

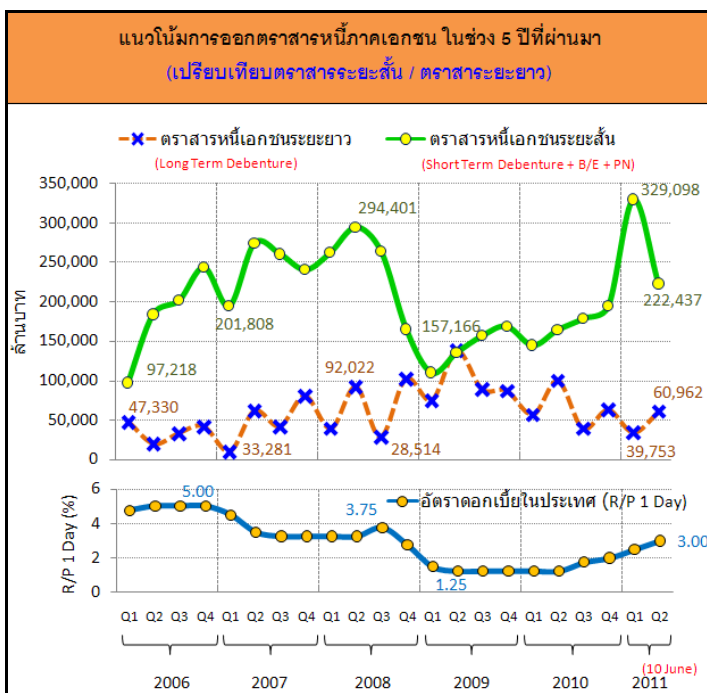
## ตั๋วแลกเงิน (Bill of Exchange: B/E) ระยะสั้น Trend ใหม่ของการออกตราสารหนี้ในยุคปัจจุบัน

สุชาติ ธนวิดิพันธ์

ฝ่ายวิจัยและพัฒนา, สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

ต้องยอมรับว่าในช่วงหลายปีที่ผ่านมา การระดมทุนของภาคเอกชนด้วยการออกตราสารหนี้ เริ่มกลายมาเป็นที่นิยมและมีความคึกคักเพิ่มมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ภาคเอกชนหลายแห่งเริ่มมีความรู้ความเข้าใจ และทราบถึงประโยชน์ที่จะได้รับจากการระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้ ซึ่งนอกจากจะมีต้นทุนของการจัดหาเงิน (Cost of Capital) ในระดับที่ค่อนข้างต่ำแล้ว ในปัจจุบัน การออกตราสารหนี้ยังสามารถทำได้ง่ายและมีความคล่องตัวไม่น้อยไปกว่าการระดมทุนในทางเลือกรูปแบบอื่น ๆ เช่น การกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ หรือการออกหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

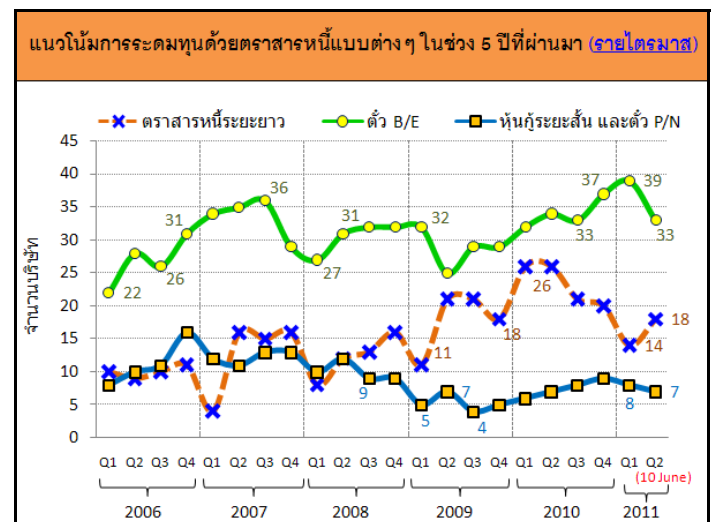
ทั้งนี้การระดมทุนผ่านตราสารหนี้ของภาคเอกชนในปัจจุบัน สามารถแบ่งออกเป็น 2 รูปแบบใหญ่ๆ คือ การออก**ตราสารหนี้ระยะยาว** (Long-term Corporate Bond) หรือตราสารที่มีอายุคงเหลือมากกว่า 270 วัน (หรือที่เรามักจะเรียกกันในอีกชื่อหนึ่งว่า “หุ้นกู้” ครับ) และการออก**ตราสารหนี้ระยะสั้น** (Short-term Corporate Bond, Commercial Paper: CP) หรือตราสารที่มีอายุคงเหลือน้อยกว่า 270 วัน โดยที่ตราสารระยะสั้น ยังสามารถแบ่งย่อยออกเป็นอีก 3 ประเภทด้วยกันคือ หุ้นกู้ระยะสั้น (Short-Term Debenture), ตั๋วแลกเงิน (Bill of Exchange: B/E) และตั๋วสัญญาใช้เงิน (Permission Note: P/N)



