



ผลกระทบ COVID-19 ต่อ Zombie Firm นัยต่อภาคธุรกิจและเศรษฐกิจไทย

16 ธันวาคม 2020



Key summary

สัดส่วนบริษัทที่ประสบข้อจำกัดในการจ่ายดอกเบี้ยเนื่องจากมีกำไรต่ำติดต่อกันเป็นเวลานาน (Zombie Firm) ได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในรอบทศวรรษที่ผ่านมาจนเป็นที่น่ากังวลต่อประสิทธิภาพการผลิตและการลงทุนในภาคธุรกิจไทย โดยสัดส่วน Zombie Firm ในปี 2019 ก่อนเกิดวิกฤติ COVID-19 อยู่ใกล้เคียงกับสัดส่วนก่อนเกิดวิกฤติการเงินโลกในปี 2007 ทั้งนี้เพื่อความเข้าใจที่มากขึ้นเกี่ยวกับปัญหา Zombie Firm ในบทความนี้ EIC ได้ทำการวิเคราะห์ประเด็นนี้และพบข้อสังเกตสำคัญดังนี้

- 1) Zombie Firm เป็นบริษัทที่มีประสิทธิภาพการผลิต การทำกำไร และการลงทุนที่ต่ำกว่าบริษัททั่วไป การคงอยู่ของบริษัทเหล่านี้จึงมีแนวโน้มก่อให้เกิดการจัดสรรทรัพยากรอย่างไม่มีประสิทธิภาพ (Resource Misallocation) และเป็นที่น่ากังวลสำหรับประสิทธิภาพและการลงทุนของภาคธุรกิจไทย
- 2) Zombie Firm เป็นแล้วหายยาก หายแล้วมักกลับไปเป็นอีก และมีโอกาสฟื้นตัวค่อนข้างน้อย แต่ไม่ยอมออกจากตลาด จนเป็นปัญหาที่เรื้อรังต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม และมักกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีขนาดสินทรัพย์เล็กที่สุดและใหญ่ที่สุด และในกลุ่มบริษัทที่มีอายุมาก
- 3) จากการประเมินความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยของภาคธุรกิจไทยตามยอดขายที่หดตัวลง EIC คาดว่าสัดส่วน Zombie Firm จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยในปี 2020F-2022F หลังวิกฤติ COVID-19 โดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่พึ่งพาการท่องเที่ยวจะได้รับผลกระทบที่รุนแรงที่สุด และยังมีแนวโน้มซ้ำเติมธุรกิจขนาดเล็กที่เปราะบางอยู่ก่อนแล้ว
- 4) สัดส่วน Zombie Firm ที่จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยหลังวิกฤติ COVID-19 สวนทางกับช่วงวิกฤติการเงินโลก (2007-2009) ที่สัดส่วน Zombie Firm ลดลง โดย EIC ประเมินว่ามาจากปัจจัยหลัก ๆ ได้แก่ ระดับความรุนแรงของวิกฤติเศรษฐกิจที่มากกว่า ชัดความสามารถในการลดอัตราดอกเบี้ยที่น้อยกว่า แนวโน้มค่าเงินบาทที่แข็งค่ากว่า อัตราการว่างงานของไทยที่เพิ่มขึ้นเร็วกว่า และภาคธุรกิจขนาดเล็กที่เปราะบางกว่า
- 5) การช่วยเหลือภาคธุรกิจไทยในระยะสั้น เช่น มาตรการปรับโครงสร้างหนี้มีความจำเป็นเพื่อควบคุมผลของแผลเป็นทางเศรษฐกิจ มาตรการในระยะถัดไปควรมุ่งเน้นการจัดกลุ่มผู้ได้รับความช่วยเหลือโดยสำหรับบริษัทที่ไม่สามารถแข่งขันได้ควรสร้างกระบวนการออกจากธุรกิจอย่างคล่องตัว และมีผลกระทบจำกัด (orderly exit) ในขณะที่กลุ่มบริษัทที่ยังคงมีศักยภาพในการปรับตัว ควรได้รับความช่วยเหลือเพื่อพัฒนาขีดความสามารถในการแข่งขันภายใต้บริบทของธุรกิจและเศรษฐกิจหลังการระบาด COVID-19

การมีบริษัทที่ประสบปัญหาความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยติดต่อกันเป็นเวลานาน หรือ Zombie Firm จำนวนมากในระบบเศรษฐกิจ ซึ่งนำไปสู่ปัญหาด้านประสิทธิภาพการผลิต การทำกำไร และการลงทุน ที่น้อยกว่าควรจะเป็น ไม่ใช่ปัญหาใหม่ในไทย โดยในบทความนี้ทาง EIC ได้นิยาม Zombie Firm ว่าเป็นบริษัทที่มีอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) ต่ำกว่า 1 เท่า ติดต่อกันเป็นเวลา 3 รอบปีบัญชี และเป็นบริษัทที่มีอายุอย่างน้อย 10 ปีขึ้นไป โดยใช้ฐานข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์ ในช่วงปี 2005-2019

โดย EIC พบว่าก่อนที่จะเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ COVID-19 สัดส่วนของ Zombie Firm ได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในทศวรรษที่ผ่านมา (2009-2019 จาก 7.6% เป็น 9.1% ซึ่งใกล้เคียงกับระดับก่อนเกิดวิกฤติแฮมเบอร์เกอร์ในปี 2007 ที่ 9.0%) อย่างไรก็ตาม จากผลกระทบที่รุนแรงของ COVID-19 ต่อภาคธุรกิจและเศรษฐกิจไทย สะท้อนจากการหดตัวของเศรษฐกิจไทยในปี 2020 ที่เป็นการหดตัวมากที่สุดครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์เศรษฐกิจ รวมถึงตัวเลขการปิดกิจการที่เพิ่มสูงขึ้นอย่างมากเมื่อเทียบกับปีที่แล้ว และแนวโน้มการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่แม้จะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วแต่ยังคงต้องใช้เวลาอีกสักระยะ และยังคงมีความไม่ทั่วถึงและความไม่แน่นอนสูง ผลกระทบเหล่านี้ล้วนมีโอกาทำให้ สัดส่วนของ Zombie Firm ในภาคธุรกิจไทยมีแนวโน้มสูงขึ้นในระยะอันใกล้

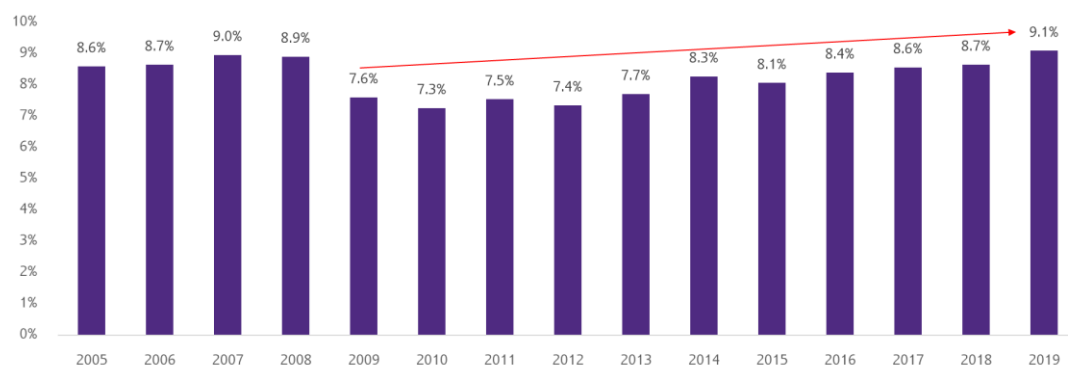
เพื่อความเข้าใจที่มากขึ้นเกี่ยวกับปัญหา Zombie Firm ในบทความนี้ EIC ได้ทำการวิเคราะห์ Zombie Firm เพื่อตอบคำถามหลัก 5 ข้อ ดังนี้

1. การมีสัดส่วน Zombie Firm สูงส่งผลอย่างไรต่อภาคธุรกิจและเศรษฐกิจไทยโดยรวม ?
2. บริษัทหน้าตาแบบไหนที่มีโอกาสเป็น Zombie Firm สูง ?
3. วัฏจักรชีวิตของ Zombie Firm เป็นอย่างไร ?
4. บทเรียนเรื่อง Zombie Firm จากวิกฤติการเงินโลกปี 2008 (Global Financial Crisis: GFC) เป็นอย่างไร ?
5. วิกฤติ COVID-19 จะส่งผลกระทบต่อสัดส่วน Zombie Firm ของไทยในระยะต่อไปอย่างไร ?

รูปที่ 1 : จำนวน Zombie Firm เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจาก 2010-2019 จนกลับมาใกล้เคียงกับช่วงก่อนเกิด GFC (2007-2009)

สัดส่วน Zombie Firm ในประเทศไทย 2005-2019

หน่วย: %



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์¹

¹ ฐานข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์มีจำนวนธุรกิจมากกว่า 7 แสนราย แต่ในงานวิจัยฉบับนี้ เราได้คัดกรองกลุ่มตัวอย่างที่มีงบการเงินสมบูรณ์ ได้แก่ รายได้ ทรัพย์สินรวม หนี้สิน และการดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งโดยเฉลี่ยแล้วนั้นจำนวนบริษัทที่มีข้อมูลต่าง ๆ เหล่านี้สมบูรณ์จะมีจำนวนเฉลี่ยอยู่ที่ 2-3 แสนรายในแต่ละปีบัญชี

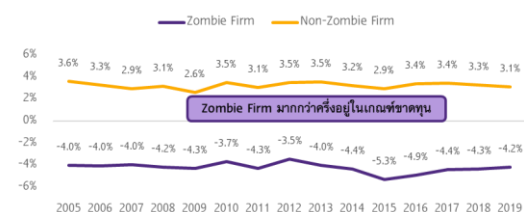
1. การมีสัดส่วน Zombie Firm สูงส่งพลอย่างไรต่อภาคธุรกิจและเศรษฐกิจไทยโดยรวม ?

