กลยุทธ์ในการออกหุ้นกู้ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงก่อนและหลังโควิด-19 ระหว่าง พ.ศ. 2561–2567

Bond Issuance Strategies of Real Estate Development Companies Listed on the Stock Exchange of Thailand Before and After COVID-19 from 2018 to 2024

รับบทความ	22/12/2568
แก้ไขบทความ	27/03/2569
ยอมรับบทความ	30/03/2569

พิมพ์พิสุทธิ์ พึ่งประชา

ภาควิชาเคหการ คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Pimpisuth Peungphacha

Department of Housing, Faculty of Architecture, Chulalongkorn University

pimpisuth.pp@gmail.com

บทคัดย่อ

บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์นับเป็นหนึ่งในกลุ่มผู้ออกตราสารหนี้รายใหญ่ที่สุดของตลาดตราสารหนี้ไทย โดยเฉพาะในช่วงวิกฤตโควิด-19 ที่แหล่งเงินทุนอื่นอาจมีข้อจำกัด บทความนี้มุ่งศึกษากลยุทธ์ในการออกหุ้นกู้ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 31 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2561–2567 โดยรวบรวมข้อมูลจากรายงาน 56-1 One Report และข้อมูลตราสารหนี้ (SEC Filing Debt) และใช้วิธีวิเคราะห์ข้อมูลสัดส่วนรายได้และหุ้นกู้ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างขนาดกิจการ 3 ขนาดกับประเภทโครงการที่อยู่อาศัยและกลยุทธ์การออกหุ้นกู้

ผลการศึกษาพบว่า 1) บริษัทขนาดใหญ่ ขนาดกลาง และขนาดเล็กมีสัดส่วนรายได้จากโครงการแนวสูงเฉลี่ยร้อยละ 35% 33% และ 43% ตามลำดับ ทั้งนี้ บริษัทขนาดเล็ก มีรายได้จากโครงการแนวราบ 38% ที่เหลือมาจากการกระจายธุรกิจ 19% ทำให้เกิดความเสี่ยงด้านกระแสเงินสด 2) ด้านวัตถุประสงค์การออกหุ้นกู้ พบว่า ในช่วงเศรษฐกิจปกติ บริษัทขนาดเล็กและใหญ่ออกหุ้นกู้เพื่อขยายธุรกิจเป็นหลัก คิดเป็น 35% และ 33% ตามลำดับ ส่วนบริษัทขนาดกลางเน้นเสริมสภาพคล่องมากถึง 34% ช่วงหลังมาตรการอัตราส่วนสินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (LTV) ที่เข้มงวด (พ.ศ. 2562) เป็นต้นมา บริษัทขนาดกลางและขนาดใหญ่เน้นออกหุ้นกู้เพื่อเสริมสภาพคล่อง ขณะที่บริษัทขนาดเล็กออกหุ้นกู้เพื่อรีไฟแนนซ์เป็นหลักตั้งแต่พ.ศ. 2566 เป็นต้นมา 3) ลักษณะของหุ้นกู้พบว่าตั้งแต่หลังมาตรการ LTV ที่เข้มงวด (พ.ศ. 2562) เป็นต้นมา บริษัททุกขนาดมีสัดส่วนการออกหุ้นกู้ระยะสั้นประเภทไม่มีดอกเบี้ยมากที่สุดเพื่อลดต้นทุน แต่ในช่วงระหว่างและหลังวิกฤตโควิด-19 (พ.ศ. 2563–2567) บริษัทขนาดกลางและใหญ่ออกหุ้นกู้ชนิดนี้คิดเป็น 70% และ 81% ตามลำดับ ขณะที่บริษัทขนาดเล็กออกได้เพียง 49% ทั้งนี้ บริษัทขนาดเล็กจำเป็นต้องออกหุ้นกู้ระยะสั้นที่มีดอกเบี้ยเพื่อจูงใจนักลงทุน รวมถึงออกหุ้นกู้ระยะยาวแบบมีดอกเบี้ยที่มากขึ้นจึงทำให้มีต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยสูงสุดเทียบกับบริษัทขนาดอื่น

การศึกษาชี้ให้เห็นว่า ทั้งช่วงก่อนและหลังวิกฤตบริษัทขนาดใหญ่และกลางสามารถออกหุ้นกู้เพื่อเสริมสภาพคล่อง โดยมีต้นทุนต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็กที่ส่วนใหญ่จำเป็นต้องออกหุ้นกู้หลายประเภทและเสนอผลตอบแทนสูง เพื่อลดความเสี่ยงจากการหมุนเวียนหนี้ (rollover risk) ซึ่งส่งผลต่อต้นทุนทางการเงินที่สูงและผลการดำเนินงานที่ต่ำ ผลการศึกษานี้จึงเป็นข้อมูลสำหรับบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในการวางกลยุทธ์ในการพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย และระดมทุนผ่านหุ้นกู้ในสัดส่วนที่สามารถบริหารต้นทุนและควบคุมความเสี่ยงทางการเงินให้สอดคล้องกับสภาวะเศรษฐกิจ

***คำสำคัญ**: กลยุทธ์ในการออกหุ้นกู้ บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โควิด-19 ขนาดกิจการ ความเสี่ยงทางการเงิน*

Abstract

Housing developers are major issuers in the Thai debt market, particularly amidst COVID-19 funding constraints. This study examines the bond issuance strategies of 31 developers listed on the Stock Exchange of Thailand (2018–2024). Utilizing 56-1 One Reports and SEC debt filings, the research analyzes revenue compositions and bond structures to identify the relationships between firm size, residential project types, and issuance strategies.

Empirical findings indicate that: 1) Average high-rise revenue proportions were 35%, 33%, and 43% for large, medium, and small firms, respectively. Small firms derived 38% from low-rise projects and 19% from diversification, increasing cash flow volatility. 2) Regarding issuance objectives, during stable periods, small and large firms prioritized expansion (35% and 33%), while medium firms focused on liquidity (34%). Following 2019 Loan to Value (LTV) regulations, medium and large firms prioritized liquidity, whereas small firms focused on refinancing from 2023. 3) Regarding bond characteristics, since 2019, zero-coupon short-term bonds were used across all sizes to minimize costs. During and after the pandemic, medium and large firms leveraged these instruments at 70% and 81%, versus 49% for small firms. Consequently, small firms were required to issue higher-yield short-term and long-term bonds to attract investors, increasing average financial costs.

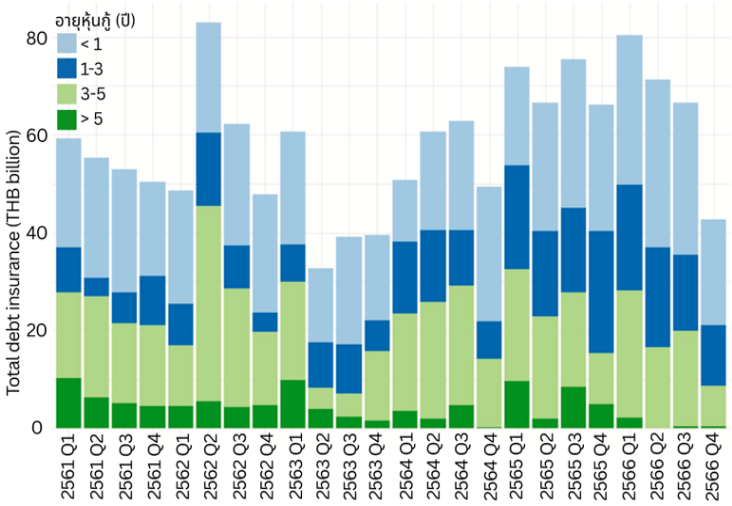
In conclusion, large and medium firms consistently issue bonds at lower costs than small firms across economic cycles. To mitigate rollover risks, small firms rely on diverse, high-yield instruments, increasing financial costs and hindering performance. These insights assist developers in optimizing project-mix portfolios to effectively manage financial costs and risks amidst economic fluctuations.

Keywords*: corporate bond strategy, real estate developers, COVID-19, firm size, financial risk*

บทนำ

ในช่วงสองทศวรรษที่ผ่านมา ภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยได้เผชิญกับความผันผวนของภาวะเศรษฐกิจทั้งในระดับประเทศและระดับสากล ไม่ว่าจะเป็นวิกฤตการเงินโลก พ.ศ. 2551 (Global Financial Crisis) วิกฤตหนี้สาธารณะของยุโรป และล่าสุดคือ วิกฤตการระบาดของโรคติดเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (COVID-19) ซึ่งส่งผลอย่างยิ่งในด้านการจัดหาเงินทุน การบริหารสภาพคล่อง และความสามารถในการดำเนินโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อย่าง (ธนาคารแห่งประเทศไทย, (ม.ป.ป.)) แหล่งเงินทุนหลักของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยโดยทั่วไป ได้แก่ สินเชื่อจากสถาบันการเงิน การระดมทุนผ่านตลาดทุน ทั้งในรูปของการออกหุ้น (equity issuance) และการออกตราสารหนี้ เช่น หุ้นกู้ (corporate bonds หรือ debentures) รวมถึงการร่วมทุนกับพันธมิตรทางธุรกิจ (joint venture) ซึ่งการเข้าถึงแหล่งเงินทุนที่หลากหลายมีความสำคัญยิ่งในการรักษาเสถียรภาพทางการเงินและการขยายธุรกิจ