อย่างไรก็ตาม ถึงแม้ยอดรวมของการระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้ภาคเอกชน (ทั้งระยะสั้น - ระยะยาว) จะปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องจากที่เคยมีมูลค่าเพียง 1.5% ของ GDP ในปี 2543 กระทั่งปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นมาอยู่ที่ประมาณ 10% ของ GDP ในปีที่ผ่านมา แต่หากพิจารณาแยกกันระหว่างตราสารระยะสั้น และตราสารระยะยาวแล้ว เรากลับพบสถิติที่น่าสนใจว่า ยอดการระดมทุนผ่านตราสารหนี้ใน 2 รูปแบบนี้จะเคลื่อนไหวสวนทางกันอยู่เสมอ โดยในช่วงใดก็ตามที่มีการออกตราสารหนี้ระยะสั้นเพิ่มขึ้น ปริมาณการออกตราสารหนี้ระยะยาวจะลดลง ซึ่งเหตุการณ์ดังกล่าวมักเกิดขึ้นในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้น และหากในช่วงเวลาใดที่มีการออกตราสารหนี้ระยะยาวเพิ่มขึ้น ปริมาณของการออกตราสารหนี้ระยะสั้นก็จะลดลงเช่นเดียวกัน ซึ่งเหตุการณ์ดังกล่าวมักเกิดขึ้นในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยปรับตัวลดลงครับ

นอกจากนี้แล้วเรายังพบว่า ในกลุ่มของตราสารหนี้ระยะสั้นด้วยกันเอง การระดมทุนผ่าน**ตั๋วแลกเงิน (ตั๋ว B/E)** กลายมาเป็นตัวเลือกที่ได้รับความนิยมเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เมื่อวัดจากจำนวนของบริษัทเอกชน (รายไตรมาส) ที่ออกตั๋ว B/E รวม 22 แห่งในช่วงต้นปี 2006 และเพิ่มเป็น 39 แห่งในช่วงต้นปี 2011 (เพิ่มขึ้นกว่า 80%)

สำหรับตั๋วแลกเงิน หรือ Bills of Exchange (B/E) นั้น แท้ที่จริงแล้วเป็นเครื่องมือเพื่อใช้ในการกู้ยืมประเภทหนึ่ง โดย “ผู้กู้ยืม” (เปรียบเสมือนผู้ออกตราสารหนี้) จะออกตั๋วเพื่อเป็นหลักฐานในการกู้ยืมเงินให้กับ “ผู้ให้กู้” (เปรียบเสมือนผู้ลงทุนในตราสารหนี้) โดยที่ตัวดังกล่าวจะระบุจำนวนเงินที่สัญญาว่าจะจ่ายคืนตามวันที่กำหนดไว้ ซึ่งส่วนใหญ่แล้วตั๋ว B/E มักจะมีอายุไม่เกิน 1 ปี และไม่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน **และด้วยลักษณะของตั๋ว B/E ที่มีอายุค่อนข้างสั้นนี้เอง จึงทำให้ผลตอบแทนที่ผู้ออกตั๋ว B/E จะจ่ายให้กับผู้**

