

## ปัญหาความเชื่อมั่นในตลาดตราสารหนี้ของประเทศไทย

ในปี 2567 ผู้เขียนเชื่อว่า คนที่ติดตามข่าวสารในวงการธุรกิจมักจะได้ยินข่าวเกี่ยวกับปัญหาการผิดชำระหนี้ของหุ้นกู้ของบริษัทหลายแห่ง ทางผู้เขียนจึงอยากหยิบยกสถานการณ์ดังกล่าวมาบอกเล่า และอธิบายถึงสาเหตุของปัญหาดังกล่าว เพื่อแลกเปลี่ยนมุมมองและสร้างความเข้าใจให้แก่นักลงทุนหลายท่านที่อาจรู้สึกไม่สบายใจกับการลงทุนของตัวเอง

ก่อนที่จะพูดถึงเรื่องราวของปัญหาการผิดชำระหนี้และความกังวลของนักลงทุนในตลาดหุ้นกู้ ผู้เขียนขอเริ่มจากการอธิบายเกี่ยวกับโครงสร้างทางการเงินของบริษัท เพื่อให้ผู้อ่านทุกท่านเห็นภาพรวมได้ง่ายขึ้น โดยปกติแล้ว แหล่งเงินทุนของบริษัทจะมาจาก 2 แหล่งหลัก คือ 1) การขายสิทธิการเป็นเจ้าของหรือหุ้นของบริษัทให้แก่บุคคลภายนอก (Equity) ซึ่งในบทความนี้ ผู้เขียนจะกล่าวถึงเฉพาะหุ้นสามัญ (Common Stock) เท่านั้น เพื่อให้ง่ายต่อการเข้าใจ และ 2) การกู้ยืม (Debts) ซึ่งอาจเป็นการกู้ยืมจากสถาบันการเงินที่ทุกคนท่านคุ้นเคยกันเป็นอย่างดี หรือเป็นการกู้ยืมจากตัวบุคคล เช่น การเสนอขายหุ้นกู้ให้แก่ประชาชน ซึ่งเป็นที่มาของคำว่า หุ้นกู้ ที่เรารู้จักกันนั่นเอง

ความแตกต่างสำคัญระหว่างหุ้นและหุ้นกู้ คือ การจ่ายผลตอบแทนให้แก่นักลงทุน โดยบริษัทจะมีหน้าที่และภาระผูกพัน (Obligation) ที่ต้องจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ในอัตราที่ตกลงกันไว้ ไม่สามารถผิดสัญญาได้ ไม่ว่าสถานการณ์ของบริษัทจะเป็นอย่างไร บริษัทมีหน้าที่จะต้องหาเงินมาจ่ายดอกเบี้ยให้แก่เจ้าของเงินทุนที่กู้ยืมมา ในขณะที่การจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นที่มักจะอยู่ในรูปแบบเงินปันผลตามจำนวนหุ้นที่เจ้าของเงินทุนถือสิทธินั้น ทางบริษัทไม่มีภาระผูกพันใดๆ ที่จะต้องจ่ายผลตอบแทนดังกล่าว กล่าวคือ หากสถานการณ์ทางธุรกิจของบริษัทไม่ค่อยดีนัก เช่น บริษัทมีกำไรสุทธิที่ต่ำหรือประสบผลขาดทุน บริษัทสามารถเลือกที่จะไม่จ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้โดยไม่ละเมิดสัญญาที่ตกลงกันไว้และไม่มีความผิดใดๆ ทางกฎหมาย ต่างจากการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นกู้ ซึ่งหากมีการผิดชำระหนี้ขึ้น ไม่ว่าจะเป็นการจ่ายดอกเบี้ยหรือการคืนเงินต้นที่กู้ยืมมา ทางบริษัทจะต้องรับผิดชอบต่อทางกฎหมายที่จะเกิดขึ้นตามมา ดังนั้น หากพิจารณาในด้านอัตราผลตอบแทนแล้ว อัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ควรอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น เนื่องจากบริษัทจะต้องจัดสรรรายรับที่ได้มาให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ก่อนที่จะจัดสรรให้แก่ผู้ถือหุ้นตามภาระผูกพันตามโครงสร้างทางการเงินของบริษัท

ประเด็นพิจารณาสำคัญของบริษัท คือ หากหุ้นกู้มีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่า แต่มาพร้อมกับภาระผูกพันที่ต้องจ่ายดอกเบี้ยเป็นประจำตามรอบที่กำหนดไว้ ในขณะที่หุ้นมีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่า แต่มีข้อดีในด้านความยืดหยุ่นในการจ่ายผลตอบแทนที่ขึ้นอยู่กับผลประกอบการของบริษัท บริษัทจึงต้องหาจุดสมดุลระหว่างสัดส่วนการกู้ยืมเงินและการระดมทุนจากนักลงทุนอย่างไรที่จะทำให้โครงสร้างทางการเงินของบริษัทมีประสิทธิภาพสูงสุด กล่าวคือ มีต้นทุนทางการเงินที่ไม่สูงจนเกินไป