การเพิ่มขึ้นของ Zombie Firm เป็นที่น่ากังวลต่อภาพรวมของภาคธุรกิจไทยทั้งในด้านประสิทธิภาพการผลิต การทำกำไร และการลงทุน เนื่องจาก Zombie Firm มีทั้งอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset: ROA) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) อัตราการเติบโตของยอดขายสุทธิ และอัตราการเติบโตของการลงทุนที่ต่ำกว่าบริษัททั่วไปที่มีกำลังจ่ายดอกเบี้ย (Non-Zombie Firm) อย่างมีนัย (รูปที่ 2)

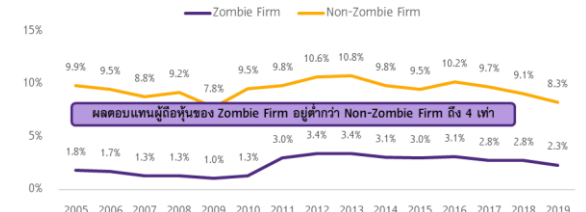
- **Zombie Firm** อย่างน้อยครั้งหนึ่งมียอดขายที่หดตัวจนถึงจุดขาดทุนจนทำให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์อยู่ในเกณฑ์ติดลบ
- นอกจากนี้ **Zombie Firm** ยังมีอัตราการขยายตัวของการลงทุนที่ต่ำอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ Non-Zombie Firm มีอัตราการขยายตัวที่สูงกว่าและผันผวนตามสภาพเศรษฐกิจโดยรวม
- **การคงอยู่ของ Zombie Firm** ซึ่งส่วนมากประสบปัญหาขาดทุนและขาดความสามารถในการชำระหนี้จำเป็นต้องได้รับการสนับสนุนทางการเงินในรูปแบบต่าง ๆ หรือการปรับโครงสร้างหนี้ โดยสำหรับภาครัฐแล้วนั้นการช่วยเหลือบริษัทเหล่านี้จากการปิดกิจการโดยเฉพาะในช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอยจะเป็นปัจจัยที่ช่วยประคับประคองสภาพการจ้างงาน แต่การช่วยเหลือตลาดแรงงานในลักษณะนี้ย่อมแลกมาด้วยทั้งรายจ่ายภาครัฐและประสิทธิภาพด้านการผลิตที่ลดลง
- **ก่อให้เกิดการจัดสรรทรัพยากรอย่างไม่มีประสิทธิภาพ (Resource Misallocation)** เนื่องจากการอยู่รอดของ Zombie Firm ในภาคธุรกิจหมายถึงแนวโน้มการตัดโอกาสการเข้าสู่ตลาดของบริษัทเกิดใหม่ที่อาจมีประสิทธิภาพการผลิตสูงกว่า

รูปที่ 2 : จำนวน Zombie Firm เพิ่มขึ้นต่อเนื่องจาก 2010-2019 จนกลับมาใกล้เคียงกับช่วงก่อนเกิด GFC (2007-2009)

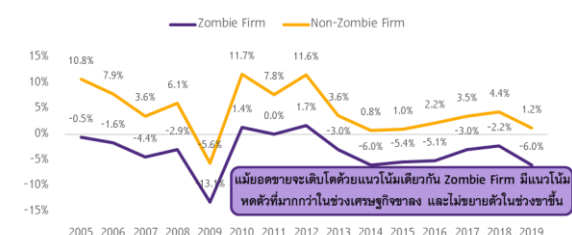
คำมัยฐานอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ของ Zombie Firm และ Non-Zombie Firm
หน่วย: %



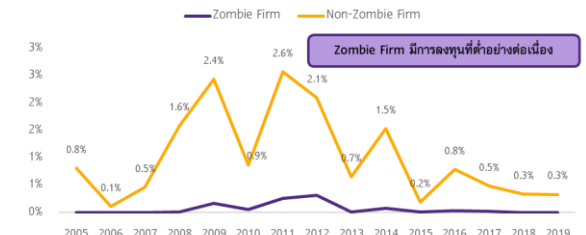
คำมัยฐานอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) ของ Zombie Firm และ Non-Zombie Firm
หน่วย: %



คำมัยฐานอัตราการเติบโตโดยยอดขายของ Zombie Firm และ Non-Zombie Firm
หน่วย: %YOY



คำมัยฐานอัตราการเติบโตโดยการลงทุนของ Zombie Firm และ Non-Zombie Firm
หน่วย: %YOY

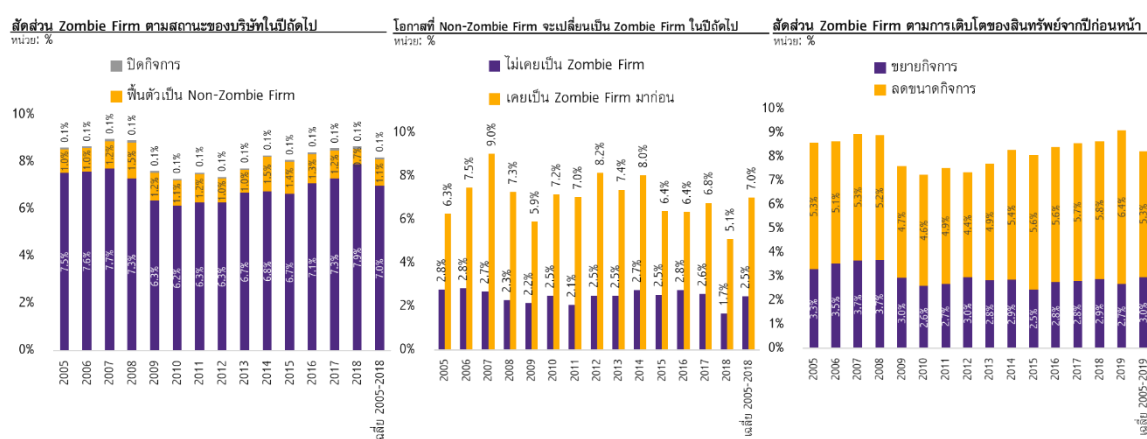


ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

Zombie Firm เป็นแล้วหายยาก หายแล้วมักกลับไปเป็นอีก แต่ไม่ยอมออกจากตลาด จนกลายเป็นปัญหาที่เรื้อรังต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวม (รูปที่ 3)

- จาก Zombie Firm ที่คิดเป็น 8.2% ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดในช่วงปี 2005-2018 มีเพียง 1.1% (1 ใน 8 ของ Zombie Firm ทั้งหมด) ที่สามารถฟื้นคืนความสามารถในการชำระหนี้ในรอบปีบัญชีถัดไป
- นอกจากนี้แล้วนั้นในบรรดา Non-Zombie Firm บริษัทที่เคยเป็น Zombie Firm มาก่อนจะมีโอกาสกลับไปเป็น Zombie Firm อีกในปีบัญชีถัดไปมากกว่าบริษัทที่ไม่เคยเป็น Zombie Firm มาก่อนถึง 2.8 เท่าตัว
- โดย 2 ใน 3 ของ Zombie Firm นั้นเลือกที่จะลดขนาดกิจการโดยวัดจากสินทรัพย์ที่ลดลง โดยมีเพียง 1% ของ Zombie Firm ที่จะปิดกิจการลง (0.1% ของบริษัททั้งหมด)

รูปที่ 3 : Zombie Firm ส่วนมากไม่ปิดกิจการและไม่ขยายตัว ทั้งยังมีโอกาสฟื้นตัวต่ำและเป็นแล้วเป็นอีก



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

2.บริษัทหน้าตาแบบไหนที่มีโอกาสเป็น Zombie Firm สูง ?

จากการสำรวจของ EIC พบว่าข้อแตกต่างหลักของกลุ่ม Zombie Firm เทียบกับ Non-Zombie Firm ตั้งแต่ปี 2005-2019 ที่ผ่านมาในประเทศไทยมีอยู่ 5 ประการ ได้แก่ ขนาดสินทรัพย์ ระดับหนี้สิน อายุประเภทธุรกิจ และแหล่งที่ตั้ง

- 1) **Zombie Firm มักจะกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีขนาดสินทรัพย์เล็กที่สุดและใหญ่ที่สุด** โดยหากแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็น 5 กลุ่ม (quintiles) ตามขนาดสินทรัพย์แล้วนั้น สัดส่วนของ Zombie Firm ในกลุ่มบริษัทขนาดเล็กที่สุด (1st quintile) มีอยู่สูงที่สุดถึง 16.4% และรองลงมาเป็นกลุ่มขนาดใหญ่ที่สุด (5th quintile) ที่ 10.5% ในขณะที่สัดส่วน Zombie Firm ในบริษัทขนาดกลางมีอยู่ที่เฉลี่ย 5-7% เท่านั้น (รูปที่ 4 ซ้ายมือ) การที่สัดส่วน Zombie Firm อยู่ในระดับสูงที่สุดในกลุ่มบริษัทขนาดเล็กที่สุดสะท้อนให้เห็นถึงความเปราะบางในด้านความสามารถในการชำระหนี้ของธุรกิจขนาดเล็ก

ในทางกลับกันนั้นกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่ที่สุดมีแนวโน้มเข้าถึงแหล่งเงินทุนและสินเชื่อได้สูงกว่าบริษัทขนาดกลางรวมทั้งมีแนวโน้มได้รับความน่าเชื่อถือมากกว่าจากภาคการธนาคาร จึงเป็นสาเหตุให้บริษัทเหล่านั้นสามารถทนต่อภาวะขาดทุนต่อเนื่องและความสามารถในการชำระหนี้ถดถอยชั่วคราวได้ยาวนานกว่า

นอกจากนี้ บริษัทใหญ่ยังมักมีขนาดสินทรัพย์ถาวร (fixed asset) ที่สูง ซึ่งสินทรัพย์เหล่านี้นำไปขายต่อหรือเคลื่อนย้ายเพื่อปิดกิจการได้ยาก ทั้งหมดนี้เป็นสาเหตุที่สัดส่วน Zombie Firm เพิ่มขึ้นในกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่มากกว่าสัดส่วนการปิดกิจการ ซึ่งผลการศึกษานี้สอดคล้องกับผลการศึกษาเรื่อง Zombie Firm ในกลุ่มประเทศ OECD โดย European Commission Joint Research Center และในกลุ่มประเทศยุโรปโดย Bank of International Settlements

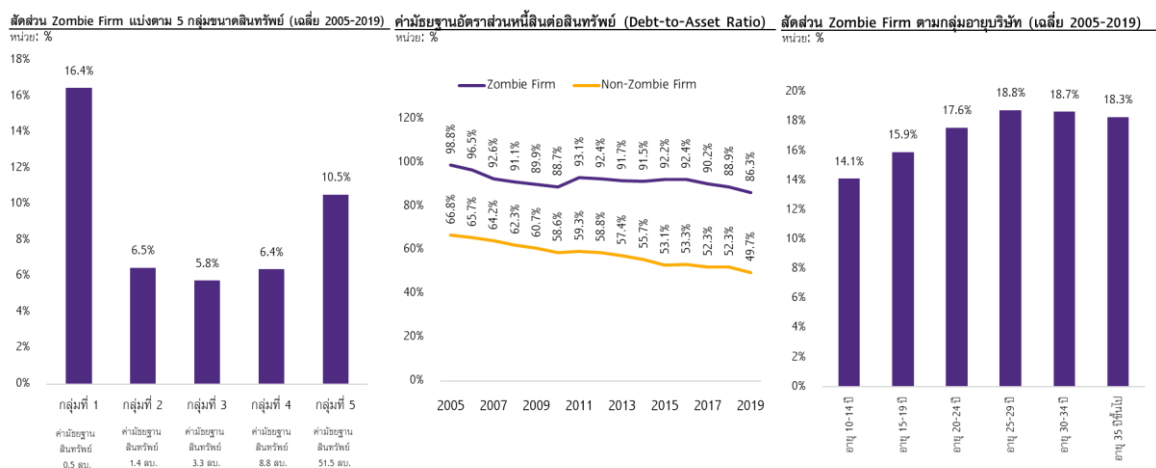
2) Zombie Firm มีสัดส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt-to-Asset Ratio) สูงกว่า Non-Zombie Firm อย่างมีนัย (รูปที่ 4 กลาง) โดยเกือบครึ่งหนึ่งของ Zombie Firm มีหนี้สินสูงกว่าทรัพย์สิน ภาวะ

