

สถานการณ์ตลาดหุ้นกู้ไทย และแนวโน้มในอนาคต

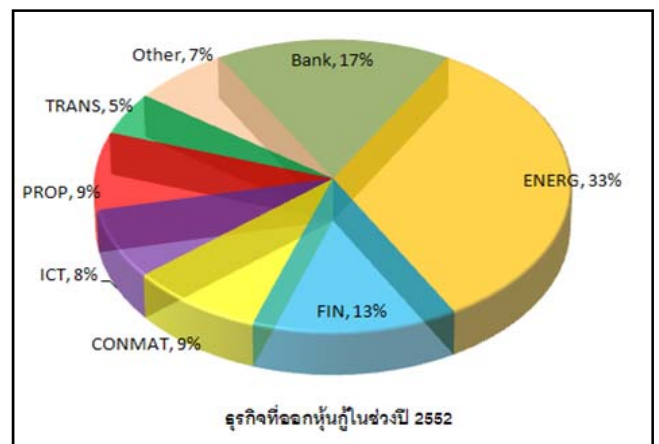
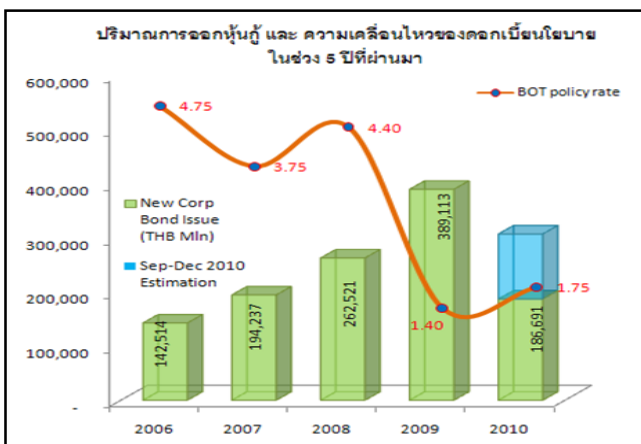
สุชาติ ธนจิติพันธ์

ฝ่ายวิจัยและพัฒนา สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

ในช่วงปี 2552 ที่ผ่านมามีแนวโน้มที่จะเป็นปีทองของตลาดหุ้นกู้ (Corporate Bond Market) ไทยก็ว่าได้ครับ เนื่องจากมีหุ้นกู้ออกใหม่รวมมูลค่ากว่า 390,000 ล้านบาท โดยสาเหตุหลักคงหนีไม่พ้นเรื่องของอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่อยู่ในระดับต่ำเป็นประวัติการณ์ ส่งผลให้ภาคเอกชนหันมาออกหุ้นกู้กันมากขึ้น เนื่องจากเป็นช่องทางการระดมทุนที่มีต้นทุนทางการเงิน (Cost of Capital) ต่ำที่สุด เมื่อเปรียบเทียบกับทางเลือกอื่นที่มีอยู่ เช่นการกู้เงินจากธนาคารพาณิชย์ หรือการออกหุ้นสามัญใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครับ

ทั้งนี้ปริมาณการออกหุ้นกู้ที่คึกคักมากขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ส่วนหนึ่งต้องถือเป็นผลพลอยได้จากวิกฤติการณ์ทางการเงินของโลกที่เกิดขึ้นในช่วงปี 2551 โดยเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในช่วงเวลานั้นมีผลทำให้ประเทศต่างๆทั่วโลกทยอยปรับลดอัตราดอกเบี้ยของตนเองเพื่อกระตุ้นไม่ให้ระบบเศรษฐกิจต้องตกอยู่ในภาวะถดถอย รวมถึงธนาคารแห่งประเทศไทยด้วยเช่นกันครับ ที่ได้รับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (R/P 1 วัน) ลงไปอยู่ที่ระดับประมาณ 1.40%** ต่อปี (ปี 2552) จากที่เคยอยู่ ณ ระดับประมาณ 4.40%** ต่อปี (ปี 2551) ซึ่งการปรับลดลงของอัตราดอกเบี้ยในช่วงที่ผ่านมา นอกจากจะช่วยปรับระดับประกอบระบบเศรษฐกิจของไทยแล้ว ในอีกด้านหนึ่งยังช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายทั้งภาคครัวเรือน และภาคเอกชนให้ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น จนส่งผลทำให้ปริมาณของหุ้นกู้ออกใหม่มีค่าเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วยครับ

