยบายการเงิน
3. ความสัมพันธ์ระหว่างสถานภาพทางการเงิน  
ของบริษัทกับการลงทุน
4. บทสรุปและข้อเสนอแนะนโยบาย

### 1. บทนำ

### ความอ่อนแอของภาคธุรกิจมีบทบาทสำคัญต่อการเกิด วิกฤติเศรษฐกิจ (Balance Sheet Crisis; Paul Krugman (2542))

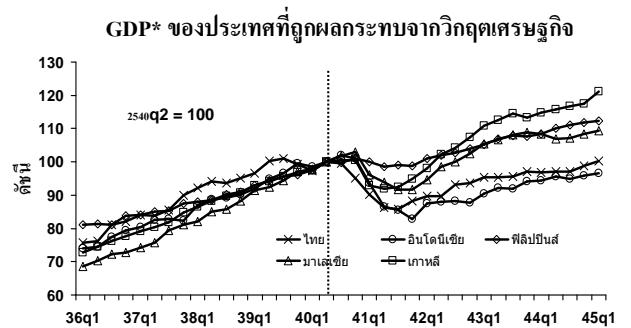


### ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนหนี้ต่อทุนก่อนเกิดวิกฤตกับ ความรุนแรงของวิกฤตเศรษฐกิจ



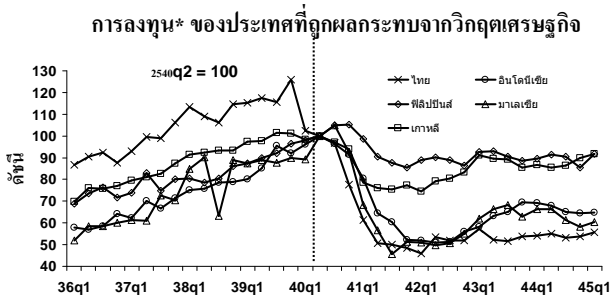
แหล่งที่มา: Strong (2000), Claessens et al. (1998)

### ในช่วงไตรมาส 1 ปี 2002 GDP เริ่มกลับเข้าสู่ระดับก่อนเกิดวิกฤต ...



แหล่งที่มา: CEIC \* GDP ณ ราคาจริงที่ ปรับฤดูกาล

อย่างไรก็ตาม การลงทุนของไทยยังฟื้นตัวอย่างช้าๆ โดยอยู่ที่ประมาณร้อยละ 56 ของระดับก่อนเกิดวิกฤติ ซึ่งเป็นการฟื้นตัวที่ค่อนข้างช้า เทียบกับประเทศอื่น ๆ



## 2. การปรับตัวของภาคธุรกิจไทย และบทบาทของนโยบายการเงิน

### ข้อมูล

แหล่งที่มา: ฐานข้อมูล ISIMS จาก ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)

ช่วงเวลา: ข้อมูลรายไตรมาส ตั้งแต่ปี 2537- 2544

ลักษณะของข้อมูล : ระดับบริษัท

- 371 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน
- งบดุล และงบการเงิน

### สัดส่วนทางการเงิน

สัดส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt to Equity Ratio) = หนี้สินรวม / ทุน

Return on Average Assets (ROAA)  
= (รายได้สุทธิ / สินทรัพย์รวมเฉลี่ย) \* 100

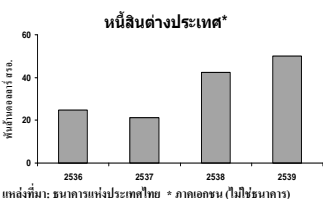
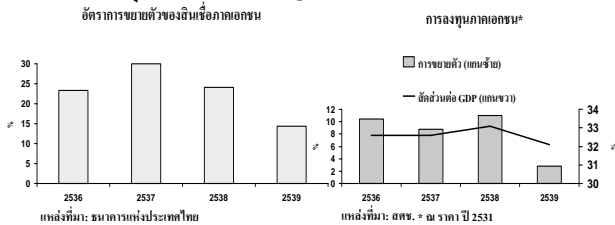
สัดส่วนยอดขายต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย (Average Asset Turnover)  
= (ยอดขาย / สินทรัพย์รวมเฉลี่ย) \* 100