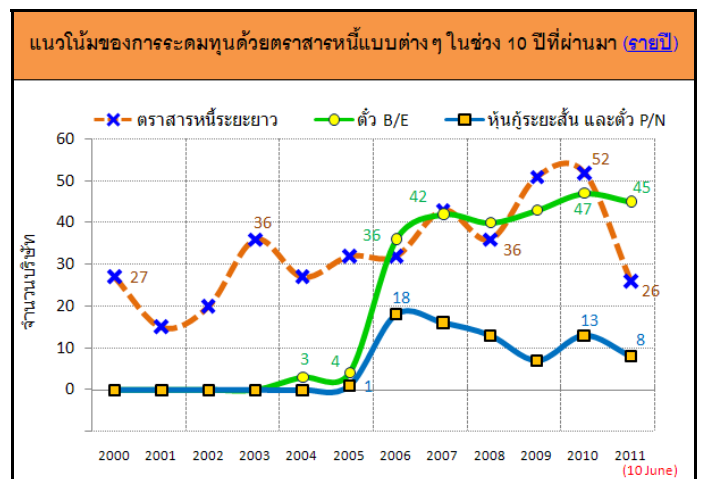
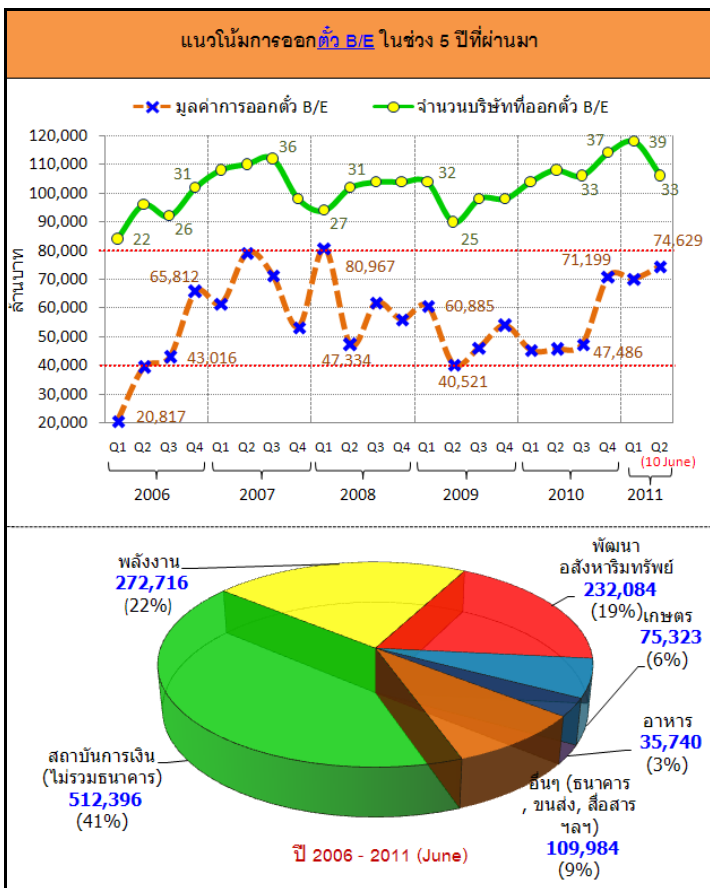