หนี้สินที่สูงอย่างมีนัยของบริษัทเหล่านี้ย่อมตามมาด้วยการระดมเบี้ยที่สูง ซึ่งสอดคล้องกับสัดส่วนความสามารถในการชำระหนี้ (Interest Coverage Ratio) ที่ถดถอยเป็นเวลานานต่อเนื่อง

3) สัดส่วน Zombie Firm มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นตามกลุ่มอายุของบริษัท (รูปที่ 4 ขวามือ) โดยบริษัทที่

ก่อตั้งมาเป็นเวลานานนั้นมักมีข้อได้เปรียบด้านการเข้าถึงสินเชื่อและการระดมทุนจากความสัมพันธ์ในระยะยาวกับสถาบันการเงินต่าง ๆ ดังนั้น บริษัทเหล่านี้จึงสามารถเผชิญภาวะขาดทุนและปัญหาความสามารถในการชำระหนี้ได้ยาวนาน เช่นเดียวกับบริษัทกลุ่มที่ถือสินทรัพย์ขนาดใหญ่

รูปที่ 4 : Zombie Firm มักกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มบริษัทที่มีขนาดสินทรัพย์เล็กที่สุดและใหญ่ที่สุด ในกลุ่มบริษัทที่มีระดับหนี้สินสูง และในกลุ่มบริษัทที่ก่อตั้งมานาน



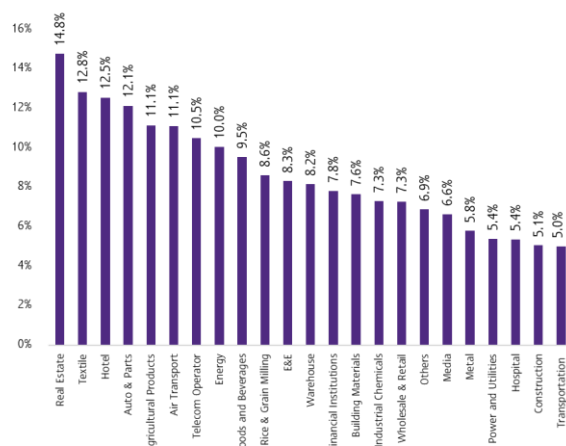
ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

- 4) ในบรรดากลุ่มธุรกิจนั้น จากการสำรวจของ EIC พบว่า 5 อันดับแรกที่มีสัดส่วนของ **Zombie Firm** อยู่สูงที่สุดได้แก่ กลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ สิ่งทอ การโรงแรม อุตสาหกรรมยานยนต์ และสินค้าเกษตรกรรมซึ่งมีสัดส่วนเท่ากับกลุ่มขนส่งทางอากาศ (รูปที่ 5 ซ้ายมือ) โดยเป็นที่น่าสังเกตว่าธุรกิจกลุ่มนี้เป็นกลุ่มที่พึ่งพาอุปสงค์จากต่างประเทศอยู่ค่อนข้างมาก การที่ธุรกิจเหล่านี้แสดงความเปราะบางในด้านการสามารถในการชำระหนี้จึงเป็นที่น่ากังวลสำหรับเศรษฐกิจไทยโดยเฉพาะในภาวะที่เศรษฐกิจโลกตกต่ำ
- 5) ในด้านแหล่งที่ตั้งนั้น EIC พบว่าสัดส่วน **Zombie Firm** ใน กทม. และปริมณฑล ภาคเหนือ และภาคใต้สูงกว่าภาคอื่น ๆ ของประเทศ ในขณะที่สัดส่วน **Zombie Firm** ในภาคตะวันออกนั้น อยู่ในระดับต่ำที่สุด (รูปที่ 5 ขวามือ)

รูปที่ 5 : Zombie Firm มักกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ สิ่งทอ การโรงแรม ยานยนต์ และสินค้าเกษตร นอกจากนี้ ยังมีสัดส่วนสูงสุดใน กทม. ภาคเหนือ และภาคใต้ของประเทศ

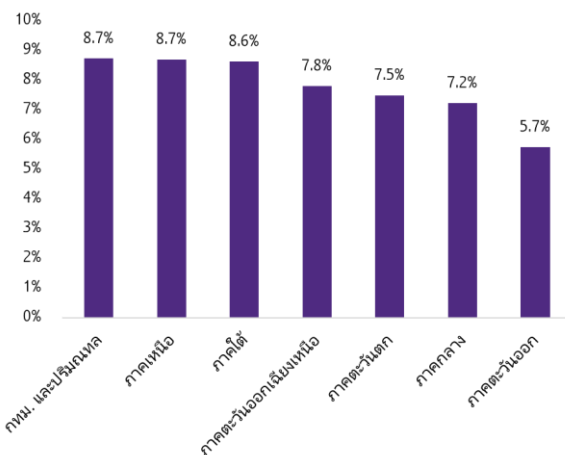
สัดส่วน **Zombie Firm** ตามภาคอุตสาหกรรม (เฉลี่ย 2005-2019)

หน่วย: %



สัดส่วน **Zombie Firm** ตามแหล่งที่ตั้งบริษัท (เฉลี่ย 2005-2019)

หน่วย: %



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

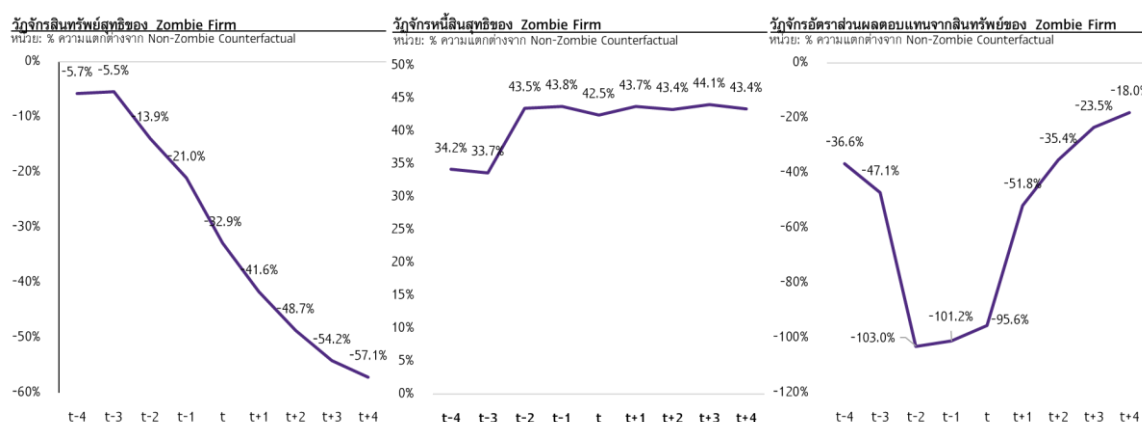
3. วัฏจักรชีวิตของ **Zombie Firm** ของไทยเป็นอย่างไร ?

จากการใช้แบบจำลองทางเศรษฐมิติ EIC ได้ศึกษาวัฏจักรชีวิตของ **Zombie Firm** นับตั้งแต่ 4 ปีก่อนที่บริษัทเหล่านี้จะเข้าสู่สถานะ **Zombie Firm** และ 4 ปีหลังจากบริษัทเหล่านี้ถูกจัดเป็น **Zombie Firm** แล้ว โดยเทียบกับกรณีสถานการณ์จำลองที่บริษัทเหล่านี้ไม่เปลี่ยนสถานะเป็น **Zombie Firm** (Non-Zombie Counterfactual) ซึ่งสะท้อนจาก Non-Zombie Firm ที่มีลักษณะใกล้เคียงกัน ในบทความนี้ลักษณะสำคัญของวัฏจักรชีวิต **Zombie Firm** ที่ EIC เลือกศึกษาได้แก่ การเปลี่ยนแปลงของสินทรัพย์ หนี้สินสุทธิ กำไรสุทธิก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) ภาระดอกเบี้ยจ่าย (Interest Expenses) อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) และอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA)

ผลจากการศึกษาวัฏจักรของ Zombie Firm มีข้อสังเกตดังต่อไปนี้

- 1) Zombie Firm มีขนาดสินทรัพย์สุทธิที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง** (รูปที่ 6 ซ้ายมือ) โดยลดจากระดับที่ใกล้เคียงกับ Non-Zombie Counterfactual ในช่วง 4 ปีก่อนที่จะเปลี่ยนสถานะลงมาเป็นขนาดเล็กกว่า Non-Zombie Counterfactual 50% หลังจากถูกจัดเป็น Zombie Firm ไปแล้ว 4 ปี แนวโน้มนี้สะท้อนให้เห็นว่า Zombie Firm เป็นบริษัทที่ปรับลดขนาดของสินทรัพย์ลงอย่างมาก โดยส่วนหนึ่งอาจมาจากเหตุผลในการลดภาระค่าใช้จ่าย
- 2) Zombie Firm สะสมหนี้สินเพิ่มขึ้นก่อนเปลี่ยนสถานะและคงระดับไว้หลังเปลี่ยนสถานะแล้ว** (รูปที่ 6 กลาง) โดยเฉลี่ย Zombie Firm มีหนี้สินสูงขึ้นจากกรณี Non-Zombie Counterfactual อยู่ประมาณ 35% ในช่วง 4 ปีก่อนที่จะเปลี่ยนสถานะและเพิ่มขึ้นมาที่ประมาณ 45% ณ จุดที่เปลี่ยนสถานะแล้ว โดยมีแนวโน้มรักษาระดับนี้ตลอด 4 ปีต่อมา สะท้อนให้เห็นถึงภาระหนี้ในระดับสูงของ Zombie Firm
- 3) Zombie Firm มีประสิทธิภาพการผลิตที่ลดลงถึงจุดต่ำสุด ณ จุดเปลี่ยนสถานะ และเฝ้าถ้อยลงหลังเปลี่ยนสถานะแต่ยังคงอยู่ระดับต่ำกว่า Non-Zombie Counterfactual อย่างมีนัย** สะท้อนได้จากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ที่ลดลงไปกว่า 1 เท่าตัว (เมื่อเทียบกับ ROA ของกรณี Non-Zombie Counterfactual) ในช่วง 2 ปีก่อนเปลี่ยนสถานะและกลับตัวมาที่ระดับ 18% ต่ำกว่า Non-Zombie Counterfactual หลังระยะเวลาผ่านไป 4 ปี (รูปที่ 6 ขวามือ) แนวโน้มเหล่านี้แสดงให้เห็นว่า การปรับโครงสร้างต่าง ๆ ของ Zombie Firm ทำให้ความสามารถในการผลิตฟื้นตัวกลับมาได้ในระดับหนึ่ง แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่า Non-Zombie Counterfactual อยู่มาก

