

บทที่ 6

การปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการของธุรกิจไทย: ประสบการณ์จากบริษัทในตลาดหลักทรัพย์

ผลจากวิกฤติเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในปี 2540 ส่งผลให้บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ต่อไปนี้จะเรียกว่า “ตลาดหลักทรัพย์”) จำนวนหลายแห่ง¹ มีหนี้สินมากกว่าสินทรัพย์หรือมีส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบ ถ้าเป็นในช่วงเวลาปกติหรือตามหลักเกณฑ์เดิมของตลาดหลักทรัพย์บริษัทเหล่านี้ก็อาจถูกเพิกถอน (delist) ออกจากการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้ ตลาดหลักทรัพย์จึงได้จัดตั้งหมวดพิเศษขึ้นมาเพื่อให้บริษัทที่มีปัญหาทางการเงินโดยเฉพาะปัญหานี้เหล่านี้ได้มีโอกาสได้จัดการปรับโครงสร้างหนี้ของตน หมวดพิเศษดังกล่าวหรือหมวดสำหรับบริษัทที่อยู่ในระหว่างฟื้นฟูกิจการ (Rehabilitation Companies: Rehabco) หรือกระดาน Rehabco จึงได้ถูกจัดตั้งขึ้นปี 2541 จนถึง ณ สิ้นเดือนสิงหาคม 2548 มีบริษัทที่เข้ามาอยู่และเคยเข้ามาอยู่ในกระดานนี้แล้วทั้งสิ้น 102 บริษัท จากจำนวนนี้มี 31 บริษัทที่ถูกเพิกถอนจากการเป็นบริษัทจดทะเบียน (ทั้งที่สมัครใจออกไปเองและที่ถูกเพิกถอนโดยตลาดหลักทรัพย์) ขณะที่อีกประมาณ 25 บริษัทได้ย้ายกลับเข้าไปอยู่ในหมวดปกติเดิมของตนแล้ว เกณฑ์สำหรับการย้ายกลับเข้าไปอยู่ในกระดานปกตินั้นประกอบไปด้วย²

- 1) ส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นบวก
- 2) มีกำไรสุทธิจากธุรกิจหลัก (core business) ติดต่อกัน 3 ไตรมาสหรือ 1 ปี
- 3) สามารถปรับโครงสร้างหนี้ได้ไม่มากกว่าร้อยละ 75 ของหนี้ทั้งหมดของบริษัท
- 4) สามารถแสดงให้เห็นถึงสถานะทางการเงินและประกอบการที่มั่นคงได้อย่างต่อเนื่อง และ
- 5) สามารถรักษาสัดส่วนของผู้ถือหุ้นต่อเจ้าหนี้ได้ไม่น้อยกว่า 10:90

เดิมที่ตลาดหลักทรัพย์ได้วางแผนไว้ว่าจะปิดหรือยกเลิกกระดาน Rehabco ในช่วงต้นปี 2549 แต่ภายหลังได้เลื่อนออกไปเป็นปี 2550 เนื่องจากสภาพเศรษฐกิจไม่เอื้ออำนวยและบริษัทอีกเป็นจำนวนมากที่ยังไม่สามารถผ่านเกณฑ์กลับเข้าไปอยู่ในหมวดปกติได้

สิ่งที่น่าสนใจก็คือการพิจารณาวิธีการปรับโครงสร้างหนี้และผลที่เกิดจากการปรับโครงสร้างหนี้ที่เกิดขึ้นในบริษัทเหล่านี้ อย่างไรก็ตาม แม้ว่าบริษัทตัวอย่างที่อยู่ในการวิเคราะห์ของบทนี้ส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทที่อยู่ในกระดาน Rehabco แต่ก็ยังมีบริษัทอีกจำนวนหนึ่งที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แต่ไม่ต้องย้ายไปอยู่ในกระดาน Rehabco เพื่อฟื้นฟูกิจการ

¹ ในปี 2540 มีบริษัทที่ส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบจำนวน 53 บริษัทหรือคิดเป็นร้อยละ 15 ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด โดยเพิ่มขึ้นจากร้อยละ 5.6 ในปี 2539