แหล่งเงินทุนสำคัญอีกประการคือ การระดมทุนผ่านหุ้นกู้ โดยเฉพาะในช่วงที่สภาพคล่องตึงตัวหรือสถาบันการเงินเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ เช่น ในช่วงวิกฤต COVID-19 เนื่องจากหุ้นกู้มีความยืดหยุ่นสูงสามารถระดมทุนปริมาณมากได้โดยใช้เพื่อวัตถุประสงค์ที่หลากหลาย เช่น เพิ่มสภาพคล่อง ชำระหนี้เดิม ขยายธุรกิจ หรือใช้ในการพัฒนาโครงการต่าง ๆ (Kanis Saengchote, 2024) ซึ่งความสำคัญนี้สะท้อนชัดเจนจากข้อมูล พ.ศ. 2562 พบว่า บริษัทอสังหาริมทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์มีหนี้สินจากหุ้นกู้สูงถึง 375 ล้านบาท คิดเป็นร้อยละ 61.4 ของหนี้สินรวม โดยภาคอสังหาริมทรัพย์มีปริมาณการออกหุ้นกู้สูงเป็นอันดับต้น ๆ ของตลาดทุนไทยทั้งก่อนและหลังวิกฤต แสดงให้เห็นว่า ภาคอสังหาริมทรัพย์พึ่งพาการออกหุ้นกู้เป็นแหล่งเงินทุนหลักอย่างต่อเนื่อง (Federation of Thai Capital Market Organizations [FETCO] &Thailand Capital Market Research Institute [CMRI], 2567) (ภาพ 2)



ภาพ 1 การออกหุ้นกู้เพิ่มขึ้นตั้งแต่ พ.ศ. 2561 เนื่องจากสถาบันการเงินเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อ

ที่มา: Developers' leverage, capital market financing, and fire sale externalities by Saengchote, K., 2024. Finance Research Letters, 63, 105335. (https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105335)

ศึกษาวิจัยเชิงลึกเกี่ยวกับกลยุทธ์ในการออกหุ้นกู้ที่สัมพันธ์กับขนาดบริษัทรวมทั้งรายได้ที่เกิดจากลักษณะการพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยแนวราบหรือแนวสูง ดังนั้นบทความนี้จึงมุ่งศึกษากลยุทธ์ในการออกหุ้นกู้ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์โดยเฉพาะช่วงก่อนและหลังโควิด-19 รวมถึงวิเคราะห์เปรียบเทียบการออกหุ้นกู้กับบริษัทขนาดเล็ก กลาง ใหญ่ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษานี้เป็นประโยชน์ต่อบริษัทอสังหาริมทรัพย์ที่ต้องการการระดมทุนผ่านหุ้นกู้ให้เหมาะสมกับขนาดธุรกิจ ลักษณะโครงการ และภาวะเศรษฐกิจ เพื่อลดต้นทุนทางการเงินและบริหารความเสี่ยงทางการเงินได้ รวมถึงเป็นข้อมูลให้ตลาดทุนทราบถึงความแตกต่างของกลยุทธ์ในการออกหุ้นกู้ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทในภาวะวิกฤตที่เผชิญอยู่ และเป็นผู้ออกหุ้นกู้หลักในตลาดตราสารหนี้ไทย

วัตถุประสงค์

1. เพื่อศึกษาโครงสร้างรายได้ตามประเภทผลิตภัณฑ์ที่อยู่อาศัยของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์กลุ่มบริษัทขนาดเล็ก กลาง ใหญ่ ในช่วง พ.ศ. 2561–2567
2. เพื่อศึกษากลยุทธ์การออกหุ้นกู้ของบริษัทอสังหาริมทรัพย์แต่ละขนาดกับการกำหนดลักษณะหุ้นกู้ ของแต่ละกลุ่มขนาดบริษัทในช่วงเวลาดังกล่าว
3. เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างกลยุทธ์ในการออกหุ้นกู้กับขนาดบริษัท และลักษณะผลิตภัณฑ์ที่อยู่อาศัยของบริษัทและในช่วงเวลาดังกล่าว

แนวคิดและทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวกับการระดมทุนผ่านตลาดตราสารหนี้ โดยพิจารณาด้านระดับความเสี่ยงและความเชื่อมั่นของนักลงทุน มี 2 ทฤษฎีหลัก ได้แก่ 1) Signaling theory คือการแก้ปัญหาช่องว่างข้อมูล (information asymmetry) เมื่อมีฝ่ายหนึ่งรู้ข้อมูลมากกว่าอีกฝ่ายหนึ่ง เช่น ในตลาดทุน “บริษัท” จะทราบสถานะของกิจการดีกว่านักลงทุนภายนอก เพื่อแก้ปัญหา “ช่องว่างข้อมูล” นี้ บริษัทจะใช้การ “ส่งสัญญาณ” ผ่านการออกหุ้นกู้เพื่อสื่อสารถึงสถานะทางการเงินและความน่าเชื่อถือแก่ตลาดทุน เช่น การที่ผู้บริหารเลือก “ก่อหนี้ผ่านการออกหุ้นกู้” เป็นการส่งสัญญาณบอกว่า บริษัทมีกระแสเงินสดดีพอที่จะจ่ายดอกเบี้ยและคืนเงินต้นได้ (Ross, 1977) 2) Risk–Return tradeoff อธิบายว่า ผลตอบแทนที่สูงมักมาพร้อมกับความเสี่ยงที่สูง (Markowitz, 1991) ดังนั้นบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงจึงมักต้องเสนอผลตอบแทนที่สูงเพื่อจูงใจนักลงทุน ในขณะที่บริษัทขนาดใหญ่ที่มีความน่าเชื่อถือสามารถ ออกหุ้นกู้ในเงื่อนไขที่ดีกว่าได้ แนวคิดนี้ช่วยอธิบายความแตกต่างของต้นทุนทางการเงินระหว่างบริษัทในแต่ละขนาด การประยุกต์ทั้งสองแนวคิดช่วยให้เข้าใจกลยุทธ์การออกหุ้นกู้ของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ว่า บริษัทต่างขนาดปรับโครงสร้างและเงื่อนไขของตราสารอย่างไรเพื่อรักษาความสามารถในการระดมทุนและความยั่งยืนทางการเงิน

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง จากการทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง สรุปได้เป็น 4 ด้านหลัก ดังนี้

ประโยชน์ของการออกหุ้นกู้ 1) ข้อกำหนดที่ยืดหยุ่นกว่าการขอสินเชื่อจากธนาคาร หุ้นกู้ไม่มีการตรวจสอบเกี่ยวกับการใช้เงิน ซึ่งช่วยให้ความยืดหยุ่นทางการเงินและการดำเนินงานที่มากกว่า (Donner & Svensk, 2012; International Monetary Fund [IMF], 2005) 2) การกระจายแหล่งเงินทุนช่วยลดความเสี่ยงทางการเงินโดยรวม (Credit Guarantee & Investment Facility [CGIF], (n.d.); IMF, 2005) และ3) เติมเต็มช่องว่างทางการเงินที่เกินกว่าอัตราสินเชื่อต่อมูลค่าทรัพย์สิน (LTV) ที่ธนาคารอนุญาต โดยบริษัทสามารถออกหุ้นกู้เพื่อให้บริษัทเพิ่มระดับหนี้สินและสามารถรักษาระดับ LTV ที่ต้องการ (Donner & Svensk, 2012)

วัตถุประสงค์ในการออกหุ้นกู้ บริษัทอสังหาริมทรัพย์มักออกหุ้นกู้เพื่อ 1) เพิ่มสภาพคล่อง เนื่องจากหุ้นกู้ส่วนใหญ่มักมีเงื่อนไขการชำระคืนเงินต้นทั้งหมดเมื่อครบกำหนดอายุ ซึ่งแตกต่างจากเงินกู้ธนาคารที่ต้องผ่อนชำระเป็นงวดทำให้ภาระต่อกระแสเงินสดของบริษัทลดลง (Donner & Svensk, 2012) 2) ลดภาระดอกเบี้ยและลดการพึ่งพาเงินกู้จากสถาบันการเงิน บริษัทที่มีความน่าเชื่อถือสูงมักมีต้นทุนดอกเบี้ยต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จากธนาคาร (Kanis Saengchote, 2024) ขณะที่

หุ้นกู้ไม่มีหลักประกันที่อยู่ในกลุ่ม High-Yield และมีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าเงินกู้ธนาคาร (Donner & Svensk, 2012) อีกทั้งกระจายความเสี่ยงของแหล่งเงินทุนซึ่งเป็นสิ่งที่ภาคธุรกิจตระหนักมากขึ้นหลังวิกฤต GFC (Rothenberg, 2024) 3) รีไฟแนนซ์หนี้หุ้นกู้เดิม โดยเฉพาะในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดมีการเปลี่ยนแปลง (Kanis Saengchote, 2024) 4) สนับสนุนการลงทุนในโครงการใหม่ ๆ และการขยายธุรกิจ ซึ่งต้องใช้เงินทุนที่มีระยะเวลาครบกำหนดยาวนานกว่าการกู้เงินจากธนาคาร (ภุชงค์ สถิรพิพัฒน์กุล, 2563; IMF, 2005) และ5) สร้างสถานะในตลาด บริษัทบางแห่งเลือกออกหุ้นกู้แม้ว่าจะมีแหล่งเงินทุนอื่นที่ถูกกว่า 6) สร้างชื่อเสียงในตลาดทุน เพื่อให้ง่ายต่อการระดมทุนในอนาคต (Donner & Svensk, 2012)