Net Profit Margin = (รายได้สุทธิ / ยอดขาย) \* 100

Quick Ratio = (สินทรัพย์ระยะสั้น - สินค้าคงคลัง) / หนี้สินระยะสั้น

Interest Coverage Ratio (ICR)  
= กำไรก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย และภาษี (EBIT) / ดอกเบี้ยจ่าย

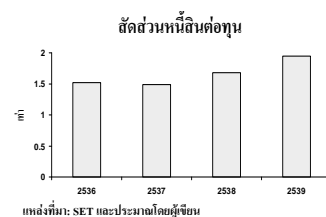
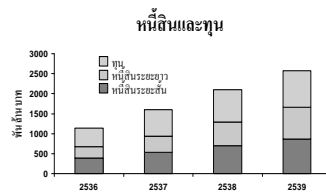
ช่วงก่อนวิกฤต: จากปี 2536 - 2539 GDP ขยายตัวประมาณร้อยละ 8 ต่อปี จากการลงทุนที่เป็น Debt Financing



หนี้ต่างประเทศเพิ่มขึ้น เนื่องจาก

- อัตราดอกเบี้ยในประเทศสูงกว่าต่างประเทศ
- นโยบายอัตราแลกเปลี่ยนผันผวน

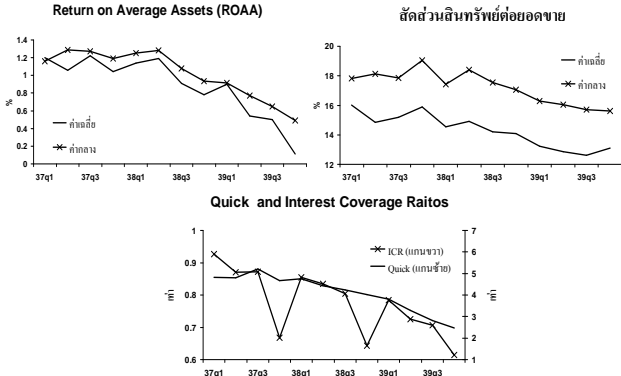
ส่งผลให้...



- สินทรัพย์รวมสูงชันอย่างรวดเร็ว
- สัดส่วนของหนี้สินระยะสั้นต่อหนี้สินรวมอยู่ในระดับสูง
- หนี้สินขยายตัวเร็วกว่าทุน

หนี้สินต่อทุนสูงชัน เกือบถึง 2 ในปี 2539

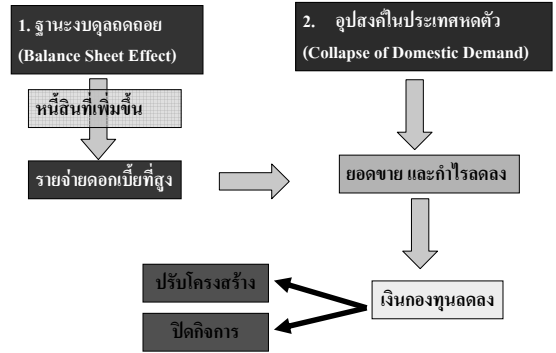
สภาพคล่อง และผลประกอบการลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ<sup>13</sup>  
ส่งผลให้ภาคธุรกิจไทยมีความเปราะบาง



แหล่งที่มา: SET และประมาณโดยผู้เขียน

ผลกระทบต่อภาคธุรกิจ

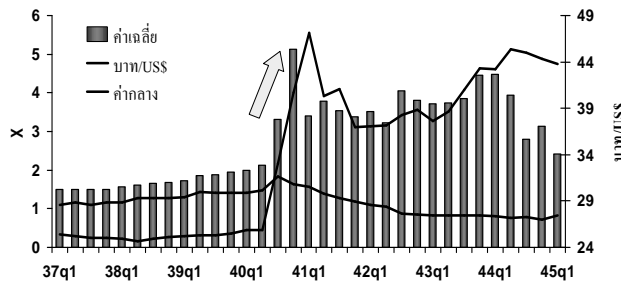
14



วิกฤตเศรษฐกิจ และการฟื้นตัว: สัดส่วนหนี้สินต่อทุนสูงขึ้นมากในปี 2540 หลังจากนั้นได้ปรับตัวลดลงอย่างช้าๆ แต่มีการลดลงที่เร็วขึ้นในช่วงปี 2544