² รายละเอียดเกี่ยวกับขั้นตอนการเข้าและการออกจากกระดาน Rehabco สามารถดูได้จากภาคผนวก ข

ภาพรวมของบริษัทตัวอย่าง

บริษัทตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์ส่วนนี้มีทั้งสิ้น 56 บริษัท สินทรัพย์รวมในปี 2548 เท่ากับ 1.3 ล้านล้านบาทหรือคิดเป็นร้อยละ 43.54 ของสินทรัพย์รวมบริษัททั้งหมดที่มีใช้สถาบันการเงิน บริษัทเหล่านี้มีสินทรัพย์เฉลี่ย (mean) เท่ากับ 26,473 ล้านบาท โดยที่ค่ามัธยฐาน (median) ของสินทรัพย์ของบริษัทตัวอย่างมีค่าเท่ากับ 4,250 ล้านบาท จากข้อมูลสินทรัพย์นี้แสดงให้เห็นว่าบริษัทเหล่านี้ส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่มีขนาดไม่ใหญ่มาก

เมื่อพิจารณาทางด้านหนี้สินในปี 2540 (ซึ่งเป็นปีที่หนี้สินของบริษัทต่าง ๆ เพิ่มขึ้นอย่างมาก) ก็พบว่าบริษัทตัวอย่างเหล่านี้เป็นบริษัทที่มีปัญหานี้อยู่ในระดับที่สูง โดยมีหนี้สินรวมเท่ากับ 1.13 ล้านล้านบาทหรือคิดเป็นร้อยละ 45 ของบริษัททั้งหมดที่มีใช้สถาบันการเงิน ขณะที่หนี้สินเฉลี่ยและค่ามัธยฐานของหนี้สินเท่ากับ 20,267 และ 8,306 ล้านบาท ตามลำดับ

สภาพการณ์ทางการเงินและการดำเนินงานในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจของบริษัทตัวอย่างเหล่านี้ก็ไม่ต่างไปจากสภาพการณ์ที่เกิดขึ้นในกิจการส่วนใหญ่ของประเทศ กล่าวคือมีระดับการมีหนี้สินที่อยู่ในระดับสูง³ โดยเฉพาะสัดส่วนหนี้สินต่างประเทศและหนี้สินระยะสั้นที่มีอยู่เป็นจำนวนมาก⁴ และอัตราผลตอบแทนต่อการลงทุนเริ่มลดลง⁵ เมื่อต้องประสบกับปัญหาค่าเงินบาทที่ตกไม่ได้ประกันความเสี่ยงไว้ หนี้สินจึงเพิ่มขึ้นอย่างมาก (จนมากกว่าสินทรัพย์) และส่งผลให้บริษัทเหล่านี้อยู่ในสถานะล้มละลาย บริษัทเหล่านี้จึงต้องปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการเพื่อให้กิจการของตนอยู่รอดต่อไป

ประเด็นที่น่าคิดและพิจารณาต่อไปก็คือบริษัทเหล่านี้เลือกใช้กลไกและวิธีการในการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการของตนอย่างไร และมีปัจจัยอะไรบ้างที่ส่งผลต่อการเลือกใช้วิธีการต่าง ๆ เหล่านี้

กลไกและวิธีการที่ใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการ

บริษัทตัวอย่างส่วนใหญ่ปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการของตนผ่านศาลล้มละลายกลาง ส่วนที่เหลือนั้นก็ได้อาศัยวิธีเจรจากันเองระหว่างเจ้าหนี้และลูกหนี้และจัดทำแผนปรับโครงสร้างหนี้เสนอต่อตลาดหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังมีบางบริษัทที่ใช้กลไกของบรรษัทบริหารสิน

³ ข้อมูลระดับการมีหนี้สิน (financial leverage) ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (debt-to-equity ratio) และหนี้สินต่อสินทรัพย์ (debt-to-asset ratio)

⁴ การวิเคราะห์เกี่ยวกับผลของหนี้สินระยะสั้นที่มีต่อผลประกอบการของบริษัทที่ปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการสามารถดูได้ในบทที่ 7

⁵ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนวัดโดยอัตราส่วนกำไรเบื้องต้นต่อสินทรัพย์ (Gross Returns on Asset)