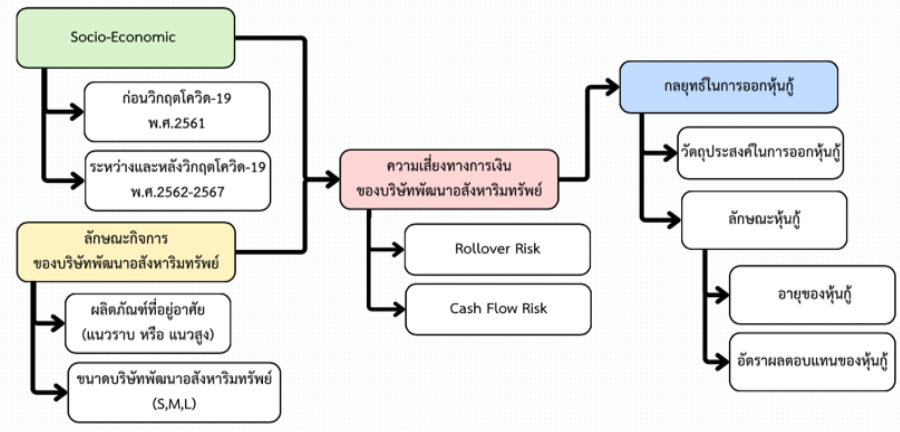
กลยุทธ์ในการเลือกออกหุ้นกู้ผ่านการเลือกอายุและขนาดหุ้นกู้ที่ช่วยลดต้นทุนดอกเบี้ย บางบริษัทเลือกที่จะลดระยะเวลาครบกำหนดของหนี้เพื่อประหยัดต้นทุนดอกเบี้ย อย่างไรก็ตาม บริษัทอาจต้องเผชิญกับความเสี่ยงในการหมุนเวียนหนี้ (rollover risk) เมื่อหนี้ครบกำหนดชำระ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อโครงการคอนโดมิเนียมเป็นสินทรัพย์ที่มีระยะเวลานานและมีกระแสเงินสดที่ไม่สม่ำเสมอ (Kanis Saengchote, 2024) และขนาดของการออกหุ้นกู้ที่มีมูลค่ามากขึ้นจะช่วยลดต้นทุนต่อหน่วยได้ (IMF, 2005)

บริบทของการออกหุ้นกู้ในช่วงวิกฤต พบว่า ตลาดหุ้นกู้มีความยืดหยุ่นมากกว่าตลาดสินเชื่อ โดยปริมาณการออกหุ้นกู้ในสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นทันทีเมื่อเกิดวิกฤต COVID-19 ในขณะที่การให้สินเชื่อใหม่ยังอยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ดี บริษัทขนาดใหญ่ที่มีกำไรสูงมักได้เปรียบในด้านการระดมทุนมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก โดยหุ้นกู้ที่ออกในช่วงเศรษฐกิจถดถอยมีคุณสมบัติดีกว่าหุ้นกู้ที่ออกในช่วงเวลาปกติ (Becker & Benmelech, 2025) ซึ่งความสามารถในการออกหุ้นกู้ใหม่ในช่วงวิกฤตมีผลต่อ Rollover risk ซึ่งเป็นปัญหาด้านสภาพคล่องหลัก (Kanis Saengchote, 2024)

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง ผู้วิจัยพบช่องว่างทางการวิจัยว่าการศึกษาเชิงลึกที่เกี่ยวกับความแตกต่างของกลยุทธ์และลักษณะเฉพาะของหุ้นกู้ระหว่างบริษัทอสังหาริมทรัพย์ขนาดเล็ก กลาง และใหญ่ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงที่ตลาดมีความผันผวนสูงและการเข้าถึงเงินทุนมีอยู่อย่างจำกัด จากช่องว่างดังกล่าวจึงเป็นที่มาของการศึกษากลยุทธ์ในการออกหุ้นกู้ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงวิกฤต พ.ศ. 2561–2567

ระเบียบวิธีวิจัย

กรอบแนวคิดในงานวิจัย การศึกษานี้มุ่งวิเคราะห์กลยุทธ์การออกหุ้นกู้ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (หมวดที่อยู่อาศัย) ในระหว่างช่วงก่อนและหลังวิกฤตโควิด-19 พ.ศ. 2561–2567 โดยใช้ระเบียบวิธีวิจัยแบบผสมผสาน ประกอบด้วย 4 มิติ ได้แก่ 1) ปัจจัยภายใน คือลักษณะพื้นฐานของกิจการ 2) ปัจจัยภายนอก คือบริบททางเศรษฐกิจและสังคม 3) ความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท และ4) คือกลยุทธ์ในการออกหุ้นกู้ที่เหมาะสมกับระดับความเสี่ยงและสภาวะเศรษฐกิจในขณะนั้น



ภาพ 3 กรอบแนวคิด การศึกษากลยุทธ์การออกหุ้นกู้ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในระหว่างช่วงก่อนและหลังวิกฤตโควิด-19
ที่มา: ผู้วิจัย, 2568

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง จากบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง หมวดธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ โดยรวบรวมจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 61 บริษัท ณ วันที่ 30 มกราคม พ.ศ. 2568 โดยมีขั้นตอนการคัดเลือกดังนี้

- **คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างขั้นที่ 1** คัดเลือกบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่มีรายได้หลักมาจากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่ออยู่อาศัยมากกว่าร้อยละ 60 ของรายได้รวม หรือหากไม่ถึงเกณฑ์ดังกล่าวให้พิจารณาสัดส่วนรายได้ที่มาจากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่ออยู่อาศัยเป็นสัดส่วนหลักที่สุดของบริษัท โดยอ้างอิงตามเกณฑ์ Global Industry Classification Standard (GICS) เพื่อให้กลุ่มบริษัทที่ศึกษาอยู่ในประเภทธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยเพื่อขายอย่างแท้จริง
- **คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างขั้นที่ 2** คัดเลือกเฉพาะบริษัทที่มีประวัติการออกหุ้นกู้ในช่วงปี พ.ศ. 2561–2567 เพื่อให้สอดคล้องกับช่วงเวลาที่ใช้ในการวิเคราะห์เปรียบเทียบก่อนและหลังการแพร่ระบาดของโควิด-19 หลังจากการคัดกรองดังกล่าว เหลือบริษัทที่ศึกษา 34 บริษัท แต่สามารถเข้าถึงข้อมูลบริษัทได้เพียง 31 บริษัท
- **คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างขั้นที่ 3** แบ่งบริษัทเป็น 3 ขนาด ได้แก่ ขนาดเล็ก ขนาดกลาง และขนาดใหญ่ โดยใช้สินทรัพย์รวมเฉลี่ยระหว่างปี พ.ศ. 2561–2566[1] เป็นเกณฑ์ในการจำแนก เนื่องจากสินทรัพย์รวมสะท้อนถึงการเติบโตและศักยภาพทางธุรกิจขององค์กร การแบ่งขนาดใช้วิธีแจกแจงช่วงระดับอันตรภาคชั้น (สันติ กีระนันทน์, 2546) ผลการจำแนกได้บริษัทขนาดเล็ก 22[2] บริษัท ขนาดกลาง 6 บริษัท และขนาดใหญ่ 3 บริษัท

การรวบรวมข้อมูล ข้อมูลทุติยภูมิ 1) ศึกษาและเก็บรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับวัตถุประสงค์ คำถามในงานวิจัย และแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง สามารถใช้วิธีการศึกษาเอกสาร 2) รวบรวมข้อมูลรายได้และข้อมูลของหุ้นกู้ในภาพรวม 31 บริษัท ได้แก่ วัตถุประสงค์ในการใช้เงิน จำนวนรุ่น อายุ มูลค่าที่ออก และอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ พร้อมทั้งเก็บข้อมูลรายได้และสัดส่วนของรายได้ (%) จำแนกตามผลิตภัณฑ์/กลุ่มธุรกิจของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จากรายงาน 56-1 One-Report แบบสรุปข้อมูลสำคัญของตราสารหนี้ (จำนวน 1,660 ไฟล์) และข้อมูลจากสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน (Capital Market Research Institute: CMRI)

การวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลรายได้และข้อมูลหุ้นกู้ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จำนวน 31 บริษัท เพื่อนำมาวิเคราะห์ในภาพรวมของวัตถุประสงค์ในการใช้เงิน จำนวนรุ่น อายุ มูลค่าที่ออก และอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ พร้อมทั้งเก็บข้อมูลรายได้และสัดส่วนรายได้ (%) จำแนกตามผลิตภัณฑ์หรือกลุ่มธุรกิจของบริษัท โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เช่น ค่าความถี่ (Frequency) และค่าเฉลี่ย (Mean) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะของหุ้นกู้ กลยุทธ์การออกหุ้นกู้ และผลิตภัณฑ์หลักของแต่ละบริษัทตามขนาดบริษัท (เล็ก กลาง ใหญ่) ในช่วงก่อนโควิด-19 (พ.ศ. 2561–2562) และช่วงระหว่างและหลังโควิด-19 (พ.ศ. 2563–2567) อันสะท้อนถึงแนวทางการกำหนดกลยุทธ์ในการออกหุ้นกู้ที่เหมาะสมของบริษัทในแต่ละขนาด

ผลการศึกษา แบ่งเป็น 3 ส่วนหลัก ดังนี้

โครงสร้างรายได้ตามประเภทที่อยู่อาศัยของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในช่วง พ.ศ. 2561–2567