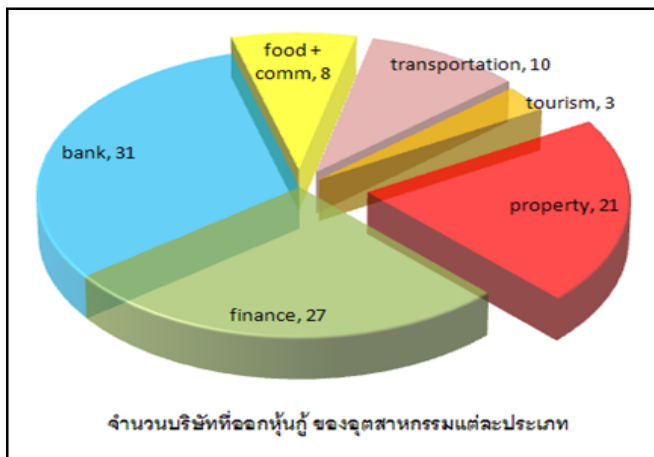
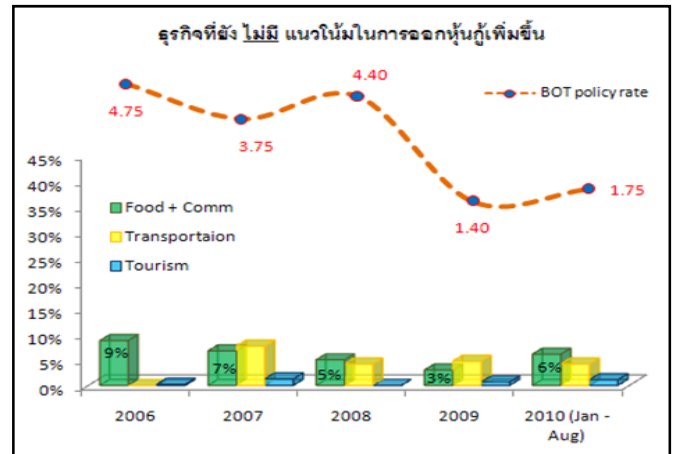
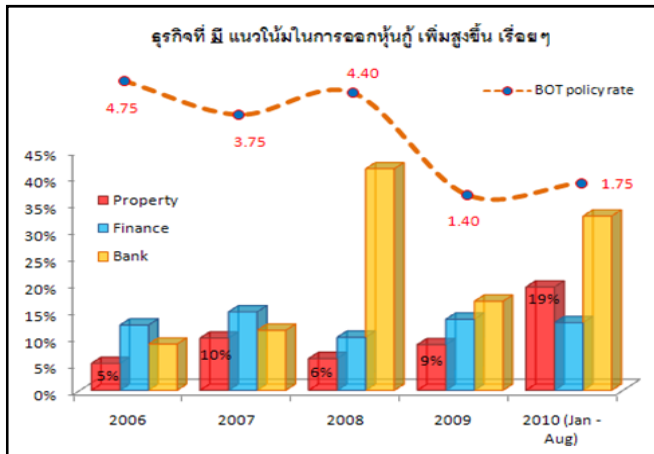
และเมื่อเราพิจารณาตัวเลขของหุ้นกู้ที่ออกใหม่ในช่วงปี 2552 จะพบว่ามูลค่าสูงขึ้นจากปี 2551 กว่า 48% หรือคิดเป็นมูลค่าประมาณ 130,000 ล้านบาทเลยทีเดียวครับ ซึ่งตัวเลขดังกล่าวได้สะท้อนให้เราเห็นภาพของระบบเศรษฐกิจไทยอย่างชัดเจนมากขึ้นใน 2 ด้านด้วยกัน โดยใน ด้านแรกเราจะพบว่าภาคเอกชนไทยเริ่มปรับตัวและมองหาแหล่งเงินทุนใหม่ๆเพื่อใช้ในการดำเนินงาน ประกอบกับมีความรู้ความเข้าใจในตลาดตราสารหนี้มากขึ้นกว่าเดิม การปรับลดลงกว่า 3% ของอัตราดอกเบี้ยนโยบายจึงถือเป็นจังหวะที่ดีให้ภาคเอกชนหันมาออกหุ้นกู้กันเป็นจำนวนมาก ส่วนในอีกด้านหนึ่งนั้น ปริมาณการออกหุ้นกู้ในช่วงปี 2552 ยังช่วยทำให้เรามองเห็นภาพการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยได้ดียิ่งขึ้นอีกด้วย เนื่องจากเราจะพบว่าโดยส่วนใหญ่แล้วหรือประมาณ 33% ของหุ้นกู้ที่ออกใหม่ทั้งหมด เป็นหุ้นกู้ของธุรกิจในกลุ่มพลังงาน (Energy) ในขณะที่อีกประมาณ 13% และ 9% เป็นหุ้นกู้ของธุรกิจในกลุ่มการเงิน (Finance) และอสังหาริมทรัพย์ (Property) ตามลำดับ ซึ่งโดยทั่วไปแล้วการขยายการลงทุนที่มากขึ้นของผู้ประกอบการในธุรกิจทั้ง 3 กลุ่มข้างต้น ถือเป็นสัญญาณอย่างหนึ่งที่ช่วยชี้ให้เห็นว่าระบบเศรษฐกิจกำลังเริ่มที่จะฟื้นตัวดีขึ้นนั่นเองครับ