ทรัพย์ไทย (บสท.) จากข้อมูลดังกล่าวเป็นที่น่าสนใจว่าบริษัทที่เลือกกลไกศาลและที่มีใช้ศาลมีคุณลักษณะของบริษัทที่แตกต่างกันหรือไม่

จากตารางที่ 6.1 พบว่าบริษัทที่เลือกฟื้นฟูกิจการผ่านศาลมีสินทรัพย์และหนี้สินโดยเฉลี่ยในปี 2541 ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ได้ฟื้นฟูกิจการผ่านศาล ขณะที่ระดับของการล้มละลาย (degree of insolvency) ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ในปีเดียวกันนั้นพบว่าบริษัทที่ฟื้นฟูกิจการผ่านศาลมีระดับของการล้มละลายที่สูงกว่าบริษัทที่ไม่ได้ฟื้นฟูกิจการผ่านศาล ประเด็นนี้น่าสนใจว่าจากระดับการล้มละลายที่สูงกว่านี้ บริษัทที่ฟื้นฟูกิจการผ่านศาลจะมีวิธีการที่ใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้หรือไม่

เมื่อมาพิจารณาถึงวิธีการที่ใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้ (ตารางที่ 6.2) ก็พบว่าจากข้อมูลวิธีการปรับโครงสร้างหนี้ที่สามารถหาได้ในบริษัทตัวอย่างจำนวน 45 แห่ง บริษัทส่วนใหญ่ได้ใช้วิธีการแปลงหนี้เป็นทุน การลดหนี้ (เงินต้นและดอกเบี้ย) และการขยายระยะเวลาชำระหนี้ในการปรับโครงสร้างหนี้ของตน เมื่อจำแนกออกเป็นบริษัทที่ฟื้นฟูผ่านศาลและไม่ผ่านศาลพบว่าบริษัทที่ฟื้นฟูผ่านศาลได้ใช้วิธีการแปลงหนี้เป็นทุนและการลดหนี้เป็นเครื่องมือหลักในการปรับโครงสร้างหนี้ของตน ขณะที่บริษัทที่ไม่ได้ปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการผ่านศาลได้ใช้วิธีการขยายระยะเวลาชำระหนี้และการลดหนี้เป็นวิธีการหลัก ส่วนการแปลงหนี้เป็นทุนนั้นมีความสำคัญรองลงมา อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาวิธีการปรับโครงสร้างหนี้โดยคิดเป็นสัดส่วนต่อมูลหนี้รวมแล้ว กลับพบว่าบริษัทที่ไม่ได้ผ่านศาลใช้การยืดระยะเวลาชำระหนี้ปรับโครงสร้างหนี้ส่วนใหญ่ของตน รองลงมาคือการลดหนี้และแปลงหนี้เป็นทุน ขณะที่บริษัทที่ฟื้นฟูกิจการผ่านศาลยังคงใช้การลดหนี้และการขยายระยะเวลาชำระหนี้ในการปรับโครงสร้างหนี้ส่วนใหญ่ของตน

ในส่วนการปรับโครงสร้างธุรกิจซึ่งในการวิเคราะห์นี้ได้พิจารณาจากการปรับลดพนักงานที่เกิดขึ้นระหว่างปี 2539 กับปี 2547 ผลจากการพิจารณาพบว่าจำนวนพนักงานของบริษัทที่ฟื้นฟูกิจการผ่านศาลนั้นได้ปรับลดคนงานลงไปร้อยละ 8 ของจำนวนคนงานที่มีอยู่ในปี 2539 ขณะที่บริษัทที่ไม่ได้ปรับโครงสร้างหนี้ผ่านศาลนั้นตัวเลขของจำนวนพนักงานในปี 2547 เพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวในปี 2539