15

สัดส่วนหนี้สินต่อทุน

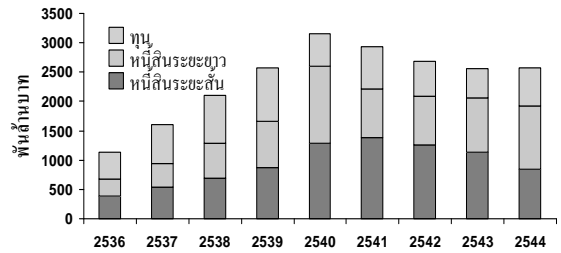


แหล่งที่มา: SET และประมาณโดยผู้เขียน

ภาคธุรกิจปรับลดภาระหนี้อย่างต่อเนื่อง และมีการปรับโครงสร้างหนี้  
จากระยะสั้นเป็นระยะยาวมากขึ้นในช่วงหลังวิกฤติ

16

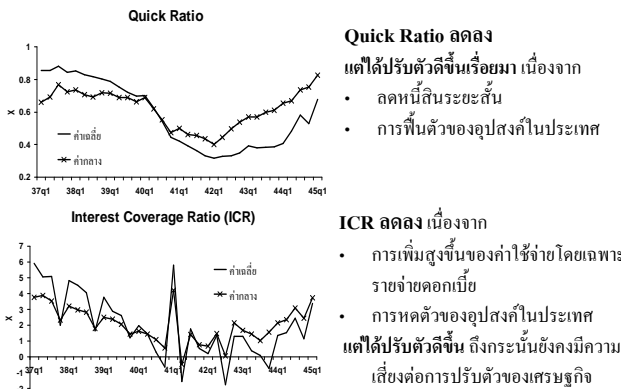
หนี้สินและทุน



แหล่งที่มา: SET และประมาณโดยผู้เขียน

สภาพคล่องปรับตัวลดลงในช่วงวิกฤติเช่นกัน โดย...

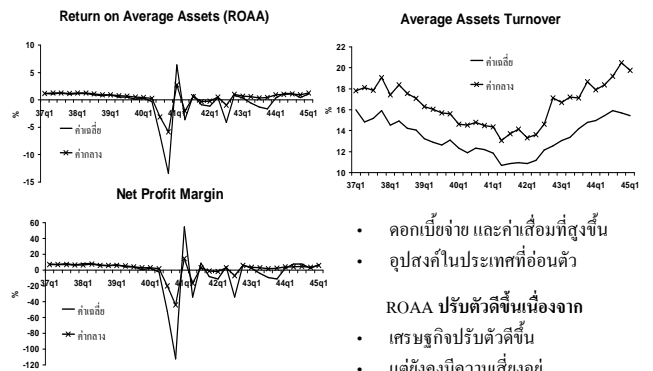
17



แหล่งที่มา: SET และประมาณโดยผู้เขียน

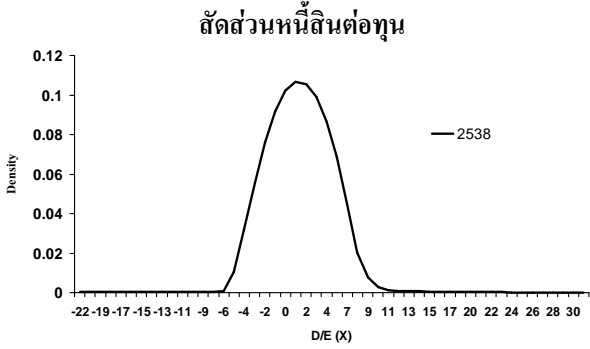
กำไรลดลง และถึงจุดต่ำสุดในไตรมาสที่ 4 ปี 2540 เนื่องจาก...

