



ข้อเสนอการเลือกใช้เครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่
ในการดำเนินโครงการขนาดใหญ่สำหรับรัฐวิสาหกิจไทย
(A Proposal to Select Modern Financial Instruments
for Financing Large-Scale Projects for Thailand's State-Owned Enterprises)

ศาสตราจารย์ สุขเจริญสิน¹
Sorasart Sukcharoensin¹

Received: June 13, 2024

Revised: December 23, 2024

Accepted: January 24, 2025

บทคัดย่อ

บทความนี้ นำเสนอแนวทางการเลือกแหล่งเงินทุนผ่านตลาดการเงินแบบดั้งเดิมและเครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่สำหรับรัฐวิสาหกิจภายใต้กรอบนโยบายของรัฐบาลโดยนำองค์ประกอบต่างๆ เช่น ประเภทของโครงการ ความสำคัญของโครงการ สภาพของตลาดการเงิน และความสามารถในการก่อหนี้ขององค์กร มาสังเคราะห์เป็นแนวทางเบื้องต้นในการเลือกใช้เครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่สำหรับรัฐวิสาหกิจ เพื่อใช้เป็นแนวทางในการจัดหาแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมกับบริบทของรัฐวิสาหกิจไทย

คำสำคัญ: เครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่ รัฐวิสาหกิจไทย

ABSTRACT

This paper proposes a process for selecting funding sources through traditional financial markets and modern financial instruments under a government policy framework. Several elements such as project types, project importances, financial market conditions and the debt capacity has been synthesized to form a basic guideline for selecting modern financial instruments for Thailand's state-owned enterprises to be used as a preliminary approach in obtaining appropriate sources of funds under the current environment and constraints.

Keywords: modern financial instruments, Thailand's state-owned enterprises

¹ ศาสตราจารย์ประจำคณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์

Professor, Graduate School of Development Economics. National Institute of Development Administration.

E-mail: sorasart@nida.ac.th

บทนำ

การบริหารจัดการแหล่งเงินทุนจึงเป็นหนึ่งในประเด็นสำคัญสำหรับรัฐวิสาหกิจไทยในการสนับสนุนโครงการลงทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานที่ต้องใช้เงินทุนมหาศาล โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสถานะที่เศรษฐกิจและตลาดการเงินมีการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว ทั้งในเชิงโครงสร้างและเครื่องมือทางการเงิน จากสถานการณ์นี้ สาธารณะคงค้าง ณ สิ้นเดือนตุลาคม 2566 มีจำนวนถึง 11,125,428 ล้านบาท หรือคิดเป็น ร้อยละ 62.12 ของ GDP สะท้อนให้เห็นถึงความท้าทายในการรักษาเสถียรภาพการคลังของประเทศในระยะยาว การบริหารนโยบายการคลังต้องคำนึงถึงความสมดุลระหว่างการลงทุนเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจและการควบคุมการขาดดุลงบประมาณ ดังนั้น การพึ่งพาเครื่องมือแบบดั้งเดิม เช่น การออกพันธบัตรธรรมดา ซึ่งเป็นการก่อหนี้จึงเป็นข้อจำกัดของรัฐวิสาหกิจและเครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่อื่นๆ ก็จะมีบทบาทสำคัญในการระดมทุนมากขึ้นในอนาคต

การจัดหาแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมภายใต้กรอบนโยบายของรัฐบาลจึงเป็นโจทย์ที่ท้าทาย ซึ่งต้องคำนึงถึงปัจจัยสำคัญหลายประการ เช่น ความซับซ้อนของโครงการลงทุน ข้อจำกัดด้านการคลังและการก่อหนี้ สถานะตลาดการเงิน และขีดความสามารถในการก่อหนี้ของรัฐวิสาหกิจ นอกจากนี้ การใช้เครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่ช่วยให้รัฐวิสาหกิจสามารถปรับตัวเข้ากับแนวโน้มในตลาดการเงินโลก เช่น การเปลี่ยนผ่านสู่เศรษฐกิจดิจิทัลโดยมีสินทรัพย์ดิจิทัลเป็นเครื่องมือในการระดมทุน อันจะเป็นการส่งเสริมนโยบายภาครัฐด้านดิจิทัลอีกทางหนึ่งด้วย

อย่างไรก็ตาม รัฐวิสาหกิจโดยส่วนใหญ่ที่ไม่คุ้นเคยกับการเลือกใช้เครื่องมือสมัยใหม่ต่างๆ ที่มีความซับซ้อนมากกว่าการออกพันธบัตร ก็อาจไม่เข้าใจและขาดแนวทางเบื้องต้นในการเลือกเครื่องมือสมัยใหม่ประเภทต่างๆ หากรัฐวิสาหกิจต่างๆ มีแนวทางเบื้องต้นในการคัดกรองเครื่องมือต่างๆ เพื่อใช้งานก็จะช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการจัดหาเงินทุนของรัฐวิสาหกิจไทย โดยลดข้อจำกัดของเครื่องมือแบบดั้งเดิม และเพิ่มความคล่องตัวในการบริหารโครงการ พร้อมทั้งสนับสนุนเป้าหมายการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของประเทศในระยะยาว

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

บทความนี้ นำเสนอกระบวนการในการเลือกแหล่งเงินทุนภายใต้กรอบนโยบายของรัฐบาล โดยพิจารณาเครื่องมือทางการเงินภายใต้ตลาดการเงินแบบดั้งเดิมและเครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่สำหรับรัฐวิสาหกิจ โดยนำองค์ประกอบต่างๆ เช่น ประเภทของโครงการ ความสำคัญของโครงการ สถานะของตลาดการเงิน และความสามารถในการก่อหนี้ขององค์กร มาสังเคราะห์เป็นแนวทางเบื้องต้นในการเลือกใช้เครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่สำหรับรัฐวิสาหกิจ เพื่อใช้เป็นแนวทางเบื้องต้นในการจัดหาแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมกับรัฐวิสาหกิจไทย โดยในการศึกษามุ่งเป้าไปยังประเด็นปัญหาที่สำคัญคือ หากในอนาคต รัฐวิสาหกิจไทย มีโครงการลงทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานที่ต้องใช้เงินทุนเป็นจำนวนมากแล้ว รัฐวิสาหกิจต่างๆ จะมีทางเลือกใดบ้างในการบริหารจัดการแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมภายใต้ข้อจำกัดการก่อหนี้สาธารณะและกรอบนโยบายของรัฐบาล เพื่อให้ได้แนวทางในเบื้องต้นว่า จะมีทางเลือกในการพิจารณาเลือกใช้เครื่องมือทางการเงินเพื่อระดมทุนในรูปแบบใดบ้าง

การตรวจเอกสาร

จากข้อมูลเปิดเผยของกระทรวงการคลัง รัฐวิสาหกิจไทยมีจำนวนทั้งสิ้น 55 แห่ง กระจายอยู่ในสาขาต่างๆ ได้แก่ สาขาพลังงาน จำนวน 4 แห่ง สาขาส่งทางบก-น้ำ-อากาศ จำนวน 10 แห่ง สาขาสื่อสาร จำนวน 4 แห่ง สาขาสาธารณูปการ จำนวน 4 แห่ง สาขาอุตสาหกรรมและพาณิชย์กรรม จำนวน 9 แห่ง สาขาเกษตร จำนวน 5 แห่ง สาขาทรัพยากรธรรมชาติ จำนวน 3 แห่ง สาขาสังคมและเทคโนโลยี จำนวน 6 แห่ง สาขาสถาบันการเงิน จำนวน 9 แห่ง ไม่ระบุสาขา จำนวน 1 แห่ง นับตั้งแต่อดีต การจัดทำโครงสร้างพื้นฐานและบริการสาธารณะถือเป็นหน้าที่ความรับผิดชอบของภาครัฐ โดยในมาตรา 22 ในพระราชบัญญัติการบริหารหนี้สาธารณะ ปี พ.ศ. 2548 ได้กำหนดไว้ว่า “การกู้เงินเพื่อพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมให้กระทำได้เมื่อมีความจำเป็นต้องใช้จ่าย นอกเหนือจากงบประมาณรายจ่ายประจำปี และต้องใช้เป็นเงินตราต่างประเทศหรือจำเป็นต้องกู้เงินเพื่อเสริมสร้างความมั่นคงทางการเงินของประเทศ โดยให้กระทรวงการคลังกู้เงินเป็นเงินตราต่างประเทศได้ไม่เกิน ร้อยละสิบของงบประมาณรายจ่ายประจำปี”

ดังนั้น หากภาครัฐจะเป็นผู้ดำเนินโครงการต่างๆ ทั้งหมด ก็คงเป็นไปได้ยาก เนื่องจากข้อจำกัดทางด้านทรัพยากรต่างๆ ภาครัฐจำเป็นต้องสนับสนุนให้รัฐวิสาหกิจลงทุนในโครงการลงทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของของประเทศ ซึ่งโครงการเหล่านี้ มักเป็นโครงการที่มีขนาดใหญ่และใช้วงเงินลงทุนสูง จากประกาศคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ เรื่อง หลักเกณฑ์ของโครงการขนาดใหญ่ของรัฐวิสาหกิจ ได้กำหนดนิยามไว้ว่าเป็นโครงการลงทุนที่มีกรอบวงเงินที่เสนอต่อคณะรัฐมนตรีพิจารณาให้ความเห็นชอบตั้งแต่ 1 พันล้านบาทขึ้นไป

การดำเนินงานส่วนใหญ่ระดมเงินทุนผ่านวิธีการกู้ยืมเงิน ด้วยข้อจำกัดทางด้านงบประมาณ ในแต่ละปี รัฐวิสาหกิจไทยอาจจำเป็นต้องจัดหาแหล่งเงินทุนเพื่อลงทุนเพิ่มเติมนอกเหนือจากการใช้เงินงบประมาณเพื่อนำเงินทุนมาพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ ซึ่งรูปแบบการระดมทุนของรัฐวิสาหกิจไทยนั้น อาจมาจากการก่อหนี้ หรือการระดมทุนด้วยการใช้เครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่ต่างๆ เครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่ในบทความนี้ หมายถึง เครื่องมือทางการเงินที่มีความซับซ้อนมากกว่าการกู้เงินตามปกติด้วยการออกพันธบัตร ในส่วนนี้ จะกล่าวถึงกรอบนโยบายของภาครัฐในการจัดหาแหล่งเงินทุนสำหรับรัฐวิสาหกิจ แล้วจึงกล่าวถึงเครื่องมือในการระดมทุนสมัยใหม่ต่อไป

กรอบนโยบายของภาครัฐในการจัดหาแหล่งเงินทุนสำหรับรัฐวิสาหกิจ

โดยทั่วไป กรอบนโยบายของภาครัฐในการจัดหาแหล่งเงินทุนจะมีข้อจำกัดด้านงบประมาณที่ต้องคำนึงถึง รวมถึงเป้าหมายการรักษาวินัยทางการคลัง และกรอบการค้าประกันหนี้โดยกระทรวงการคลัง การจัดหาเงินทุนของรัฐวิสาหกิจภายใต้กรอบนโยบายของภาครัฐ สามารถแบ่งออกได้เป็น 4 แนวทางหลัก ดังนี้

1. การจัดหาเงินทุนผ่านการตั้งงบประมาณรายจ่ายในวิธีการงบประมาณแบบปกติ แนวทางนี้จะต้องนำเสนอโครงการต่อรัฐสภาเพื่อการกลั่นกรองและตรวจสอบ ทำให้โครงการมีความโปร่งใสและคุ้มค่ามากที่สุด
2. การจัดหาเงินทุนผ่านการก่อหนี้นอกเหนือจากงบประมาณรายจ่ายประจำปี ในกรณีที่มีความจำเป็น กระทรวงการคลังสามารถกู้เงินตาม พ.ร.บ. วิธีการงบประมาณ พ.ศ. 2502 มาตรา 9 ทวิ และตาม พ.ร.บ. การบริหารหนี้สาธารณะ พ.ศ. 2548 มาตรา 21 ได้

3. การจัดหาเงินทุนผ่านการกู้ยืมของรัฐวิสาหกิจ ตาม พ.ร.บ. การบริหารหนี้สาธารณะ พ.ศ. 2548 มาตรา 27 และ 28 กำหนดให้กระทรวงการคลังค้าประกันการชำระหนี้ของรัฐวิสาหกิจหรือสถาบันการเงิน ภาครัฐได้ไม่เกินร้อยละ 20 ของงบประมาณรายจ่ายประจำปีและงบประมาณรายจ่ายเพิ่มเติม

4. การจัดหาเงินทุนผ่านการร่วมลงทุนกับภาคเอกชน ตามพระราชบัญญัติการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ พ.ศ.2562 โครงการที่มีความเป็นไปได้ทางการเงินและผลตอบแทนน่าพอใจสามารถดำเนินการได้ตามกฎหมายนี้

แม้ว่าแนวทางการจัดหาเงินทุนทั้ง 4 นี้จะมีขั้นตอนการเสนอขออนุมัติที่คล้ายคลึงกัน โดยหน่วยงานเจ้าของโครงการต้องนำเสนอผลการศึกษาและวิเคราะห์โครงการผ่านรัฐมนตรีกระทรวงเจ้าสังกัด และผ่านความเห็นของสำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ ก่อนการอนุมัติจากคณะรัฐมนตรี แต่มีเพียงการจัดหาเงินทุนผ่านการตั้งงบประมาณรายจ่ายในวิธีการงบประมาณแบบปกติเท่านั้นที่ต้องผ่านการพิจารณาของรัฐสภาเพิ่มเติม โครงการของรัฐวิสาหกิจที่มีผลตอบแทนทางการเงินสูงสามารถดำเนินการตามพระราชบัญญัติการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ พ.ศ.2556 ได้ แต่หากโครงการใดมีผลตอบแทนทางการเงินไม่สูงพอหรือรัฐวิสาหกิจไม่พร้อมกู้ยืมเอง โครงการดังกล่าวก็ยังสามารถใช้งบประมาณรัฐบาลเป็นหลักได้

การก่อหนี้ของรัฐวิสาหกิจถือเป็นการก่อหนี้สาธารณะ ดังนั้น ทุกกิจกรรมที่เกี่ยวกับการบริหารหนี้สาธารณะ จะต้องอยู่ในแผนปฏิบัติราชการของสำนักงานบริหารหนี้สาธารณะประจำปี ซึ่งจะจัดทำและปรับปรุงแผนการบริหารหนี้สาธารณะเพื่อให้สอดคล้องกับยุทธศาสตร์ชาติและนโยบายการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของประเทศ หลังจากได้รับอนุมัติจากคณะรัฐมนตรีแล้ว รัฐวิสาหกิจที่ต้องการก่อหนี้เพื่อดำเนินโครงการลงทุนจะต้องนำแผนขออนุมัติต่อคณะรัฐมนตรีอีกครั้ง โดยผ่านกระทรวงต้นสังกัด และอาจต้องผ่านการค้าประกันเงินกู้จากกระทรวงการคลังอีกครั้งหนึ่ง

การก่อหนี้โดยการออกพันธบัตรของรัฐวิสาหกิจ

การก่อหนี้ของรัฐวิสาหกิจ หมายถึง หนี้ที่รัฐวิสาหกิจกู้มาเพื่อลงทุนในโครงการต่างๆ เช่น การขยายกำลังการผลิตกระแสไฟฟ้าและน้ำประปา การขยายบริการโทรศัพท์ การพัฒนาท่าเรือ เป็นต้น หรือเงินกู้เพื่อใช้ในการบริหารงานของรัฐวิสาหกิจเอง หนี้สินของรัฐวิสาหกิจประกอบด้วย หนี้สินที่มีรัฐบาลเป็นผู้ค้าประกันและไม่มีผู้ค้าประกัน ซึ่งการค้าประกันจากภาครัฐ นี้จะเป็นเครื่องมือที่ทำให้รัฐวิสาหกิจสามารถกู้เงินได้ด้วยต้นทุนต่ำและมีเงื่อนไขที่ดีกว่าการไม่ค้าประกัน และหากเป็นเงินกู้จากสถาบันการเงินระหว่างประเทศ เช่น ธนาคารโลก และธนาคารพัฒนาเอเชีย แล้ว รัฐบาลจำเป็นต้องให้การค้าประกันแก่การกู้เงินของรัฐวิสาหกิจ เนื่องจากเป็นข้อกำหนดของสถาบันการเงินเหล่านั้นในการให้สินเชื่อกับโครงการต่างๆ ที่พัฒนาโดยภาครัฐหรือรัฐวิสาหกิจ

ทั้งนี้ ช่องทางการก่อหนี้ของรัฐวิสาหกิจสามารถดำเนินการได้ด้วย 3 ช่องทางหลัก คือ การให้กู้ต่อ การค้าประกัน และการจัดหา ซึ่งทางกระทรวงที่เป็นต้นสังกัดดูแลหน่วยงานรัฐวิสาหกิจจะพิจารณาให้รัฐวิสาหกิจดำเนินการกู้เงินผ่านช่องทางการกู้เงินช่องทางใดช่องทางหนึ่งใน 3 ช่องทางนี้ โดยพิจารณาจากความมั่นคงทางการเงิน วัตถุประสงค์ของการกู้เงิน ระยะเวลา รวมถึงลักษณะของโครงการลงทุน ในแต่ละปี นอกจากนี้ จากการพัฒนาด้านตลาดทุนของประเทศไทย รัฐวิสาหกิจสามารถออกพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ (State-Owned

Enterprise Bonds) ซึ่งเป็นตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐวิสาหกิจ ทั้งที่เป็นพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่ได้รับการค้ำประกัน โดยกระทรวงการคลัง และพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่รัฐบาลไม่ค้ำประกัน ผลตอบแทนของพันธบัตรจะขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยของตลาดเงินในขณะนั้น เป็นไปตามระดับความเสี่ยง และระยะเวลาครบกำหนดไถ่ถอน โดยปกติพันธบัตรที่มีอายุคงเหลือยาวจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าพันธบัตรรุ่นที่มีอายุคงเหลือสั้น และพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่กระทรวงการคลังไม่ค้ำประกันจะให้ผลตอบแทนสูงกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับพันธบัตรที่กระทรวงการคลังค้ำประกันและพันธบัตรรัฐบาล

การร่วมลงทุนระหว่างภาครัฐและเอกชน

การร่วมลงทุนระหว่างรัฐกับเอกชน (Public-Private Partnership: PPP) เป็นรูปแบบการดำเนินงานที่ภาครัฐเปิดโอกาสให้ภาคเอกชนเข้ามีส่วนร่วมในการจัดหาเงินทุน ออกแบบ ดำเนินการ และบริหารโครงการที่ตามปกติจะดำเนินการโดยภาครัฐ โดยทั่วไปโครงการเหล่านี้มักเป็นโครงสร้างพื้นฐาน เช่น ระบบขนส่ง ระบบน้ำ และน้ำเสีย โครงการพลังงาน และสิ่งอำนวยความสะดวกสาธารณะ เช่น โรงเรียนและโรงพยาบาล โดยมุ่งเน้นการให้บริการที่มีประสิทธิภาพ คุ่มค่าสูง และมีต้นทุนต่ำกว่ากรณีดำเนินการโดยภาครัฐเองทั้งหมด โดยลักษณะสำคัญของ PPP ได้แก่

1. การแบ่งปันความเสี่ยงและความรับผิดชอบ ทั้งสองฝ่ายจะแบ่งปันความเสี่ยงและความรับผิดชอบ โดยภาคเอกชนมักจะนำเสนอความมีประสิทธิภาพ นวัตกรรม และการลงทุน ในขณะที่ภาครัฐจะให้การสนับสนุนด้านกฎระเบียบและสภาพแวดล้อมที่เสถียร
2. ความร่วมมือระยะยาว ข้อตกลง PPP มักเป็นระยะยาว ครอบคลุมหลายปีหรือแม้กระทั่งหลายทศวรรษ ซึ่งจะช่วยให้เกิดความต่อเนื่องและการลงทุนอย่างยั่งยืนในบริการสาธารณะและโครงสร้างพื้นฐาน
3. การจัดหาเงินทุน การจัดหาเงินทุนจากภาคเอกชนช่วยลดภาระทางการเงินทันทีสำหรับรัฐบาล ทำให้สามารถจัดสรรเงินทุนสาธารณะไปใช้ในลำดับความสำคัญอื่น ๆ ได้ ภาคเอกชนมักจะคืนทุนผ่านค่าบริการจากผู้ใช่ การชำระเงินจากรัฐบาล หรือการรวมกันของทั้งสองวิธี ประสิทธิภาพและความเชี่ยวชาญ
4. การมีส่วนร่วมของภาคเอกชนสามารถนำไปสู่การมีประสิทธิผลมากขึ้นและการประยุกต์ใช้ความเชี่ยวชาญเฉพาะด้าน ซึ่งอาจส่งผลให้เกิดการประหยัดค่าใช้จ่ายและคุณภาพของบริการที่ดีขึ้น

นอกจากนี้ PPP นำมาใช้เป็นเครื่องมือที่เหมาะสมในการสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐานของประเทศ เนื่องจากด้วยเหตุผลสามประการ ประการแรก คือ โครงการสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐานมักจะเป็นโครงการที่ให้ผลตอบแทนดี ซึ่งสามารถสร้างความน่าสนใจแก่เอกชนในการเข้าประมูล ประการที่สอง นอกจากเอกชนจะเป็นผู้ดำเนินการเพียงอย่างเดียวแล้ว หากให้เอกชนเป็นผู้ช่วยออกแบบในโครงการจะช่วยให้การออกแบบนั้นตรงตามจุดประสงค์ของการใช้งานมากขึ้น ประการที่สาม การให้บริการและการดำเนินงานของเอกชนจะช่วยให้เกิดประสิทธิภาพของการทำงานมากขึ้น

ปัจจุบันได้มีการปรับปรุงพระราชบัญญัติการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ พ.ศ.2562 ให้มีความชัดเจนในบทบาทหน้าที่ของแต่ละหน่วยงาน และมีการกำหนดแผนยุทธศาสตร์และระบุว่ากิจการประเภทใดที่ควรให้เอกชนร่วมลงทุน รวมถึงการจัดตั้งให้เกิดกองทุนเพื่อส่งเสริมให้เกิดโครงการความร่วมมือภาครัฐและ

เอกชน การโอนความรับผิดชอบในงานส่วนต่างๆ ไปให้ภาคเอกชน ก็เหมือนโอนความเสี่ยงทางการเงินไปให้เอกชนด้วย ในกรณีที่ภาครัฐให้เอกชนร่วมดำเนินการตั้งแต่เริ่มออกแบบ ก่อสร้าง บริหารดำเนินงาน จะดูเหมือนว่าภาครัฐจะเสียการควบคุมสินทรัพย์ดำเนินงานต่างๆ ของโครงการไป แต่ภาครัฐสามารถกำหนดในข้อตกลง (PPP Agreement) เพื่อควบคุมการดำเนินงานต่างๆ ของเอกชนผู้พัฒนาให้เป็นไปตามที่รัฐต้องการได้ เช่น การกำหนดอัตราการใช้บริการ (User Rates) มาตรฐานการดำเนินงาน และการใช้กฎหมาย

โดยทั่วไปลักษณะของโครงการที่ควรพิจารณาการลงทุนในรูปแบบ PPP ได้แก่โครงการเพื่อประโยชน์สาธารณะตามนโยบายของรัฐ เช่น กิจการทางหลวง รถไฟ ท่าอากาศยาน ท่าเรือ ประปา โครงสร้างพื้นฐานเพื่อการสารสนเทศและการสื่อสาร เป็นต้น เป็นโครงการที่มีความคุ้มค่าทางเศรษฐศาสตร์ และมีส่วนของการดำเนินงานในโครงการที่ภาคเอกชนทำได้ดีกว่ารัฐ โดยหากลงทุนและดำเนินการโดยภาครัฐเองทั้งหมดจะทำให้มีต้นทุนสูง การดำเนินงานล่าช้า ไม่มีประสิทธิภาพ หรือมีข้อจำกัดด้านต่างๆ เช่น งบประมาณ บุคลากร องค์ความรู้ หรือข้อจำกัดทางเทคนิคเฉพาะ เป็นต้น

การระดมทุนผ่านกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน

กองทุนโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Fund) เป็นกองทุนรวมประเภทหนึ่งที่ตั้งขึ้นเพื่อระดมทุนจากผู้ลงทุนทั่วไปทั้งรายย่อยและสถาบัน เพื่อลงทุนในกิจการโครงสร้างพื้นฐานที่เป็นประโยชน์สาธารณะในวงกว้างของประเทศไทย โดยกิจการโครงสร้างพื้นฐานเหล่านี้เป็นกิจการที่มีความจำเป็น และเป็นประโยชน์ในการพัฒนาประเทศ อีกทั้งเป็นโครงการที่ใช้เงินลงทุนค่อนข้างสูง กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานจึงจะสามารถช่วยแบ่งเบาภาระงบประมาณการลงทุนและการก่อหนี้สาธารณะของภาครัฐ ตลาดจึงเป็นทางเลือกในการระดมทุนของภาคเอกชนในการพัฒนากิจการโครงสร้างพื้นฐานเหล่านี้ได้

กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเป็นช่องทางหนึ่งในการระดมทุนของภาครัฐ ซึ่งกิจการโครงสร้างพื้นฐานโดยส่วนใหญ่เป็นโครงการที่มีมูลค่าการลงทุนค่อนข้างสูง การระดมทุนในรูปแบบของการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่อลงทุนในกระแสรายได้หรือสิทธิในการจัดหาประโยชน์จากกิจการ โครงสร้างพื้นฐานจะไม่ถือเป็นการก่อหนี้สาธารณะ และรัฐวิสาหกิจยังคงเป็นเจ้าของ และผู้บริหารกิจการ โครงสร้างพื้นฐานอยู่เช่นเดิม ดังนั้น จึงไม่ถือว่าเป็นการขายทรัพย์สินของรัฐวิสาหกิจ เป็นการใช้ศักยภาพในการหารายได้ในอนาคต (Future Flows) ของกิจการโครงสร้างพื้นฐานมาระดมทุนแทน นอกจากนี้ ยังเป็นการเพิ่มบทบาทของตลาดทุนในการเป็นช่องทางระดมทุนสำหรับกิจการภาครัฐ และเพิ่มทางเลือกการลงทุนที่น่าสนใจให้กับผู้ลงทุนโดยทั่วไปอีกด้วย

ในประเทศไทย มีการระดมทุนผ่านกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย หรือ Thailand Future Fund (TFFIF) เป็นกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานที่ได้จดทะเบียนทรัพย์สินเริ่มแรกของกองทุนเมื่อวันที่ 24 พฤศจิกายน 2559 โดยมีวัตถุประสงค์ในการนำเงินที่ได้จากการเสนอขายหน่วยลงทุนไปลงทุนในทรัพย์สินกิจการโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐที่มีศักยภาพในการสร้างรายได้ให้แก่กองทุน เช่น ทางหลวงพิเศษหมายเลข 7 (มอเตอร์เวย์) ทางหลวงพิเศษหมายเลข 9 (วงแหวนรอบนอก-กาญจนาภิเษก) การขยายระบบทางพิเศษ และทางเชื่อมต่อนอื่นๆ เป็นต้น ที่จะช่วยแบ่งเบาภาระภาครัฐในการลงทุนเพื่อขยายเส้นทางคมนาคมในการรองรับปริมาณการจราจรและเพิ่มทางเลือกให้กับผู้ลงทุนในการนำเอาค่าธรรมเนียมผ่านทางมาจ่ายเป็นเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น

การระดมทุนผ่านการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)

ณัฐริรา เตชะหรวุจิตร และคณะ (2552) ได้ทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับการระดมทุนผ่านการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ โดยสามารถสรุปได้ว่า การระดมทุนผ่านการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ คือ กระบวนการแปลงสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องต่ำหรือเปลี่ยนมือยาก (Non-marketable Assets) ให้เป็นหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องสูง สามารถเปลี่ยนมือได้ง่าย (Marketable Securities) เพื่อจำหน่ายแก่ผู้ลงทุน ซึ่งสินทรัพย์ที่นำมาแปลงเป็นหลักทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นสินทรัพย์ที่มีกระแสรายรับในอนาคต โดยจะมีการขายสินทรัพย์ของเจ้าของกองทรัพย์สินเดิม (Originator) ให้กับนิติบุคคลเฉพาะกิจหรือ SPV (Special Purpose Vehicles) เพื่อเป็นตัวกลางในการออกหลักทรัพย์ที่มีกองทรัพย์สินดังกล่าวหนุนหลัง และเพื่อทำหน้าที่รับสภาพหนี้แทนเจ้าของสินทรัพย์เดิม โดยแยกความเป็นเจ้าของหลักทรัพย์ออกจากเจ้าของสินทรัพย์เดิม ทำให้นักลงทุนไม่ต้องรับความเสี่ยงในด้านอื่นๆ ของ Originator อีกทั้งธุรกรรมนี้อาจช่วยให้ภาคธุรกิจมีต้นทุนเงินทุนต่ำลง

ตัวอย่างสินทรัพย์ที่สามารถนำมาทำการระดมทุนผ่านการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ได้แก่ กระแสรายรับจากโครงการสาธารณูปโภค หรือ กระแสรายรับจากโครงการที่ได้รับสัมปทานของภาครัฐ เป็นต้น การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ถือเป็นประโยชน์ทางบัญชี จากการเปลี่ยนสินทรัพย์ที่สภาพคล่องต่ำในงบแสดงฐานะการเงินออกไปเป็นเงินสด ทำให้สินทรัพย์และหนี้สินในงบแสดงฐานะการเงินลดลง เจ้าของสินทรัพย์จะมีความสามารถในการก่อหนี้ใหม่เพิ่มได้ในอนาคต ตัวอย่างโครงสร้างการระดมทุนในรูปแบบของการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ กระทรวงการคลังโดยกรมธนารักษ์เคยใช้วิธีการระดมทุนโดยการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ในการก่อสร้างศูนย์ราชการกรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ ซึ่งในขณะนั้นกรมธนารักษ์มีนโยบายที่ชัดเจนว่าไม่ต้องการใช้เงินงบประมาณและไม่ต้องการก่อให้เกิดหนี้สาธารณะ โดยมีการจัดตั้งบริษัท ธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด เพื่อทำหน้าที่ลงทุนก่อสร้างอาคารและบริหารโครงการศูนย์ราชการ กรุงเทพมหานคร รวมทั้งบริหารจัดการทรัพย์สินอื่นของรัฐตามนโยบายรัฐบาล โดยมีฐานะเป็นรัฐวิสาหกิจสังกัดกรมธนารักษ์

ทั้งนี้ หากภาครัฐให้ความสำคัญต่อการลดระดับหนี้สาธารณะและให้ความสำคัญกับมาตรการรัดเข็มขัดทางการคลัง (Fiscal Consolidation) การใช้แนวทางระดมทุนโดยวิธีแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เช่น สิทธิในกระแสรายได้จากค่าผ่านทางหรือค่าเช่า เป็นตราสารที่สามารถเสนอขายในตลาดทุน ภาครัฐสามารถระดมทุนล่วงหน้าโดยไม่ต้องก่อหนี้เพิ่มเติมผ่านการกู้ยืมหรือพันธบัตร ซึ่งช่วยลดภาระด้านหนี้สาธารณะในภาพรวมของประเทศ นอกจากนี้จะลดภาระทางการเงินของภาครัฐแล้วยังถือเป็นการส่งเสริมความร่วมมือระหว่างรัฐและเอกชน ตลอดจนสนับสนุนการเติบโตของเศรษฐกิจในภาพรวมและเป็นการช่วยพัฒนาตลาดทุนอีกทางหนึ่งด้วย

การระดมทุนผ่านสินทรัพย์ดิจิทัล (Digital Assets)

การระดมทุนผ่านสินทรัพย์ดิจิทัลประเภทโทเคน (Tokenization) เป็นเครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่ที่จะช่วยเปลี่ยนสินทรัพย์หรือสิทธิในสินทรัพย์ให้อยู่ในรูปแบบดิจิทัลบนเทคโนโลยีบล็อกเชน โดยเป็นหนึ่งในแนวทางที่สามารถนำมาใช้ในการระดมทุนสำหรับรัฐวิสาหกิจในโครงการขนาดใหญ่หรือการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานสำคัญ สินทรัพย์ดังกล่าวอาจเป็นสิ่งที่จับต้องได้ เช่น ที่ดิน อาคาร หรือทรัพยากรธรรมชาติ หรือสิ่งที่จับต้องไม่ได้ เช่น สิทธิในกระแสรายได้ในอนาคต โทเคนเหล่านี้สามารถแบ่งเป็น Security Tokens ซึ่งแสดงสิทธิในทางการเงิน เช่น ส่วนแบ่งรายได้หรือหุ้นในโครงการ และ Utility Tokens ซึ่งแสดงสิทธิในการเข้าถึงบริการหรือสินค้า

ของโครงการ การใช้ Tokenization ช่วยเพิ่มความคล่องตัวและทำให้การจัดการสินทรัพย์มีประสิทธิภาพมากขึ้นผ่านระบบดิจิทัล

นอกจากนี้ โทเค็นยังสามารถแบ่งหน่วยให้เล็กลงได้ ทำให้ผู้ลงทุนรายย่อยเข้าถึงการลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ได้ง่ายขึ้น ทั้งนี้ การบันทึกข้อมูลธุรกรรมบนบล็อกเชนยังเพิ่มความโปร่งใสและความเชื่อมั่นในกระบวนการลงทุน ลดความเสี่ยงต่อการทุจริตหรือความไม่โปร่งใสด้านการเงิน การกระจายความเสี่ยงในพอร์ตการลงทุนก็เป็นอีกข้อได้เปรียบ โดยนักลงทุนสามารถเลือกซื้อโทเค็นในส่วนที่สอดคล้องกับความต้องการและเป้าหมายการลงทุนเฉพาะของตนได้

รัฐวิสาหกิจสามารถนำ Tokenization มาประยุกต์ใช้ในโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ เช่น ระบบขนส่งสาธารณะหรือโครงการพลังงานสะอาด โดยโทเค็นสามารถสร้างขึ้นเพื่อสะท้อนสิทธิในรายได้หรือสิทธิการเข้าถึงบริการในโครงการ ในต่างประเทศ มีการใช้ Tokenization เพื่อระดมทุนในโครงการด้านพลังงานหมุนเวียนหรืออสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่ โดยเปิดโอกาสให้นักลงทุนซื้อโทเค็นเพื่อเข้าถึงส่วนแบ่งรายได้หรือผลตอบแทนจากโครงการ รูปแบบนี้สามารถนำมาปรับใช้กับรัฐวิสาหกิจไทย เพื่อช่วยระดมทุนในโครงการที่ต้องการเงินทุนจำนวนมาก โดยไม่กระทบต่องบประมาณของรัฐโดยตรง

นอกจากนี้ โครงการที่มุ่งเน้นเป้าหมายเพื่อความยั่งยืน เช่น ด้านสิ่งแวดล้อม สามารถใช้ Green Tokens เพื่อดึงดูดนักลงทุนที่มองหาโอกาสลงทุนที่เน้นผลกระทบเชิงบวกต่อสังคม การใช้โทเค็นในรูปแบบนี้ยังสามารถช่วยลดภาระทางการเงินของรัฐโดยการแบ่งปันความเสี่ยงกับภาคเอกชนผ่านรูปแบบการร่วมทุน (PPP) อีกด้วย

อย่างไรก็ตาม การใช้ Tokenization จำเป็นต้องอยู่ภายใต้กรอบกฎหมายและการกำกับดูแลที่ชัดเจน โดยเฉพาะในเรื่องของหลักทรัพย์และการระดมทุนดิจิทัล เพื่อป้องกันความเสี่ยงต่อทั้งนักลงทุนและหน่วยงานรัฐ นอกจากนี้ บุคลากรของรัฐวิสาหกิจและผู้เกี่ยวข้องต้องได้รับการพัฒนาองค์ความรู้และทักษะที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีใหม่ๆ ต้องตามให้เท่าทันก่อนการตัดสินใจใช้งาน รวมถึงประเด็นการรักษาความปลอดภัยในโลกไซเบอร์เป็นอีกหนึ่งประเด็นสำคัญเช่นกัน

ตารางที่ 1 ตารางเปรียบเทียบกรณีศึกษาในต่างประเทศ

หัวข้อ	กรณีศึกษาต่างประเทศ	กรณีศึกษาประเทศไทย	ความเหมือนและความแตกต่าง
พันธบัตรสีเขียว	ยุโรป: ฝรั่งเศสและเยอรมนี ออก Green Bonds เพื่อ ระดมทุนในโครงการ พลังงานสะอาดที่สอดคล้อง กับ ESG	ไทย: ธนาคารเพื่อการส่งออกและ นำเข้าแห่งประเทศไทย (EXIM BANK) ซึ่งเป็นสถาบันการเงิน ของรัฐออกพันธบัตรสีเขียว มูลค่า 5 พันล้านบาท	ทั้งสองประเทศเน้นความยั่งยืน แต่ยุโรปมีประสบการณ์มากกว่า และได้รับการสนับสนุนจาก ตลาดทุนระหว่างประเทศ

ตารางที่ 1 (ต่อ)

หัวข้อ	กรณีศึกษาต่างประเทศ	กรณีศึกษาประเทศไทย	ความเหมือนและความแตกต่าง
การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)	สหรัฐฯ: ใช้ Securitization ในการระดมทุนผ่านการแปลงสินทรัพย์ เช่น สิทธิในกระแสรายได้จากค่าผ่านทาง หรือ การผ่อนชำระสินเชื่อ มาเป็นตราสารที่ซื้อขายในตลาดได้	ไทย: ใช้ในโครงการใหญ่ เช่น การออกหุ้นกู้เพื่อสนับสนุนการก่อสร้างศูนย์ราชการแจ้งวัฒนะ โดยบริษัท ธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ ซึ่งเป็นหน่วยงานภายใต้กรมธนารักษ์ นำรายได้ค่าเช่าพื้นที่ในอนาคตมาประเมินมูลค่าและแปลงเป็นสินทรัพย์หมุนหลังหุ้นกู้ Securitization มูลค่ารวมประมาณ 24,000 ล้านบาท ได้รับอันดับเครดิต AAA	เหมือนกันในเป้าหมายการแปลงสินทรัพย์ให้เข้าถึงตลาดทุน แต่ไทยยังใช้ในรอบจำกัดเมื่อเทียบกับสหรัฐฯ ที่มีตลาดรองรับชัดเจน
กองทุนโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Fund)	อินเดีย: ตั้ง Infrastructure Investment Trusts (InvITs) เพื่อระดมทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ โดยเฉพาะด้านพลังงานและการคมนาคม	ไทย: มีการตั้ง Infrastructure Fund เช่น กองทุน TFFIF เพื่อระดมทุนจากนักลงทุนในประเทศ โดยอิงกับรายได้จากมอเตอร์เวย์และทางด่วน	ทั้งสองประเทศใช้แนวทางเดียวกัน แต่ไทยยังพึ่งพากลยุทธ์ภายในประเทศมากกว่า ในขณะที่อินเดียดึงดูดเงินทุนจากตลาดโลกได้มากกว่า
PPP (Public-Private Partnerships)	สิงคโปร์: ใช้โมเดล PPP ในโครงการโครงสร้างพื้นฐาน เช่น ท่าเรือและรถไฟฟ้ามวลชน โดยให้เอกชนแบ่งปันรายได้ในระยะยาวเพื่อเพิ่มแรงจูงใจ	ไทย: โครงการ PPP เช่น รถไฟฟ้าสายต่าง ๆ ยังมีข้อจำกัดในด้านขั้นตอนการดำเนินงาน และการดึงดูดเอกชนเข้าร่วมโครงการ	สิงคโปร์มีการจัดการที่คล่องตัวกว่า ในขณะที่ไทยยังมีข้อจำกัดในเชิงนโยบายและกรอบเวลาของโครงการ
การใช้สกุลเงินดิจิทัล	เอลซัลวาดอร์: ออก Bitcoin Bonds เพื่อนำเงินทุนมาพัฒนาโครงการ Bitcoin City และโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัล	ไทย: พัฒนาสกุลเงินดิจิทัล Baht Digital ภายใต้โครงการ Central Bank Digital Currency (CBDC) แต่ยังไม่ได้ใช้งานในการระดมทุนในระดับรัฐวิสาหกิจหรือโครงสร้างพื้นฐาน	ต่างประเทศเริ่มใช้งานในระดับจริงจังแล้ว ในขณะที่ไทยอยู่ในขั้นตอนทดลองและพัฒนาเทคโนโลยี
การใช้ Tokenization	UAE: ใช้ Tokenization ในอสังหาริมทรัพย์และโครงการพัฒนาเมืองดูไบ เช่น การแปลงสินทรัพย์อสังหาริมทรัพย์เป็นโทเคนดิจิทัลที่ซื้อขายได้บนบล็อกเชน ผ่าน platform eMart ที่เปิดโอกาสการลงทุนให้ผู้ลงทุนรายย่อยได้มีส่วนร่วม	ไทย: การทดลองใช้ Tokenization ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้น โดยต้องพัฒนากฎหมายรองรับเพิ่มเติมแต่ยังไม่ได้ใช้งานในการระดมทุนในระดับรัฐวิสาหกิจหรือโครงสร้างพื้นฐาน	ต่างประเทศมีการใช้อย่างแพร่หลายและมีกฎหมายรองรับ ในขณะที่ไทยยังอยู่ในช่วงทดลองและพัฒนาโครงสร้างที่เกี่ยวข้อง

ที่มา: จากการศึกษาโดยผู้เขียน (2567)

ทฤษฎีและหลักวิชาการ

ทฤษฎีเกี่ยวกับภาระต้นทุนของรัฐวิสาหกิจ จะมุ่งเน้นที่การพยายามเพิ่มประสิทธิภาพทางเศรษฐกิจและความสมดุลทางสังคม **ทฤษฎีต้นทุนเงินทุนและประสิทธิภาพ (Cost of Capital and Efficiency Theory)** พัฒนามาจากงานของนักเศรษฐศาสตร์หลายท่านที่ศึกษาเกี่ยวกับ **ความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนเงินทุนประสิทธิภาพขององค์กร และบทบาทของรัฐ** ภายใต้สมมติฐานว่าภาครัฐเป็นผู้ควบคุมรัฐวิสาหกิจ จึงมีแรงจูงใจในการให้เงินทุนต้นทุนต่ำผ่านการกู้ยืมที่รัฐรับรอง หรือการจัดสรรงบประมาณโดยตรง เพื่อกระตุ้นการลงทุนในโครงการที่เป็นประโยชน์ต่อสังคม ถึงแม้ว่าผลตอบแทนทางเศรษฐกิจอาจต่ำกว่าการลงทุนในตลาดเสรี (Shleifer & Vishny, 1994; Megginson & Netter, 2001) ทฤษฎีนี้เชื่อว่ารัฐมีความมั่นคงสามารถให้รัฐวิสาหกิจได้ด้วยต้นทุนที่ต่ำและมีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตาม ด้วยภาระทางการคลังที่เพิ่มสูงขึ้นทำให้ทฤษฎีนี้มีบทบาทน้อยลงในบริบทของประเทศไทย หากพิจารณาในประเด็นด้านกฎระเบียบ รัฐวิสาหกิจที่ดำเนินการภายใต้ข้อจำกัดของรัฐ เช่น การควบคุมราคา หรือการให้บริการแก่ประชาชนในราคาต่ำ มักต้องพึ่งพาเงินสนับสนุนโดยตรงจากงบประมาณรัฐบาล การพึ่งพานี้อาจลดประสิทธิภาพและก่อให้เกิดความเสี่ยงในระยะยาวได้ (Laffont & Tirole, 1993)

ทฤษฎีการแข่งขัน (Competition Theory) (Boycko et al., 1996) กล่าวไว้ว่า การที่รัฐวิสาหกิจมีบทบาทในตลาดที่มีการแข่งขันต่ำ (Monopoly) มักทำให้ SOEs พึ่งพาการสนับสนุนจากรัฐอย่างต่อเนื่องซึ่งมีแนวโน้มจะออกพันธบัตรเพื่อสนับสนุนโครงการ อย่างไรก็ตาม หากรัฐวิสาหกิจถูกกำหนดให้ดำเนินงานในตลาดที่มีการแข่งขันเสรี การระดมทุนอาจมาจากการผสมผสานระหว่างการออกพันธบัตรหรือหุ้นสามัญ เพื่อเพิ่มความโปร่งใสและสร้างแรงจูงใจในการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ นำไปสู่ **ทฤษฎีการระดมทุนผ่านตลาดทุน** โดยรัฐวิสาหกิจในบางประเทศ เช่น ประเทศจีน มีการระดมทุนผ่านตลาดทุนโดยการออกหุ้น IPO เพื่อเพิ่มความโปร่งใสและลดการพึ่งพาการสนับสนุนของรัฐ ทฤษฎีนี้สอดคล้องกับมุมมองที่ว่า การมีนักลงทุนเอกชนเป็นเจ้าของร่วมจะช่วยลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) และปรับปรุงการกำกับดูแล (Megginson & Netter, 2001) อย่างไรก็ตาม ยังไม่สามารถลดปัญหาข้อมูลอสมมาตร (Asymmetric Information) ลงได้

ทฤษฎีที่สามารถลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลในการจัดหาเงินทุนให้กับองค์กรต่างๆ ก็คือ **ทฤษฎีการจัดลำดับแหล่งเงินทุน (Pecking Order Theory)** ของ Myers and Majluf (1984) ที่กล่าวว่า “หากกิจการต่างๆ จะระดมทุน ก็มักจะเลือกระดมทุนจากแหล่งเงินทุนโดยเริ่มจากการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน หากเงินทุนภายในไม่เพียงพอ ก็จะระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งจะเริ่มจากการระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้ หากการระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้ยังไม่เพียงพอ ลำดับถัดมาก็จะระดมทุนด้วยการออกตราสารทุน”

Ensafrica (2024) ได้เสนองานวิจัยที่ชี้ให้เห็นถึงการนำรูปแบบความเป็นเจ้าของแบบผสม (hybrid ownership) มาใช้มากขึ้น ซึ่งรัฐและภาคเอกชนถือหุ้นร่วมกัน วิธีนี้ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพจากภาคเอกชนและยังคงเป้าหมายของภาครัฐไว้ โดยเสนอร่างกฎหมายรัฐวิสาหกิจแห่งชาติ (National State Enterprises Bill) เพื่อจัดตั้งบริษัทโฮลดิ้งสำหรับกำกับดูแลรัฐวิสาหกิจ โดยรวมศูนย์การกำกับดูแลและลดความไม่มีประสิทธิภาพแนวทางนี้สะท้อนแนวปฏิบัติที่ดีที่สุดของ OECD (2015) ซึ่งเน้นให้ SOEs ดำเนินการในกรอบกฎระเบียบที่เรียบง่าย มีความโปร่งใส และลดการแทรกแซงทางการเมือง โดยมีเป้าหมายเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและปรับปรุงการจัดการโครงสร้างเงินทุนและความเสี่ยงของ

อย่างไรก็ตาม ปัจจัยหลักที่เป็นตัวกำหนดความน่าสนใจในการออกตราสารหนี้ของรัฐบาลได้แก่ ปริมาณเงินในระบบและอัตราดอกเบี้ย หากพิจารณาในมุมปริมาณเงินในระบบ หากปริมาณเงินในระบบที่มีอยู่มาก สภาพคล่องในตลาดจะอยู่ในระดับค่อนข้างสูง สนับสนุนการออกตราสารหนี้สำหรับรัฐบาล

หากพิจารณาในมุมมองอัตราดอกเบี้ยในตลาดการเงิน พบว่า หากอัตราดอกเบี้ยในระบบเศรษฐกิจ อยู่ในระดับต่ำมาก เช่น เมื่อประมาณปี พ.ศ. 2561 อัตราผลตอบแทนต่อปี (Yield) ของพันธบัตรรัฐบาล อายุ 10 ปี อยู่ในระดับที่ต่ำมาก เช่น ประมาณ 1.53% ต่อปี ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย อยู่ที่ 1.5% หมายความว่าอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลสูงกว่าเพียงแค่ 0.03% ซึ่งเป็นอัตราที่ต่ำมาก จึงเป็นปัจจัยที่เอื้ออำนวยต่อการก่อหนี้ในภาพรวม ในทางตรงกันข้ามแล้ว หากอัตราผลตอบแทนต่อปี (Yield) ของพันธบัตรรัฐบาล อายุ 10 ปี อยู่ในระดับที่ 3.90% ต่อปี ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยอยู่ที่ 2.5% หมายความว่าอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลสูงกว่าเพียงแค่ 1.40% ซึ่งเป็นส่วนต่างที่สูงมาก เมื่อเทียบกับสถานการณ์ในอดีต จึงเป็นปัจจัยที่ไม่เอื้ออำนวยต่อการก่อหนี้ในภาพรวม

นอกจากนี้ สถานการณ์ดอกเบี้ยและส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวและพันธบัตรระยะสั้น (Term Spread) ก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่สำคัญ หากส่วนต่างนี้แคบ เช่น ในกรณี ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลของประเทศไทยอายุ 2 ปี กับอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี แตกต่างกันน้อยมาก ดังนั้น การกู้เงินระยะยาวไม่แตกต่างกับการกู้เงินระยะสั้น ถ้ารัฐบาลต้องการลงทุนในโครงการระยะยาว แล้วต้องการกู้เงินระยะยาว ก็ควรจะกู้ระยะยาวที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้ตามอายุของโครงการ เป็นต้น

การสังเคราะห์ข้อเสนอในการจัดหาแหล่งเงินทุนของรัฐบาล

รัฐบาลจะมีโครงสร้างการถือครองหุ้นที่แตกต่างจากบริษัทในภาคเอกชน เพราะหากภาครัฐเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จะต้องดำเนินกิจการอยู่ภายใต้กรอบนโยบายจากภาครัฐบาล จึงไม่เป็นอิสระจากนโยบายของภาครัฐ และการตัดสินใจต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับเงินทุน ก็ไม่ได้ตัดสินใจจากปัจจัยภายในองค์กรเพียงด้านเดียว เนื่องจากการก่อหนี้ของรัฐบาลซึ่งถือหุ้นโดยภาครัฐ จะมีผลผูกพันกับระดับหนี้สาธารณะของประเทศด้วย ดังนั้น ธรรมเนียมปฏิบัติของรัฐบาลไทยในการจัดหาแหล่งเงินทุนเพื่อดำเนินโครงการขนาดใหญ่ของรัฐบาลจึงถูกตีกรอบไว้ภายใต้ข้อจำกัดของนโยบายภาครัฐว่าด้วยการก่อหนี้ สถานการณ์ดอกเบี้ยในตลาดการเงินและภาวะเศรษฐกิจเท่านั้น และเมื่อเข้าข่ายโครงการที่สมควรให้เอกชนมีส่วนร่วมในการลงทุน จะถูกกำหนดโดยสำนักคณะกรรมการนโยบายการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ ตามพระราชบัญญัติการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ พ.ศ. 2556 และปรับปรุงเป็นพระราชบัญญัติการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ พ.ศ. 2562 ก็จะดำเนินการร่วมลงทุนแบบ PPP ดังนั้น การจัดลำดับขั้นตอนการเลือกใช้แหล่งเงินทุนจึงไม่มีความจำเป็น

อย่างไรก็ตาม ภายใต้ตลาดการเงินปัจจุบัน รัฐบาลก็มีทางเลือกในการใช้เครื่องมือสมัยใหม่อีกหลายชนิด แต่ยังไม่เป็นที่รู้จักในวงกว้าง สรศาสตร์ สุขเจริญสิน (2561) ได้เสนอกระบวนการในการเลือกแหล่งเงินทุนเบื้องต้นสำหรับรัฐบาลไว้ อย่างไรก็ตาม ข้อเสนอดังกล่าวยังมิได้ระบุเป็นลำดับกระบวนการอย่างชัดเจน การศึกษาได้ปรับปรุงข้อเสนอดังกล่าวโดยได้ระบุขั้นตอนที่ชัดเจนและเพิ่มเติมเครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่ที่เป็นการออกสินทรัพย์ดิจิทัลประเภทโทเคน (Tokenization) เข้ามาพิจารณาในกระบวนการด้วย ดังนั้น เพื่อให้

เป็นการสะดวกแก่ผู้ปฏิบัติงาน ผู้วิเคราะห์ทางการเงินอาจพิจารณาจากกระบวนการในการเลือกเครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่สำหรับรัฐวิสาหกิจ ตามแนวทางที่ผู้เขียนได้สังเคราะห์แนวทางเบื้องต้นในการเลือกแหล่งเงินทุนไว้เป็นขั้นตอนต่างๆ ดังนี้

ขั้นตอนที่ 1 ศึกษาความเป็นไปได้และวิเคราะห์โครงการ

ไม่ว่าจะเลือกแหล่งเงินทุนอย่างไร รัฐวิสาหกิจจะต้องประเมินความคุ้มค่าของโครงการก่อนเป็นลำดับแรก หากโครงการมีความคุ้มค่าทางเศรษฐกิจหรือมีความเป็นไปได้ทางการเงิน กรณีมีหลายโครงการที่รัฐวิสาหกิจต้องการลงทุน จะต้องมีการจัดลำดับความสำคัญของแต่ละโครงการก่อน โดยคำนึงถึงปัจจัยต่างๆ เช่น ความเร่งด่วน ความจำเป็น และความเสี่ยงของโครงการประกอบการพิจารณา

ขั้นตอนที่ 2 การเลือกแหล่งเงินทุนภายในของรัฐวิสาหกิจ

หลังจากศึกษาความคุ้มค่าของโครงการและโครงการได้รับการจัดลำดับความสำคัญแล้ว รัฐวิสาหกิจจึงดำเนินการในขั้นตอนการเลือกระดมทุน โดยสามารถระดมทุนได้จากแหล่งเงินทุนสองประเภท คือ แหล่งเงินทุนภายในและแหล่งเงินทุนภายนอก โดยรัฐวิสาหกิจควรพิจารณาการใช้แหล่งเงินทุนภายในที่มีอยู่ให้เสร็จสมบูรณ์ก่อน การใช้แหล่งเงินทุนภายในไม่ต้องมีค่าใช้จ่ายทางการเงิน ซึ่งจะช่วยให้ประสิทธิภาพและลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินโครงการได้

การระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายในรัฐวิสาหกิจนั้นก่อน เพื่อเป็นการลงทุนที่ทันต่อความต้องการของหน่วยงาน สภาพการแข่งขัน และไม่เป็นการแก่ภาครัฐโดยไม่จำเป็น ดังนั้น โครงการลงทุนที่ควรใช้แหล่งเงินทุนภายในมีลักษณะดังนี้

1) โครงการต่อเนื่องและผูกพันงบประมาณแล้ว โครงการขนาดเล็กและเร่งด่วน เช่น การซ่อมบำรุงหรือการลงทุนเพื่อทดแทนสินทรัพย์เดิม และโครงการที่เกี่ยวข้องกับแผนการดำเนินงาน จะได้รับการพิจารณาจัดสรรแหล่งเงินทุนภายในก่อน

2) โครงการลงทุนที่มีความเสี่ยงต่ำหากองค์กรสามารถประมาณการรายได้ กระแสเงินสด และกำไรจากโครงการได้อย่างแน่นอน และมีแหล่งเงินทุนภายในเพียงพอ ควรใช้เงินทุนภายในสำหรับโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำ

3) โครงการที่องค์กรมีความชำนาญในการบริหาร โครงการที่มีลักษณะคล้ายหรือเกี่ยวข้องกับธุรกิจที่องค์กรดำเนินการอยู่ เช่น การลงทุนที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจที่องค์กรทำอยู่ จะได้รับการพิจารณาใช้เงินทุนภายในก่อน

4) โครงการที่มีระยะเวลาคืนทุนเร็ว โครงการที่มีแนวโน้มได้รับกระแสเงินสดหรือผลตอบแทนกลับมาอย่างรวดเร็ว ควรใช้แหล่งเงินทุนภายในเพื่อให้กระแสเงินสดกลับมาในองค์กรเร็วขึ้น ทำให้องค์กรสามารถนำเงินไปลงทุนต่อเพื่อสร้างรายได้และผลตอบแทนในอนาคต

หากแหล่งเงินทุนภายในไม่เพียงพอที่จะระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งโดยปกติจะเริ่มจากการระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้ แต่ในกรณีของรัฐวิสาหกิจ การตัดสินใจก่อนหน้านี้อาจไม่ได้เกิดจากการตัดสินใจภายในองค์กรเพียงฝ่ายเดียว เพราะการก่อหนี้ของรัฐวิสาหกิจ มีผลผูกพันกับระดับหนี้สาธารณะของประเทศด้วย ทั้งๆ ที่ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับต้นทุนของเงินทุนได้ระบุไว้ การระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้จะมีต้นทุนของเงินทุนที่อยู่ในระดับต่ำกว่าการระดมทุนด้วยการใช้เงินทุนจากส่วนของเจ้าของเนื่องจากความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับตราสารหนี้ต่ำกว่า (Brealey, Myers, & Allen, 2020) นอกจากนี้ โครงการบางประเภท อาจเป็นโครงการที่

รัฐวิสาหกิจไม่ได้มีความเชี่ยวชาญ ต้องอาศัยความชำนาญของภาคเอกชนในการดำเนินโครงการเพื่อให้มีประสิทธิภาพในการดำเนินการ

ขั้นตอนที่ 3 การเลือกแหล่งเงินทุนภายนอกโดยการร่วมทุนกับภาคเอกชน

หากโครงการที่กำลังพิจารณาไม่ใช่โครงการลงทุนที่ควรใช้แหล่งเงินทุนภายในมีลักษณะดังขั้นตอนที่ 2 แล้ว ขั้นตอนต่อไปให้หน่วยงานรัฐวิสาหกิจพิจารณาว่า โครงการที่กำลังพิจารณาเข้าข่ายเป็นโครงการที่สมควรให้เอกชนมีส่วนร่วมในการลงทุนหรือไม่ เพื่อเป็นการลดความเสี่ยงในกรณีที่รัฐวิสาหกิจไม่มีความถนัด

ขั้นตอนที่ 3.1 หากเป็นโครงการที่ถูกกำหนดให้เป็นโครงการ Opt-Out

นิยามของโครงการที่สมควรให้เอกชนมีส่วนร่วมในการลงทุน จะถูกกำหนดโดยสำนักคณะกรรมการนโยบายการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ ตามพระราชบัญญัติการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ พ.ศ. 2556 และปรับปรุงเป็นพระราชบัญญัติการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ พ.ศ.2562 ประกอบด้วย กิจการพัฒนาระบบขนส่งมวลชนทางรางในเมือง กิจการพัฒนารถไฟฟ้าความเร็วสูง กิจการพัฒนาระบบโครงข่ายโทรคมนาคม และกิจการพัฒนาระบบอินเทอร์เน็ตความเร็วสูง ซึ่งหากโครงการเข้าเกณฑ์ Opt-Out ให้รัฐวิสาหกิจพิจารณาต่อไปว่า โครงการดังกล่าวมีภาคเอกชนใดสนใจที่จะเข้าร่วมลงทุนหรือไม่ ตามขั้นตอน 3.1.1 และกรณีไม่มีภาคเอกชนสนใจร่วมทุนตามขั้นตอน 3.1.2

ขั้นตอนที่ 3.1.1 กรณีมีภาคเอกชนสนใจร่วมทุน

หากรัฐวิสาหกิจมีโครงการที่ถูกพิจารณาเป็นหนึ่งในโครงการดังกล่าว ให้รัฐวิสาหกิจเจ้าของโครงการพิจารณาว่ามีภาคเอกชนใดสนใจร่วมลงทุนหรือไม่ หากมีภาคเอกชนใดสนใจร่วมลงทุน โครงการจะถูกพิจารณาใช้แหล่งเงินทุนจากการร่วมมีระหว่างภาครัฐและเอกชน หรือสามารถทำ PPP ได้เลยโดยไม่ต้องขอความเห็นชอบต่อคณะรัฐมนตรี

สำหรับการใช้แหล่งเงินทุนจากการทำ PPP จะถูกพิจารณาการลงทุนว่าเป็นการลงทุนที่ภาคเอกชนลงทุนทั้งหมด 100% หรือไม่ ซึ่งหากเป็นการลงทุนของภาคเอกชนทั้งหมดแล้ว รัฐวิสาหกิจจะไม่ต้องลงทุนเลย ถือเป็นภาระจบบริการ แต่ถ้าหากโครงการดังกล่าวเป็นการลงทุนที่เอกชนไม่ได้ลงทุน 100% ทำให้รัฐวิสาหกิจจะต้องใช้เงินในการลงทุนด้วยเช่นกัน โครงการดังกล่าวจะถูกจัดเข้าสู่กระบวนการจัดสรรเงินทุนร่วมกับโครงการที่ถูกจัดให้รัฐวิสาหกิจลงทุนด้วยตนเอง ตามขั้นตอนที่ 3.2.2

ขั้นตอนที่ 3.1.2 กรณีไม่มีภาคเอกชนสนใจร่วมทุน

หากไม่มีภาคเอกชนสนใจร่วมทุน ซึ่งแสดงถึงความไม่น่าสนใจของโครงการ อาจเป็นเพราะอัตราผลตอบแทนต่ำ สถานการณ์ทางเศรษฐกิจไม่เอื้ออำนวย หรือภาคเอกชนไม่มีความพร้อมหรือสนใจ รัฐวิสาหกิจนั้นก็ต้องขออนุมัติเงินอุดหนุนจากภาครัฐบาลในการขับเคลื่อนโครงการต่อไป

ขั้นตอนที่ 3.2 หากเป็นโครงการที่ไม่ได้ถูกกำหนดให้เป็นโครงการ Opt-Out

หากโครงการไม่อยู่ในรายการของโครงการที่คณะกรรมการนโยบายการให้เอกชนร่วมลงทุนกับกิจการของรัฐได้กำหนดให้เป็นโครงการ Opt-Out ขั้นตอนถัดไปคือการพิจารณาว่าโครงการควรมีการลงทุนจากเอกชนหรือมีความสนใจจากภาคเอกชนที่จะเข้าร่วมลงทุนหรือไม่

ขั้นตอนที่ 3.2.1 พิจารณาว่าเป็นโครงการที่ควรให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ

ในกรณีที่โครงการลงทุนไม่เข้าข่ายเกณฑ์ PPP แต่รัฐวิสาหกิจไม่มีความถนัดหรือโครงการนั้นมีความเสี่ยงสูง ควรดำเนินการตามแนวทางให้เอกชนที่มีประสบการณ์หรือความเชี่ยวชาญร่วมลงทุนในกิจการของรัฐวิสาหกิจจะเหมาะสมกว่า

ขั้นตอนที่ 3.2.2 พิจารณาว่าเป็นโครงการที่รัฐวิสาหกิจควรลงทุนเอง

ในกรณีที่โครงการลงทุนไม่เข้าข่ายเกณฑ์ PPP แต่รัฐวิสาหกิจมีความถนัดในการดำเนินโครงการที่มีลักษณะคล้ายกันหรือโครงการนั้นมีความเสี่ยงต่ำ รัฐวิสาหกิจก็ควรดำเนินการเอง

ขั้นตอนที่ 4 การจัดลำดับแหล่งเงินทุนภายนอกที่ไม่ใช่การร่วมทุนกับภาคเอกชน

การร่วมลงทุนกับภาคเอกชนเป็นการลดความเสี่ยงของรัฐวิสาหกิจในกิจการที่รัฐวิสาหกิจไม่มีความถนัด ดังที่ได้กล่าวไปแล้ว ดังนั้นเมื่อพิจารณาคัดกรองโครงการในขั้นตอนที่ 3 แล้ว ให้รัฐวิสาหกิจพิจารณาต่อไปว่าจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนใดระหว่างหนี้สินและทุน การเลือกก่อนนี้สามารถทำได้หากไม่ขัดต่อนโยบายภาครัฐที่เกี่ยวข้องกับหนี้สาธารณะโดยจัดลำดับแหล่งเงินทุน โดยการใช้แหล่งเงินทุนที่มีความเสี่ยงต่ำและซับซ้อนน้อยกว่า ก่อน เช่น การก่อหนี้ก่อน จากนั้นค่อยใช้แหล่งเงินทุนที่มีความเสี่ยงสูงกว่า ตามลำดับ คือ การออกกองทุนรวม โครงสร้างพื้นฐาน การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และการออกสินทรัพย์ดิจิทัลประเภทโทเคน ตามลำดับ

ขั้นตอนที่ 4.1 ตรวจสอบศักยภาพในการก่อหนี้ของรัฐวิสาหกิจ

ในขั้นตอนนี้ การจัดลำดับแหล่งเงินทุนของรัฐวิสาหกิจจะพิจารณาถึงระดับความสามารถในการก่อหนี้ หรือ Debt Capacity หากรัฐวิสาหกิจมีศักยภาพในการก่อหนี้และไม่เผชิญกับข้อจำกัดของเพดานหนี้สาธารณะ ในช่วงการพิจารณาโครงการ จะสามารถจัดหาเงินทุนผ่านการกู้ยืมเงินโดยตรงจากสถาบันการเงินหรือการออกพันธบัตรรัฐวิสาหกิจได้ การกู้ยืมเงินแบบนี้จำเป็นต้องผ่านการอนุมัติจากสำนักบริหารหนี้สาธารณะ (สบน.)

ขั้นตอนที่ 4.2 พิจารณาทางเลือกในการระดมทุนด้วยแหล่งเงินทุนสมัยใหม่

ในกรณีที่รัฐวิสาหกิจไม่สามารถกู้เงินหรือเจอเพดานหนี้สาธารณะสูง สามารถพิจารณาทางเลือกในการระดมทุนด้วยแหล่งเงินทุนสมัยใหม่ โดยอาจจัดกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานหรือการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ การเลือกทางเลือกในการระดมทุนนี้ต้องได้รับการพิจารณาอย่างรอบคอบเพื่อให้เหมาะสมกับสถานการณ์และความเหมาะสมของโครงการที่เกี่ยวข้อง

ขั้นตอนที่ 4.2.1 กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (Infrastructure Funds)

หากโครงการเข้าข่ายเป็นโครงการประเภทโครงสร้างพื้นฐาน รัฐวิสาหกิจก็ควรพิจารณาใช้แหล่งเงินทุนจากการระดมทุนด้วยกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เพราะมีความชัดเจน และสามารถระดมทุนผ่านตลาดทุนได้เลย โดยมีนิยามประเภทกิจการโครงสร้างพื้นฐานของกองทุนมีดังนี้ 1) ระบบขนส่งทางราง 2) ประปา 3) ท่าอากาศยาน 4) โทรคมนาคม 5) ระบบบริหารจัดการน้ำ/ชลประทาน 6) ไฟฟ้า 7) ถนน ทางพิเศษ หรือทางสัมปทาน 8) ท่าเรือ/น้ำลึก 9) พลังงานทางเลือก และ 10) ระบบป้องกันภัยธรรมชาติ 11) ระบบจัดการของเสีย 12) กิจการตาม ตามข้อ 1-11 หลายกิจการประกอบกัน

ทั้งนี้ กองทุนโครงสร้างพื้นฐานสามารถลงทุนในโครงการที่ยังก่อสร้างยังไม่เสร็จได้ (Greenfield Project) โดยหากเป็น Greenfield Project ไม่เกินร้อยละ 30 ของมูลค่าทรัพย์สินกองทุนต้องขายให้ผู้ลงทุนทั่วไปไม่ต่ำกว่า 500 ราย และต้องจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และในกรณีที่ เป็น Greenfield Project

มากกว่าร้อยละ 30 ของมูลค่าทรัพย์สินกองทุนจะต้องขายให้นักลงทุนรายใหญ่เท่านั้น โดยมีนักลงทุนรายใหญ่อย่างน้อย 35 ราย และห้ามจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จนกว่าจะเริ่มมีรายได้

ขั้นตอนที่ 4.2.2 การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)

หากโครงการดังกล่าวไม่ใช้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน แต่โครงการมีกระแสเงินสดผูกติดอยู่กับกระแสรายได้ในอนาคตของโครงการ รัฐวิสาหกิจควรพิจารณาแหล่งเงินทุนจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ คุณสมบัติเบื้องต้นของสินทรัพย์ที่เหมาะสมในการนำมาระดมทุน คือ สินทรัพย์ต้องก่อให้เกิดกระแสรายรับอย่างต่อเนื่องในอนาคต สินทรัพย์ต้องเป็นสินทรัพย์ที่มีคุณภาพ กระแสรายรับจะต้องมีความเชื่อถือสามารถประมาณการได้ และสามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ตามกำหนดเวลา กระบวนการจะผ่านตัวกลางทางการเงินแบบดั้งเดิม และมักจะมี

ขั้นตอนที่ 4.2.3 กรณีโครงการมีกระแสเงินสดผูกติดอยู่กับกระแสรายได้ในอนาคตของโครงการ

การออกสินทรัพย์ดิจิทัลประเภทโทเคน (Tokenization) จะเกี่ยวข้องกับการออกแบบตราสารหนี้ที่กระแสเงินสดผูกติดอยู่กับกระแสรายได้ในอนาคตของโครงการ ดังที่กล่าวไว้แล้วในส่วนก่อนหน้านี้ ซึ่งจะคล้ายกันกับการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ แต่จะแตกต่างกันที่วัตถุประสงค์การใช้งาน โดยหากต้องการสร้างสภาพคล่องในตลาดรอง เน้นการเข้าถึงผู้ลงทุนรายย่อยได้โดยไม่ผ่านตัวกลางทางการเงิน การออกสินทรัพย์ดิจิทัลประเภทโทเคนจะมีความเหมาะสมกว่าการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ แต่หากผู้ลงทุนเป็นผู้ลงทุนสถาบันที่ต้องการทำธุรกรรมผ่านตลาดการเงินปกติ หรือการระดมเงินทุนในวงเงินสูงแล้ว การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ก็มีความเหมาะสมมากกว่า

นอกจากนี้ โดยทั่วไป ในการออกสินทรัพย์ดิจิทัลประเภทโทเคน ยังสามารถระดมเงินทุนในรูปของส่วนของเจ้าของได้ แต่ในบริบทของรัฐวิสาหกิจเป็นผู้ออก คงมิได้ใช้ประโยชน์ในแง่นี้เนื่องจากติดกฎระเบียบในการร่วมทุนกับภาคเอกชน ซึ่งอาจต้องผ่านกระบวนการ PPP และคงมิได้ระดมทุนจากผู้ลงทุนรายย่อย การออกสินทรัพย์ดิจิทัลประเภทโทเคนในรูปแบบส่วนของเจ้าของ จึงมีความเป็นไปได้น้อย การใช้งานเครื่องมือประเภทโทเคน จึงอาจจำกัดในรูปแบบการออกแบบตราสารหนี้ที่กระแสเงินสดผูกติดอยู่กับกระแสรายได้ในอนาคตของโครงการ

บทสรุป

ผู้เขียนได้เสนอกรอบแนวทางในการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนของรัฐวิสาหกิจไทย ซึ่งแตกต่างจากทฤษฎีการเลือกใช้แหล่งเงินทุนที่ใช้กับองค์การภาคเอกชนทั่วไป เพราะต้องอยู่ภายใต้กรอบนโยบายของรัฐ จึงทำให้การตัดสินใจจัดหาแหล่งเงินทุนไม่สามารถใช้หลักการจัดลำดับความสำคัญผ่านตลาดการเงินแบบดั้งเดิมได้ และไม่มีหลักการในการเลือกเครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่สำหรับรัฐวิสาหกิจ บทความนี้ จึงนำองค์ประกอบต่างๆ ของโครงการ เช่น ประเภทของโครงการ ความสำคัญของโครงการ สภาพของตลาดการเงิน และความสามารถในการก่อหนี้ขององค์กร ความต้องการลงทุนของภาคเอกชน และปัจจัยอื่นๆ มาสังเคราะห์เป็นแนวทางในการเลือกใช้เครื่องมือทางการเงินสมัยใหม่สำหรับรัฐวิสาหกิจไทย เพื่อใช้เป็นแนวทางเบื้องต้นในการจัดหาแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมกับรัฐบาลวิสาหกิจแต่ละหน่วยงาน ภายใต้ข้อจำกัดด้านเพดานหนี้สาธารณะและสอดคล้องกับสภาพแวดล้อมทางการเงินในแต่ละช่วงเวลา

เอกสารอ้างอิง

- กระทรวงการคลัง. (2559). *การแก้ไขกฎหมายการบริหารหนี้สาธารณะ*. ข่าวกระทรวงการคลัง ฉบับที่ 80/2559
สืบค้นเมื่อ 2 มิถุนายน 2567 จาก https://www.mof.go.th/home/Press_release/News2016/080.pdf
- ณัฐจิรา เตชะหิรัญจิตร์ ธนนันต์ ศิวโมกษธรรม วรวุฒิ ศรีศศิ วราภรณ์ กัญจนาทิพย์ แวดา ธรรมภิบาล สายชล
ลิสวัสดิ์. (2552). *การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization)*. สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย.
2552. บริษัท อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน)
- พระราชบัญญัติการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ พ.ศ. 2556. สืบค้นเมื่อ 13 มิถุนายน 2567 จาก
<https://www.mof.go.th/th/view/attachment/file/393731/280958.pdf>
- พระราชบัญญัติการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ พ.ศ. 2562. สืบค้นเมื่อ 13 มิถุนายน 2567 จาก
https://www.ratchakitcha.soc.go.th/DATA/PDF/2562/A/029/T_0001.PDF
- ศาสตราจารย์ สุขเจริญสิน (2561). *การเลือกใช้เครื่องมือทางการเงินสมัยสำหรับรัฐวิสาหกิจไทย คณะพัฒนาการ
เศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์*, 2561. ที เค พรินติ้ง
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Economic and Legal Governance. Curriculum &
Syllabi Handbook MBA International Management Full-Time.*
- Boycko, M., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1996). A theory of privatization. *The Economic Journal*,
106(435), 309-319.
- ENSafrica. (2024). *New state-owned holding company in the pipeline to improve governance
at State Owned Enterprises: A step in the right direction?* Retrieved from
<https://www.ensafrica.com/news/detail/8084/new-state-owned-holding-company-in-the-pipeli>
- Laffont, J.-J., & Tirole, J. (1993). *A theory of incentives in procurement and regulation*.
Cambridge, MA: MIT Press.
- Meggison, W. L., & Netter, J. M. (2001). From state to market: A survey of empirical studies on
privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321-389.
- Myers, Stewart C. and Majluf, Nicholas S. 1984. Corporate financing and investment decisions
when firms. Have information that investors do not have. *Journal of Financial
Economics*, 13, 187-221.
- Organization for Economic Co-operation and Development (OECD). (2015). *OECD guidelines on
corporate governance of state-owned enterprises*. Paris, France: OECD Publishing.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Politicians and firms. *The Quarterly Journal of Economics*,
109(4), 995-1025.