สัดส่วนรายได้แบ่งตามประเภทที่อยู่อาศัย จากการศึกษาพบว่า ข้อมูลสัดส่วนรายได้เฉลี่ยตั้งแต่ พ.ศ. 2561–2567 สะท้อนให้เห็นถึงระดับความเสี่ยงที่แตกต่างกัน โดยบริษัทขนาดเล็กมีสัดส่วนรายได้จากโครงการแนวสูง (High-rise) เช่น คอนโดมิเนียม เฉลี่ยอยู่ที่ 43% ซึ่งเป็นสัดส่วนที่สูงที่สุดเมื่อเทียบกับกลุ่มอื่น ในขณะที่บริษัทขนาดกลางมีรายได้หลักกระจุกตัวอยู่ในโครงการแนวราบ (Low-rise) เช่น บ้านเดี่ยว บ้านแฝด ทาวน์เฮ้าส์ ถึง 67% และบริษัทขนาดใหญ่มีรายได้จากแนวราบเป็นหลักที่ 65% แต่มีการกระจายตัวของรายได้จากธุรกิจอื่นร่วมด้วย

---

[1] ณ เวลาที่คัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง (30 มกราคม พ.ศ. 2568) กลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาอยู่ในช่วงจัดทำงบการเงินส่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงไม่มีข้อมูลสินทรัพย์ของ พ.ศ. 2567 เปิดเผย

[2] เนื่องจากไม่สามารถเข้าถึงข้อมูลประวัติในการออกหุ้นกู้ และข้อมูลทางการเงินช่วง พ.ศ. 2561–2567 ของบริษัทขนาดเล็กได้ 3 บริษัท (ได้แก่ AKS, ESTAR และ EVER)

- **บริษัทขนาดเล็ก** จำนวน 18[3] บริษัท ที่มีรายได้หลักจากที่อยู่อาศัยแนวสูงมากกว่าแนวราบ โดยมีสัดส่วนรายได้จากแนวสูง 43% และแนวราบ 38% ของรายได้เฉลี่ยตั้งแต่ พ.ศ. 2561–2567[4] รายได้รวมจากที่อยู่อาศัยอยู่ที่ 81% ของรายได้รวม อย่างไรก็ดีรายได้จากโครงการแนวสูงชะลอตัวหลังปี พ.ศ. 2563 จากผลกระทบของโควิด-19 (ตาราง 1)

- **บริษัทขนาดกลาง** จำนวน 6 บริษัท[5] มีรายได้หลักจากแนวราบ โดยมีสัดส่วนรายได้รวมจากแนวราบ 67% และแนวสูง 24% ของรายได้รวม สัดส่วนรายได้จากที่อยู่อาศัยรวมอยู่ที่ 90% รายได้เฉลี่ยตั้งแต่ พ.ศ. 2561–2567 สะท้อนว่าบริษัทขนาดกลางมีการพึ่งพารายได้จากอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยสูงสุดเมื่อเทียบกับบริษัทขนาดเล็กและใหญ่ ส่วนรายได้รายปีจากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์แนวราบเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563 (ตาราง 1)

- **บริษัทขนาดใหญ่** จำนวน 3[6] บริษัท มีรายได้หลักมาจากแนวราบ โดยคิดเป็น 65% ของรายได้เฉลี่ยตั้งแต่ พ.ศ. 2561–2567 ส่วนแนวสูงคิดเป็น 15% และมีรายได้รวมจากโครงการประเภทที่อยู่อาศัยคิดเป็น 80% ของรายได้เฉลี่ยตั้งแต่ พ.ศ. 2561–2567[7] ซึ่งรายได้จากโครงการประเภทที่อยู่อาศัยเป็นสัดส่วนน้อยที่สุดเมื่อเทียบกับบริษัทขนาดเล็กและขนาดกลาง เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีโครงสร้างรายได้ที่กระจายตัวมากกว่า ครอบคลุมธุรกิจให้เช่าอุตสาหกรรม พาณิชยกรรม โรงแรม รวมถึงรายได้จากค่าเช่าและบริการที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ โดยรายได้รายปีจากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทที่อยู่อาศัยมีแนวโน้มลดลงหลังปี พ.ศ. 2565 (ตาราง 1)

ตาราง 1 สัดส่วนรายได้จากโครงการที่อยู่อาศัยแนวราบและสูงของบริษัทขนาดเล็ก กลาง และใหญ่ ตั้งแต่ พ.ศ. 2561–2567

	รายได้บริษัทขนาดเล็ก				รายได้บริษัทขนาดกลาง				รายได้บริษัทขนาดใหญ่			
ปี พ.ศ.	รวมจากที่อยู่อาศัย	แนวราบ	แนวสูง	อื่น ๆ	รวมจากที่อยู่อาศัย	แนวราบ	แนวสูง	อื่น ๆ	รวมจากที่อยู่อาศัย	แนวราบ	แนวสูง	อื่น ๆ
2561	84.2%	33.7%	50.5%	15.8%	92.9%	63.2%	29.7%	7.1%	80.9%	64.0%	16.9%	19.1%
2562	86.9%	44.9%	42.0%	13.1%	89.3%	59.2%	30.2%	10.7%	74.1%	63.3%	10.8%	25.9%
2563	82.7%	34.7%	47.9%	17.3%	92.2%	68.6%	23.6%	7.8%	84.3%	67.0%	17.3%	15.7%
2564	81.8%	42.1%	39.6%	18.2%	93.0%	70.9%	22.1%	7.0%	86.1%	71.9%	14.2%	13.9%
2565	80.0%	41.0%	39.0%	20.0%	90.8%	68.3%	22.6%	9.2%	82.8%	66.6%	16.1%	17.2%
2566	72.9%	38.0%	34.9%	27.1%	88.8%	68.9%	19.9%	11.2%	73.5%	59.8%	13.8%	26.5%
2567*	72.3%	28.9%	43.4%	27.7%	85.6%	68.7%	16.9%	14.4%	73.3%	60.4%	12.8%	26.7%
เฉลี่ย	80.3%	37.7%	42.5%	19.7%	90.4%	66.7%	23.7%	9.6%	79.3%	64.7%	14.6%	20.7%

ที่มา: ผู้วิจัย

กลยุทธ์การออกหุ้นกู้ของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ พ.ศ. 2561–2567

วัตถุประสงค์หุ้นกู้

- **บริษัทขนาดเล็ก** จำนวน 22 บริษัท ในช่วง พ.ศ. 2561–2567 มีวัตถุประสงค์ในการออกหุ้นกู้ที่หลากหลายที่สุด โดย 3 ลำดับแรกที่มีสัดส่วนสูงสุด ได้แก่ การเสริมสภาพคล่อง/เงินทุนหมุนเวียน (Liquidity/Working capital: B) การรีไฟแนนซ์/

[3] กลุ่มบริษัทขนาดเล็ก 18 บริษัท ได้แก่ A, A5, ANAN, BRI, CMC, CGD, LPN, LALIN, MK, NCH, NVD, NOBLE, STELLA (NUSA), KUN, PRIN, RICHY, SENA และ SA จากทั้งหมด 22 บริษัท (ไม่รวม ASW, CI, MJD, ORI เนื่องจากบริษัทไม่เปิดเผยรายได้จำแนกตามลักษณะผลิตภัณฑ์)

[4] ข้อมูลรายปีของ พ.ศ. 2567 ใช้สัดส่วนรายได้แนวราบ–แนวสูงจากปี พ.ศ. 2566 เพื่ออนุมานรายได้แนวราบ–แนวสูงของปี พ.ศ. 2567 ของบริษัท CMC เท่านั้น

[5] บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดกลาง จำนวน 6 บริษัท ได้แก่ AP, PF, PSH, QH, SC และ SPALI

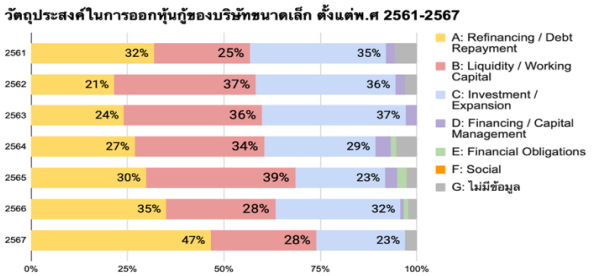
[6] บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่ (Large-sized Developers) จำนวน 3 บริษัท ได้แก่ LH, FPT และ SIRI

[7] กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ 3 บริษัท เฉพาะข้อมูลปี พ.ศ. 2567 ของบริษัท FPT ใช้โครงสร้างมูลค่าโครงการที่อยู่อาศัย ณ วันที่ 30 กันยายน 2567 (Active Projects) เป็นฐานในการกำหนดสัดส่วนรายได้จากโครงการแนวราบและแนวสูง