18



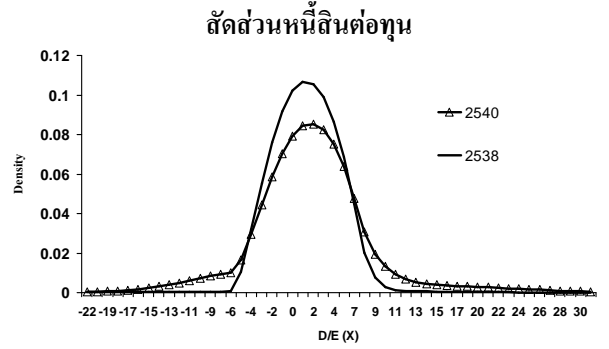
แหล่งที่มา: SET และประมาณโดยผู้เขียน

สัดส่วนหนี้สินต่อทุน: ฐานนิยม (Mode) อยู่ที่ประมาณ 1.2 ในปี 2538...<sup>19</sup>



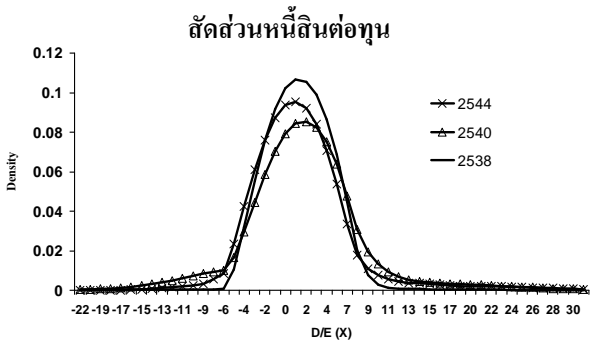
แหล่งที่มา: SET และประมาณโดยผู้เขียน

และเพิ่มขึ้นเป็น 2.3 ในปี 2540 และหางของการแจกแจงหน่วงขึ้น<sup>20</sup>



แหล่งที่มา: SET และประมาณโดยผู้เขียน

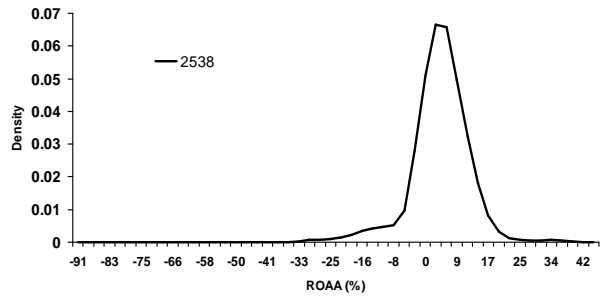
หลังจากนั้น ค่าฐานนิยมลดลงกลับไปอยู่ที่ระดับของปี 2538 แต่หางของการแจกแจงยังคงหนวยอยู่<sup>21</sup>



แหล่งที่มา: SET และประมาณโดยผู้เขียน

ROAA ก่อนข้างอยู่ในระดับต่ำในช่วงก่อนวิกฤต จากนั้นลดลงอย่างรวดเร็วในปี 2540 และ ในปี 2544 ROAA ปรับตัวดีขึ้นมาถึงระดับหนึ่ง แต่ยังคงต่ำกว่าระดับของปี 2538 และยังมีความแปรปรวนต่อภาวะเศรษฐกิจ

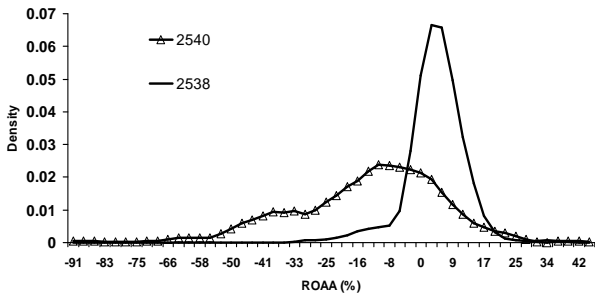
### Return of Average Assets (ROAA)



แหล่งที่มา: SET และประมาณโดยผู้เขียน

ROAA ก่อนข้างอยู่ในระดับต่ำในช่วงก่อนวิกฤต จากนั้นลดลงอย่างรวดเร็วในปี 2540 และ ในปี 2544 ROAA ปรับตัวดีขึ้นมาถึงระดับหนึ่ง แต่ยังคงต่ำกว่าระดับของปี 2538 และยังมีความแปรปรวนต่อภาวะเศรษฐกิจ

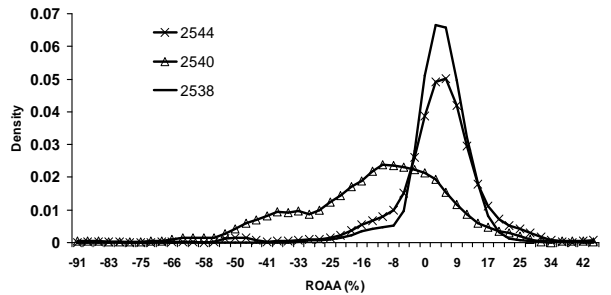
### Return of Average Assets (ROAA)