ลงทุนมักจะอยู่ในรูปของส่วนลด (Discount) แทนที่จะเป็นคูปองจ่าย (Coupon) เหมือนหุ้นกู้ระยะยาวโดยทั่วไป ตัวอย่างเช่น การออกตัว B/E เพื่อกู้ยืมเงิน 1 ล้านบาทและกำหนดที่จะคืนเงินในระยะเวลา 1 ปี หากผู้ออกตัวให้ส่วนลด 10% จะหมายความว่าผู้ซื้อหรือผู้ให้กู้จะจ่ายเงินให้ผู้ออกตัวเพียง 950,000 บาท และเมื่อถึงวันครบกำหนดการกู้ยืมแล้ว ผู้ให้กู้จะได้รับเงินคืนจากผู้ออกตัวเป็นจำนวน 1 ล้านบาท โดยที่ส่วนต่างจำนวน 50,000 บาทนั้นถือเป็นส่วนลดหรือผลตอบแทนสำหรับการกู้ยืมนั่นเองครับ

แต่เดิมการออกตัว B/E ถูกนำมาใช้เพื่อเป็นเงินหมุนเวียนระยะสั้น (Working Capital) ในการประกอบธุรกิจ เช่น การกู้ยืมเพื่อสำรองจ่ายค่าสินค้าออกไปก่อน และหลังจากที่นำสินค้าเหล่านั้นไปขายเพื่อเปลี่ยนกลับมาเป็นเงินสดได้แล้ว จึงค่อยนำเงินไปจ่ายคืนให้กับผู้ให้กู้ โดยในอดีตที่ผ่านมา ผู้ให้กู้ส่วนใหญ่คือธนาคารพาณิชย์ ในขณะที่ผู้กู้ยืมคือบริษัทเอกชนทั่วไป และเมื่อธนาคารพาณิชย์ได้รับตัว B/E จากผู้ออกตัวหรือผู้กู้ยืมแล้ว ในบางครั้งก็อาจจะนำตัว B/E ที่ได้รับ มาขายต่อให้กับนักลงทุนที่สนใจ โดยธนาคารพาณิชย์อาจจะทำการค้าประกัน (อ่าวล์) ตัว B/E ไปนั้นๆเอาไว้ด้วยเพื่อให้พนักงานเกิดความสบายใจ หากว่าผู้ออกตัวไม่สามารถจ่ายเงินคืนให้กับผู้ถือตัวได้ ธนาคารพาณิชย์ก็จะรับผิดชอบในการชำระหนี้ดังกล่าวด้วยตัวเอง ทั้งนี้การรับอ่าวล์ตัว B/E อาจจะทำให้เกิดค่าธรรมเนียมเพิ่มขึ้นบ้าง แต่ก็มีผลช่วยเพิ่มความมั่นใจให้กับนักลงทุนด้วยเช่นกันครับ

แต่ในปัจจุบัน ผู้ออกตัว B/E ส่วนใหญ่เริ่มหาช่องทางเพื่อลดต้นทุนในการอ่าวล์ตัว ด้วยการหันมาออกตัว B/E และขายให้กับผู้ลงทุนโดยตรงแทนที่จะใช้วิธีการออกตัวผ่านธนาคารพาณิชย์เช่นเดิม โดยจะเน้นขายให้กับนักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนบุคคลธรรมดาที่มีความสามารถในการซื้อสูง (High Net Worth) เป็นหลัก ทั้งนี้ผู้ลงทุนทั่วไปมักจะเข้าใจผิดว่าการลงทุนในตราสารหนี้ระยะสั้นเช่นตัว B/E นั้นไม่มีความเสี่ยง ทั้งที่ในความเป็นจริงแล้วผู้ลงทุนในตัว B/E ยังต้องพบกับความเสี่ยงที่ผู้ออกตัวอาจจะไม่สามารถจ่ายชำระเงินคืนได้เมื่อถึงเวลาที่กำหนดไว้ แต่การที่ตัว B/E ส่วนใหญ่มีอายุไม่ยาวมาก (ไม่เกิน 9 เดือน หรือ 270 วัน) โอกาสที่สถานะทางการเงินของผู้ออกตัวจะเปลี่ยนแปลงไปในช่วงระยะเวลาสั้นๆ จนทำให้ไม่สามารถจ่ายชำระหนี้คืนได้ จึงลดน้อยลงตามไปด้วยครับ

