

ลักษณะของตราสารหนี้



ความหมายและการแบ่งประเภทตราสารหนี้

1. ความหมายของตราสารหนี้

คำว่าตราสารหนี้ในทางกฎหมายยังไม่มีคำนิยามกันอย่างชัดเจน ดังนั้น การให้คำนิยามคำว่าตราสารหนี้ จึงต้องอาศัยการตีความนิยามจากคำที่มีความหมายใกล้เคียง คือคำว่า "ตราสารการเงิน" ซึ่งเป็นที่รู้จักกันอย่างแพร่หลาย แต่ก็ยังมิได้มีการประกาศใช้อย่างเป็นทางการและเป็นคำนิยามที่มีความหมายในภาพกว้างของตราสารหนี้ ซึ่งฝ่าย วาณิชชย์ธนกิจบริษัทหลักทรัพย์ เจ เอฟ ธนาคม จำกัด ได้ให้คำจำกัดความของคำว่า "ตราสารการเงิน"¹ ไว้ว่า หมายถึงเอกสารสิทธิทางการเงินที่แสดงว่าผู้ออมผู้ลงทุน หรือ ผู้ถือเอกสารสิทธิยินยอมโอนอำนาจซื้อในปัจจุบันให้แก่ผู้กู้หรือผู้ที่ต้องการใช้เงิน โดยผู้ออมหรือ ผู้มีสิทธิตามเอกสารสิทธิทางการเงินนั้นจะได้รับชำระเงินคืนในอนาคต พร้อมผลตอบแทนที่ ตกลงกัน หรือที่กำหนดไว้ในเอกสารสิทธิ คุณสมบัติสำคัญประการหนึ่งของตราสารทางการเงิน คือ ต้องสามารถโอนเปลี่ยนมือได้โดยส่งมอบ (Negotiable) หรือโอนเปลี่ยนมือโดยวิธีการ ลงทะเบียน (Transferable) เพื่อความสะดวกในการซื้อขายในตลาดรอง เนื่องจาก ตราสารหนี้เป็นตราสารทางการเงินประเภทหนึ่ง ดังนั้นตราสารหนี้จึงจำเป็นต้องมีคุณสมบัติ อย่างน้อยต้องเท่ากับคุณสมบัติที่กำหนดไว้ในนิยามของคำว่า ตราสารการเงิน

¹ฝ่ายวาณิชชย์ธนกิจบริษัทหลักทรัพย์ เจ เอฟ ธนาคม จำกัด, "ทางเลือกใหม่ในการ ลงทุน", พิมพ์ครั้งที่ 1 (กรุงเทพฯ : พิมพ์ที่ศูนย์การพิมพ์อากเนย์, 2539), หน้า 2.

ดังนั้น ในที่นี้ผู้เขียนได้นิยามความหมายของ "ตราสารหนี้" ไว้โดยเทียบเคียงกับนิยามของตราสารการเงินดังกล่าวข้างต้นว่า หมายถึง "เอกสารแสดงสิทธิแห่งความเป็นหนี้ที่แสดงว่าผู้ออม ผู้ลงทุน หรือผู้ถือเอกสารแสดงสิทธิในหนี้ ยินยอมโอนอำนาจซื้อในปัจจุบันให้แก่ผู้กู้หรือผู้ที่ต้องการใช้เงิน โดยผู้ออมหรือผู้มีสิทธิตามเอกสารแสดงสิทธิในหนี้จะได้รับชำระเงินคืนในอนาคต พร้อมผลตอบแทนตามที่ตกลงกัน หรือตามที่กำหนดไว้ในตราสารแสดงสิทธิในหนี้ นั้นเอง ซึ่งโดยปกติผลตอบแทนมักอยู่ในรูปของดอกเบี้ยหรือส่วนลด นอกจากนี้ในกรณีที่ผู้กู้ไม่สามารถชำระหนี้คืน (Default) ผู้ถือตราสารหนี้จะมีสิทธิเรียกร้องเงินคืนก่อนผู้ถือตราสารประเภททุนโดยทั่วไป

อย่างไรก็ตามการที่เอกสารหรือตราสารใดจะจัดเป็นตราสารหนี้หรือตราสารทุนนั้นจำเป็นต้องพิจารณาสาระสำคัญ และองค์ประกอบในตราสาร หรือเอกสารนั้นเป็นราย ๆ ไป และเอกสาร หรือตราสารบางชนิดอาจมีกฎหมายเฉพาะควบคุมอยู่ แต่ก็ยังคงถือว่าเป็นตราสารหนี้ เช่น ตั๋วเงิน เป็นตราสารหนี้แต่มีกฎหมายว่าด้วยตั๋วเงิน ใช้บังคับเฉพาะ เป็นต้น ปัจจุบันแม้ตราสารหนี้จะมีหลากหลายรูปแบบก็ตาม แต่ความหลากหลายของตราสารหนี้ใหม่ ๆ ต่างก็มีโครงสร้างพื้นฐานของตราสารดังต่อไปนี้

- จำนวนเงินต้น (Principal) หมายถึงจำนวนต้นเงินซึ่งได้แก่ ราคาตามมูลค่าหรือราคาหน้าตั๋ว (par value or face value)
- อัตราดอกเบี้ย (Coupon Rate) หมายถึง อัตราดอกเบี้ยที่จ่ายคงที่หรือแปรผัน
- วิธีการจ่ายผลตอบแทน (Coupon Payment) หมายถึง มีการกำหนดวิธีการจ่ายผลตอบแทนอย่างชัดเจน
- กำหนดระยะเวลาไถ่ถอน (Maturity) หมายถึง มีการกำหนดระยะเวลาชำระหนี้หรือมีอายุที่แน่นอน (life)
- กำหนดวิธีการไถ่ถอน (Redemption) หมายถึงมีการกำหนดวิธีการไถ่ถอนและมูลค่าไถ่ถอนแน่นอน
- ราคา ณ วันออกตราสาร (Issue Price) หมายถึง จำนวนที่เรียกชำระเมื่อออกขายตราสารในตลาดแรกซึ่งอาจเรียกชำระเต็มมูลค่าหรือบางส่วน

- ช่วงระยะเวลาในการจ่ายดอกเบี้ย (Schedule or form of interest payments) หมายถึง ระยะเวลาในการจ่ายดอกเบี้ย อาจกำหนดจำนวนครั้งและกำหนดวันที่จะจ่ายดอกเบี้ย

อย่างไรก็ตามตราสารหนี้บางชนิดอาจถูกกำหนดให้มีลักษณะพิเศษ โดยเพิ่มเงื่อนไขบางประการจากโครงสร้างพื้นฐานข้างต้น อาทิเช่น

- สิทธิในการไถ่ถอนตราสารคืนก่อนครบกำหนด (Call feature) หมายถึง เงื่อนไขในการไถ่ถอนก่อนกำหนด เป็นการกำหนดให้ผู้ออกตราสาร สามารถซื้อคืนตราสารซึ่งผู้ออกตราสารมักนิยมไถ่ถอนตราสารก่อนกำหนด เมื่อเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดปัจจุบันมีอัตราต่ำกว่าดอกเบี้ยที่กำหนดไว้ในตราสารหนี้

- สิทธิในการออกตราสารหนี้ใหม่แทนตราสารหนี้เดิมที่ถึงกำหนดชำระ (Refunding) หมายถึง เป็นเงื่อนไขที่กำหนดไว้เพื่อกรณีที่ผู้ออกตราสารหนี้ไม่สามารถไถ่ถอนตราสารหนี้ได้เมื่อถึงกำหนดระยะเวลาไถ่ถอน โดยให้สิทธิผู้ออกตราสารทำการออกตราสารหนี้ใหม่มาใช้แทนที่ตราสารหนี้เดิมที่ถึงกำหนดชำระ²

จากที่กล่าวมาทั้งหมดในข้างต้นทำให้ทราบว่าตราสารหนี้มีลักษณะทั่วไปและลักษณะที่เป็นพิเศษอย่างไรบ้าง ดังนั้นผู้เขียนจะกล่าวต่อไปถึงลักษณะของตราสารทุน เพื่อที่จะใช้เป็นข้อมูลเบื้องต้นในการวิเคราะห์ถึงลักษณะของตราสารทางการเงินบางชนิด ที่มีลักษณะก้ำกึ่งระหว่างตราสารประเภททุนกับตราสารประเภทหนี้ แต่ก่อนที่จะวิเคราะห์ว่าตราสารใดเป็นตราสารประเภททุน หรือตราสารประเภทหนี้ ควรจะทำความเข้าใจถึงลักษณะโดยทั่วไปของตราสารประเภททุนก่อนเพื่อใช้เป็นข้อมูลในการศึกษาเปรียบเทียบดังนี้คือ

²Staff of New York Institute of Finance, "How the Bond Market Works", (USA : NYIF CORP., 1987), p. 3.