แหล่งที่มา: SET และประมาณโดยผู้เขียน

ROAA ก่อนข้างอยู่ในระดับต่ำในช่วงก่อนวิกฤต จากนั้นลดลงอย่างรวดเร็วในปี 2540 และ ในปี 2544 ROAA ปรับตัวดีขึ้นมาถึงระดับหนึ่ง แต่ยังคงต่ำกว่าระดับของปี 2538 และยังมีความแปรปรวนต่อภาวะเศรษฐกิจ

### Return of Average Assets (ROAA)

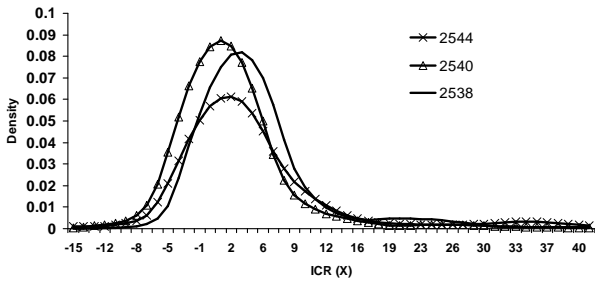


แหล่งที่มา: SET และประมาณโดยผู้เขียน

เช่นเดียวกัน ICR ลดลงในปี 2540 จากนั้นปรับตัวดีขึ้น แต่ยังคงมีค่าต่ำกว่าค่าในปี 2538

25

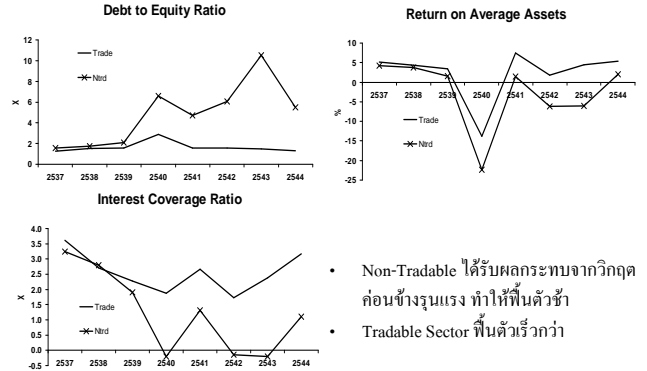
### Interest Coverage Ratio (ICR)



แหล่งที่มา: SET และประมาณโดยผู้เขียน

กลุ่ม Tradable และ Non-tradable ได้รับผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจ และมีการฟื้นตัวแตกต่างกันอย่างชัดเจน

26



แหล่งที่มา: SET และประมาณโดยผู้เขียน

- Non-Tradable ได้รับผลกระทบจากวิกฤต ก่อนข้างรุนแรง ทำให้ฟื้นตัวช้า
- Tradable Sector ฟื้นตัวเร็วกว่า

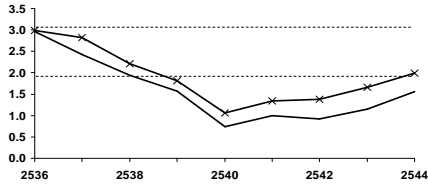
จาก Altman's Z-Score ภาคธุรกิจยังคงมีความอ่อนแอทางการเงิน

27

สัดส่วนทางการเงิน	น้ำหนัก
ROA	3.3
Sales / Assets	0.999
Equity / Debt	0.6
Working Cap / Assets	1.2
Retained Earning	1.4

Z > 2.99 → "Safe" Zone  
 1.8 < Z < 2.99 → Gray Zone  
 Z < 1.8 → Distress Zone

Altman's Z-Score



แหล่งที่มา: SET และประมาณโดยผู้เขียน

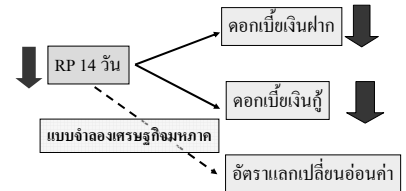
บทบาทของนโยบายการเงิน : Sensitivity Analysis