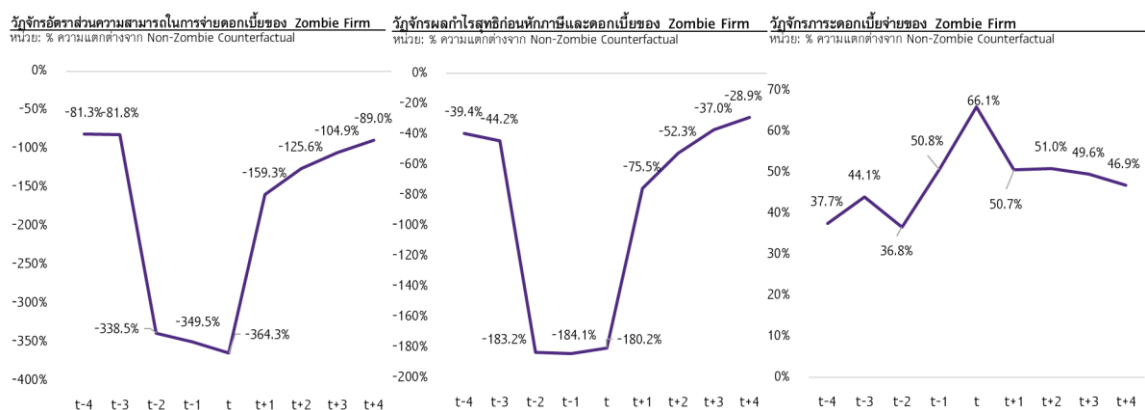
รูปที่ 6 : บริษัทมีสินทรัพย์ที่ลดลงและหนี้สินที่เพิ่มขึ้นหลังเปลี่ยนสถานะเป็น Zombie Firm ในขณะที่อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) กลับตัวแต่ยังคงต่ำกว่า Non-Zombie Counterfactual



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

4) **Zombie Firm** มีความสามารถในการชำระหนี้ที่ลดลงถึงจุดต่ำสุด ณ จุดที่เปลี่ยนสถานะ และเริ่มกลับตัวหลังเปลี่ยนสถานะแต่ยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า **Non-Zombie Counterfactual** อยู่มาก โดยอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) ของ **Zombie Firm** ลดต่ำกว่ากรณี **Non-Zombie Counterfactual** ถึง 3 เท่าตัวที่จุดเปลี่ยนสถานะและกลับมาที่ระดับต่ำกว่าอยู่ประมาณ 1 เท่าตัวหลังระยะเวลาผ่านไป 4 ปี (รูปที่ 7 ซ้ายมือ) โดยเป็นผลมาจากผลกำไรสุทธิก่อนหักภาษีและดอกเบี้ย (EBIT) ที่กลับตัวตามประสิทธิภาพการผลิต (รูปที่ 7 กลาง) และภาระดอกเบี้ยจ่าย (Interest Expenses) ที่ปรับลดระดับลงเล็กน้อยเมื่อเทียบกับกรณี **Non-Zombie Counterfactual** หลังเปลี่ยนสถานะ (รูปที่ 7, ขวา)

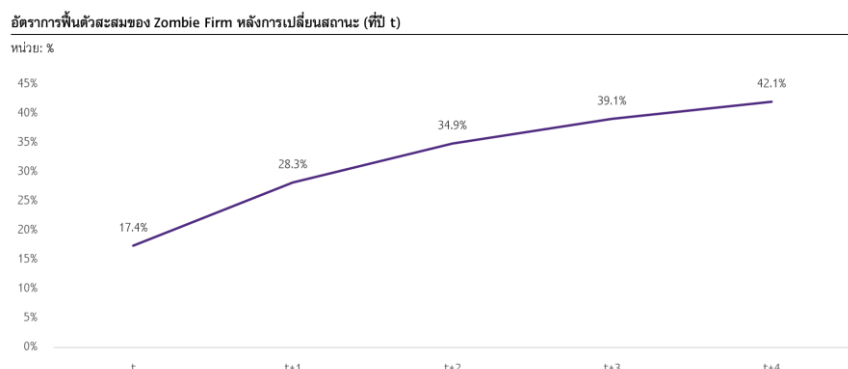
รูปที่ 7 : **Zombie Firm** มีกำไรและความสามารถในการชำระหนี้ที่กลับตัวหลังเปลี่ยนสถานะ แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่า **Non-Zombie Counterfactual** อย่างมีนัย



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

5) **โอกาสฟื้นตัวสะสม (Cumulative Recovery Probability) ของ Zombie firm ของไทยอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ** สำหรับระยะเวลาฟื้นตัวของ **Zombie Firm** นั้น ทาง EIC พบว่า **Zombie Firm** มีโอกาสฟื้นตัว 17.4% ในปีแรก และมีโอกาสฟื้นตัว 42.1% ภายใน 4 ปีหลังจากเปลี่ยนสถานะ (รูปที่ 8) โดยอัตราส่วนการฟื้นตัวของ **Zombie Firm** สำหรับภาคธุรกิจไทยภายในระยะ 4 ปีนั้น อยู่ในระดับที่ต่ำกว่า **Zombie Firm** ในยุโรปที่มีอัตราการฟื้นตัวสะสมอยู่ที่ 60% (จากการศึกษาโดย Bank of International Settlements)

รูปที่ 8 : แม้ผ่านไปถึง 4 ปี **Zombie Firm** ของไทยมีโอกาสรฟื้นตัวสะสม (Cumulative Recovery Probability) เพียง 42% ซึ่งต่ำกว่าอย่างมีนัยเมื่อเทียบกับในยุโรปที่ 60%



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

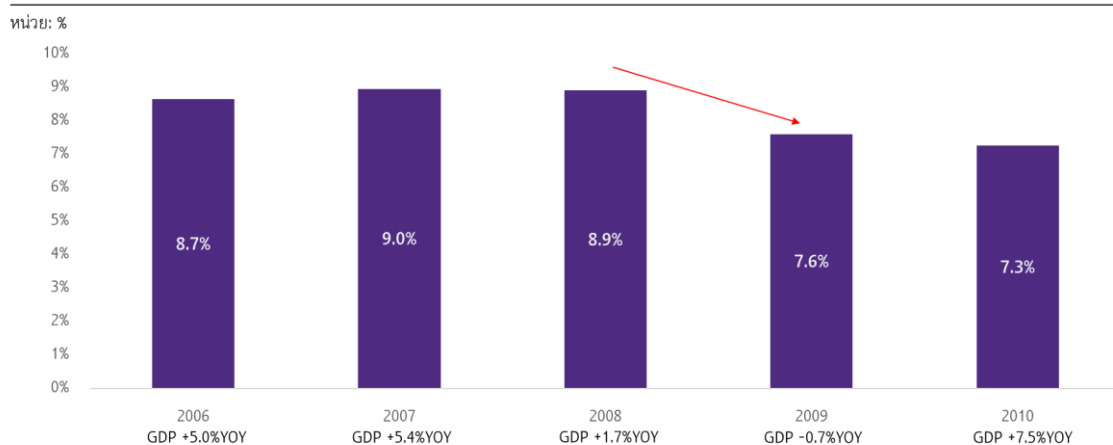
4. บทเรียนเรื่อง Zombie Firm จากวิกฤติการเงินโลกปี 2008 (Global Financial Crisis: GFC) เป็นอย่างไร ?

แม้ต้นตอของปัญหา ขนาดและภาคธุรกิจที่ได้รับผลกระทบ รวมถึงสถานะของภาคธุรกิจและเศรษฐกิจไทยก่อนที่จะเกิดวิกฤติ จะมีความแตกต่างกันกับเหตุการณ์วิกฤติเศรษฐกิจ COVID-19 แต่วิกฤติการเงินโลกปี 2008 (Global Financial Crisis: GFC) น่าจะเป็นกรณีศึกษาที่น่าสนใจกรณีหนึ่งเพื่อที่จะนำไปเป็นตัวอย่างเปรียบเทียบกับสถานการณ์ Zombie Firm ที่จะเกิดขึ้นในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า โดยในหัวข้อนี้ EIC พบข้อสังเกตหลักดังนี้

- **สัดส่วน Zombie Firm ในช่วง GFC ไม่ได้เพิ่มขึ้นแต่กลับลดลง** โดยสัดส่วน Zombie Firm ก่อนเกิด GFC ในปี 2007 ของประเทศไทยอยู่ที่ประมาณ 9% (ใกล้เคียงกับระดับในปี 2019) โดยในช่วงปี 2008-2009 สัดส่วน Zombie Firm กลับลดต่ำลงมาที่ 7.6% ในปี 2009 แม้เศรษฐกิจไทยจะหดตัวถึง -0.7%YOY (รูปที่ 9)

รูปที่ 9 : สัดส่วน Zombie Firm ในปี 2009 ลดลงในขณะที่เศรษฐกิจไทยกำลังหดตัว

สัดส่วน Zombie Firm ในประเทศไทย 2006-2010



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

- **กลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ สิ่งทอ ยานยนต์ สินค้าเกษตรกรรม และการโรงแรมมีสัดส่วน Zombie Firm สูงในช่วง GFC** ซึ่งธุรกิจเหล่านี้นับเป็นธุรกิจที่พึ่งพาอุปสงค์จากต่างประเทศจึงได้รับผลกระทบหนักในช่วงที่เศรษฐกิจโลกตกต่ำ โดยเฉพาะกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ซึ่งมียอดขายตกต่ำลงทั่วโลกในเวลานั้น (รูปที่ 10 ซ้ายมือ)
- **Zombie Firm กระจุกตัวอยู่ในกลุ่มธุรกิจที่มีสินทรัพย์ขนาดเล็กที่สุด (1st quintile) และกลุ่มที่มีสินทรัพย์ขนาดใหญ่ที่สุด (5th quintile)** โดยแนวโน้มนี้สอดคล้องกับสัดส่วน Zombie Firm ที่มีอยู่สูงที่สุดในภาคอสังหาริมทรัพย์ซึ่งมักมีขนาดสินทรัพย์ที่ใหญ่ นอกจากนี้ **สังเกตได้ว่าสัดส่วน Zombie Firm ในธุรกิจขนาดเล็กที่สุดมีอยู่เพียง 12% (เมื่อเทียบกับ 25% ในปี 2019)** (รูปที่ 10 ขวามือ)

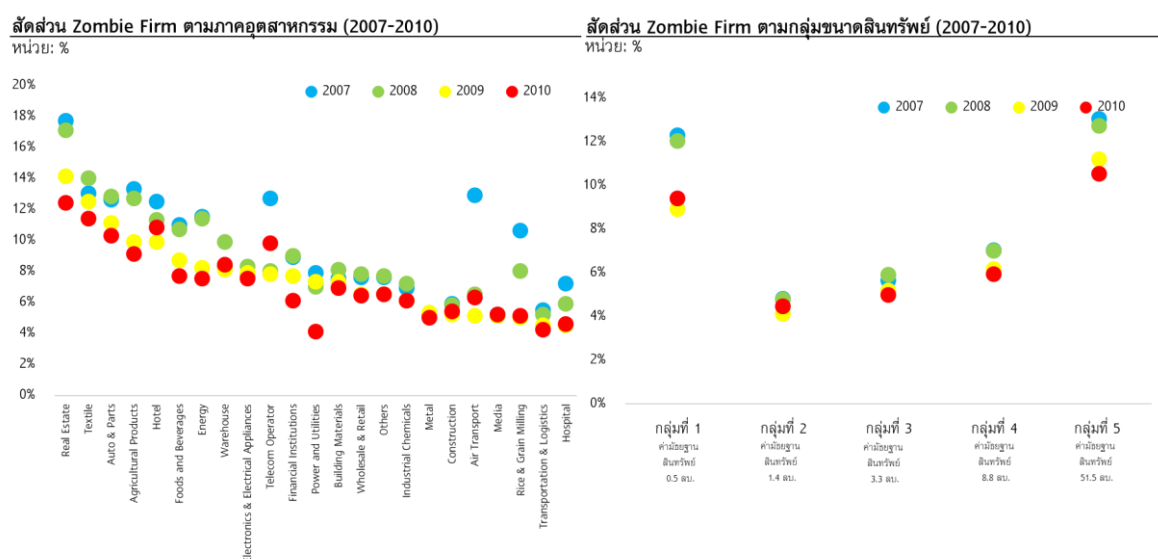
- **สัดส่วน Zombie Firm ของไทยที่ลดลงในช่วงวิกฤติการเงินโลกนั้น สะท้อนได้จากการหนี้ที่ลดลงเร็วกว่าพลประกอบการที่ถดถอย** โดยค่ามัธยฐานของภาระดอกเบี้ยจ่าย (Interest Expenses) ลดลงถึง -34.9% (ปี 2009 เทียบกับปี 2007) ในขณะที่กำไรสุทธิก่อนหักภาษีและดอกเบี้ย (EBIT) ไม่ได้เปลี่ยนแปลงมากนัก (0.5%) (ตารางที่ 1)

ตารางที่ 1 : ความเปลี่ยนแปลงของบัญชีภาคธุรกิจไทยจากปี 2009 เทียบกับ 2007 (ค่ามัธยฐาน)

กลุ่มอุตสาหกรรม (หน่วย : % ความเปลี่ยนแปลงของปี 2009 เทียบกับปี 2007)	ยอดขายสุทธิ (Net Sales)	กำไรสุทธิก่อนหักภาษี (EBIT)	ภาระดอกเบี้ยจ่าย (Interest Expenses)	Interest Coverage Ratio
Agricultural Products & Commodities	11.1%	172.0%	-24.4%	110.9%
Auto & Parts	-14.5%	25.9%	-6.4%	55.1%
Building Materials	-12.6%	-3.5%	-31.4%	16.2%
Construction	-16.3%	-6.3%	-28.0%	24.5%
Electronics & Electrical Appliances	-17.7%	-14.0%	-25.9%	3.1%
Energy	-18.0%	-4.9%	-21.9%	29.4%
Financial Institutions	0.4%	82.1%	-17.5%	103.4%
Foods and Beverages	-2.9%	17.8%	-36.0%	23.6%
Hospital	-7.3%	72.6%	-34.1%	99.7%
Hotel	-25.0%	-18.3%	-41.2%	34.5%
Industrial Chemicals & Raw Materials	-16.8%	-129.3%	-28.3%	-130.1%
Metal	-15.2%	1.6%	-27.6%	35.0%
Others	-16.0%	4.2%	-32.7%	48.6%
Power and Utilities	-26.8%	-38.5%	-30.6%	-17.9%
Real Estate	-30.2%	-8.4%	-44.5%	47.2%
Rice & Grain Milling	-18.2%	-81.4%	-25.7%	-43.3%
Textile	-6.6%	108.9%	-26.7%	126.3%
Transportation & Logistics (Other)	14.6%	41.9%	-36.6%	66.9%
Wholesale & Retail	29.1%	-171.9%	-57.7%	-247.8%
Telecom Operator	-18.2%	23.7%	-42.2%	59.2%
Media	-19.5%	15.3%	-20.1%	41.7%
Air Transport	7.4%	30.7%	-35.1%	66.6%
Warehouse	-16.2%	-7.2%	-31.9%	34.1%
เฉลี่ยทุกอุตสาหกรรม	-19.0%	0.5%	-34.9%	37.5%

ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

รูปที่ 10 : ในช่วง 2007-2010 Zombie Firm มีสัดส่วนสูงในกลุ่มธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ สิ่งทอ ยานยนต์ สินค้าเกษตรกรรม และการโรงแรม รวมทั้งในกลุ่มธุรกิจทรัพย์สินขนาดเล็กที่สุดและใหญ่ที่สุด



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

5. วิกฤติ COVID-19 จะส่งผลกระทบต่อสัดส่วน Zombie Firm ของไทยในระยะต่อไปอย่างไร ?

เพื่อที่จะประเมินผลกระทบของ COVID-19 ต่อสัดส่วน Zombie Firm EIC เริ่มจากการคาดการณ์ความสามารถด้านการชำระหนี้ของภาคธุรกิจไทยในช่วงปี 2020-2022 โดยใช้การประมาณการอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) ซึ่งคำนวณมาจาก

$$\text{Interest Coverage Ratio} = \frac{\text{EBIT Margin} \times \text{Sales}}{\text{Interest Expenses}}$$

โดย EIC คาดการณ์แต่ละองค์ประกอบข้างต้นภายใต้สมมติฐานหลักดังต่อไปนี้ :

- การเติบโตของยอดขาย (Sales Growth) แยกตามรายอุตสาหกรรมหลัก ซึ่งประเมินโดยฝ่ายวิจัยอุตสาหกรรมของ EIC (ตารางที่ 2) โดยประเมินว่ายอดขายของธุรกิจต่าง ๆ ในภาพรวมจะลดลงที่ -15.3% ในปี 2020 และฟื้นกลับมาขยายตัวที่ 10.5% และ 18.7% ในปี 2021 และ 2022 ตามลำดับ ซึ่งสะท้อนถึงความแปรผันด้านภาพรวม (Aggregate Variation) ของยอดขายในกลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ ที่ขึ้นลงตามการคาดการณ์สภาพเศรษฐกิจ
- ธุรกิจมีอัตราส่วนการทำกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT Margin) ที่กระจายตัวแบบมาตรฐาน (Normal Distribution) ในปี 2020-2022 โดยมีค่ากลาง (Mean) เทียบเท่ากับระดับเดิมในปี 2019 และมีความแปรปรวน (Variance) เท่ากับความแปรปรวนในช่วงปี 2005-2019 ซึ่งจะเป็นการสะท้อนความแปรผันรายบริษัท (Idiosyncratic Variation) ของอัตราส่วนการทำกำไรซึ่งอาจขึ้นลงตามปัจจัยภายในของบริษัทนั้น ๆ รวมถึงความสามารถในการปรับตัวของบริษัทในแต่ละปี โดยจากทั้งสมมติฐาน 1) และ 2) EIC ประเมินว่าน่าจะสามารถสะท้อนปัจจัยภาพรวมและปัจจัยภายในบริษัทได้สมจริงมากยิ่งขึ้น
- ธุรกิจมีภาระหนี้จ่าย (Interest Expenses) เทียบเท่าปี 2019

หมายเหตุ : สมมติฐาน ค่ากลางของอัตราส่วนการทำกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีและภาระหนี้ที่จ่ายเท่ากับปี 2019 เป็นสมมติฐานที่มีโอกาสคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริงอยู่พอสมควรเนื่องจากภาวะเศรษฐกิจและยอดขายหดตัวรุนแรง น่าจะส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนการทำกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (ในช่วงปี 2007-2009 อัตราส่วนการทำกำไรก่อนหักภาษีเพิ่มขึ้น 1.2 percentage point) รวมถึงการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย มาตรการพักหนี้และมาตรการปรับโครงสร้างหนี้ น่าจะมีส่วนทำให้ภาระหนี้ที่จ่ายของภาคธุรกิจลดลง แต่ด้วยข้อมูลที่จำกัดทำให้ไม่สามารถ คาดการณ์ การเปลี่ยนแปลงของสมมติฐานเหล่านี้ได้ อย่างไรก็ตาม ในหัวข้อถัดไป EIC ได้จัดทำ Sensitivity analysis จากการเปลี่ยนแปลงของสมมติฐานหลักเพื่อประเมินผลกระทบต่อสัดส่วน Zombie Firm

EIC คาดว่าสัดส่วนบริษัทที่มีความเปราะบางในด้านความสามารถในการชำระหนี้มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นสูงสุดในปี 2020 อันเป็นผลมาจากยอดขายที่ตกต่ำในช่วงวิกฤติ COVID-19 โดยประเมินว่าสัดส่วนบริษัทที่ขาดความสามารถในการชำระหนี้ (วัดจากอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยที่น้อยกว่า 1 เท่า) จะเพิ่มสูงขึ้นถึง 43.7% ในปี 2020 (รูปที่ 11 ซ้ายมือ) ทั้งนี้ EIC มองว่าหลังการฟื้นตัวของยอดขายตามสภาพเศรษฐกิจโดยรวม สัดส่วนของบริษัทที่เปราะบางเหล่านี้จะมีแนวโน้มลดลงและกลับสู่ระดับช่วงก่อนเกิดวิกฤติเศรษฐกิจอย่างช้า ๆ