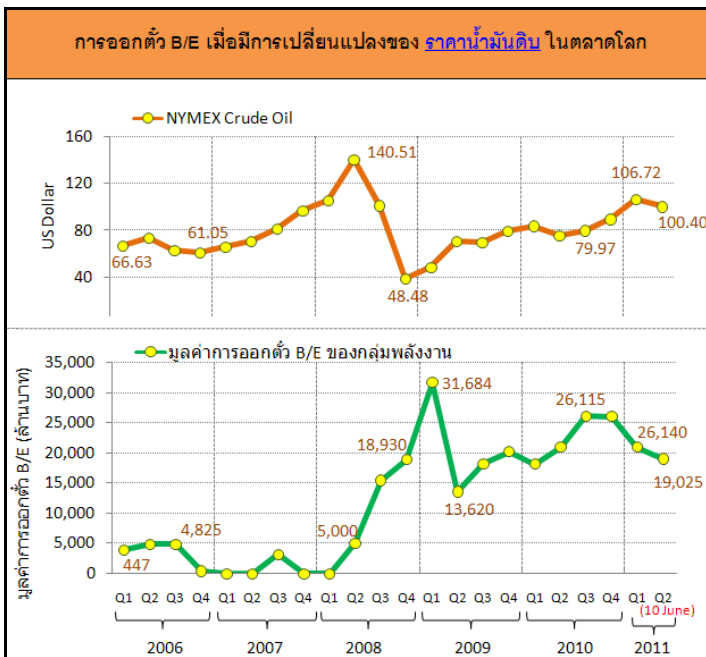
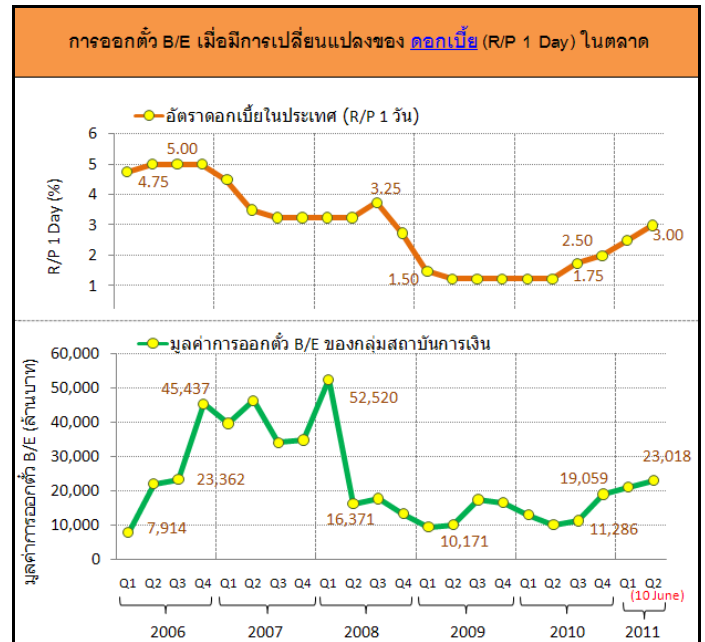
และจากข้อมูลในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา จะพบว่าในปี 2010 เพียงปีเดียว มีบริษัทเอกชนกว่า 47 แห่งเข้ามาระดมทุนด้วยการออกตัว B/E ในตลาดตราสารหนี้ไทย ซึ่งตัวเลขดังกล่าวถือได้ว่าปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นอย่างก้าวกระโดด เมื่อเปรียบเทียบกับจำนวนบริษัทเอกชนเพียง 4 แห่ง ที่ออกตัว B/E ในช่วง 4 ปีก่อนหน้านั้น (ปี 2005) นอกจากนี้แล้ว ในช่วงระยะเวลาเพียง 5 ปีที่ผ่านมา (2006 – 2010) มีบริษัทเอกชนที่ออกตัว B/E ในตลาดตราสารหนี้ไทยรวมทั้งสิ้น 80 บริษัท และคิดเป็นมูลค่าของตัว B/E ที่ออกรวมกันทั้งหมดกว่า 1.24 ล้านบาท หรือเฉลี่ยแล้วมีการระดมทุนผ่านตัว B/E สูงถึงประมาณปีละ 250,000 ล้านบาทเลยทีเดียว ทั้งนี้ ประเภทของธุรกิจ (Business Sector) ที่ออกตัว B/E สูงที่สุดเป็น 3 อันดับแรก คือ กลุ่มของสถาบันการเงิน (Finance) ที่ไม่ใช่ธนาคารพาณิชย์, กลุ่มธุรกิจพลังงาน (Energy) และกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property) ตามลำดับ