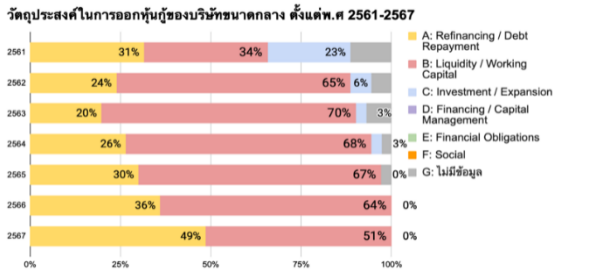
การชำระหนี้เดิม (Refinancing/Debt repayment: A) และการลงทุน/การขยายธุรกิจ (Investment/Expansion: C) (คิดเป็น 32.6%, 31.5% และ 29.9% ตามลำดับ) โดยในช่วงเศรษฐกิจปกติ (พ.ศ. 2561) และช่วงวิกฤตโควิด-19 (พ.ศ. 2563) บริษัทขนาดเล็กมีการออกหุ้นกู้เพื่อการลงทุนและการขยายธุรกิจในสัดส่วนสูงสุด อย่างไรก็ดีตั้งแต่ปี พ.ศ. 2564 เป็นต้นมา การออกหุ้นกู้เพื่อเสริมสภาพคล่องและรีไฟแนนซ์กลายเป็นสัดส่วนหลักแทนที่การลงทุนและการขยายธุรกิจ ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลรายได้จากโครงการแนวสูงที่ลดลง ทั้งนี้ การระบุวัตถุประสงค์ของบริษัทขนาดเล็กมักมีความละเอียดและกระจายตัวมากกว่าบริษัทขนาดกลางและใหญ่ โดยรวมถึงการออกหุ้นกู้เพื่อใช้เป็นหลักประกันในการออกหุ้นกู้ การให้กู้ยืมแก่บริษัทในเครือ การจัดหาเงินทุนสำหรับกิจการร่วมทุน (joint venture) การจัดหาเงินทุนชั่วคราว (bridging financing) ตลอดจนการชำระดอกเบี้ยและภาษี ซึ่งจัดอยู่ในหมวดการจัดหาเงินทุน/บริหารทุน (Financing/Capital management: D) และภาระผูกพันทางการเงิน (Financial obligations: E) ซึ่งสะท้อนถึงความพยายามในการสร้างความโปร่งใสและเพิ่มความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุน เนื่องจากบริษัทขนาดเล็กมีความน่าเชื่อถือในตลาดต่ำกว่า (ภาพ 4)

- **บริษัทขนาดกลาง** เน้นการออกหุ้นกู้เพื่อเสริมสภาพคล่อง/เงินทุนหมุนเวียน (Liquidity/Working capital: B) เป็นหลักตลอดช่วง พ.ศ. 2561–2567 โดยมีสัดส่วนระหว่าง 34%–70% ของการออกหุ้นกู้ทั้งหมดในแต่ละปี รองลงมาคือ การรีไฟแนนซ์/การชำระหนี้เดิม (Refinancing/Debt repayment: A) ราว 20%–49% ต่อปี และการลงทุน/การขยายธุรกิจ (Investment/Expansion: C) ประมาณ 3–23% (เฉพาะ พ.ศ. 2561–2564) โดยตั้งแต่ พ.ศ. 2562 ที่มีบังคับใช้มาตรการ LTV ที่เข้มงวดส่งผลต่อยอดขายที่อยู่อาศัยลดลง บริษัทขนาดกลางจึงเน้นการบริหารกระแสเงินสดในระยะสั้นและเสริมสภาพคล่องในกิจการมากกว่าการเปิดตัวโครงการใหม่ ส่งผลให้การออกหุ้นกู้เพื่อการลงทุนหรือขยายธุรกิจ (ซึ่งรวมถึงการลงทุนในโครงการใหม่และการซื้อที่ดิน) มีสัดส่วนลดลงอย่างชัดเจนจาก 23% เหลือเพียง 6% และ 3% ตามลำดับ และตั้งแต่ปี พ.ศ. 2565 ไม่มีการออกหุ้นกู้เพื่อขยายธุรกิจหรือลงทุนเพิ่มเติมอีก (ภาพ 5)

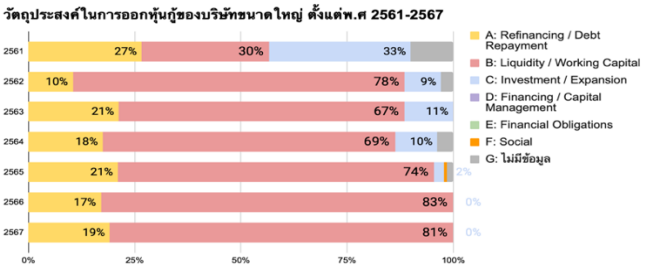
- **บริษัทขนาดใหญ่** ในภาพรวมตั้งแต่ พ.ศ. 2561–2567 มีวัตถุประสงค์ในการออกหุ้นกู้ 3 ลำดับแรก ได้แก่ การเสริมสภาพคล่อง/เงินทุนหมุนเวียน (Liquidity/Working capital: B) การรีไฟแนนซ์/การชำระหนี้เดิม (Refinancing/Debt repayment: A) และการลงทุน/การขยายธุรกิจ (Investment/Expansion: C (คิดเป็น 74.3%, 18.1% และ 5.7% ตามลำดับ) โดยตั้งแต่ พ.ศ. 2562 เป็นต้นมา บริษัทขนาดใหญ่เน้นใช้หุ้นกู้เป็นแหล่งเงินทุนระยะสั้นเพื่อเสริมสภาพคล่องและใช้เพื่อบริหารหนี้ระยะสั้นมากขึ้น และโดยเฉพาะอย่างยิ่งตั้งแต่ พ.ศ. 2566–2567 ที่การออกหุ้นกู้มีวัตถุประสงค์หลัก



ภาพ 4 สัดส่วนวัตถุประสงค์ในการออกหุ้นกู้ของบริษัทขนาดเล็กตั้งแต่ พ.ศ. 2561–2567
ที่มา: ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลจากแบบสรุปข้อมูลสำคัญของตราสารหนี้ โดย ก.ล.ต., 2561–2567



ภาพ 5 สัดส่วนวัตถุประสงค์ในการออกหุ้นกู้ของบริษัทขนาดกลางตั้งแต่ พ.ศ. 2561–2567
ที่มา: ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลจากแบบสรุปข้อมูลสำคัญของตราสารหนี้ โดย ก.ล.ต., 2561–2567

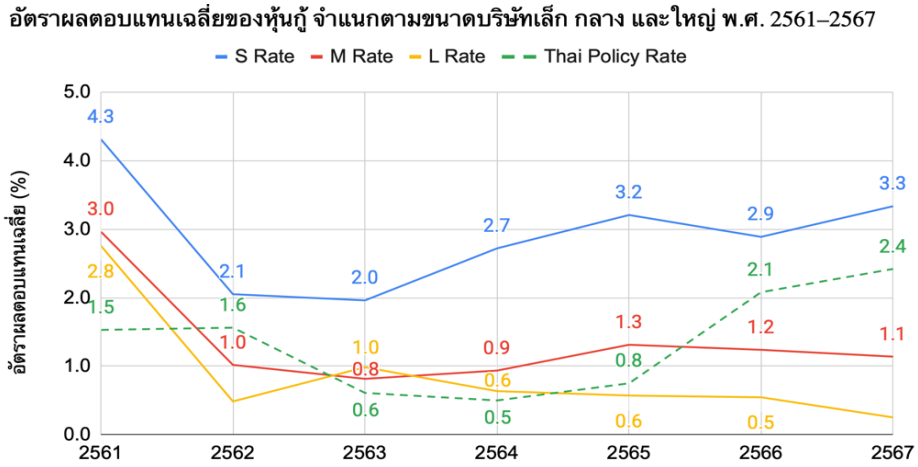


ภาพ 6 สัดส่วนวัตถุประสงค์ในการออกหุ้นกู้ของบริษัทขนาดใหญ่ตั้งแต่ พ.ศ. 2561–2567
ที่มา: ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลจากแบบสรุปข้อมูลสำคัญของตราสารหนี้ โดย ก.ล.ต., 2561–2567

ด้านการเสริมสภาพคล่องและการรีไฟแนนซ์หนี้เดิมเท่านั้น โดยบริษัทขนาดใหญ่ไม่จำเป็นต้องระบุวัตถุประสงค์อย่างละเอียดหรือครอบคลุมทุกหมวดเหมือนบริษัทขนาดเล็ก (ภาพ 6)

ผลตอบแทนของหุ้นกู้ของบริษัทอสังหาริมทรัพย์ในช่วง พ.ศ. 2561–2567

กลุ่มบริษัทขนาดเล็กเสนออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงที่สุด เพื่อชดเชยความเสี่ยงจากขนาดบริษัทและรายได้หลักจากโครงการแนวสูง (คอนโดมิเนียม) ซึ่งมีความผันผวนของกระแสเงินสดสูง แม้ในช่วงตลาดทุนฟื้นตัว (พ.ศ. 2564–2565) แต่บริษัทขนาดเล็กยังคงต้องรักษาอัตราผลตอบแทนในระดับสูงเพื่อจูงใจนักลงทุน ขณะที่บริษัทขนาดใหญ่สัดส่วนรายได้หลักจากผลิตภัณฑ์แนวราบและมีกระจายรายได้ไปยังกิจการอื่น ๆ จึงสามารถเสนออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุด และบริษัทขนาดกลางเสนอผลตอบแทนในระดับรองลงมา สะท้อนให้เห็นว่า ตลาดให้ความเชื่อมั่นต่อกระแสเงินสดของสินค้าแนวราบและขนาดบริษัทมากกว่าทำให้บริษัทกลุ่มนี้มีความได้เปรียบด้านต้นทุนทางการเงินที่ชัดเจน (ภาพ 7)



ภาพ 7 อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จำแนกตามขนาดบริษัท
ที่มา: ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลจากแบบสรุปข้อมูลสำคัญของตราสารหนี้โดย ก.ล.ต.
และข้อมูลจากสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน (เป็นแหล่งข้อมูลที่ไม่เปิดเผยต่อสาธารณะ), 2561–2567