แต่ในขณะเดียวกัน ถ้าหากเราพิจารณาเจาะลึกถึงประเภทของธุรกิจที่ทำการออกหุ้นกู้ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา เรากลับได้ข้อมูลที่น่าสนใจว่า ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยปรับตัวลดลงนั้นได้ส่งผลทำให้ธุรกิจบางประเภท (เช่นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์, การเงิน, การธนาคาร) หันมาระดมทุนด้วยการ

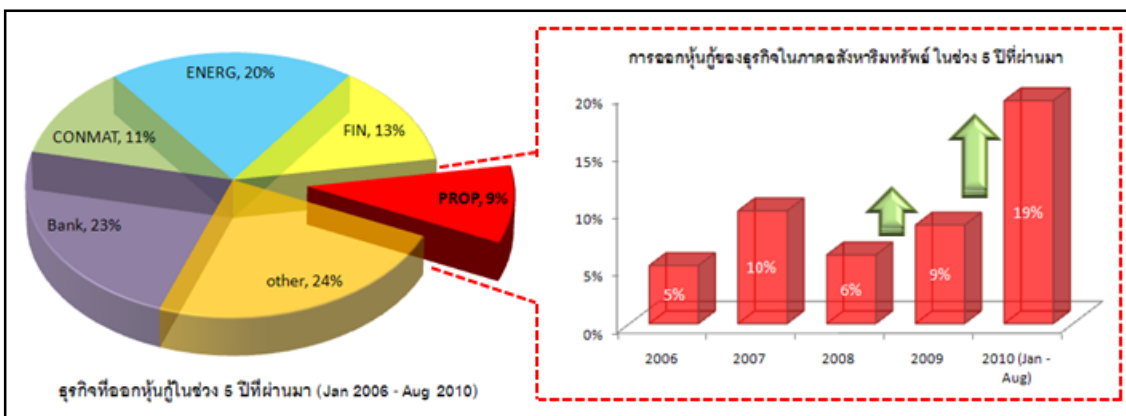
** ตัวเลขเฉลี่ย (Average) ทั้งปี

ออกหุ้นกู้มากขึ้น แต่ในขณะเดียวกันกลับพบว่า มีธุรกิจอีกหลายประเภท (เช่นธุรกิจค้าปลีกและอาหาร, ขนส่ง, ท่องเที่ยว) ที่ยังคงระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้เป็นจำนวนน้อยอยู่เช่นเดิม โดยไม่ขึ้นอยู่กับสถานการณ์ของอัตราดอกเบี้ยในตลาดแต่อย่างใด



ซึ่งสถานการณ์ที่เกิดขึ้นนี้ **ส่วนหนึ่ง**เป็นผลมาจากการที่จำนวนของบริษัทในธุรกิจแต่ละประเภท (ที่เข้ามาระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ไทย) มีจำนวนไม่เท่ากันนั่นเอง ปริมาณการออกหุ้นกู้ของธุรกิจแต่ละประเภทจึงไม่เท่ากันตามไปด้วย ยกตัวอย่างเช่นปริมาณการออกหุ้นกู้ของธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการเงินการธนาคาร (Bank & Finance) มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆ เนื่องจากในปัจจุบัน บริษัทเหล่านี้มีความรู้ความเข้าใจต่อการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้เป็นอย่างดี โดยจะเห็นได้จากจำนวนของบริษัทในกลุ่มนี้ที่เข้ามาระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้รวมกันกว่า 58 บริษัท ตรงข้ามกับบริษัทที่อยู่ในธุรกิจประเภทค้าปลีก ขนส่ง และการท่องเที่ยว (Commercial, Transportation, Tourism) ที่