และเมื่อลองทำการวิเคราะห์เบื้องต้น จากตัวเลขสถิติของการออกตัว B/E ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาสำหรับธุรกิจทั้ง 3 กลุ่มนี้ ทำให้เราได้ข้อมูลที่น่าสนใจเพิ่มเติมว่า **มูลค่าและแนวโน้มของการออกตัว B/E ในกลุ่มสถาบันการเงิน (ไม่รวมธนาคารพาณิชย์) มักจะขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจและอัตรา**

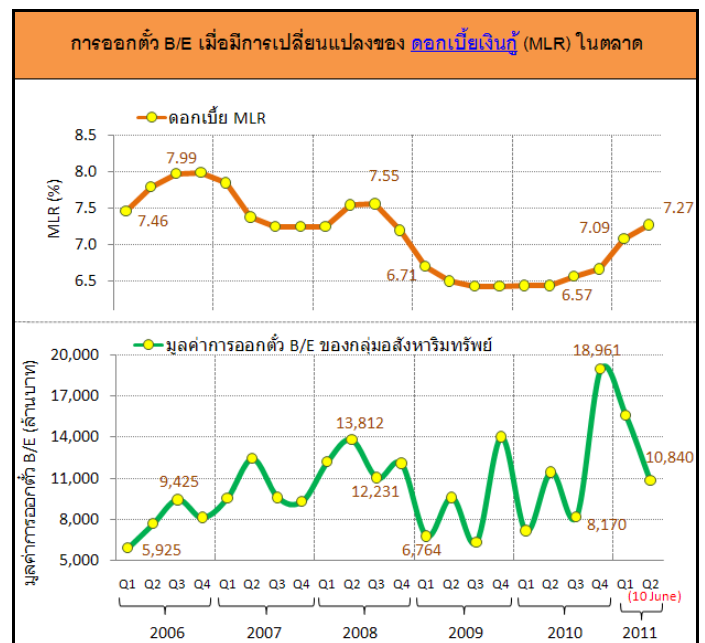
**ดอกเบี้ยภายในประเทศเป็นหลักครับ** โดยจะเห็นได้ค่อนข้างชัดเจนจากช่วงที่อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ (R/P 1 วัน) ก่อนเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ (Subprime Mortgage Crisis) ในตอนต้นปี 2008 ที่ยังอยู่ในระดับที่ค่อนข้างสูง ซึ่งในช่วงระยะเวลาดังกล่าว มูลค่าของตัว B/E ที่ออกโดยกลุ่มสถาบันการเงิน (ซึ่งส่วนใหญ่เป็นธุรกิจบัตรเครดิต และธุรกิจเช่าซื้อรถยนต์) อยู่ในระดับที่สูงถึงไตรมาสละประมาณ 40,000 ล้านบาทเลยทีเดียวครับ