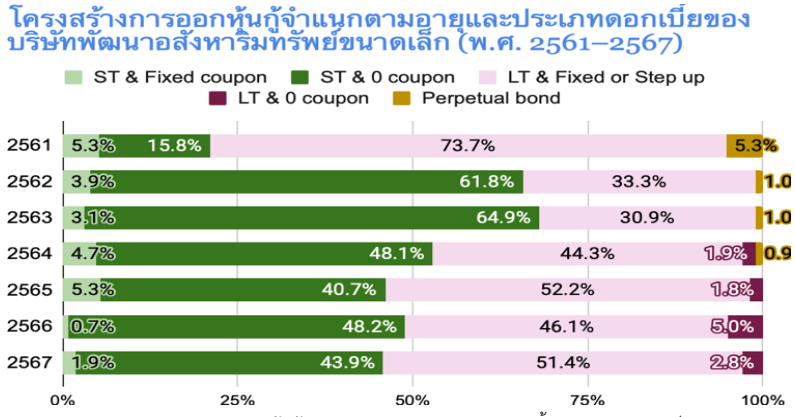
ลักษณะของหุ้นกู้ที่จำแนกตามอายุและรูปแบบดอกเบี้ยในช่วง พ.ศ. 2561–2567

- **กลุ่มบริษัทขนาดเล็ก** จำนวน 22 บริษัท มีการออกหุ้นกู้ในประเภทที่หลากหลายที่สุดเมื่อเทียบกับบริษัทขนาดอื่น อันเนื่องมาจากข้อจำกัดด้านความน่าเชื่อถือทำให้ต้องใช้เครื่องมือทางการเงินที่หลากหลายเพื่อจูงใจนักลงทุน โดยช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ (พ.ศ. 2561) ออกหุ้นกู้ระยะยาวแบบมีดอกเบี้ย (LT & Fixed coupon) เป็นหลักถึง 56.4% อย่างไรก็ดี หลังมาตรการ LTV (พ.ศ. 2562) ถึงช่วงที่ตลาดฟื้นตัว (พ.ศ. 2564) ออกหุ้นกู้ระยะสั้นประเภทไม่มีอัตราดอกเบี้ย (ST&0 coupon) เป็นสัดส่วนหลัก (48%–65%) ซึ่งหุ้นกู้ประเภทนี้ไม่มีภาระดอกเบี้ยรายงวด จึงเป็นหุ้นกู้ที่มีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำที่สุดและเหมาะกับการบริหารสภาพคล่องระยะสั้น ทั้งนี้ ในช่วง พ.ศ. 2565–2567 นักลงทุนเลี่ยงการลงทุนในหุ้นกู้เสี่ยงสูง บริษัทขนาดเล็กจึงออกหุ้นกู้ระยะยาวแบบมีดอกเบี้ย (LT & Fixed coupon) เป็นสัดส่วนหลัก (46%–52%) และเป็นเพียงกลุ่มบริษัทเดียวที่มีการออกหุ้นกู้ระยะสั้นแบบมีดอกเบี้ย (ST & Fixed coupon) เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่สูงกว่าบริษัทขนาดกลางและใหญ่ อย่างไรก็ดีมีบริษัทขนาดเล็กบางรายที่มีศักยภาพสูง ซึ่งมีโครงสร้างรายได้จากโครงการแนวราบที่แข็งแกร่งหรือมีชื่อเสียงที่ดีในกลุ่ม สามารถออกหุ้นกู้ระยะยาวแบบไม่มีดอกเบี้ย (LT & 0 coupon) ได้ แม้จะมีจำนวนไม่มากนักเมื่อเทียบกับบริษัทขนาดกลางและขนาดใหญ่ (ภาพ 8)

- **กลุ่มบริษัทขนาดกลาง** จำนวน 6 บริษัท โดยช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ (พ.ศ. 2561) ออกหุ้นกู้ระยะยาวที่มีดอกเบี้ยคงที่ (LT & Fixed coupon) เป็นหลัก ถึง 78.1% อย่างไรก็ดี หลังมาตรการ LTV ที่เข้มงวด (พ.ศ. 2562) ถึงช่วงวิกฤตความเชื่อมั่น (พ.ศ. 2567) ออกหุ้นกู้ระยะสั้นประเภทไม่มีอัตราดอกเบี้ย (ST&0 coupon) เป็นสัดส่วนหลัก (61%–76%) ขณะที่หุ้นกู้ระยะยาวที่มีดอกเบี้ยคงที่ (LT & Fixed coupon) มีสัดส่วนรองลงมา (21%–31%) จุดเด่นที่น่าสนใจของกลุ่มนี้คือ ความสามารถ

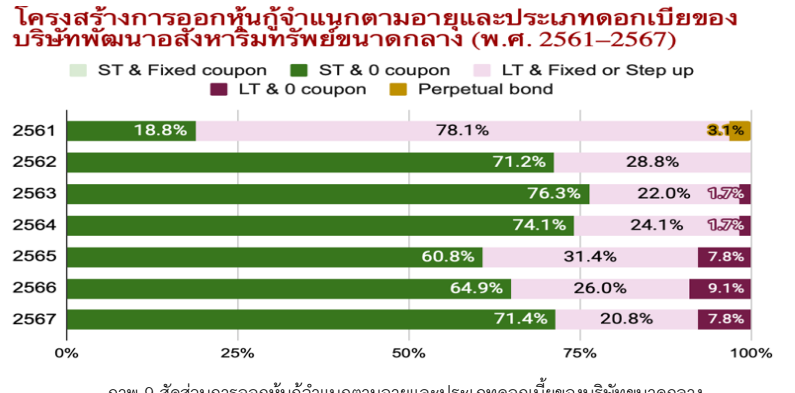
ในการออกหุ้นกู้ระยะยาวแบบไม่มีดอกเบี้ย (LT & 0 coupon) ซึ่งเป็นตราสารที่สะท้อนถึงความเชื่อมั่นระยะยาวของนักลงทุน โดยมีการออกรวมทั้งสิ้น 19 รุ่น (คิดเป็น 5% ของการออกหุ้นกู้ทั้งหมด พ.ศ. 2561–2567) ซึ่งมากกว่าบริษัทขนาดเล็กและใหญ่ สะท้อนให้เห็นว่า ในกลุ่มบริษัทขนาดกลางมีบริษัทชั้นนำที่มีความน่าเชื่อถือสูงเทียบเคียงบริษัทขนาดใหญ่ ทำให้สามารถระดมทุนระยะยาวด้วยต้นทุนต่ำได้ ทั้งนี้ กลุ่มบริษัทขนาดกลางไม่มีการออกหุ้นกู้ระยะสั้นแบบมีอัตราดอกเบี้ย (ST & Fixed coupon) ตลอดช่วงการศึกษา (ภาพ 9)

- **กลุ่มบริษัทขนาดใหญ่** จำนวน 3 บริษัท โดยช่วงภาวะเศรษฐกิจปกติ (พ.ศ. 2561) ออกหุ้นกู้ระยะยาวที่มีดอกเบี้ยคงที่ (LT & Fixed coupon) ทั้งหมด 100% อย่างไรก็ดี หลังมาตรการ LTV ที่เข้มงวด (พ.ศ. 2562) ถึงช่วงวิกฤตความเชื่อมั่น (พ.ศ. 2567) ออกหุ้นกู้ระยะสั้นประเภทไม่มีอัตราดอกเบี้ย (ST&0 coupon) เป็นสัดส่วนหลัก (70%–88%) ซึ่งมากกว่าบริษัทกลางและขนาดเล็ก ส่วนหุ้นกู้ระยะยาวแบบไม่มีดอกเบี้ย (LT & 0 coupon) มีจำนวนรุ่นน้อยกว่าบริษัทขนาดกลางเล็กน้อย ทั้งนี้ ไม่มีการออกหุ้นกู้ระยะสั้นแบบมีอัตราดอกเบี้ย (ST & Fixed coupon) เช่นเดียวกับบริษัทขนาดกลาง (ภาพ 10)

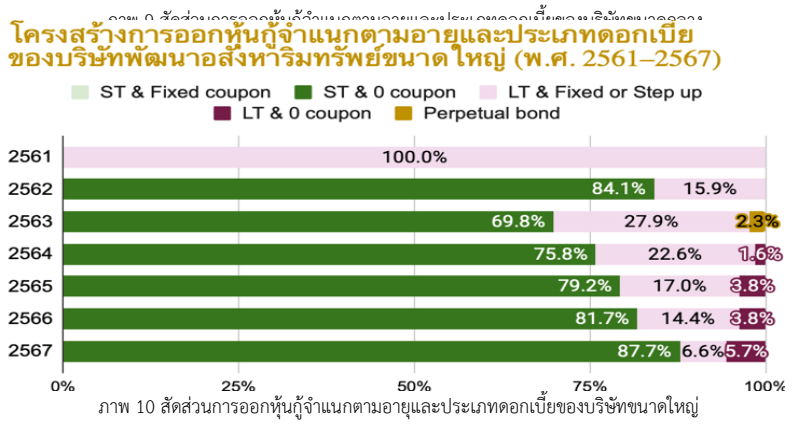


ภาพ 8 สัดส่วนการออกหุ้นกู้จำแนกตามอายุและประเภทดอกเบี้ยของบริษัทขนาดเล็ก

ที่มา: ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลจากแบบสรุปข้อมูลสำคัญของตราสารหนี้โดย ก.ล.ต. และข้อมูลจากสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน (เป็นแหล่งข้อมูลที่ไม่เปิดเผยต่อสาธารณะ), 2561–2567



ภาพ 9 สัดส่วนการออกหุ้นกู้จำแนกตามอายุและประเภทดอกเบี้ยของบริษัทขนาดกลาง



ภาพ 10 สัดส่วนการออกหุ้นกู้จำแนกตามอายุและประเภทดอกเบี้ยของบริษัทขนาดใหญ่

ที่มา: ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลจากแบบสรุปข้อมูลสำคัญของตราสารหนี้โดย ก.ล.ต. และข้อมูลจากสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน (เป็นแหล่งข้อมูลที่ไม่เปิดเผยต่อสาธารณะ), 2561–2567