28

จุดประสงค์: ศึกษาผลกระทบของนโยบายการเงินต่อบุคคล และกำไรขาดทุนของภาคธุรกิจ

วิธีการ: Sensitivity Analysis ของผลกระทบแรกของการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายร้อยละ 1.0

ข้อมูลพื้นฐานหลัก



### ข้อสมมุติฐานอื่นๆ

29

- อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์
- อัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์ 6 เดือน
- สัดส่วนของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPLs) หรือสินทรัพย์ด้อยคุณภาพต่อสินเชื่อรวม
- สัดส่วนของสินเชื่อที่มีอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว
- สัดส่วนของพันธบัตรในประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว
- หนี้ที่เป็นสกุลเงินต่างประเทศ

ผลกระทบแรกของการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงร้อยละ 1

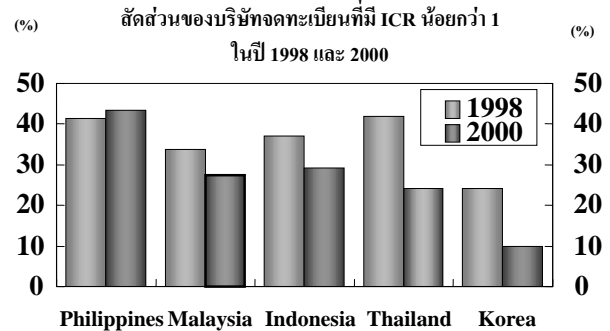
30



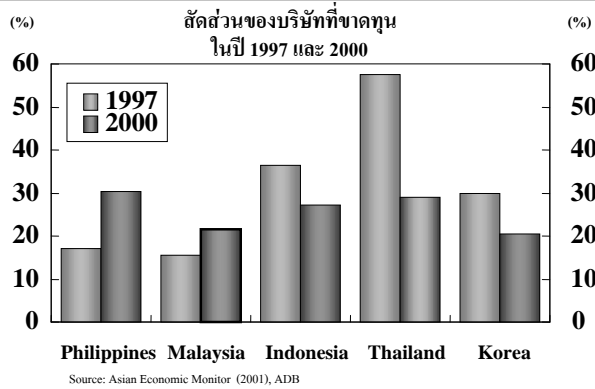
การดำเนินนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมีส่วนช่วยให้ภาคธุรกิจมีสภาพคล่องที่ดีขึ้น แต่คงจะช่วยให้ได้ระยะสั้น

3. ความสัมพันธ์ระหว่างสถานภาพทางการเงินของบริษัทกับการลงทุน

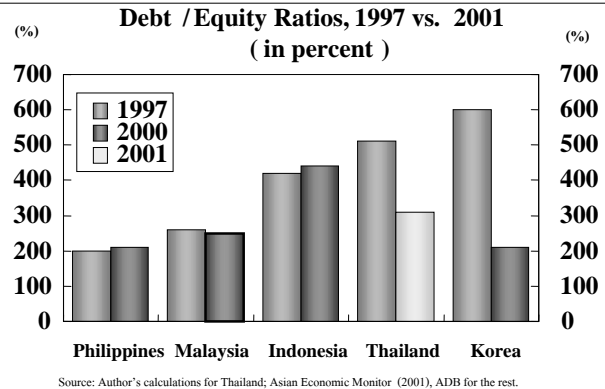
สภาพคล่องโดยรวมปรับตัวดีขึ้น แต่ยังคงมีบริษัทจำนวนมากไม่น้อยที่ประสบปัญหาขาดสภาพคล่อง



ในทำนองเดียวกัน การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจช่วยให้จำนวนบริษัทที่มีกำไรมีมากขึ้น แต่ยังคงมีบริษัทอีกส่วนหนึ่งที่ประสบปัญหาขาดทุนต่อเนื่อง



สัดส่วนหนี้สินต่อทุนลดลงอย่างเห็นได้ชัด แต่ยังคงอยู่ในระดับที่สูงเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ จึงมีความจำเป็นที่ภาคธุรกิจควรเร่งรัดการปรับปรุงโครงสร้างหนี้ต่อไป