ลักษณะโดยทั่วไปของตราสารประเภทหุ้น

1. แสดงความเป็นเจ้าของกิจการ (Ownership)
2. ผู้ถือตราสารมีสิทธิในการออกเสียง (Voting Rights)
3. ผู้ถือตราสารมีสิทธิได้รับเงินปันผล (Dividend)
4. มีส่วนล้ำมูลค่าหุ้น (Premium)

จากที่กล่าวมาทั้งหมดข้างต้นถึงลักษณะตราสารหนี้ และตราสารทุน จะเห็นว่าตราสารหนี้มีลักษณะแตกต่างจากตราสารประเภทหุ้น กล่าวคือ ตราสารประเภทหุ้นนั้น ผู้ถือตราสารมีลักษณะเป็น เจ้าของกิจการ (ownership) และไม่มีกำหนดไถ่ถอนคืน ทั้งนี้เพราะว่าตราสารทุนเป็นการลงทุนเพื่อเข้ามามีส่วนร่วมในการประกอบกิจการ โดยอยู่ภายใต้แนวคิดของการคงอยู่ตลอดไป (Going Concern) และไม่มีข้อกำหนด หรือสัญญาเกี่ยวกับการจ่ายดอกเบี้ย ส่วนผู้ถือตราสารประเภทหนี้ (Debt Instruments) มีการระบุวันครบกำหนดไถ่ถอนคืนและมีสัญญาเกี่ยวกับการจ่ายดอกเบี้ยเป็นการแน่นอน แม้ว่าผู้ลงทุนในตราสารประเภทหนี้จะไม่มีสิทธิออกเสียงในการดำเนินการขององค์กรธุรกิจ เพราะถือว่าผู้ถือตราสารหนี้ไม่ต้องเข้าไปรับความเสี่ยงในการประกอบกิจการ ในขณะที่ผู้ลงทุนในตราสารประเภทหุ้นจะมีสิทธิออกเสียง (Voting Rights) ก็ตาม แต่การออกตราสารประเภทหุ้นนั้นมีผลทำให้จำนวนผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้ผู้ถือหุ้นแต่ละรายจะได้กำไรสุทธิต่อหุ้นลดลง (dilution effect) ราคาหุ้นจึงลดลง ซึ่งผลกระทบดังกล่าวจะไม่เกิดขึ้นหากเป็นการระดมทุนโดยอาศัยตราสารประเภทหนี้

อย่างไรก็ตาม ยังมีตราสารบางชนิดที่มีลักษณะก้ำกึ่งระหว่างตราสารประเภทหุ้นกับตราสารประเภทหนี้ อันได้แก่ ตราสารประเภทดังต่อไปนี้ คือ

1. ใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrant) คือหลักทรัพย์ประเภทหนึ่งที่ทำให้สิทธิแก่ผู้ถือ ในการซื้อหลักทรัพย์ เช่น หุ้นสามัญ หุ้นกู้ หรือหุ้นบุริมสิทธิของบริษัท ผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิ หรือหน่วยลงทุนของกองทุนรวม ตามราคาที่กำหนดไว้ล่วงหน้า (EXERCISE PRICE) บน

ตราสาร และช่วงเวลาของการใช้สิทธิ (EXERCISE PERIOD) เวลาที่กำหนดไว้³ โดยปกติ มักนิยมออกควบคู่ไปกับหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้ หรือหุ้นบุริมสิทธิ ทั้งนี้เพื่อให้หลักทรัพย์ดังกล่าว ขายง่ายขึ้น อีกทั้งยังช่วยให้บริษัทผู้ออกเสียอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าการออกหุ้นกู้ชนิดธรรมดาอีกด้วย นอกจากนี้เงินที่บริษัทระดมได้จากการออกใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) จะไม่มีสิทธิในการเป็นเจ้าของธุรกิจขณะนั้น แต่จะมีสิทธิในอนาคตเมื่อถึงเวลาการใช้สิทธิตามที่กำหนดไว้ในใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) และได้้นำใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) นั้นไปขอซื้อหุ้นสามัญ หรือหุ้นบุริมสิทธิเรียบร้อยแล้ว และในช่วงเวลาที่ถือใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) ผู้ถือจะไม่ได้รับผลตอบแทนใด ๆ จากบริษัท ในขณะที่บริษัทก็จะมีรายจ่ายใด ๆ ต่างกับหุ้นสามัญ ที่ผู้ถืออาจได้รับผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผล หรือได้รับผลตอบแทนในรูปแบบดอกเบี้ยในกรณีที่อยู่หุ้นกู้

เนื่องจากว่าใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) เป็นที่สนใจอย่างมากของนักลงทุน โดยเฉพาะนักเก็งกำไร ทั้งนี้เนื่องจากใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) มีลักษณะสำคัญคือ ราคาขึ้นลงตามหุ้นสามัญที่ถูกกำหนดให้ใช้สิทธิและจะขึ้นเร็วลงเร็วกว่าหุ้นสามัญดังกล่าว ดังนั้นใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) จึงเป็นตราสารที่มีความเสี่ยงสูง ปัจจุบันใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) ที่จะจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์สามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภท คือ

1. ใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีอายุไม่เกิน 2 เดือน (Short - term Warrants) ซึ่งมีจุดประสงค์ในการออกเพื่อเป็นเครื่องมือในการให้สิทธิในการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุน ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม เพื่อให้ผู้ถือหุ้นเดิมสามารถโอนสิทธิดังกล่าวไปให้แก่บุคคลภายนอก และเพื่อเป็นการเพิ่มทางเลือกแก่บริษัทจดทะเบียนในการระดมทุน

³ธนาคารกสิกรไทย, "ใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหุ้น" สรุปข่าวธุรกิจธนาคารกสิกรไทย, (1-15 พฤศจิกายน 2530): 26-29.

2. ใบสำคัญแสดงสิทธิทั่วไปที่มีอายุไม่เกิน 10 ปี นับแต่วันที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิ ทั้งนี้ เว้นแต่สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. จะกำหนดให้เป็นอย่างอื่น

ในที่นี้สามารถสรุปได้ว่า ใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) เป็นตราสารหนี้ที่ระบุให้สิทธิแก่ผู้ถือในการจองซื้อหุ้นใหม่ของบริษัทผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) นั้นทั้งภายในกำหนดเวลาในอัตราส่วนและในราคาที่จะระบุไว้ จากบทสรุปดังกล่าวนี้เองจะเห็นว่าใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) จะมีลักษณะเหมือนกับสิทธิในการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุน (Right) ซึ่งจัดได้ว่าเป็นตราสารประเภททุน แตกต่างกันตรงที่สิทธิในการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุน (Right) เป็นสิทธิที่มีช่วงระยะเวลาสั้น ๆ โดยปกติจะประมาณ 1-3 เดือน แต่ใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) มักจะมีช่วงระยะเวลาการให้สิทธิที่ยาวประมาณ 3-5 ปี อย่างไรก็ตามจะเห็นว่าหากใช้ระยะเวลาการให้สิทธิเป็นเกณฑ์ในการตัดสินแล้ว สิทธิในการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุน (Right) กับสิทธิในใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะจองซื้อหุ้นสามัญที่มีอายุไม่เกิน 2 เดือน (Short-term Warrant) จะไม่มีความแตกต่างกันเลย

ประเด็นที่จะต้องพิจารณาในที่นี้คือ ใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) ถือเป็นตราสารประเภทหนี้ หรือประเภททุน ทั้งนี้ เพื่อจะได้วิเคราะห์ถึงความเหมาะสมในการจัดเก็บภาษี ซึ่งจากการวิเคราะห์ตามบทนิยามศัพท์ความหมายคำว่า ตราสารหนี้ ในเรื่องนี้ยังไม่มีข้อยุติใด ๆ แต่มีมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 12 เรื่อง การบัญชีสำหรับหลักทรัพย์ในความต้องการของตลาด ได้ให้นิยามคำว่า หลักทรัพย์ประเภทหนี้ ให้หมายความรวมถึงใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้นกู้และใบสำคัญสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้ด้วย อย่างไรก็ตาม ในการกำหนดนิยามของมาตรฐานการบัญชีฉบับ

ตามประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ กจ.19/2538 เรื่อง การแก้ไขเพิ่มเติมหลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการในการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ประเภทใบสำคัญแสดงสิทธิ และหุ้น หรือหุ้นกู้ที่ออกใหม่เพื่อรองรับใบสำคัญแสดงสิทธิและการอนุญาต ข้อ 2 (1) และข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไขและวิธีการเกี่ยวกับการรับ และเพิกถอนหลักทรัพย์จดทะเบียน (ฉบับที่ 4) ลงวันที่ 1 พฤศจิกายน 2538

ดังกล่าวก็ได้กำหนดถึงหลักทรัพย์ประเภทหุ้นไว้ดังนี้ คือหลักทรัพย์ประเภทหุ้นหมายความรวมถึง ใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้น และใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นด้วยเช่นกัน ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่าตามมาตรฐานการบัญชีกำหนดให้ ใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) ถูกจัดอยู่ในประเภทหลักทรัพย์ประเภทนี้ หรือหลักทรัพย์ประเภทหุ้น ขึ้นอยู่กับว่าใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) ดังกล่าวออกเพื่อให้ใช้สิทธิในการจองซื้อหลักทรัพย์ประเภทใด อย่างไรก็ตาม จากการวิเคราะห์ตามบทนิยามศัพท์ คำว่า "ตราสารหนี้" ที่ผู้เขียนได้นิยามไว้ข้างต้น ผู้เขียนเห็นว่าไม่สามารถถือว่า ใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) เป็นตราสารประเภทหนี้ ทั้งนี้ เพราะลักษณะของใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) นั้น แม้จะมีลักษณะเป็นตราสารแสดงสิทธิในหนี้โดยมีการโอนอำนาจซื้อก็ตาม แต่ผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) นั้นก็ไม่มีข้อผูกพันที่จะต้องชำระเงินคืนให้แก่ผู้ซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) นอกจากนั้นผลตอบแทนที่ผู้ซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) จะได้รับก็มีลักษณะที่ไม่แน่นอน อาจมีหรือไม่มีผลตอบแทนใด ๆ เลยก็ได้ ขึ้นอยู่กับสถานะตลาดและการตัดสินใจของผู้ลงทุน ซึ่งโดยสภาพแล้ว หากราคาหุ้นสามัญในตลาดขณะนั้นมีราคาสูงกว่าราคาการใช้สิทธิในใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) นักลงทุนก็จะใช้สิทธิตามที่ระบุไว้ในใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) ไม่ว่าจะราคาหุ้นสามัญในตลาดจะสูงกว่าหรือต่ำกว่าต้นทุนของการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) ก็ตาม ซึ่งอาจทำให้เกิดผลกำไร หรือขาดทุนจากการใช้สิทธิดังกล่าว ในทางตรงกันข้ามหากราคาหุ้นสามัญในตลาดต่ำกว่าราคาการใช้สิทธิในใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) นักลงทุนก็จะไม่ใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) เนื่องจากหากนักลงทุนเข้าซื้อขายหุ้นสามัญในตลาด น่าจะได้รับประโยชน์มากกว่า ซึ่งนอกจากจะมีราคาที่ต่ำกว่าแล้ว ยังสามารถซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้ทันที ผลของการที่นักลงทุนไม่ใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) เท่ากับว่านักลงทุนผู้นั้นต้องขาดทุนจากการลงทุน เพราะมิได้รับผลตอบแทนใด ๆ

ตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 12 เรื่อง การบัญชีสำหรับหลักทรัพย์ในความ ต้องการของตลาดฉบับ เดือนพฤศจิกายน 2531 จัดทำโดยสมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับ อนุญาตแห่งประเทศไทย ได้ให้คำจำกัดความของหลักทรัพย์ประเภทนี้ไว้ หมายถึง หลักทรัพย์ ที่แสดงความเป็นหนี้ต่อกัน ซึ่งเป็นการให้กู้โดยบุคคลทั่วไปเป็นจำนวนมากแก่ผู้ออกหุ้นกู้ หรือ พันธบัตร ทั้งนี้รวมถึงใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้นกู้ ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้

กลับมาเลย ซึ่งเท่ากับเป็นการสูญเปล่าโดยสิ้นเชิง นอกจากนั้นใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) อาจจะถูกออกโดยมีหรือไม่มีมูลค่าก็ได้ ผู้เขียนเห็นว่าเมื่อพิจารณาจากลักษณะโดยรวมของใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrant) ปรากฏว่าใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) มีลักษณะใกล้เคียงกับสิทธิในการจองซื้อหุ้นเพิ่มทุน จึงควรจัดอยู่ในหลักทรัพย์ประเภททุนมากกว่า

ดังนั้น ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ผู้เขียนจะไม่ขอก้าวถึงภาวะภาษีของใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) เนื่องจากผู้เขียนไม่จัดว่าใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) เป็นตราสารประเภทหนึ่งตามนิยามที่ได้กำหนดไว้ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ยกเว้นเรื่องภาวะภาษีของหุ้นกู้ที่ออกมาควบกับการให้ใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant) ซึ่งผู้เขียนถือว่าเป็นการวิเคราะห์ถึงภาวะภาษีส่วนหนึ่งที่เกี่ยวกับหุ้นกู้ดังกล่าวในบทที่ 5 ต่อไป

2. หุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible Debentures) คือ หุ้นกู้ประเภทที่บริษัทผู้ออกหุ้นกู้ให้สิทธิแก่ผู้ถือที่จะขอแปลงสภาพของหุ้นกู้นั้นไปเป็นหุ้นสามัญของบริษัทดังกล่าวได้ ทั้งนี้จะต้องเป็นไปตามระยะเวลา และอัตราการแปลงสภาพหุ้นกู้ที่กำหนดไว้ ซึ่งเหตุผลในเชิงเศรษฐกิจ กิจกรรมส่วนใหญ่มีวัตถุประสงค์ในการออกหุ้นกู้แปลงสภาพ เนื่องจากกิจการต้องการระดมทุนในขณะที่สภาพการณ์ราคาหุ้นในตลาดต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐาน กิจการจึงชะลอการออกหุ้นทุนไว้ก่อน โดยออกเป็นหุ้นกู้แปลงสภาพ ซึ่งสถานะของผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพก่อนใช้สิทธิแปลงสภาพ ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพจะมีฐานะเป็นเจ้าของบริษัทเหมือนผู้ถือหุ้นทั่วไป ต่อเมื่อได้นำหุ้นกู้นี้ไปแปลงสภาพ หรือแลกเปลี่ยนเป็นหุ้นสามัญตามสิทธิแล้ว จึงจะมีฐานะเป็นเจ้าของบริษัท นอกจากนั้นในการออกหุ้นกู้แปลงสภาพยังมีข้อจำกัดตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 กล่าวคือผู้ออกหุ้นกู้แปลงสภาพจะต้องเป็นบริษัทมหาชนจำกัดเท่านั้น



กล่าวโดยสรุป โดยปกติผู้ถือหุ้นที่แปลงสภาพจะมีสิทธิหลัก 3 ประการดังนี้คือ⁴

1. สิทธิในการรับดอกเบี้ย (Coupon) คืออัตราผลตอบแทนรายปีที่บริษัทผู้ออกหุ้นกู้ให้แก่นักลงทุน โดยอาจเป็นแบบอัตราคงที่ (Fixed Rate) หรือแบบอัตราลอยตัว (Floating Rate) อาจกำหนดให้จ่ายปีละ 1 ครั้ง 2 ครั้ง หรืออื่น ๆ แล้วแต่ความเหมาะสม โดยปกติจะมีอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าดอกเบี้ยหุ้นกู้ทั่วไป
2. สิทธิในการไถ่ถอน (Redemption Right) คือสิทธิในการไถ่ถอน ณ วันที่หมดอายุ (Expiry Date) ซึ่งผู้ลงทุนที่เลือกไถ่ถอนจะได้รับเงินคืนตามมูลค่าที่ตราไว้
3. สิทธิในการแปลงสภาพ (Conversion Right) คือสิทธิในการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญภายในระยะเวลาก่อนหมดอายุ ซึ่งอาจกำหนดให้แปลงได้ทุกเวลา ทุกเดือน ทุก 3 เดือน หรือเฉพาะวันที่หมดอายุแล้วแต่เงื่อนไข โดยปกติราคาแปลงสภาพจะสูงกว่าราคาตลาดหุ้นสามัญในขณะนั้น 15-20 เปอร์เซ็นต์

จากที่กล่าวมาทั้งหมดข้างต้น จะเห็นได้ว่าหุ้นที่แปลงสภาพนั้น แม้จะมีลักษณะกำลังระหว่างตราสารหนี้กับตราสารทุน (hybrid securities) แต่ผู้เขียนเห็นว่าก่อนจะมีการใช้สิทธิแปลงสภาพ หุ้นชนิดนี้จะมีลักษณะเช่นเดียวกับตราสารหนี้โดยทั่วไป กล่าวคือ มีลักษณะของการกู้ยืมเงินซึ่งจะประกอบด้วยเงื่อนไขการชำระเงินต้น หรือการไถ่ถอน และเงื่อนไขการชำระดอกเบี้ยส่วนหนึ่ง ผู้เขียนจึงถือว่าหุ้นที่แปลงสภาพมีลักษณะเป็นตราสารหนี้ประเภทหนึ่งตามนิยามที่ผู้เขียนได้กำหนดไว้ ประกอบกับคุณลักษณะพิเศษของหุ้นที่แปลงสภาพ เป็นที่

⁴วิริยา สาสกุล, "ปัญหากฎหมายในการออกและการเสนอขายหุ้นที่แปลงสภาพในตลาดต่างประเทศ," (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ สาขาวิชานิติศาสตร์บัณฑิตวิทยาลัย จุฬาลงกรณ์, 2537), หน้า 21.

นำเสนอใจและการออกหุ้นกู้แปลงสภาพเป็นที่นิยมในปัจจุบัน ผู้เขียนจึงวิเคราะห์ถึงลักษณะการจัดเก็บภาษีหุ้นกู้แปลงสภาพไว้ในบทที่ 5

3. บัตรเงินฝากหรือใบรับฝากเงินที่เปลี่ยนมือได้ (Negotiable Certificate of Deposit) ปัจจุบันยังมีข้อถกเถียงกันว่าบัตรเงินฝากที่เปลี่ยนมือได้ หรือที่เรียกสั้น ๆ ว่าบัตรเงินฝากหรือ NCD นั้น จะถือเป็นตราสารในการรับฝากเงินหรือเอกสารการพาณิชย์ หรือจะถือว่าเป็นตราสารหนี้ได้หรือไม่ เนื่องจากตามพระราชบัญญัติธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 ได้กำหนดนิยามของบัตรเงินฝากไว้ว่า หมายถึง "ตราสารเปลี่ยนมือได้ที่ธนาคารพาณิชย์ออกให้แก่ผู้ฝากเงิน เพื่อเป็นหลักฐานการรับฝากเงินและเพื่อแสดงสิทธิของตราสารที่จะได้รับเงินฝากคืนเมื่อสิ้นระยะเวลาอันกำหนดไว้ โดยจะมีการกำหนดดอกเบี้ยไว้ด้วยหรือไม่ก็ได้" จากที่กล่าวมาจะเห็นว่า ตามลักษณะของบัตรเงินฝากนี้มีลักษณะเป็นเอกสารทางการเงินที่ธนาคารผู้รับฝากออกให้แก่ลูกค้าผู้ฝากเงิน โดยมีการกำหนดระยะเวลาและอัตราดอกเบี้ยที่แน่นอน และเมื่อครบกำหนดระยะเวลาตามที่กำหนดไว้ ผู้ถือจะได้รับเงินต้นคืนพร้อมดอกเบี้ยโดยปกติผู้ออกบัตรเงินฝากจะจ่ายดอกเบี้ยให้ต่อเมื่อครบกำหนดจ่ายคืนเงินต้นในปีสุดท้าย โดยผู้ออกจะไม่คิดดอกเบี้ยให้ในช่วงเวลาหลังวันครบกำหนดอายุบัตรเงินฝาก ปัจจุบันบัตรเงินฝากสามารถแบ่งได้เป็น 3 ประเภท ดังนี้⁵

1. บัตรเงินฝากเปลี่ยนมือได้ชนิดผู้ถือ เป็นแบบที่สามารถโอนเปลี่ยนมือไปให้ผู้อื่นได้ทันที ผู้ใดถือ ผู้นั้นเป็นเจ้าของบัตรเงินฝากชนิดนี้มีความคล่องตัวมาก แต่ก็มีความเสี่ยงสูง ชื่อแล้วมักจะฝากไว้กับธนาคารเลย โดยธนาคารออกใบรับให้
2. บัตรเงินฝากเปลี่ยนมือชนิดสลักหลัง เป็นแบบที่เมื่อสลักหลังแล้วสามารถโอนให้ผู้อื่นได้ทันทีแต่ต้องระบุชื่อผู้ฝากหรือผู้ถือไว้ด้วย
3. บัตรเงินฝากชนิดสลักหลังและจดแจ้งทะเบียน เป็นแบบที่มีขึ้นตอนเพิ่มในตอนที่ขายโดยต้องแจ้งการโอนกับนายทะเบียน คือธนาคารแห่งประเทศไทยด้วย

⁵ธนาคารนครหลวงไทย, "ตราสารทางการเงินที่น่ารู้จัก," เศรษฐทัศน์, 8 (มกราคม-มีนาคม 2533): 37-43.