อภิปรายผลและสรุปผลการศึกษา

บริษัทขนาดเล็กที่มีรายได้หลักจากโครงการแนวสูงส่งผลต่อความเสี่ยงจากการหมุนเวียนหนี้ (rollover risk) ที่สูงจึงต้องพึ่งพาหุ้นกู้เพื่อรีไฟแนนซ์มากกว่าบริษัทขนาดกลางและใหญ่ในช่วงวิกฤต ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า ลักษณะผลิตภัณฑ์ และขนาดของกิจการ มีส่วนกำหนดความเสี่ยงในการหมุนเวียนหนี้ของบริษัท ซึ่งส่งผลต่อการกำหนดวัตถุประสงค์ในการออกหุ้นกู้ที่เปลี่ยนแปลงไปตามสภาวะเศรษฐกิจ ดังนี้ ช่วงเศรษฐกิจปกติ (พ.ศ. 2561) วัตถุประสงค์ในการระดมทุนมีความแตกต่างกันตามขนาดกิจการ โดย บริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่ มุ่งเน้นการระดมทุนเพื่อ “การเติบโตและการลงทุนในโครงการใหม่” เป็นหลัก ขณะที่บริษัทขนาดกลางมุ่งเน้นเพื่อ “การบริหารสภาพคล่องและเงินทุนหมุนเวียน” สะท้อนให้เห็นว่า ความเสี่ยงจากลักษณะผลิตภัณฑ์ยังไม่ส่งผลกระทบต่อวัตถุประสงค์ชัดเจน แต่บริษัทขนาดกลางได้เริ่มให้ความสำคัญกับการรักษาสภาพคล่องมาตั้งแต่ก่อนเกิดวิกฤต ต่อมาผลกระทบจากอุปสงค์ที่ลดลงจากมาตรการ LTV ที่เข้มงวด (พ.ศ. 2562) ปรากฏการณ์ไถ่ถอนหน่วยลงทุนกองทุนรวมตราสารหนี้ (Mutual Fund Run) ในช่วงวิกฤตโควิด (พ.ศ. 2563) และช่วงวิกฤตความเชื่อมั่นในตลาดทุนที่นักลงทุนเลี่ยงลงทุนในหุ้นกู้เสี่ยงสูง (พ.ศ. 2566–2567) ทำให้ผู้ประกอบการเลือกที่จะรักษากระแสเงินสดมากกว่าการเปิดโครงการใหม่ ดังนั้น การออกหุ้นกู้เพื่อ “การเติบโตและการลงทุนในโครงการใหม่”ในทุกขนาดบริษัทจึงลดลงและถูกแทนที่ด้วยการรักษาสภาพคล่องและการบริหารหนี้ อย่างไรก็ดีความแตกต่างของขนาดบริษัทและสัดส่วนโครงการ (แนวราบ/แนวสูง) ส่งผลให้เกิดการปรับเปลี่ยนสัดส่วนวัตถุประสงค์ที่แตกต่างกัน กลุ่มบริษัทขนาดเล็กมีสัดส่วนรายได้หลักจากโครงการแนวสูง ทำให้เผชิญกับความเสี่ยงจากกระแสเงินสดที่ผันผวน[8] ในระยะแรกวัตถุประสงค์หลักจึงเปลี่ยนไปสู่ “การเสริมสภาพคล่องและเงินทุนหมุนเวียน” เช่นเดียวกับบริษัทขนาดกลางและขนาดใหญ่ อย่างไรก็ดี บริษัทขนาดเล็กออกหุ้นกู้เพื่อ “รีไฟแนนซ์และชำระคืนหนี้เดิม” เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และกลายเป็นวัตถุประสงค์หลักใน พ.ศ. 2566–2567 สะท้อนว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานไม่พอชำระหนี้ ทำให้ต้องออกหุ้นกู้เพื่อ Rollover หนี้หุ้นกู้เดิมและลดความเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้ลง สอดคล้องกับแนวคิดของคณิสร์ แสงโชติ (Kanis Saengchote) (2024) ที่ระบุว่า โครงการคอนโดมิเนียมเป็นสินทรัพย์ที่มีระยะเวลานาน[9] และมีกระแสเงินสดไม่สม่ำเสมอส่งผลให้เกิดความเสี่ยงในการหมุนเวียนหนี้ (rollover risk) สูง บริษัทจึงต้องมุ่งเน้นการบริหารจัดการหนี้ที่ครบกำหนดเพื่อรักษาเสถียรภาพทางการเงิน ซึ่งสนับสนุนงานวิจัยของดอนเนอร์ และสเวนสค์ (Donner and Svensk) (2012) ที่ว่าการรีไฟแนนซ์ผ่านหุ้นกู้เป็นเครื่องมือสำคัญในการลดความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ ส่วนกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่และกลาง (เน้นแนวราบ) มีความได้เปรียบจากกระแสเงินสดที่หมุนเวียนต่อเนื่องจากการโอนกรรมสิทธิ์โครงการแนวราบ จึงยังเน้นวัตถุประสงค์เพื่อ “เงินทุนหมุนเวียน”ตลอดช่วงวิกฤตและหลังวิกฤต โดยไม่มีแรงกดดันด้านการชำระหนี้รุนแรงเท่าบริษัทขนาดเล็ก

บริษัทขนาดเล็กมีสัดส่วนรายได้จากโครงการแนวสูงเป็นหลักซึ่งส่งผลต่อความเสี่ยงกระแสเงินสด กลยุทธ์ และต้นทุนในการออกหุ้นกู้ที่เพิ่มขึ้นในช่วงวิกฤต ทั้งนี้ พบว่า ในช่วงเศรษฐกิจและตลาดตราสารหนี้อยู่ในภาวะปกติ (พ.ศ. 2561) นักลงทุนมีพฤติกรรมแสวงหาผลตอบแทนที่สูงขึ้น (search for yield) นำไปสู่การประเมินความเสี่ยงต่ำกว่าที่ควรส่งผลให้ความเสี่ยงและความแตกต่างด้านกลยุทธ์ระหว่างขนาดบริษัทยังไม่เด่นชัดเท่าช่วง Mutual Fund Run ในช่วงวิกฤตโควิด (พ.ศ. 2563) โดยพิจารณาจาก 1) โครงสร้างอายุและรูปแบบ บริษัททุกขนาดออกหุ้นกู้ระยะยาวชนิดมีดอกเบี้ย (Long-Term fixed coupon) ในสัดส่วนหลักเพื่อรองรับการเติบโตของธุรกิจ และ 2) ผลตอบแทน แม้บริษัทขนาดเล็กจะต้องจ่ายผลตอบแทนสูงกว่าตามทฤษฎี Risk-Return tradeoff ของมาร์โควิทซ์ (Markowitz) (1991) ที่ผู้ระดมทุนที่มีความเสี่ยงสูงจำเป็นต้องเสนอผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพื่อรักษาความสามารถในการระดมทุน แต่ส่วนต่างดอกเบี้ย (spread) ระหว่างขนาดบริษัทยังไม่ถ่างกว้างเท่าช่วงหลังวิกฤต โดยเฉพาะกลุ่มบริษัทขนาดกลางและขนาดใหญ่ที่มีต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยใกล้เคียงกัน (ขนาดกลางเฉลี่ย 3% และขนาดใหญ่เฉลี่ย 2.8% ในขณะที่ขนาดเล็กเฉลี่ย 4.3%) สะท้อนให้เห็นว่าในภาวะปกติ ขนาดของกิจการมีผลต่อต้นทุนทางการเงินน้อยกว่าช่วงวิกฤต ขณะที่ช่วงมาตรการ LTV ที่เข้มงวด (พ.ศ. 2562) ถึงช่วงระหว่างและหลังวิกฤตโควิด (พ.ศ. 2563–2567) ภาคอสังหาริมทรัพย์เผชิญแรงกดดันจากกำลังซื้อที่ไม่แน่นอนและการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่ล่าช้า ส่งผลให้ยอดขายชะลอตัว ผู้ประกอบการจึงจำเป็นต้องเร่งออกหุ้นกู้เพื่อนำเงินมาหมุนเวียนและพยุง

---

[8] โครงการแนวสูงต้องอาศัยการสร้างยอดขายล่วงหน้า (Backlog) ในระดับที่สูง หากมียอดขายล่วงหน้าน้อย บริษัทอาจต้องเผชิญความเสี่ยงในการแบกรับสต็อกสินค้าสร้างเสร็จเหลือขายจำนวนมากซึ่งจะกระทบต่อสภาพคล่อง

[9] โครงการแนวสูงต้องใช้เวลาก่อสร้างนานและจะรับรู้รายได้หรือกระแสเงินสดก้อนใหญ่ได้ก็ต่อเมื่อโครงการก่อสร้างเสร็จสิ้นและเริ่มมีการส่งมอบโอนกรรมสิทธิ์ในแต่ละปีเท่านั้น

กิจการทดแทนกระแสเงินสดจากการขายที่ลดลง จึงพบว่า บริษัททุกขนาดนิยมออกหุ้นกู้ระยะสั้นประเภทไม่มีการจ่ายดอกเบี้ย (Short-Term zero coupon bond) เพื่อลดต้นทุนทางการเงินและบริหารกระแสเงินสดในสัดส่วนที่มากที่สุด ซึ่งสอดคล้องกับแนวทางของคณิสร์ แสงโชติ (Kanis Saengchote) (2024) ที่ว่า บริษัทเลือกลดระยะเวลาครบกำหนดของหนี้เพื่อประหยัดต้นทุนดอกเบี้ย อย่างไรก็ดีภายใต้ช่วงวิกฤตความเชื่อมั่นที่นักลงทุนเลี่ยงลงทุนในหุ้นกู้เสี่ยงสูง (พ.ศ. 2566–2567) ทำให้เกิดความเหลื่อมล้ำของกลยุทธ์การระดมทุนระหว่างขนาดบริษัทอย่างชัดเจน ดังนี้ บริษัทขนาดเล็กเผชิญข้อจำกัดจากความเสี่ยงจากการหมุนเวียนหนี้ (rollover risk) ที่สูง จึงจำเป็นต้องเสนออัตราผลตอบแทนที่สูงที่สุดในภาคอสังหาริมทรัพย์และต้องออกหุ้นกู้ระยะสั้นแบบมีดอกเบี้ย (Short-Term & Fixed coupon) ควบคู่ไปด้วย เพื่อชดเชยความเสี่ยง (risk premium) และจูงใจให้นักลงทุนยอมรับความเสี่ยงที่สูงกว่า ขณะที่บริษัทขนาดใหญ่และขนาดกลาง ใช้ความได้เปรียบจากขนาดบริษัทและความเสี่ยงจากการหมุนเวียนหนี้ (rollover risk) ที่ต่ำกว่าของโครงการแนวราบ (กระแสเงินสดจากโครงการแนวราบที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าและอุปสงค์ของโครงการแนวราบที่ยังคงฟื้นตัวได้ดีกว่าเมื่อเทียบกับโครงการแนวสูง) ทำให้สามารถลดต้นทุนทางการเงินโดยการออกหุ้นกู้ระยะสั้นประเภทไม่มีการจ่ายดอกเบี้ย (Short-Term zero coupon bond) ในสัดส่วนที่มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของเบ็คเกอร์และเบนเมเลค (Becker and Benmelech) (2025) ที่พบว่า ในช่วงวิกฤต บริษัทขนาดใหญ่ที่มีสถานะการเงินแข็งแกร่งจะมีความได้เปรียบในการระดมทุนเหนือกว่าบริษัทขนาดเล็กอย่างชัดเจน ทั้งนี้ บริษัทขนาดใหญ่มีการกระจายรายได้ที่หลากหลายและยืดหยุ่นกว่า จึงสามารถออกในสัดส่วนที่สูงมากและเสนอผลตอบแทนต่ำที่สุด ในขณะที่บริษัทขนาดกลางเน้นออกหุ้นกู้ระยะสั้นประเภทไม่มีการจ่ายดอกเบี้ยเป็นสัดส่วนหลักเช่นเดียวกัน แต่ต้องเสนออัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ นอกจากนี้ ส่วนต่างอัตราผลตอบแทน (spread) ระหว่างบริษัทขนาดเล็ก ขนาดกลาง และขนาดใหญ่ล้วนถ่างกว้างขึ้นกว่าช่วงก่อนวิกฤตอย่างชัดเจน ชี้ให้เห็นว่า ตลาดรับรู้และประเมินความเสี่ยงที่แตกต่างกันของขนาดธุรกิจและประเภทสินค้าในระดับที่สูงขึ้น ซึ่งตอกย้ำถึงความเหลื่อมล้ำในการระดมทุนในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจ

ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า โครงสร้างรายได้และขนาดของกิจการเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดความเสี่ยงทางการเงินและการกำหนดกลยุทธ์ในการออกหุ้นกู้โดยเฉพาะในช่วงระหว่างและหลังวิกฤตโควิด-19 (พ.ศ. 2563–2567) โดยบริษัทขนาดเล็กเผชิญกับข้อจำกัดด้านกระแสเงินสดและความน่าเชื่อถือ จึงจำเป็นต้องดำเนินกลยุทธ์ที่มีข้อจำกัดมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่และขนาดกลางผ่าน 3 ข้อ ดังนี้ 1) สร้างความโปร่งใสในวัตถุประสงค์การใช้เงิน บริษัทขนาดเล็กต้องระบุวัตถุประสงค์ที่ละเอียดและครอบคลุมมากกว่าบริษัทขนาดกลางและใหญ่ 2) ปรับโครงสร้างหนี้ผ่านการออกหุ้นกู้ระยะยาวแบบมีดอกเบี้ย (LT & Fixed coupon) ในสัดส่วนที่เพิ่มขึ้น (คิดเป็น 46%–52% ซึ่งเป็นสัดส่วนหลักของการออกหุ้นกู้ใน พ.ศ. 2565–2567) เพื่อลดความเสี่ยงจากการหมุนเวียนหนี้ (rollover risk) และ3) เสนอผลตอบแทน (Risk premium) ที่สูงที่สุดในภาคอสังหาริมทรัพย์ เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่สูงกว่า ซึ่งสะท้อนผ่านส่วนต่างอัตราผลตอบแทน (spread) ระหว่างบริษัทขนาดเล็ก ขนาดกลาง และขนาดใหญ่ล้วนถ่างกว้างขึ้นกว่าช่วงก่อนวิกฤต เพื่อรักษาความสามารถในการระดมทุนและประคองกิจการผ่านช่วงวิกฤต อย่างไรก็ดีขนาดของกิจการอาจไม่ใช่ข้อจำกัดที่ตายตัวเสมอไป หากบริษัทขนาดเล็กมีโครงสร้างรายได้จากโครงการแนวราบที่สร้างกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอ[10] และมีความน่าเชื่อถือของบริษัทที่สูง ย่อมสามารถใช้กลยุทธ์การระดมทุนที่มีประสิทธิภาพเทียบเคียงกับบริษัทขนาดใหญ่ได้ เช่น ความสามารถในการออกหุ้นกู้ระยะยาวแบบไม่มีดอกเบี้ย (LT & 0 coupon) ดังนั้นบริษัทจึงควรพิจารณากระจายความเสี่ยงในกิจการด้วยการพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยแนวราบและแนวสูงในสัดส่วนที่เหมาะสม เพื่อรักษากระแสเงินสดและผลการดำเนินงานที่สม่ำเสมอ เพื่อโอกาสในการก้าวข้ามข้อจำกัดด้านขนาดกิจการผ่านการได้รับอันดับความน่าเชื่อถือที่สูงขึ้น นำไปสู่ความสามารถในการเข้าถึงต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ และเป็นรากฐานของการเติบโตที่ยั่งยืนในระยะยาวได้

[10] โครงการแนวราบสามารถแบ่งการก่อสร้างเป็นเฟสตามยอดจอง จึงช่วยลดภาระการแบกรับต้นทุนสินค้าเหลือขาย และทำให้กระแสเงินสดสอดคล้องกับยอดขายจริง อีกทั้งมีระยะเวลารับรู้รายได้ที่สั้นกว่าโครงการแนวสูง

บรรณานุกรม

ธนาคารแห่งประเทศไทย. (ม.ป.ป.). *รายงานการประเมินเสถียรภาพระบบการเงินไทย ปี 2564*. https://www.bot.or.th/content/dam/bot/documents/th/research-and-publications/reports/financial-stability-report/FSR2021.pdf

Federation of Thai Capital Market Organizations, & Thailand Capital Market Research Institute. (2567). *ภาพรวมและสถานการณ์ของหุ้นกู้ช่วงปี 2020–2024 : สภาวะเศรษฐกิจและข่าวเชิงลบของบริษัทส่งผลต่อแนวโน้มการออกหุ้นกู้ที่ลดลง.* https://www.cmri.or.th/uploads/images/CapSnap/1734927190CapSnap-10-2567.pdf

ภุชงค์ สถิรพิพัฒน์กุล. (2563). *กลยุทธ์การปรับตัวต่อผลกระทบจากโควิด-19 ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วง พ.ศ. 2563* [วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย]. Chulalongkorn University Theses and Dissertations (Chula ETD). https://digital.car.chula.ac.th/chulaetd/4119

สันติ กีระนันทน์. (2546). *ความรู้พื้นฐานการเงิน หลักการ เหตุผล แนวคิด และการวิเคราะห์.* บริษัท เฟื่องฟ้า พริ้นติ้ง.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2561–2567). *แบบสรุปข้อมูลสำคัญของตราสารหนี้ (fact sheet)* [ชุดข้อมูล]. https://market.sec.or.th/public/idisc/en/Product/Filing

Becker, B., & Benmelech, E. (2025). The resilience of the U.S. corporate bond market during financial crises. *International Journal of Central Banking (IJCB)*, *21*(4), 405–463.

Credit Guarantee & Investment Facility. (n.d.). *Thailand corporate bond market report.* https://www.cgif-abmi.org/storage/2021/09/19Thailand-Corporate-Bond-Market-2020_07052020.pdf

Donner, H., & Svensk, V. (2012). *Corporate bonds - An emerging source of financing for Swedish real estate companies* [Master thesis, KTH Royal Institute of Technology]. http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:kth:diva-96653

International Monetary Fund. (2005). *Global financial stability report; Market developments and issues: Chapter IV. Corporate finance in emerging markets*. https://www.imf.org/-/media/websites/imf/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/gfsr/2005/01/pdf/_chp4pdf.pdf

Markowitz, H. M. (1991). *Portfolio selection: Efficient diversification of investments* (2nd ed.). Blackwell.

Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, *8*(1), 23–40. https://doi.org/10.2307/3003485

Rothenberg, J. (2024). *Private placement debt investments.* https://investments.metlife.com/content/dam/metlifecom/us/investments/insights/research-topics/private-capital/images-new/Article/investment-grade-private-credit-private-placement-debt-investments/mim-private-placement-debt-investments.pdf

Saengchote, K. (2024). Developers' leverage, capital market financing, and fire sale externalities. *Finance Research Letters*, *63*, 105335. https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105335