ตารางที่ 6.1: สถานะทางการเงินและผลประกอบการของบริษัทตัวอย่างจำนวน 46 บริษัท

	2541	2542	2543	2544	2545	2546	2547	2548 (ไตรมาสที่ 2)
Asset (ล้านบาท)								
Total	1,200,126.8	1,159,975.6	1,054,993.8	984,331.5	1,000,577.0	1,036,645.9	1,121,285.5	1,175,614.9
ผ่านศาล	603,972.9	601,092.8	514,738.0	477,395.4	475,849.1	501,832.3	533,164.8	550,842.0
ไม่ผ่านศาล	596,153.9	558,882.8	540,255.8	506,936.1	524,727.9	534,813.6	588,120.7	624,772.9
Liabilities (ล้านบาท)								
Total	1,000,532.9	1,011,647.7	1,028,198.3	932,149.1	861,218.9	682,111.2	764,286.5	715,991.7
ผ่านศาล	552,120.4	586,764.1	612,597.2	550,333.8	500,612.2	431,868.6	420,183.0	433,861.1
ไม่ผ่านศาล	448,412.5	424,883.6	415,601.1	381,815.3	360,606.8	250,242.5	344,103.5	282,130.5
Equities (ล้านบาท)								
Total	199,593.9	148,327.9	26,795.5	52,182.4	139,358.0	353,371.5	356,999.0	459,623.3
ผ่านศาล	51,852.6	14,328.7	- 97,859.3	- 72,936.4	- 24,763.1	68,800.4	112,981.8	116,980.9
ไม่ผ่านศาล	147,741.4	133,999.2	124,654.8	125,120.8	164,121.1	284,571.0	244,017.2	342,642.4
D/A สัดส่วน								
Total	0.83	0.87	0.97	0.95	0.86	0.66	0.68	0.61
ผ่านศาล	0.91	0.98	1.19	1.15	1.05	0.86	0.79	0.79
ไม่ผ่านศาล	0.75	0.76	0.77	0.75	0.69	0.47	0.59	0.45

ตารางที่ 6.1 (ต่อ)

GROA	2541	2542	2543	2544	2545	2546	2547	2548 (ไตรมาสที่ 2)
สัดส่วน								
Total	0.05	- 0.02	- 0.02	0.02	0.05	0.06	0.08	0.02
ผ่านศาล	0.08	- 0.04	- 0.10	- 0.01	0.02	0.05	0.04	0.00
ไม่ผ่านศาล	0.02	0.01	0.05	0.06	0.01	0.07	0.12	0.03
IPCR								
Total	1.08	0.39	0.32	0.41	0.50	0.67	0.82	2.92
ผ่านศาล	1.41	0.61	0.38	0.48	0.61	0.90	1.04	5.64
ไม่ผ่านศาล	0.27	0.42	0.24	0.29	0.35	0.41	0.52	1.31
E (+) นับจำนวน ร้อยละของจำนวนบริษัทที่ Equities เป็นบวก								
Total	63.04	54.35	45.65	45.65	54.35	69.57	80.43	80.43
ผ่านศาล	51.52	39.39	33.33	33.33	45.45	60.61	75.76	75.76
ไม่ผ่านศาล	92.31	92.31	76.92	76.92	76.92	76.92	92.31	92.31
IPCR>1 ร้อยละของจำนวนบริษัทที่ IPCR>1								
Total	36.96	45.65	50.00	54.35	63.04	65.22	73.91	89.13
ผ่านศาล	39.39	42.42	54.55	57.58	63.64	69.70	75.76	93.94
ไม่ผ่านศาล	30.11	36.36	36.36	46.15	61.54	53.85	69.23	76.92

จนถึง ณ ขั้นนี้สรุปได้ว่าบริษัทที่ฟื้นฟูกิจการผ่านศาลซึ่งมีระดับของการล้มละลายสูงกว่านั้นได้เลือกใช้ทั้งวิธีปรับโครงสร้างหนี้และปรับโครงสร้างธุรกิจในการฟื้นฟูกิจการของตน ในส่วนของวิธีการปรับโครงสร้างหนี้ นั้นเป็นที่ชัดเจนว่าบริษัทที่มีระดับการล้มละลายสูง (อย่างในบริษัทที่ฟื้นฟูผ่านศาล) นั้นมีความจำเป็นต้องได้รับการลดหนี้ในระดับสูง นอกจากนี้ การแปลงหนี้เป็นทุนยังเป็นวิธีการที่ใช้ควบคู่กับการลดหนี้ เมื่อเจ้าหนี้นิยมนลดหนี้ให้แก่ลูกหนี้ในระดับสูง การร่วมป็นส่วนในมูลค่ากิจการที่อาจเพิ่มขึ้นในอนาคต (upside gain) ผ่านการแปลงหนี้เป็นทุน จึงเป็นข้อแลกเปลี่ยนสำคัญที่เจ้าหนี้ต้องการได้รับ