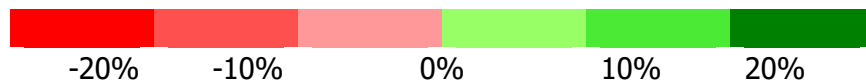
จากความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทที่ลดลงนั้น EIC คาดว่าจะทำให้สัดส่วน Zombie Firm เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยในช่วงปี 2020-2022 โดยเพิ่มขึ้นเป็น 11% ในปี 2020 และมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นถึง 16% ในปี 2022² (รูปที่ 11 ขวามือ) ซึ่งในระยะยาว หากบริษัทเหล่านี้ไม่สามารถฟื้นคืนความสามารถในการทำกำไรแต่ยังสามารถดำเนินกิจการต่อไปได้โดยไม่ยอมออกจากตลาด อาจกลายเป็นปัญหาเรื้อรังต่อประสิทธิภาพการผลิตและการจัดสรรทรัพยากรของภาคธุรกิจไทย โดย EIC มองว่านอกจากปัญหาเฟลป็นทางเศรษฐกิจ (Scarring Effects) จากวิกฤติ COVID-19 ในด้านการปิดกิจการของภาคธุรกิจ การลดลงของการจ้างงานและชั่วโมงการทำงาน รวมถึงหนี้ครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูงแล้ว สัดส่วน Zombie Firm สะสมที่จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยและส่งผลกระทบต่อภาคการผลิตในระยะต่อไปน่าจะเป็นอีกหนึ่งเฟลป็นทางเศรษฐกิจที่ทุกภาคส่วนต้องให้ความสำคัญ แม้ผลกระทบจาก COVID-19 จะเริ่มทุเลาลง

หลังจากวิกฤติ COVID-19 EIC คาดว่าสัดส่วน Zombie Firm จะเพิ่มสูงขึ้นในทุกภาคอุตสาหกรรม โดยกลุ่มธุรกิจสายการบิน ยานยนต์ สิ่งทอ การโรงแรม และพลังงาน มีสัดส่วนสูงเป็น 5 อันดับแรกในปี 2020F (รูปที่ 12 ซ้ายมือ) โดยมีสาเหตุหลักมาจากผลกระทบที่รุนแรงจาก COVID-19 ที่มีต่ออุตสาหกรรมดังกล่าว โดยการฟื้นตัวน่าจะเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยมีปัจจัยสำคัญคือการมีวัคซีนใช้อย่างแพร่หลาย การฟื้นตัวของอุปสงค์จากต่างประเทศและราคาน้ำมัน ทั้งนี้สัดส่วน Zombie Firm มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นในทุกภาคอุตสาหกรรมเนื่องจากวิกฤติเศรษฐกิจครั้งนี้มีผลกระทบเป็นวงกว้างต่อทุกภาคส่วนของระบบเศรษฐกิจไทย

หากมองตามขนาดสินทรัพย์แล้วนั้น EIC คาดว่าสัดส่วน Zombie Firm จะเพิ่มสูงขึ้นที่สุดถึง 30% ในปี 2021F-2022F สำหรับธุรกิจขนาดเล็กที่สุด (รูปที่ 12 ขวามือ) โดยเพิ่มขึ้นจากสัดส่วนที่สูงถึง 25% อยู่แล้ว ในปี 2019 แนวโน้มนี้แสดงให้เห็นว่ากลุ่มธุรกิจขนาดเล็กซึ่งมีความเปราะบางอยู่ก่อนเกิดวิกฤติ COVID-19 แล้วนั้น คาดว่าจะได้รับผลกระทบต่อเนื่องอย่างหนักจากวิกฤติครั้งนี้และอาจจะเป็นกลุ่มที่ฟื้นคืนความสามารถในการชำระหนี้ได้ช้าที่สุดในระยะต่อไป

² โดยค่าคาดการณ์ในแต่ละปีมีช่วงความเชื่อมั่น (Confidence Interval) ระดับ 95% อยู่ที่ $\pm 0.1\%$

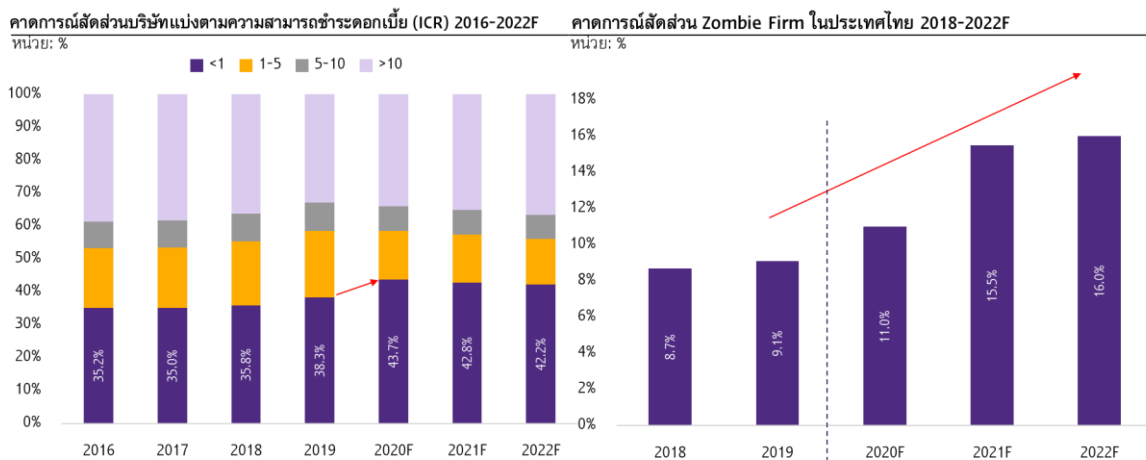
ตารางที่ 2 : คาดการณ์การเติบโตของยอดขายรายภาคธุรกิจต่าง ๆ ของ EIC



กลุ่มอุตสาหกรรม	2019	2020F	2021F	2022F
Agricultural Products & Commodities				
Auto & Parts				
Building Materials				
Construction				
Electronics & Electrical Appliances				
Energy				
Financial Institutions				
Foods and Beverages				
Hospital				
Hotel				
Industrial Chemicals & Raw Materials				
Metal				
Others				
Power and Utilities				
Real Estate				
Rice & Grain Milling				
Textile				
Transportation & Logistics (Other)				
Wholesale & Retail				
Telecom Operator				
Media				
Air Transport				
Warehouse				
เฉลี่ยทุกอุตสาหกรรม	0.8%	-15.3%	10.5%	18.7%

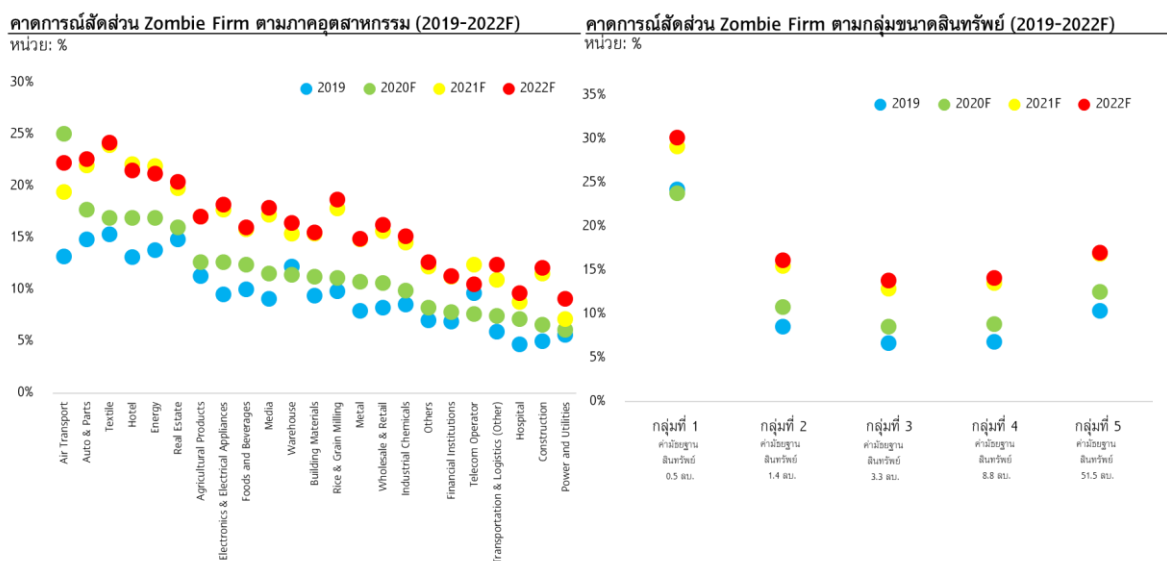
ที่มา : การวิเคราะห์และประมาณการโดย EIC

รูปที่ 11 : สัดส่วนบริษัทที่ไร้ความสามารถในการชำระหนี้ (ICR < 1) มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นสูงสุดในปี 2020 ส่งผลให้ Zombie Firm มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นสูงมากในช่วงปี 2020F-2022F



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

รูปที่ 12 : สัดส่วน Zombie Firm ในปี 2020-2022 มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม โดยเฉพาะกลุ่มธุรกิจสายการบิน ยานยนต์ สิ่งทอ พลังงาน และการโรงแรม และในกลุ่มธุรกิจขนาดเล็ก



ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

ทำไมสัดส่วน Zombie Firm ของไทยหลังวิกฤติ COVID-19 จึงเพิ่มขึ้นในขณะที่ในช่วง GFC กลับลดลง ?

การที่สัดส่วน Zombie Firm ของไทยลดลงในช่วง GFC สวนทางกับการคาดการณ์ของผลกระทบต่อเศรษฐกิจ COVID-19 นั้น EIC มองว่ามาจากข้อแตกต่างหลัก 5 ประการได้แก่ ระดับความรุนแรงของวิกฤติ เศรษฐกิจ ขีดความสามารถในการปรับลดอัตราดอกเบี้ย ค่าเงินบาท อัตราการว่างงาน และความเข้มแข็งของภาคธุรกิจขนาดเล็ก

1) ระดับความรุนแรงของวิกฤติ

- **วิกฤติการเงินโลกส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยน้อยกว่าวิกฤติ COVID-19** สะท้อนได้จากอัตราการเติบโตของ GDP ช่วงวิกฤติการเงินโลกที่ลดจากเฉลี่ย +5.4%YOY ในปี 2007 ลงมาต่ำสุดที่ -0.7%YOY ในปี 2009 ในขณะที่ในช่วงวิกฤติ COVID-19 เศรษฐกิจไทยพลิกจาก +2.4%YOY ในปี 2019 มาเป็นการหดตัว -6.5%YOY ในปี 2020 (คาดการณ์โดย EIC) โดยการหดตัวอย่างรุนแรงในระยะเวลาที่สั้นกว่าและหดตัวจากฐานที่ต่ำกว่า ประกอบกับการที่วิกฤติครั้งนี้เป็นวิกฤติที่เกิดขึ้นกับแทบทุกประเทศทั่วโลกทำให้เศรษฐกิจโลกปี 2020 หดตัวถึง -4.1% (คาดการณ์โดย EIC เทียบกับ -0.1% ในปี 2009) และมีผลที่รุนแรงโดยตรงกับเศรษฐกิจไทยซึ่งมีการพึ่งพาภาคการท่องเที่ยวระหว่างประเทศสูงมาก (12% ของ GDP ปี 2019) รวมถึงมีอุตสาหกรรมต่อเนื่องค่อนข้างมากเป็นปัจจัยสำคัญที่อาจทำให้ภาคธุรกิจได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงและยาวนานกว่าครั้งก่อนจนเกิดปัญหาความสามารถชำระหนี้ถดถอยยาวนานได้