และมีระดับความเสี่ยงที่เหมาะสม ยกตัวอย่างเช่น บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) ที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E Ratio) อยู่ที่ 1.6 เท่า หรือบริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน อยู่ที่ 7.4 เท่า เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่เหล่านี้มีข้อได้เปรียบในด้านความน่าเชื่อถือและจะได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ที่สูง จึงทำให้สามารถออกหุ้นกู้ในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าบริษัททั่วไป ส่งผลทำให้ต้นทุนทางการเงินจากการออกหุ้นกู้ที่อยู่ในระดับต่ำและกลายเป็นทางเลือกที่น่าสนใจมากกว่าการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

ในทางกลับกัน ประเด็นสำคัญในมุมมองของนักลงทุน คือ การเลือกลงทุนในสินทรัพย์ประเภทใดระหว่างหุ้นและหุ้นกู้ที่มีข้อดีและข้อเสียแตกต่างกันไป หากพิจารณาถึงระดับความเสี่ยงแล้ว หุ้นกู้ อาจจะมีจุดเด่นในด้านผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) ที่แน่นอนมากกว่า จากการได้สิทธิในการได้รับผลตอบแทน (ดอกเบี้ย) ก่อนกลุ่มผู้ถือหุ้นที่ต้องรอส่วนแบ่งเงินปันผลจากกำไรสุทธิของบริษัท และมีกำหนดการชำระคืนเงินต้นเต็มมูลค่าตามสัญญาที่ตกลงกันไว้ ซึ่งปัจจุบัน อัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้ของบริษัทขนาดใหญ่ที่มีความมั่นคงสูง เช่น ปตท. อยู่ที่ประมาณ 3-4% ต่อปี แต่ข้อเสียที่น่ากังวลมากที่สุดสำหรับผู้สนใจลงทุนในหุ้นกู้ คือ ในกรณีที่เกิดการผิดชำระหนี้ขึ้น (Default) อัตราการได้รับชำระคืนเงินต้นรวมถึงอัตราดอกเบี้ยมักจะเป็นศูนย์ กล่าวคือ ไม่ได้รับอะไรตอบแทนกลับมาเลย ต่างจากการลงทุนในหุ้นที่ผู้ลงทุนอาจยังสามารถขายหุ้นในตลาดรองและได้รับเงินบางส่วนกลับมาบ้าง

ทางผู้อ่านหลายท่านอาจเริ่มกังวลว่า หุ้นกู้เป็นทางเลือกการลงทุนที่หนักแล้ว และมีโอกาสที่จะสูญเสียเงินต้นทั้งหมดไปทันที แต่หากอ้างอิงถึงตัวเลขทางสถิติความน่าจะเป็นที่หุ้นกู้จะผิดชำระหนี้ภายใน 12 เดือนถัดไป (12-month Probability of Default) ของสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย ณ เดือนมิถุนายน 2567 แล้ว หุ้นกู้ระดับลงทุน (Investment Grade) ที่มีระดับความน่าเชื่อถือต่ำที่สุด (BBB-) ที่ทางหน่วยงานกำกับดูแลอนุญาตให้นักลงทุนทั่วไปสามารถลงทุนได้โดยไม่มีข้อจำกัด จะมีอัตราความน่าจะเป็นที่จะเกิดการผิดชำระหนี้เพียง 1.26% เท่านั้น ในขณะที่หุ้นกู้ที่มีระดับความน่าเชื่อถือสูงที่สุด (AAA) มีอัตราความน่าจะเป็นที่จะเกิดการผิดชำระหนี้ที่ 0.01% ซึ่งเทียบเท่ากับความน่าจะเป็นในการถูกรางวัลที่ 5 ของสลากกินแบ่งรัฐบาลในแต่ละงวด (ถูกรางวัล 100 หมายเลข จากทั้งหมด 1,000,000 เลข)