ตารางที่ 6.2: วิธีการที่ใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการ

วิธีการปรับโครงสร้างหนี้	สัดส่วนต่อมูลหนี้รวม			ร้อยละของความถี่ของวิธีการที่ใช้ (45 บริษัท)		
	รวม (35 บริษัท)	ผ่านศาล (31)	ไม่ผ่านศาล (4)	รวม	ผ่านศาล	ไม่ผ่านศาล
ลดเงินต้นและดอกเบี้ยค้างจ่าย	46.7	47.2	15.6	80.0	71.0	100.0
ขยายระยะเวลาชำระหนี้	44.0	43.8	60.6	68.9	54.8	100.0
แปลงหนี้เป็นทุน (D/E Swap)	6.2	6.1	12.6	86.7	90.3	78.6
อื่น ๆ	3.1	3.0	11.2	46.7	67.7	0.0
รวม	100.0	100.0	100.0	-	-	-

ที่มา: จากการคำนวณโดยใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลประกอบการ

สำหรับผลการประกอบการหรือการฟื้นตัวของบริษัทตัวอย่างเหล่านี้พบว่า (ตารางที่ 6.1) โดยรวมแล้วบริษัทส่วนใหญ่เริ่มมีผลประกอบการที่ดีขึ้นตั้งแต่ปี 2545 เป็นต้นมา เห็นได้จากสินทรัพย์และทุนที่เพิ่มขึ้น ขณะที่หนี้สินได้ลดลง (ยกเว้นปี 2547 ที่หนี้สินได้กลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้ง) ส่วนระดับการการล้มละลายนั้นบริษัทตัวอย่างเหล่านี้ก็ได้ปรับตัวดีขึ้นเช่นกัน ขณะที่ผลประกอบการในส่วนของการดำเนินงานซึ่งพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Gross Returns on Asset: GROA) และอัตราผลตอบแทนต่อภาระดอกเบี้ย (Interest Payment Coverage Ratio: IPCR) แม้ว่าจะปรับตัวขึ้นก็ยังถือว่าอยู่ในระดับที่ต่ำ สัดส่วนของบริษัทที่มีทุน (ส่วนของผู้ถือหุ้น) เป็นบวก และสัดส่วนของบริษัทที่สามารถมีผลตอบแทนสูงกว่าภาระดอกเบี้ย (IPCR>1) เท่ากับประมาณร้อยละ 80 ผลโดยรวมนี้แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ผ่านการปรับโครงสร้างหนี้และฟื้นฟูกิจการส่วนใหญ่ได้เริ่มฟื้นตัว ขณะที่บริษัทอีกบางส่วน (ประมาณร้อยละ 20) นั้นยังมีปัญหาที่ต้องแก้ไขต่อไป

เมื่อจำแนกการพิจารณาออกเป็นบริษัทที่ฟื้นฟูกิจการผ่านศาลและที่ไม่ได้ผ่านศาลพบว่า บริษัทที่ไม่ได้ผ่านศาลมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ที่ต่ำกว่า แต่บริษัทที่ฟื้นฟูกิจการผ่านศาลมีผลตอบแทนต่อภาระหนี้ที่สูงกว่า อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาสัดส่วนบริษัทที่มีทุนเป็นบวกและ สัดส่วนของบริษัทที่สามารถมีผลตอบแทนสูงกว่าภาระดอกเบี้ยแล้วพบว่าบริษัทที่ฟื้นฟูกิจการผ่าน ศาลส่วนใหญ่มีผลประกอบการที่ดีขึ้น ประเด็นที่น่าสนใจก็คือการฟื้นตัวของบริษัทที่ไม่ได้ฟื้นฟูกิจ การนั้นจะเป็นไปอย่างยั่งยืนหรือไม่ แม้จะฟื้นตัวกลับมาได้ก่อนบริษัทที่ฟื้นฟูกิจการผ่านศาลก็ ตาม

DPU