2) ชัดความสามารถในการปรับลดอัตราดอกเบี้ย

- ในช่วงวิกฤติการเงินโลกปี 2007-2009 ค่ามัธยฐาน (median) ของการลดดอกเบี้ยจ่ายลดลงถึง -34.9% โดยเป็นผลมาจากมาตรการลดดอกเบี้ยของคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ที่ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจากจุดสูงสุดที่ 4.75% ในเดือนมกราคมปี 2007 มาถึงจุดต่ำสุดที่ 1.25% ในเดือนมกราคมปี 2009 (350 bps.) โดยการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอย่างมีนัยและรวดเร็วเช่นนี้หมายถึงภาวะดอกเบี้ยที่ลดลงอย่างมีนัยเช่นกันจนสามารถทำให้บริษัทจำนวนมากรอดพ้นจากปัญหาการชำระหนี้ในช่วงวิกฤติการเงิน
- ในช่วงวิกฤติ COVID-19 กนง. ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอย่างรวดเร็วเช่นกัน แต่มีข้อจำกัดจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ต่ำอยู่ก่อนแล้ว ทำให้มีขีดความสามารถในการลดดอกเบี้ยที่น้อยลง โดยได้ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงจาก 1.25% ในปีช่วงปลายปี 2019 ลงมาถึงต่ำสุดที่ 0.5% ในเดือนพฤษภาคม 2020 (75 bps.) และคงอยู่ในระดับที่ต่ำที่สุดในประวัติศาสตร์จนถึงปัจจุบัน (พฤศจิกายน 2020) โดย EIC คาดอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่ในระดับ 0.5% ตลอดช่วงปี 2021 เนื่องจากเศรษฐกิจไทยได้ฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดแล้ว และอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันอยู่ใกล้ effective lower bound แล้วอีกด้วย

3) ค่าเงินบาท

- การอ่อนค่าลงของเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐเฉลี่ยในช่วงปี 2007-2009 ถึง 6.5% มีส่วนช่วยลดผลกระทบจากวิกฤติการเงินโลก โดยเฉพาะกลุ่มธุรกิจที่พึ่งพาอุปสงค์จากต่างประเทศและมีรายได้ในสกุลเงินดอลลาร์สหรัฐ (โดยอัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย 32.2 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐในปี 2007 และอ่อนค่าลงเป็น 33.3 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2008 และ 34.3 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐในปี 2009)
- ในขณะที่ช่วงที่เหลือนของปี 2020 และในปี 2021 ค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐมีแนวโน้มแข็งค่า จากค่าเงินดอลลาร์สหรัฐที่มีแนวโน้มอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก และทิศทางนโยบายของนายไบเดน โดย EIC ประเมินว่าค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐจะอยู่ในช่วง

29.5-30.5 บาทในช่วงปลายปี 2021F ซึ่งการแข็งค่าของเงินบาทนี้อาจเป็นหนึ่งในอุปสรรคของการฟื้นตัวของรายได้ในรูปแบบเงินบาทของภาคธุรกิจที่พึ่งพาอุปสงค์จากต่างประเทศและมีรายได้ในสกุลดอลลาร์สหรัฐ เช่น ภาคส่งออกและการท่องเที่ยวระหว่างประเทศ ในระยะข้างหน้า

4) อัตราการว่างงานของไทยในช่วงวิกฤติการเงินโลกเพิ่มขึ้นต่ำกว่าในช่วงวิกฤติ COVID-19

โดยในช่วง 2007-2009 อัตราการว่างงานค่อย ๆ เพิ่มขึ้นและลดลงเร็วในปี 2009 (จาก 1.1% ในไตรมาสที่ 4 ของปี 2007 มาสู่จุดสูงสุดที่ 2.1% ในไตรมาสที่ 1 ของปี 2009 และลดลงสู่ระดับ 1.0% ในไตรมาสที่ 4 ปี 2009) เทียบกับในปี 2020 อัตราการว่างงานเพิ่มขึ้นค่อนข้างเร็วและมีแนวโน้มลดลงช้า (จาก 1.0% ในไตรมาสที่ 1/2020 มาที่ 2.0% ในไตรมาสที่ 2/2020 และล่าสุด 2.1% ในเดือนตุลาคม 2020) โดยนอกจากอัตราการว่างงานที่มีแนวโน้มลดลงช้า จำนวนชั่วโมงการทำงานที่ลดลงอย่างมีนัย (-12% YOY ในไตรมาสที่ 2/2020) จะทำให้แนวโน้มการฟื้นตัวของกำลังซื้อในประเทศเป็นไปอย่างช้า ๆ และส่งผลให้การฟื้นตัวของรายได้ของภาคธุรกิจฟื้นตัวช้าตามไปด้วย

5) ความเข้มแข็งของกลุ่มธุรกิจขนาดเล็กในปี 2007 และปี 2019 แตกต่างกันอย่างมีนัย สะท้อน

ได้จากสัดส่วน Zombie Firm ในกลุ่มธุรกิจขนาดสินทรัพย์เล็กที่สุด ซึ่งอยู่ที่ 12% และ 25% ตามลำดับ ภาคธุรกิจขนาดเล็กที่เปราะบางมากในช่วงก่อนวิกฤติ COVID-19 นั้นอาจส่งผลให้ปัญหาความสามารถในการชำระหนี้ในระยะข้างหน้าเรื้อรังมากขึ้นไปอีก เนื่องจากธุรกิจขนาดเล็กเหล่านี้อาจไม่สามารถปรับตัวเข้ากับสภาวะการทำงานและสภาวะตลาดหลังวิกฤติ COVID-19 ที่เปลี่ยนไปได้ดีเท่ากับธุรกิจขนาดใหญ่

Sensitivity Analysis : ผลกระทบจากการดอกเบี้ยจ่ายและยอดขายต่อสัดส่วน Zombie Firm

ในหัวข้อนี้ EIC ได้ทำ sensitivity analysis เพื่อทดสอบสมมติฐานที่เกี่ยวกับภาระดอกเบี้ยจ่ายและยอดขาย โดยจากเดิมที่ใช้สมมติฐานภาระดอกเบี้ยจ่ายในช่วงปี 2020-2022 เท่ากับปี 2019 เปลี่ยนมาเป็นมีภาระดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง และในอีกกรณีคือการให้ยอดขายฟื้นตัวเร็วขึ้นในปี 2021 เพื่อสะท้อนความคืบหน้าของการค้นพบวัคซีนที่มีประสิทธิภาพมากกว่าที่เคยคาดไว้ โดยมีรายละเอียดดังนี้

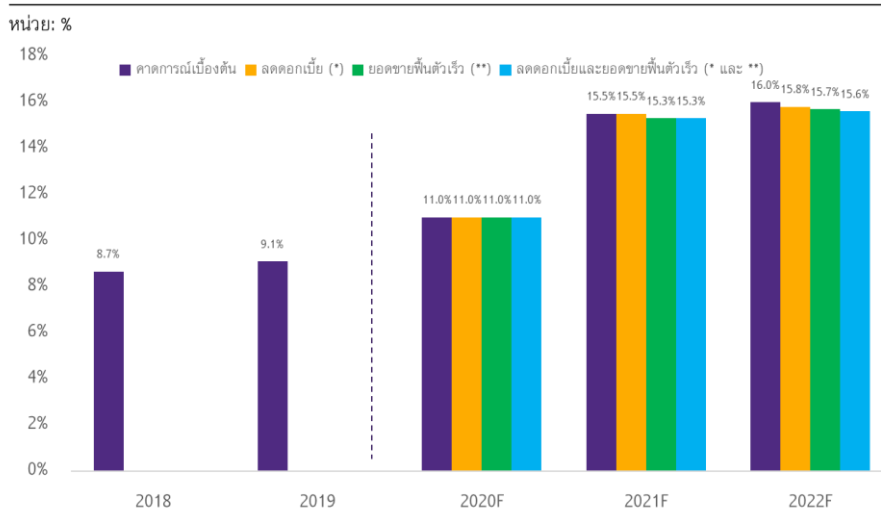
- **ภาระดอกเบี้ยจ่าย (Interest Expenses) ลดลง 7.5% ตั้งแต่ปี 2020-2022F** ซึ่งสมมติฐานนี้สอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ลดลง 75bps (จาก 1.25% มาที่ 0.50%) โดยเทียบสัดส่วนกับภาระดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง 35% ในช่วง 2007-2009 ตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ลดลงถึง 350bps (จาก 4.75% มาที่ 1.25%)
- **ยอดขายในปี 2021 ฟื้นตัวได้เร็วขึ้น 1.5 เท่าของสมมติฐานเบื้องต้น (โดย sale growth จะเติบโต 15.7% จากเดิม 10.5%)** โดยสอดคล้องกับประมาณการณั้อัตราการเติบโตของ GDP ปี 2021 ของ EIC ในกรณีเศรษฐกิจไทยฟื้นตัวได้ดี (better case scenario) ในปี 2021 ซึ่งปรับขึ้นมา 4.9%YOY จากกรณีฐานที่ 3.8%YOY การประมาณการนี้ใช้แนวโน้มจากข้อมูลปี 2005-2019 ที่พบว่า GDP ที่เติบโตเร็วขึ้น 1% สอดคล้องกับยอดขายที่เติบโตเร็วขึ้น 1.5%

จากทั้งสองสมมติฐานที่ปรับดีขึ้นข้างต้น EIC พบว่าสัดส่วน Zombie Firm ที่คาดการณ์ลดลงเพียงเล็กน้อยตลอดช่วงปี 2020-2022F (รูปที่ 13) สะท้อนถึงความสามารถในการชำระหนี้ที่สะสมมาตั้งแต่ก่อนวิกฤติ COVID-19 ซึ่งขยายตัวเพิ่มขึ้นในช่วงวิกฤติและอาจไม่คลี่คลายลงในทันทีของ บริษัทไทยในปัจจุบันที่แม้ว่าจะมีมาตรการลดดอกเบี้ยจากภาครัฐเข้ามาช่วยเหลือหรือเศรษฐกิจอาจจะฟื้นตัวเร็วขึ้นจากวัคซีน