นอกจากนี้ ในกรณีที่บริษัทที่ออกหุ้นกู้ไม่สามารถชำระหนี้ได้ โดยส่วนใหญ่แล้ว ทางผู้ถือหุ้นกู้ มักมีการพูดคุยเพื่อหาทางออกร่วมกันผ่านการปรับโครงสร้างหนี้ ซึ่งอาจมีการขอผ่อนผันเลื่อนและขยายระยะเวลาชำระหนี้ออกไปและปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงบางส่วนตามความสามารถและสถานการณ์ของบริษัท ยกตัวอย่างเหตุการณ์ที่เพิ่งเกิดขึ้นเมื่อไม่นานมานี้ เช่น ที่ประชุมผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท พลังงานบริสุทธิ์ จำกัด (มหาชน) ที่มีมติอนุมัติการผ่อนผันให้ขยายวันครบกำหนดไถ่ถอนหุ้นกู้ออกไปประมาณ 1 ปี เป็นต้น แต่หากการเจรจาปรับโครงสร้างหนี้ไม่สำเร็จ กลุ่มผู้ถือหุ้นกู้ยังมีคงสิทธิในการได้รับเงินคืนก่อนกลุ่มผู้ถือหุ้นภายหลังจากการยึดทรัพย์และนำมาขายทอดตลาด โดยสถิติจากสมาคมตลาด

ตราสารหนี้ไทยระบุว่า กลุ่มผู้ถือหุ้นกู้ที่มีหลักประกันมักจะได้รับเงินต้นคืนประมาณ 60% และกลุ่มผู้ถือหุ้นกู้ที่ไม่มีหลักประกันจะได้รับเงินต้นคืนประมาณ 50%

อีกหนึ่งประเด็นสำคัญที่นักลงทุนบางกลุ่มยังคงเข้าใจผิด คือ การที่บริษัทมีผลประกอบการขาดทุนจะส่งผลให้เกิดการผิดชำระหนี้ขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ซึ่งในความเป็นจริงแล้ว การบริษัทมีผลประกอบการขาดทุนย่อมส่งผลต่อความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทอย่างแน่นอน แต่ไม่ได้แปลว่าบริษัทจะไม่สามารถชำระหนี้ได้เสมอไป โดยตัวเลขทางการเงินที่สำคัญและมีผลโดยตรงต่อความสามารถในการชำระหนี้ คือ กระแสเงินสดสุทธิของบริษัท เนื่องจากค่าใช้จ่ายบางรายการของบริษัท เช่น ค่าเสื่อมราคา (Depreciation) และค่าตัดจำหน่าย (Amortization) ที่มีปรากฏอยู่ในงบกำไรขาดทุนของบริษัทถือเป็นรายการที่ไม่ใช่เงินสด (Non-cash items) ดังนั้น บริษัทที่มีผลประกอบการขาดทุนอาจยังคงมีเงินสดที่เพียงพอสำหรับการชำระหนี้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ได้ และนักลงทุนไม่ควรตื่นตระหนกเกินไป หากบริษัทที่ตนเองมีหุ้นอยู่มีผลประกอบการขาดทุน และควรพิจารณาถึงกระแสเงินสดของบริษัท รวมถึงสถานการณ์ต่างๆ ทั้งภายในและภายนอกของบริษัท เพื่อประกอบการพิจารณาตัดสินใจอย่างรอบคอบ

อย่างไรก็ดี หนึ่งในประเด็นที่สำคัญที่สุดของการลงทุน คือ ความน่าเชื่อถือ ความโปร่งใส และการเปิดเผยข้อมูลจากบริษัทให้แก่นักลงทุนภายนอก ทั้งในส่วนของข้อมูลทางการเงินและข้อมูลที่ไม่ใช่การเงิน (Non-financial performance) หากหน่วยงานกำกับดูแล ผู้สอบบัญชี และภาคส่วนที่เกี่ยวข้องไม่สามารถบังคับใช้กฎหมายและมีการตรวจสอบที่รัดกุมเพียงพอเกี่ยวกับคุณภาพของข้อมูลต่างๆ ที่เปิดเผยโดยบริษัทแล้ว ความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อสภาพตลาดย่อมลดน้อยถอยลง และเกิดปัญหาหลายด้านตามมา โดยเฉพาะการชะลอการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยที่ส่งผลโดยตรงต่อสภาพคล่องในตลาดทุนและทำให้บริษัทที่ดีและน่าเชื่อถือหลายแห่งไม่สามารถระดมเงินทุนเพื่อนำไปชำระหนี้ของหุ้นกู้เดิมได้ (Roll Over) รวมถึงยังเพิ่มต้นทุนทางการเงินให้แก่บริษัทโดยไม่จำเป็นจากความไม่มั่นใจในสภาพตลาดโดยรวมอีกด้วย ซึ่งล้วนส่งผลเสียต่อสภาพเศรษฐกิจของประเทศ โดยสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทยได้เปิดเผยข้อมูลว่า ยอดขายหุ้นกู้ใหม่ในช่วง 8 เดือนแรกของปี 2567 มีมูลค่าลดลงโดยรวมถึง 12% ดังนั้น หน่วยงานกำกับดูแลจึงควรมีการยกระดับการตรวจสอบและบังคับใช้กฎหมายอย่างเข้มงวดเพื่อรักษาความมั่นคงของตลาดและส่งเสริมการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศในระยะยาว