

การใช้เครื่องมือในตลาดทุนไทยในการระดมทุน
เพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ

โดย

นายประกิต บุญยัษฐิติ

ผู้ช่วยเลขาธิการ

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

นักศึกษาวิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร

หลักสูตรการป้องกันราชอาณาจักร รุ่นที่ ๕๗

ประจำปีการศึกษา พุทธศักราช ๒๕๕๗ – ๒๕๕๘

บทคัดย่อ

เรื่อง การใช้เครื่องมือในตลาดทุนไทยในการระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ

ลักษณะวิชา การเศรษฐกิจ

ผู้วิจัย นายประกิต บุญยัษฐิติ หลักสูตร วปอ. รุ่นที่ ๕๗

โครงสร้างพื้นฐานเป็นปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญในกิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งมีผลโดยตรงต่อความสามารถในการแข่งขันและการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมในระยะยาว อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยยังมีโครงสร้างพื้นฐานไม่เพียงพอ มีความสามารถในการแข่งขันด้านโครงสร้างพื้นฐานในระดับต่ำและยังเทียบไม่ได้กับต่างประเทศ และมีความจำเป็นต้องลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานอีกจำนวนมากไม่ต่ำกว่า 3 ล้านล้านบาท ในอีก 10 ปีข้างหน้า แต่ภาครัฐขาดแคลนเงินทุน

ด้วยตลาดทุนไทยมีศักยภาพที่จะรองรับการระดมเงินทุนในจำนวนที่สูงและมีเครื่องมือระดมทุนที่หลากหลาย เอกสารวิจัยเชิงคุณภาพนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อวิเคราะห์สถานการณ์การระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย และเสนอแนะเครื่องมือระดมทุนในตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย โดยเปรียบเทียบข้อดี-ข้อเสียของแต่ละเครื่องมือ เพื่อเสนอทางเลือกเชิงนโยบายให้กับภาครัฐ

ผลการวิจัยได้ข้อสรุปว่า การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานให้ดีขึ้น ต้องอาศัยความสามารถในการบริหารแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมของภาครัฐ การระดมทุนจากทรัพย์สินด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เป็นทางเลือกของแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมที่สุดของภาครัฐ เมื่อเทียบกับเครื่องมือระดมทุนประเภทอื่น เพราะจะช่วยให้ภาครัฐได้รับประโยชน์ที่คุ้มค่าจากการที่ไม่เพิ่มหนี้สาธารณะและสามารถถ่ายโอนความเสี่ยงไปยังผู้ลงทุนได้ ในขณะที่ภาครัฐยังคงเป็นเจ้าของและบริหารจัดการโครงสร้างพื้นฐาน

นอกจากนี้ การจัดรูปแบบของการระดมทุนด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานอย่างเหมาะสม จะช่วยสร้างโอกาสให้การระดมทุนประสบความสำเร็จ ซึ่งจะช่วยให้มีเงินทุนเพียงพอกับความต้องการและมีต้นทุนการระดมทุนที่เหมาะสม โดยภาครัฐจำเป็นต้องให้ความสำคัญกับการจัดการกับความท้าทายในการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน

คำนำ

โครงสร้างพื้นฐานเป็นปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญในกิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศ
อย่างไรก็ดี ประเทศไทยยังมีความสามารถในการแข่งขันด้านโครงสร้างพื้นฐานในระดับต่ำ
จึงมีความจำเป็นต้องลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานอีกเป็นจำนวนมาก แต่ภาคีรัฐขาดแคลนเงินทุน

ตลาดทุนไทยมีศักยภาพในการรองรับการระดมเงินทุนในจำนวนสูงและมีมิติด้าน
ความลึกในระดับค่อนข้างสูง โดยเป็นแหล่งสะสมเงินของผู้ลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ
และมีบทบาทสำคัญในการเป็นทางเลือกของการระดมเงินทุน โดยมีเครื่องมือทางการเงิน
ที่หลากหลายที่เหมาะสมกับความต้องการระดมทุน ในจำนวน เงื่อนไขเวลา และต้นทุนที่เหมาะสม
กับความต้องการของผู้ระดมเงินทุนและผู้ลงทุน ด้วยเหตุนี้ ตลาดทุนสามารถเป็นทางเลือก
ในการระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานได้

สำนักงาน ก.ล.ต. มีบทบาทประการหนึ่งในการพัฒนาตลาดทุนไทยในทุกด้าน
เพื่อสร้างความแข็งแกร่งให้ตลาดทุนไทยทำหน้าที่เป็นแหล่งทุนสำคัญที่ส่งเสริมการเติบโต
ทางเศรษฐกิจของประเทศอย่างยั่งยืน ทำให้ผู้วิจัยได้มีส่วนสำคัญในการพัฒนากฎเกณฑ์เพื่อรองรับ
การจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน การออกเสนอขายหุ้นสามัญ หุ้นกู้ และธุรกรรม
การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ จึงได้เห็นสถานการณ์การระดมทุน ลักษณะสำคัญ ข้อดี-ข้อเสีย
ปัญหาอุปสรรคและความท้าทายสำคัญของการใช้เครื่องมือระดมทุนแต่ละประเภท ตลอดจน
โอกาสพัฒนาเครื่องมือระดมทุนที่เหมาะสมสำหรับพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ

ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า เอกสารวิจัยส่วนบุคคลนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจและ
ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทั้งภาครัฐและเอกชน และช่วยสร้างความเข้าใจในสถานการณ์การระดมทุน
รวมถึงได้ทราบถึงเครื่องมือระดมทุนในตลาดทุนเพื่อนำไปใช้พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ
และภาคเอกชน เพื่อประโยชน์ในการสร้างความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตทาง
เศรษฐกิจของประเทศ และยกระดับคุณภาพชีวิตของประชาชน

(นายประกิต บุญชัยสิทธิ์)

นักศึกษาวิทยาลัยป้องกันราชอาณาจักร

หลักสูตร วปอ. รุ่นที่ 57

ผู้วิจัย

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อ	ก
คำนำ	ข
สารบัญ	ง
สารบัญตาราง	ฉ
สารบัญแผนภาพ	ช
บทที่ 1 บทนำ	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย	2
ขอบเขตของการวิจัย	3
วิธีดำเนินการวิจัย	3
ข้อจำกัดการวิจัย	3
ประโยชน์ที่รับจากการวิจัย	4
บทที่ 2 บทบาทของตลาดทุนในการเป็นแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน	5
ประโยชน์ของการลงทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคม	5
แนวคิดเกี่ยวกับลักษณะของโครงสร้างเงินทุนและเครื่องมือทางการเงินเพื่อการพัฒนา โครงสร้างพื้นฐาน	7
สรุป	37
บทที่ 3 สถานการณ์การระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน	39
สถานการณ์การลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน	39
ภาพรวมการลงทุนและแหล่งเงินทุน	41
สรุป	55

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 4 การใช้เครื่องมือในตลาดทุนไทยเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย	57
วิเคราะห์ทางเลือกการใช้เครื่องมือระดมทุนในตลาดทุน	57
กฎเกณฑ์การจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน	58
ความท้าทายของภาครัฐในการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน	63
สรุป	65
บทที่ 5 สรุป และข้อเสนอแนะ	67
สรุป	67
ข้อเสนอแนะ	70
บรรณานุกรม	72
ประวัติย่อผู้วิจัย	80

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
2-1 ลักษณะสำคัญของการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ	10
2-2 ตัวอย่างระดับหนี้สินต่อทรัพย์สินและอันดับความน่าเชื่อถือด้านเครดิต	17
2-3 ลักษณะที่เกี่ยวข้องกับการระดมเงินทุนในแต่ละช่วงอายุของการพัฒนาโครงการ	33
3-1 อันดับความสามารถทางการแข่งขันด้านโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ ในกลุ่มอาเซียน ปี 2557	40
3-2 อันดับความสามารถทางการแข่งขันด้านโครงสร้างพื้นฐานของไทย	40
3-3 วงเงินโครงการลงทุนพัฒนาด้านคมนาคมขนส่ง	43
3-4 แผนการก่อสร้างใหม่ ประจำปีงบประมาณ 2558	46
3-5 ตัวอย่างของโครงการลงทุนภาครัฐที่ดำเนินการในรูปแบบ PPPs ที่ดำเนินการ ตามขั้นตอนของพ.ร.บ.ว่าด้วยการให้เอกชนเข้าร่วมงานหรือดำเนินการใน กิจการของรัฐ พ.ศ. 2535	48
3-6 ดัชนีชี้วัดความยั่งยืนทางการคลัง ปีงบประมาณ 2558 -2562	50
3-7 ตัวอย่างบริษัทกิจการโครงสร้างพื้นฐานที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์	54
3-8 กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานในประเทศไทย	55

สารบัญแผนภาพ

แผนภาพที่	หน้า
2-1 แหล่งเงินทุนเพื่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ	8
2-2 แสดงทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตาม trade-off theory	11
2-3 รูปแบบของ project finance	13
2-4 ผลตอบแทนของโครงการจากการใช้รูปแบบของ project finance เมื่อเทียบกับ direct finance	13
2-5 บทบาทของสถาบันการเงินและกลไกในตลาดทุนในการจัดสรรเงินทุน	15
2-6 การจัดอันดับความน่าเชื่อถือด้านเครดิตกับการคาดการณ์กระแสเงินสด ของกิจการ	19
2-7 กองทุน Macquarie Korea Infrastructure Fund (MKIF) ในประเทศเกาหลี	26
2-8 กองทุนโครงสร้างพื้นฐาน CitySpring Infrastructure Trust ในสิงคโปร์	27
2-9 ตัวอย่างการจัดตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐานเพื่อลงทุนโดยตรงในทรัพย์สิน	29
2-10 ตัวอย่างธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์	31
3-1 สัดส่วนการลงทุนของภาครัฐและภาคเอกชนต่อ GDP ของไทย	41
3-2 รายจ่ายลงทุนต่องบประมาณรายจ่าย	42
3-3 เงินกู้เพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณและวงเงินสูงสุดที่กู้ได้	45
3-4 เงินนำส่งรายได้แผ่นดินของรัฐวิสาหกิจและกิจการที่กระทรวงการคลัง ถือหุ้นต่ำกว่าร้อยละ 50 ประจำปีงบประมาณ	47
3-5 การออกพันธบัตรและหุ้นกู้รัฐวิสาหกิจสาขาที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐาน (ตั้งแต่มีข้อมูลถึงปี 2557)	49
3-6 สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP	51
3-7 มูลค่าการออกหุ้นกู้ของกิจการโครงสร้างพื้นฐาน	53

บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

โครงสร้างพื้นฐานเป็นปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญของกระบวนการผลิตและกระจายสินค้า และกิจกรรมทางเศรษฐกิจอื่น ซึ่งมีผลโดยตรงต่อความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศในระยะยาว คุณภาพชีวิตของประชาชน และการพัฒนาประเทศ อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยยังมีโครงสร้างพื้นฐานที่ไม่เพียงพอ และยังคงต้องเร่งพัฒนาอีกมาก เห็นได้จากในปี 2557 International Institute for Management Development (IMD) ได้จัดลำดับความสามารถในการแข่งขันของไทยด้านโครงสร้างพื้นฐานไว้ลำดับที่ 48 จาก 60 ประเทศ

ที่ผ่านมา ภาครัฐให้ความสำคัญกับการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน โดยกำหนดไว้ในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ และโครงการพัฒนาต่าง ๆ เพื่อเร่งพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศอย่างต่อเนื่อง อาทิ โครงการเงินทุนภายใต้แผนฟื้นฟูเศรษฐกิจระยะที่ 2 (ปี 2552-2555) ซึ่งมีความต้องการใช้เงินทุนสูงถึงกว่า 1.4 ล้านล้านบาท หรือแผนยุทธศาสตร์การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมของประเทศ ครอบคลุมการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ทั้งทางราง ทางบก ทางน้ำและทางอากาศ (ปี 2558-2565) ซึ่งมีความต้องการใช้เงินทุนสูงกว่า 3 ล้านล้านบาท ซึ่งเห็นได้ว่าต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก

อย่างไรก็ดี การลงทุนมีข้อจำกัดสำคัญคือ การขาดแคลนเงินทุนของภาครัฐ ที่ผ่านมา แหล่งเงินทุนที่รัฐนำมาใช้จ่ายยังคงมาจากงบประมาณภาครัฐเป็นหลัก ซึ่งไม่เพียงพอรองรับโครงการที่ได้วางแผนไว้ในระยะยาว ที่ผ่านมามีการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานน้อย โดยนับตั้งแต่วิกฤติเศรษฐกิจในปี 2540 สัดส่วนการลงทุนภาครัฐลดลงอย่างต่อเนื่อง จากร้อยละ 12 ต่อผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (Gross Domestic Product : GDP) ในปี 2540 เหลือเฉลี่ยร้อยละ 6 ต่อ GDP ในช่วง 10 ปี ที่ผ่านมา (ปี 2546-2555) ประกอบกับกรอบความยั่งยืนทางการคลังกำหนดเพดานยอดหนี้สาธารณะคงค้างต่อ GDP ไว้ไม่ควรเกินร้อยละ 60 (ปี 2556 อยู่ที่ระดับร้อยละ 45.8) การจัดสรรเงินไปลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานทำให้ไม่มีเงินทุนเพียงพอที่จะพัฒนาประเทศในด้านอื่น

บริษัทที่ปรึกษาธุรกิจชั้นนำของโลก McKinsey & Company (2011) ระบุว่า ไทยมีช่องว่างระหว่างความต้องการโครงสร้างพื้นฐานกับรายจ่ายลงทุนจริงอยู่ในระดับสูงที่สุด

ในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาถึงเกือบร้อยละ 9 ของ GDP จึงมีความจำเป็นต้องลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานอีกเป็นจำนวนมาก

ตลาดทุนไทยมีเงินทุนมาก และมีมิติด้านความลึกในระดับค่อนข้างสูง (McKinsey & Company, 2011) โดยเป็นแหล่งสะสมเงินออมและเงินลงทุนของผู้ลงทุนประเภทครัวเรือน ภาคเอกชนและภาครัฐ ทั้งในประเทศและต่างประเทศ ด้วยเหตุนี้ ตลาดทุนสามารถเป็นทางออกให้กับภาครัฐในการเพิ่มช่องทางในการระดมทุนขนาดใหญ่ได้ เช่น การเพิ่มรูปแบบการระดมเงินทุนที่ให้ภาคเอกชนมีส่วนร่วมกับภาครัฐ โดยภาคเอกชนเข้ามามีบทบาทในฐานะผู้ร่วมลงทุน หรือมีส่วนร่วมในการบริหารจัดการระดมทุนภายหลังแปรรูปรัฐวิสาหกิจ (privatization) การแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ (securitization) และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เป็นต้น นอกจากนี้สามารถช่วยลดภาระการก่อหนี้ภาครัฐได้แล้ว ตลาดทุนยังสามารถเข้ามามีบทบาทสำคัญในการเป็นช่องทางเลือกของการระดมเงินทุนจากเงินออมในประเทศและต่างประเทศ โดยมีเครื่องมือทางการเงินที่หลากหลายที่เหมาะสมกับความต้องการระดมทุน ในจำนวน เงินไขเวลา และต้นทุนที่เหมาะสมกับความต้องการของผู้ระดมเงินทุนและผู้ลงทุน เพื่อให้ภาครัฐ รัฐวิสาหกิจ หรือภาคเอกชนมีแหล่งเงินทุนที่จะสามารถนำไปใช้ในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานได้เพิ่มเติม โดยในหลายประเทศได้ใช้เครื่องมือทางการเงินในตลาดทุนเป็นแหล่งระดมเงินทุนและการลงทุนที่สำคัญเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ

การพัฒนาตลาดทุนไทยให้มีกลไกและเครื่องมือการระดมทุนที่มีประสิทธิภาพเพื่อเป็นแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทยจึงมีความสำคัญมาก อันจะเป็นประโยชน์ต่อรัฐบาลในด้านการเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาว การลดข้อจำกัดด้านงบประมาณลงทุน และการลดภาระหนี้สาธารณะของรัฐบาล การเพิ่มศักยภาพการระดมทุนของภาคเอกชนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน รวมทั้งจะเป็นการส่งเสริมและเพิ่มทางเลือกของการลงทุนระยะยาวเพื่อสร้างผลตอบแทนจากโครงสร้างพื้นฐานให้กับผู้ลงทุน

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาบทบาทของตลาดทุนในการเป็นแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน
2. เพื่อศึกษาสถานการณ์การระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย
3. เพื่อเสนอแนะเครื่องมือระดมทุนในตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย

ขอบเขตของการวิจัย

ผู้วิจัยจะทำการศึกษาวิจัยในเรื่องการใช้เครื่องมือในตลาดทุนไทยเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ โดยเสนอแนะเครื่องมือที่เหมาะสมและการเตรียมความพร้อมของภาครัฐ

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงคุณภาพ โดยศึกษา ค้นคว้า รวบรวมข้อมูลและเอกสารจากภาครัฐและเอกชนที่เกี่ยวข้องกับการระดมเงินทุนและการลงทุนในตลาดทุนและแหล่งเงินทุนอื่นเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ทั้งในไทยและต่างประเทศ โดยการศึกษาครอบคลุมเรื่องดังนี้

1. ศึกษาบทบาทของตลาดทุนในการเป็นแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน โดยทำการวิเคราะห์ข้อมูลที่แสดงให้เห็นถึงประโยชน์ของการเข้าถึงเงินทุนอย่างเพียงพอต่อการส่งเสริมการเติบโตของเศรษฐกิจและพัฒนาประเทศ และวิเคราะห์เครื่องมือการระดมทุนในตลาดทุน
2. ศึกษาวิเคราะห์สถานการณ์การระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย ด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของไทย แหล่งเงินทุนที่ใช้ในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ปัญหาและอุปสรรคของการเข้าถึงแหล่งเงินทุน และการใช้ตลาดทุนไทยเป็นแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน
3. ศึกษาเครื่องมือระดมทุนในตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย ด้วยการศึกษเปรียบเทียบข้อดี-ข้อเสียของแต่ละเครื่องมือระดมทุน เพื่อกำหนดทางเลือกเชิงนโยบายในการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ตลอดจนศึกษาและวิเคราะห์รูปแบบที่เหมาะสมจากโครงสร้างการระดมทุนในต่างประเทศและวิเคราะห์ผลกระทบต่อผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง เช่น ผู้ระดมทุนและผู้ลงทุน
4. ศึกษาหาแนวทางส่งเสริมการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐและภาคเอกชน โดยศึกษาวิเคราะห์การจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานในช่วงที่ผ่านมา และศึกษาปัญหาอุปสรรคและความท้าทายที่เกี่ยวข้องกับการนำโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐและภาคเอกชนมาระดมทุน

ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

1. ทราบถึงสถานการณ์การระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย
2. ได้แนวทางการใช้เครื่องมือระดมทุนในตลาดทุนไทยเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน

ของภาครัฐและภาคเอกชน

บทที่ 2

บทบาทของตลาดทุนในการเป็นแหล่งเงินทุน เพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน

ในบทนี้จะกล่าวถึงงานศึกษาเชิงประจักษ์เรื่องประโยชน์ของการลงทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคม ทฤษฎีและแนวคิดเกี่ยวกับลักษณะของโครงสร้างเงินทุนและเครื่องมือทางการเงินเพื่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน และตัวอย่างเครื่องมือทางการเงินในตลาดทุนต่างประเทศ

ประโยชน์ของการลงทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานต่อการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคม

โครงสร้างพื้นฐานครอบคลุมหลายประเภท ประกอบด้วยโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจ เช่น ระบบคมนาคมขนส่ง ทั้งทางบก ทางน้ำ ทางอากาศ ทางพิเศษ ท่าเรือท่าลี้ก และสนามบิน ระบบสาธารณูปโภค เช่น ไฟฟ้า ประปา รวมทั้งด้านพลังงานและระบบขนส่งทางท่อ เป็นต้น ระบบโทรคมนาคม เช่น ระบบเครือข่ายโทรศัพท์พื้นฐาน โทรศัพท์เคลื่อนที่ อินเทอร์เน็ต บรอดแบนด์ และเครือข่ายดาวเทียม เป็นต้น และโครงสร้างพื้นฐานทางสังคม อาทิ โรงพยาบาล โรงเรียน เรือนจำ และบ้านพักผู้สูงอายุ เป็นต้น โครงสร้างพื้นฐานมีลักษณะสำคัญของการให้บริการสาธารณะแก่ประชาชนทั่วไป และเป็นทรัพย์สินที่ก่อให้เกิดประโยชน์ต่อสาธารณะในระดับสูง ทั้งด้านเศรษฐกิจและสังคม รวมทั้งเป็นปัจจัยการผลิตที่สำคัญของภาคอุตสาหกรรมและบริการต่าง ๆ ของประเทศ (European Commission, 2013a)

การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานมีส่วนสำคัญในการส่งเสริมการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศในระยะยาว โดยมีงานศึกษาสนับสนุน เช่น Calderon and Servén (2004) ซึ่งใช้ข้อมูลของประเทศทั่วโลกกว่า 121 ประเทศในช่วงปี 2503-2543 และงานศึกษาของ Canning and Pedroni (2004) ซึ่งศึกษาข้อมูลของประเทศทั่วโลกในช่วงปี 2493-2535 นอกจากนี้ World Bank (1994) ศึกษาข้อมูลทั้งในประเทศพัฒนาแล้วและกำลังพัฒนา ในปี 2533 พบว่า การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 ช่วยให้ประเทศต่าง ๆ มี GDP เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 และงานวิจัยภายใต้ World Bank โดย Calderon and Servén (2010) ศึกษาข้อมูลจาก 136 ประเทศในช่วงปี

2503-2548 การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานทางกายภาพของทั้งภาครัฐและภาคเอกชนที่เพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะช่วยให้ประเทศต่าง ๆ มี GDP เพิ่มขึ้นร้อยละ 1-2 ต่อปี

การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานมีบทบาทสำคัญในการเพิ่มผลผลิตและผลิตภาพแรงงาน (Aschauer, 1990, Munnell, 1990 และ Sahoo and Dash, 2008) ส่งเสริมการประหยัดจากขนาด (Egert et al., 2009) ลดต้นทุนการผลิต การขนส่งและธุรกรรมการซื้อขาย รวมทั้งส่งเสริมการใช้ปัจจัยการผลิตอย่างมีประสิทธิภาพ ส่งเสริมนวัตกรรม (Subacchi et al., 2014 และ Serven, 2010) และเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน (Egert et al., 2009 และ Sahoo et al., 2010)

โครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมขนส่งหรือด้านเครือข่ายโทรคมนาคมและเทคโนโลยีสารสนเทศ (เช่น อินเทอร์เน็ตบรอดแบนด์) ที่ดีขึ้นจะช่วยส่งเสริมการเข้าถึงตลาดของภาคธุรกิจและมีการเชื่อมโยงระหว่างตลาดในภูมิภาคต่าง ๆ ได้กว้างขวางมากขึ้น ช่วยลดต้นทุนและเพิ่มประสิทธิภาพในการทำธุรกิจระหว่างภูมิภาคต่าง ๆ รวมทั้งช่วยให้ประชาชนสามารถเข้าถึงการบริการสาธารณะและข้อมูลข่าวสารได้ดียิ่งขึ้น นอกจากนี้ เครือข่ายโทรคมนาคมประเภทดาวเทียม เช่น ดาวเทียมพยากรณ์อากาศ จะมีส่วนช่วยสนับสนุนความมีประสิทธิภาพและการขยายตลาดของอุตสาหกรรมอื่น ๆ หลายประเภท ไม่ว่าจะเป็น อุตสาหกรรมการท่องเที่ยวหรือภาคการเกษตร หรือจะเป็นการส่งสัญญาณภาพและเสียงในระบบดิจิทัล จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพและขยายช่องทางการจัดจำหน่ายของอุตสาหกรรมภาพยนตร์ เป็นต้น (Caragliu et al., 2009 และ Subacchi, et al., 2014) งานศึกษาของ European Commission (2006) ที่ศึกษาข้อมูลประเทศในยุโรปและสหรัฐอเมริกา พบว่า ช่วงปี 2538-2547 ประเทศที่มีการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานด้านเทคโนโลยีสารสนเทศในระดับสูง มีอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจสูงกว่าประเทศที่มีการลงทุนในด้านนี้น้อยกว่า

นอกจากนี้ การบำรุงรักษาโครงการที่ดำเนินการอยู่แล้วมีความสำคัญไม่น้อยไปกว่าการพัฒนาโครงการโครงสร้างพื้นฐานใหม่ (Haan et al., 2007) และงานศึกษาของบริษัทที่ปรึกษา McKinsey & Company (2013) ซึ่งชี้ให้เห็นว่า การปรับปรุงและบำรุงรักษาโครงสร้างพื้นฐานที่ดำเนินการอยู่แล้วและการเพิ่มประสิทธิภาพการบริหารโครงการจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตทั่วโลกได้ถึง 1 ล้านล้านดอลลาร์ สรอ. ต่อปี

ในด้านการจ้างงาน การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานจะเพิ่มการจ้างงาน ทั้งโดยทางตรงผ่านการจ้างแรงงานในโครงการก่อสร้าง และโดยทางอ้อมผ่านการจ้างงานของอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องหรือเป็นห่วงโซ่การผลิต เช่น อุตสาหกรรมผลิตวัสดุก่อสร้าง (FHWA, 2014) งานศึกษาโดย International Labour Organization (ILO) (2009) ระบุว่า เงินลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานในประเทศพัฒนาแล้วทุก ๆ 1 พันล้านดอลลาร์ สรอ. จะเพิ่มการจ้างงาน 28,000 อัตรา นอกจากนี้ ในประเทศสหรัฐอเมริกา งานศึกษาของ US Department of Transportation ระบุว่า เงินลงทุน

ในโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมขนส่ง 1 พันล้านดอลลาร์ สรอ. จะเพิ่มการจ้างงาน 13,000 อัตราต่อปี (FHWA, 2014)

ในด้านการพัฒนาสังคม การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานมีส่วนช่วยยกระดับคุณภาพชีวิตของประชาชน ทั้งด้านการเข้าถึงน้ำสะอาด และสุขอนามัย ลดความยากจนและส่งเสริมการเติบโตของรายได้ต่อหัวของประชากรในท้องถิ่น และช่วยกระจายรายได้ (Kessides, 1993; Calderon and Servén, 2004; Canning and Pedroni, 2004; Patra and Acharya, 2011 และ Lee, 2011) ในการนี้ Calderon and Servén (2004) ศึกษาข้อมูลจาก 100 ประเทศในช่วงปี 2503-2543 พบว่าการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานช่วยลดความยากจนและความไม่เท่าเทียมกันของรายได้ประชากรอย่างมีนัยสำคัญ โดยการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่เพิ่มขึ้นในเขตเอเชียตะวันออก จะช่วยเพิ่มการเติบโตในระยะยาวของรายได้ต่อหัวของประชากรในช่วงร้อยละ 3.2-6.3 และลดความไม่เท่าเทียมกันของรายได้ประชากร (ลดดัชนี Gini coefficients) ในช่วงร้อยละ 0.05-0.13 ตามลำดับ

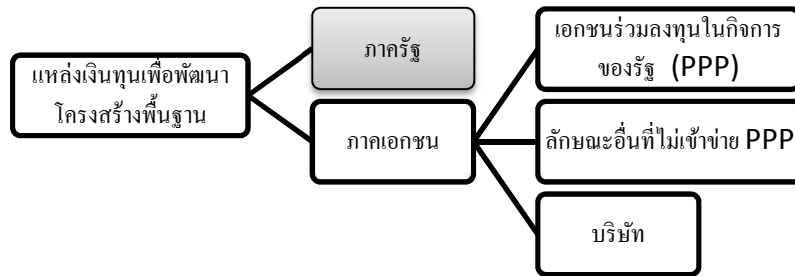
แนวคิดเกี่ยวกับลักษณะของโครงสร้างเงินทุนและเครื่องมือทางการเงินเพื่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน

การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานส่วนใหญ่ต้องใช้เวลาลงทุนมาก และเป็นการลงทุนระยะยาว นอกจากนั้นยังต้องใช้เวลานานหลายปีกว่าจะสามารถดำเนินการและสร้างรายได้ จนคืนทุนและมีผลตอบแทนทางการเงินได้ จึงต้องมีความผูกพันระยะยาว ซึ่งไม่สามารถยกเลิกหรือขายเปลี่ยนมือโครงการได้โดยง่าย European Commission (2013a) อธิบายว่า ด้วยลักษณะทรัพย์สินระยะยาว เงินลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานจึงไม่สามารถซื้อขายเปลี่ยนมือได้โดยง่าย ส่วนใหญ่ไม่มีการซื้อขายในตลาดรอง จึงไม่มีมูลค่าตลาดที่โปร่งใสและดูราคาได้ทันทีเช่นเดียวกับทรัพย์สินสภาพคล่องสูง มูลค่าโครงสร้างพื้นฐานสะท้อนจากกระแสเงินสดที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับในอนาคตตลอดช่วงเวลาที่ถือทรัพย์สินและมูลค่าขายซาก จึงเป็นสิ่งที่ท้าทายในการกำหนดมูลค่าของผู้ซื้อและผู้ขาย และจากลักษณะเฉพาะของทรัพย์สิน เช่น อายุโครงการและความโปร่งใสของการดำเนินงาน จะส่งผลต่อสภาพคล่องของการซื้อขายเงินลงทุน โครงการใหม่ที่ยังไม่มีรายได้หรือประวัติการชำระเงินจะมีสภาพคล่องการซื้อต่ำกว่าโครงสร้างพื้นฐานที่ดำเนินการแล้วและมีรายได้

ดังนั้น การลงทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานจึงจำเป็นต้องอาศัยการวางแผนและพิจารณาอย่างรอบคอบในการลงทุนเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด ทั้งในด้านผลประโยชน์ทางการเงินและประโยชน์ทางเศรษฐกิจ รวมถึงเพื่อให้มีการจัดสรรทรัพยากรด้านการเงินอย่างมีประสิทธิภาพ (European Commission, 2013a และ Eshlers, 2014)

เงินลงทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานมีแหล่งเงินทุนมาจากทั้งภาครัฐและภาคเอกชน (แผนภาพที่ 2-1) โดยที่ผ่านมาเงินทุนจากภาครัฐเป็นแหล่งเงินทุนหลัก ทั้งของไทย (แผนพัฒนาตลาดทุนไทย, 2552) และประเทศต่าง ๆ ทั่วโลก (World Bank, 2014)

แผนภาพที่ 2-1 แหล่งเงินทุนเพื่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ



ที่มา: Ernst & Young (2014)

1. แหล่งเงินทุนของภาครัฐ

แหล่งเงินทุนสำคัญที่ภาครัฐนำมาใช้เพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานยังคงมาจากงบประมาณเป็นหลัก และบางส่วนมาจากเงินกำไรของรัฐวิสาหกิจ นอกจากนี้ ก็ยังใช้วิธีกู้ยืมเงินทั้งจากธนาคารในประเทศและต่างประเทศ หรือด้วยการออกขายพันธบัตรในประเทศและต่างประเทศ หรือกู้ยืมเงินจากธนาคารเพื่อการพัฒนาระหว่างประเทศ (เช่น The World Bank, Asian Development Bank (ADB), Japan Bank for International Cooperation (JBIC)) ซึ่งวิธีการกู้ยืมเป็นทางเลือกของภาครัฐมาโดยตลอด

อย่างไรก็ดี ภาครัฐมีข้อจำกัดด้านเงินทุน (World Bank, 2014) งบประมาณภาครัฐมีไม่เพียงพอรองรับโครงการขนาดใหญ่ ประกอบกับมีกรอบความยั่งยืนทางการคลัง เช่น การกำหนดเพดานหนี้สาธารณะคงค้างต่อ GDP ขณะที่การขายพันธบัตรสกุลเงินต่างประเทศอาจมีความเสี่ยงเรื่องอัตราแลกเปลี่ยน โดยเฉพาะอย่างยิ่ง กรณีที่สกุลเงินของประเทศอ่อนค่าเมื่อเทียบกับสกุลเงินที่กู้ยืม รวมทั้งการจัดสรรเงินไปลงทุนในโครงการขนาดใหญ่จะทำให้ไม่มีเงินทุนเพียงพอที่จะพัฒนาประเทศในด้านอื่น

ดังนั้น เพื่อให้ภาครัฐสามารถระดมเงินทุนไปพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานต่าง ๆ รวมทั้งแบ่งเบาภาระทางการคลัง หรือลดภาระความเสี่ยงหรือความรับผิดชอบในการลงทุน การดำเนินการหรือการจัดหาประโยชน์ ภาครัฐสามารถพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้วยการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ (Public-Private Partnership: PPP) ซึ่งมีระดับของการมีส่วนร่วมที่แตกต่างกันไปทั้งในด้านการบริหารจัดการ การระดมทุนและการรับความเสี่ยงจากการดำเนินการ (ตารางที่ 2-1) โดยเริ่มตั้งแต่ระดับที่ภาครัฐเป็นผู้ทำกิจกรรมหลัก ภาคเอกชนมีส่วนร่วมน้อย ได้แก่ ภาครัฐ

ทำสัญญาจ้างให้เอกชนทำหน้าที่บริหารโครงการ ไปจนถึงระดับที่ภาคเอกชนมีส่วนร่วมมากและเป็นผู้ทำกิจกรรมหลัก ได้แก่ การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ ในรูปแบบการขายทรัพย์สินหรือขายหุ้นสามัญของรัฐวิสาหกิจ ซึ่งเป็นรูปแบบที่มีมาตั้งแต่ช่วงปี 2523 ในหลายประเทศทั้งในประเทศพัฒนาแล้ว และประเทศกำลังพัฒนา (Subacchi et al., 2014)

Ehlers (2014) เห็นว่า ในการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ โดยมีการวางแผน และการทำสัญญาที่เหมาะสม ให้มีกลไกการประสานผลประโยชน์ การติดตามดูแล และกลไกการรับและถ่ายโอนความเสี่ยงและผลตอบแทนที่เหมาะสม นอกจากจะช่วยลดภาระการลงทุนของภาครัฐแล้ว ภาคเอกชนยังมีส่วนทำให้การจัดการโครงสร้างพื้นฐานมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

อย่างไรก็ดี การแปรรูปรัฐวิสาหกิจจะถูกต่อต้านโดยประชาชนบางกลุ่ม ในหลายประเทศทั่วโลก ทั้งในประเทศกำลังพัฒนาและประเทศพัฒนาแล้ว (Hall et al., 2005) จึงไม่สามารถดำเนินการได้โดยง่าย

การเลือกนวัตกรรมการระดมทุนจากทรัพย์สิน (asset-based financing) เช่น การจัดตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน หรือธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ สามารถเป็นแหล่งเงินทุนอีกทางเลือกหนึ่งของภาครัฐ อาทิ ด้วยการขายสิทธิในการรับรายได้ล่วงหน้าจากค่าเช่าระยะยาวหรือส่วนแบ่งรายได้ในอนาคตจากทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐาน ภาครัฐจะได้นำเงินที่ระดมทุนได้ไปลงทุนโครงสร้างพื้นฐานอื่นต่อไป

ตารางที่ 2-1 ลักษณะสำคัญของการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ

ภาครัฐเป็นผู้ทำกิจกรรมหลัก		ภาคเอกชนเป็นผู้ทำกิจกรรมหลัก		
ประเภทของสัญญาร่วมงานระหว่างภาครัฐกับเอกชน				
สัญญาจ้างบริหารโครงการ (Operation & Maintenance services : O&M)	สัญญาสัมปทาน ภาครัฐเป็นเจ้าของทรัพย์สินที่ดำเนินการ <ul style="list-style-type: none">▪ เอกชนเข้าปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานที่มีอยู่และเข้ามาบริหารและโอนกลับไปให้ภาครัฐ▪ เอกชนออกแบบสร้าง บริหาร และโอนกลับให้ภาครัฐ	สัญญาสัมปทาน ภาคเอกชนเป็นเจ้าของทรัพย์สินที่ดำเนินการ <ul style="list-style-type: none">▪ ภาคเอกชนออกแบบสร้าง เป็นเจ้าของสิทธิบริหาร และโอนกลับให้ภาครัฐ	แปรรูปรัฐวิสาหกิจ (full privatization) ขายทรัพย์สินหรือขายหุ้นของภาครัฐ	
ความเสี่ยงหลัก และการถ่ายโอนหรือกระจายความเสี่ยงระหว่างผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง				
ความเสี่ยงด้านการก่อสร้าง:	ภาครัฐ	ภาคเอกชน	ภาคเอกชน	-
ความเสี่ยงจากการลงทุน:	ภาครัฐ	ภาคเอกชน	ภาคเอกชน	ภาคเอกชน
ความเสี่ยงด้านการจัดหาประโยชน์:	ภาครัฐ	ภาครัฐ/ภาคเอกชน	ภาคเอกชนเป็นหลัก	ภาครัฐ/ภาคเอกชน
ความเสี่ยงด้านการประกอบการ:	ภาคเอกชน	ภาคเอกชน	ภาคเอกชน	ภาคเอกชน
น้อย/ค่อนข้างน้อย		การรับความเสี่ยงโดยภาคเอกชน		สูงหรือสูงมาก
ภาครัฐเป็นหลัก		การระดมเงินลงทุน		ภาคเอกชน
ภาครัฐ		การกำกับดูแลและควบคุมโครงการ		ภาคเอกชน

ที่มา: Ehlers (2014)

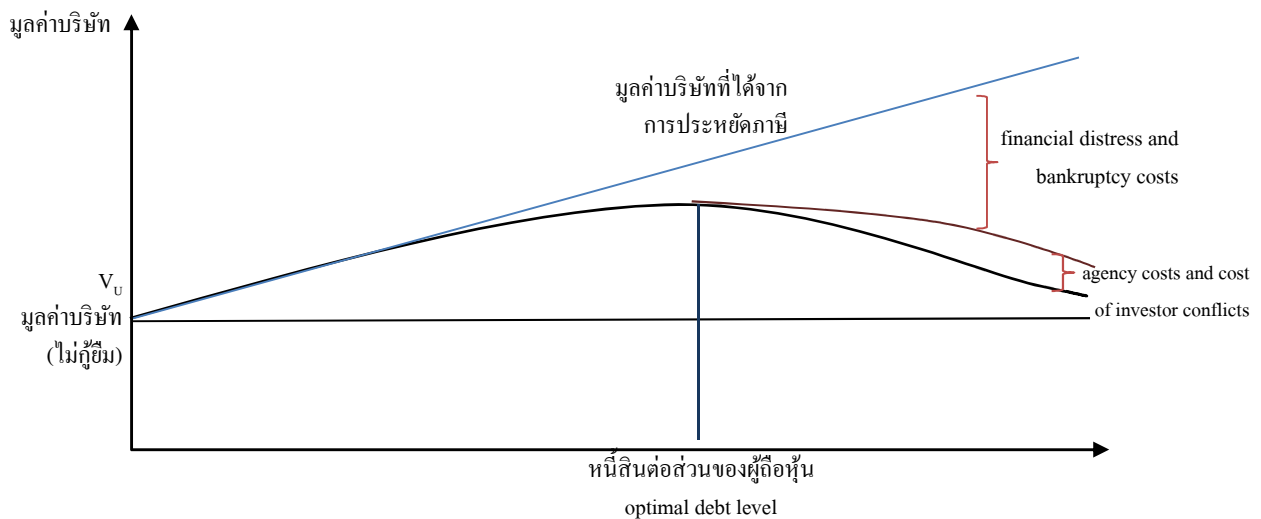
2. แหล่งเงินทุนของภาคเอกชน

การลงทุนของภาคเอกชนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน จำเป็นต้องพิจารณาและตัดสินใจลงทุนในโครงการที่จะสามารถสร้างประโยชน์ทางเศรษฐกิจได้อย่างเพียงพอและสร้างผลตอบแทนทางการเงินได้ (Subacchi, 2014)

2.1 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของกิจการเอกชน

กิจการจะพิจารณาและตัดสินใจจัดโครงสร้างทางการเงินโดยอาศัยพื้นฐานของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนของบริษัทเพื่อสร้างประโยชน์สูงสุดต่อมูลค่าของกิจการ

แผนภาพที่ 2-2 แสดงทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตาม trade-off theory



ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตาม trade-off theory (Kraus and Litzenberger, 1973; Miller, 1977; Jensen, 1986 และ Myers, 1984) อธิบายการตัดสินใจของบริษัทในการจัดโครงสร้างเงินทุน โดยการเลือกระดับการก่อหนี้เทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นที่ทำให้มูลค่าของบริษัทสูงที่สุด (optimal debt level) การที่บริษัทมีหนี้สินเพิ่มขึ้นจะช่วยให้บริษัทมีมูลค่าเพิ่มมากขึ้น เพราะระดับหนี้สินที่เพิ่มขึ้นจะช่วยให้บริษัทประหยัดภาษีจากการดอกเบี้ยจ่าย ที่นำไปหักจากรายได้ก่อนคำนวณภาษีเงินได้ รวมทั้ง บริษัทจะมีมูลค่าเพิ่มขึ้นจากการที่ผู้บริหารของบริษัทจะถูกควบคุมให้มีวินัยในการบริหารงานและการลงทุนมากขึ้น เนื่องจากบริษัทมีภาระต้องนำกระแสเงินสดจ่ายชำระคืนหนี้เงินต้นและดอกเบี้ย เมื่อระดับหนี้สินของบริษัทเพิ่มมากขึ้น มูลค่าของบริษัทจะเพิ่มมากขึ้นจนถึงระดับหนึ่งที่ทำให้มูลค่าของบริษัทสูงที่สุด อย่างไรก็ตาม เมื่อบริษัทมีหนี้สินมากขึ้นเกินกว่าระดับนี้แล้ว ประโยชน์ที่จะได้รับจากสัดส่วนหนี้สินที่เพิ่มขึ้นจะค่อย ๆ ลดลง เพราะบริษัทมีต้นทุนเพิ่มมากขึ้นเรื่อยๆ จนมีน้ำหนักมากเกินกว่าประโยชน์ที่จะได้รับ โดยเป็นต้นทุนจากการที่คาดว่า

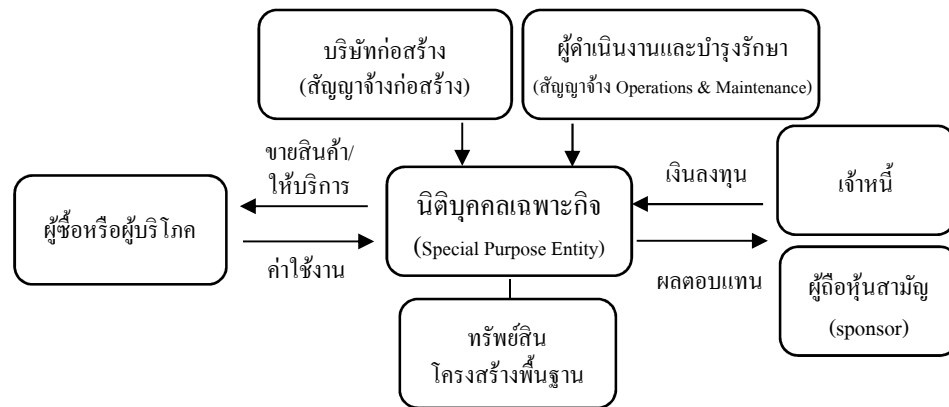
บริษัทจะเกิดปัญหาด้านการเงินและมีแนวโน้มที่จะล้มละลายเพิ่มมากขึ้น (financial distress and bankruptcy costs) และจากต้นทุนที่จะเกิดจากปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างกลุ่ม (agency costs and cost of investor conflicts) ผู้บริหารของบริษัท ผู้ถือหุ้นสามัญและเจ้าหนี้ อาทิ ต้นทุนจากการที่ผู้บริหารของบริษัททำเพื่อประโยชน์ของตนเองไม่ได้ทำเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท จากเงื่อนไขเพิ่มเติมที่เจ้าหนี้กำหนดเพื่อปกป้องผลประโยชน์ของกลุ่มตน หรือในกลุ่ม ผู้ถือหุ้นสามัญก็จะต้องการได้รับเงินสดจากบริษัทจึงลงทุนเพื่อเพิ่มมูลค่าแก่กิจการน้อยกว่าที่ควร หรือผู้ถือหุ้นต้องการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูงที่ให้ผลตอบแทนในระยะสั้น มากกว่าลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำเพื่อให้ผลตอบแทนในระยะยาวซึ่งจะสร้างมูลค่าสูงกว่า

ในการตัดสินใจจัดโครงสร้างเงินทุนและเลือกใช้เครื่องมือระดมทุน Damorandan (1999) แนะนำให้พิจารณาลักษณะของทรัพย์สินของกิจการเป็นสำคัญ เช่น ทรัพย์สินระยะสั้นหรือระยะยาว ความอ่อนไหวของกิจการต่อภาวะเศรษฐกิจ กระแสเงินสดรับ อายุครบกำหนด และอัตราดอกเบี้ย เป็นต้น และควรพิจารณาปัจจัยอื่นด้วย อาทิ ประโยชน์ของเครื่องมือทางการเงินประเภทต่าง ๆ ในการช่วยประหยัดภาษี มุมมองของนักวิเคราะห์การลงทุนและบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือด้านเครดิต ปัญหาในเรื่องการสื่อสารข้อมูลของบริษัทให้กับผู้มีส่วนร่วมในตลาด และความเป็นไปได้ในการจัดโครงสร้างให้สามารถลดปัญหาความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ในระหว่างผู้เกี่ยวข้อง เช่น ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้ถือตราสารหนี้ เป็นต้น นอกจากนี้ กรณีการใช้นวัตกรรมเครื่องมือทางการเงินที่มีความซับซ้อน กิจการจำเป็นต้องเข้าใจความซับซ้อนและมีความสามารถนำไปใช้ได้เหมาะสมโดยคำนึงถึงต้นทุนที่เกี่ยวข้อง และมีเหตุผลในการนำนวัตกรรมเครื่องมือทางการเงินที่มีความซับซ้อนไปใช้ให้เกิดประโยชน์ทางเศรษฐกิจในระยะยาวอย่างแท้จริง

2.2 การใช้เงินลงทุนในรูปแบบ direct finance หรือ project finance

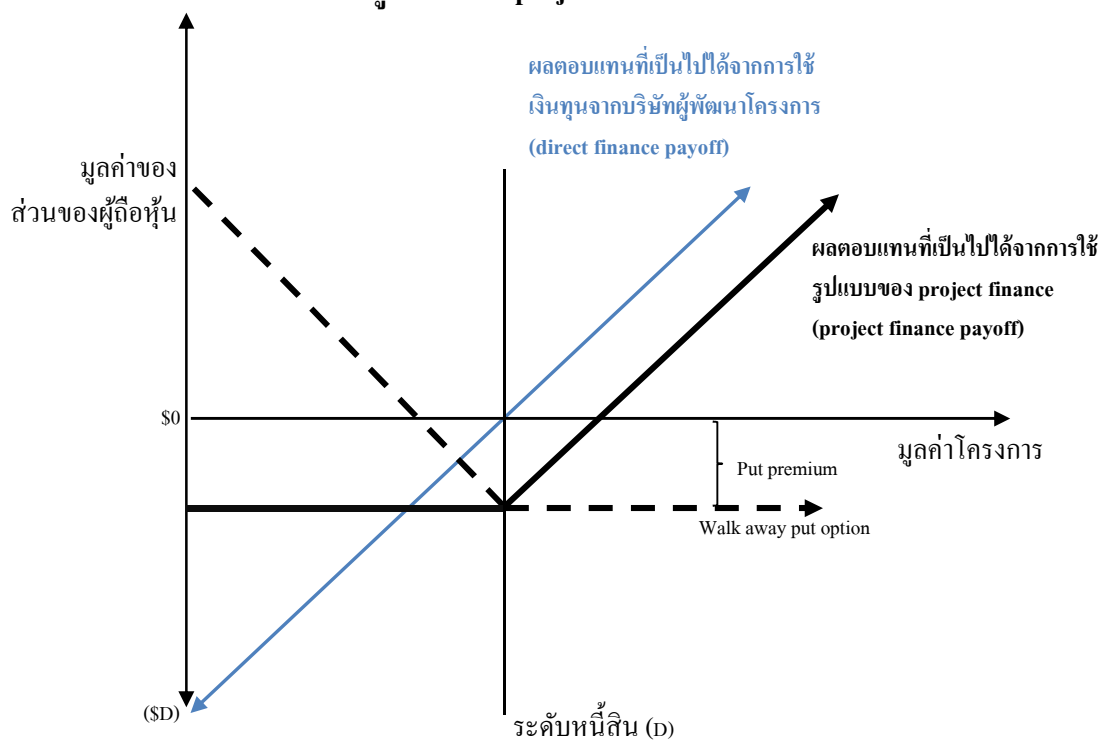
Direct finance หมายถึง รูปแบบการใช้เงินลงทุนจากบริษัทผู้พัฒนาโครงการ โดยไม่แยกภาระหนี้ออกจากธุรกิจอื่นของกิจการ project finance หมายถึง รูปแบบที่มีการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อพัฒนาโครงการและการระดมเงินทุน แยกต่างหากจากบริษัทผู้พัฒนาโครงการ (Special Purpose Entity: SPE) โดยผู้พัฒนาโครงการสามารถควบคุมการดำเนินงานได้ และ SPE นี้จะมีอายุเท่ากับอายุของโครงการ (แผนภาพที่ 2-3) ในทางกฎหมาย ผู้พัฒนาโครงการจะไม่มีภาระหนี้สินจาก SPE โดยจำกัดภาระเท่าที่เงินลงทุนในหุ้นสามัญของ SPE เท่านั้น ในส่วนเจ้าหนี้ก็มีสิทธิเรียกร้องเฉพาะจากทรัพย์สินหรือกระแสเงินสดของโครงการเท่านั้น (แผนภาพที่ 2-4) เมื่อโครงการสามารถใช้ประโยชน์เชิงพาณิชย์ได้ กระแสเงินสดจากรายได้ของโครงการจะนำมาใช้ชำระหนี้เงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่เจ้าหนี้ (Gatti, 2008 และ Esty, 2004)

แผนภาพที่ 2-3 รูปแบบของ project finance



แผนภาพที่ 2-4 ผลตอบแทนของโครงการ

จากการใช้รูปแบบของ project finance เมื่อเทียบกับ direct finance



ที่มา: Esty (2004)

โครงสร้างพื้นฐานส่วนใหญ่จะทำสัญญาในลักษณะ project finance ซึ่งจะช่วยให้มีการกำหนดบทบาทหน้าที่และโครงสร้างการจัดการผลประโยชน์ของผู้มีส่วนร่วมไว้อย่างชัดเจนและเหมาะสม อันเป็นการช่วยลดต้นทุนจากปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างกลุ่ม รวมทั้งมีการกำหนดเงื่อนไขการจ่ายกระแสเงินสดจากรายได้ของโครงการให้แก่เจ้าหนี้ ซึ่งช่วยให้เจ้าของ

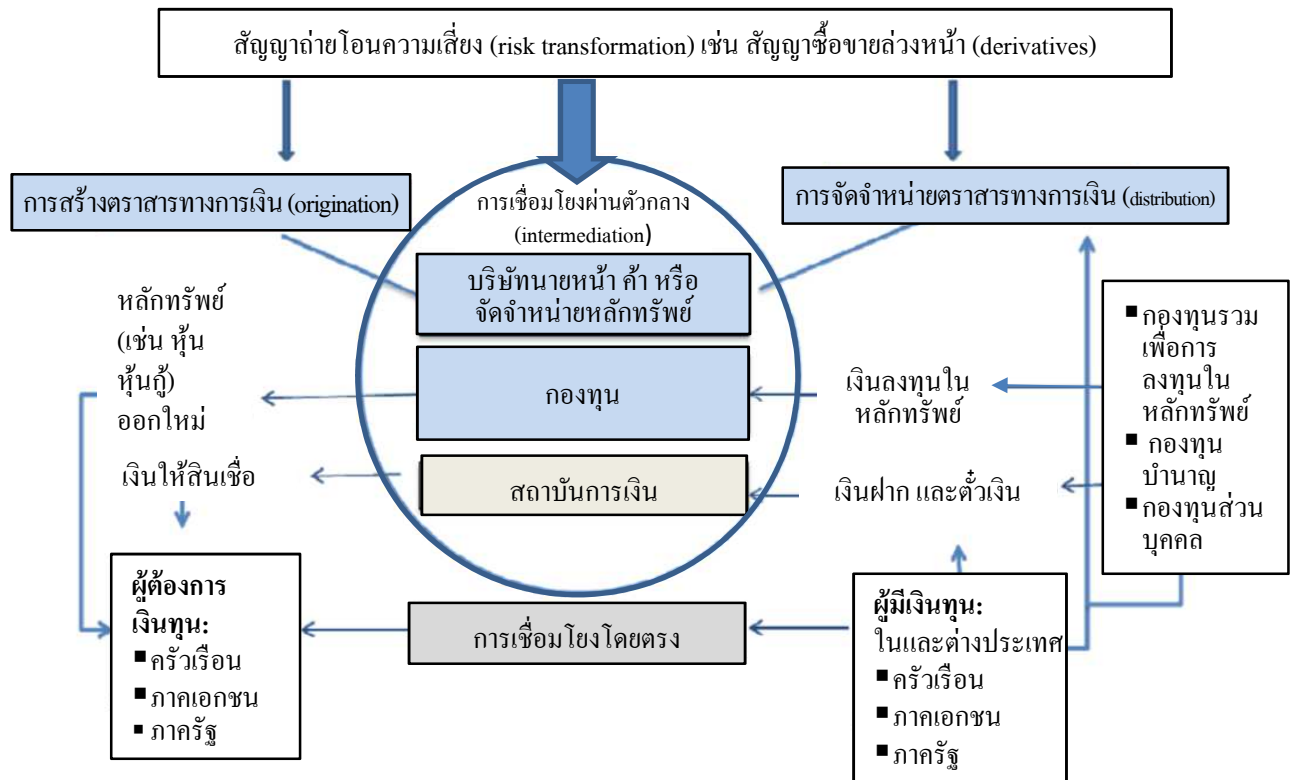
โครงการและผู้ประกอบการไม่สามารถโอนรายได้ของโครงการไปยังนิติบุคคลอื่น จึงสามารถเพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่เจ้าหนี้ได้ (Eshlers, 2014 และ Brealey et al., 1996)

2.3 เครื่องมือระดมเงินทุน

ในตลาดเงินมีสถาบันการเงินทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการเชื่อมโยงและเคลื่อนย้ายเงินทุน โดยการระดมเงินฝากจากผู้ฝากเงินไปให้สินเชื่อแก่กิจการ ผู้ฝากเงินจะได้รับดอกเบี้ยในอัตราที่กำหนดไว้แน่นอน สถาบันการเงินเป็นผู้รับความเสี่ยงจากกิจการที่ได้รับสินเชื่อ

ในตลาดทุน มีสถาบันตัวกลางหรือกลไกในตลาดทุน เช่น บริษัทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์หรือจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ กองทุนเพื่อการลงทุนประเภทต่าง ๆ ทำหน้าที่เป็นตัวกลางหรือกลไกในการเชื่อมโยงและเคลื่อนย้ายเงินทุน โดยมีบทบาทในการสร้าง และจัดจำหน่ายตราสารทางการเงิน ซึ่งเป็นเครื่องมือระดมทุนประเภทต่าง ๆ อาทิ หุ้นสามัญ หุ้นกู้หรือตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุนของกิจการ หน่วยลงทุนของกองทุน หรือหุ้นกู้ที่ออกโดยกระบวนการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เป็นต้น เพื่อระดมเงินทุนจากผู้มีเงินทุนส่วนเกิน ได้แก่ ผู้ลงทุนประเภทครัวเรือน ภาคเอกชนและภาครัฐ ทั้งในประเทศและต่างประเทศ แล้วนำไปจัดสรรให้กับผู้ต้องการเงินทุน เช่น กิจการ โครงสร้างพื้นฐานของภาคเอกชนหรือภาครัฐ ผู้ลงทุนเป็นผู้รับผิดชอบแทนและความเสี่ยงจากกิจการและมีต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการสร้างและจัดจำหน่ายตราสารทางการเงินที่ต้องจ่ายให้กับสถาบันตัวกลาง (แผนภาพที่ 2-5)

แผนภาพที่ 2-5 บทบาทของสถาบันการเงินและกลไกในตลาดทุนในการจัดสรรเงินทุน



ที่มา : ผู้วิจัยปรับปรุงจาก European Commission (2013b) ซึ่งอ้างอิงจาก Smith and Walter, "Global Banking," Oxford University Press, 2010

2.3.1 การระดมทุนด้วยการออกหุ้นสามัญ เพื่อเป็นส่วนของผู้ถือหุ้น

กิจการโครงสร้างพื้นฐานสามารถระดมทุนในตลาดทุนด้วยการออกขายหุ้นสามัญต่อผู้ลงทุนทั่วไป แล้วนำหุ้นสามัญไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้ซื้อขายเปลี่ยนมือกันได้

การระดมเงินทุนด้วยการออกหุ้นสามัญจะไม่มีอายุครบกำหนดไถ่ถอนและไม่ต้องจ่ายเงินปันผลด้วยอัตราที่แน่นอน จึงเป็นเงินทุนระยะยาวของกิจการซึ่งเป็นกลไกรองรับความเสี่ยงและเป็นส่วนกันชนรองรับความเสียหายจากผลขาดทุนให้กับเจ้าหนี้ กิจการที่มีส่วนของผู้ถือหุ้นอยู่ในระดับสูง เมื่อเทียบกับหนี้สิน จะช่วยเพิ่มความมั่นใจให้แก่เจ้าหนี้ ช่วยให้สามารถก่อหนี้ได้มากขึ้น เพื่อให้บริษัทสามารถมีหนี้สินอยู่ในระดับที่จะสร้างมูลค่าสูงสุดให้แก่กิจการได้

ผู้ถือหุ้นสามัญมีส่วนในความเป็นเจ้าของร่วม จึงร่วมรับความเสี่ยงและส่วนแบ่งกำไรของกิจการ โดยในกรณีที่บริษัทล้มละลาย ผู้ถือหุ้นสามัญของบริษัทมีสิทธิในลำดับสุดท้ายในการได้รับทรัพย์สินส่วนที่เหลือของบริษัทหลังจากชำระหนี้คืนแก่เจ้าหนี้ ผู้ถือหุ้นจึงต้องการผลตอบแทนในระดับสูงเพื่อชดเชยความเสี่ยง จึงทำให้กิจการต้องจ่ายส่วนแบ่งกำไรให้กับ

ผู้ถือหุ้น และมีต้นทุนทางการเงินของการออกหุ้นสามัญอยู่ในระดับสูง (บล. ภัทร, 2552) นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นสามัญจะมีสิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัท ซึ่งเท่ากับมีส่วนในการควบคุมการบริหารกิจการของบริษัท กิจการที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มจึงจำเป็นต้องสูญเสียอำนาจในการควบคุมกิจการไปส่วนหนึ่ง

อนึ่ง ในกรณีของการระดมทุนด้วยการขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไป ผู้ลงทุนเป็นผู้รับความเสี่ยงจึงต้องการความเชื่อมั่นและมีข้อมูลของกิจการที่เพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุน กิจการจึงจำเป็นต้องเตรียมความพร้อมให้มีคุณสมบัติที่เหมาะสม มีการกำกับดูแลกิจการและเปิดเผยข้อมูลของกิจการที่ดี รวมทั้งปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ว่าด้วยการออกเสนอขายหุ้นแก่ประชาชนที่กำหนดโดยหน่วยงานกำกับดูแลด้านหลักทรัพย์ ในกลไกการขายหุ้นจะมีบริษัทหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นผู้จัดจำหน่ายหุ้น มีผู้เชี่ยวชาญ ได้แก่ ที่ปรึกษาทางการเงิน ผู้สอบบัญชี และผู้ตรวจสอบภายใน รวมถึงที่ปรึกษากฎหมาย เข้ามามีส่วนร่วมทำหน้าที่ตรวจสอบกิจการ รับรองข้อมูลและประเมินความเพียงพอของระบบควบคุมภายใน เพื่อเป็นกลไกแก้ไขปัญหาข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างเจ้าของกิจการกับผู้ลงทุน และลดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของฝ่ายบริหารและผู้ถือหุ้น

การออกขายหุ้นแก่ประชาชนทั่วไปและการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะมีต้นทุนทางตรงจากค่าธรรมเนียมของผู้เกี่ยวข้องประมาณร้อยละ 3-5 ของมูลค่าระดมทุน (PwC, 2013) โดยในสหภาพยุโรปมีต้นทุนทางตรงในช่วงปี 2548-2551 ประมาณร้อยละ 6-13 (European Commission, 2011) และในประเทศไทย ต้นทุนทางตรงรวมของการออกขายหุ้นและเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในปี 2556 ประมาณร้อยละ 3.1 (สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด., 2014)

การระดมทุนด้วยการออกหุ้นสามัญเป็นเครื่องมือระดมทุนที่สำคัญของกิจการ โครงสร้างพื้นฐานทั่วโลก โดยมีสัดส่วนมูลค่าการระดมทุน ในช่วงปี 2552-2555 ประมาณร้อยละ 19 ของมูลค่าทรัพย์สินของกิจการ หรือประมาณ 36 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ต่อปี (Ernst & Young, 2014)

2.3.2 การกู้ยืมหรือออกหุ้นกู้เพื่อเป็นส่วนหนึ่งของหนี้สิน

กิจการโครงสร้างพื้นฐานสามารถก่อหนี้โดยการกู้ยืมเงิน เช่น จากธนาคารพาณิชย์ หรือการออกขายหุ้นกู้แก่ผู้ลงทุนในวงกว้างหรือในวงจำกัดในตลาดทุน โดยผู้ให้สินเชื่อหรือผู้ถือหุ้นกู้ มีฐานะเป็น “เจ้าหนี้ของกิจการ” มีสิทธิเรียกร้องให้กิจการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยเมื่อถึงกำหนด และในกรณีที่กิจการล้มละลาย เจ้าหนี้จะมีสิทธิเรียกร้องในการได้รับชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยจากทรัพย์สินของกิจการในลำดับก่อนผู้ถือหุ้นของกิจการ โดยเจ้าหนี้ไม่มีอำนาจควบคุมกิจการโดยตรง แต่จะใช้วิธีนำสินทรัพย์ของกิจการมาเป็นหลักประกันการชำระหนี้หรือกำหนดเงื่อนไขอื่นเพื่อเป็นการลดความเสี่ยงให้กับเจ้าหนี้

Weisdorf (2007) อธิบายว่า โครงสร้างพื้นฐานส่วนใหญ่เมื่อดำเนินการแล้วจะมีกระแสรายได้แน่นอนและสม่ำเสมอ สามารถก่อหนี้ได้ในระดับสูง โดยข้อมูลในช่วงปี 2552-2555 จาก Ernst & Young (2014) กิจการโครงสร้างพื้นฐานทั่วโลกมีส่วนการก่อหนี้เฉลี่ยประมาณร้อยละ 71 ของมูลค่าทรัพย์สินของกิจการ โดยเป็นส่วนของการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ ประมาณร้อยละ 65 และการออกหุ้นกู้ ประมาณร้อยละ 6 โดยในแต่ละปี มีมูลค่าการให้สินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์และการออกหุ้นกู้ เฉลี่ยประมาณ 122 และ 10 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ. ตามลำดับจากมูลค่าการลงทุนเฉลี่ยประมาณ 188 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ. ในโครงการ 600 โครงการ (รวมประมาณ 2,400 โครงการ ในช่วงปี 2552-2555)

ตารางที่ 2-2 ตัวอย่างระดับหนี้สินต่อทรัพย์สินและอันดับความน่าเชื่อถือด้านเครดิต

ประเภทโครงสร้างพื้นฐาน	ระดับหนี้สินต่อ สินทรัพย์ (ร้อยละ)	อันดับความน่าเชื่อถือด้านเครดิต (Standard & Poor's Rating) (ช่วง/ค่าเฉลี่ย)
การส่งไฟฟ้าในสหรัฐอเมริกา	58.5	A
การส่งไฟฟ้าในสหภาพยุโรป	75.0	A ถึง AA-
ประปาในสหราชอาณาจักร	67.8	A-
ก๊าซในออสเตรเลีย	77.1	BBB
ทางพิเศษในสหภาพยุโรป	72.7	A

ที่มา : Weisdorf (2007)

2.3.2.1 สินเชื่อโครงสร้างพื้นฐาน เป็นการให้กู้ในวงจำกัด โดยมีธนาคารพาณิชย์แต่ละแห่งเป็นผู้ให้สินเชื่อ หรือในรูปแบบ syndicated project loan ที่มีธนาคารพาณิชย์หรือผู้ลงทุนสถาบันปล่อยกู้ร่วมกันให้โครงการ project finance ขนาดใหญ่ ซึ่งรูปแบบนี้ได้รับความนิยมมากและมีความสำคัญมากขึ้นเรื่อย ๆ เพราะช่วยจำกัดความเสี่ยงของธนาคารแห่งใดแห่งหนึ่ง และช่วยให้มีขนาดวงเงินปล่อยกู้เพียงพอต่อความต้องการ รวมทั้งเป็นการแลกเปลี่ยนข้อมูลระหว่างธนาคารซึ่งจะเป็นประโยชน์ในการลดต้นทุนให้กับผู้กู้ด้วย (Subacchi et al., 2014)

เงินให้สินเชื่อไม่สามารถนำไปซื้อขายเปลี่ยนมือได้ ผู้ให้สินเชื่อจึงต้องมีความผูกพันในระยะยาว จนกระทั่งครบกำหนดอายุ โดยเฉลี่ยมีอายุประมาณ 7-12 ปี (Weber and Alfen, 2010) แต่โครงสร้างพื้นฐานมีอายุยาวกว่านี้และมีความต้องการใช้เงินทุนตลอดอายุโครงการ จึงจำเป็นที่จะต้องกู้เงินก้อนใหม่เพื่อไปใช้คืนเงินกู้ก้อนเก่า

โครงสร้างพื้นฐานที่มีโครงสร้างทางการเงินหรือฐานะทางการเงินดี มีกระแสรายได้แน่นอนและสม่ำเสมอ และมีความสามารถในการชำระหนี้เงินต้นและดอกเบี้ยที่ดี อัตราดอกเบี้ยของสินเชื่อก็จะต่ำ ซึ่งเป็นไปตามกลไกราคาและการต่อรองระหว่างผู้ให้กู้และผู้กู้

ธนาคารพาณิชย์มีบทบาทเป็นผู้ให้สินเชื่อและเป็นแหล่งเงินทุนที่สำคัญแก่การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานทั่วโลก เฉลี่ยประมาณร้อยละ 65 ของมูลค่าเงินทุนในโครงสร้างพื้นฐานทั่วโลก ในช่วงปี 2552-2555 (Ernst & Young, 2014 และ Walsh et al., 2011)

อย่างไรก็ดี ตั้งแต่ช่วงหลังปี 2553 (Ernst & Young, 2014 และ Subacchi et al., 2014) ธนาคารพาณิชย์ปล่อยกู้ระยะยาวในโครงสร้างพื้นฐานลดลง ด้วยเหตุสภาวะการเงินและสภาพคล่องที่ตึงตัวในระบบธนาคารของหลายประเทศ (เช่น ในสหภาพยุโรป) และธนาคารพาณิชย์มีข้อจำกัดที่สำคัญทางด้านกฎเกณฑ์และด้านอื่น สรุปได้ดังนี้

2.3.2.1.1 การปฏิบัติตามกฎเกณฑ์การกำกับด้านการดำรงเงินกองทุน (เช่น มาตรฐาน International regulatory framework for banks (Basel III)) ที่เข้มงวดขึ้น จึงต้องเพิ่มขนาดและคุณภาพของเงินกองทุน และอาจทำให้มีต้นทุนในการปล่อยกู้ระยะยาวเพิ่มขึ้น จึงลดการปล่อยกู้โครงสร้างพื้นฐาน และมีธนาคารหลายแห่ง เช่น Royal Bank of Scotland ได้ขายพอร์ตสินเชื่อโครงสร้างพื้นฐาน (FSB, 2013 และ Ernst & Young, 2014)

2.3.2.1.2 การพึ่งพาแหล่งเงินทุนระยะสั้น เช่น เงินฝาก เป็นสำคัญ ขณะที่การปล่อยกู้โครงสร้างพื้นฐานส่วนใหญ่มีระยะเวลากำหนดอายุมากกว่า 10 ปี ธนาคารจึงมีความเสี่ยงจากระยะเวลากำหนดอายุของทรัพย์สินและหนี้สินที่ไม่สอดคล้องกันและความเสี่ยงด้านสภาพคล่องจากการไหลออกของเงินทุนอย่างฉับพลัน

2.3.2.1.3 การมีความเสี่ยงสะสมในการปล่อยกู้โครงสร้างพื้นฐานที่สูงกว่าการให้สินเชื่อประเภท investment grade loans (สินเชื่อที่มีความเสี่ยงในระดับลงทุน) โดยธนาคารมีความเสี่ยงสะสมจากการเริ่มรับความเสี่ยงจากช่วงเริ่มต้นของการให้สินเชื่อสูง แต่จะค่อย ๆ ลดความเสี่ยงลงไปเมื่อโครงการเริ่มดำเนินการและสร้างรายได้และกระแสเงินสด (Eshlers, 2014 และ Eshlers et al., 2014)

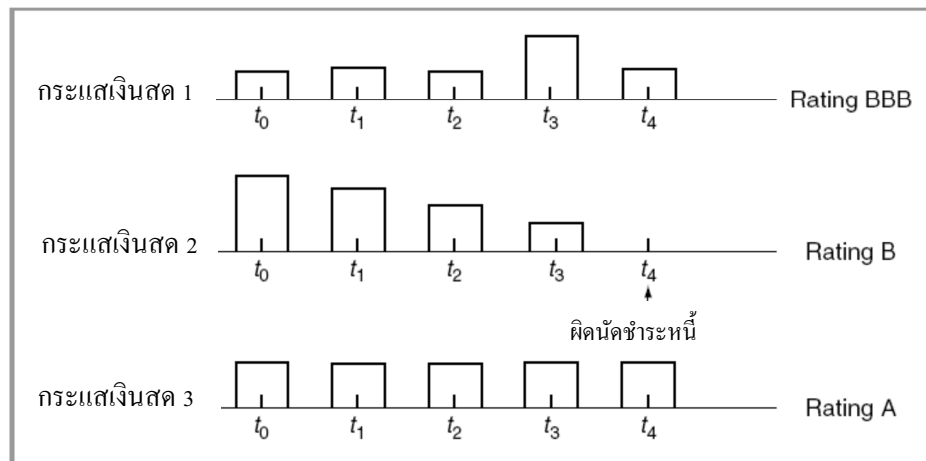
2.3.2.2 การระดมทุนด้วยการออกขายหุ้นกู้ การออกหุ้นกู้เป็นช่องทางหนึ่งในการระดมทุนเพื่อนำไปพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน โดยเสนอขายผู้ลงทุนทั้งในวงจำกัดและในวงกว้างเป็นการระดมทุนโดยผู้พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานหรือจัดตั้งอีกบริษัทเพื่อแยกโครงการออกมาแล้วระดมทุนเฉพาะโครงการนี้ หุ้นกู้เป็นตราสารทางการเงินที่ซื้อขายเปลี่ยนมือได้ในตลาดรอง

อัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ซึ่งเป็นต้นทุนการก่อหนี้ของกิจการ จะถูกกำหนดตามกลไกราคาของตลาด ซึ่งจะสะท้อนมุมมองของผู้มีส่วนร่วมในตลาดต่อฐานะทางการเงินและโอกาส

การผิณัดชำระหนี้เงินต้นและดอกเบี้ยของกิจการ โดยอันดับความน่าเชื่อถือด้านเครดิต (credit rating) ของหุ้นกู้ มีอิทธิพลสำคัญต่อการตัดสินใจของผู้ลงทุนและต่อกลไกตลาดในการกำหนดราคาหรืออัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ (Malik, 2014)

อันดับความน่าเชื่อถือด้านเครดิตของหุ้นกู้ที่อยู่ในอันดับที่ดี เช่น Rating A แสดงความเห็นของสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ที่แสดงถึงกิจการจะมีกระแสเงินสดสม่ำเสมอ และมีโอกาสผิณัดชำระหนี้ต่ำกว่า อันดับ Rating BBB และ Rating B ตามลำดับ หุ้นกู้ที่ได้รับอันดับ Rating BBB ขึ้นไป (เช่น Rating AAA, AA, A, BBB) จัดว่าเป็นอันดับความน่าเชื่อถือในระดับที่ลงทุนได้ (investment grade) โดยมีความเสี่ยงในการผิณัดชำระหนี้ต่ำ

แผนภาพที่ 2-6 การจัดอันดับความน่าเชื่อถือด้านเครดิตกับการคาดการณ์กระแสเงินสดของกิจการ



ที่มา : Neftci (2008)

การออกขายหุ้นกู้เป็นเครื่องมือการระดมทุนในตลาดทุนเพื่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา โดยเฉพาะกับโครงการขนาดใหญ่ อาทิ โครงการมอเตอร์เวย์ในอิตาลีในช่วงปี 2503 โดยมีมูลค่าการออกขายหุ้นกู้ ในช่วงปี 2552-2555 กว่า 1 แสนล้านดอลลาร์ สหรัฐ. ต่อปี (Ernst & Young, 2014)

อนึ่ง เมื่อพิจารณาการระดมเงินทุนด้วยการออกขายหุ้นกู้ โดยเปรียบเทียบกับ การขอสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ Ernst & Young (2014) พบว่า การออกขายหุ้นกู้เป็นเครื่องมือ ระดมเงินทุนที่มีต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายต่ำกว่าสินเชื่อจากธนาคาร คิดเป็นเฉลี่ยประมาณร้อยละ 0.50-0.87 ต่อปี (จากข้อมูลการกู้ยืมทุกประเภทอายุและคุณภาพลูกหนี้) รวมทั้งพบว่าหุ้นกู้ที่ จดทะเบียนในตลาดรองจะมีต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายต่ำกว่าหุ้นกู้ที่ออกขายโดยไม่จดทะเบียนใน ตลาดรอง ประมาณร้อยละ 0.30 ต่อปี (แสดงถึงมูลค่าเพิ่มที่ได้รับจากสภาพคล่องในการซื้อขาย หรือ

liquidity premium) โดยความลึกและสภาพคล่องในการซื้อขายเปลี่ยนมือหุ้นกู้ในตลาดรองมีส่วนช่วยให้หุ้นกู้มีต้นทุนการระดมทุนต่ำกว่าสินเชื่อกาธนาคารซึ่งไม่สามารถเปลี่ยนมือได้ง่ายนัก

นอกจากนี้ Subacchi et al., 2014 อธิบายว่า หุ้นกู้สามารถมีระยะเวลาครบอายุยาว (เช่น หุ้นกู้อาจมีอายุถึง 50 ปี) และสามารถจัดโครงสร้างให้เหมาะสมกับการคาดการณ์กระแสเงินสดรับของกิจการ จึงทำให้เป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวที่มีความแน่นอน Ehlers et al. (2014) จัดทำข้อมูลแสดงอายุครบกำหนดของหุ้นกู้โครงสร้างพื้นฐานในประเทศพัฒนาแล้วเฉลี่ยมีอายุประมาณ 15 ปี และในประเทศกำลังพัฒนาในเอเชีย ลาตินอเมริกา และยุโรปตะวันออกมีอายุในช่วง 7.5–11 ปี

2.3.3 การระดมทุนด้วยการออกขายตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน

ตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุนสามารถมีบทบาทที่สำคัญในการเป็นเครื่องมือระดมเงินทุนให้แก่โครงสร้างพื้นฐาน (Subacchi et al., 2014) โดยเป็นตราสารที่มีความซับซ้อนมากขึ้น ตัวอย่างที่สำคัญ อาทิ

2.3.3.1 หุ้นกู้แปลงสภาพซึ่งเป็นตราสารหนี้ที่คล้ายหุ้นกู้ทั่วไป แต่ต่างกันที่หุ้นกู้แปลงสภาพมีสิทธิที่จะแปลงเป็นหุ้นสามัญได้ในช่วงเวลา อัตรา และราคาที่กำหนด

2.3.3.2 หุ้นบุริมสิทธิเป็นหุ้นของบริษัทที่มีลักษณะพื้นฐานด้านสิทธิหน้าที่เช่นเดียวกับหุ้นสามัญ เว้นแต่ในเรื่องบุริมสิทธิ ซึ่งจะเป็นตัวกำหนดให้แตกต่างจากหุ้นสามัญ โดยบุริมสิทธินั้นจะเป็นประโยชน์อะไรก็ได้ เช่น ได้รับการจ่ายเงินปันผลจำนวนที่แน่นอนก่อนหุ้นสามัญ หรือได้รับคืนทุนก่อนหุ้นสามัญ เป็นต้น (อำนาจ บุษปามาศ, 2538)

นวัตกรรมเครื่องมือระดมเงินทุน

นอกจากการระดมทุนในรูปแบบดั้งเดิมด้วยการกู้ยืม ออกขายหุ้นกู้หรือหุ้นสามัญของบริษัท รวมทั้งการออกขายตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน กิจการสามารถจัดหาเงินทุนและจัดโครงสร้างทางการเงินด้วยการใช้นวัตกรรมเครื่องมือระดมทุนในตลาดทุนโดยใช้สินทรัพย์ของกิจการ เช่น การจัดตั้งกองทุนเพื่อการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน หรือธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ เป็นต้น

นวัตกรรมเครื่องมือระดมทุนด้วยการจัดตั้งกิจการที่แปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ หรือกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน จะสร้างมูลค่าเพิ่มแก่กิจการและผู้ถือหุ้นของกิจการ โครงสร้างพื้นฐาน โดยทางตรงจากการระดมเงินทุนด้วยต้นทุนต่ำจากตลาดทุน หรือช่วยให้กิจการประหยัดภาษี นอกจากนี้ ยังสร้างประโยชน์โดยทางอ้อม เช่น เพิ่มความสามารถในการก่อหนี้ โดยนำเงินที่ระดมทุนได้ไปลงทุนในโครงการที่มีศักยภาพต่าง ๆ (McKinsey & Company, 2010) ทั้งนี้ กิจการจะสามารถก่อหนี้เพิ่มได้ โดยเป็นการก่อหนี้ของนิติบุคคลเฉพาะกิจที่สนับสนุน

ให้จัดตั้งขึ้น โดยไม่ต้องบันทึกบัญชีเป็นการหนึ่งของกิจการหรือไม่ต้องบันทึกบัญชีเป็นรายการในงบการเงินของกิจการได้ (off-balance sheet vehicle) กิจการนั้นต้องไม่มีอำนาจควบคุม off-balance sheet vehicle หรือเข้าช้อยกเว้นไม่ต้องนำงบการเงินของนิติบุคคลนั้นมาจัดทำงบการเงินรวม ทั้งนี้ ตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ ฉบับที่ 10 เรื่องการจัดทำงบการเงินรวม ซึ่งเริ่มนำมาใช้ตั้งแต่ปี 2558 ได้กำหนดนิยามหลักการการควบคุม ถ้าผู้ลงทุนเข้าเงื่อนไขทุกข้อดังนี้ (1) การมีอำนาจเหนือผู้ได้รับการลงทุน (2) การเปิดรับหรือมีสิทธิในผลตอบแทนผันแปรจากการเกี่ยวข้องกับผู้ได้รับการลงทุน และ (3) ความสามารถในการใช้อำนาจเหนือผู้ได้รับการลงทุน ทำให้เกิดผลกระทบต่อจำนวนเงินผลตอบแทนของผู้ลงทุน

2.3.4 กองทุนโครงสร้างพื้นฐาน

กองทุนโครงสร้างพื้นฐาน เป็นหนึ่งในนวัตกรรมของเครื่องมือระดมทุนที่จะดึงดูดเงินลงทุนจำนวนมากจากผู้ลงทุน ช่วยให้กิจการโครงสร้างพื้นฐานเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้อย่างเพียงพอมากขึ้น และเป็นเครื่องมือที่ช่วยให้มีการถ่ายโอนหรือกระจายความเสี่ยงในการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน (Ehlers, 2014) รวมทั้งช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถเข้าถึงและกระจายการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่มีขนาดใหญ่หลายโครงการได้ และช่วยลดต้นทุนของการลงทุน ผู้ลงทุนในกองทุนได้รับประโยชน์จากการประหยัดจากขนาดจากการทำหน้าที่ของผู้จัดการกองทุนที่เชี่ยวชาญ ซึ่งมีต้นทุนคงที่ด้านบุคลากรสูง ในการค้นหาและวิเคราะห์โครงสร้างพื้นฐานที่มีความซับซ้อน เพิ่มความสามารถในการเข้าลงทุนและเพิ่มอำนาจต่อรองให้ได้เงื่อนไขการเข้าลงทุนที่ดีขึ้น (European Commission, 2013a) รวมทั้งช่วยส่งเสริมสภาพคล่องในการซื้อขายเปลี่ยนมือ โดยช่วยแยกความเสี่ยงด้านสภาพคล่องในการซื้อขายเปลี่ยนมือ (liquidity risk) ของการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่เป็นการลงทุนในระยะยาว และความท้าทายในการกำหนดราคาของความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องในระยะยาว (pricing of long-term risks) ออกจากกัน (Ehlers, 2014)

กองทุนโครงสร้างพื้นฐานเป็นเครื่องมือระดมทุนที่ได้รับความนิยมจากผู้ระดมทุนและผู้ลงทุนในหลายประเทศทั่วโลก เช่น มีกองทุนที่จัดตั้งในทวีปยุโรป ทวีปอเมริกาเหนือ ทวีปเอเชีย และอื่นๆ เช่น ออสเตรเลียและนิวซีแลนด์ เป็นต้น โดยคิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 42, 21, 12 และร้อยละ 25 ของมูลค่าการระดมทุนรวม ตามลำดับ (Macquarie, 2014) โดยมีมูลค่าการระดมเงินทุนในช่วงปี 2004-2012 รวมประมาณ 214 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ. (Inderst, 2013)

ในการจัดตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน กองทุนจะระดมทุนจากผู้ลงทุนทั่วไปในวงกว้างหรือในวงจำกัด ด้วยการออกขายหลักทรัพย์ประเภทหน่วยลงทุนหรือหุ้นสามัญของกองทุน เพื่อนำเงินที่ระดมทุนได้ไปจัดการลงทุนและจัดหาประโยชน์ในโครงสร้างพื้นฐาน โดยจะจ่ายผลตอบแทนสุทธิที่ได้จากการลงทุน ภายหลังจากหักค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องในการจัดการ

กองทุน ให้กับผู้ลงทุน ตามนโยบายของกองทุน ซึ่งจะกำหนดไว้ในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุน สัญญาซื้อผูกพันของบริษัทจัดการลงทุนและผู้ถือหน่วยลงทุนหรือสัญญาก่อตั้งทรัสต์ แล้วแต่กรณี ทั้งนี้ สามารถสรุปลักษณะที่สำคัญ ได้ดังนี้

2.3.4.1 รูปแบบของกองทุน

กองทุนมีการจัดตั้งได้ในรูปแบบบริษัท ทรัสต์ ห้างหุ้นส่วนจำกัด หรือกองทุนรวม โดยจะมีลักษณะของกองทุนและเงื่อนไขการไถ่ถอนการลงทุนของผู้ลงทุน โดยแบ่งเป็น 2 ประเภท ได้แก่ กองทุนที่ไม่มีกำหนดอายุของโครงการจัดการและนำหน่วยลงทุนของกองทุนไปจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ มีประมาณ 145 กองทุนทั่วโลก (Macquarie, 2014 และ Meketa Investment Group, 2014) และกองทุนที่ไม่ได้จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ มีประมาณ 219 กองทุนทั่วโลก (Macquarie, 2014) อาทิ กองทุนที่มีกำหนดครบอายุของกองทุน เช่น 10-15 ปี เมื่อเลิกโครงการแล้วนำเงินที่ได้จากการขายทรัพย์สินคืนให้กับผู้ถือหน่วยลงทุน หรือจะเป็นประเภทกองทุนที่มีเงื่อนไขให้ผู้ถือหน่วยลงทุนของกองทุนสามารถไถ่ถอนคืนหน่วยลงทุนได้ตามช่วงระยะเวลาที่กำหนดไว้

2.3.4.2 ประเภทผู้ลงทุน

กองทุนที่ไม่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ จะมีผู้ลงทุนหลักคือผู้ลงทุนสถาบัน ได้แก่ กองทุนบำนาญ สถาบันการเงิน บริษัทประกันชีวิต และกองทุนบริหารความมั่งคั่งของรัฐ รวมทั้งผู้ลงทุนรายย่อย

กองทุนที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ นอกจากมีผู้ลงทุนสถาบัน เป็นผู้ลงทุนสำคัญแล้ว ยังมีผู้สนับสนุน (sponsor) หรือผู้จัดการกองทุนเข้าร่วมลงทุนด้วย และมีผู้ลงทุนรายย่อยทั่วไปลงทุนบางส่วน

2.3.4.3 ผู้จัดการกองทุน

กองทุนจะมีผู้จัดการกองทุนทำหน้าที่บริหารจัดการกองทุนและการซื้อหรือขายทรัพย์สินของกองทุน ซึ่งส่วนใหญ่กองทุนจะทำสัญญาว่าจ้างให้ผู้จัดการกองทุนที่มีความเชี่ยวชาญและเป็นนิติบุคคลแยกต่างหากจากกองทุน ในกรณีกองทุน Master Limited Partnership (MLP) ในสหรัฐอเมริกา ลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานกลุ่มพลังงาน เช่น ท่อขนส่งน้ำมัน จัดตั้งในรูปแบบห้างหุ้นส่วนจำกัด จะมีหุ้นส่วนผู้จัดการ (General Partner: GP) ทำหน้าที่บริหารจัดการกองทุน ผู้ลงทุนในกองทุนจะเป็นหุ้นส่วนประเภทจำกัดความรับผิด (Limited Partners)

ผู้จัดการกองทุนส่วนใหญ่จะได้รับค่าตอบแทนในลักษณะ 2 ชั้น คือ ค่าตอบแทนพื้นฐานซึ่งเรียกเก็บจากกองทุนเป็นประจำปี (base fee เช่น ร้อยละ 1-3 ของมูลค่ากิจการ) และค่าตอบแทนส่วนเพิ่มซึ่งอ้างอิงกับผลการดำเนินงาน (performance-based fee) เช่น

ประมาณร้อยละ 20 จากส่วนเพิ่มของผลตอบแทนรวมจากการถือหน่วยลงทุน เมื่อเทียบกับดัชนีผลตอบแทนอ้างอิง

ผู้จัดการกองทุนที่สำคัญในตลาดนี้ได้แก่ บริษัทจัดการกองทุน Macquarie Infrastructure and Real Asset (MIRA) มีส่วนแบ่งตลาดประมาณร้อยละ 40 (Inderst, 2013) และ Industry Fund Management, Alinta Capital Partners, LLC. ส่วนใหญ่จะเป็นประเภทกองทุนที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

2.3.4.4 การลงทุนของกองทุน

การลงทุนของกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน ส่วนใหญ่นำลงทุนในหุ้นหรือหุ้นกู้โครงสร้างพื้นฐาน รวมทั้งมีการให้กู้ยืมเงินแก่กิจการ ได้แก่ กองทุนโครงสร้างพื้นฐานเพื่อลงทุนในหุ้นสามัญ หุ้นกู้ หรือให้สินเชื่อ อาทิ กองทุนโครงสร้างพื้นฐานที่บริหารจัดการโดย MIRA (แผนภาพที่ 2-7) หรือกองทุน Infrastructure Business Trust เช่น CitySpring Infrastructure Trust ในสิงคโปร์ที่ลงทุนในหุ้นและหุ้นกู้ขององค์กรโครงสร้างพื้นฐาน (แผนภาพที่ 2-8) หรือลงทุนโดยตรงด้วยการเข้าซื้อทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานหรือรับโอนสิทธิการรับประโยชน์ในอนาคตของทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐาน (แผนภาพที่ 2-9) เช่น ในออสเตรเลียมีกองทุนโครงสร้างพื้นฐานที่ลงทุนตรงในทรัพย์สิน และในสหรัฐอเมริกา Master Limited Partnership (MLPs) ลงทุนตรงในทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานประเภทพลังงาน เช่น ท่อขนส่งน้ำมัน

ประเภทของโครงสร้างพื้นฐานที่กองทุนลงทุน จะครอบคลุมหลายประเภท ได้แก่ กลุ่มทรัพย์สินหลัก อาทิ ระบบทางพิเศษ อุโมงค์ใต้ดินหรือใต้น้ำ ประปาและระบบบำบัดน้ำเสีย ระบบจำหน่ายและสายส่งไฟฟ้า ท่อส่ง ท่อจำหน่ายก๊าซ ซึ่งกลุ่มนี้ส่วนใหญ่มักจะมีผลตอบแทนและความเสี่ยงต่ำกว่ากลุ่มสร้างมูลค่าเพิ่ม อาทิ ทำอากาศยาน ทำเรื่อน้ำลึก ผลิตไฟฟ้าพลังงานทางเลือก หรือระบบรถไฟความเร็วสูง ซึ่งทั้งสองกลุ่มเป็นโครงการที่ได้ดำเนินการจัดหาประโยชน์แล้ว นอกจากนี้จะมีกลุ่มสร้างโอกาส ซึ่งมีความเสี่ยงสูงและโอกาสสร้างผลตอบแทนสูง เช่น โครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้างทุกประเภท หรือระบบเครือข่ายดาวเทียม เป็นต้น (Weisdorf, 2007 และ Macquarie, 2014)

กองทุนส่วนใหญ่จะเน้นลงทุนในโครงการที่ดำเนินการจัดหาประโยชน์แล้ว เพื่อสร้างผลตอบแทนที่สม่ำเสมอ เพื่อให้สอดคล้องกับผู้ลงทุนหลักคือ กองทุนบำนาญ และบริษัทประกันชีวิต ซึ่งส่วนใหญ่จะรับความเสี่ยงได้ค่อนข้างจำกัด

อย่างไรก็ตาม มีบางส่วนลงทุนในโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาหรืออยู่ระหว่างก่อสร้าง (greenfield projects) เพื่อสร้างโอกาสจากการเติบโตและผลตอบแทนที่สูงขึ้น เช่น ในปัจจุบัน กองทุน Macquarie Korea Infrastructure Fund (MKIF) ลงทุนส่วนใหญ่ใน

โครงการที่ดำเนินการแล้ว โดยมีเพียงบางส่วนที่ลงทุนโครงการที่อยู่ระหว่างก่อสร้าง เช่น โครงการก่อสร้างท่าเรือ Busan New Port Phase 2-3 (Macquarie, 2014b) หรือ กองทุน John Laing Infrastructure Fund ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน ซึ่งลงทุนในหุ้นหรือหุ้นกู้ด้อยสิทธิของ 38 โครงการโครงสร้างพื้นฐานทางสังคมที่ดำเนินการจัดหาประโยชน์แล้วเป็นหลัก โดยมีนโยบายลงทุนในโครงการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างได้ไม่เกินร้อยละ 15 ของสินทรัพย์รวมของกองทุน (European Commission, 2013a)

ในบางกองทุนจะลงทุนในโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนาและอยู่ระหว่างก่อสร้างเป็นนโยบายลงทุนหลัก เช่น กองทุน FIDDEPPP และกองทุน FIDEPPP 2 (กลุ่ม greenfield infrastructure funds) หรือกองทุน FIDEME และกองทุน EUROFIDEME 2 (กลุ่ม greenfield renewable energy funds) ในฝรั่งเศส ซึ่งบริหารจัดการโดยบริษัทจัดการกองทุน Mirova มีนโยบายการลงทุนเพื่อพัฒนาและก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐาน โดยกระจายการลงทุนในหุ้นสามัญของ SPV หลายแห่ง โดยแต่ละแห่งจะลงทุนในมูลค่าไม่เกินร้อยละ 20 ของสินทรัพย์รวมของกองทุน เช่น FIDDEPPP ลงทุนในโครงการทางพิเศษ ระบบรางรถไฟ เรือข้าม โดยเป็นโครงการภายใต้สัญญา PPP กับภาครัฐของฝรั่งเศส หรือ FIDEME และ EUROFIDEME 2 ลงทุนในโครงการก่อสร้างระบบผลิตไฟฟ้าพลังงานทางเลือก

2.3.4.5 การกู้ยืมเงินของกองทุน

กองทุนโครงสร้างพื้นฐานส่วนใหญ่จะสามารถกู้ยืมเงินหรือออกหุ้นกู้เพื่อระดมเงินทุน โดยมีกองทุนจำนวนมากที่มีการกู้ยืมเงินในระดับสูง (Bitsch et al., 2010) โดยจากในกลุ่มตัวอย่างกองทุนโครงสร้างพื้นฐานในสิงคโปร์ ออสเตรเลียและเกาหลีใต้จำนวน 29 กองทุน มีระดับการกู้ยืมในช่วงระหว่างร้อยละ 0-428 ของมูลค่าส่วนของทุน คิดเป็นเฉลี่ยการกู้ยืมเงินรวมร้อยละ 202 ของมูลค่าส่วนของทุน (บล. ภัทร, 2552) และกองทุนโครงสร้างพื้นฐานในเยอรมนีมีส่วนของผู้ถือหุ้นรวมคิดเป็น 2.25 พันล้านดอลลาร์ สรอ. มีการกู้ยืมเงินรวม 2.88 พันล้านดอลลาร์ สรอ. คิดเป็นเฉลี่ยการกู้ยืมเงินรวมร้อยละ 128 ของมูลค่าส่วนของทุน (European Commission, 2013a)

ตัวอย่างกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน

2.3.4.5.1 กองทุน Macquarie Korea Infrastructure Fund (MKIF) ในประเทศเกาหลี (แผนภาพที่ 2-7) เริ่มแรกจัดตั้งในรูปแบบกองทุนที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เมื่อปี 2545 ภายหลังเมื่อกองทุนได้เข้าลงทุนในหลายโครงการและเริ่มสร้างรายได้จากการดำเนินงานแล้ว ในปี 2549 ได้เปลี่ยนรูปแบบการจัดตั้งเป็นกองทุนในรูปแบบบริษัทเพื่อการลงทุน (investment company) ภายใต้กฎหมาย Indirect Investment Asset Management Business

Act (IIAMBA) โดยออกเสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก มูลค่า 1.1 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ และนำหุ้นเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ London Stock Exchange (LSE) และตลาดหลักทรัพย์ Korean Exchange ในเดือนมีนาคม 2549 โดยมี Macquarie Bank เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย

ผู้ลงทุนของ MKIF ประกอบด้วยผู้ลงทุนสถาบันถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 62 ของทั้งหมดและมีผู้ลงทุนรายย่อยในประเทศและต่างประเทศในสัดส่วนร้อยละ 12 และ 26 ของทั้งหมด (Walsh et al., 2011) สำหรับผู้ลงทุนสถาบันได้แก่ Shin Young Asset Management ธนาคาร Shinhan Bank ที่เป็นผู้สนับสนุนการจัดตั้งกองทุน Kyobo Life Insurance และ Government Employment Pension ถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 7.1, 4.8, 4.5 และ 4.3 ของทั้งหมดตามลำดับ

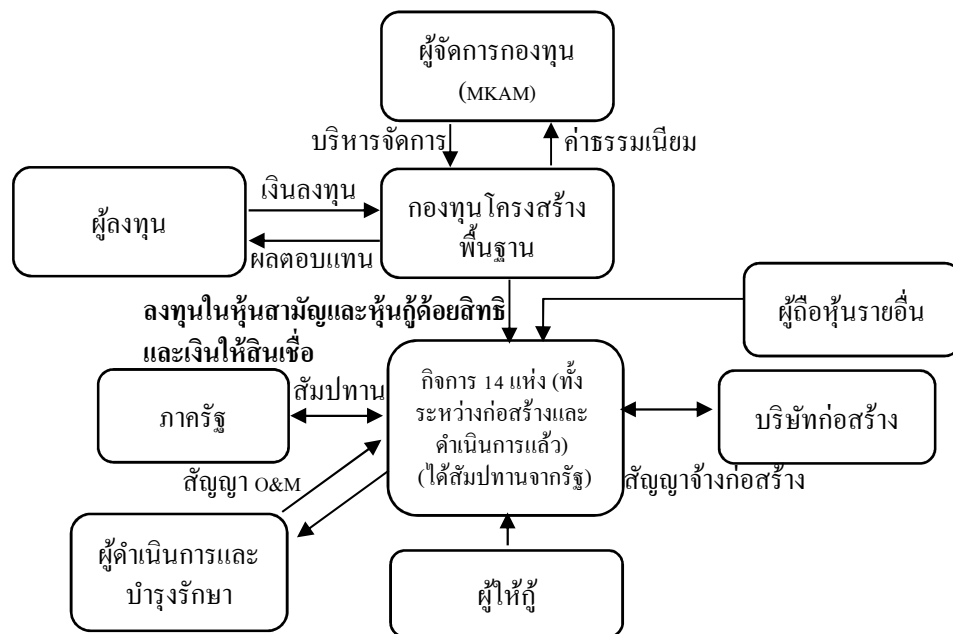
กองทุนมีคณะกรรมการบริษัทเพื่อทำหน้าที่กำหนดนโยบาย โดยแต่งตั้งบริษัทจัดการกองทุน Macquarie Korea Asset Management (MKAM) (ถือหุ้นทั้งหมดโดย MIRA ออสเตรเลีย) ซึ่งเป็นบริษัทจัดการลงทุนภายใต้ IIAMBA เป็นผู้จัดการกองทุน และแต่งตั้งผู้ดูแลผลประโยชน์และเก็บรักษาทรัพย์สิน ผู้ปฏิบัติการกองทุน และตัวแทนจำหน่าย ให้ปฏิบัติหน้าที่แทนตนตามที่กฎหมาย IIAMBA กำหนด

MKAM ได้รับค่าตอบแทนใน 2 ชั้น คือ (1) base fee เรียกเก็บจากกองทุนเป็นประจำปีตามสูตรการคำนวณอ้างอิงกับมูลค่าการลงทุนสุทธิของกองทุนและมูลค่าที่ทำสัญญาหรือมีความแน่นอนว่าจะลงทุนในอนาคต และค่าธรรมเนียมอื่นอีกประมาณร้อยละ 1 ของมูลค่าทรัพย์สิน และ (2) performance-based fee ประมาณร้อยละ 20 จากส่วนเพิ่มของผลตอบแทนรวมจากการถือหน่วยลงทุน เมื่อเทียบกับผลตอบแทนอ้างอิง

กองทุนมีนโยบายลงทุนในทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานตามกฎหมาย Private Participation in Infrastructure Act (PPI Act) ด้วยการได้มาซึ่งหุ้นสามัญ หุ้นกู้หรือให้สินเชื่อแก่กิจการที่พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานที่ได้รับสัมปทานระยะยาวด้านการพัฒนาหรือก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานจากรัฐบาลเกาหลีใต้ เช่น โครงการก่อสร้างทางพิเศษ อุโมงค์ใต้ดิน รถไฟฟ้าใต้ดิน ท่าเรือน้ำลึก เป็นต้น การลงทุนในโครงการสัมปทานใหม่ ภายใต้ PPI Act บางโครงการ มีภาครัฐเข้ามาช่วยสนับสนุนโดยการเข้าค้ำประกันรายได้ขั้นต่ำ เช่น ร้อยละ 70-90 ของประมาณการรายได้ ซึ่งภาครัฐจะกำหนดเงื่อนไขค้ำประกันเป็นรายโครงการ ปัจจุบันกองทุนลงทุนในกิจการที่เป็นเจ้าของโครงการสัมปทานที่ดำเนินการจัดหาประโยชน์แล้วเป็นส่วนใหญ่ และมีการลงทุนบางส่วนในโครงการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้าง เช่น โครงการก่อสร้างท่าเรือ Busan New Port Phase 2-3 เป็นต้น (Macquarie, 2014b) ปัจจุบันกองทุนมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ประมาณร้อยละ 20 และมีมูลค่าตลาดประมาณ 1,989 ล้านดอลลาร์ ทรอ. และได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือด้านเครดิตที่ระดับ AA จาก Korea Ratings

แผนภาพที่ 2-7 กองทุน Macquarie Korea Infrastructure Fund (MKIF) ในประเทศเกาหลี



ที่มา : Macquarie (2014)

2.3.4.5.2 กองทุน CitySpring Infrastructure Trust

(แผนภาพที่ 2-8) จัดตั้งในรูปแบบ Business Trust ภายใต้กฎหมาย Business Trusts Act ของสิงคโปร์ โดยออกเสนอขายหน่วยลงทุนต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก ในปี 2550 มูลค่าประมาณ 265 ล้านดอลลาร์ ทรอ. และนำหุ้นเข้าจดทะเบียนใน Singapore Exchange (SGX) ในเดือนกุมภาพันธ์ 2550 โดยมี DBS และ Morgan Stanley เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย

ผู้ลงทุนของกองทุน CitySpring ประกอบด้วยผู้ลงทุนสถาบัน ถือหน่วยลงทุนในสัดส่วนประมาณร้อยละ 77 ของทั้งหมด ได้แก่ กองทุนบริหารความมั่งคั่งของประเทศสิงคโปร์ (Temasek) ที่เป็นผู้สนับสนุนการจัดตั้งกองทุน ถือหน่วยลงทุนร้อยละ 37.5 และ Bartley Investments และ Napier Investments มีสัดส่วนร้อยละ 23.4 และ 5.8 ของทั้งหมด และมี ผู้ลงทุนรายย่อยถือหน่วยลงทุนในสัดส่วนร้อยละ 23 ของทั้งหมด

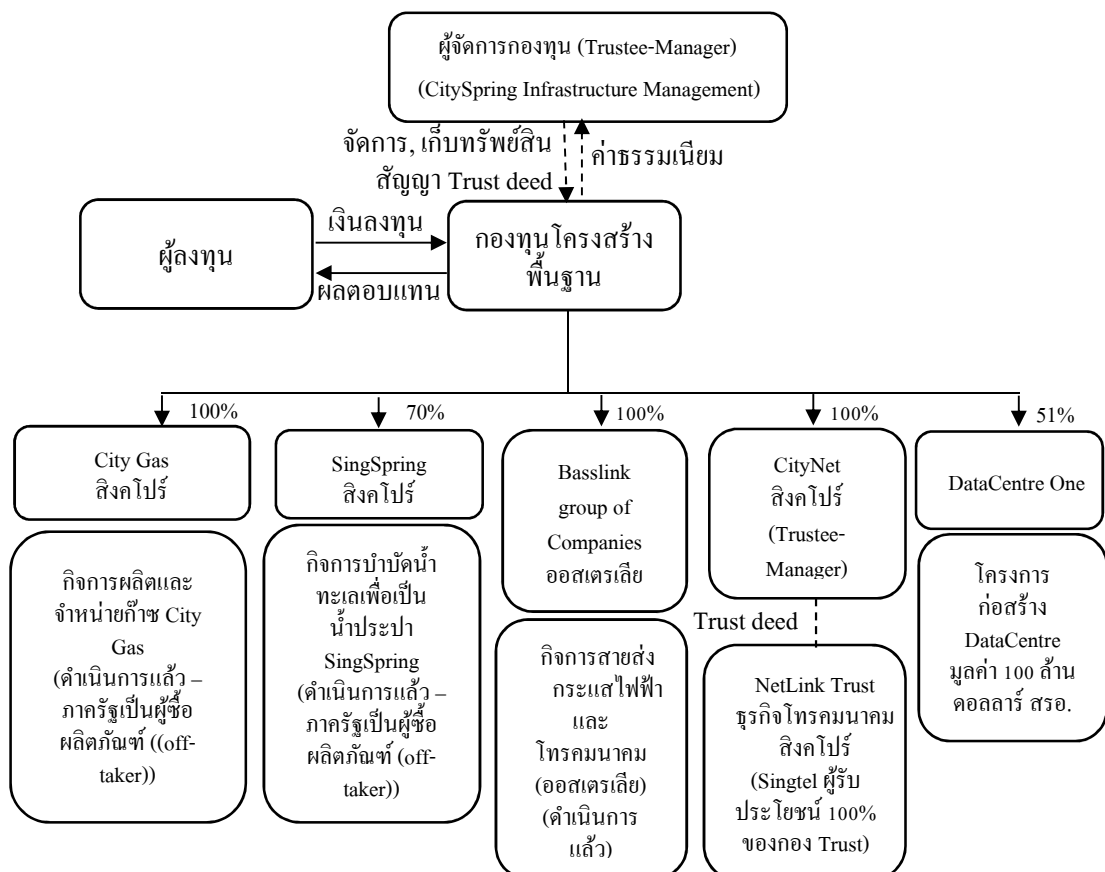
ตามสัญญาก่อตั้งทรัสต์ (trust deed) มี Trustee-Manager (ถือหุ้นทั้งหมดโดย Temasek) ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทุนและเก็บรักษาทรัพย์สิน โดยกฎหมายกำหนดให้

ต้องมีคณะกรรมการกองทุน และมีกรรมการอิสระเป็นจำนวนที่เป็นเสียงส่วนใหญ่ โดย Temasek ส่งกรรมการเข้าเป็นกรรมการกองทุนเพียง 1 ราย และมีกรรมการอิสระของกองทุนจำนวน 5 ราย

Trustee-manager ได้รับค่าตอบแทน 2 ชั้น คือ (1) base fee เรียกเก็บจากกองทุนเป็นประจำปีประมาณร้อยละ 1 ของมูลค่าทางตลาดของกองทุน และเรียกเก็บขั้นต่ำที่ 2.63 ล้านดอลลาร์ icro. ต่อปี และ (2) performance-based fee ประมาณร้อยละ 20 จากส่วนเพิ่มของผลตอบแทนรวมจากการถือหน่วยลงทุน เมื่อเทียบกับดัชนีผลตอบแทนอ้างอิง คือ MSCI Asia Pacific ex Japan Utilities Index

กองทุนมีนโยบายลงทุนในทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานด้วยการซื้อหุ้นสามัญ หุ้นกู้และตัวเงิน เช่น กิจการผลิตและจำหน่ายก๊าซธรรมชาติและก๊าซหุงต้มในครัวเรือนและโรงงานอุตสาหกรรมและโรงบำบัดน้ำทะเลเพื่อผลิตน้ำประปาซึ่งทำสัญญารับซื้อผลิตภัณฑ์กับภาครัฐสิงคโปร์ และกิจการสายส่งไฟฟ้าและโทรคมนาคมในออสเตรเลีย ซึ่งเป็นโครงการที่ดำเนินการและจัดหาประโยชน์แล้ว รวมทั้งลงทุนในกิจการสร้างศูนย์ข้อมูลในสิงคโปร์ ในปัจจุบัน กองทุนมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นประมาณร้อยละ 431 และมีมูลค่าตลาดประมาณ 617 ล้านดอลลาร์ icro.

แผนภาพที่ 2-8 กองทุนโครงสร้างพื้นฐาน CitySpring Infrastructure Trust ในสิงคโปร์



2.3.4.5.3 กองทุน Oneok Partners LP (แผนภาพที่ 2-9)

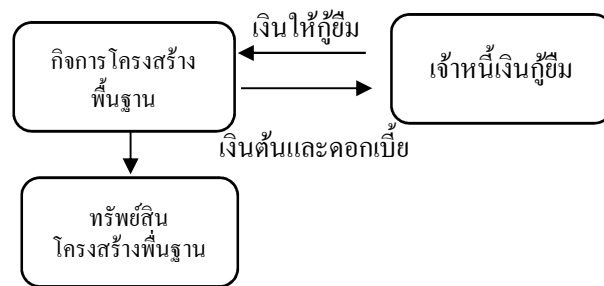
มีลักษณะเป็น Master Limited Partnership (MLP) ซึ่งเป็นห้างหุ้นส่วนที่มีหน่วยของผู้เป็นหุ้นส่วนจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ New York และมีความเป็นกลางทางภาษี กล่าวคือ MLPs ไม่มีภาระภาษีที่ระดับนิติบุคคล แต่จะไปจัดเก็บภาษีเงินส่วนแบ่งรายได้จากผู้ถือหุ้นหน่วย โดยกำหนดให้ MLPs ต้องมีรายได้ จากโครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงาน เช่น การขุดเจาะ การผลิต จัดเก็บและท่อขนส่งน้ำมัน ก๊าซธรรมชาติ และเชื้อเพลิงทางเลือก รวมถึงพลังงานได้พิภพ เป็นต้น ไม่น้อยกว่าร้อยละ 90 ของรายได้ทั้งหมด (Meketa Investment Group, 2014)

ทรัพย์สินที่ Oneok Partners ลงทุนคือ ระบบท่อขนส่งก๊าซธรรมชาติระหว่าง มลรัฐในสหรัฐอเมริกา และระบบผลิตก๊าซธรรมชาติ มีหุ้นส่วนผู้จัดการทำหน้าที่ บริหารจัดการกองทุนและมีอำนาจควบคุมกองทุน และถือหุ้นหน่วยในส่วนน้อย ประมาณร้อยละ 2 ของหน่วยทั้งหมด โดย General Partner จะได้รับค่าตอบแทนอ้างอิงกับผลการดำเนินงาน (performance-based fee)

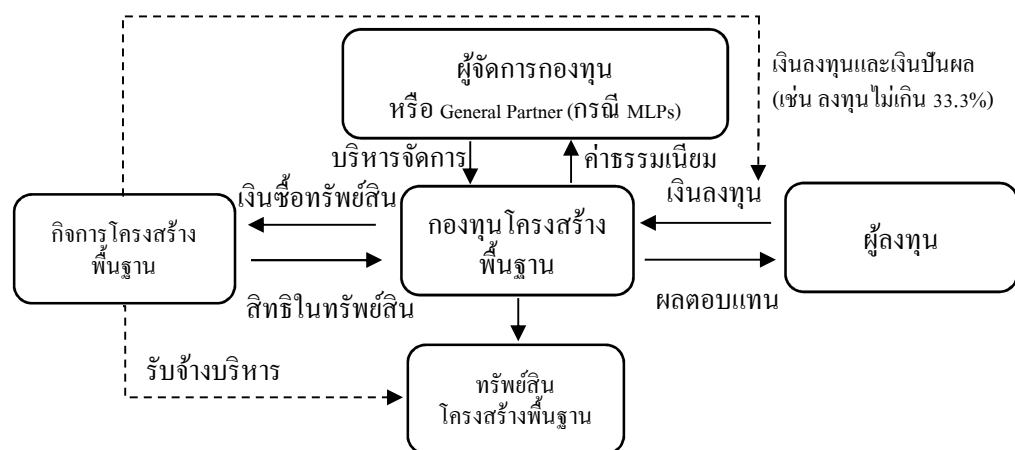
ผู้เป็นหุ้นส่วนประเภทจำกัดความรับผิดชอบมีสิทธิรับส่วนแบ่งกำไรและมีสิทธิออกเสียงอย่างจำกัด มีผู้ลงทุนหลักคือ ผู้ลงทุนสถาบัน ซึ่งถือหุ้นหน่วยรวมกันร้อยละ 54.5 ของหน่วยทั้งหมด เช่น Kayne Anderson Capital, Alps Advisors ธนาคาร Deutsche Bank และ Goldman Sachs ถือหน่วยร้อยละ 6.0, 4.8, 3.6 และ 3.7 ของหน่วยทั้งหมด ตามลำดับ และมี Oneok Inc. ซึ่งเป็นผู้สนับสนุนถือหุ้นร้อยละ 11.2 ของหน่วยทั้งหมด มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นประมาณร้อยละ 134 และมีมูลค่าตลาดประมาณ 10,326 ล้านดอลลาร์ สรอ.

จากลักษณะสำคัญข้างต้น กองทุนโครงสร้างพื้นฐานเป็นนวัตกรรมเครื่องมือการระดมทุนในตลาดทุนเพื่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญ ทำหน้าที่สำคัญในการเป็นตัวกลางในการรวบรวมเงินจากผู้ลงทุน เพื่อให้ผู้ลงทุนมีส่วนสนับสนุนโครงสร้างพื้นฐานโดยทางอ้อม และจัดสรรเงินลงทุนไปยังกิจการโครงสร้างพื้นฐาน (European Commission, 2013a) การจัดตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐานส่งเสริมให้มีความต้องการลงทุนและมีเงินลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานมากขึ้น

แผนภาพที่ 2-9 ตัวอย่างการจัดตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐานเพื่อลงทุนโดยตรงในทรัพย์สิน
ก่อนทำรายการ



หลังทำรายการ **Oneok Partners LP** ซึ่งเป็น Master Limited Partnership (MLP)



2.3.5 การระดมทุนผ่านการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (securitization) เป็นอีกหนึ่งในนวัตกรรมของการระดมทุนโครงสร้างพื้นฐาน และช่วยให้กิจการโครงสร้างพื้นฐานเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้อย่างเพียงพอมากขึ้น หรือสามารถระดมเงินทุนเพื่อไปใช้คืนเงินกู้ก่อนเก่า เพื่อให้โครงการสามารถมีต้นทุนอัตราดอกเบี้ยจากการก่อหนี้ในระดับต่ำกว่าเงินกู้ก่อนเดิม หรือในบางกรณี ผู้พัฒนาหรือสนับสนุนโครงการ อาจสามารถระดมทุนเพื่อนำไปใช้ลดระดับหนี้สินต่อส่วนของทุน เพื่อให้มีศักยภาพในการกู้ยืมเงินในอนาคต นอกจากนี้ ธุรกรรม Securitization จะช่วยให้ธนาคารพาณิชย์ได้รับประโยชน์จากการถ่ายโอนความเสี่ยงหรือกระจายความเสี่ยง และลดความเสี่ยงจากการปล่อยสินเชื่อให้กับโครงการใดโครงการหนึ่ง (Ehlers et al., 2014)

การระดมทุนด้วยกระบวนการ securitization จะมีการจัดตั้งนิติบุคคลเฉพาะกิจเพื่อการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Special Purpose Vehicle : SPV) เพื่อเป็นตัวกลางทำหน้าที่ระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้หลายชนิดที่มีลำดับสิทธิในการได้รับชำระหนี้แตกต่างกัน และการออกหุ้นทุน เพื่อเสนอขายแก่ผู้ลงทุนในวงกว้างหรือในวงจำกัด แล้วนำเงินที่ระดมทุนได้ไปจัดสรรเงินทุนให้แก่ธุรกิจ เช่น ด้วยการให้สินเชื่อแก่กิจการโครงสร้างพื้นฐานหลายรายหรือด้วยการเป็นเจ้าหนี้ในกระแสเงินสดในอนาคตของโครงการ หรือเข้าลงทุนในพอร์ตตราสารหนี้หรือหุ้นทุนที่ออกโดยกิจการหรือโครงการโครงสร้างพื้นฐาน เป็นต้น (แผนภาพที่ 2-10)

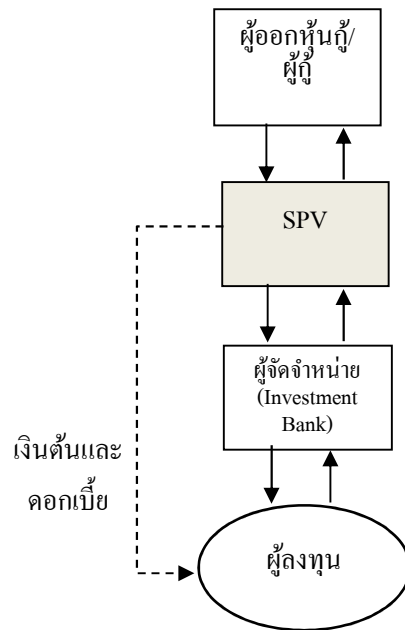
ในการออกหุ้นกู้ Securitization ควรมีกระแสเงินสดจากสินทรัพย์ที่เป็นแหล่งที่มาของรายได้เพื่อการชำระหนี้ที่สม่ำเสมอ (Neftci, 2008) พร้อมมีการประเมินความเสี่ยงของการขาดทุนอย่างเหมาะสม (Forrester, 2014) และ SPV ที่จัดตั้งขึ้นจะต้องห่างไกลจากการล้มละลายของผู้โอนสินทรัพย์ หรือผู้พัฒนาหรือสนับสนุนโครงการ รวมทั้งการโอนขายทรัพย์สินให้แก่ SPV ต้องเป็นไปในลักษณะการขายขาดทางกฎหมาย (Neftci, 2008) โดยอาจเพิ่มระดับของเครดิตหรือเพิ่มคุณภาพหุ้นกู้ให้กับธุรกรรมดังกล่าว โดยมีผู้เข้ามารับประกันความเสี่ยงด้านเครดิตหรือด้านสภาพคล่องของโครงการ securitization Ehlers (2014) เห็นว่า โครงสร้างของธุรกรรม securitization ที่เหมาะสมจะเป็นเครื่องมือที่มีศักยภาพสูงที่จะดึงดูดผู้ลงทุนได้มาก และให้ผู้ลงทุนมีความต้องการลงทุนเพิ่มขึ้น

ตัวอย่าง ธุรกรรม Securitization

2.3.5.1 ธุรกรรม Securitization ของสินเชื่อโครงสร้างพื้นฐาน มูลค่า 560 ล้านดอลลาร์ สรอ. เพื่อการระดมทุนของ Coso Funding (SPV) ในปี 2537 โดยมี Lehman Brothers เป็นผู้จัดจำหน่าย ในกรณีนี้ Coso Funding ออกขายหุ้นกู้ซึ่งมีพอร์ตสินเชื่อโครงการไฟฟ้าพลังงานความร้อนได้พิภพ 3 แห่ง เป็นทรัพย์สินอ้างอิง โดยเงินที่ได้จากการออกขายหุ้นกุนำไปใช้ชำระคืนเงินกู้ก่อนเก่าของโครงการโรงไฟฟ้างดังกล่าว โดยหุ้นกุดังกล่าวได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือในระดับที่ลงทุนได้

2.3.5.2 ธุรกรรม Securitization จากการขายและให้เช่ากลับของโครงการโรงผลิตไฟฟ้าจากก๊าซธรรมชาติแห่งเดียวขนาด 1,340 เมกกะวัตต์ โดย Midland Cogeneration Venture โดยการจัดตั้ง SPV เพื่อออกขายหุ้นกู้และหุ้นกู้ด้อยสิทธิ มูลค่า 2 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ขายให้กับผู้ลงทุนสถาบันและผู้ลงทุนทั่วไป โดยนำเงินที่ได้จากการออกขายหุ้นกุนำไปใช้เพื่อชำระคืนเงินกู้ก่อนเก่าของโครงการโรงไฟฟ้างดังกล่าว และนำไปลงทุนให้กับ sponsor

แผนภาพที่ 2-10 ตัวอย่างธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์



ที่มา : Neftci (2008)

อย่างไรก็ดี ภายหลังจากวิกฤตการเงินโลก การระดมทุนด้วยหุ้นกู้ securitization ได้ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ด้วยเหตุที่ผู้ลงทุนขาดความเชื่อมั่นในหุ้นกู้ securitization และมีสภาพตลาดที่ไม่เอื้ออำนวย เช่น สร้างผลตอบแทนต่ำแก่ผู้ลงทุน และมีช่องทางระดมทุนอื่นที่มีต้นทุนต่ำกว่า รวมทั้งมีความไม่แน่นอนของข้อสรุปการปรับปรุงกฎเกณฑ์การกำกับดูแล และมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศที่มีความเข้มงวดมากขึ้น ทำให้มีการออกขายหุ้นกู้ Securitization น้อยลง (BCBS and IOSCO, 2014)

2.4 แหล่งเงินทุนเพื่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานในแต่ละช่วงอายุของการพัฒนาโครงการ

ในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน จะสามารถแยกพิจารณาเป็นช่วงอายุของการพัฒนาโครงการ เริ่มตั้งแต่ช่วงวางแผนโครงการ ช่วงการก่อสร้างและติดตั้งเครื่องจักรอุปกรณ์ และช่วงดำเนินการแล้ว โดยในแต่ละช่วงอายุของโครงการจะมีลักษณะการดำเนินการและความเสี่ยงที่สำคัญที่แตกต่างกัน รวมทั้งมีปัญหาด้านผลประโยชน์ของผู้เกี่ยวข้องที่แตกต่างกัน (Eshlers, 2014)

จึงจำเป็นต้องอาศัยการมีส่วนร่วมของผู้ลงทุน และเครื่องมือเพื่อการระดมทุนที่เหมาะสมในลักษณะ
ที่แตกต่างกันเพื่อการจัด โครงสร้างทางการเงินและต้นทุนทางการเงินที่เหมาะสม

ตารางที่ 2-3 ลักษณะที่เกี่ยวข้องกับการระดมเงินทุนในแต่ละช่วงอายุของการพัฒนาโครงการ

ช่วงอายุ	ลักษณะที่สำคัญ	ความเสี่ยงที่สำคัญ	ลักษณะด้านการเงิน	ผู้ลงทุนเป้าหมาย
ช่วงวางแผนโครงการ	<ul style="list-style-type: none"> ■ การจัดทำสัญญาในช่วงวางแผนโครงการมีความสำคัญมากต่อความสำเร็จของโครงการ จึงจำเป็นต้องใช้เวลานาน (10-30 เดือน) ■ ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องจากหลายฝ่ายจะเจรจาต่อรองเงื่อนไขของสัญญา ■ การได้รับอันดับความน่าเชื่อถือด้านเครดิตและการได้รับการค้ำประกันความเสี่ยงจากภาครัฐหรือสถาบันค้ำประกันความเสี่ยงหุ้นกู้ จะมีความสำคัญต่อการระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้ และกับอัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ความเสี่ยงจากการวางแผนและออกแบบโครงการและด้านสิ่งแวดล้อม ■ ความเสี่ยงด้านการเมือง ■ ความเสี่ยงด้านกฎหมายและกฎระเบียบ และการขอใบอนุญาตประกอบการ ■ ความเสี่ยงเกี่ยวกับการเข้าครอบครองที่ดิน ■ ความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการจัดซื้อจัดจ้าง ■ ความเสี่ยงด้านการจัดหาแหล่งเงินทุน 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ต้องหาผู้ลงทุนในหุ้นสามัญเพื่อเป็นทุนเรือนหุ้นเป็นผู้รับความเสี่ยงหรือผลขาดทุนเป็นอันดับแรก เพื่อให้ผู้ให้กู้ยืมหรือผู้ถือตราสารหนี้มั่นใจและเข้าลงทุน ■ ช่วง planning ใช้ระยะเวลานานและมีความเสี่ยงสูง การกู้ยืมในขั้นนี้จึงมีต้นทุนสูง ■ อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (leverage ratio) จะสูงมาก (เช่น 10:1) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ผู้ลงทุนในหุ้นสามัญของกิจการจะต้องมีความเชี่ยวชาญในการลงทุนสูง ■ ผู้ลงทุนในหุ้นสามัญที่สำคัญได้แก่ บริษัทก่อสร้างหรือผู้พัฒนาโครงการภาครัฐ กองทุนโครงสร้างพื้นฐาน (เช่น ในฝรั่งเศสหรือเกาหลี) และกองทุนบำนาญ (เช่น แคนาดา) ■ ผู้ลงทุนประเภทเจ้าหนี้ของกิจการได้แก่ ธนาคาร โดยผ่านการปล่อยกู้แบบรวมกลุ่มระหว่างธนาคาร (syndicated loans) ■ ผู้ถือตราสารหนี้ของกิจการจะมีเพียงส่วนน้อยเท่านั้น เพราะโครงการในช่วงเริ่มต้นมีความเสี่ยงสูง

ตารางที่ 2-3 ลักษณะที่เกี่ยวข้องกับการระดมเงินทุนในแต่ละช่วงอายุของการพัฒนาโครงการ (ต่อ)

ช่วงอายุ	ลักษณะที่สำคัญ	ความเสี่ยงที่สำคัญ	ลักษณะด้านการเงิน	ผู้ลงทุนเป้าหมาย
ช่วงก่อสร้างและติดตั้งเครื่องจักรอุปกรณ์	<ul style="list-style-type: none"> ■ การกำกับดูแลและควบคุมผลประโยชน์ของผู้เกี่ยวข้องจะมีความสำคัญมากในช่วงนี้ ■ การเข้ามามีส่วนรวมของภาคเอกชนในการติดตามดูแลการใช้ทรัพยากรจะเป็นประโยชน์มาก 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ความเสี่ยงการก่อสร้างล่าช้า ■ ความเสี่ยงจากการใช้ต้นทุนค่าก่อสร้างมากเกินไป (cost overrun) ■ ความเสี่ยงด้านวิศวกรรมและความเป็นไปได้ของเทคโนโลยีที่เลือกใช้ ■ ความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงสภาพตลาด 	<ul style="list-style-type: none"> ■ เป็นช่วงที่มีความเสี่ยงสูง ■ จากที่การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานมีความซับซ้อนจึงมักจะเกิดเหตุการณ์ที่คาดไม่ถึงในช่วงนี้ ■ ช่วงนี้โครงการยังไม่มีรายได้ จึงจำเป็นต้องใช้เงินลงทุนจากเจ้าหนี้ ซึ่งส่วนใหญ่ยังคงเป็นธนาคารพาณิชย์ ประเภท syndicated loans 	<ul style="list-style-type: none"> ■ การชำระคืนเงินกู้เดิม (refinance) หรือการหาแหล่งเงินกู้ยืมเพิ่มเติมจะยังทำได้ยากในช่วงนี้ ■ ในกรณีที่โครงการมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นมาก ผู้ถือหุ้นสามัญจะลงทุนเพิ่มเติม
ช่วงดำเนินการแล้ว	<ul style="list-style-type: none"> ■ ปริมาณการใช้บริการ จะมีส่วนสำคัญมากต่อรายได้ของโครงการ 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ความเสี่ยงด้านอุปสงค์หรือความต้องการใช้งาน 	<ul style="list-style-type: none"> ■ เป็นช่วงที่โครงการสร้างรายได้ 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ส่วนใหญ่จะชำระคืนเงินกู้เดิม (refinancing) ให้กับสถาบันการเงินหรือภาครัฐ

ตารางที่ 2-3 ลักษณะที่เกี่ยวข้องกับการระดมเงินทุนในแต่ละช่วงอายุของการพัฒนาโครงการ (ต่อ)

ช่วงอายุ	ลักษณะที่สำคัญ	ความเสี่ยงที่สำคัญ	ลักษณะด้านการเงิน	ผู้ลงทุนเป้าหมาย
	<ul style="list-style-type: none"> ■ การทำสัญญาที่โครงการจะได้รับผลตอบแทนตามความพร้อมในการให้บริการโดยไม่ขึ้นกับปริมาณการใช้บริการจริง (ลักษณะ Availability Payment) จะช่วยลดความเสี่ยง และลดต้นทุนการระดมทุน (แต่จะมี adverse incentive effects) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ความเสี่ยงจากการดำเนินงานหรือการบำรุงรักษา ■ ความเสี่ยงด้านการเมือง ■ ความเสี่ยงจากการถูกยึดให้ตกเป็นทรัพย์สินของแผ่นดิน ■ ความเสี่ยงด้านกฎหมาย ■ ความเสี่ยงด้านการผิคนัดชำระหนี้ของคู่สัญญา ■ ความเสี่ยงด้านการจัดหาเงินทุนเพื่อชำระคืนเงินกู้ก้อนเดิม (refinancing) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ความเสี่ยงต่อการผิคนัดชำระหนี้ลดลงอย่างมาก 	<ul style="list-style-type: none"> ■ การระดมทุนในตลาดทุนด้วยการออกขายหุ้นกู้ หรือการจัดตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน (เช่น ในไทยหรือสิงคโปร์) หรือธุรกรรม securitization ■ ผู้ลงทุนสถาบันกลุ่มกองทุนบำนาญ บริษัทประกันชีวิต และกองทุนบริหารความมั่งคั่งของรัฐ จะเป็นผู้ลงทุนสำคัญในช่วงที่โครงการดำเนินการแล้ว โดยนิยมลงทุนโดยอ้อมโดยผ่านกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน (Poole et al., 2014) รวมถึงจะลงทุนในหุ้นกู้ securitization หรือลงทุนโดยตรงในหุ้นหรือหุ้นกู้ของกิจการ

ที่มา : ผู้วิจัยปรับปรุงจาก Ehlers (2014), Ehlers et al. (2014) และ Schwartz et al. (2014)

2.4.1 ช่วงวางแผนโครงการและช่วงก่อสร้างและติดตั้งเครื่องจักรอุปกรณ์

การจัดทำสัญญาในช่วงวางแผนโครงการมีความสำคัญมากต่อความสำเร็จของโครงการ จึงจำเป็นต้องใช้เวลานาน (10-30 เดือน) และมีความเสี่ยงสูง ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องจากหลายฝ่ายจะเจรจาต่อรองเงื่อนไขของสัญญาเพื่อจัดการกับผลตอบแทนและความเสี่ยงของโครงการ

ในช่วงการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานมีความซับซ้อนและมีความเสี่ยงหรือโอกาสสูงที่จะเกิดการก่อสร้างล่าช้าหรือมีต้นทุนการก่อสร้างสูงกว่าที่ประมาณการไว้ จึงต้องมีการจัดการเชิงรุกเพื่อจะได้รับคุณค่าจากการพัฒนาโครงการและให้ได้ผลตอบแทนสูงเพื่อทดแทนความเสี่ยงสูงดังกล่าว รวมทั้งต้องอาศัยผู้มีความเชี่ยวชาญด้านเทคนิคและการควบคุมติดตาม จึงจำเป็นต้องหาผู้ลงทุนในหุ้นสามัญเพื่อเป็นผู้รับความเสี่ยงหรือผลขาดทุนเป็นอันดับแรก เพื่อให้ผู้ให้กู้ยืมหรือผู้ถือตราสารหนี้มั่นใจและเข้าร่วมลงทุน อย่างไรก็ตาม ไปได้มีผู้ลงทุนจำนวนมากนักที่มีความเชี่ยวชาญและทักษะด้านนี้ กลุ่มผู้ลงทุนเป้าหมายที่จะลงทุนในหุ้นสามัญจึงมีจำกัด ส่วนใหญ่จะเป็นผู้พัฒนาหรือสนับสนุนโครงการ หรือผู้ที่ทำหน้าที่บริหารโครงการ หรือบริษัทก่อสร้าง โดยเป็นผู้ที่มีความเชี่ยวชาญและเป็นผู้รับความเสี่ยงสูงสุดหากโครงการล้มเหลว จึงมีประโยชน์รองรับที่จะดำเนินการอย่างเต็มที่เพื่อให้การพัฒนาโครงการพื้นฐานสำเร็จได้ รวมทั้งรับผิดชอบเพื่อให้การหาแหล่งเงินทุน การพัฒนาและการบริหารโครงการประสบความสำเร็จ (Eshlers, 2014) ในกรณีนี้ ผู้ให้เงินทุนภายนอกจึงมักจะให้ความสำคัญในการพิจารณาความน่าเชื่อถือและความสามารถด้านการเงินของผู้พัฒนาหรือสนับสนุนโครงการประกอบด้วย

นอกจากนี้ จะมีผู้ลงทุนกลุ่มอื่นที่เข้าร่วมลงทุนในหุ้นสามัญของกิจการที่อยู่ระหว่างการก่อสร้างด้วย ได้แก่ กลุ่มผู้ลงทุนสถาบัน เช่น กองทุนบำนาญ (เช่น กองทุนบำนาญของ Canada ลงทุนร้อยละ 5 ของมูลค่าสินทรัพย์รวม หรือเป็นมูลค่ากว่า 191 พันล้านดอลลาร์ สรอ.) บริษัทประกัน กองทุน Private Equity Funds (ลงทุนไปกว่า 38 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ในปี 2013) รวมทั้งมีผู้ลงทุนกลุ่มกองทุนโครงสร้างพื้นฐานและกิจการโครงสร้างพื้นฐานแห่งอื่นซึ่งเข้าลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่อยู่ระหว่างก่อสร้างหลายแห่งเพื่อกระจายการลงทุนและความเสี่ยง โดยลงทุนทั้งในหุ้นของกิจการโครงสร้างพื้นฐานที่จดทะเบียนและไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Eshlers, 2014)

ในการก่อหนี้ของกิจการในช่วงนี้ ธนาคารผู้ให้สินเชื่อจะมีบทบาทสำคัญ และมีความเชี่ยวชาญในการติดตามและกำกับการพัฒนาโครงการอย่างใกล้ชิด การให้เงินสินเชื่อจากธนาคารมีความยืดหยุ่นสูงสามารถรองรับรูปแบบของการทยอยใช้เงินของโครงการได้

นอกจากนี้ จากการที่ในช่วงก่อสร้างมีความเป็นไปได้สูงที่จำเป็นต้องมีการปรับโครงสร้างหนี้ เช่น ในกรณีที่มิเหตุการณ์ไม่คาดคิดเกิดขึ้น ธนาคารสามารถเจรจาต่อรองปรับโครงสร้างหนี้กับลูกหนี้ ได้อย่างรวดเร็วและมีความยืดหยุ่น ต่างจากกรณีของหุ้นกู้ ซึ่งมีข้อด้อยกว่า คือ การปรับโครงสร้างหนี้ เป็นเหตุหนึ่งของการผิวนัดชำระหนี้ของหุ้นกู้ และกระบวนการเจรจาปรับโครงสร้างหนี้ ใช้เวลานาน เพราะมีผู้เกี่ยวข้องหลายฝ่าย (Eshlers, 2014 และ Eshlers et al., 2014)

2.4.2 ช่วงดำเนินการแล้ว

เป็นช่วงที่โครงการสามารถสร้างรายได้และมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน แต่ก็ขึ้นอยู่กับปริมาณการใช้บริการ โดยเฉพาะโครงการที่มีผลตอบแทนตามปริมาณการใช้งานจริง (มีลักษณะเป็น demand payment) เช่น โครงการทางด่วนที่จะได้รับรายได้เมื่อมีผู้ใช้บริการทางด่วน ในโครงการใหม่ๆ จะมีความยากในการคาดการณ์ผลตอบแทน ส่งผลให้มีความเสี่ยงด้านอุปสงค์ มากขึ้น อย่างไรก็ดี ในกรณีนี้ ภาครัฐอาจเข้ามามีส่วนร่วมรับความเสี่ยงด้านการจัดหาประโยชน์ ร่วมกับภาคเอกชน เช่น รับประกันรายได้ หรือในกรณีโรงไฟฟ้าและโรงผลิตน้ำที่มีสัญญาการขาย ผลิตรถยนต์ตามความพร้อมในการให้บริการกับหน่วยงานภาครัฐ (มีลักษณะเป็น availability payment) หรือเป็นท่าเรือที่มีสัญญาเช่าระยะยาว โครงการลักษณะนี้มีความเสี่ยงต่ำเนื่องจาก มีผลตอบแทนค่อนข้างแน่นอน (คณะกรรมการรัฐมนตรีเศรษฐกิจ, 2552)

อนึ่ง เมื่อพิจารณาลักษณะของทรัพย์สิน โครงสร้างพื้นฐานที่ดำเนินการแล้ว โดยรวม มีลักษณะทั้งผูกขาดหรือผูกขาดโดยธรรมชาติ และส่วนใหญ่มีอำนาจในการควบคุมราคา ในระดับสูง ในช่วงที่โครงสร้างพื้นฐานดำเนินการแล้ว จึงเป็นช่วงที่โครงการมีรายได้และมีกระแสเงินสดรับจากการดำเนินการที่สม่ำเสมอและมีผลตอบแทนค่อนข้างแน่นอนหรือสามารถคาดการณ์ได้ และความเสี่ยงต่อการผิวนัดชำระหนี้ในช่วงนี้จึงลดลงไปอย่างมาก โครงสร้างพื้นฐาน ช่วงที่ดำเนินการแล้วจึงมีลักษณะคล้ายกับตราสารหนี้ (European Commission, 2013a)

ผู้ลงทุนกลุ่มสำคัญ คือผู้ลงทุนสถาบันประเภทกองทุนบำนาญ บริษัทประกันชีวิต และกองทุนบริหารความมั่งคั่งของรัฐ ซึ่งรับความเสี่ยงได้ค่อนข้างจำกัด และมีระยะเวลาการลงทุนยาว เพื่อให้สอดคล้องกับลักษณะและระยะเวลาครบกำหนดอายุของหนี้สิน นอกจากนี้ ผู้ลงทุนสถาบัน กลุ่มนี้ยังนิยมลงทุนผ่านกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน เพราะไม่ต้องเข้าไปบริหารจัดการโครงการ เนื่องจากสถาบันเหล่านี้มักจะไม่มีการผูกขาดเพียงพที่จะรองรับงานประเภทนี้ (Poole et al., 2014) และไม่ต้องใช้เงินลงทุนสูงในการกระจายการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานหลายแห่งเพื่อลดความเสี่ยง

นอกจากนี้ ผู้ลงทุนสถาบันจะลงทุนโดยตรงในหุ้นกู้ของกิจการ โครงสร้างพื้นฐาน ผู้ลงทุนสถาบันประเภทบริษัทประกันชีวิต ซึ่งเป็นผู้ลงทุนสำคัญของหุ้นกู้โครงสร้างพื้นฐาน มักจะลงทุนในหุ้นกู้ของโครงการที่มีรายได้สม่ำเสมอและสามารถคาดการณ์รายได้ได้เป็นอย่างดี และมักจะไมลงทุนในหุ้นกู้โครงการที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำกว่า A เพื่อไม่ให้ต้องดำรงเงินกองทุนที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุนในหนี้ระยะยาว ตามกฎเกณฑ์ดำรงเงินกองทุนขั้นต่ำ (ตามกฎเกณฑ์ Solvency II) อย่างไรก็ตาม พบว่า หุ้นกู้โครงการที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับ BBB/BBB+ ซึ่งเป็นโครงการที่มีความเสี่ยงในระดับที่สูงกว่า ก็มีความต้องการของตลาดในระดับสูง และสามารถระดมทุนได้จำนวนมากเช่นกัน (Ernst & Young, 2014)

ทั้งนี้ หุ้นกู้โครงการที่มีผลตอบแทนตามปริมาณการใช้งานจริง มีรายได้ไม่สม่ำเสมอ และคาดการณ์รายได้ได้ยาก และได้รับอันดับความน่าเชื่อถือต่ำกว่า A หรือต่ำกว่าอันดับที่ลงทุนได้ อาจจำเป็นต้องจัดให้มีการค้ำประกันหุ้นกู้หรือจัดให้มีวงเงินสินเชื่อสนับสนุนสภาพคล่อง เพื่อเพิ่มคุณภาพของหุ้นกู้ให้เป็นที่สนใจของผู้ลงทุนมากขึ้น ตัวอย่างเช่น ในสหภาพยุโรปจะมี โครงการ EU 2020 Project Bond Initiative เป็นกลไกเพิ่มคุณภาพด้านเครดิตของหุ้นกู้โครงสร้างพื้นฐาน เช่น ให้วงเงินสินเชื่อสนับสนุนสภาพคล่อง เข้าค้ำประกันหรือเข้าลงทุนในหุ้นกู้ด้อยสิทธิ โดย European Investment Bank โดยมีหุ้นกู้โครงสร้างพื้นฐาน จำนวน 8 โครงการใน 6 ประเทศ รวมมูลค่า 1,812 ล้านดอลลาร์ สรอ. ที่ได้รับการอนุมัติ หรือในกลุ่มอาเซียนจะมีกองทุน Credit Guarantee and Investment Facility ซึ่งมีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในอันดับที่ลงทุนได้ เข้าค้ำประกันหุ้นกู้ระยะยาวสกุลเงินท้องถิ่นให้กับกิจการในประเทศกลุ่มอาเซียน จีน เกาหลีใต้ และ ญี่ปุ่น (ASEAN+3)

การระดมทุนด้วยการจัดตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐานหรือการออกขายหุ้นกู้ จึงเป็นรูปแบบการระดมทุนที่เหมาะสมกับช่วงนี้

สรุป

การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานมีส่วนสำคัญในการส่งเสริมการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศ รวมทั้งช่วยพัฒนาสังคม สร้างงาน เพิ่มรายได้และยกระดับคุณภาพชีวิตของประชาชน

การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานต้องใช้เวลาลงทุนมากและเป็นการลงทุนในระยะยาว เงินลงทุนเพื่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานมีแหล่งเงินทุนมาจากทั้งภาครัฐและภาคเอกชน ที่ผ่านมา

เงินทุนจากภาครัฐเป็นแหล่งเงินทุนหลัก แต่ภาครัฐมีข้อจำกัดด้านงบประมาณลงทุนและการกู้ยืมเงิน มีเพดานยอดหนี้สาธารณะ รวมทั้งการขายหุ้นของรัฐวิสาหกิจอาจไม่สามารถทำได้ในระยะเวลาอันใกล้ จึงมีทางเลือกในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้วยการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ หรือการใช้นวัตกรรมการระดมทุนในตลาดทุนด้วยการจัดตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐานหรือการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

สำหรับการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานโดยภาคเอกชน กิจการจำเป็นต้องตัดสินใจเลือกจัดโครงสร้างทางการเงินและจัดหาเงินทุนในรูปแบบที่เหมาะสมกับลักษณะของทรัพย์สินของกิจการ เพื่อสร้างมูลค่าสูงที่สุดให้แก่กิจการ เช่น การกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน หรือเลือกระดมทุนในตลาดทุนด้วยการออกขายหุ้นสามัญ หุ้นกู้ หรือตราสารที่มีความซับซ้อนมากขึ้น เช่น หุ้นกู้แปลงสภาพ เป็นต้น รวมถึงการใช้นวัตกรรมเครื่องมือระดมทุน เช่น การจัดตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐานหรือการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ นอกจากนี้ ในแต่ละช่วงอายุของการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานจะมีลักษณะการดำเนินการและความเสี่ยงสำคัญที่แตกต่างกัน จำเป็นต้องอาศัยการมีส่วนร่วมของผู้ลงทุนและเครื่องมือระดมทุนที่เหมาะสมในลักษณะที่แตกต่างกัน

บทที่ 3

สถานการณ์การระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน

ในบทนี้จะกล่าวถึงภาพรวมการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของไทย แหล่งเงินทุนที่ใช้ในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ และภาคเอกชน และข้อจำกัดของแหล่งเงินทุนภาครัฐ

สถานการณ์การลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน

โครงสร้างพื้นฐานเป็นปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญของกระบวนการผลิต การกระจายสินค้า และกิจกรรมทางเศรษฐกิจอื่น ซึ่งมีผลโดยตรงต่อความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาว คุณภาพชีวิตของประชาชน และการพัฒนาประเทศ อย่างไรก็ตาม โครงสร้างพื้นฐานของไทยจำเป็นต้องพัฒนาอีกมาก และยังเทียบไม่ได้กับต่างประเทศ โดยเฉพาะประเทศเพื่อนบ้านอย่างสิงคโปร์และมาเลเซีย ดังจะเห็นได้จากการที่สถาบัน IMD จัดอันดับความสามารถในการแข่งขันของไทยด้านโครงสร้างพื้นฐานไว้ในอันดับที่ 48 จากทั้งหมด 60 ประเทศ ในขณะที่สิงคโปร์และมาเลเซียอยู่ที่อันดับที่ 10 และ 25 ตามลำดับ ในปี 2557 และธนาคารโลกได้จัดอันดับประสิทธิภาพด้านโลจิสติกส์ของไทยอยู่ในอันดับที่ 35 ซึ่งเมื่อเทียบกับในกลุ่มอาเซียน ยังเป็นรองสิงคโปร์ (อันดับที่ 5) และมาเลเซีย (อันดับที่ 25) (World Bank, 2014)

นอกจากนี้ The World Economic Forum (WEF) ก็ได้จัดอันดับความสามารถในการแข่งขันด้านโครงสร้างพื้นฐานด้วยเช่นกัน ซึ่งมีผลออกมาในทิศทางเดียวกัน โดยปรากฏว่าโครงสร้างพื้นฐานของไทยในภาพรวม (อันดับที่ 48) ยังด้อยกว่าสิงคโปร์ (อันดับที่ 2) และมาเลเซีย (อันดับที่ 25) เป็นอย่างมาก โดยการจัดอันดับความสามารถทางการแข่งขันด้านโครงสร้างพื้นฐานของ WEF แบ่งออกเป็น 2 หมวดใหญ่ คือ หมวดโครงสร้างพื้นฐานด้านการขนส่ง และหมวดโครงสร้างพื้นฐานด้านไฟฟ้าและโทรศัพท์ โดยอันดับคุณภาพของโครงสร้างพื้นฐานในภาพรวมด้านการขนส่งของไทยอยู่อันดับที่ 76 ไม่เพียงแต่เป็นรองสิงคโปร์ (อันดับที่ 5) และมาเลเซีย (อันดับที่ 20) แล้ว ยังเป็นรองจากลาว (อันดับที่ 66) และอินโดนีเซีย (อันดับที่ 72) อีกด้วย (สำหรับรายละเอียดอันดับความสามารถทางการแข่งขันด้านโครงสร้างพื้นฐานในแต่ละด้านของไทยเทียบกับประเทศในกลุ่มอาเซียน โปรดดูตารางที่ 3-1)

ตารางที่ 3-1 อันดับความสามารถทางการแข่งขันด้านโครงสร้างพื้นฐาน
ของประเทศในกลุ่มอาเซียน ปี 2557

ภาพรวม โครงสร้าง พื้นฐาน		หมวด A: โครงสร้างพื้นฐานด้านการขนส่ง										หมวด B: โครงสร้างพื้นฐานด้านระบบ ไฟฟ้าและโทรศัพท์							
		คุณภาพ ของ โครงสร้าง พื้นฐานด้าน ขนส่งใน ภาพรวม	คุณภาพ ของ โครงสร้าง พื้นฐานทาง ถนน	คุณภาพของ โครงสร้าง พื้นฐานทาง ราง	คุณภาพของ โครงสร้าง พื้นฐานทาง ท่าเรือ	คุณภาพของ โครงสร้าง พื้นฐานทาง อากาศ	ปริมาณการ ผลิตด้าน ผู้โดยสารคิด เป็นที่นั่ง- กิโลเมตร	คุณภาพ ของระบบ ไฟฟ้า	ระบบ โทรศัพท์ เคลื่อนที่	ระบบ โทรศัพท์ พื้นฐาน									
SG	2	SG	5	SG	6	MY	12	SG	2	SG	1	ID	14	SG	6	SG	17	SG	31
MY	25	MY	20	MY	19	ID	41	MY	19	MY	19	TH	15	MY	39	MY	30	ID	71
TH	48	L	66	TH	50	V	52	TH	54	TH	37	SG	19	TH	58	TH	34	MY	73
ID	56	ID	72	L	68	TH	74	ID	77	ID	64	MY	22	L	64	C	39	V	86
V	81	TH	76	ID	72	PH	80	V	88	L	82	PH	25	ID	84	V	42	L	87
PH	91	PH	95	PH	87	M	94	C	97	V	87	V	30	PH	87	ID	54	TH	91
L	94	C	109	C	93	C	98	PH	101	C	106	C	83	V	88	PH	86	PH	113
C	107	V	112	V	104	L		M	125	PH	108	M	86	C	110	L	130	C	116
M	137	M	138	M	134	SG		L	129	M	137	L	123	M	117	M	144	M	125

ที่มา: Schwab and Xavier Sala-i-Martin (2014)

หมายเหตุ: C=กัมพูชา, L=ลาว, M=เมียนมาร์, V=เวียดนาม, TH=ไทย, SG=สิงคโปร์, MY=มาเลเซีย, ID=อินโดนีเซีย, PH=ฟิลิปปินส์
สำหรับรูปในไม่ได้รวมอยู่ในการจัดทำ Global Competitiveness Index 2014-2015

ตารางที่ 3-2 อันดับความสามารถทางการแข่งขันด้านโครงสร้างพื้นฐานของไทย

ความสามารถทางการแข่งขันด้านโครงสร้างพื้นฐาน	ปี 2556	ปี 2557	
ภาพรวมโครงสร้างพื้นฐาน	47	48	↓
หมวด A: โครงสร้างพื้นฐานด้านการขนส่ง			
คุณภาพของโครงสร้างพื้นฐานในภาพรวม	61	76	↓
คุณภาพของโครงสร้างพื้นฐานทางถนน	42	50	↓
คุณภาพของโครงสร้างพื้นฐานทางราง	72	74	↓
คุณภาพของโครงสร้างพื้นฐานทางท่าเรือ	56	54	↑
คุณภาพของโครงสร้างพื้นฐานทางอากาศ	34	37	↓
ปริมาณการผลิตด้านผู้โดยสารคิดเป็นที่นั่ง-กิโลเมตร	14	15	↓
หมวด B: โครงสร้างพื้นฐานด้านระบบไฟฟ้าและระบบโทรศัพท์			
คุณภาพของไฟฟ้า	58	58	→
ระบบโทรศัพท์เคลื่อนที่	49	34	↑
ระบบโทรศัพท์พื้นฐาน	96	91	↑

ที่มา: Schwab and Xavier Sala-i-Martin (2013) และ Schwab and Xavier Sala-i-Martin (2014)

หมายเหตุ: มีข้อมูลการสำรวจ 144 ประเทศในรายงานปี 2557-2558 และ 148 ประเทศในรายงานปี 2556-2557

↑ หมายถึง อันดับที่ดีขึ้น, ↓ หมายถึง อันดับที่แย่ลง, → หมายถึง อันดับคงที่

เมื่อเทียบกับการจัดอันดับในปี 2556 ในหมวดโครงสร้างพื้นฐานด้านการขนส่ง ไทยมีอันดับที่ลดลงเกือบทุกด้าน (ตารางที่ 3-2) ยกเว้นเพียงโครงสร้างพื้นฐานทางท่าเรือที่ดีขึ้นมา 2 อันดับ ในขณะที่สิงคโปร์ มาเลเซีย อินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ ส่วนใหญ่มีอันดับดีขึ้นหรือคงอันดับเดิมจากปี 2556 อย่างไรก็ตาม ในหมวดโครงสร้างพื้นฐานด้านระบบไฟฟ้าและระบบโทรศัพท์ ไทยมีอันดับคงที่ในด้านระบบไฟฟ้า และมีอันดับที่ดีขึ้นในด้านระบบโทรศัพท์ จากข้อมูลนี้ จะเห็นได้ว่าไทยควรพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านการขนส่งเป็นอย่างมาก หากพิจารณาถึงความต้องการการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่ธนาคารเพื่อการพัฒนาแห่งเอเชีย (Asian Development Bank: ADB) ประเมินไว้สำหรับประเทศไทย ประมาณว่าต้องใช้เงินลงทุนอีกจำนวน 471,570 ล้านบาทต่อปีในช่วงปี 2553-2563 (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2555) จึงจะสามารถยกระดับความสามารถในการแข่งขันทางด้านโครงสร้างพื้นฐานให้ทัดเทียมกับประเทศในภูมิภาคได้

ภาพรวมการลงทุนและแหล่งเงินทุน

1. ภาพรวมการลงทุน

ที่ผ่านมา รัฐบาลแต่ละชุดต่างก็มีนโยบายที่จะลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งเป็นโครงการขนาดใหญ่ ทั้งนี้เพื่อยกระดับศักยภาพความสามารถในการแข่งขันของประเทศ รองรับความต้องการอันเนื่องมาจากการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น โดยมีการกำหนดไว้ในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม ตลอดช่วงเกือบ 20 ปีที่ผ่านมา สัดส่วนการลงทุนของภาครัฐต่อ GDP ของไทยมีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 จากที่เคยอยู่ที่ระดับเกือบร้อยละ 12 ลดลงมาอยู่ที่ประมาณร้อยละ 5-6 ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ซึ่งน้อยกว่าภาคเอกชนเป็นอย่างมาก (แผนภาพที่ 3-1)

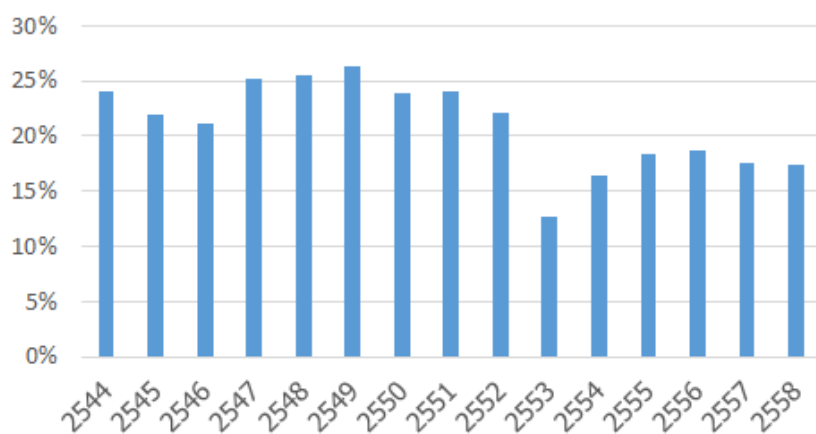
แผนภาพที่ 3-1 สัดส่วนการลงทุนของภาครัฐและภาคเอกชนต่อ GDP ของไทย



ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (2558)

การลงทุนที่ใช้แหล่งเงินจัดสรรจากงบประมาณประจำปี ในปัจจุบันลดลงเหลือไม่ถึงร้อยละ 20 ของงบประมาณรายจ่าย (แผนภาพที่ 3-2) จากที่เคยสูงถึงร้อยละ 30 เมื่อหลายปีก่อน นอกจากนี้ รายจ่ายลงทุนต้องงบประมาณรายจ่ายยังอยู่ในระดับต่ำกว่ากรอบความยั่งยืนทางการคลังที่กำหนดไว้ที่ขั้นต่ำร้อยละ 25 มาเป็นเวลาหลายปีอย่างต่อเนื่อง สำหรับปีงบประมาณ 2558 รายจ่ายลงทุนต้องงบประมาณรายจ่ายประมาณการไว้เพียงร้อยละ 17.5 ซึ่งการลงทุนที่อยู่ในระดับต่ำของรัฐบาลสะท้อนให้เห็นว่าการลงทุนเพื่อวางรากฐานทางโครงสร้างพื้นฐานของประเทศในระยะยาวยังไม่ได้ดำเนินการอย่างจริงจัง ทำให้ไม่สามารถยกระดับการพัฒนาศักยภาพในการแข่งขันของประเทศได้

แผนภาพที่ 3-2 รายจ่ายลงทุนต้องงบประมาณรายจ่าย



ที่มา: สำนักงบประมาณ (2558)

การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของไทยในช่วง 10 ปีข้างหน้าคาดว่าจะเติบโตอย่างมีนัยสำคัญ โดยการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานส่วนใหญ่จะเน้นไปที่การใช้จ่ายภาคคมนาคมขนส่งเป็นสำคัญ ซึ่งคาดว่าจะใช้เงินลงทุนรวมประมาณ 3 ล้านล้านบาท เพื่อส่งเสริมให้มีการใช้รูปแบบ

การขนส่ง (ถนน ราง น้ำ อากาศ) ที่มีต้นทุนต่ำลงจนอยู่ในอัตราที่เหมาะสม และแข่งขันได้ (สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติประมาณการต้นทุนโลจิสติกส์ต่อ GDP ที่ร้อยละ 14.1 ในปี 2557) และพัฒนาคุณภาพของโครงสร้างพื้นฐานด้านการขนส่งในภาพรวมของประเทศที่เป็นรองหลายประเทศในอาเซียน โดยแผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมขนส่งของไทย ระยะยาว พ.ศ. 2558 - 2565 (ระยะ 8 ปี) ประกอบด้วย 5 แผนงานดังต่อไปนี้

1.1 แผนงานการพัฒนาโครงข่ายรถไฟระหว่างเมือง

โดยปรับปรุงระบบอุปกรณ์และโครงสร้างพื้นฐานการขนส่งทางราง พัฒนาระบบรถไฟทางคู่ และผลักดันให้สามารถดำเนินการก่อสร้างทางคู่ขนาดรางมาตรฐาน ในการเชื่อมโยงกับประเทศเพื่อนบ้านและสาธารณรัฐประชาชนจีน (จีนตอนใต้)

1.2 แผนงานการพัฒนาโครงข่ายขนส่งสาธารณะเพื่อแก้ไขปัญหาจราจรในกรุงเทพมหานครและปริมณฑล

โดยการขยายรถไฟฟ้าในกรุงเทพมหานครและปริมณฑล เปลี่ยนรถโดยสารประจำทางให้มีมาตรฐาน ลดมลพิษในเขตเมือง ปรับปรุงถนนและสะพาน รวมถึงการพิจารณาความเป็นไปได้ในการพัฒนาถนนเลียบริมแม่น้ำเจ้าพระยาในกรุงเทพมหานคร

1.3 แผนงานการเพิ่มขีดความสามารถทางหลวงเพื่อเชื่อมโยงฐานการผลิตที่สำคัญของประเทศและเชื่อมโยงกับประเทศเพื่อนบ้าน

โดยปรับปรุงถนนเชื่อมโยงแหล่งเกษตรและแหล่งท่องเที่ยว รวมถึงการปรับปรุงโครงข่ายถนนระหว่างเมืองหลักและเชื่อมเมืองหลักกับด่านพรมแดนให้เป็น 4 ช่องจราจร การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านศุลกากร การก่อสร้างทางหลวงพิเศษระหว่างเมืองในเส้นทางที่มีความจำเป็น ตลอดจนผลักดันการพัฒนาสิ่งอำนวยความสะดวกด้านการขนส่งทางถนน

1.4 แผนงานการพัฒนาโครงข่ายการขนส่งทางน้ำ

โดยการพิจารณาความเหมาะสมในการพัฒนาท่าเรือลำน้ำและท่าเรือชายฝั่งทะเลด้านอ่าวไทยและทะเลอันดามัน เช่น แหลมฉบัง สงขลา ชุมพร และสตูล

1.5 แผนงานการเพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการขนส่งทางอากาศ

โดยการเร่งผลักดันการพัฒนาท่าอากาศยานหลักที่เป็นประตูการขนส่งของประเทศให้ได้มาตรฐานสากล เช่น แม่สอด ดอนเมือง ภูเก็ต เบตง และสุวรรณภูมิ

ตารางที่ 3-3 วงเงินโครงการลงทุนพัฒนาด้านคมนาคมขนส่ง

หน่วย: ล้านบาท

แผนงาน	วงเงินปี 2558	วงเงินรวมโครงการ
(1) การพัฒนาโครงข่ายรถไฟระหว่างเมือง	9,219.49	494,460.96
(2) การพัฒนาโครงข่ายขนส่งสาธารณะเพื่อแก้ไขปัญหาจราจรในกรุงเทพมหานครและปริมณฑล	25,687.50	744,566.73
(3) การเพิ่มขีดความสามารถทางหลวงเพื่อเชื่อมโยงฐานการผลิตที่สำคัญของประเทศและเชื่อมโยงกับประเทศเพื่อนบ้าน	14,042.12	522,297.18
(4) การพัฒนาโครงข่ายการขนส่งทางน้ำ	2,206.07	101,288.83
(5) การเพิ่มขีดความสามารถในการให้บริการขนส่งทางอากาศ	4,831.47	50,068.10
รวม	55,986.64	1,912,681.79

ที่มา: สำนักงานนโยบายและแผนการขนส่งและจราจร (2558)

หมายเหตุ: วงเงินลงทุนทางอากาศไม่รวมการพัฒนาท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ

สำหรับในปี 2558 กำหนดแผนดำเนินงานขับเคลื่อนอย่างเป็นรูปธรรมในการพัฒนาระบบคมนาคมขนส่งของประเทศในภาพรวม โดยจะใช้เงินลงทุนจำนวน 5.6 หมื่นล้านบาท จากวงเงินรวมทั้งหมดของโครงการกว่า 1.9 ล้านล้านบาท (ข้อมูล ณ วันที่ 27 มีนาคม 2558)

2. แหล่งเงินทุนภาครัฐและข้อจำกัดทางการคลัง

2.1 แหล่งเงินทุนของรัฐ

แหล่งเงินทุนที่รัฐนำมาใช้พัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศในปีงบประมาณ 2558 จะมาจากการก่อหนี้สาธารณะเป็นหลัก (คิดเป็นสัดส่วนร้อยละ 47 ของจำนวนเงินที่จะระดมทุน) อาศัยงบประมาณแผ่นดินร้อยละ 35 มาจากเงินรายได้ของรัฐวิสาหกิจร้อยละ 11 และการร่วมลงทุนกับภาคเอกชนร้อยละ 7 (สำนักงานนโยบายและแผนการขนส่งและจราจร, 2558)

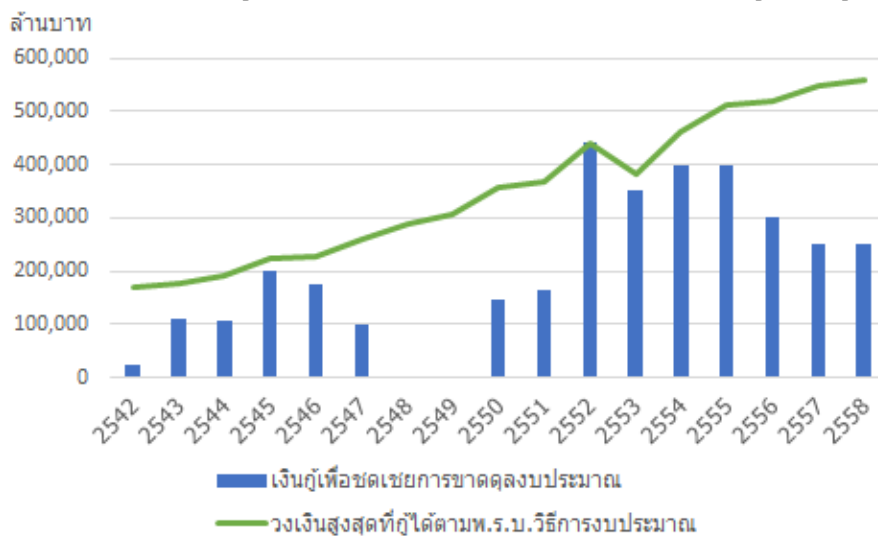
ตามหลักการและแนวทางในการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน โดยปกติการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานจะมีผลตอบแทนทางการเงินที่ต่ำ แต่ให้ผลตอบแทนทางเศรษฐกิจที่สูง เพราะเป็นสินค้าสาธารณะหรือเป็นสิ่งที่ใช้ประโยชน์ร่วมกันได้ จึงเป็นหน้าที่ของภาครัฐในการลงทุนในโครงการที่ไม่คุ้มค่ากับการลงทุน โดยเน้นการลงทุนในระบบโครงสร้างพื้นฐาน การศึกษาความเหมาะสมและการออกแบบรายละเอียด และค่าจัดกรรมสิทธิ์ที่ดิน เช่น ระบบรางรถไฟความเร็วสูง โครงสร้างถนน ท่าเรือ และด่านศุลกากร เป็นต้น สำหรับโครงการที่คุ้มค่ากับการลงทุน จะเป็นโครงการที่รัฐวิสาหกิจรับภาระ โดยหน่วยงานเจ้าของโครงการมีศักยภาพและสามารถระดมทุนได้ด้วยตนเอง เป็นโครงการมีรายได้เพียงพอต่อการคืนทุน และโครงการมีโอกาส

ในการให้เอกชนเข้าร่วมลงทุน เช่น สนามบินพาณิชย์ ท่าเรือพาณิชย์ และระบบรถไฟฟ้า เป็นต้น (สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ, 2556)

2.1.1 งบประมาณแผ่นดิน

ตลอดช่วง 9 ปีที่ผ่านมา รัฐบาลมีการจัดสรรรายจ่ายลงทุนต้องงบประมาณรายจ่ายทั้งหมดไว้ต่ำกว่ากรอบความยั่งยืนทางการคลังที่กำหนดขั้นต่ำไว้ที่ร้อยละ 25 โดยเฉพาะในช่วงปีงบประมาณ 2553 – 2558 ที่มีสัดส่วนต่ำกว่าร้อยละ 20 อันเนื่องมาจากงบประมาณแผ่นดินของรัฐบาลขาดดุลมาโดยตลอด ขณะที่ภาครัฐมีรายจ่ายประจำเป็นจำนวนมาก ทำให้ต้องมีการกู้เงินเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ เป็นผลให้สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP เพิ่มขึ้น และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยในปีงบประมาณ 2552 มีการกู้เงินเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ สูงถึง 441,060.50 ล้านบาท ซึ่งใกล้เคียงกับวงเงินสูงสุดที่กู้ได้ตาม พ.ร.บ. วิธีการงบประมาณที่ 441,280.90 ล้านบาทในปีนั้น

แผนภาพที่ 3-3 เงินกู้เพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณและวงเงินสูงสุดที่กู้ได้



ที่มา: สำนักงานงบประมาณ (2558)

สำหรับในปีงบประมาณ 2558 มีการจัดสรรงบประมาณรายจ่ายตามแผนงานที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐานไว้อย่างชัดเจน โดยมีแผนงานขับเคลื่อนการวางโครงสร้างพื้นฐานที่จำเป็นเพื่อรองรับการพัฒนาในอนาคต เป็นเงิน 51,962 ล้านบาท และแผนงานพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและระบบโลจิสติกส์ เป็นเงิน 69,714 ล้านบาท คิดรวมเป็นประมาณร้อยละ 5 ของงบประมาณรายจ่ายทั้งหมด 2,575,000 ล้านบาท (สำนักงานงบประมาณ, 2558) แต่ก็ยังนับว่าอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำมาก

2.1.2 การกู้เงินตามกฎหมายว่าด้วยการบริหารหนี้สาธารณะ

นอกจากการกู้เงินเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณแล้ว รัฐบาลยังกู้เงินเพื่อให้รัฐวิสาหกิจไปลงทุนต่อ โดยในปีงบประมาณ 2558 รัฐบาลมีแผนให้การรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย (รฟม.) และการรถไฟฟ้าแห่งประเทศไทย (รฟท.) กู้เงินเพื่อลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานมูลค่า 26,317 ล้านบาท และ 71,550 ล้านบาท ตามลำดับ นอกจากนี้ รัฐวิสาหกิจมีการกู้เงินเพื่อลงทุนในโครงการของรัฐวิสาหกิจเองจำนวน 7 แห่ง รวม 43 โครงการ วงเงินรวม 30,643 ล้านบาท ซึ่งในจำนวนนี้ บางส่วนเป็นโครงการภายใต้ยุทธศาสตร์การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมขนส่งของไทย โครงการที่เกี่ยวข้องกับการประปาและการไฟฟ้า (รายละเอียดเพิ่มเติม โปรดดูที่ตารางที่ 3-4 แผนการก่อหนี้ใหม่ ประจำปีงบประมาณ 2558)

ตารางที่ 3-4 แผนการก่อหนี้ใหม่ ประจำปีงบประมาณ 2558

รายการแผน	วงเงิน (ล้านบาท)
แผนการก่อหนี้ใหม่ของรัฐบาล	432,628.28
หนี้ในประเทศ	252,500.00
ชดเชยการขาดดุล	250,000.00
การกู้เพื่อนำส่งเข้ากองทุนส่งเสริมการประกันภัยพิบัติ	2,500.00
หนี้ต่างประเทศ (โครงการเงินกู้เพื่อการพัฒนาาระบบบริหารจัดการทรัพยากรน้ำและระบบขนส่งทางถนนระยะเร่งด่วน)	62,700.00
หนี้ที่รัฐกู้มาเพื่อให้กู้ต่อ	117,428.28
กู้ในประเทศเพื่อให้กู้ต่อ	50,136.55
การรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย	26,317.00
1. โครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วง ช่วงบางใหญ่-บางซื่อ	1,938.00
2. โครงการรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงิน ช่วงหัวลำโพง-บางแค และช่วงบางซื่อ-ท่าพระ	14,597.00
3. โครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียว ช่วงแบริ่ง-สมุทรปราการ	3,848.00
4. โครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียวเหนือ ช่วงหมอชิต-สะพานใหม่-คูคต	5,934.00
การรถไฟฟ้าแห่งประเทศไทย	23,819.55
1. โครงการระบบขนส่งมวลชนทางรางในพื้นที่กรุงเทพมหานคร และปริมณฑล (สายสีแดง) บางซื่อ-รังสิต	6,488.06
2. โครงการก่อสร้างทางคู่ในเส้นทางรถไฟฟ้าสายชายฝั่งทะเลตะวันออก	3,459.10
3. โครงการก่อสร้างรถไฟฟ้าทางคู่ ช่วงชุมทางจิระ-ขอนแก่น	2,538.79
4. โครงการก่อสร้างรถไฟฟ้าทางคู่ ช่วงประจวบคีรีขันธ์-ชุมพร	1,716.41
5. โครงการปรับปรุงเพิ่มเติม	9,617.19
กู้ต่างประเทศเพื่อให้กู้ต่อ	67,291.73
1. การรถไฟฟ้าแห่งประเทศไทย (โครงการระบบขนส่งมวลชนทางรางในพื้นที่กรุงเทพมหานคร และปริมณฑล (สายสีแดง) บางซื่อ-รังสิต)	47,731.00

2. Euro Commercial Paper (ECP)* : บริษัท การบินไทย จำกัด (มหาชน)	19,560.73
แผนการก่อหนี้ใหม่ของรัฐวิสาหกิจ	68,441.89
หนี้ในประเทศ	68,441.89
ลงทุน โครงการ**	30,642.90
ดำเนินการทั่วไป	37,798.99
รวม	501,070.17

ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ (2558)

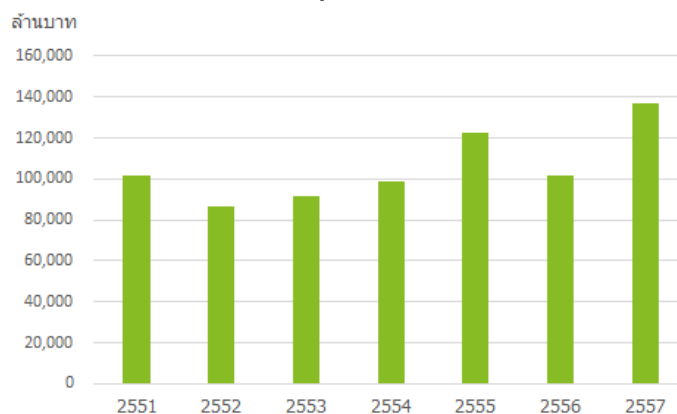
หมายเหตุ : * คณะรัฐมนตรีได้มีมติเมื่อวันที่ 3 มิ.ย. 2552 อนุมัติให้กระทรวงการคลังกู้เงินในรูป ECP ได้ในช่วงปี 2552-2562 วงเงินรวมในขณะหนึ่ง ๆ ไม่เกิน 2,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ. เพื่อเป็น bridge finance สำหรับการนำเงินไป refinancing หนี้ต่างประเทศของภาครัฐบาล หรือเพื่อโครงการเพื่อพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของรัฐบาลและรัฐวิสาหกิจที่ได้บรรจุในแผนแล้ว

** รวมถึงโครงการของการรถไฟแห่งประเทศไทย

2.1.3 รายได้จากรัฐวิสาหกิจ

โดยเฉลี่ย 7 ปีที่ผ่านมา เงินนำส่งรายได้แผ่นดินของรัฐวิสาหกิจและกิจการที่กระทรวงการคลังถือหุ้นต่ำกว่าร้อยละ 50 มีอยู่เพียงประมาณ 1 แสนล้านบาทต่อปี (แผนภาพที่ 3-4) สำหรับในปีงบประมาณ 2557 อยู่ที่ 1.37 แสนล้านบาท ซึ่งรายได้ของรัฐวิสาหกิจเมื่อรวมกับการกู้ยืมของรัฐวิสาหกิจอาจเป็นแหล่งทุนได้เพียงบางส่วนเท่านั้น

แผนภาพที่ 3-4 เงินนำส่งรายได้แผ่นดินของรัฐวิสาหกิจ
และกิจการที่กระทรวงการคลังถือหุ้นต่ำกว่าร้อยละ 50 ประจำปีงบประมาณ



ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ (2558)

2.1.4 การร่วมลงทุนกับภาคเอกชน (Public Private Partnerships : PPPs)

การร่วมลงทุนกับภาคเอกชนเป็นอีกช่องทางหนึ่งที่ภาครัฐใช้สำหรับการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ โดยนับตั้งแต่ปี 2533 เป็นต้นมา ภาครัฐได้เปิดโอกาสให้เอกชนเข้ามามีส่วนร่วมในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศในรูปแบบ PPPs (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2554) ก่อนการมีพระราชบัญญัติว่าด้วยการให้เอกชนเข้าร่วมงานหรือดำเนินการใน

กิจการของรัฐ พ.ศ. 2535 (ตารางที่ 3-5) (ต่อมาพระราชบัญญัติการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ พ.ศ. 2556 เริ่มมีผลบังคับใช้ เมื่อวันที่ 4 เม.ย. 2556)

สำหรับตัวอย่างของ PPPs ที่ไม่ต้องดำเนินการตามขั้นตอนของ พ.ร.บ.ว่าด้วยการให้เอกชนเข้าร่วมงานหรือดำเนินการในกิจการของรัฐ พ.ศ. 2535 ได้แก่ โครงการโรงไฟฟ้าของการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) ลักษณะโครงการรูปแบบ Build Own Operate (BOO) ที่ให้เอกชนร่วมลงทุนผลิตไฟฟ้าในรูปของโครงการผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระหรือผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ (Independent Power Producer : IPP) ซึ่งขายไฟฟ้าที่ผลิตได้ให้แก่ กฟผ. เพียงผู้เดียว

ตารางที่ 3-5 ตัวอย่างของโครงการลงทุนภาครัฐที่ดำเนินการในรูปแบบ PPPs ที่ดำเนินการตามขั้นตอนของพ.ร.บ.ว่าด้วยการให้เอกชนเข้าร่วมงานหรือดำเนินการในกิจการของรัฐ พ.ศ. 2535

ชื่อโครงการ	ปี	หน่วยงาน
โครงการทางพิเศษศรีรัช (ทางด่วนขั้นที่ 2)	2535	การทางพิเศษแห่งประเทศไทย
โครงการปรับปรุงขยายการประปาปทุมธานี-รังสิต	2538	การประปาส่วนภูมิภาค
โครงการให้เอกชนเช่าลงทุนพัฒนาและประกอบการทำเรือคอนเทนเนอร์ หมายเลข 5 ของท่าเรือแหลมฉบัง	2539	การทำเรือแห่งประเทศไทย
โครงการทางด่วนสายบางปะอิน-ปากเกร็ด	2539	การทางพิเศษแห่งประเทศไทย
โครงการรถไฟฟ้ามหานคร สายเฉลิมรัชมงคล (หัวลำโพง-ศูนย์ฯสิริกิติ์-บางซื่อ)	2543	การรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย
โครงการให้เอกชนลงทุน บริหารและประกอบการทำเทียบเรือผู้สินค้า C3 ท่าเรือแหลมฉบัง	2546	การทำเรือแห่งประเทศไทย
การให้เอกชนเข้าร่วมดำเนินงาน ณ ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ (Catering, Ground Services)	2547	บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)
โครงการพัฒนาที่ราชพัสดุแปลงร้อยชักสาม	2547	กรมธนารักษ์
โครงการให้เอกชนร่วมลงทุนทำเทียบเรือ A3, C1, C2, D1, D2 และ D3 ของท่าเทียบเรือแหลมฉบัง	2547	การทำเรือแห่งประเทศไทย
โครงการศูนย์บริหารจัดการวัสดุเหลือใช้อุตสาหกรรม (เตาเผาขยะอุตสาหกรรม)	2550	กรมโรงงานอุตสาหกรรม (กระทรวงอุตสาหกรรม)
โครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วง ช่วงบางใหญ่-บางซื่อ	2553	การรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (2553)

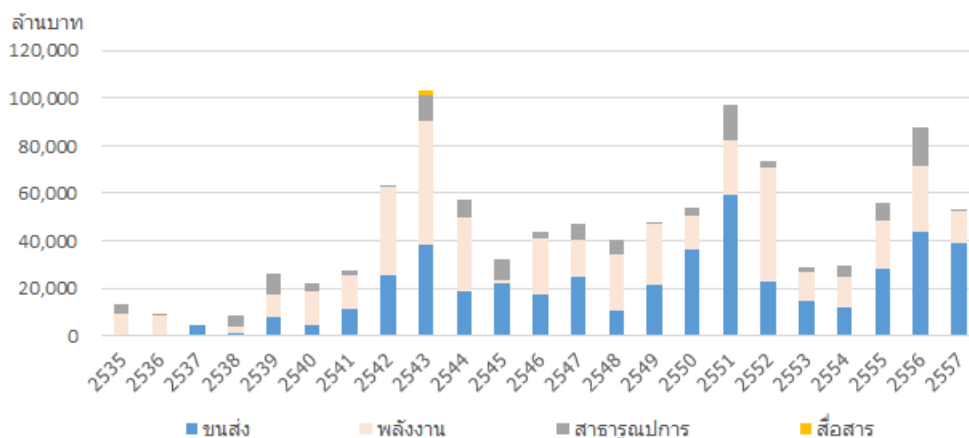
หมายเหตุ: ไม่รวมโครงการรถไฟฟ้าบีทีเอส ของกรุงเทพมหานคร ซึ่งเป็นโครงการร่วมลงทุนที่ได้รับสัมปทานก่อนที่พ.ร.บ.ว่าด้วยการให้เอกชนเข้าร่วมงานหรือดำเนินการในกิจการของรัฐ พ.ศ. 2535 มีผลบังคับใช้

2.2 การจัดหาเงินทุนของรัฐวิสาหกิจ

2.2.1 พันธบัตรหรือหุ้นกู้รัฐวิสาหกิจ

รัฐวิสาหกิจเองก็มีการแสวงหาเงินทุนด้วยการออกพันธบัตร แต่ส่วนใหญ่มีการค้ำประกันโดยรัฐบาล จากข้อมูลในอดีต รัฐวิสาหกิจสาขาขนส่งและสาขาพลังงานมีการระดมทุนด้วยการออกพันธบัตรมากกว่ารัฐวิสาหกิจสาขาอื่น (ข้อมูลเฉพาะสาขาที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐาน) (แผนภาพที่ 3-5) โดยในปี 2557 รัฐวิสาหกิจสาขาขนส่งมีการระดมทุนด้วยการออกพันธบัตรรวม 3.91 หมื่นล้านบาท โดยแบ่งเป็นการรถไฟแห่งประเทศไทย มูลค่า 1.86 หมื่นล้านบาท องค์การขนส่งมวลชนกรุงเทพ มูลค่า 1.69 หมื่นล้านบาท และการทางพิเศษแห่งประเทศไทย มูลค่า 3.6 พันล้านบาท สำหรับรัฐวิสาหกิจสาขาพลังงานมีการระดมทุนด้วยตราสารหนี้รวม 2.34 หมื่นล้านบาท ซึ่งเป็นหุ้นกู้ของบริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) (ปตท.) มูลค่า 1 หมื่นล้านบาท พันธบัตรการไฟฟ้านครหลวง 3 พันล้านบาท และพันธบัตรการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค 1.04 หมื่นล้านบาท

แผนภาพที่ 3-5 การออกพันธบัตรและหุ้นกู้รัฐวิสาหกิจสาขาที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐาน (ตั้งแต่มีข้อมูลถึงปี 2557)



ที่มา: สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (2558)

2.2.2 หุ้นกู้ตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

นอกจากการระดมทุนด้วยการออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้แล้ว รัฐวิสาหกิจยังได้มีการใช้เครื่องมือทางการเงินอื่นเพิ่มเติมด้วย โดยบริษัท ธนารักษ์พัฒนาสินทรัพย์ จำกัด (ธพส.) มีการระดมทุนตามโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ผ่านบริษัท ดีเอช เอสพีวี จำกัด เพื่อใช้ในการก่อสร้างอาคารและบริหารโครงการศูนย์ราชการกรุงเทพมหานคร ถนนแจ้งวัฒนะ โดยการขายสิทธิตามสัญญาเช่าพื้นที่อาคาร สัญญาบริการจัดหาเฟอร์นิเจอร์ และสัญญาบริการภายใต้โครงการศูนย์ราชการ เพื่อระดมทุนเป็นมูลค่ารวมทั้งโครงการ 2.4 หมื่นล้านบาท ซึ่งนับว่าเป็นการระดมทุน

ด้วยโครงการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์โดยหมุนหลังด้วยกระแสดเงินในอนาคตที่ประสบความสำเร็จอย่างมาก

2.2.3 ตราสารทุน

นอกจากการระดมทุนด้วยตราสารหนี้แล้ว ในอดีต รัฐวิสาหกิจก็มีการระดมทุนด้วยตราสารทุนเพื่อลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน เช่น บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) (ทอท.) ที่เสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2547 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเงินทุนไปใช้ในการดำเนินการก่อสร้างท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ เพิ่มเติมจากแหล่งเงินทุนที่ทางทอท.กู้ยืมมาจาก Japan Bank for International Corporation (JBIC)

นอกจากนี้ รัฐวิสาหกิจที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยบางแห่งมีการเพิ่มทุนอยู่เป็นระยะ ได้แก่ ปตท. ที่มีการเพิ่มทุนหลายครั้งรวมสุทธิเกือบ 600 ล้านบาท ตั้งแต่เข้าจดทะเบียนถึงปี 2557 ในขณะที่ ทอท. เพิ่มทุนเพียงครั้งเดียว (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558)

2.3 ข้อจำกัดทางการคลัง

ในช่วงปี 2540 ที่ไทยประสบวิกฤตทางการเงินครั้งใหญ่ ทำให้หนี้สาธารณะต่อ GDP ของไทยเพิ่มขึ้นอย่างมากจากร้อยละ 14.6 ในปี 2539 มาอยู่ที่ร้อยละ 35.6 ในปี 2540 โดยหลังวิกฤตมีการกู้เงินมาแก้ไขปัญหาเศรษฐกิจของประเทศจนทำให้หนี้สาธารณะต่อ GDP เพิ่มขึ้นมาจนถึงระดับร้อยละ 60 ในปี 2542 ต่อมา ในปี 2544 จึงได้มีการกำหนดตัวชี้วัดและเป้าหมายของกรอบความยั่งยืนทางการคลังขึ้นเป็นครั้งแรก เพื่อเป็นแนวทางในการดำเนินนโยบายทางการคลังที่สอดคล้องกับสถานะเศรษฐกิจการเงินและการคลังของประเทศ โดยมีเป้าหมายเพื่อรักษาเสถียรภาพด้านการคลังในระยะปานกลาง และระยะยาว ซึ่งกรอบความยั่งยืนทางการคลัง ณ ปัจจุบัน ประกอบด้วยตัวชี้วัดดังนี้ (1) ยอดหนี้สาธารณะคงค้างต่อ GDP ไม่เกินร้อยละ 60 (2) ภาระหนี้ต้องบประมาณรายจ่ายไม่เกินร้อยละ 15 (3) การจัดทำงบประมาณแบบสมดุล (4) สัดส่วนรายจ่ายลงทุนต้องบประมาณรายจ่ายไม่ต่ำกว่าร้อยละ 25

โดยประมาณการของสัดส่วนดังกล่าวในช่วงปี 2558-2562 แสดงไว้ในตารางที่ 3-6 และแผนภาพที่ 3-6 โดยจะเห็นได้ว่าภาครัฐพยายามไม่ให้สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP เกินร้อยละ 50 เพื่อไม่ให้ภาระหนี้มีมากเกินไปในช่วง 5 ปีข้างหน้า

ตารางที่ 3-6 ดัชนีชี้วัดความยั่งยืนทางการคลัง ปีงบประมาณ 2558 -2562

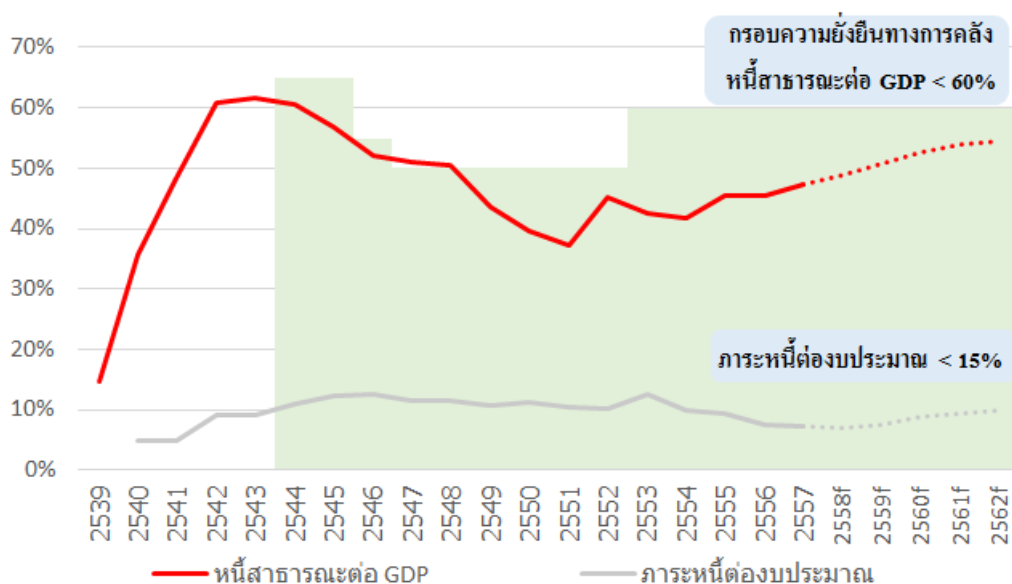
ร้อยละ

	เป้าหมาย	2558	2559	2560	2561	2562
หนี้สาธารณะคงค้างต่อ GDP	≤ 60	49.0	50.8	52.6	53.9	54.4
ภาระหนี้ต่องบประมาณรายจ่าย	≤ 15	7.1	7.4	8.8	9.4	9.9
การจัดทำงบประมาณสมดุล	สมดุล	ไม่สมดุล	ไม่สมดุล	สมดุล	สมดุล	สมดุล

ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ (2558)

หมายเหตุ: สมมติฐานประมาณการเกี่ยวกับการเบิกจ่ายเงินผู้ตามแผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ปี 2558 เท่ากับ 93,697 ล้านบาท ปี 2559 เท่ากับ 164,902 ล้านบาท ปี 2560 เท่ากับ 244,210 ล้านบาท ปี 2561 เท่ากับ 237,413 ล้านบาท ปี 2562 เท่ากับ 173,517 ล้านบาท (ข้อมูล ณ 8 ธ.ค. 2557)

แผนภาพที่ 3-6 สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP



ที่มา: สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ (2558)

ด้วยข้อจำกัดของกรอบความยั่งยืนทางการคลัง ซึ่งภาครัฐมีนโยบายจัดทำงบประมาณสมดุลให้ได้ในปี 2560 แต่จากการพิจารณาข้อมูลในอดีต ดุลการคลังมีแนวโน้มขาดดุลมากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญมาตั้งแต่ปี 2551 ซึ่งจัดว่าเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP เพิ่มขึ้น และมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในระยะยาว ทั้งจากการดำเนินนโยบายการคลัง และภาระรายจ่ายด้านสวัสดิการสังคม จากการศึกษาโครงสร้างรายได้และรายจ่ายของรัฐบาลตลอดช่วง 20 ปีที่ผ่านมา พบว่าสัดส่วนรายจ่ายต่อ GDP มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง อันเนื่องมาจากมีรายจ่ายประจำที่เพิ่มขึ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ (รายจ่ายส่วนนี้คิดเป็นประมาณร้อยละ 50 ของรายจ่ายทั้งหมด) ตลอดจนต้องมีการจัดสรรงบประมาณรายจ่ายสวัสดิการสังคมเพิ่มขึ้น

เพื่อรองรับสังคมผู้สูงอายุโดยสมบูรณ์ในอีก 10 ปีข้างหน้าอีกจำนวนมหาศาล (ปัจจุบันมีรายจ่ายด้านสวัสดิการสังคมเป็นสัดส่วนร้อยละ 20 ของรายจ่ายทั้งหมด) (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2557)

ในขณะที่ทางด้านการรายได้ ตลอดช่วง 20 ปีที่ผ่านมาพบว่าสัดส่วนรายได้ต่อ GDP ก่อนหักภาษีที่อยู่ในช่วงร้อยละ 15–20 ต่อ GDP เนื่องจากเหตุผลสำคัญคือ มีความสามารถในการจัดเก็บภาษีในสัดส่วนต่อ GDP ไม่สูงนัก นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างประชากรยังส่งผลกระทบต่อภาระเงินบำนาญและสวัสดิการของประชาชน การมีสัดส่วนประชากรวัยพึ่งพิงสูงกว่าวัยทำงานจะมีผลต่อการสร้างรายได้ในระบบเศรษฐกิจ และมีผลกระทบต่อการจัดเก็บรายได้ของรัฐบาล ทำให้รัฐอาจต้องเพิ่มขนาดการขาดดุล และเพิ่มหนี้สาธารณะในระยะยาว และมีแรงกดดันให้หนี้สาธารณะเร่งสูงขึ้นไม่มีสิ้นสุด จนอาจเกินระดับหนี้สูงสุดตามศักยภาพเศรษฐกิจที่รัฐสามารถรับภาระได้ด้วยการเกินดุลการคลังในอนาคต ขณะที่หากรัฐมีความจำเป็นต้องมีรายจ่ายลงทุนจำนวนมากในอนาคต การพึ่งพิงงบประมาณของรัฐบาลเพียงอย่างเดียวจะเป็นข้อจำกัดในการลงทุนขนาดใหญ่ อีกทั้งหากรัฐใช้วิธีกู้ยืมเงินจนถึงขั้นที่เรียกว่าก่อหนี้เกินตัว โดยไม่สามารถปรับนโยบายภาษีหรือรายจ่าย เพื่อเพิ่มขนาดการเกินดุลการคลังเพื่อชำระหนี้ได้ ภาระการคลังก็มีแนวโน้มที่จะไม่ยั่งยืนในระยะยาว และอาจนำมาซึ่งการผัดผ่อนชำระหนี้ได้ เพราะเกินขีดจำกัดทางการคลังที่ประเทศจะรองรับได้ และไม่มีเปลี่ยนแปลงพฤติกรรมในเชิงบวกที่มากเพียงพอ (ระดับหนี้สูงสุดที่รัฐจะแบกรับได้นั้นต้องมาจากการเกินดุลการคลังในอนาคตของรัฐ ซึ่งได้จากรายได้ภาษีสูงสุดที่รัฐจะเก็บได้ในอนาคต)

หากประเทศมีความจำเป็นต้องลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานอีกมูลค่ามหาศาล โดยเฉพาะภาคคมนาคมขนส่ง ซึ่งต้องใช้เงินลงทุนเฉลี่ยปีละ 2.5 แสนล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 10 ของงบประมาณรายจ่ายปี 2558 ซึ่งอาจจะได้รับการจัดสรรจากงบประมาณแผ่นดินได้ไม่เพียงพอ เพราะต้องนำเงินไปลงทุนพัฒนาในด้านอื่น ๆ ด้วย และจากกรอบความยั่งยืนทางการคลังที่กำหนดไว้เป็นการจำกัดการก่อหนี้ของภาครัฐ ซึ่งทำให้ภาครัฐไม่มีเงินทุนเพียงพอในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานหากพึ่งพิงแต่เพียงงบประมาณแผ่นดินและเงินกู้ นอกจากนี้ ภาครัฐยังไม่ควรก่อหนี้เพิ่มเติมกรอบความยั่งยืนทางการคลัง เนื่องจากควรจะต้องพิจารณาถึงความผันผวนทางเศรษฐกิจที่ไม่คาดคิดในอนาคต ดังนั้น การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศให้ดีขึ้น ต้องอาศัยความสามารถในการบริหารแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมของภาครัฐ โดยภาครัฐยังคงมีบทบาทสำคัญในการผลักดันให้เกิดโครงการต่าง ๆ แต่รัฐคงจะเป็นผู้ดำเนินการลงทุนเองได้ไม่ทั้งหมด เนื่องจากข้อจำกัดด้านแหล่งเงินทุน การเปิดโอกาสให้มีการร่วมลงทุนจากภาคเอกชน นอกจากจะช่วยลดภาระจากการใช้เงินงบประมาณ และบรรเทาข้อจำกัดด้านเงินกู้ของภาครัฐแล้ว ยังช่วยสร้างประสิทธิภาพในการลงทุนได้อีกด้วย

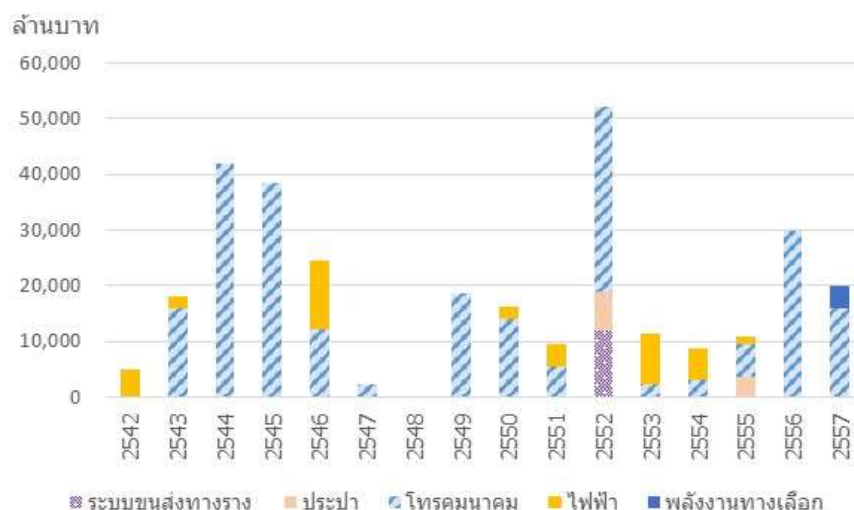
3. แหล่งเงินทุนของภาคเอกชน

กิจการโครงสร้างพื้นฐานในประเทศไทยมีการระดมทุนเพื่อไปลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน ดังนี้

3.1 หุ้นกู้

ภาคเอกชนที่มีธุรกิจเกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐานมีการระดมทุนโดยการออกหุ้นกู้ เช่นเดียวกับรัฐวิสาหกิจสาขาที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐาน แต่ในขนาดที่น้อยกว่ารัฐวิสาหกิจ โดยบริษัทเอกชนที่มีธุรกิจเกี่ยวข้องกับโทรคมนาคมมีการระดมทุนด้วยหุ้นกู้มากกว่าธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐานสาขาอื่นในช่วง 16 ปีที่ผ่านมา ซึ่งคิดเป็นมูลค่ารวมกว่า 2.4 แสนล้านบาท ในขณะที่ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับไฟฟ้ามีการออกหุ้นกู้มูลค่ารวมรองลงมาที่ 4.2 หมื่นล้านบาท ในช่วงระยะเวลาเดียวกัน (แผนภาพที่ 3-7)

แผนภาพที่ 3-7 มูลค่าการออกหุ้นกู้ของกิจการโครงสร้างพื้นฐาน



ที่มา: สภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (2558)

หมายเหตุ: เฉพาะข้อมูลของบริษัทที่ทำธุรกิจหลักที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐานด้านระบบขนส่งทางราง ประปา โทรคมนาคม ไฟฟ้า และพลังงานทางเลือก

3.2 ตราสารทุน

ที่ผ่านมา ภาคเอกชนมีการระดมทุนด้วยตราสารทุนเพื่อลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานด้วย เช่น บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน) มีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2548 ระดมทุนได้มูลค่า 1,920 ล้านบาท เพื่อนำเงินทุนไปขยายกำลังผลิตและจำหน่ายสาธารณูปโภค (ไฟฟ้า ioni และน้ำเพื่อการอุตสาหกรรม) และบริษัท พลังงานบริสุทธิ์ จำกัด (มหาชน) นำเงินจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนแก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในปี 2556 มูลค่า 3,080 ล้านบาท ไปลงทุน

ก่อสร้างโครงการผลิตกระแสไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์ กำลังการผลิตขนาด 90 เมกะวัตต์ เป็นต้น

โดยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งที่มีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐาน อาทิ ระบบขนส่งทางราง ประปา โทรคมนาคม ไฟฟ้า รวมถึงพลังงานทางเลือก ดังรายละเอียดในตารางที่ 3-7 นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนบางแห่งก็มีการเพิ่มทุนด้วยในบางช่วงระยะเวลา ซึ่งบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) มีการเพิ่มทุนมากกว่า 2 แสนล้านบาทในช่วงปี 2544 -2557 รองลงมา ได้แก่ บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) (เพิ่มทุนรวม 7 หมื่นล้านบาท) และบริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน) (เพิ่มทุนรวม 1.1 หมื่นล้านบาท) เป็นต้น

ตารางที่ 3-7 ตัวอย่างบริษัทกิจการโครงสร้างพื้นฐานที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ชื่อบริษัท	ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐาน
ระบบขนส่งทางราง	
บริษัท รถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	ผู้รับสัมปทานการให้บริการเดินรถ 2 โครงการจากการรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย (รฟม.)
บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจระบบขนส่งมวลชน
ประปา	
บริษัท ทีทีดับบลิว จำกัด (มหาชน)	ผลิตและจำหน่ายน้ำประปาให้กับการประปาส่วนภูมิภาค
โทรคมนาคม	
บริษัท โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ในระบบความถี่ 800 และ 1800 เมกะเฮิร์ตซ์
บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจสื่อสารโทรคมนาคมไร้สายในประเทศและธุรกิจดาวเทียม
บริษัท จัสมิน อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจให้บริการอินเทอร์เน็ตความเร็วสูงและธุรกิจให้บริการโครงข่ายโทรคมนาคม
บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจให้บริการโทรศัพท์พื้นฐาน บริการโครงข่ายข้อมูล บริการอินเทอร์เน็ต บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ในระบบ 2G 3G และ 4G LTE
ไฟฟ้า	
บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	ผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าทั้งในฐานะรายใหญ่ (IPP-Independent Power Producer) และรายเล็ก (SPP-Small Power Producer)
บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)	
บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	
พลังงานทางเลือก	
บริษัท พลังงานบริสุทธิ์ จำกัด (มหาชน)	ธุรกิจผลิตและจำหน่ายกระแสไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์
บริษัท เอสพีซีจี จำกัด (มหาชน)	

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, SETSMART (2558)

3.3 กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน

เครื่องมือการระดมทุนเพื่อลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานรูปแบบล่าสุดที่ได้ถูกพัฒนาขึ้นมาสำหรับการระดมทุนในประเทศไทยคือ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งเป็นอีกช่องทางหนึ่งของการระดมทุนของภาคเอกชน นอกเหนือจากการออกหุ้นทุน หุ้นกู้ หรือการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน โดยบริษัทสามารถระดมทุนโดยนำโครงสร้างพื้นฐานที่บริษัทลงทุนอยู่แล้วนำมาระดมทุนเพื่อไปพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานอื่นต่อได้ โดยนับตั้งแต่มีกฎเกณฑ์กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานในปี 2554 จนถึงเดือนพฤษภาคม 2558 ภาคเอกชนได้มีการออกกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานไปแล้ว 4 กองทุน โดยกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานกองแรกของประเทศไทยคือ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานระบบขนส่งมวลชนทางราง บีทีเอสโกรท เมื่อต้นปี 2556 ระดมเงินทุนเป็นมูลค่ากว่า 6 หมื่นล้านบาท ซึ่งนับเป็น IPO ที่ใหญ่ที่สุดในอาเซียน ซึ่งในปีเดียวกันนี้เองได้มีการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพิ่มอีก 2 กองทุน ได้แก่ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้าอมตะ บี.กริม เพาเวอร์ และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ทูโรโกรท สำหรับในปี 2558 ได้มีการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต จัสมิน เพิ่มเติมเพื่อนำเงินไปลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานโครงการต่าง ๆ (ตารางที่ 3-8)

ตารางที่ 3-8 กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานในประเทศไทย

ชื่อกองทุน	วันที่จดทะเบียนจัดตั้ง	มูลค่าระดมทุน (ล้านบาท)	ประเภทโครงสร้างพื้นฐานที่ลงทุน
กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานระบบขนส่งมวลชนทางราง บีทีเอสโกรท	17 เมษายน 2556	62,510.4	ระบบขนส่งทางราง
กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโรงไฟฟ้าอมตะ บี.กริม เพาเวอร์	19 กันยายน 2556	6,300.0	ไฟฟ้า
กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ทูโรโกรท	23 ธันวาคม 2556	58,080.0	โทรคมนาคม
กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต จัสมิน	10 กุมภาพันธ์ 2558	55,000.0	โทรคมนาคม

ที่มา: สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2558)

สรุป

โครงสร้างพื้นฐานเป็นปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญในกิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งมีผลโดยตรงต่อความสามารถในการแข่งขันและการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาว

เมื่อเปรียบเทียบกับต่างประเทศแล้ว อันดับความสามารถทางการแข่งขันของไทยในด้านนี้ยังอยู่ในระดับต่ำกว่าประเทศเพื่อนบ้าน โดยเฉพาะสิงคโปร์ และมาเลเซีย

ที่ผ่านมา ภาครัฐได้ให้ความสำคัญกับการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานมาโดยตลอด โดยมีการกำหนดไว้ในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาการลงทุนจริงตลอดช่วง 20 ปีที่ผ่านมาสัดส่วนการลงทุนของภาครัฐต่อ GDP ของไทย ลดลงอย่างต่อเนื่อง จากที่เคยอยู่ในระดับร้อยละ 12 ในปี 2540 ลดลงมาอยู่ที่ประมาณร้อยละ 5-6 ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา แหล่งเงินทุนที่ภาครัฐใช้ในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน โดยทั่วไปจะมาจากงบประมาณแผ่นดินเป็นสำคัญ ที่เหลือจะใช้เงินกู้ เงินรายได้ของรัฐวิสาหกิจ และการร่วมลงทุนกับภาคเอกชนเป็นส่วนน้อย สำหรับรัฐวิสาหกิจ และภาคเอกชนที่ประกอบกิจการโครงสร้างพื้นฐานมีการใช้ตลาดทุนเป็นแหล่งระดมทุนทั้งตราสารหนี้ ตราสารทุน และกองทุนรวม โครงสร้างพื้นฐานเพื่อนำไปพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานในบางโครงการ

ในอีก 10 ปีข้างหน้า ประเทศไทยมีความจำเป็นต้องลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานอีกจำนวนมหาศาลไม่ต่ำกว่า 3 ล้านล้านบาท โดยเฉพาะภาคคมนาคม ขณะที่ภาครัฐมีข้อจำกัดทางการคลังคือ มีอัตราขาดของยอดหนี้สาธารณะต่อ GDP ภาระหนี้ต้องประมาณรายจ่าย อันเป็นการจำกัดการกู้เงินเพื่อชดเชยงบประมาณที่ขาดดุล หากไม่สามารถจัดเก็บภาษีได้มากเพียงพอกับรายจ่าย ทำให้ภาครัฐมีเงินทุนไม่เพียงพอในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานหากพึ่งพิงแต่เพียงงบประมาณแผ่นดิน และเงินกู้ ดังนั้นการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานให้ดีขึ้น ต้องอาศัยความสามารถในการบริหารแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมของภาครัฐ เพราะนอกจากจะช่วยลดภาระจากการใช้งบประมาณแผ่นดิน และบรรเทาข้อจำกัดด้านเงินกู้แล้ว ยังช่วยสร้างประสิทธิภาพในการลงทุนได้อีกด้วย

บทที่ 4

การใช้เครื่องมือในตลาดทุนไทยในการระดมทุน เพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ

ในบทนี้จะศึกษารูปแบบที่เหมาะสมเพื่อเป็นแนวทางการพัฒนาเครื่องมือระดมทุนในตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ เพื่อให้ภาครัฐสามารถเลือกใช้เครื่องมือระดมทุนที่สร้างโอกาสในการระดมทุนได้อย่างประสบความสำเร็จ ซึ่งจะช่วยให้มีเงินทุนเพื่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานอย่างเพียงพอกับความต้องการและด้วยต้นทุนที่เหมาะสม

วิเคราะห์ทางเลือกการใช้เครื่องมือระดมทุนในตลาดทุน

ในตลาดทุน มีเครื่องมือระดมทุนประเภทต่าง ๆ เพื่อระดมเงินทุนจากผู้มีเงินทุนส่วนเกิน แล้วนำไปจัดสรรให้กับผู้ต้องการเงินทุน เช่น กิจการ โครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ ผู้ลงทุนเป็นผู้รับผิดชอบแทนและความเสี่ยงจากกิจการและมีต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการสร้างและจัดจำหน่ายตราสารทางการเงินที่ต้องจ่ายให้กับสถาบันตัวกลางในตลาดทุน

ภาครัฐสามารถระดมเงินทุนในตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานต่าง ๆ รวมทั้งแบ่งเบาภาระทางการคลังหรือลดภาระความเสี่ยงในการลงทุนหรือการดำเนินการ เพื่อประกอบการตัดสินใจของภาครัฐในการเลือกใช้เครื่องมือระดมทุนในตลาดทุนอย่างเหมาะสม จึงวิเคราะห์ทางเลือกเชิงนโยบายในการใช้เครื่องมือระดมทุนในตลาดทุน ดังนี้

1. การระดมทุนด้วยการออกขายหุ้น

การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ ด้วยการขายหุ้นสามัญหรือขายทรัพย์สินของรัฐวิสาหกิจเป็นหนึ่งในรูปแบบของการให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ ซึ่งภาคเอกชนมีส่วนร่วมมากและเป็นผู้ทำกิจกรรมหลัก อย่างไรก็ตาม การแปรรูปรัฐวิสาหกิจอาจถูกต่อต้านโดยประชาชนบางกลุ่ม เพราะมองว่าเป็นการขายสมบัติชาติ จึงไม่สามารถดำเนินการได้โดยง่าย

2. การระดมทุนด้วยการออกพันธบัตรหรือหุ้นกู้

การออกขายพันธบัตรในประเทศและต่างประเทศของภาครัฐ หรือการออกขายหุ้นกู้ของรัฐวิสาหกิจ เป็นทางเลือกของภาครัฐมาโดยตลอด อย่างไรก็ตาม การระดมทุนด้วยวิธีนี้เพื่อการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานจะเพิ่มหนี้สาธารณะ ซึ่งภาครัฐมีข้อจำกัดด้านเพดานหนี้สาธารณะ

คงค้างต่อ GDP ภายใต้กรอบความยั่งยืนทางการคลัง ภาครัฐจึงควรออกพันธบัตรเพื่อใช้ในการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่มีความจำเป็น แต่อาจไม่ได้ผลตอบแทนในเชิงธุรกิจ เช่น โรงเรียน โรงพยาบาล เป็นต้น

3. การระดมทุนจากทรัพย์สินด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน หรือธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

สามารถเป็นทางเลือกของแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมมากกว่า เพราะกระบวนการนี้ส่วนใหญ่ จะทำในรูปแบบของสัญญาการขายสิทธิในการรับส่วนแบ่งรายได้ในอนาคตในทรัพย์สิน จะไม่มีการเปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของทรัพย์สิน รัฐวิสาหกิจยังคงเป็นเจ้าของและบริหารจัดการโครงสร้างพื้นฐานนั้น ๆ ซึ่งต่างจากการแปรรูปรัฐวิสาหกิจที่จะมีการเปลี่ยนแปลงความเป็นเจ้าของทรัพย์สินบางส่วนหรือทั้งหมดได้ นอกจากนี้ การจัดโครงสร้างในรูปแบบที่เหมาะสมจะไม่เพิ่มการก่อหนี้สาธารณะ และภาครัฐจะรับความเสี่ยงจากการลงทุนหรือการดำเนินการโครงสร้างพื้นฐานลดลงจากการถ่ายโอนความเสี่ยงไปยังผู้ลงทุน ถึงแม้ต้นทุนการระดมทุนอาจสูงกว่าภาครัฐกู้ยืมโดยตรงหรือการออกพันธบัตรก็ตาม แต่ยังคงเป็นต้นทุนที่เหมาะสมและคุ้มค่ากับประโยชน์ที่จะได้รับจากที่ไม่เพิ่มภาระหนี้สาธารณะและสามารถถ่ายโอนความเสี่ยงไปยังผู้ลงทุน จึงอาจเป็นทางเลือกที่น่าสนใจและเหมาะสมกับการระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ

นอกจากนั้น ภาครัฐได้ส่งเสริมสิทธิประโยชน์ทางภาษีเพิ่มเติมให้แก่กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เพื่อส่งเสริมการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน เช่น ยกเว้นภาษีมูลค่าเพิ่ม ภาษีธุรกิจเฉพาะ และอากรแสตมป์ สำหรับธุรกรรมการโอนทรัพย์สินเข้ากองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน และยกเว้นภาษีเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหน่วยลงทุนของกองทุนรวมซึ่งเป็นบุคคลธรรมดา เป็นเวลา 10 ปี นับแต่วันจดทะเบียนกองทุน เป็นต้น จึงทำให้กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานมีภาระภาษีในระดับกองทุนรวมและระดับผู้ถือหน่วยลงทุนที่ต่ำกว่าภาระภาษีของธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ทางเลือกการระดมทุนด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานจึงอาจเป็นทางเลือกที่เหมาะสมที่สุดของภาครัฐ งานวิจัยนี้จึงเน้นการวิเคราะห์การระดมทุนด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน

กฎเกณฑ์การจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน

ในการใช้เครื่องมือระดมทุนของภาครัฐด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน อยู่ภายใต้กรอบของกฎเกณฑ์ ซึ่งมีสาระสำคัญสรุปได้ดังนี้

1. รูปแบบการจัดตั้งกองทุนรวม

กองทุนรวมมีสถานะเป็นนิติบุคคล โดยมีบริษัทหลักทรัพย์จัดการลงทุน (บลจ.) ทำหน้าที่จัดการกองทุนรวมตามสัญญาข้อผูกพันระหว่างผู้ถือหน่วยลงทุนกับ บลจ. และนำเงินลงทุนจากผู้ลงทุนในวงกว้างไปจัดการลงทุน บลจ. มีหน้าที่เยี่ยงผู้มีวิชาชีพในการบริหารจัดการกองทุนด้วยความรับผิดชอบ ความระมัดระวังและซื่อสัตย์สุจริต เพื่อประโยชน์ของผู้ลงทุน โดย บลจ. จะอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของสำนักงาน ก.ล.ต. ภายใต้กฎเกณฑ์การประกอบธุรกิจและการกำกับดูแลที่รัดกุม โดยการจัดตั้งกองทุนรวมเพื่อลงทุนในทรัพย์สิน โครงสร้างพื้นฐานจะอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์การจัดตั้งและจัดการกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน

2. การทำหน้าที่จัดการกองทุนรวม การจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และการจัดให้มีผู้เชี่ยวชาญอิสระประเมินทรัพย์สิน และตรวจสอบการดำเนินงาน

2.1 การจัดการกองทุนรวม

กฎเกณฑ์กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน กำหนดให้บริษัทจัดการกองทุนและผู้จัดการกองทุนรวมทำหน้าที่เยี่ยงผู้มีวิชาชีพในการทำหน้าที่บริหารและจัดการกองทุนอย่างซื่อสัตย์สุจริต ด้วยความรับผิดชอบและความระมัดระวัง เพื่อประโยชน์ของผู้ถือหน่วยลงทุน โดยผู้จัดการกองทุนจำเป็นต้องทำหน้าที่เป็นกลางที่มีความรู้ความเข้าใจและเชี่ยวชาญ และมีความสามารถในการค้นหาและคัดเลือกโครงการที่เหมาะสม ดำเนินการเข้าตรวจสอบกิจการ (due diligence) ที่จะลงทุน ตัดสินใจเข้าลงทุน กำหนดราคาเข้าลงทุน และวิเคราะห์ความเสี่ยงและผลตอบแทนอย่างเหมาะสม

2.2 การจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์

นอกจากนี้ ด้วยการลงทุนในทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานที่มีลักษณะเป็นทรัพย์สินระยะยาวที่ไม่สามารถซื้อขายเปลี่ยนมือได้โดยง่าย จึงมีโอกาสสูงที่จะมีปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์มากกว่าในกรณีของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งมีราคาตลาดที่สามารถดูราคาได้ทันที ธุรกรรมการซื้อขายทรัพย์สินอาจจะมีความเสี่ยงที่ผู้จัดการกองทุนอาจมีผลประโยชน์ทางตรงหรือทางอ้อมกับกิจการเป้าหมาย เช่น กรณีที่บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนมีความสัมพันธ์หรือเป็นบริษัทที่เกี่ยวข้องกับธนาคารซึ่งเป็นผู้ให้กู้แก่กิจการที่เป็นเจ้าของทรัพย์สินที่กองทุนจะเข้าลงทุน การตัดสินใจเข้าลงทุนของผู้จัดการกองทุนอาจได้รับอิทธิพลอย่างสูงจากธนาคาร อาทิ ข้อเท็จจริงที่ว่า ธนาคารผู้ให้กู้ต้องการได้รับชำระหนี้คืนจากกิจการ (European Commission, 2013a) ดังนั้น เพื่อควบคุมไม่ให้เกิดปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์ส่งผลทางลบต่อประโยชน์ของผู้ลงทุน และให้การทำหน้าที่เยี่ยงผู้มีวิชาชีพของผู้จัดการกองทุนและการกำหนดมูลค่าเข้าลงทุน

เป็นไปเพื่อประโยชน์ของผู้ลงทุน กฎเกณฑ์กำหนดให้บริษัทจัดการกองทุนมีหน้าที่ในการบริหารจัดการและหลีกเลี่ยงการกระทำที่อาจก่อให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์แก่กองทุน รวมทั้งเปิดเผยข้อมูลให้ผู้ลงทุนทราบ และในกรณีทำธุรกรรมเพื่อกองทุนกับบุคคลที่เกี่ยวข้อง บริษัทจัดการกองทุนต้องคำนึงถึงผลประโยชน์ของกองทุนเป็นสำคัญ และจะต้องเป็นธุรกรรมที่ดีที่สุดสำหรับกองทุน รวมทั้งเป็นธุรกรรมในลักษณะที่เป็นธรรมเนียมทางค้าปกติเสมือนเป็นการทำธุรกรรมกับคู่ค้าทั่วไปที่ไม่ได้มีความเกี่ยวข้องกันเป็นพิเศษ (at arm's length transaction)

2.3 การประเมินทรัพย์สิน และตรวจสอบระบบการดำเนินงาน

บริษัทจัดการกองทุน ต้องจัดให้มีผู้เชี่ยวชาญจากภายนอก เข้ามาตรวจสอบ ถ่วงดุล หรือให้ความเห็นอย่างเป็นอิสระด้านมูลค่าทรัพย์สินที่จะเข้าลงทุน หรือการดำเนินงานของกองทุน ได้แก่

ที่ปรึกษาทางการเงิน ร่วมตรวจสอบหรือสอบทานทรัพย์สินกิจการ โครงสร้างพื้นฐานที่จะลงทุน และจัดให้มีการวิเคราะห์ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับทรัพย์สินกิจการ โครงสร้างพื้นฐาน นอกจากนี้ ยังมีหน้าที่ลงลายมือชื่อรับรองความครบถ้วนถูกต้องของข้อมูลในส่วนที่ได้จัดทำขึ้น ในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวม เพื่อให้มีความรับผิดชอบทางกฎหมาย ในข้อมูลที่ได้จัดทำและเปิดเผยต่อผู้ลงทุนทั่วไป

ผู้ดูแลผลประโยชน์ ตรวจสอบและถ่วงดุลการบริหารจัดการกองทุนรวมของผู้จัดการกองทุนอย่างเคร่งครัด โดยใช้ความรู้ความสามารถเชิงผู้มีวิชาชีพ ด้วยความซื่อสัตย์สุจริต เพื่อประโยชน์ที่ดีที่สุดของกองทุนรวมและผู้ถือหน่วยลงทุนโดยรวม ซึ่งหน้าที่นี้รวมถึงการให้ความเห็นเกี่ยวกับการดำเนินงานของกองทุน ความเห็นประกอบการขอมติจากผู้ถือหน่วยลงทุน หรือความเห็นเกี่ยวกับการได้มาหรือการจำหน่ายไปซึ่งทรัพย์สิน

ผู้ประเมินค่าทรัพย์สินกิจการโครงสร้างพื้นฐานหรือที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ด้วยลักษณะทรัพย์สินระยะยาว เงินลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานจึงไม่สามารถซื้อขายเปลี่ยนมือในราคาที่สมเหตุสมผลได้โดยง่าย เพราะส่วนใหญ่ไม่ได้ซื้อขายในตลาดรอง จึงไม่มีมูลค่าตลาดในระยะสั้นที่โปร่งใสและดูราคาได้ทันที จึงกำหนดให้มีผู้ประเมินค่าทรัพย์สินหรือที่ปรึกษาทางการเงินอิสระ ทำหน้าที่ประเมินค่าทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานก่อนที่กองทุนจะเข้าลงทุน และจัดทำรายงานประเมินค่าทรัพย์สิน เพื่อให้ความเห็นอย่างเป็นอิสระด้านมูลค่าทรัพย์สิน เพื่อให้ราคาของทรัพย์สินกิจการ โครงสร้างพื้นฐานที่กองทุนรวมจะลงทุนหรือจำหน่ายไป หรือได้ลงทุนไว้ มีความน่าเชื่อถือ และมีบรรทัดฐานด้านราคาทรัพย์สินจากผู้เชี่ยวชาญอิสระในการใช้เป็นราคาอ้างอิงเพื่อประกอบการตัดสินใจของผู้ลงทุน และมีหน้าที่ลงลายมือชื่อรับรองความครบถ้วนถูกต้องของข้อมูล ในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุนของกองทุนรวมด้วย

ผู้สอบบัญชี ทำหน้าที่ให้ความเห็นเกี่ยวกับงบการเงินของกองทุนรวม โดยกองทุนรวมต้องจัดทำบัญชีตามมาตรฐานบัญชีและมีการตรวจสอบโดยผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด.