จะเห็นว่าลักษณะของบัตรเงินฝากคล้ายกับใบรับฝากเงินประจำ ซึ่งเป็นตราสารหนี้ประเภทหนึ่ง ต่างกันตรงที่สามารถโอนเปลี่ยนมือได้โดยผู้ถือส่งมอบ หรือสลักหลัง หรืออาจซื้อขายผ่านบริษัทที่ทำหน้าที่เป็นตลาดรองก็ได้

จากการวิเคราะห์ถึงลักษณะของบัตรเงินฝากหรือ NCD แล้ว จะเห็นว่าแม้ NCD ไม่อาจถือเป็นหุ้นกู้ตามความหมายของคำนิยามมาตรา 4 ของพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 แต่ผู้เขียนยังคงถือว่าบัตรเงินฝาก หรือ NCD เป็นตราสารแห่งหนึ่งประเภทหนึ่ง ทั้งนี้โดยอาศัยการพิจารณาจากลักษณะคำนิยามตราสารหนี้ที่ผู้เขียนกำหนดไว้ข้างต้น จะเห็นว่า NCD เป็นเอกสารแสดงสิทธิแห่งความเป็นหนี้บางอย่างหนึ่ง เนื่องจากนิติกรรมการเกิด NCD จะเกิดจากสัญญาฝากทรัพย์ซึ่งตามสัญญาฝากทรัพย์ย่อมก่อให้เกิดหนี้

ในเรื่องการตีความถึงลักษณะของบัตรเงินฝากดังกล่าว สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ทำเอกสารสรุปแนวทางการตีความการออกตราสารแห่งหนึ่ง ที่อาจเข้าข่ายเป็นหุ้นกู้ไว้เมื่อวันที่ 28 กันยายน 2538 โดยมีสาระสำคัญดังนี้

บัตรเงินฝากตามพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 หมายความว่า "ตราสารซึ่งเปลี่ยนมือได้ที่ธนาคารพาณิชย์ออกให้แก่ผู้ฝากเงิน เพื่อเป็นหลักฐานการรับฝากเงิน และเพื่อแสดงสิทธิของผู้ทรงตราสารที่จะได้รับเงินฝากคืนเมื่อสิ้นระยะเวลาอันกำหนดไว้ โดยจะมีการกำหนดดอกเบี้ยไว้ด้วยหรือไม่ก็ได้" จากความหมายข้างต้น บัตรเงินฝากจึงเป็นตราสารแห่งหนึ่งที่ธนาคารพาณิชย์ออกให้แก่ผู้ฝากเงินเพื่อเป็นหลักฐานการรับฝากเงิน นิติสัมพันธ์ระหว่างธนาคารพาณิชย์กับผู้ฝากจึงเกิดขึ้นตามสัญญาฝากทรัพย์ มิใช่สัญญากู้ยืมเงิน ฉะนั้นบัตรเงินฝากที่ธนาคารพาณิชย์ออก เพื่อเป็นหลักฐานแห่งการรับฝากเงินตามพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ฯ จึงไม่ใช่หุ้นกู้ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ ผู้เขียนเห็นว่าแนวทางการตีความของสำนักงาน ก.ล.ต. นั้นเป็นแต่เพียงข้อสรุปว่า บัตรเงินฝากไม่ใช่หุ้นกู้ แต่ยังคงถือเป็นตราสารหนี้ประเภทหนึ่งก็ได้ระหว่างผู้ฝากกับผู้รับฝาก ดังนั้นเมื่อสัญญาฝากทรัพย์ดังกล่าวทำในลักษณะที่มีการออกตราสาร ดังนั้นตราสารดังกล่าวจึงเป็นตราสารที่ออกเพื่อเป็นหลักฐานตามมูลหนี้ตามสัญญาฝากทรัพย์ นอกจากนั้นลักษณะของ NCD ยังมีลักษณะตรงตามลักษณะพื้นฐานของตราสารหนี้ กล่าวคือมีเงินต้น ดอกเบี้ยและกำหนดการไถ่ถอน ผู้เขียนจึงสรุปว่าตราสารดังกล่าวถือเป็นตราสารหนี้ประเภทหนึ่งด้วย

2. ประโยชน์ของตราสารหนี้

จากที่กล่าวถึงลักษณะและความเป็นมาของตราสารหนี้ตามที่กล่าวไว้แล้วข้างต้น สามารถสรุปได้ว่าตราสารหนี้มีประโยชน์ดังนี้คือ

1. ด้านบริษัทผู้ออกตราสาร

- โดยทั่วไป ต้นทุนของการออกตราสารหนี้จะต่ำกว่าการออกหุ้นสามัญ เพราะจ่ายเพียงดอกเบี้ยคงที่ ไม่ต้องแบ่งเป็นกำไรแก่ผู้ถือหุ้นเหมือนกรณีของหุ้นสามัญ
- สามารถคงอำนาจการบริหารไว้ได้ เช่น เดิมเนื่องจากผู้ถือตราสารหนี้ ไม่มีสิทธิออกเสียงในการบริหารและการดำเนินนโยบายของบริษัท
- การบริหารงานสะดวกและเป็นไปตามเป้าหมายง่ายขึ้น เนื่องจาก การออกตราสารหนี้สามารถกำหนดระยะเวลาได้ถนัดและเงื่อนไขได้กว้างขวางกว่าการกู้เงิน จากสถาบันการเงิน ทำให้สามารถวางแผนทางการเงินได้อย่างมีประสิทธิภาพเพิ่มขึ้น
- ดอกเบี้ยที่จ่ายแก่ผู้ถือตราสารหนี้ สามารถนำมาใช้เป็นรายการ ค่าใช้จ่าย โดยหักจากรายได้จากการดำเนินงานก่อนที่จะนำไปคำนวณภาษีเงินได้ เป็นเหตุให้ บริษัทสามารถประหยัดภาระภาษีได้ส่วนหนึ่ง
- สามารถระดมทุนได้ง่ายกว่าการออกตราสารทุน เพราะผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนค่อนข้างแน่นอน และผู้ลงทุนในตราสารหนี้ มีบุริมสิทธิในการรับชำระหนี้ก่อนผู้ลงทุนในตราสารทุน
- ในกรณีที่ผู้ออกตราสารเป็นธนาคารพาณิชย์ และบริษัทการเงิน ถือว่าตราสารหนี้ที่มีลักษณะคล้ายสิทธิ สามารถนับเป็นส่วนหนึ่งของเงินกองทุนชั้นที่ 2 ซึ่งใช้เป็นฐานของเงินกองทุนเพื่อขยายสินเชื่อเพิ่มขึ้นได้

2. ด้านผู้ลงทุนหรือผู้ออมด้านผู้ลงทุนหรือผู้ออม

- เป็นทางเลือกลงทุนอีกทางหนึ่งเหมาะแก่ผู้ที่มีเงินสดส่วนเกินอยู่ในมือ ซึ่งจะได้รับผลตอบแทนและความเสี่ยงในระดับหนึ่ง
- มีสิทธิได้รับผลตอบแทนอยู่ในรูปดอกเบี้ย และกำไรส่วนเกินทุน เช่นเดียวกับการลงทุนในหุ้น
- อาจได้รับสิทธิประโยชน์อื่น เช่น สิทธิการแปลงสภาพเป็นหุ้นทุน

- กรณีที่บริษัทผู้ออกหุ้นกู้เลิกกิจการ ผู้ถือตราสารหนี้จะมีสิทธิได้รับเงินต้นคืนก่อนผู้ถือหุ้นทุน

3. ด้านสถาบันการเงิน

- สามารถทำธุรกิจได้เพิ่มขึ้นเนื่องจากทางการอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์ไทยและต่างประเทศ สามารถประกอบธุรกิจค้าตราสารหนี้ ประกันการจำหน่ายและจัดจำหน่ายตราสารหนี้โดยต้องยื่นขออนุญาตจากคณะกรรมการ ก.ล.ต.
- สามารถสร้างรายได้จากค่าธรรมเนียมการประกันการจำหน่าย และการจัดจำหน่ายตราสารหนี้ ซึ่งรายได้จากค่าธรรมเนียมที่เพิ่มขึ้น จะช่วยชดเชยรายได้จากอัตราดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มลดลงได้

4. ด้านระบบเศรษฐกิจ

- เศรษฐกิจขยายตัวได้รวดเร็วยิ่งขึ้น เนื่องจากการระดมทุนเพื่อการลงทุน โดยออกตราสารหนี้เสียค่าใช้จ่ายน้อยลง ทำให้นักลงทุนหันมาระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้มากขึ้น ขณะเดียวกันผู้ออมซึ่งมีเงินเหลือเก็บก็มักนิยมหันมาลงทุนในตราสารหนี้เนื่องจากอาจได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าและมีความเสี่ยงในระดับที่ยอมรับได้
- ระบบเศรษฐกิจจะมีเสถียรภาพมากขึ้น เพราะตลาดตราสารหนี้จะเป็นช่องทางที่สำคัญอย่างหนึ่งในการระดมทุนของกิจการต่าง ๆ เพื่อใช้ในการพัฒนาเศรษฐกิจทั้งในภาคเอกชนและภาครัฐบาล
- ส่งเสริมการออมในระบบเศรษฐกิจ เนื่องจากผู้ออมมีทางเลือกในการออมเงินเพิ่มขึ้น⁶

⁶ ธนาคารทหารไทย "หุ้นกู้ : บทบาทเพิ่มขึ้น," , เศรษฐกิจसनเทศ 4 (มีนาคม 2538) : 16-18.