สถานภาพทางการเงินของบริษัทกับการลงทุน

- **Traditional Models of Investment:** บทบาทของฐานะการเงินมีน้อย
  - Tobin's q: มูลค่าตามราคาตลาดของสินทรัพย์ / มูลค่าจัดหาใหม่ของสินทรัพย์
  - M&M: มีสมมติฐานว่า ตลาดการเงินมีความสมบูรณ์
    - การตัดสินใจเรื่องการลงทุนกับการเลือกแหล่งเงินทุนเป็นอิสระต่อกัน
- **Market Failure:**
  - Asymmetric information: การที่ผู้ให้กู้ไม่สามารถแยกแยะคุณภาพของผู้กู้เนื่องจากปัญหาด้านข้อมูล
  - Agency Cost: การที่เจ้าของ ผู้จัดการ และ ผู้ให้กู้ มีแรงจูงใจในการปฏิบัติหรือดำเนินธุรกิจที่แตกต่างกันหลังจากได้มีการกู้ยืมเงินทุนกันแล้ว

Implications:

- เงินทุนจากภายนอกจะมีราคาต้นทุนแพงกว่าเงินทุนภายใน
- โครงสร้างทางการเงินของบริษัทมีผลต่อการลงทุน
- ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อฐานะทางการเงินหรือมูลค่าหลักทรัพย์ที่ใช้ค้ำประกันได้ จะส่งผลกระทบต่อการลงทุน
- ปัญหาที่เกี่ยวกับ Asymmetric Information เหล่านี้ น่าจะมีความรุนแรงขึ้นในช่วงเศรษฐกิจถดถอย

วิธีการทดลอง:

ใช้สมการถดถอย Panel Data โดยวิธี Fixed Effects สำหรับจำนวน 187 บริษัทที่ไม่ได้เป็น Rehab ณ ปี 2001 และมีข้อมูลครบระหว่างปี 2537-2544

สมการที่ใช้ประมาณการ

$$\frac{I_{it}}{K_{it-1}} = \alpha + \beta_1 q_{it-1} + \beta_2 \left( \frac{C_{it-1}}{K_{it-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{LA_{it-1}}{K_{it-1}} \right) + \beta_4 \left( \frac{D_{it-1}}{K_{it-1}} \right) + \beta_5 \left( \frac{S_{it}}{K_{it-1}} \right)$$

- where: I = การลงทุน (Investment),  
 K = สติ๊กทุน (Capital Stock) ,  
 q = Tobin's 'q',  
 C = เงินสดหมุนเวียน (Cash Flows),  
 L = สินทรัพย์สภาพคล่องทางการเงิน (Liquid Assets),  
 D = หนี้สินคงเหลือ (Debt),  
 and S = ยอดขาย (Sales)

**ผลจากการศึกษาในภาพรวม**

Dependent Variable: Net Investment Rate (I)

Explanatory Variables	All Period (95-01) (1)	All Period (95-01) (2)	Pre-Crisis (95-96) (3)	Crisis (97-98) (4)	Post-Crisis (99-01) (5)
Tobin's q (t-1)	0.083*** (0.016)	0.07*** (0.011)	0.166*** (0.031)	0.072* (0.037)	0.108*** (0.025)
Cash Flow (t-1)	-0.024 (0.058)	-0.01 (0.038)	0.530 (0.393)	-0.105 (0.168)	0.001 (0.033)
Liquid Assets (t-1)	0.219*** (0.065)	0.201*** (0.066)	0.47*** (0.191)	0.402*** (0.18)	0.364*** (0.137)
Debt (t-1)	-0.195*** (0.032)	-0.178*** (0.033)	-0.014 (0.189)	-0.365*** (0.096)	-0.121*** (0.042)
Sales (t)	0.131*** (0.017)	0.134*** (0.017)	0.391*** (0.058)	0.187*** (0.064)	0.104*** (0.025)
Cap. Util (t)		0.0014*** (0.0006)			

(\*,\*\*,\*\*\* denotes 10, 5, and 1 percent significant level, respectively)

**ผลจากการศึกษาโดยแบ่งตามกลุ่ม**

**แบ่งกลุ่มตามสัดส่วนหนี้สินต่อทุน**

- บริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินต่อทุนสูงจะได้รับผลกระทบในเรื่องการลงทุนจากปัจจัยทางการเงินทั้งด้านภาระหนี้และสภาพคล่องมากกว่า