อนึ่ง ในกรณีการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานหรือการเพิ่มทุนจดทะเบียนของกองทุนรวม **ผู้ขายหรือโอนสิทธิในทรัพย์สินกิจการโครงสร้างพื้นฐาน** ที่กองทุนจะเข้าลงทุน มีหน้าที่ต้องลงลายมือชื่อรับรองความครบถ้วนถูกต้องของข้อมูลเกี่ยวกับทรัพย์สิน ในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหน่วยลงทุน เพื่อให้ผู้ขายต้องร่วมรับผิดชอบตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

3. ประเภทของทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานที่กองทุนลงทุนได้

กฎเกณฑ์กำหนดให้กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานสามารถลงทุนได้ในโครงสร้างพื้นฐานในทุกช่วงอายุของการพัฒนาโครงการ ตั้งแต่เริ่มวางแผนโครงการ ก่อสร้างและติดตั้งเครื่องจักรและช่วงที่ดำเนินการแล้ว ด้วยการลงทุนผ่านเครื่องมือเพื่อการลงทุนในหลายรูปแบบ ทั้งการลงทุนในหุ้น หุ้นกู้หรือตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุนของกิจการหรือโครงการ โครงสร้างพื้นฐาน หรือลงทุนโดยตรงด้วยการเข้าซื้อทรัพย์สินหรือรับโอนสิทธิการรับประโยชน์ในทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐาน

ในส่วน of ประเภทโครงสร้างพื้นฐานที่กองทุนจะลงทุนได้นั้น เน้นให้ความสำคัญกับการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ได้แก่ ถนนหรือทางพิเศษ ไฟฟ้า ประปา ระบบบริหารจัดการน้ำ ระบบขนส่งทางรางหรือทางท่อ ท่าอากาศยาน ท่าเรือ น้ำลิก พลังงานทางเลือก โทรคมนาคม หรือโครงสร้างพื้นฐานด้านเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร ระบบจัดการของเสีย และระบบป้องกันภัยทางธรรมชาติ ซึ่งเป็นโครงสร้างพื้นฐานที่ก่อให้เกิดประโยชน์ต่อสาธารณะและส่งเสริมการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศไทยในระดับสูง และที่สำคัญคือ เป็นประเภทที่มีความเป็นไปได้ทางการเงินและมีศักยภาพในการสร้างผลตอบแทนเพื่อเป็นรายได้ให้แก่ผู้ลงทุนได้อย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ ประเภทของกิจการโครงสร้างดังกล่าว ส่วนใหญ่เป็นโครงสร้างพื้นฐานประเภทหลักที่ภาครัฐดำเนินการเองหรือให้เอกชนร่วมลงทุนในกิจการของรัฐ

อนึ่ง ในกรณีที่กฎเกณฑ์ที่กำหนดประเภทของทรัพย์สินไม่ครอบคลุมประเภทของทรัพย์สิน โครงสร้างพื้นฐานที่กิจการ โครงสร้างพื้นฐานต้องการระดมทุน คณะกรรมการกำกับตลาดทุนสามารถกำหนดประเภทของทรัพย์สินที่กองทุนลงทุนได้เพิ่มเติม หากโครงสร้างพื้นฐานนั้นก่อให้เกิดประโยชน์ต่อสาธารณะ

4. การกักเงินของกองทุน

จากประโยชน์ของการกักเงินซึ่งจะช่วยสร้างโอกาสและเพิ่มความสามารถในการจัดการเงินลงทุนของผู้ลงทุนให้ได้ผลตอบแทนดีขึ้น ในขณะที่ยังคำนึงถึงความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจาก

การกู้ยืมในระดับที่สูงเกินไป ดังนั้น กฎเกณฑ์กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานจึงกำหนดระดับเพดานการก่อหนี้ของกองทุนรวมให้อยู่ในระดับที่สมดุลซึ่งจะไม่กระทบต่อผลตอบแทนที่คาดหวังและระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ของผู้ลงทุน โดยกฎเกณฑ์กำหนดอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ลงทุนของกองทุนรวมให้ไม่เกินสามเท่า โดยใช้หลักการงบการเงินรวม ซึ่งจะช่วยควบคุมความเสี่ยงจากการกู้ยืมเงินให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม

5. ประเภทผู้ลงทุนในกองทุน greenfield หรือ brownfield infrastructure

ผู้ลงทุนแต่ละประเภทมีลักษณะเฉพาะตัว เช่น ความรู้ ประสบการณ์และความชำนาญด้านการลงทุน ฐานะทางการเงิน ระดับผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยงหรือผลขาดทุนที่ยอมรับได้ มีความแตกต่างกัน จึงมีการแบ่งประเภทกองทุนที่จะขายให้ผู้ลงทุนแต่ละประเภทได้ดังนี้

5.1 การขายหน่วยลงทุนให้กับผู้ลงทุนทั่วไป

ทรัพย์สินประเภท brownfield infrastructure ส่วนใหญ่จะสร้างรายได้สม่ำเสมอและแน่นอน มีความเสี่ยงจากการดำเนินงานและจัดการรายได้และความเสี่ยงด้านสภาพคล่องในระดับที่ต่ำ และสามารถจ่ายเงินส่วนแบ่งกำไรให้กับผู้ถือหน่วยลงทุนทั่วไปได้อย่างต่อเนื่องได้ ในขณะที่ greenfield infrastructure มีความเสี่ยงในระดับสูง เช่น จากต้นทุนค่าก่อสร้างที่เพิ่มขึ้นจากที่ประมาณการไว้ การก่อสร้างล่าช้าทำให้เลื่อนระยะเวลาที่โครงการจะสามารถจัดหาประโยชน์ได้ออกไป และความเสี่ยงด้านสภาพคล่องในระดับสูงมาก เป็นต้น จึงให้ขายหน่วยลงทุนให้แก่ผู้ลงทุนทั่วไปได้เฉพาะหน่วยลงทุนของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานที่ลงทุนในทรัพย์สิน brownfield infrastructure ไม่น้อยกว่าร้อยละ 70 ของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวม แต่ผู้ระดมทุนสามารถจัดตั้งกองทุน brownfield infrastructure เพื่อนำเงินที่ระดมทุนได้จากการขายสิทธิในทรัพย์สิน ไปเป็นแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการ greenfield infrastructure ต่อไปได้

5.2 การขายหน่วยลงทุนให้กับผู้ลงทุนรายใหญ่

ด้วยความเสี่ยงในระดับสูงของ greenfield infrastructure จึงกำหนดให้ขายหน่วยลงทุนของกองทุนที่ลงทุนใน greenfield infrastructure เกินกว่าร้อยละ 30 ของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวม ให้กับผู้ลงทุนรายใหญ่ที่ซื้อหน่วยลงทุนของกองทุน greenfield infrastructure เกิน 10 ล้านบาทได้เท่านั้น เพราะผู้ลงทุนกลุ่มนี้มีความสามารถในการดูแลตนเองได้ เช่น มีความรู้ ประสบการณ์หรือความชำนาญในการลงทุน และมีฐานะการเงินที่รับความเสี่ยงในระดับสูงจากการลงทุนได้

ความท้าทายของภาครัฐในการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน

1. อำนาจในการเข้าทำธุรกรรมของหน่วยงานรัฐหรือรัฐวิสาหกิจภายใต้กฎหมายจัดตั้ง

ในการจัดตั้งกองทุนเพื่อลงทุนโดยตรงในทรัพย์สินของภาครัฐ ภาครัฐสามารถระดมทุนจากทรัพย์สิน ด้วยโครงสร้างธุรกรรมในหลายรูปแบบ เช่น ภาครัฐขายหรือโอนสิทธิการเช่า สิทธิสัมปทาน สิทธิรับประโยชน์จากรายได้ในอนาคต หรือสิทธิเรียกร้องตามสัญญาซื้อขายผลิตภัณฑ์ของกิจการโครงสร้างพื้นฐานให้แก่กองทุน จึงต้องดำเนินการให้โครงสร้างธุรกรรมและสัญญาการเข้าลงทุนของกองทุนหรือการโอนหรือขายสิทธิในทรัพย์สินของหน่วยงานภาครัฐให้แก่กองทุนมีความแน่นอนและมีผลบังคับใช้ได้ตามกฎหมาย รวมทั้งทรัพย์สินที่จะระดมทุนหรือกองทุนจะเข้าลงทุนจำเป็นต้องมีการระบุรายละเอียดไว้อย่างชัดเจนและสามารถระบุแยกออกจากทรัพย์สินอื่นของหน่วยงานของรัฐหรือรัฐวิสาหกิจได้

ในการนี้ กฎหมายว่าด้วยการจัดตั้งหน่วยงานของรัฐหรือรัฐวิสาหกิจต้องให้อำนาจหน่วยงานที่จะจัดตั้งกองทุนในการเข้าทำนิติกรรมสัญญาการโอนสิทธิในทรัพย์สินให้แก่กองทุนรวมได้ ทั้งนี้ จำเป็นต้องขอให้สำนักงานคณะกรรมการกฤษฎีกา (สกก.) พิจารณาว่า หน่วยงานรัฐหรือรัฐวิสาหกิจมีอำนาจในการเข้าทำธุรกรรมเพื่อการจัดตั้งกองทุนหรือไม่ หากหน่วยงานรัฐหรือรัฐวิสาหกิจไม่มีอำนาจทำธุรกรรม อาจต้องแก้ไขพระราชบัญญัติจัดตั้งหน่วยงานรัฐหรือรัฐวิสาหกิจหรือต้องออกกฎหมายเฉพาะเพื่อให้อำนาจรัฐวิสาหกิจ

ตัวอย่างเช่น กรณีกรมทางหลวงต้องการนำสิทธิในการรับส่วนแบ่งรายได้ค่าธรรมเนียมจากทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง (มอเตอร์เวย์) มาจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน สกก. ได้ให้ความเห็นว่า กรมทางหลวงไม่มีอำนาจทำธุรกรรมเพื่อทำสัญญาแบ่งรายได้ดังกล่าว เนื่องจากพระราชบัญญัติกำหนดค่าธรรมเนียมการใช้นายยนต์รับบนทางหลวงและสะพาน พ.ศ. 2497 ไม่ได้ให้อำนาจในการนำเงินค่าธรรมเนียมการใช้นายยนต์รับบนทางหลวงไปใช้เพื่อวัตถุประสงค์อื่น นอกจากนำไปใช้ได้เฉพาะ 4 กรณี ได้แก่ 1) ในการก่อสร้าง ขยาย บูรณะ และบำรุงรักษาทางหลวงและสะพาน 2) การจัดให้มีสิ่งอำนวยความสะดวกต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับการใช้ทางหลวงและสะพาน 3) งานส่วนที่เกี่ยวกับการจัดเก็บค่าธรรมเนียม และ 4) การชดเชยเงินกู้ในการก่อสร้างและขยายทางหลวงและสะพานเท่านั้น ดังนั้น ในการทำธุรกรรมเพื่อจัดตั้งกองทุนรวม จึงจำเป็นต้องแก้ไขพระราชบัญญัติฯ เพื่อให้อำนาจหน่วยงานรัฐหรือรัฐวิสาหกิจเข้าทำธุรกรรมได้

นอกจากนี้ จะมีประเด็นต้องขอให้ สกก. พิจารณาว่า ธุรกรรมที่หน่วยงานรัฐหรือรัฐวิสาหกิจทำกับกองทุนตกอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติว่าด้วยการให้เอกชนเข้าร่วมงานหรือ

ดำเนินการในกิจการของรัฐ พ.ศ. 2535 หรือไม่ ทั้งนี้ เมื่อ สคก. ได้ให้ความเห็นเป็นประการใดแล้ว ย่อมก่อให้เกิดความผูกพันในทางบริหาร โดยหน่วยงานรัฐหรือรัฐวิสาหกิจนั้น ๆ จะต้องดำเนินการต่อไปตามที่คณะกรรมการกฤษฎีกาได้ให้ความเห็นไว้

ทั้งนี้ รูปแบบของการเข้าทำธุรกรรมที่น่าจะมีความเป็นไปได้ที่สุดคือ การโอนสิทธิประโยชน์ในการรับประโยชน์ในการรับกระแสรายได้ในอนาคตจากโครงสร้างพื้นฐาน เพราะการทำธุรกรรมในลักษณะนี้ไม่ได้เป็นการขายทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐาน โดยรัฐยังคงความเป็นเจ้าของโครงสร้างพื้นฐานอยู่ ซึ่งจะแก้ปัญหาค่าการผูกมัดด้านโดยประชาชนบางกลุ่ม ในประเด็นการขายสมบัติชาติ

2. ประเด็นพิจารณาเกี่ยวกับหนี้สาธารณะ

ตามพระราชบัญญัติหนี้สาธารณะ มาตรา 4 กำหนดให้ “หนี้สาธารณะ” หมายความว่า หนี้ที่กระทรวงการคลัง หน่วยงานรัฐ หรือรัฐวิสาหกิจกู้ หรือหนี้ที่กระทรวงการคลังค้ำประกัน....” ในส่วนของหน่วยงานรัฐหรือรัฐวิสาหกิจ หนี้ที่เกิดจากหน่วยงานรัฐหรือรัฐวิสาหกิจกู้เท่านั้นจึงจะนับรวมเป็นหนี้สาธารณะ ในการจัดตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ การทำสัญญาแบ่งรายได้หรือโอนสิทธิประโยชน์จากรายได้ในอนาคตให้กับกองทุนรวม ไม่ได้เป็นหนี้ที่เกิดจากการกู้ยืม ตามมติคณะรัฐมนตรีเศรษฐกิจ (2552) ระบุว่า การระดมทุนในรูปแบบของกองทุนจะไม่ถือว่าเป็นการก่อหนี้ของรัฐวิสาหกิจซึ่งทำให้ไม่นับรวมเป็นหนี้สาธารณะ

อย่างไรก็ดี หากกระทรวงการคลังเป็นผู้ค้ำประกันผลตอบแทนให้กับกองทุนรวม การจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานจะถูกนับเป็นหนี้สาธารณะ

3. การบันทึกบัญชีของรัฐวิสาหกิจเจ้าของทรัพย์สิน

ในการโอนทรัพย์สินของรัฐวิสาหกิจให้แก่กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานจะถูกบันทึกบัญชีว่าเป็นการขายทรัพย์สินหรือเป็นการกู้ยืมเงินนั้นจะขึ้นอยู่กับว่า รัฐวิสาหกิจได้โอนความเสี่ยงและผลประโยชน์ส่วนใหญ่ในทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานไปให้กับกองทุนรวมหรือไม่ หากโอนความเสี่ยงและผลประโยชน์ส่วนใหญ่ไปแล้ว ก็จะบันทึกบัญชีเป็นการขายทรัพย์สินได้และสามารถรับรู้รายได้และกำไรจากการขายทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานได้ แต่หากรัฐวิสาหกิจไม่ได้โอนความเสี่ยงและผลประโยชน์ในทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานให้กับกองทุนรวม รัฐวิสาหกิจนั้นต้องบันทึกบัญชีรับรู้สิ่งตอบแทนที่ได้รับเป็นหนี้สินทางการเงินหรือรายได้รอตัดบัญชี ซึ่งจะทำให้งบการเงินของรัฐวิสาหกิจมีหนี้สินเพิ่มขึ้นเป็นจำนวนสูงมาก หากเจ้าของทรัพย์สินเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ข้อมูลดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นได้ ทั้งนี้ การจะลงบัญชีอย่างไร ขึ้นอยู่กับข้อเท็จจริงเฉพาะและสถานการณ์แวดล้อมของรายการนั้น ความไม่แน่นอนว่าจะ

ลงบัญชีอย่างไร เป็นอุปสรรคสำคัญประการหนึ่งที่ส่งผลต่อการตัดสินใจตั้งกองทุนรวม โครงสร้างพื้นฐาน จึงควรปรึกษาหารือกับสภาวิชาชีพบัญชีเพื่อให้มีแนวทางที่ชัดเจนในประเด็นนี้

สรุป

การพิจารณาและตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือระดมทุนในตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ จำเป็นต้องวิเคราะห์ทางเลือกเชิงนโยบายอย่างเหมาะสม จากการศึกษาพบว่าการระดมทุนจากทรัพย์สินด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เป็นทางเลือกของแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมที่สุดของภาครัฐ เมื่อเทียบกับเครื่องมือระดมทุนประเภทอื่น เพราะจะช่วยให้ภาครัฐได้รับประโยชน์ที่คุ้มค่าโดยไม่เพิ่มหนี้สาธารณะและสามารถถ่ายโอนความเสี่ยงไปยังผู้ลงทุน ในขณะที่ภาครัฐยังคงเป็นเจ้าของและบริหารจัดการโครงสร้างพื้นฐาน นอกจากนี้ จากการที่ภาครัฐได้ส่งเสริมสิทธิประโยชน์ทางภาษีเพิ่มเติมให้แก่กองทุนฯ ทำให้มีภาระภาษีซึ่งเป็นต้นทุนของผู้ลงทุน ทั้งในระดับกองทุนรวมและระดับผู้ถือหุ้นรายละน้อยกว่าภาระภาษีของธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ในการนี้ การจัดรูปแบบของการระดมทุนด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานอย่างเหมาะสม ไม่ว่าจะเป็นรูปแบบการจัดตั้งกองทุนรวม การทำหน้าที่การจัดการกองทุนรวม การจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และการจัดให้มีผู้เชี่ยวชาญอิสระประเมินทรัพย์สิน และตรวจสอบการดำเนินงาน การกำหนดประเภทผู้ลงทุนในกองทุน greenfield หรือ brownfield infrastructure การกำหนดประเภทของทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานที่กองทุนลงทุนได้ และการจัดโครงสร้างเงินทุนและระดับการกู้ยืมเงินของกองทุน จะช่วยสร้างโอกาสในการระดมทุนได้อย่างประสบความสำเร็จ ซึ่งจะช่วยให้มีเงินทุนเพียงพอกับความต้องการและมีต้นทุนการระดมทุนที่เหมาะสม

นอกจากนี้ ภาครัฐจำเป็นต้องให้ความสำคัญกับการจัดการกับความท้าทายในการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ไม่ว่าจะเป็นอำนาจของหน่วยงานรัฐหรือรัฐวิสาหกิจในการเข้าทำธุรกรรมเพื่อการจัดตั้งกองทุน เพื่อให้โครงสร้างธุรกรรมและสัญญาการเข้าลงทุนของกองทุนหรือการโอนหรือขายสิทธิในทรัพย์สินของหน่วยงานภาครัฐให้แก่กองทุนมีความแน่นอนและมีผลบังคับใช้ได้ตามกฎหมาย และมีข้อพิจารณาด้านโครงสร้างของกองทุนกับการก่อหนี้สาธารณะ ซึ่งการระดมทุนในรูปแบบของกองทุนโดยส่วนใหญ่จะไม่นับรวมเป็นหนี้สาธารณะ อย่างไรก็ตาม ภาระทางการเงินคลังเข้าค้าประกันผลตอบแทนให้กับกองทุน อาจถูกนับเป็นหนี้สาธารณะได้ นอกจากนี้ ในประเด็นการบันทึกบัญชีซึ่งอาจกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของภาระหนี้ของรัฐวิสาหกิจ จะขึ้นอยู่กับว่า รัฐวิสาหกิจได้โอนความเสี่ยงและผลประโยชน์ส่วนใหญ่ในทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐาน

ไปให้กับกองทุนรวมหรือไม่ โดยต้องบันทึกบัญชีรับรู้สิ่งตอบแทนที่ได้รับเป็นหนี้สินทางการเงิน หรือรายได้รอตัดบัญชีในกรณีที่ไม่ได้โอนความเสี่ยงและผลประโยชน์ในทรัพย์สิน หรือรับรู้เป็นรายได้จากการขายทรัพย์สินในกรณีที่โอนความเสี่ยงและผลประโยชน์ในทรัพย์สินให้กับกองทุนรวม ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับข้อเท็จจริงเฉพาะและสถานการณ์แวดล้อมของรายการนั้น

บทที่ 5

สรุปและข้อเสนอแนะ

สรุป

โครงสร้างพื้นฐานเป็นปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญในกิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งมีผลโดยตรงต่อความสามารถในการแข่งขัน และการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาว รวมทั้งช่วยพัฒนาสังคม สร้างงาน เพิ่มรายได้ และยกระดับคุณภาพชีวิตของประชาชน

ที่ผ่านมา ในประเทศไทย แม้ว่าภาครัฐได้ให้ความสำคัญกับการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานมาโดยตลอด โดยมีการกำหนดไว้ในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติอย่างต่อเนื่อง แต่เมื่อพิจารณาการลงทุนจริงตลอดช่วง 20 ปีที่ผ่านมา สัดส่วนการลงทุนของภาครัฐต่อ GDP ของประเทศไทยลดลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้ประเทศไทยยังมีโครงสร้างพื้นฐานที่ไม่เพียงพอ และยังเทียบไม่ได้กับต่างประเทศ

1. สถานการณ์การลงทุนและการระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน

1.1 The World Economic Forum จัดอันดับโครงสร้างพื้นฐานในภาพรวมของไทย อยู่ในอันดับที่ 48 ค่อนข้างต่ำถึงคโปร (อันดับที่ 2) และมาเลเซีย (อันดับที่ 25) เป็นอย่างมาก หากพิจารณาเฉพาะโครงสร้างพื้นฐานด้านการขนส่ง อันดับคุณภาพด้านการขนส่งของไทยอยู่อันดับที่ 76 โดยเป็นรองจากลาว (อันดับที่ 66) และอินโดนีเซีย (อันดับที่ 72) และมีอันดับที่แย่ลงเกือบทุกด้าน

1.2 ตลอดช่วง 20 ปีที่ผ่านมา สัดส่วนการลงทุนของภาครัฐต่อ GDP ลดลงอย่างต่อเนื่องนับแต่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 จากที่เคยอยู่ระดับเกือบร้อยละ 12 ลดลงมาอยู่ที่ร้อยละ 5 – 6 ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ซึ่งน้อยกว่าภาคเอกชนเป็นอย่างมาก และมีรายจ่ายลงทุนต่องบประมาณรายจ่ายเฉลี่ยร้อยละ 17 ซึ่งอยู่ในระดับต่ำกว่ากรอบความยั่งยืนทางการคลังที่กำหนดไว้ที่ขั้นต่ำร้อยละ 25

1.3 การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานต้องใช้เงินลงทุนมากและเป็นการลงทุนในระยะยาว เงินลงทุนเพื่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานมีแหล่งเงินทุนมาจากทั้งภาครัฐและภาคเอกชน ที่ผ่านมาเงินทุนจากภาครัฐมาจากงบประมาณแผ่นดินเป็นหลัก อย่างไรก็ตามในปีงบประมาณ 2558 จะมาจากการก่อหนี้สาธารณะเป็นหลัก (คิดเป็นร้อยละ 47 ของมูลค่าเงินลงทุน)

1.4 ในอีก 10 ปีข้างหน้า ประเทศไทยมีความจำเป็นต้องลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานอีกจำนวนมหาศาลไม่ต่ำกว่า 3 ล้านล้านบาท โดยเฉพาะภาคคมนาคม ขณะที่ภาครัฐมี

ข้อจำกัดทางการคลังคือ มีอัตราเพดานของยอดหนี้สาธารณะต่อ GDP ภาระหนี้ต้องประมาณรายจ่าย อันเป็นการจำกัดการกู้เงินเพื่อชดเชยงบประมาณที่ขาดดุล หากไม่สามารถจัดเก็บภาษีได้มากเพียงพอกับรายจ่าย ทำให้ภาครัฐมีเงินทุนไม่เพียงพอในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานหากพึ่งพิงแต่เพียงงบประมาณแผ่นดิน และเงินกู้

1.5 ในส่วนของภาคเอกชน ก็มีหลายกิจการที่มีการระดมทุนในตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้วยการออกตราสารทุน ตราสารหนี้ และการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน

ดังนั้นการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานให้ดีขึ้น ต้องอาศัยความสามารถในการบริหารแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมของภาครัฐ เพราะนอกจากจะช่วยลดภาระจากการใช้งบประมาณแผ่นดินและบรรเทาข้อจำกัดด้านเงินกู้แล้ว ยังช่วยสร้างประสิทธิภาพในการลงทุนได้อีกด้วย

2. แนวทางการใช้เครื่องมือระดมทุนในตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย

ตลาดทุนไทยมีเงินทุนมาก และมีมิติด้านความลึกในระดับค่อนข้างสูง (McKinsey & Company, 2011) โดยเป็นแหล่งสะสมเงินออมและเงินลงทุนของผู้ลงทุนประเภทครัวเรือน ภาคเอกชน และภาครัฐทั้งในประเทศและต่างประเทศ จึงเป็นทางเลือกในการระดมเงินทุนได้อีกทางหนึ่ง โดยมีเครื่องมือทางการเงินที่หลากหลาย ทั้งการออกขายหุ้นสามัญ หุ้นกู้ หุ้นกู้แปลงสภาพ รวมถึงการใช้นวัตกรรมเครื่องมือระดมทุน เช่น การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ การจัดตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งสามารถระดมทุนได้ในจำนวน เงื่อนไขเวลา และต้นทุนที่เหมาะสมกับความต้องการของผู้ระดมเงินทุนและผู้ลงทุน เพื่อให้ภาครัฐ รัฐวิสาหกิจ หรือภาคเอกชนมีแหล่งเงินทุนที่จะสามารถนำไปใช้ในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานได้เพิ่มเติม โดยในหลายประเทศได้ใช้เครื่องมือทางการเงินในตลาดทุนเป็นแหล่งระดมเงินทุนและการลงทุนที่สำคัญเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ

2.1 ตลาดทุนสามารถเป็นทางออกให้กับภาครัฐในการเพิ่มช่องทางในการระดมทุนขนาดใหญ่ได้ เช่น การเพิ่มรูปแบบการระดมเงินทุนที่ให้ภาคเอกชนมีส่วนร่วมกับภาครัฐ โดยภาคเอกชนเข้ามาบริหารในฐานะผู้ร่วมลงทุนหรือมีส่วนร่วมในการบริหารจัดการระดมทุนภายหลังได้รับสัมปทาน การแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เป็นต้น

2.2 การขายหุ้นของรัฐบาลอาจถูกต่อต้านโดยประชาชนบางกลุ่ม จึงไม่สามารถดำเนินการได้โดยง่าย การออกขายพันธบัตรของภาครัฐจะเพิ่มหนี้สาธารณะ ซึ่งภาครัฐมีข้อจำกัดด้านเพดานหนี้สาธารณะภายใต้กรอบความยั่งยืนการคลัง ภาครัฐจึงมีทางเลือกในการพัฒนาโครงสร้าง

พื้นฐานด้วยการใช้วัตรกรรมการระดมทุนในตลาดทุนด้วยการจัดตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐานหรือการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งวัตรกรรมของเครื่องมือระดมทุนแต่ละประเภทมีลักษณะสำคัญประโยชน์และผลกระทบต่อผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง แตกต่างกัน

2.3 การพิจารณาและตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือระดมทุนในตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ จำเป็นต้องวิเคราะห์ทางเลือกเชิงนโยบายอย่างเหมาะสม จากการศึกษาวิเคราะห์พบว่า การระดมทุนจากทรัพย์สินด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เป็นทางเลือกของแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมที่สุดของภาครัฐ เมื่อเทียบกับเครื่องมือระดมทุนประเภทอื่น เพราะจะช่วยให้ภาครัฐได้รับประโยชน์ที่คุ้มค่าจากการที่ไม่เพิ่มหนี้สาธารณะ และสามารถถ่ายโอนความเสี่ยงไปยังผู้ลงทุนได้ ในขณะที่ภาครัฐยังคงเป็นเจ้าของและบริหารจัดการโครงสร้างพื้นฐาน นอกจากนี้จากการที่ภาครัฐได้ส่งเสริมสิทธิประโยชน์ทางภาษีเพิ่มเติมให้แก่กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ทำให้มีการภาษีซึ่งเป็นต้นทุนของผู้ลงทุน ทั้งในระดับกองทุนรวมและระดับผู้ถือหุ้นรายย่อยต่ำกว่าภาระภาษีของธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

2.4 การจัดรูปแบบของการระดมทุนด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานอย่างเหมาะสม ไม่ว่าจะเป็นรูปแบบการจัดตั้งกองทุนรวม การทำหน้าที่การจัดการกองทุนรวม การจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และการจัดให้มีผู้เชี่ยวชาญอิสระประเมินทรัพย์สิน และตรวจสอบการดำเนินงาน การกำหนดประเภทผู้ลงทุนในกองทุนที่ลงทุนในทรัพย์สินกิจการโครงสร้างพื้นฐานที่อยู่ระหว่างช่วงวางแผนหรืออยู่ระหว่างการก่อสร้าง (greenfield infrastructure) หรือลงทุนในทรัพย์สินกิจการโครงสร้างพื้นฐานที่ก่อสร้างแล้วเสร็จและเริ่มมีรายได้ในเชิงพาณิชย์แล้ว (brownfield infrastructure) การกำหนดประเภทของทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานที่กองทุนลงทุนได้ และการจัดโครงสร้างเงินทุนและระดับการกู้ยืมเงินของกองทุน จะช่วยสร้างโอกาสให้การระดมทุนประสบความสำเร็จ ซึ่งจะช่วยให้มีเงินทุนเพียงพอกับความต้องการและมีต้นทุนการระดมทุนที่เหมาะสม โดยภาครัฐจำเป็นต้องให้ความสำคัญกับการจัดการกับความท้าทายในการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ดังนี้

2.4.1 อำนาจของหน่วยงานรัฐหรือรัฐวิสาหกิจในการเข้าทำธุรกรรมเพื่อการจัดตั้งกองทุน เพื่อให้โครงสร้างธุรกรรมและสัญญาการเข้าลงทุนของกองทุนหรือการโอนหรือขายสิทธิในทรัพย์สินของหน่วยงานภาครัฐให้แก่กองทุนมีความแน่นอนและมีผลบังคับใช้ได้ตามกฎหมาย

2.4.2 การระดมทุนในรูปแบบของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโดยส่วนใหญ่จะไม่นับรวมเป็นหนี้สาธารณะ อย่างไรก็ตาม หากระทรวงการคลังเข้าค้ำประกันผลตอบแทนให้กับกองทุน อาจถูกนับเป็นหนี้สาธารณะได้

2.4.3 ในประเด็นการบันทึกบัญชีซึ่งอาจกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของภาระหนี้ของรัฐบาลกิจ จะขึ้นอยู่กับว่า รัฐบาลกิจได้โอนความเสี่ยงและผลประโยชน์ส่วนใหญ่ในทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานไปให้กับกองทุนรวมหรือไม่ โดยในกรณีที่ไม่ได้โอนความเสี่ยงและผลประโยชน์ในทรัพย์สิน ต้องบันทึกบัญชีรับรู้สิ่งตอบแทนที่ได้รับเป็นหนี้สินทางการเงินหรือรายได้รอตัดบัญชี หรือในกรณีที่โอนความเสี่ยงและผลประโยชน์ในทรัพย์สินให้กับกองทุนรวมก็จะสามารถรับรู้สิ่งตอบแทนเป็นรายได้และกำไรจากการขายทรัพย์สิน ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับข้อเท็จจริงเฉพาะและสถานการณ์แวดล้อมของรายการนั้น

ข้อเสนอแนะ

ในการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโดยภาครัฐ มีข้อเสนอแนะเพิ่มเติม ดังนี้

1. ทรัพย์สินกิจการโครงสร้างพื้นฐานที่จะระดมทุน

ต้องเป็นทรัพย์สินที่สามารถสร้างรายได้ในระดับที่ทำให้ผลตอบแทนที่น่าสนใจต่อผู้ลงทุน และภาครัฐไม่ควรเทียบว่าต้นทุนของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานจะต้องไม่สูงกว่าต้นทุนของการออกหุ้นกู้ เนื่องจากภาครัฐสามารถถ่ายโอนความเสี่ยงไปให้กับผู้ลงทุน และการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานยังไม่เป็นภาระต่อหนี้สาธารณะ นอกจากนี้ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานยังมีศักยภาพที่จะระดมทุนได้ในจำนวนที่สูงกว่าและเป็นการระดมทุนระยะยาวกว่าการระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้

ภาครัฐจำเป็นต้องดำเนินการให้โครงสร้างธุรกรรมและสัญญาโอนหรือขายสิทธิในทรัพย์สินให้แก่กองทุนมีความแน่นอนและมีผลบังคับใช้ได้ตามกฎหมาย ตัวอย่างเช่น กรณีกรมทางหลวงต้องการนำสิทธิในการรับส่วนแบ่งรายได้ค่าธรรมเนียมจากทางหลวงพิเศษระหว่างเมือง (มอเตอร์เวย์) มาจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน สกค. ได้ให้ความเห็นว่า กรมทางหลวงไม่มีอำนาจทำธุรกรรมเพื่อทำสัญญาแบ่งรายได้ดังกล่าว เนื่องจากพระราชบัญญัติกำหนดค่าธรรมเนียมการใช้ยานยนต์รับบนทางหลวงและสะพาน พ.ศ. 2497 ไม่ได้ให้อำนาจไว้ ดังนั้นในการทำธุรกรรมเพื่อจัดตั้งกองทุนรวม จึงจำเป็นต้องแก้ไขพระราชบัญญัติฯ เพื่อให้อำนาจหน่วยงานรัฐเข้าทำธุรกรรมได้

อนึ่ง ทรัพย์สินที่จะระดมทุนหรือกองทุนจะเข้าลงทุนจำเป็นต้องมีการระบุรายละเอียดไว้อย่างชัดเจนและสามารถระบุแยกออกจากทรัพย์สินอื่นของภาครัฐได้

ทั้งนี้ ผู้ขายหรือโอนสิทธิในทรัพย์สินกิจการโครงสร้างพื้นฐานจะต้องเปิดเผยลักษณะและข้อมูลเกี่ยวกับทรัพย์สินอย่างครบถ้วนและถูกต้องในหนังสือชี้ชวนของกองทุนรวม พร้อม

ลงลายมือชื่อรับรองความถูกต้อง เพื่อให้ผู้ลงทุนสามารถตัดสินใจบนพื้นฐานของข้อมูลที่เพียงพอ โดยสามารถนำข้อมูลไปใช้ประเมินลักษณะและความเสี่ยง ประเมินมูลค่าและผลตอบแทน ที่คาดหวังเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการเข้าลงทุนได้อย่างชัดเจนและเหมาะสม

นอกจากนี้ ในการระดมทุนสามารถจัดโครงสร้างให้สัญญาการขายสิทธิในทรัพย์สิน เช่น สัญญาแบ่งรายได้ในอนาคตจากการประกอบกิจการ โครงสร้างพื้นฐาน มีระยะเวลาครบกำหนด อายุยาว เช่น 20-30 ปี เพื่อให้หน่วยงานภาครัฐหรือรัฐวิสาหกิจมีความยืดหยุ่นทางการเงินสูงขึ้นและ บริหารเงินได้ดีขึ้น

2. การจัดตั้งกองทุนเพื่อลงทุนในทรัพย์สินที่หน่วยงานภาครัฐแห่งเดียวหรือ หลายแห่งเป็นเจ้าของ

การจัดตั้งกองทุนเพื่อลงทุนในทรัพย์สินที่หน่วยงานภาครัฐแห่งเดียวหรือหลายแห่งเป็น เจ้าของ มีข้อดี-ข้อเสียของแต่ละทางเลือกที่แตกต่างกัน

การจัดตั้งกองทุนเพื่อลงทุนในทรัพย์สิน โครงสร้างพื้นฐานประเภทเดียวกันซึ่งมี หน่วยงานภาครัฐหรือรัฐวิสาหกิจแห่งเดียวเป็นเจ้าของทรัพย์สิน จะช่วยให้การจัดตั้งกองทุนรวม โครงสร้างพื้นฐานกระทำได้อย่างรวดเร็ว และเพิ่มความเป็นไปได้ในการจัดตั้งกองทุนรวมมากขึ้น เพราะจะช่วยลดปัญหาหรือความยุ่งยากด้านการประสานงานในการจัดตั้งกองทุน การแบ่งแยก บประมาณ และการดำเนินงานร่วมกันระหว่างกระทรวงต้นสังกัด หน่วยงานภาครัฐหรือ รัฐวิสาหกิจหลายแห่ง

การจัดตั้งกองทุนเพื่อลงทุนในทรัพย์สินหรือโครงการที่แตกต่างกันที่มีหน่วยงานภาครัฐ หลายแห่งเป็นเจ้าของ มีข้อเสียคือ ปัญหาหรือความยุ่งยากด้านการประสานงานในการจัดตั้งกองทุน การแบ่งแยกงบประมาณ และการดำเนินงานร่วมกันระหว่างกระทรวงต้นสังกัด หน่วยงานภาครัฐ หรือรัฐวิสาหกิจหลายแห่ง นอกจากนี้ ในปัจจุบัน การเคลื่อนย้ายเงินระหว่างหน่วยงานภาครัฐมี ข้อจำกัดด้านกฎหมายและในทางปฏิบัติ จึงจำเป็นต้องมีหน่วยงานกลางเพื่อรับผิดชอบในการจัดตั้ง กองทุน และผลักดันการออกกฎหมายเฉพาะเพื่อให้หน่วยงานดังกล่าวมีอำนาจในการจัดสรรเงินทุน ที่ระดมได้ไปยังหน่วยงานต่าง ๆ ที่มีความต้องการใช้เงิน ซึ่งหากดำเนินการเช่นนี้ได้ จะเป็น ประโยชน์ต่อการเคลื่อนย้ายเงินที่ระดมทุนเพื่อนำไปใช้ในการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่ภาครัฐให้ ความสำคัญและมีความจำเป็นในระดับเร่งด่วนได้ ซึ่งจะก่อให้เกิดการจัดสรรเงินทุนเป็นไปอย่างมี ประสิทธิภาพมากขึ้นในการสร้างประโยชน์สูงสุดต่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ นอกจากนี้ ผู้ลงทุนในกองทุนรวมจะได้รับประโยชน์จากการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนด้วย

3. การกั๊ยืมเงินของกองทุน

การจัดโครงสร้างเงินทุนและนโยบายการก่อหนี้ที่เหมาะสมของกองทุนรวม โครงสร้างพื้นฐานจะช่วยให้กองทุนมีต้นทุนทางการเงินที่เหมาะสม และสามารถสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกองทุนได้ และช่วยให้ภาครัฐสามารถระดมทุนได้มากขึ้นตามความต้องการ ทั้งนี้ จำเป็นต้องคำนึงถึงนโยบายการลงทุน ผลตอบแทนที่คาดหวังและระดับของความเสี่ยงที่ยอมรับได้ของกองทุน ประเภทของทรัพย์สินที่ลงทุน ช่วงอายุของการพัฒนาโครงการ อัตราการเติบโตเป้าหมาย และความสามารถในการชำระหนี้ เป็นต้น

4. ประเภทของผู้ลงทุนในกองทุน greenfield หรือ brownfield infrastructure

ภาครัฐสามารถเลือกใช้การจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่อการระดมทุนเพื่อพัฒนา greenfield infrastructure โดยกองทุนประเภทนี้สามารถขายหน่วยลงทุนได้เฉพาะกับผู้ลงทุนรายใหญ่หรือผู้ลงทุนสถาบันเท่านั้น ทั้งนี้ การระดมทุนในรูปแบบนี้ ภาครัฐจะมีข้อจำกัดด้านโอกาสของการตลาดในการดึงดูดเงินทุนจากผู้ลงทุน ประกอบกับจะมีต้นทุนการระดมทุนในระดับสูง เพราะผู้ลงทุนจะคาดหวังผลตอบแทนส่วนเพิ่มเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนใน greenfield infrastructure ประมาณการในช่วงระหว่างร้อยละ 2.5 - 10 ต่อปี เพิ่มขึ้นจากอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตร (Deau and Touati, 2014)

ในอีกทางหนึ่ง ภาครัฐสามารถนำทรัพย์สิน brownfield infrastructure มาขายหรือโอนสิทธิในทรัพย์สิน เพื่อจัดตั้งกองทุนซึ่งลงทุนใน brownfield infrastructure ไม่น้อยกว่าร้อยละ 70 ของมูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวม และนำเงินที่ระดมทุนได้จากการขายหรือโอนสิทธิในทรัพย์สิน ไปเป็นแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการ greenfield infrastructure ต่อไปได้ โดยกองทุน brownfield infrastructure สามารถขายให้กับผู้ลงทุนทั่วไปได้ จึงสร้างโอกาสด้านการตลาดในการดึงดูดเงินทุนจากผู้ลงทุนทั่วไปได้มาก เพื่อสามารถระดมทุนได้อย่างประสบความสำเร็จ นอกจากนี้ brownfield infrastructure ส่วนใหญ่จะมีรายได้สม่ำเสมอหรือสามารถคาดการณ์ผลตอบแทนได้อย่างชัดเจน และมีความเสี่ยงต่ำกว่า จึงมีศักยภาพในการระดมทุนสูงและมีต้นทุนการระดมทุนที่ต่ำกว่า ซึ่งเหมาะสมกับผู้ที่ต้องการลงทุนระยะยาว และรับความเสี่ยงได้ค่อนข้างจำกัด

5. การบันทึกบัญชีของเจ้าของทรัพย์สิน

หากรัฐวิสาหกิจผู้เป็นเจ้าของทรัพย์สินที่จะนำมาจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเป็นบริษัทจดทะเบียน การบันทึกบัญชีว่าจะสามารถรับรู้รายได้และกำไรจากการจัดตั้งกองทุนรวม โครงสร้างพื้นฐานหรือการบันทึกบัญชีว่าเป็นภาระหนี้ เป็นปัจจัยสำคัญอย่างยิ่งว่า เจ้าของทรัพย์สินจะจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานหรือไม่ เนื่องจากหากต้องบันทึกหนี้สินเพิ่ม

อาจมีผลกระทบกับราคาหุ้นและเงื่อนไขตามสัญญาผู้ยืมกับสถาบันการเงิน (covenant) ในทางกลับกัน หากบริษัทขายได้และกำไรเพิ่มก็จะมีผลในทางบวกกับราคาหุ้น

ดังนั้น ภาครัฐและสภาวิชาชีพบัญชีจึงควรหารือร่วมกันเพื่อกำหนดแนวทางที่ชัดเจน และมีความเป็นไปได้ว่า การจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานในลักษณะใด เจ้าของทรัพย์สินจึงจะสามารถบันทึกเป็นรายได้และกำไรได้

บรรณานุกรม

ภาษาต่างประเทศ

Aschauer, D. A. Why Is Infrastructure Importance? (Online). Available :

<https://www.bostonfed.org/economic/conf/conf34/conf34b.pdf>, 1990.