3. ประเภทตราสารหนี้

3.1 **ตราสารหนี้ในประเทศไทย** จากการนิยามความหมายของตราสารหนี้ข้างต้น จะเห็นว่าเป็นคำนิยามที่กว้างมาก ดังนั้นตราสารหนี้จึงมีอยู่หลายประเภทแตกต่างกันตามวัตถุประสงค์ของตราสาร อายุ ความเสี่ยงและหลักประกันของตราสาร ซึ่งสามารถจำแนกประเภทของตราสารหนี้ในประเทศไทยตามวัตถุประสงค์ในการนำไปใช้ได้เป็น 4

- ลักษณะใหญ่ ๆ ดังนี้ คือ
- ตราสารหนี้แยกตามประเภทผู้ออกตราสาร
 - ตราสารหนี้แยกตามลักษณะของความมั่นคงของผู้ออกตราสาร
 - ตราสารหนี้แยกตามระยะเวลาหรืออายุของตราสาร
 - ตราสารหนี้แยกตามตลาดของตราสาร

3.1.1 ตราสารหนี้แยกตามประเภทผู้ออกตราสาร

3.1.1.1 ตราสารที่ออกโดยภาครัฐบาล ได้แก่ พันธบัตรรัฐบาล (government Bond) พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ (State Enterprise Bond)

พันธบัตรรัฐบาลในปัจจุบัน ธนาคารแห่งประเทศไทยทำหน้าที่เป็นตลาดแรก และตลาดรองของพันธบัตร และมีหน้าที่เป็นนายทะเบียน ผู้ลงทุนส่วนใหญ่ ได้แก่ สถาบันการเงิน เดิมธนาคารพาณิชย์ใช้พันธบัตรในการดำรง เป็นทรัพย์สินสภาพคล่องและดำรงตามเงื่อนไขการเปิดสาขาธนาคารพาณิชย์ แต่ต่อมาเมื่อเกิดปัญหาความไม่เพียงพอของพันธบัตร เนื่องจากตั้งแต่ปี พ.ศ. 2534 เป็นต้นมา รัฐบาลมีฐานะการคลังเกินดุลติดต่อกันมาตลอด ทำให้รัฐบาลไม่มีความจำเป็นต้องกู้ยืมเงินโดยการออกพันธบัตร กอปรกับ การที่รัฐบาลสนับสนุนให้ธนาคารเปิดสาขา จึงได้ยกเลิกข้อกำหนดในการดำรงเป็นสินทรัพย์สภาพคล่องเพื่อการเปิดสาขา ดังนั้นในปัจจุบันสถาบันการเงินส่วนใหญ่ ซึ่งรวมทั้งธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุน จะลงทุนในพันธบัตรเพื่อดำรงเป็นทรัพย์สินสภาพคล่องเท่านั้น นอกจากนี้ ธนาคารเฉพาะกิจ รวมทั้งผู้ลงทุนประเภทสถาบัน อาทิ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพและบริษัทประกันชีวิตก็เป็นผู้ลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล

และตัวเงินคลัง ตราสารดังกล่าวเป็นสัญญาเงินกู้ระยะยาวอย่างหนึ่ง เพื่อใช้กู้ยืมเงินจากประชาชนซึ่งจะมีรัฐบาลเป็นผู้ค้ำประกันและมีการกำหนดอัตราดอกเบี้ย และระยะเวลาไถ่ถอนไว้อย่างแน่นอน ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงค่อนข้างต่ำมาก

3.1.1.2 ตราสารที่ออกโดยภาคเอกชน ได้แก่

ผู้เขียน- การที่กล่าวว่าพันธบัตรรัฐบาลเป็นสัญญาเงินกู้ระยะยาวอย่างหนึ่ง เนื่องจากว่าพันธบัตรรัฐบาลเป็นตราสารที่รัฐบาลออกเองโดยตรงเพื่อการกู้เงิน เพื่อวัตถุประสงค์ในการชดเชยงบประมาณขาดดุลประจำปี โดยรัฐบาลจะกระทำได้โดยอาศัยอำนาจตามความในมาตรา 9 ทวิ แห่งพระราชบัญญัติการงบประมาณ พ.ศ. 2502 แก้ไขเพิ่มเติมตามมาตรา 3 แห่งพระราชบัญญัติวิธีการงบประมาณ (ฉบับที่ 4) พ.ศ. 2517 ซึ่งบัญญัติว่า "เมื่อพระราชบัญญัติงบประมาณรายจ่ายประจำปี หรือพระราชบัญญัติงบประมาณรายจ่ายเพิ่มเติมใช้บังคับแล้ว หรือเมื่อมีกรณีที่ต้องใช้งบประมาณรายจ่ายปีงบประมาณที่ล่วงไปพลางก่อน ตามมาตรา 16 ถ้ารายจ่ายสูงกว่ารายได้ ให้กระทรวงการคลังมีอำนาจกู้เงินได้ตามความจำเป็น ซึ่งการกู้เงินดังกล่าวจะใช้วิธีออกตัวเงินคลัง พันธบัตร ตราสารอื่น หรือทำสัญญาเงินกู้ก็ได้ การออกตัวเงินคลังให้เป็นไปตามกฎหมายว่าด้วยตัวเงินคลัง แต่การออกพันธบัตรหรือตราสารอื่น หรือการทำสัญญากู้ต้องได้รับอนุมัติจากคณะรัฐมนตรีก่อน" นอกจากนี้อายุของพันธบัตรรัฐบาลมักกำหนดอายุการไถ่ถอนระยะยาว คือตั้งแต่ 20-50 ปี โดยชำระเงินต้นคืนเป็นงวด ๆ อย่างไม่รู้ก็ตาม ปัจจุบันมีแนวโน้มว่ารัฐบาลจะออกพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุการไถ่ถอนระยะสั้นด้วย

หลังจากพระราชบัญญัติกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีผลใช้บังคับ ได้เริ่มมีบริษัทจำกัดและบริษัทมหาชนจำกัดออกตราสารหนี้มากขึ้น ตราสารหนี้ที่นิยมออกในตลาดประเทศไทย ได้แก่ หุ้นกู้ไม่มีประกัน ซึ่งรวมถึงหุ้นกู้ไม่มีประกันที่ออกเดี่ยวและหุ้นกู้ไม่มีประกันที่ออกควบใบสำคัญแสดงสิทธิ หุ้นกู้ค้ำยสิทธิ ซึ่งมีทั้งที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยคงที่และอัตราดอกเบี้ยลอยตัว และหุ้นกู้มีประกัน สำหรับตราสารหนี้ระยะสั้นที่สำคัญ ได้แก่ ตราสารพาณิชย์ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นตั๋วการค้าสำหรับบัตรเงินฝากชนิดเปลี่ยนมือได้นั้น เนื่องจากอดีตเคยมีปัญหาด้านภาษีทำให้ไม่ได้รับความนิยมในช่วงต้น

หุ้นกู้ (Corporate Debenture) ตัวแลกเงิน ตัวสัญญาใช้เงิน บัตรเงินฝาก ลักษณะอาจเป็น Fix Rate, Float Rate หรือ Zero Coupon นอกจากนี้ยังมีหุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible Debenture) เป็นต้น

3.1.2 ตราสารหนี้แยกตามลักษณะของหลักประกันในการออกตราสาร

3.1.2.1 ตราสารชนิดที่ไม่มีหลักประกัน เป็นตราสารที่นิยมออกกันมาก เช่น หุ้นกู้ (Debentures) เป็นตราสารที่เอกชนออกมาเพื่อกู้เงินระยะยาวจากผู้ลงทุนบริษัทจะต้องจ่ายผลตอบแทนเป็นดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือตามระยะเวลา และอัตราที่กำหนด ดอกเบี้ยจะสูงหรือต่ำขึ้นอยู่กับฐานะและชื่อเสียงของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ สภาพของตลาดเงินและตลาดทุนในขณะที่ยกหุ้นกู้ และช่วงระยะเวลายาวนานของการชำระคืนเงินต้น

หุ้นกู้เป็นตราสารหนี้ที่ถูกกำกับดูแลภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ปัจจุบันคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้ออกหลักเกณฑ์ และคุณสมบัติผู้ออกหุ้นกู้ (ซึ่งรวมทั้งหุ้นกู้มีประกันและไม่มีประกัน) โดยกำหนดว่าบริษัทที่จะออกหุ้นกู้จะต้องมีผลการดำเนินงานที่ดีต่อเนื่องไม่น้อยกว่า 3 ปี และสามารถแสดงได้ว่าจะประกอบธุรกิจต่อไปข้างหน้าอันสมควร เป็นต้น ทั้งนี้หุ้นกู้ที่ออกเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปจะต้องผ่านการจัดอันดับความน่าเชื่อถือและจะต้องได้รับการอนุมัติจาก ก.ล.ต. ปัจจุบันการออกหุ้นกู้ส่วนใหญ่ (ประมาณร้อยละ 70) จะเป็นการออกจำหน่ายให้กับผู้ลงทุนเฉพาะราย (private placement) เนื่องจากทำได้สะดวก รวดเร็ว และต้นทุนต่ำกว่าการออกจำหน่ายให้แก่ประชาชนทั่วไป (public offering) ผู้ออกหุ้นกู้ส่วนใหญ่ในระยะแรก ได้แก่สถาบันการเงินซึ่งส่วนใหญ่นิยมออกในรูปแบบหุ้นกู้ด้อยสิทธิเพื่อนับเป็นเงินกองทุนชั้นที่ 2 และธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่ สำหรับด้านผู้ลงทุนส่วนใหญ่จะเป็นผู้ลงทุนประเภทสถาบัน อาทิเช่น สถาบันการเงินกองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และบริษัทประกันชีวิต

ผู้ถือหุ้นจะมีฐานะเป็นเจ้าของกิจการ แต่ผู้ถือหุ้นชนิดนี้จะได้รับการชำระหนี้จากบริษัท หลังจากเจ้าหนี้มีหลักประกันได้รับชำระไปแล้ว ซึ่งส่วนใหญ่ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นชนิดนี้จะสูงกว่าผู้ถือหุ้นทั่วไป ตัวอย่างของตราสารหนี้ที่ไม่มีหลักประกัน อาทิเช่น หุ้นกู้ด้อยสิทธิ (Subordinated Debenture) เป็นหุ้นกู้ประเภทที่ผู้ถือหุ้นยินยอมที่จะไม่ได้รับชำระหนี้จนกว่าเจ้าหนี้รายอื่นจะได้รับชำระหนี้คืนครบถ้วนแล้ว เป็นต้น

3.1.2.2 ตราสารหนี้ชนิดมีหลักประกัน ได้แก่ หุ้นกู้มีหลักประกัน ได้แก่หุ้นกู้ประเภทที่มีการกำหนดถึงสินทรัพย์ของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ไว้เฉพาะเจาะจงเพื่อเป็นประกันหนี้ ทั้งนี้อาจเป็นการประกันโดยเป็นสิทธิจำนำหรือสิทธิจำนอง ซึ่งขึ้นกับทรัพย์สินที่ใช้เป็นหลักประกัน หลักประกันที่นิยมใช้ได้แก่ ตราสารการเงินของรัฐ เงินฝากหรือตราสารการเงินของสถาบันการเงิน ที่ดิน และหรืออาคารหรือสิ่งปลูกสร้าง เป็นต้น ในกรณีที่บริษัทผู้ออกหุ้นกู้ประเภทนี้ผิดนัด ไม่ชำระหนี้ เงินต้นหรือดอกเบี้ย ผู้ถือหุ้นอาจฟ้องบังคับเอาทรัพย์สินอันเป็นหลักประกัน โดยนำไปขายทอดตลาดและนำเงินมาชำระคืนหนี้ของตนได้ทั้งหมดหรือบางส่วน หุ้นกู้ประเภทนี้อาจมีได้หลายชนิด ขึ้นกับเงื่อนไขตามที่ตกลงกันไว้ในหุ้นกู้ เป็นต้น

3.1.3 ตราสารหนี้แยกตามระยะเวลาหรืออายุตราสารหนี้

3.1.3.1 ตราสารหนี้ระยะสั้น ได้แก่ ตราสารหนี้ที่มีอายุไม่เกิน 1 ปี และเป็นตราสารที่มีสถาบันการเงินค้ำประกันหรืออวัล หรือไม่มีหลักประกันก็ได้ การซื้อขายอาจกระทำโดยการหักส่วนลด (discount) เช่น ตั๋วเงินคลัง ตราสารทางพาณิชย์

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

(Commercial Paper) หรือโดยการกำหนดอัตราดอกเบี้ยหน้าตัว เช่น บัตรเงินฝาก (Certificate of deposits)

ข) ตราสารหนี้ระยะยาว ได้แก่ หุ้นกู้ , Floating Rate Note, Note Insurance Facilities พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรธุรกิจ พันธบัตรประเภทไม่กำหนดอายุไถ่ถอน (Perpetual bond) เป็นต้น

ตราสารพาณิชย์ (Commercial Paper) เป็นตราสารหนี้ซึ่งส่วนมากมีอายุสั้นไม่เกิน 1 ปี ดังนั้นจึงไม่จัดอยู่ในตลาดทุน และถูกจัดอยู่ในประเภทตราสารเปลี่ยนมือได้ (Negotiable Instrument) ชนิดไม่มีหลักประกันนอกจากชื่อเสียงของธุรกิจที่ส่งจ่าย ผู้รับอาวัลหรือผู้รับรอง ในต่างประเทศ เช่น อังกฤษ สหรัฐอเมริกา ตราสารทางพาณิชย์จัดเข้าอยู่ในประเภทตั๋วเงิน ซึ่งนอกจากจะหมายถึงตั๋วแลกเงิน (Bill of Exchange) ตั๋วสัญญาใช้เงิน (Promissory Note) และเช็ค (Cheque) แล้วยังหมายความรวมไปถึงดราฟท์ (Draft) ใบรับฝากเงินที่เปลี่ยนมือได้ (Negotiable Certificate of Deposit) ใบกำกับของ (Bill of Lading) ใบรับคลังสินค้า (Warehouse Receipt) ใบประทวนสินค้า (Warrant) และเลตเตอร์ออฟเครดิต (Letter of Credit) ด้วย ในประเทศไทยไม่มีบทบัญญัติความหมายตราสารพาณิชย์โดยตรง แต่ตราสารที่มีลักษณะใกล้เคียงตราสารพาณิชย์ คือ "ตั๋วเงิน" ตามกฎหมายไทย (ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ลักษณะตั๋วเงิน) บัญญัติให้ตั๋วเงินมี 3 ประเภทเท่านั้น คือ ตั๋วแลกเงิน (Bill of Exchange) ตั๋วสัญญาใช้เงิน (Promissory Note) และ เช็ค (Cheque) อย่างไรก็ตาม ในประเทศไทยตราสารพาณิชย์ส่วนใหญ่ที่ออกในปัจจุบันมักเป็นการออกเพื่อชำระหนี้ หรือเพื่อเครดิตทางการค้า ดังนั้น ผู้ออกจะเป็นประชาชนหรือสถาบันการเงินก็ได้ โดยส่วนใหญ่หากผู้ออกเป็นประชาชนจะให้สถาบันการเงินรับรองอาวัลอีกทีหนึ่ง สำหรับสถาบันการเงินนั้นปัจจุบันธนาคารแห่งประเทศไทยได้อนุญาตให้บริษัทเงินทุนออกตั๋วแลกเงินเพื่อระดมทุนได้ภายใต้พระราชบัญญัติประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ. 2522 นอกจากนี้ธุรกิจขนาดใหญ่ยังระดมทุนโดยการออกตั๋วเงินเพื่อระดมทุนระยะสั้นด้วย แต่จำนวนการออกเพื่อระดมทุนระยะสั้นเมื่อเทียบกับ การออกเพื่อเครดิตทางการค้า ยังนับว่าเป็นอัตราที่ต่ำอยู่

3.1.4 ตราสารหนี้แยกตามตลาดของตราสาร

3.1.4.1 ตราสารหนี้ในตลาดเงิน (Money Market)

- ได้แก่
- ตั๋วเงินคลัง (Treasury Paper)
 - ตราสารพาณิชย์ (Commercial Paper)
 - บัตรเงินฝาก (Depository Note) (เป็นตัวแลกเงินชนิดหนึ่ง) เช่น ซิตี้โน้ต (Citi Note) เชสโน้ต (Chase Note) เป็นต้น
 - ตราสารหนี้ในตลาดทุน (Capital Market) ได้แก่
 - พันธบัตรรัฐบาล (Government Bond)
 - พันธบัตรรัฐวิสาหกิจ (State Enterprise Bond)
 - พันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทย
 - หุ้นกู้ (Debenture)
 - หุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible Debenture)
 - ตราสารหนี้้อัตราลอยตัว (Floating Rate Note : FRNs)

บัตรเงินฝาก เป็นตราสาร หรือใบแสดงการรับฝากเงินที่ธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุนเป็นผู้ออกให้ผู้ฝากเงิน ซึ่งแสดงสิทธิของผู้ทรงตราสารที่จะได้รับเงินฝากคืนเมื่อสิ้นระยะเวลา บัตรเงินฝากนี้สามารถเปลี่ยนมือได้ด้วยการสลักหลังภายใต้ พรบ.การธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 และ พรบ.การประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์ พ.ศ. 2522 ได้อนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนออกบัตรเงินฝากชนิดนี้ได้ ตั้งแต่กรกฎาคม พ.ศ. 2535 และได้กำหนดหลักเกณฑ์และลักษณะของบัตรเงินฝากที่ธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุนสามารถระดมทุนได้ โดยจะต้องมีอายุตั้งแต่ 3 เดือน ถึง 3 ปี และมีมูลค่าหน้าตั๋วขั้นต่ำ 500,000 บาท ปัจจุบันได้มีธนาคารพาณิชย์เริ่มระดมทุนด้วยการออกบัตรเงินฝากนี้ แต่ยังไม่ได้รับความนิยมเท่าที่ควร เนื่องจากปัญหาทางด้านภาษี จะเห็นได้ว่ายอดคงค้างของบัตรเงินฝากก่อนระดมทุนโดยธนาคารพาณิชย์อยู่ในระดับร้อยละ 0.7 ของยอดเงินฝาก สำหรับบริษัทเงินทุนนั้น เพิ่งเริ่มมีการออกบัตรเงินฝากเมื่อต้นปี พ.ศ. 2538 และปริมาณที่ออกก็ยังคงอยู่ในระดับไม่มาก กล่าวคือในช่วงปลายเดือนพฤศจิกายน 2538 มีปริมาณการออกบัตรเงินฝากทั้งสิ้น 4,795 ล้านบาท