แต่หลังจาก Subprime Crisis ที่เกิดขึ้นในช่วงกลางปี 2008 และมีผลทำให้เศรษฐกิจของประเทศไทยรวมถึงหลายๆประเทศทั่วโลก เริ่มเข้าสู่ภาวะถดถอย ในครั้งนั้น ธปท. จำเป็นต้องเข้ามาตรึงอัตรากระตุ้นเศรษฐกิจโดยการปรับลดอัตราดอกเบี้ยลงกว่า 2% (จาก 3.25% เป็น 1.25%) ในช่วงระยะเวลาเพียง 9 เดือน และเศรษฐกิจไทยยังต้องใช้เวลาในการฟื้นตัวอีกเกือบ 2 ปีหลังจากนั้น เหตุการณ์เหล่านี้มีผลทำให้ยอดการออกตัว B/E ของกลุ่มสถาบันการเงินลดลงจากเดิมค่อนข้างมาก หรืออยู่ที่ประมาณไตรมาสละ 10,000 ล้านบาทเท่านั้น อย่างไรก็ตาม นับตั้งแต่ช่วงไตรมาสที่ 3 ของปี 2010 เป็นต้นมา หลังจากที่เศรษฐกิจไทยได้ฟื้นตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง และมีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยในประเทศเริ่มทยอยปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นเป็นระยะ เราจะพบว่าในช่วงระยะเวลาดังกล่าว ยอดการออกตัว B/E ของกลุ่มสถาบันการเงินเริ่มกลับมามีความคึกคักมากขึ้นเช่นกัน จึงเป็นที่น่าติดตามต่อไปว่า หากอัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ ยังคงมีทิศทางเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆ ประกอบกับการเติบโตของเศรษฐกิจไทยที่มีแนวโน้มจะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องเช่นกัน น่าจะมีผลทำให้ยอดการออกตัว B/E ของกลุ่มสถาบันการเงินกลับมาเพิ่มสูงขึ้นได้อีกครั้งในที่สุดครับ



นอกจากนี้แล้ว กลุ่มของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (Property) ก็ถือเป็นอีกกลุ่มธุรกิจที่มียอดของการระดมทุนผ่านตัว B/E ในสัดส่วนที่ค่อนข้างสูงเช่นเดียวกัน แต่ทั้งนี้การคาดการณ์แนวโน้มของการออกตัว B/E สำหรับกลุ่ม Property มีความซับซ้อนและแตกต่างไปจากธุรกิจในกลุ่มพอสสมควร เนื่องจากความต้องการใช้เงินเพื่อดำเนินธุรกิจในแต่ละช่วงระยะเวลาของกลุ่ม Property มักจะขึ้นอยู่กับปัจจัยภายนอกหลายประการด้วยกัน ไม่ว่าจะเป็นมาตรการส่งเสริมจากภาครัฐ, ความเชื่อมั่นของประชาชนในการตัดสินใจซื้อที่อยู่อาศัย หรือแม้แต่สภาพดินฟ้าอากาศ

และนอกจากกลุ่มของสถาบันการเงินแล้ว ธุรกิจพลังงานก็ถือเป็นอีกกลุ่มอุตสาหกรรมหนึ่งที่เข้ามาระดมทุนผ่านตัว B/E ในสัดส่วนที่ค่อนข้างสูง ซึ่งเป็นที่น่าสังเกตว่า **มูลค่าและแนวโน้มของการระดมทุนผ่านตัว B/E ในกลุ่มธุรกิจพลังงาน มักจะเคลื่อนไหวสวนทางกับราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกอยู่เสมอ** โดยในช่วงที่ราคาน้ำมันดิบลดต่ำลง กลุ่มธุรกิจพลังงานมีแนวโน้มที่จะออกตัว B/E เพิ่มมากขึ้น และในขณะที่ราคาน้ำมันดิบเริ่มมีทิศทางปรับตัวเพิ่มสูงขึ้น ยอดการออกตัว B/E ของธุรกิจกลุ่มนี้ก็กลับปรับตัวลดลง