Anne-France Borgeaud Pierazzi. "A Reflection of Thailand in the WCY 2014." IMD World Competitiveness Center (Online). Available :

http://tma.or.th/file_manager/BU1/TCEP2014_Presentation/Ms.%20Anne-France%20Borgeaud%20Pierazzi.pdf, 2015.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) and Board of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO). "Consultative Document : Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations." Bank for International Settlements, 2014.

Caderon, Cesar and Servén, Luis. "Infrastructure in Latin America" Policy Research Working Paper 5317, The World Bank (Online). Available :

<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/3801/WPS5317.pdf?sequence=1>, 2010.

Calderon C. and Servén L. "The Effects of Infrastructure Development on Growth and Income Distribution." Central Bank of Chile Working Papers No. 270 (September 2004)

(Online). Available : <http://www.bcentral.cl/estudios/documentos-trabajo/pdf/dtbc270.pdf>, 2004

Canning D. and Pedroni P "The Effect of Infrastructure on Long run Economic Growth" (Online).

Available : <http://web.williams.edu/Economics/wp/pedroniinfrastructure.pdf>, 2004

Deau, Thierry and Touati, Julien. "Using PPPs to fund critical greenfield infrastructure projects."

Mckinsey & Company, 2014.

Egert, B., Kozluk, T. and Sutherland, D. "Infrastructure and Growth: Empirical Evidence." OECD

Economics Department Working Papers No. 685 (Online). Available: http://www.oecd-ilibrary.org/economics/infrastructure-and-growth_225682848268, 2009.

- Ehlers, Torsten. "Understanding the challenges of infrastructure finance, Bank for International Settlements (BIS) Working Papers No 454 (Online). Available: <http://www.bis.org/publ/work454.pdf>, 2014.
- Ehlers, T., Packer, F. and Remolona E. "Infrastructure and Corporate Bond Markets in Asia." Financial Flows and Infrastructure Financing Conference (20-21 March 2014), Federal Reserve Bank of Australia, (Online). Available: <http://www.rba.gov.au/publications/confs/2014/pdf/conf-vol-2014.pdf>, 2014.
- Ernst & Young. "Ad-hoc audit of the pilot phase of the Europe 2020 Project Bond Initiative Final Report 17 June 2014" (Online). Available: http://ec.europa.eu/dgs/economy_finance/evaluation/pdf/mid_term_eval_pbi_pilot_phase_en.pdf, 2014.
- Esty, Benjamin C. "Modern Project Finance: A Casebook." John Wiley & Sons, Inc., 2004.
- European Commission. "Effects of ICT capital on economic growth" Staff Papers, 30 June. (Online). Available : http://ec.europa.eu/enterprise/sectors/ict/files/ict-cap-eff_en.pdf, 2006.
- European Commission, "Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Markets in financial instruments." (Online). Available: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/mifid/SEC_2011_1226_en.pdf, 2011
- European Commission. "Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Long-term Investment Funds". (Online). Available : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013SC0230&from=EN>, 2013a.
- European Commission. "Commission Staff Working Document Long Term Financing of European Economy accompanying Green Paper Long Term Financing of European Economy." (Online). Available: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013SC0076&from=EN>, 2013b.

- Federal Highway Administration (FHA) US Department of Transport, Employment Impacts of Highway Infrastructure Investment” (Online). Available : <http://www.fhwa.dot.gov/policy/otps/pubs/impacts/>, 2014.
- Financial Stability Board. “Principles for Reducing Reliance on CRAs Rating.” 2010.
- Financial Stability Board. “Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation: Recommendations of the Financial Stability Board.” 2011.
- Financial Stability Board, Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance, Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors (8 February 2013), 2013.
- Haan, J. D., Romp, W. and Sturm J. . “Public Capital and Economic Growth: Key issues for Europe.” International Seminar on Strengthening Public Investment and Managing Fiscal Risks from Public-Private Partnership, 2007
- Hall, D., Lobina, E., Motte, R. D. “Public Resistance to privatization in water and energy.” Development in Practice (Vol. 15 No. 3 & 4, June 2005), 2005.
- International Labour Organization (ILO). “Global Jobs Pact Policy Briefs: Investments in Infrastructure – An Effective Tool to Create Decents Jobs”, Brief No. 01 (Online). Available : http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---integration/documents/publication/wcms_146639.pdf, 2009.
- Jensen, Michael C. “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers” The American Economic Review Vol. 76, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association (May, 1986), pp. 323-329, 1986.
- Kessides, Christine “The contributions of infrastructure to economic development : a review of experience and policy implications, World Bank Discussion Papers No. 213, 1993.
- Klaus Schwab and Xavier Sala-i-Martin. "The Global Competitiveness Report 2013–2014." World Economic Forum (Online). Available : http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2013-14.pdf, 2014.
- Kraus, Alan and Litzenberger, Robert H. "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage", Journal of Finance, Vol. 28, No. 4 (Sep., 1973): pp. 911-922, 1973.

- Lee, Cassey. "Infrastructure and Economic Development." University of Wollongong Research Online (Online). Available :
<http://ro.uow.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?article=1837&context=commpapers>, 2011
- Macquarie. "Macquarie Korea Infrastructure Fund, General Presentation April 2012,
<https://www.macquarie.com/dafiles/Internet/mgl/mkif/en/investor-centre/presentations/docs/ir-general-2012-2q-eng.pdf>, 2014b.
- Maketa Investment Group. "Master Limited Partnerships (MLPs)" (Online). Available :
http://www.meketagroup.com/documents/MLP_WP.pdf, 2014.
- Malik, Khyati. "Is Competition the Right Answer? A Case of Credit Rating Agencies." The Public Sphere 2014, 2014.
- McKinsey & Company. "Valuation, University Edition, Measuring and Managing the Value of Companies." 5th Edition John Wiley & Sons, Inc., 2010.
- McKinsey & Company. "Asia's \$1 trillion infrastructure opportunity." (Online). Available :
http://www.mckinsey.com/insights/financial_services/asias_1_trillion_infrastructure_opportunity, 2011.
- McKinsey & Company. "Infrastructure productivity: How to save \$1 trillion a year." (Online). Available:
http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/dotcom/Insights/Engineering%20Construction/Infrastructure%20productivity/MGI%20Infrastructure_Full%20report_Jan%202013.ashx, 2013.
- Miller, Merton H. "Debt and Taxes", The Journal of Finance, Vol. 32, No. 2 (May, 1977): pp. 261-275, 1977.
- Munnell, A. H. "How does public infrastructure affect regional economic performance?" (Online). New England Economic Review, 11-33. Available :
<https://www.bostonfed.org/economic/neer/neer1990/neer590b.pdf>, 1990.
- Myers, Stewart C. "The Capital Structure Puzzle." The Journal of Finance Vol. 39, No. 3 (July 1984), 1984.
- Patra A. K. and Acharya, A. "Regional Disparity, Infrastructure Development and Economic Growth: An Inter-State Analysis" Research and Practice in Social Sciences Vol. 6, No. 2 (February 2011) 17-30, 2011.

Poole, E. Toohey, C. and Harris P. “Public Infrastructure: A Framework for Decision-Making.”

Financial Flows and Infrastructure Financing Conference (20-21 March 2014), Federal Reserve Bank of Australia, (Online) Available:

<http://www.rba.gov.au/publications/confs/2014/pdf/conf-vol-2014.pdf>, 2014

Public Debt Management Office (PDMO). “Bond Market Booklet Q2/FY2015.” Public Debt Management Office (PDMO). Available :

http://www.pdmo.go.th/upload/ebook_img/KOT_Bond_Market_Booklet_Q2_FY2015.pdf, 2015.

Sahoo, P. and Dash R. K. “Economic Growth in South Asia: Role of Infrastructure” Working Paper

Series No. E/288/2008 Institute of Economic Growth University of Delhi Enclave North Campus, 2008.

Sahoo, P., Dash, R. K. and Nataraj, G. “Infrastructure Development and Economic Growth in China,

Institute of Developing Economies Discussion Paper No. 261 (Online) Available :

<http://www.ide.go.jp/English/Publish/Download/Dp/pdf/261.pdf>, 2010.

Schwartz, J. Z., Ruiz-Nunez F. and Chelsky, J. “Closing the Infrastructure Finance Gap: Addressing

Risk.” Financial Flows and Infrastructure Financing Conference (20-21 March 2014),

Federal Reserve Bank of Australia, (Online). Available:

<http://www.rba.gov.au/publications/confs/2014/pdf/conf-vol-2014.pdf>, 2014.

Serven, Luis. “Infrastructure and Growth.” The World Bank Research Brief (Online). Available :

<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:22629797~pagePK:64165401~piPK:64165026~theSitePK:469382~isCURL:Y,00.html>, 2010.

Subacchi, P., Pickford S., Tentori, D., and Huang, H. “Building Growth in Europe, Innovative

Financing for Infrastructure, Chatham House Report, The Royal Institute of International Affairs. (Online). Available:

http://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/field/field_document/20140930_EuropeFinancingInfrastructureSubacchiPickfordTentoriHuang.pdf, 2014.

US Department of Transportation. “Growing America Act: Creating Pathway to Transportation

Career”. (Online) Available:

http://www.dot.gov/sites/dot.gov/files/docs/Workforce_DOT_Reuth_FINAL_2014.pdf, 2014.

Walsh, J. P., Park, C. and Yu, J. “Financing Infrastructure in India: Macroeconomic Lessons and Emerging Market Case Studies.” IMF Working Paper (Online). Available : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11181.pdf>, 2011.

Weisdort, Mark A. “Infrastructure: A Growing Real Return Asset Class.” CFA Institute (September, 2007) (Online). Available: <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cp.v24.n3.4849>, 2007.

World Bank. “World Development Report 1994 : Infrastructure for Development”. New York: Oxford University Press. (Online). Available : <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/5977>, 1994.

World Bank. “Strong, Sustainable and Balanced Growth: Enhancing the Impact of Infrastructure Investment on Growth and Employment” Background note for the G20 prepared by Staff of the World Bank Group (Online). Available : <http://siteresources.worldbank.org/EXTSDNET/Resources/infrastructure-background-note-G20.pdf>, 2014.

ภาษาไทย

คณะกรรมการรัฐมนตรีเศรษฐกิจ. “ผลการประชุมคณะกรรมการรัฐมนตรีเศรษฐกิจ ครั้งที่ 15/2552.” สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ., 2552.

คณะรัฐมนตรี. “มติคณะรัฐมนตรี เมื่อวันที่ 10 พฤศจิกายน 2552 และผลการประชุมคณะกรรมการรัฐมนตรีเศรษฐกิจ ครั้งที่ 15/2552.” สำนักงานเลขาธิการคณะรัฐมนตรี, 2552.

จิตติมา ชูเชิด, สราวัลย์ อังกลมเกลียว และปัทมา อภัยทาน. “สร้างรากฐานความยั่งยืนทางการคลัง...สู่เสถียรภาพระบบการเงินไทย.” ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2557.

ณรัช จิตรสมบูรณ์. “ปลดล็อก PPPs เพื่อการเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างยั่งยืน.” ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2554.

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด “เอกสารนำเสนอต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด. เรื่องการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน.”, 2551.

บริษัทหลักทรัพย์ ภัทร จำกัด “เอกสารนำเสนอต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. เรื่องการจัดตั้ง กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน.” 2552.

บริษัทหลักทรัพย์ ภัทร จำกัด บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด และบริษัทที่ปรึกษากฎหมาย เบเกอร์แอนด์แม็กเคนซี. “แผนปฏิบัติการสำหรับการจัดตั้ง การบริหารจัดการ และการ โอนทรัพย์สินมายังกองทุนโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ” สำนักงาน คณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ, 2552.

มานพ อุดมเกิดมงคล, นันทวัลย์ ธีรชนาพงศ์และชานนท์ บุญนุช. “การพัฒนาระบบการเงินกับการ เติบโตของเศรษฐกิจ.” ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2555.

สำนักงานประมาณ. “งบประมาณโดยสังเขป ประจำปีงบประมาณ พ.ศ.2558 (ฉบับปรับปรุง).”

สำนักงานประมาณ. Available :

<http://www.bb.go.th/FILEROOM/CABBBIWEBFORM/DRAWER29/GENERAL/DATA0000/00000179.PDF>, 2558.

สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. “RD League Table 2013 (vol. 2).” 2557.

สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ. “เงินนำส่งรายได้แผ่นดินของรัฐวิสาหกิจและกิจการที่ กระทั่งการคลังถือหุ้นต่ำกว่าร้อยละ 50 ประจำปีงบประมาณ 2551-2557.” สำนักงานคณะกรรมการนโยบายรัฐวิสาหกิจ, 2558.

สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ. “ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ ไตร มาสที่ 4/2557.” สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.). Available : <http://www.nesdb.go.th/Default.aspx?tabid=95>, 2558.

สำนักงานนโยบายและแผนการขนส่งและจราจร. “แผนการดำเนินงานโครงการลงทุนพัฒนา ด้านคมนาคมขนส่งปี พ.ศ. 2558.” สำนักงานนโยบายและแผนการขนส่งและจราจร (สนข.). Available :

http://www.otp.go.th/images/stories/pdf/2557/11_november/1_plandct%202558_051157.pdf, 2557.

สำนักงานนโยบายและแผนการขนส่งและจราจร. “ยุทธศาสตร์การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมขนส่งของไทย พ.ศ. 2558-2565.” สำนักงานนโยบายและแผนการขนส่งและจราจร (สนข.). Available :

http://www.otp.go.th/images/stories/pdf/2557/8_august/final_ppk_290757.pdf, 2557.

สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ. “แผนการบริหารหนี้สาธารณะ ประจำปีงบประมาณ พ.ศ.2558 (ฉบับปรับปรุง ครั้งที่ 1).” สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ (สบน.). Available :

http://www.pdmo.go.th/upload/plan_pdf/plan_12012015154317.pdf, 2558.

สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ. “Thailand 2020 ยุทธศาสตร์การระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านการคมนาคมขนส่งของประเทศ.” สำนักงานบริหารหนี้สาธารณะ (สบน.).

Available :

http://www.pdmo.go.th/upload/download_pdf/down_11032013092036.pdf, 2556.

สำนักงานวิเคราะห์โครงการลงทุนภาครัฐ. “โครงการศึกษาการเพิ่มบทบาทภาคเอกชนในโครงการลงทุนภาครัฐ.” สำนักงานคณะกรรมการพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.), 2553.

อำนาจ นุบผามาศ. “ปัญหาทางกฎหมายว่าด้วยหุ้นบุริมสิทธิ.” วิทยานิพนธ์หลักสูตรนิติศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2538.

ประวัติย่อผู้วิจัย

ชื่อ	นายประกิด บุญชัยฐิติ
วัน เดือน ปีเกิด	30 ตุลาคม 2507
การศึกษา	<ul style="list-style-type: none"> - ปริญญาตรี สาขาบริหารธุรกิจการเงิน ณ Queen's University ประเทศแคนาดา - ได้รับทุนจากธนาคารแห่งประเทศไทยเพื่อศึกษาระดับปริญญาโท สาขาบริหารธุรกิจการเงิน ณ University of Wisconsin Madison ประเทศสหรัฐอเมริกา
ประวัติการทำงานโดยย่อ	<p>เคยทำงานที่ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นเวลา 3 ปี และร่วมเป็นคณะกรรมการยกร่างพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งต่อมาได้ย้ายมาทำงานที่สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.)</p> <p>โดยดำรงตำแหน่งสำคัญ ๆ ดังนี้</p> <ul style="list-style-type: none"> - ผู้อำนวยการฝ่ายกำกับธุรกิจนายหน้าและค้าหลักทรัพย์ ตั้งแต่ปี 2546 - 2547 - ผู้อำนวยการฝ่ายจดทะเบียนหลักทรัพย์ ตั้งแต่ปี 2547 - 2550 - ผู้อำนวยการฝ่ายกำกับธุรกิจจัดการลงทุน ตั้งแต่ปี 2550 - 2553 - ผู้ช่วยเลขาธิการ ตั้งแต่ปี 2554 ถึงปัจจุบัน
ตำแหน่งปัจจุบัน	<p>ผู้ช่วยเลขาธิการ</p> <p>สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์</p>

สรุปย่อ

ลักษณะวิชา การเศรษฐกิจ

เรื่อง การใช้เครื่องมือในตลาดทุนไทยในการระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ
ผู้วิจัย นายประกิด บุญยัษฐิติ หลักสูตร วปอ. รุ่นที่ ๕๗ เลขประจำตัว ๗๕๘๑
ตำแหน่ง ผู้ช่วยเลขาธิการ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

โครงสร้างพื้นฐานเป็นปัจจัยพื้นฐานที่สำคัญในกิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศ ซึ่งมีผลโดยตรงต่อความสามารถในการแข่งขัน และการเติบโตทางเศรษฐกิจในระยะยาว รวมทั้งช่วยยกระดับคุณภาพชีวิตของประชาชน อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยยังมีโครงสร้างพื้นฐานที่ไม่เพียงพอ และยังเทียบไม่ได้กับต่างประเทศ จึงมีความจำเป็นต้องเร่งพัฒนา โดยตามแผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมขนส่งของไทย พ.ศ. 2558 - 2565 ประเทศไทยต้องมีการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานอีกจำนวนมากไม่ต่ำกว่า 3 ล้านล้านบาท ในขณะที่มีข้อจำกัดสำคัญคือ การขาดแคลนเงินทุนของภาครัฐ

ตลาดทุนไทยมีเงินทุนมากและมีมิติด้านความลึกในระดับค่อนข้างสูง โดยเป็นแหล่งสะสมเงินออมและเงินลงทุนของผู้ลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ ด้วยเหตุนี้ ตลาดทุนไทยสามารถเป็นทางออกให้กับภาครัฐในการระดมทุนขนาดใหญ่ และช่วยลดภาระการก่อหนี้ภาครัฐได้ โดยมีเครื่องมือทางการเงินที่หลากหลายที่เหมาะสมกับความต้องการระดมทุน ในจำนวนนี้เงินออมระยะยาว และต้นทุนที่เหมาะสมกับความต้องการของผู้ระดมเงินทุนและผู้ลงทุน โดยในหลายประเทศได้ใช้เครื่องมือทางการเงินในตลาดทุนเป็นแหล่งระดมเงินทุนและการลงทุนที่สำคัญเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน

การพัฒนาตลาดทุนไทยให้มีกลไกและเครื่องมือการระดมทุนที่มีประสิทธิภาพเพื่อเป็นแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศจึงมีความสำคัญมาก

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อศึกษาบทบาทของตลาดทุนไทยในการเป็นแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน

2. เพื่อศึกษาสถานการณ์การระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย
3. เพื่อเสนอแนะเครื่องมือระดมทุนในตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย

ขอบเขตของการวิจัย

ผู้วิจัยจะทำการศึกษาวิจัยในเรื่องการใช้เครื่องมือในตลาดทุนไทยเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ โดยเสนอแนะเครื่องมือที่เหมาะสมและการเตรียมความพร้อมของภาครัฐ

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงคุณภาพ โดยศึกษาข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการระดมเงินทุนในตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน โดยครอบคลุมเรื่องดังนี้

1. ศึกษาบทบาทของตลาดทุนในการเป็นแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน โดยวิเคราะห์ประโยชน์ของการเข้าถึงเงินทุนอย่างเพียงพอ และวิเคราะห์เครื่องมือระดมทุน
2. ศึกษาวิเคราะห์สถานการณ์การระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย ด้วยการวิเคราะห์ข้อมูลการลงทุน อุปสรรคการเข้าถึงเงินทุน และการใช้ตลาดทุนไทย
3. ศึกษาเครื่องมือระดมทุนในตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย โดยเปรียบเทียบข้อดี-ข้อเสียของแต่ละเครื่องมือ เพื่อกำหนดทางเลือกเชิงนโยบาย
4. ศึกษาหาแนวทางส่งเสริมการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ โดยศึกษาวิเคราะห์กฎเกณฑ์การจัดตั้งกองทุน ปัญหาอุปสรรค และความท้าทายที่เกี่ยวข้อง

ผลการวิจัย

1. สถานการณ์การลงทุนและการระดมทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน

1.1 ประเทศไทยมีความสามารถในการแข่งขันด้านโครงสร้างพื้นฐานอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งสถาบัน International Institute for Management Development (IMD) ได้จัดอันดับความสามารถในการแข่งขันของประเทศไทยด้านโครงสร้างพื้นฐานไว้ในอันดับที่ 48 จากทั้งหมด 60 ประเทศ

1.2 นอกจากนี้ The World Economic Forum (WEF) จัดอันดับโครงสร้างพื้นฐานในภาพรวมของไทย อยู่ในอันดับที่ 48 ค่อยกว่าสิงคโปร์ (อันดับที่ 2) และมาเลเซีย (อันดับที่ 25)

เป็นอย่างมาก หากพิจารณาเฉพาะโครงสร้างพื้นฐานด้านการขนส่ง อันดับคุณภาพด้านการขนส่งของไทยอยู่อันดับที่ 76 โดยเป็นรองจากลาว (อันดับที่ 66) และอินโดนีเซีย (อันดับที่ 72)

1.3 ตลอดช่วง 20 ปีที่ผ่านมา สัดส่วนการลงทุนของภาครัฐต่อ GDP ลดลงอย่างต่อเนื่องนับแต่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจในปี 2540 จากที่เคยอยู่ระดับเกือบร้อยละ 12 ลดลงมาอยู่ที่ร้อยละ 5 – 6 ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ซึ่งน้อยกว่าภาคเอกชนเป็นอย่างมาก และมีรายจ่ายลงทุนต้องบประมาณรายจ่าย เฉลี่ยร้อยละ 17 ซึ่งอยู่ในระดับต่ำกว่ากรอบความยั่งยืนทางการคลังที่กำหนดไว้ที่ขั้นต่ำร้อยละ 25

1.4 การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานต้องใช้เงินลงทุนมากและเป็นการลงทุนในระยะยาว มีแหล่งเงินทุนมาจากทั้งภาครัฐและภาคเอกชน ที่ผ่านมาเงินทุนจากภาครัฐมาจากรบประมาณแผ่นดินเป็นหลัก

1.5 ในอีก 10 ปีข้างหน้า ประเทศไทยมีความจำเป็นต้องลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานอีกจำนวนมากไม่ต่ำกว่า 3 ล้านล้านบาท โดยเฉพาะภาคคมนาคม ขณะที่ภาครัฐมีข้อจำกัดทางการคลังคือ มีเพดานของยอดหนี้สาธารณะต่อ GDP ภาระนี้ต้องบประมาณรายจ่าย อันเป็นการจำกัดการกู้เงินเพื่อชดเชยงบประมาณที่ขาดดุล ทำให้ภาครัฐมีเงินทุนไม่เพียงพอ หากพึ่งพิงแต่เพียงงบประมาณแผ่นดิน และเงินกู้

1.6 ที่ผ่านมามีภาคเอกชนหลายแห่งที่มีการระดมทุนในตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานด้วยการออกตราสารทุน ตราสารหนี้ และการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน แต่การระดมทุนในตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐยังมีค่อนข้างจำกัด

ดังนั้นการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานให้ดีขึ้น ต้องอาศัยความสามารถในการบริหารแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมของภาครัฐ เพราะนอกจากจะช่วยลดภาระจากการใช้งบประมาณแผ่นดินและบรรเทาข้อจำกัดด้านเงินกู้แล้ว ยังช่วยสร้างประสิทธิภาพในการลงทุนได้อีกด้วย

2. แนวทางการใช้เครื่องมือระดมทุนในตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของไทย

2.1 ตลาดทุนสามารถเป็นทางออกให้ภาครัฐในการเพิ่มช่องทางระดมทุน เช่น การเพิ่มรูปแบบการระดมเงินทุนที่ให้ภาคเอกชนมีส่วนร่วมกับภาครัฐ โดยภาคเอกชนมีบทบาทในฐานะผู้ร่วมลงทุนหรือมีส่วนร่วมในการบริหารจัดการระดมทุนภายหลังได้รับสัมปทานการแปลงสินทรัพย์ให้เป็นหลักทรัพย์ และกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เป็นต้น

2.2 การขายหุ้นของรัฐวิสาหกิจอาจถูกต่อต้านโดยประชาชนบางกลุ่ม จึงไม่สามารถดำเนินการได้โดยง่าย การออกขายพันธบัตรจะเพิ่มหนี้สาธารณะ ซึ่งภาครัฐมีข้อจำกัดด้านเพดานหนี้

สาธารณะภายใต้กรอบความยั่งยืนการคลัง ภาครัฐจึงมีทางเลือกในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ด้วยการจัดตั้งกองทุนโครงสร้างพื้นฐาน หรือการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ ซึ่งนวัตกรรมของเครื่องมือระดมทุนแต่ละประเภทมีลักษณะ ประโยชน์ และผลกระทบต่อผู้ที่เกี่ยวข้องแตกต่างกัน

2.3 การพิจารณาและตัดสินใจเลือกใช้เครื่องมือระดมทุนในตลาดทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ จำเป็นต้องวิเคราะห์ทางเลือกเชิงนโยบายอย่างเหมาะสม จากการศึกษาวิเคราะห์พบว่า การระดมทุนจากทรัพย์สินด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เป็นทางเลือกของแหล่งเงินทุนที่เหมาะสมที่สุดของภาครัฐ เมื่อเทียบกับเครื่องมือระดมทุนประเภทอื่น เพราะจะช่วยให้อาหารัฐได้รับประโยชน์ที่คุ้มค่าจากการที่ไม่เพิ่มหนี้สาธารณะ และสามารถถ่ายโอนความเสี่ยงไปยังผู้ลงทุนได้ ในขณะที่ภาครัฐยังคงเป็นเจ้าของและบริหารจัดการโครงสร้างพื้นฐาน นอกจากนี้ จากการที่ภาครัฐได้ส่งเสริมสิทธิประโยชน์ทางภาษีเพิ่มเติมให้แก่กองทุนรวม ทำให้มีภาระภาษีซึ่งเป็นต้นทุนของผู้ลงทุน ทั้งในระดับกองทุนรวมและระดับผู้ถือหุ้นหน่วยลงทุน ที่ต่ำกว่าภาระภาษีของธุรกรรมการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์

2.4 การจัดรูปแบบของการระดมทุนด้วยการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานอย่างเหมาะสม ไม่ว่าจะเป็นรูปแบบการจัดตั้งกองทุนรวม การทำหน้าที่การจัดการกองทุนรวม การจัดการความขัดแย้งทางผลประโยชน์ และการจัดให้มีผู้เชี่ยวชาญอิสระประเมินทรัพย์สิน และตรวจสอบการดำเนินงาน การกำหนดประเภทผู้ลงทุนในกองทุนที่ลงทุนในทรัพย์สินกิจการโครงสร้างพื้นฐานที่อยู่ระหว่างช่วงวางแผนหรืออยู่ระหว่างการก่อสร้าง (greenfield infrastructure) หรือลงทุนในทรัพย์สินกิจการโครงสร้างพื้นฐานที่ก่อสร้างแล้วเสร็จและเริ่มมีรายได้ในเชิงพาณิชย์แล้ว (brownfield infrastructure) การกำหนดประเภทของทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานที่กองทุนลงทุนได้ และการจัดโครงสร้างเงินทุนและระดับการกู้ยืมเงินของกองทุน จะช่วยสร้างโอกาสในการระดมทุนได้อย่างประสบความสำเร็จ ให้มีเงินทุนเพียงพอกับความต้องการและมีต้นทุนที่เหมาะสม โดยภาครัฐจำเป็นต้องให้ความสำคัญกับการจัดการกับความท้าทายในการจัดตั้งกองทุน ดังนี้

2.4.1 อำนาจของหน่วยงานรัฐหรือรัฐวิสาหกิจในการเข้าทำธุรกรรมจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน

2.4.2 การระดมทุนในรูปแบบของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโดยส่วนใหญ่จะไม่นับรวมเป็นหนี้สาธารณะ อย่างไรก็ดี หากกระทรวงการคลังเข้าค้าประกันผลตอบแทนให้กับกองทุน อาจถูกนับเป็นหนี้สาธารณะได้

2.4.3 ในประเด็นการบันทึกบัญชีซึ่งอาจกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของภาระหนี้ของรัฐบาล จะขึ้นอยู่กับว่า รัฐวิสาหกิจได้โอนความเสี่ยงและผลประโยชน์ส่วนใหญ่ใน

ทรัพย์สิน ไปให้กองทุนรวมหรือไม่ ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับข้อเท็จจริงเฉพาะและสถานการณ์แวดล้อมของรายการนั้น

ข้อเสนอแนะ

1. ทรัพย์สินกิจการโครงสร้างพื้นฐานที่จะระดมทุน

ต้องเป็นทรัพย์สินที่สามารถสร้างรายได้ในระดับที่ให้ผลตอบแทนที่น่าสนใจต่อ ผู้ลงทุน และภาครัฐไม่ควรเทียบว่าต้นทุนของกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานจะต้องไม่สูงกว่าต้นทุนของการออกหุ้นกู้ เนื่องจากภาครัฐสามารถถ่ายโอนความเสี่ยงไปให้กับผู้ลงทุน และการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานยังไม่เป็นภาระต่อหนี้สาธารณะ นอกจากนี้ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานยังมีศักยภาพที่จะระดมทุนได้ในจำนวนที่สูงกว่าและเป็นการระดมทุนระยะยาวกว่าการระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้

ภาครัฐต้องดำเนินการให้โครงสร้างธุรกรรมและสัญญาโอนหรือขายสิทธิในทรัพย์สินให้แก่กองทุนมีความแน่นอนและมีผลบังคับใช้ได้ตามกฎหมาย พร้อมทั้งเปิดเผยลักษณะและข้อมูลเกี่ยวกับทรัพย์สินอย่างครบถ้วนและถูกต้องในหนังสือชี้ชวนของกองทุนรวม พร้อมลงลายมือชื่อรับรองความถูกต้อง

2. การจัดตั้งกองทุนเพื่อลงทุนในทรัพย์สินที่หน่วยงานภาครัฐแห่งเดียวหรือหลายแห่งเป็นเจ้าของ

การจัดตั้งกองทุนเพื่อลงทุนในทรัพย์สินที่หน่วยงานภาครัฐแห่งเดียวหรือหลายแห่งเป็นเจ้าของ มีข้อดี-ข้อเสียของแต่ละทางเลือกที่แตกต่างกัน

การจัดตั้งกองทุนเพื่อลงทุนในทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานประเภทเดียวกันซึ่งมีหน่วยงานภาครัฐหรือรัฐวิสาหกิจแห่งเดียวเป็นเจ้าของทรัพย์สิน จะช่วยให้การจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานกระทำได้อย่างรวดเร็ว และเพิ่มความเป็นไปได้ในการจัดตั้งกองทุนรวมมากขึ้น เพราะจะช่วยลดปัญหาหรือความยุ่งยากด้านการประสานงานในการจัดตั้งกองทุน การแบ่งแยกงบประมาณ และการดำเนินงานร่วมกันระหว่างกระทรวงต้นสังกัด หน่วยงานภาครัฐหรือรัฐวิสาหกิจหลายแห่ง

การจัดตั้งกองทุนเพื่อลงทุนในทรัพย์สินหรือโครงการที่แตกต่างกันที่มีหน่วยงานภาครัฐหลายแห่งเป็นเจ้าของ มีข้อเสียคือ ปัญหาหรือความยุ่งยากด้านการประสานงานในการจัดตั้งกองทุน การแบ่งแยกงบประมาณ และการดำเนินงานร่วมกันระหว่างกระทรวงต้นสังกัด หน่วยงาน

ภาครัฐหรือรัฐวิสาหกิจหลายแห่ง นอกจากนี้ ในปัจจุบัน การเคลื่อนย้ายเงินระหว่างหน่วยงาน ภาครัฐมีข้อจำกัดด้านกฎหมายและในทางปฏิบัติ จึงจำเป็นต้องมีหน่วยงานกลางเพื่อรับผิดชอบในการจัดตั้งกองทุน และผลักดันการออกกฎหมายเฉพาะเพื่อให้หน่วยงานดังกล่าวมีอำนาจในการจัดสรรเงินทุนที่ระดมได้ไปยังหน่วยงานต่าง ๆ ที่มีความต้องการใช้เงิน ซึ่งหากดำเนินการเช่นนี้ได้ จะเป็นประโยชน์ต่อการเคลื่อนย้ายเงินที่ระดมทุนเพื่อนำไปใช้ในการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่ ภาครัฐให้ความสำคัญและมีความจำเป็นในระดับเร่งด่วนได้ ซึ่งจะก่อให้เกิดการจัดสรรเงินทุนเป็นไป อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นในการสร้างประโยชน์สูงสุดต่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ นอกจากนี้ ผู้ลงทุนในกองทุนรวมจะได้รับประโยชน์จากการกระจายความเสี่ยงจากการลงทุนด้วย

3. การกักเงินของกองทุน

การจัดโครงสร้างเงินทุนและนโยบายการถือหุ้นที่เหมาะสมของกองทุนรวม จะช่วยให้กองทุนมีต้นทุนทางการเงินที่เหมาะสม และสามารถสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับกองทุนได้ และช่วยให้ภาครัฐสามารถระดมทุนได้มากขึ้นตามความต้องการ

4. ประเภทของผู้ลงทุนในกองทุน greenfield หรือ brownfield infrastructure

ภาครัฐสามารถจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่อพัฒนา greenfield infrastructure โดยขายหน่วยลงทุนได้เฉพาะผู้ลงทุนรายใหญ่หรือผู้ลงทุนสถาบันเท่านั้น ทั้งนี้ การระดมทุนใน รูปแบบนี้ ภาครัฐจะมีข้อจำกัดด้านโอกาสของการตลาดในการดึงดูดเงินทุนจากผู้ลงทุน และมีต้นทุน การระดมทุนในระดับสูง

ในอีกทางหนึ่ง ภาครัฐสามารถนำทรัพย์สิน brownfield infrastructure มาขายหรือโอน สิทธิในทรัพย์สิน เพื่อจัดตั้งกองทุนซึ่งลงทุนใน brownfield infrastructure ไม่น้อยกว่าร้อยละ 70 ของ มูลค่าทรัพย์สินของกองทุนรวม และนำเงินที่ระดมทุนได้จากการขายหรือโอนสิทธิในทรัพย์สิน ไป เป็นแหล่งเงินทุนเพื่อพัฒนาโครงการ greenfield infrastructure ต่อไปได้ โดยสามารถขายหน่วย ลงทุนให้กับผู้ลงทุนทั่วไปได้ และ brownfield infrastructure ส่วนใหญ่มีรายได้สม่ำเสมอหรือ สามารถคาดการณ์ผลตอบแทนได้อย่างชัดเจนและมีความเสี่ยงต่ำกว่า จึงสร้างโอกาสให้ การระดมทุนประสบความสำเร็จ และมีต้นทุนการระดมทุนที่ต่ำกว่า

5. การบันทึกบัญชีของเจ้าของทรัพย์สิน

หากรัฐวิสาหกิจผู้เป็นเจ้าของทรัพย์สินที่จะนำมาจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน เป็นบริษัทจดทะเบียน การบันทึกบัญชีจะสามารถรับรู้รายได้และกำไรจากการจัดตั้งกองทุนรวม โครงสร้างพื้นฐานหรือการบันทึกบัญชีว่าเป็นภาระหนี้ เป็นปัจจัยสำคัญอย่างยิ่งว่า เจ้าของ ทรัพย์สินจะจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานหรือไม่ เนื่องจากหากต้องบันทึกหนี้สินเพิ่ม อาจ

มีผลกระทบกับราคาหุ้นและเงื่อนไขตามสัญญาที่เชื่อมกับสถาบันการเงิน (covenant) ในทางกลับกัน หากบริษัทขายได้และกำไรเพิ่มก็จะมีผลในทางบวกกับราคาหุ้น

ดังนั้น ภาครัฐและสภาวิชาชีพบัญชีจึงควรหารือร่วมกันเพื่อกำหนดแนวทางที่ชัดเจน และมีความเป็นไปได้ว่า การจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานในลักษณะใด เจ้าของทรัพย์สิน จึงจะสามารถบันทึกเป็นรายได้และกำไรได้