เข้ามามีส่วนร่วมกับการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้รวมกันเพียง 21 บริษัท ดังนั้นถ้าหากเราสามารถสร้างความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ให้กับธุรกิจต่างๆเหล่านี้ได้มากขึ้น ก็น่าจะส่งผลทำให้ปริมาณการออกหุ้นกู้โดยรวมในช่วงปีถัดๆไป ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นกว่าที่เคยเป็นครับ

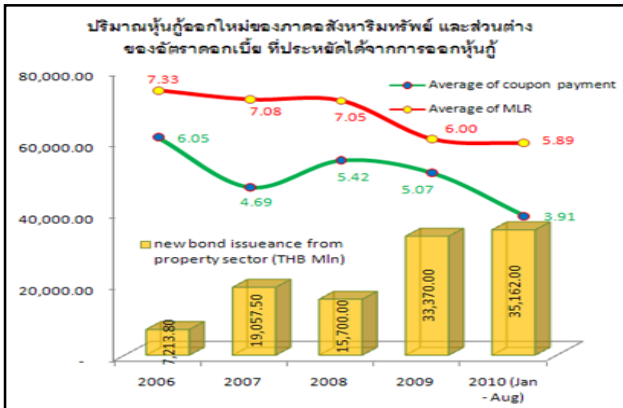


และนอกจากนั้นแล้ว สถานการณ์ของตลาดหุ้นกู้ไทยในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา ยังให้ข้อมูลเพิ่มเติมที่น่าสนใจอีกด้วยว่า ธุรกิจ**ภาคอสังหาริมทรัพย์ (Property)** ที่ถึงแม้จะมีจำนวนของบริษัทไม่

มากนัก (ประมาณ 21 บริษัท) แต่สัดส่วนของการออกหุ้นกู้ใหม่ในแต่ละปีกลับเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วง 8 เดือนแรกของปี 2553 นี้ ธุรกิจภาคอสังหาริมทรัพย์ทำการระดมทุนโดยการออกหุ้นกู้ไปแล้วกว่า 35,000 ล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 19% ของมูลค่าการออกหุ้นกู้ทั้งหมดที่เกิดขึ้นในปีนี้ โดยสาเหตุของการเร่งออกหุ้นกู้ในปริมาณที่สูงขึ้นในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมาของธุรกิจภาคอสังหาริมทรัพย์ อาจเป็นผลสืบเนื่องมาจากสาเหตุต่างๆเหล่านี้คือ

➢ **มาตรการลดภาษีอสังหาริมทรัพย์ของภาครัฐ** ที่เกิดขึ้นในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา (2551 – 2553) มีผลทำให้ประชาชนเร่งตัดสินใจซื้ออสังหาริมทรัพย์มากขึ้น ดังนั้นผู้ประกอบการแต่ละรายจึงต้องเร่งระดมทุนและนำมาใช้ในการก่อสร้างเพื่อให้เสร็จทันก่อนที่มาตรการดังกล่าวจะหมดอายุลงไป สถานการณ์ที่เกิดขึ้นนี้ช่วยทำให้เราเห็นภาพที่ชัดเจนว่า นโยบายต่างๆ ที่ออกโดยภาครัฐถือเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการออกหุ้นกู้ในตลาดตราสารหนี้ ไม่น้อยไปกว่าปัจจัยอื่นๆ ทางเศรษฐกิจครับ

➢ **อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำ** จึงมีผลทำให้ต้นทุนจากการระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้ที่อยู่ในระดับที่ต่ำตามไปด้วย ซึ่งเมื่อเปรียบ



เทียบกับต้นทุนที่ธุรกิจต้องเสียไปเมื่อเลือกใช้เงินทุนจากแหล่งอื่น เช่น การกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์แล้ว จะพบว่า การออกหุ้นกู้สามารถช่วยลดต้นทุนของเงินทุนลงไปได้ถึง 1 – 3% และนอกจากนี้แล้วการที่ดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ ยังมีผลช่วยทำให้ประชาชนตัดสินใจที่จะซื้อที่อยู่อาศัยหรือตัดสินใจที่จะเป็นหนี้ได้ง่ายขึ้นอีกด้วยครับ ซึ่งสอดคล้องกับตัวเลขดัชนีความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยของไทย (Housing Demand Index) โดยตัวเลขประจำเดือนกรกฎาคมที่ผ่านมาได้รับเพิ่มขึ้นจนอยู่ในระดับสูงที่สุดในรอบ 39 เดือน สะท้อนให้เห็นถึงความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และจากตัวเลขดังกล่าวทำให้เราคาดว่า