ในส่วนของการมาตรการลดดอกเบี้ยที่ส่งผลต่อการลดลงของ Zombie Firm ที่จำกัดนั้นยังสะท้อนถึงข้อจำกัดของประสิทธิภาพของนโยบายลดดอกเบี้ยซึ่งเป็นมาตรการที่มีผลเป็นวงกว้าง (blunt measure) แต่ไม่ตรงจุด โดย EIC ประเมินว่าจากทิศทางการทำนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทยที่เน้นการปรับโครงสร้างหนี้ และให้ความช่วยเหลือทางด้านสภาพคล่องที่ตรงจุดมากขึ้นโดยเฉพาะกับธุรกิจขนาดเล็ก น่าจะเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่เข้ามาช่วยเหลือความสามารถในการชำระหนี้ของภาคธุรกิจไทยในระยะข้างหน้าได้มากกว่าแค่การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติม ซึ่งอาจทำให้เกิดผลกระทบข้างเคียงต่อเสถียรภาพของภาคการเงินในระยะข้างหน้า

รูปที่ 13 : คาดการณ์สัดส่วน Zombie Firm ในปี 2020F-2022F ลดลงจากมาตรการลดดอกเบี้ยและความคืบหน้าด้านวัคซีน

Sensitivity Analysis: คาดการณ์สัดส่วน Zombie Firm ในประเทศไทย 2020F-2022F จากการลดอัตราดอกเบี้ยและยอดขายที่ฟื้นตัวเร็วขึ้น



*ภายใต้สมมติฐานว่าการลดดอกเบี้ยจ่ายลดลง 7.5% ในปี 2020 สอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ลดลง 75bps ซึ่งเทียบได้กับการลดดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง 35% ตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ลดลง 350bps ในช่วงวิกฤติการเงินโลก (และอัตราดอกเบี้ยจะกลับสู่ระดับเดิมในปี 2023)

**ภายใต้สมมติฐานว่ายอดขายของภาคธุรกิจไทยในปี 2021 จะฟื้นตัวเร็วขึ้นกว่าสมมติฐานเบื้องต้น 1.5 เท่า สอดคล้องกับประมาณการณ์อัตราการเติบโตของ GDP ปี 2021 ของ EIC ในกรณีเศรษฐกิจปี 2021 ฟื้นตัวได้เร็วกว่าคาด โดยปรับขึ้นมา 4.9%YOY ที่จากกรณีฐาน 3.8%YOY

ที่มา : การวิเคราะห์โดย EIC จากข้อมูลของกรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์

นัยต่อเศรษฐกิจไทยและข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

การช่วยเหลือภาคธุรกิจไทยในระยะสั้นโดยมาตรการปรับโครงสร้างหนี้อาจมีความจำเป็นเพื่อควบคุมผลของแผลเป็นทางเศรษฐกิจ ในบทความนี้ EIC ได้ชี้ให้เห็นแล้วว่า Zombie Firm เป็นกลุ่มบริษัทที่มีทั้งประสิทธิภาพการผลิตและระดับการลงทุนที่ต่ำทั้งยังอยู่ในภาวะขาดทุนเป็นจำนวนมาก นอกจากนั้น Zombie Firm ยังกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มธุรกิจขนาดเล็ก ซึ่งมีความเปราะบางอยู่ก่อนแล้วและได้รับผลกระทบค่อนข้างรุนแรงจากวิกฤติ COVID-19 ซึ่งหากธุรกิจเหล่านี้ต้องปิดตัวลง และมีการเลิกจ้างตามมา ก็จะทำให้ผลกระทบของแผลเป็นทางเศรษฐกิจมีความรุนแรง ดังนั้น มาตรการช่วยเหลือต่าง ๆ จากภาครัฐเช่นการปรับโครงสร้างหนี้ แม้จะทำให้มีโอกาสเกิด Zombie Firm เพิ่มขึ้นในระยะสั้นแต่จะเป็นมาตรการที่ช่วยลดผลกระทบของแผลเป็นทางเศรษฐกิจได้

มาตรการในระยะถัดไปควรมุ่งเน้นเสริมสร้างประสิทธิภาพการผลิตและการแข่งขันของภาคธุรกิจไทยผ่าน 3 แนวทางหลักได้แก่

1) ส่งเสริมพลวัตของภาคธุรกิจและตลาดแรงงานไทย (business and labor market dynamism) ในด้านการเปิดและปิดกิจการของบริษัท

- สำหรับบริษัทที่ไม่สามารถแข่งขันได้ ภาครัฐควรสร้างกระบวนการออกจากธุรกิจอย่างคล่องตัว และมีผลกระทบจำกัด (orderly exit) โดยการปรับปรุงกฎหมายการล้มละลายให้เอื้อต่อการปรับโครงสร้างธุรกิจและลดขนาดกิจการ
- สำหรับบริษัทที่ยังคงศักยภาพในการปรับตัวควรได้รับความช่วยเหลือด้านสมรรถภาพในการแข่งขัน โดยควรเน้นสร้างแรงจูงใจให้บริษัทลดกำลังผลิตส่วนเกิน (excess capacity) และปรับรูปแบบธุรกิจเพื่อรองรับความต้องการของผู้บริโภคที่เปลี่ยนแปลงไป รวมทั้งส่งเสริมการพัฒนาทักษะที่มีอยู่ (reskill) และเสริมทักษะใหม่ (upskill) ของแรงงานที่ได้รับผลกระทบในภาคธุรกิจเหล่านี้
- การเสริมสร้างพลวัตตลาดแรงงาน (labor market dynamism) จะเป็นปัจจัยสนับสนุนหลักต่อพลวัตของภาคธุรกิจและภาคครัวเรือน โดยภาครัฐควรพัฒนาระบบจัดหางานใหม่ (job matching) ให้แก่แรงงานที่ตกงานจากธุรกิจที่ปิดกิจการลง หรือมีการลดขนาดกิจการ โดยมาตรการพัฒนาทักษะที่มีอยู่และเสริมทักษะใหม่ (reskill and upskill) ยังสามารถช่วยให้แรงงานเหล่านั้นสามารถปรับตัวได้ด้วย
- มาตรการส่งเสริมความคล่องตัวในการทำธุรกิจ (ease of doing business) เช่น การลดขั้นตอนการจดทะเบียนธุรกิจใหม่ และลดข้อกีดกันด้านการแข่งขันในภาคอุตสาหกรรมต่าง ๆ

2) ส่งเสริมการจัดการปัญหานี้ที่มักก่อให้เกิดรายได้และการปรับโครงสร้างหนี้อย่างต่อเนื่อง

- จากการศึกษาของ OECD พบว่า กลุ่มสถาบันการเงินที่อ่อนแอซึ่งวัดจากระดับหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (Non-Performing Loan: NPL) ที่สูงมีแนวโน้มที่จะปล่อยสินเชื่อแก่ Zombie Firm มากกว่ากลุ่มที่มี NPL ต่ำ สะท้อนให้เห็นว่า Zombie firm ที่ยังสามารถดำเนินธุรกิจได้ส่วนหนึ่งมาจากการเข้าถึงสินเชื่อจากสถาบันการเงินที่ไม่แข็งแกร่งนัก ซึ่งพฤติกรรมของทั้งสองกลุ่มทำให้เกิดการจัดสรรทรัพยากรที่ไม่เกิดประสิทธิภาพสูงสุด
- ในกรณีของประเทศไทยนั้นหลังจากที่ได้มีการปรับโครงสร้างหนี้และจัดการกับปัญหา NPL ในระยะสั้นแล้ว ภาครัฐอาจสร้างแรงจูงใจให้สถาบันการเงินในการปล่อยสินเชื่อรวมถึงปรับโครงสร้างหนี้ให้เหมาะสมกับบริบทของธุรกิจและเศรษฐกิจหลัง การระบาดของ COVID-19 โดยพิจารณาจากประเภทอุตสาหกรรม ขนาดของธุรกิจ ขนาดการจ้างงาน และแนวโน้มการฟื้นตัวในอนาคต
- สำหรับธุรกิจที่ขาดสภาพคล่องและมีข้อจำกัดด้านภาระหนี้ที่สูง ภาครัฐอาจเน้นสนับสนุนเงินทุนโดยอาศัยกลไกแปรรูปสินเชื่อเป็นทุนเพื่อปรับปรุงกิจการ ซึ่งจะช่วยลดข้อจำกัดต่อการลงทุนของภาคธุรกิจจากการระดมเบี้ยที่ลดลง

3) ส่งเสริมนวัตกรรม (innovation)

- ภาครัฐอาจพิจารณาปรับปรุงกฎหมายด้านทรัพย์สินทางปัญญา (intellectual property) และจัดการแข่งขันเพื่อรับทุนวิจัยนวัตกรรม โดยมุ่งเน้นให้เกิดการลงทุนในบริษัทเกิดใหม่ที่มีประสิทธิภาพและการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นในภาคธุรกิจ รวมทั้งการถ่ายทอดเทคโนโลยีจะนำไปสู่แรงจูงใจต่อการพัฒนาประสิทธิภาพการผลิต

ทั้งนี้การบังคับใช้มาตรการต่าง ๆ ใน 3 แนวทางข้างต้นควรมุ่งเน้นการจัดกลุ่มผู้ได้รับความช่วยเหลือให้ตรงจุด โดยมีเป้าหมายหลักในการเลือกช่วยเหลือธุรกิจที่ไม่สามารถแข่งขันได้ให้ออกจากตลาดอย่างเป็นระบบ และเลือกพัฒนาขีดความสามารถในการผลิตของธุรกิจที่มีศักยภาพ การให้ความช่วยเหลืออย่างมีเงื่อนไขในลักษณะนี้จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ปัญหาประสิทธิภาพในการผลิตและสัดส่วน Zombie Firm ในอนาคตลดลงได้อย่างมีนัย

บทวิเคราะห์โดย... <https://www.scbeic.com/th/detail/product/7272>

ผู้เขียนบทวิเคราะห์ : ดร.กำพล อติเรกสมบัติ

ผู้อำนวยการอาวุโส และหัวหน้าฝ่ายวิจัยด้านเศรษฐกิจและตลาดการเงิน

พนันดร อรุณนิรมาน

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

วชิรวัฒน์ บานชื่น

นักเศรษฐศาสตร์อาวุโส

ดร.ปพน เกียรติสกุลเดชา

นักวิเคราะห์

Economic Intelligence Center (EIC)

ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)

EIC Online: www.scbeic.com

Line: @scbeic



Disclaimer: The information contained in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, neither we nor any of our respective affiliates, employees or representatives make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of any of the information contained in this report, and we and our respective affiliates, employees or representatives expressly disclaim any and all liability relating to or resulting from the use of this report or such information by the recipient or other persons in whatever manner. Any opinions presented herein represent our subjective views and our current estimates and judgments based on various assumptions that may be subject to change without notice, and may not prove to be correct. This report is for the recipient's information only. It does not represent or constitute any advice, offer, recommendation, or solicitation by us and should not be relied upon as such. We, or any of our associates, may also have an interest in the companies mentioned herein.