และเหตุการณ์ภัยพิบัติทางธรรมชาติ ซึ่งล้วนแต่มีผลต่อการตัดสินใจระดมทุน และการออกตัว B/E ของบริษัท Property ด้วยกันทั้งสิ้น และถึงแม้ว่าการพยากรณ์แนวโน้มที่จะออกตัว B/E ของกลุ่ม Property จะทำได้ค่อนข้างยากก็ตาม แต่สถิติที่เกิดขึ้นในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ทำให้เราได้ข้อสังเกตที่น่าสนใจประการหนึ่ง คือ ปริมาณตัว B/E ที่ออกในไตรมาสแรก (Q1) ของแต่ละปีมักจะอยู่ในระดับต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับไตรมาสอื่นๆในปีเดียวกัน และสำหรับช่วงไตรมาส 3 และไตรมาส 4 ของแต่ละปี (Q3, Q4) ธุรกิจ Property จะหันมาระดมทุนผ่านตัว B/E ในสัดส่วนที่เพิ่มขึ้น ซึ่งลักษณะเช่นนี้อาจมีความเกี่ยวข้องกับสภาพดินฟ้าอากาศในประเทศไทย ที่จะเริ่มเข้าสู่ฤดูฝนและเป็นอุปสรรคต่องานก่อสร้างในช่วงไตรมาสที่ 2 แต่ในช่วงระยะเวลาหลังจากนั้น โดยเฉพาะในช่วงไตรมาสที่ 4 ของแต่ละปี ถือเป็นช่วงที่เหมาะสมสำหรับงานก่อสร้างทุกประเภท จึงน่าจะมีผลทำให้ความต้องการใช้เงินของธุรกิจ Property ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามไปด้วยในช่วงระยะนั้น

และด้วยสถานการณ์ของเศรษฐกิจในยุคปัจจุบัน ที่ยังคงมีความไม่แน่นอนในเรื่องต่างๆ ค่อนข้างสูง การระดมทุนผ่านตัว B/E จึงเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่ภาคเอกชนหันมาให้ความสนใจกันมากขึ้น เนื่องจากในมุมมองของผู้ที่ต้องการใช้เงิน การออกตัว B/E ถือเป็นทางเลือกจัดหาเงินทุนระยะสั้น ที่มีต้นทุนในการจัดหาเงิน (Cost of Capital) ค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ ส่วนในมุมมองของผู้ที่มีเงินออมและต้องการหาผลตอบแทนให้กับเงินออมที่มีอยู่นั้น การลงทุนซื้อตัว B/E สามารถให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าการฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์เช่นกัน และถึงแม้ว่าตัว B/E จะมีความเสี่ยงในเรื่องของการผิดนัดชำระหนี้ หรือความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับเงินต้นคืนอยู่บ้าง แต่หากผู้ลงทุนพิจารณาเลือกเฉพาะตัว B/E ของผู้ออกที่มีความน่าเชื่อถือ บวกกับระยะเวลาการลงทุนที่ไม่ยาวนานเกินไป (ส่วนใหญ่ไม่เกิน 270 วัน) การลงทุนในตัว B/E ก็ยังถือเป็นช่องทางที่น่าสนใจกว่าทางเลือกอื่นๆ ที่มีความเสี่ยงในระดับใกล้เคียงกันครับ

---

### ข้อจำกัดความรับผิดชอบ (Disclaimer)

บทความฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเผยแพร่ความรู้ทั่วไปที่เกี่ยวข้องกับตลาดตราสารหนี้ โดยอ้างอิงจากข้อมูลสถิติในอดีต ประกอบกับทัศนคติส่วนตัวของผู้เขียน ทั้งนี้ ThaiBMA ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อจะชี้นำการลงทุน หรือสร้างข้อสรุปว่าการลงทุนในทางเลือกใดถือเป็นทางเลือกที่ดีที่สุด ThaiBMA ขอสงวนสิทธิ์ที่จะไม่รับผิดชอบต่อผู้ที่น่าเอกสารฉบับนี้ไปใช้แล้วก่อให้เกิดซึ่งความสูญเสียกำไรหรือสูญเสียโอกาส หรือความเสียหายใดๆที่เกิดขึ้นทั้งสิ้น