ในช่วงระยะเวลาที่เหลืออีก 4 เดือนของปี 2553 นี้ การระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ของธุรกิจภาคอสังหาริมทรัพย์ จะยังคงเติบโตและมีมูลค่าอยู่ในระดับที่สูงอยู่เช่นเดิมครับ

และจากสถานการณ์ทั้งหมดที่เกิดขึ้นกับตลาดหุ้นกู้ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ทำให้เราสามารถวิเคราะห์แนวโน้มของตลาดหุ้นกู้ไทยในอนาคตได้โดยวิเคราะห์แยกตามเหตุการณ์ต่างๆ ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นดังนี้

ทิศทางของดอกเบี้ยในช่วงขาขึ้น จะส่งผลทำให้ปริมาณการออกหุ้นกู้ของภาคธุรกิจที่ยังไม่มีความจำเป็นต้องจัดหาเงินทุนเพิ่มเติมในช่วงนี้ปรับตัวลดลงตามไปด้วย เนื่องจากต้นทุนของการออกหุ้นกู้ (ดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายให้กับนักลงทุน) ไม่ได้อยู่ในระดับที่ต่ำอีกต่อไป แต่อย่างไรก็ตามสำหรับภาคธุรกิจที่จำเป็นต้องขยายการลงทุนมากขึ้นตามภาวะเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น การระดมทุนด้วยการออกหุ้นกัวยังถือเป็นทางเลือกที่มีต้นทุนในการจัดหาเงินต่ำกว่าทางเลือกอื่นๆ อยู่เช่นเดิม ดังนั้นปริมาณการออกหุ้นกู้ของภาคธุรกิจเหล่านี้ น่าจะอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับปริมาณที่เคยออกในช่วงที่ผ่านมาครับ

มาตรการต่างๆ ของภาครัฐ อาจส่งผลทำให้มูลค่าการออกหุ้นกู้เพิ่มขึ้นหรือลดลงได้ด้วยเช่นกัน ยกตัวอย่างเช่น มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่เน้นไปในการสร้างสาธารณูปโภคใหม่ๆ (เช่น การสร้างรถไฟฟ้า, ระบบขนส่งมวลชน) จะมีผลทำให้ภาคธุรกิจที่เกี่ยวข้องต้องระดมเงินทุนเพื่อใช้ในการดำเนินงานเพิ่มมากขึ้น ซึ่งสุดท้ายแล้วปริมาณการออกหุ้นกู้ใหม่ๆ ก็จะมีเพิ่มสูงขึ้นตามไปด้วย แต่ในทางกลับกันการหมดอายุลงของมาตรการบางอย่าง เช่น มาตรการลดภาษีอสังหาริมทรัพย์ จะมีผลทำให้ปริมาณการออกหุ้นกู้ของธุรกิจในกลุ่มนี้อยู่ในระดับที่ลดน้อยลงจากเดิม

การสร้างความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ จะมีผลทำให้ปริมาณการออกหุ้นกู้เพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากในช่วงที่ผ่านมา มีบริษัทเอกชนเพียงจำนวนหนึ่งเท่านั้นที่ใช้ตลาดตราสารหนี้เป็นช่องทางในการระดมทุน ในขณะที่บริษัทเอกชนส่วนใหญ่ในประเทศยังคงไม่คุ้นเคยและขาดความเข้าใจในช่องทางดังกล่าว

ซึ่งในที่สุดแล้ว เรายังคงคาดว่าแนวโน้มของตลาดหุ้นกู้ไทยในช่วง 1 – 2 ปีต่อจากนี้ จะปรับตัวคึกคักต่อเนื่องจากช่วงที่ผ่านมา และถึงแม้ว่าทิศทางของอัตราดอกเบี้ยในประเทศมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น แต่ความต้องการใช้เงินทุนของภาคเอกชนก็ยังคงเพิ่มสูงขึ้นตามการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจด้วยเช่นกัน ประกอบกับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐที่ทยอยออกมาอย่างต่อเนื่อง รวมไปถึงการสร้างความรู้ความเข้าใจให้กับธุรกิจที่มีศักยภาพในการระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้ ซึ่งทั้งหมดนี้จะส่งผลทำให้ตลาดหุ้นกู้ไทยมีแนวโน้มที่จะเติบโตได้อย่างต่อเนื่องครับ