3.2 **ตราสารหนี้ต่างประเทศ** ตราสารหนี้ของประเทศสหรัฐอเมริกาหรือที่เรียกว่า Debt instrument ได้มีผู้นิยามไว้ว่า หมายถึงหนี้ที่กำหนดไว้แน่นอนว่าจะมีการจ่ายคืนเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยเป็นจำนวนแน่นอน ณ เวลาที่กำหนดไว้ในอนาคต ซึ่งการจ่ายดอกเบี้ยโดยปกติ มักจ่ายทุกครึ่งปีจนกระทั่งได้มีการจ่ายคืนเงินต้น [Debt instruments, as their name implies, represent a fixed obligation to repay the principal amount of the security at a future date (the maturity date) and, in the meantime, to make interest payments, usually semiannually, until the principal is paid.]⁷ ส่วนความหมายตามประมวลรัษฎากรของประเทศไทย ได้ให้คำนิยามไว้ว่าหมายถึง bond, debenture, note หรือ certificate หรือหลักฐานแสดงความเป็นหนี้อื่น ๆ ("debt instrument" means a bond, debenture, note or certificate or other evidence of indebtedness") สำหรับตราสารหนี้ในประเทศสหรัฐอเมริกา ไม่มีกฎหมายในการแยกพิจารณาที่แน่นอน ขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ของการนำไปใช้ประโยชน์ของผู้ลงทุน ซึ่งสามารถแยกพิจารณาได้เป็นลักษณะใหญ่ ๆ ดังนี้ คือ

3.2.1 แยกตามประเภทผู้ออกตราสาร

3.2.1.1 ตราสารหนี้ที่ออกโดยภาครัฐบาล ได้แก่

(1) พันธบัตรรัฐบาล (US.-Government Securities) คือ ตราสารหนี้ที่ออกโดยตรงโดยรัฐบาลมีทั้งอายุสั้น ปานกลาง จนถึงอายุยาว สามารถแบ่งได้เป็น 3 ประเภท อันได้แก่ Treasury-bills, Treasury-Note และ Treasury-Bonds

(2) พันธบัตรเทศบาล (Municipal Bond) คือ พันธบัตรที่ออกโดยรัฐบาลท้องถิ่นหรือหน่วยงานของรัฐ โดยมีวัตถุประสงค์ในการออกเพื่อเป็นการกู้เงินระยะยาวจากผู้ลงทุนเพื่อนำเงินไปใช้ในโครงการต่าง ๆ ของหน่วยงานที่ออกพันธบัตรเทศบาลนั้น

⁷Lewis U. Solonmon, "Taxation of Investments Volum 2 " (New York: Prentice Hall Law & Business, 1989), p. 438.

⁸Internal Revenue code 1993. Section 1275(a)

พันธบัตรเทศบาลสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ ๆ อันได้แก่ พันธบัตรภาษีเทศบาล (general obligation bonds) และพันธบัตรรายได้เทศบาล (Revenue bonds)⁸

3.2.1.2 ตราสารหนี้ที่ออกโดยภาคเอกชน ได้แก่

(1) Mortgage Bonds พันธบัตรจำนอง คือ พันธบัตรที่มีการนำเอาที่ดินหรือสิ่งก่อสร้างของบริษัทผู้ออกเป็นประกัน โดยผู้ถือหุ้นกู้ชนิดนี้จะมีสิทธิเรียกร้องต่อทรัพย์สินของบริษัทที่เป็นหลักประกันเหนือเจ้าหนี้อื่นของบริษัท โดยปกติแล้วมูลค่าของสินทรัพย์ที่นำมาเป็นหลักประกันนั้นจะต้องมีราคาสูงกว่าจำนวนหนี้หุ้นกู้ที่เป็นประกัน ในบางครั้งบริษัทสามารถออก bond เพื่อใช้เป็นการระดมทุนเพื่อสร้างสำนักงานใหม่, โรงงานหรือสิ่งอำนวยความสะดวกอื่น ๆ ซึ่ง bond ดังกล่าว เรียกว่า construction bond หรือ completion bond

(2) Collateral Trust Bonds คือพันธบัตรจำนำเป็นตราสารที่มีคุณภาพสูง เนื่องจากเป็นพันธบัตรที่มีการนำทรัพย์สินซึ่งเป็นสิ่งหาปริมาณมาวางเป็นประกัน โดยการส่งมอบทรัพย์สินนั้นแก่ผู้ดูแลผลประโยชน์ หรือผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ (Trustee) ทรัพย์สินดังกล่าว ได้แก่ หุ้น หรือหุ้นกู้ หรือสิทธิอื่นใดของบริษัทอื่น ซึ่งบริษัทผู้ออกพันธบัตรนี้ถืออยู่ บริษัทผู้ออกพันธบัตรชนิดนี้จะไม่สามารถขายทรัพย์สินที่เข้าเป็นประกันได้จนกว่าจะได้มีการไถถอนหุ้นกู้ชนิดนี้

(3) Equipment Trust Bonds คือ พันธบัตรอุปกรณ์ เป็นพันธบัตรซึ่งออกเพื่อวัตถุประสงค์ในการระดมทุนเพื่อซื้อทรัพย์สินส่วนทุน (Capital assets) โดยผู้ออกพันธบัตรต้องนำทรัพย์สินที่ซื้อดังกล่าวมาวางเป็นหลักประกัน การออกพันธบัตรชนิดนี้นิยมออกโดยบริษัทที่ประกอบธุรกิจด้านการขนส่ง เช่น บริษัทการบิน การรถไฟ หรือบริษัทที่ประกอบกิจการประเภทพลังงาน เช่น บริษัทน้ำมัน เป็นต้น

⁸Frank J. Fabozzi and France Modigliani, "Capital Markets" (Institution and Instrument, 1992), p. 515.

ตามกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกา คำที่มีความหมายว่า "หุ้นกู้" นั้นมีใช้กันอยู่ 2 คำ คือ bonds และ debentures ซึ่งทั้งสองคำนี้ในบางครั้งถูกใช้ในความหมายต่างกันในแง่ของหลักประกัน กล่าวคือ bonds นั้นโดยปกติจะใช้ในฐานะเป็นตราสารหนี้ที่มีหลักประกัน ส่วน debentures มักใช้ในฐานะเป็นตราสารหนี้ที่ไม่มีหลักประกัน

3.2.2 แยกตามหลักประกันของตราสาร⁹

3.2.2.1 ตราสารหนี้ที่มีหลักประกัน

(1) Mortgage Bonds เช่นเดียวกับที่กล่าวไว้ใน (1) ข้อ 3.2.1.2

(2) Collateral Trust Bonds เช่นเดียวกับที่กล่าวไว้ใน (2) ข้อ 3.2.1.2

(3) Equipment Trust Bonds เช่นเดียวกับที่กล่าวไว้ใน (3) ข้อ 3.2.1.2

(4) Guarantee Bonds คือ หุ้นกู้ที่มีประกันโดยบุคคลอื่นที่ไม่ใช่บริษัทผู้ออกหุ้นกู้ กล่าวคือมีผู้ค้ำประกันหนี้ตามหุ้นกู้ ความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ชนิดนี้ขึ้นอยู่กับความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ค้ำประกัน

3.2.2.2 ตราสารหนี้ที่ไม่มีหลักประกัน

(1) Senior debentures หุ้นกู้ที่ไม่มีหลักประกัน หุ้นกู้ชนิดนี้มีฐานะเป็นหนี้สามัญของบริษัท หลักประกันที่มีอยู่คือความน่าเชื่อถือ (credit) ของบริษัท และทรัพย์สินทั้งหมดของบริษัทที่จะออกหุ้นกู้ชนิดนี้จึงมักเป็นบริษัทที่มีผลการประกอบการที่ดี โดยปกติหุ้นกู้ชนิดนี้จะมีการแบ่งระดับบุริมสิทธิในการชำระหนี้เป็น 2 ระดับ กล่าวคือกรณีของ Senior debentures จะได้รับชำระหนี้ก่อน Subordinated debentures อย่างไรก็ตาม ยังมีหุ้นกู้ชนิดหนึ่งที่นอกจากจะเป็นหุ้นกู้ที่ไม่มีหลักประกันแล้ว ยังเป็นหุ้นกู้ที่ออกโดยบริษัทที่มีความน่าเชื่อถือต่ำ (poor credit ratings) ซึ่งเรียกว่า junk bonds โดยปกติ Junk Bonds จะถูกจัดเป็น Subordinated debentures อย่างหนึ่งซึ่งเป็นหุ้นกู้ที่ให้อัตราดอกเบี้ยสูงมากแต่ก็มีความเสี่ยงสูง บริษัทจะออกหุ้นกู้ชนิดนี้เมื่อต้องการใช้เงินในกิจการที่มีความเสี่ยงสูง เช่น การเข้าซื้อกิจการ เป็นต้น ในทางธุรกิจมักเรียก Junk Bonds โดยชื่อเรียกอีกอย่างหนึ่งว่า High Yield Bonds เนื่องจากเป็นหุ้นกู้ที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นกู้ชนิดอื่น ๆ ทั่วไป

⁹Stuart R. Veale, "Stocks Bonds Options Futures Investments and Their Markets" (USA: New York Institute of finance Prentice-Hall, 1987), p.77.