**แบ่งกลุ่มตามขนาด**

- บริษัทขนาดเล็กจะได้รับผลกระทบในเรื่องการลงทุนจากปัจจัยด้านสภาพคล่องมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ขณะที่ปัจจัยด้านภาระหนี้มีผลกระทบต่อการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญกับบริษัทขนาดใหญ่เท่านั้น

**แบ่งกลุ่มตาม Retention Rate**

- บริษัทที่จ่ายเงินปันผลน้อยกว่าจะได้รับผลกระทบในเรื่องการลงทุนจากปัจจัยทางการเงินทั้งด้านภาระหนี้และสภาพคล่องมากกว่า

ผลโดยรวมสนับสนุนแนวคิดที่ว่าฐานะทางการเงินของบริษัทที่มีผลกระทบต่อการลงทุนและขนาดของผลกระทบจะแตกต่างกันไปขึ้นอยู่กับลักษณะของบริษัทนั้นๆ

**นัยสำหรับบริษัทอื่นๆ**

- ภายใน SET: บริษัทที่อยู่ภายใต้การปรับโครงสร้าง (Rehab)
- ภายนอก SET: ส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่มีขนาดเล็ก มีความโปร่งใสในการดำเนินการน้อยกว่า ข้อมูลที่เปิดเผยมีคุณภาพต่ำกว่า และพึ่งพาสถาบันการเงินในการระดมทุนจากภายนอกมากกว่า

**นัยต่อนโยบายการเงิน**

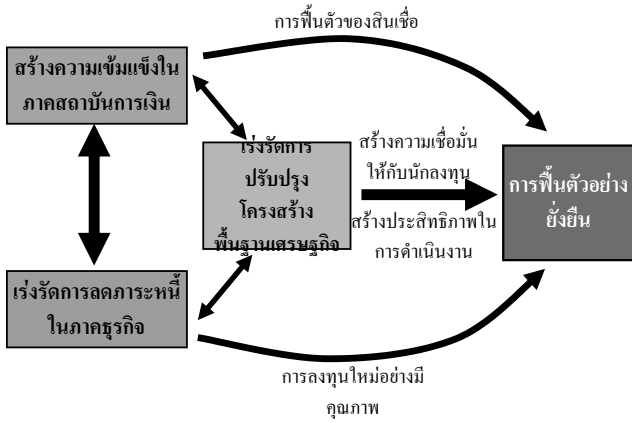
- พบหลักฐานของช่องทาง “งบดุล” ต่อการส่งผ่านนโยบายการเงิน
- ผลกระทบของนโยบายการเงินต่อบริษัทต่างๆ ไม่เท่าเทียมกัน
- แม้จะมีหลายปัจจัยที่มีผลต่อการลงทุน เราพบว่า ฐานะการเงินของบริษัทที่อ่อนแอเป็นอุปสรรคต่อการลงทุน ดังนั้น การเร่งรัดลดภาระหนี้ของภาคธุรกิจจึงมีความสำคัญต่อการฟื้นตัวของการลงทุนในช่วงต่อไป

**4. ข้อเสนอแนะแนวนโยบาย**

**ข้อเสนอแนะแนวนโยบาย**

- เร่งรัดการปรับปรุงโครงสร้างหนี้และการปรับปรุงโครงสร้างธุรกิจอย่างมีคุณภาพ
- ส่งเสริมบรรษัทภิบาล
- เร่งพัฒนาตลาดทุนในรูปแบบต่างๆ เพื่อเป็นทางเลือกในการระดมทุน
- ปรับปรุงกรอบการแข่งขันของธุรกิจเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการดำเนินงาน

การแก้ไขปัญหาของภาคธุรกิจจะต้องทำในลักษณะองค์รวม <sup>43</sup>



“In the end, *the public determines the desirable sequencing of policy change*. A decision to realize the efficient reallocation of resources all at once will be associated with significant pain but at the same time, it could pave a way for faster recovery later. To the contrary, *a decision to realize reallocation in a gradual manner* could avoid a sharp downturn, *but it could delay a sustainable recovery*.”

It is hard to say which approach is appropriate a priori. Having said that...the fact that the economy has recorded a low growth for 10 years or so, *the shortcomings of the gradual approach are becoming more evident*.”

Yutaka Yamaguchi  
Deputy Governor of the Bank of Japan