(2) Subordinated Debentures เป็นหุ้นกู้ด้อยสิทธิ เป็นหุ้นกู้ซึ่งมีลำดับของสิทธิการได้รับชำระหนี้เงินต้นคืนหลังจากหนี้อื่น ๆ ทั้งนี้หนี้อื่น ๆ นั้นจะเป็นไปตามที่กำหนดไว้ในข้อสัญญาและสภาพภาพของการด้อยสิทธินั้น จะมีผลเมื่อมีการเลิกบริษัท หรือบริษัทถูกฟ้องล้มละลาย

(3) Income Bonds เป็นหุ้นกู้ที่จะจ่ายดอกเบี้ยเมื่อบริษัทผู้ออกหุ้นกู้มีรายได้พอจ่ายดอกเบี้ยได้ ปัญหาของหุ้นกุ่มชนิดนี้อยู่ที่การกำหนดว่าอย่างไรเป็นรายได้หรือรายจ่าย และในสภาพภาพอย่างไรจึงถือว่าบริษัทมีรายได้พอจ่ายดอกเบี้ยได้ แม้ว่าการจ่ายดอกเบี้ยของหุ้นกุ่มชนิดนี้จะไม่แน่นอน แต่การคืนเงินต้นเป็นข้อกำหนดที่แน่นอน คือเมื่อถึงกำหนดไถ่ถอน หุ้นกุ่มชนิดนี้จะออกเมื่อบริษัทมีปัญหาทางการเงิน และมักจะให้สิทธิการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญด้วย หุ้นกุ่มชนิดนี้จะมีปัญหาการผิดนัดเรื่องการจ่ายดอกเบี้ยน้อยมาก นอกจากมีปัญหาว่าบริษัทพยายามเลี่ยงการมีกำไร

3.2.3 แยกตามวิธีการในการจ่ายดอกเบี้ย¹⁰

3.2.3.1 bearer bonds ตราสารหนี้ที่ออกให้แก่ผู้ถือ เป็นตราสารหนี้รูปแบบเก่า ซึ่งหุ้นกุ่มชนิดนี้จะจ่ายดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือตราสาร ณ วันที่ตราสารหนี้ถึงกำหนดจ่ายดอกเบี้ย หุ้นกุ่มชนิดนี้จะไม่ปรากฏชื่อเจ้าของในตราสาร แต่จะปรากฏคำว่า bearer (ผู้ถือ) เป็นเจ้าของหุ้นกุ่ม ตราสารชนิดนี้จึงเสี่ยงต่อการสูญหายหรือถูกขโมย ตัวอย่างตราสารหนี้ชนิดจ่ายให้แก่ผู้ถือ ได้แก่ตั๋วแลกเงิน (Bill of Exchange) ซึ่งเป็นตราสารหนี้ชนิดหนึ่ง ซึ่งบุคคลหนึ่งสั่งให้บุคคลอีกคนหนึ่งให้ใช้เงินจำนวนหนึ่งแก่บุคคลอีกคนหนึ่งโดยปราศจากเงื่อนไข ตามจำนวน และระยะเวลาที่กำหนดไว้แน่นอนในอนาคต โดยอาจจะสั่งให้ใช้เงินแก่ผู้ถือ หรือตามคำสั่ง "Bill of Exchange" is an unconditional order in writing by one person to another, signed by the person giving it, requiring the person to whom it is addressed to pay on demand or at a fixed or determinable future time a sum

¹⁰Harold Kerzner, "Understanding Corporate Bonds" (USA: Liberty Hall Press, 1990), p.92

certain in money to order or to bearer)*

3.2.3.2 registered bonds ตราสารหนี้ชนิดระบุชื่อ เป็นตราสารหนี้ที่ออกโดยระบุชื่อผู้ถือตราสารและมีการเก็บบันทึกโดยบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ การโอน เปลี่ยนมือตราสารประเภทนี้ จะทำได้เฉพาะการสลักหลังโอนโดยเจ้าของเท่านั้น (endorsement by the owner) ปัจจุบันผู้ถือหุ้นกู้ชนิดนี้มักจะอนุญาตให้บริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งทำหน้าที่ซื้อขายหุ้นกู้ (broker) เป็นผู้ถือแทนตนโดยระบุชื่อผู้ถือหุ้นกู้ในชื่อของ broker การจ่ายดอกเบี้ยจะกระทำผ่าน broker ยิ่งไปกว่านั้นหุ้นกู้ชนิดนี้สามารถกระทำการถือแทนใน ลักษณะเต็มรูปแบบ หรือบางส่วนก็ได้ (fully or partially registered) กล่าวคือ กรณีที่เต็มรูปแบบบริษัทจะจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยให้กับผู้มีชื่อเป็นเจ้าของหุ้นกู้เท่านั้น แต่ กรณีที่ถือแทนในลักษณะบางส่วนบริษัทผู้ออกหุ้นกู้จะจ่ายเงินต้นให้กับผู้มีชื่อเป็นเจ้าของ ส่วนของดอกเบี้ยนั้นบริษัทจะจ่ายให้แก่ผู้ถือตราสารในขณะที่ตราสารถึงกำหนดชำระดอกเบี้ย โดยไม่คำนึงว่าผู้ถือตราสารนั้นจะเป็นผู้มีชื่อเป็นเจ้าของหุ้นกู้หรือไม่

3.2.3.4 Variable-Rate Bonds เป็นหุ้นกู้ซึ่งอัตรา ดอกเบี้ยในหุ้นกู้จะขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน หุ้นกู้ชนิดนี้จะเป็นที่นิยมเมื่อมีความ ไม่แน่นอนของอัตราดอกเบี้ยในอนาคต (Future Interest Rate) และอัตราเงินเฟ้อ (Inflation)

3.2.4 ตราสารหนี้ที่มีลักษณะพิเศษ

3.2.4.1 Participating Bonds คือ หุ้นกู้ที่มีลักษณะ ผสมระหว่างหุ้นทุนและหุ้นกู้ กล่าวคือ บริษัทผู้ออกหุ้นกู้ชนิดนี้จะรับประกันอัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำใน การจ่ายคืนผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นกู้ แต่ผู้ถือหุ้นกู้ชนิดนี้อาจได้รับดอกเบี้ยสูงขึ้นไปกว่าที่กำหนดไว้ ในตราสาร หากว่าผลประกอบการของผู้ออกหุ้นกู้ได้ผลดี ซึ่งการจ่ายดอกเบี้ยหุ้นกู้ในลักษณะ นี้มีลักษณะคล้ายกับการจ่ายเงินปันผลของหุ้นสามัญ

*definition on Uniform Commercial Code (UCC)

3.2.4.2 Zero Coupon Bonds หุ้นกู้ชนิดนี้ไม่มีดอกเบี้ย และมักจะขายในราคา Par และไถ่ถอนในราคา Premium ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นกู้ได้รับคือ มูลค่าที่แตกต่างระหว่างราคาขายและค่าไถ่ถอนหุ้นกู้ ซึ่งถือเป็นดอกเบี้ยทางอ้อม

3.2.4.3 Serial Bonds หุ้นกู้ที่ออกเป็นชุด มีกำหนดระยะเวลาหรืออายุต่างกัน หุ้นกู้ที่มีอายุสั้นมักมีอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าหุ้นกู้ที่มีอายุยาวนานกว่า หุ้นกู้ชนิดนี้จะถึงกำหนดชำระคืนเป็นงวด ๆ ไป ต่างกับ term bond ซึ่งเป็นหุ้นกู้ที่ค้างถึงวันที่ถึงกำหนดชำระ เงินต้นพร้อมดอกเบี้ยในวันเดียวกันทั้งหมด กล่าวคือบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ชนิดนี้จะชำระคืนเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยให้กับผู้ถือหุ้นเมื่อครบกำหนดไถ่ถอนแล้วเท่านั้น

3.2.4.4 Deep Discount Bonds หุ้นกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำ และออกขายโดยมีส่วนลดในอัตราที่สูงมาก ผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นกู้จะมาจากผลต่างของราคาขายกับราคาไถ่ถอนมากกว่าที่จะได้มาจากการจ่ายดอกเบี้ย

3.2.4.5 Negotiable Certificate of Deposit (NCD) หรือบัตรเงินฝาก เป็นตราสารหนี้ระยะสั้นออกโดยธนาคารพาณิชย์เพื่อใช้เป็นหลักฐานในการฝากเงิน ผลตอบแทนจาก NCD จะได้รับในรูปของดอกเบี้ยซึ่งจะได้รับคืนพร้อมกับเงินต้นเมื่อครบกำหนดไถ่ถอน โดยปกติจะมีอายุระหว่าง 1-18 เดือน ผู้ลงทุนในบัตรเงินฝากมักได้แก่บริษัทมากกว่าบุคคลธรรมดา เพราะจำนวนขั้นต่ำในการเปิดบัญชีบัตรเงินฝากมีจำนวนค่อนข้างสูงตั้งแต่ 100,000 ดอลลาร์ ถึง 1 ล้านดอลลาร์ขึ้นไป

จากที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นว่าตราสารหนี้ชนิดหนึ่ง ๆ ไม่ว่าจะเป็ตราสารหนี้ในประเทศไทยหรือตราสารหนี้ในต่างประเทศ มีความหลากหลายในคุณสมบัติเฉพาะตัวอาจถูกจัดอยู่ในประเภทตราสารหลายประเภทด้วยกัน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับวิธีการในการแบ่งแยกประเภทตราสาร อย่างไรก็ตามก็ดีวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ผู้เขียนจะเลือกวิเคราะห์ถึงภาวะภาษีเฉพาะตราสารหนี้ที่สำคัญและเป็นที่ยอมรับกันมาก หรือที่ผู้เขียนเห็นว่ามึลักษณะพิเศษที่น่าสนใจ อันได้แก่ตราสารหนี้ 5 ชนิดดังต่อไปนี้คือ (รายละเอียดดังปรากฏตามตารางแสดงขนาดของตลาดตราสารหนี้ท้ายบทนี้)

- 1) พันธบัตรรัฐบาล
- 2) ตั๋วแลกเงิน
- 3) หุ้นกู้
- 4) หุ้นกู้แปลงสภาพ
- 5) บัตรเงินฝาก

รายละเอียดในการจัดเก็บภาษีของตราสารหนี้แต่ละชนิดจะได้นำไปกล่าวในบทที่ 3
ต่อไป

จุดประสงค์และวิธีการระดมทุนจากตราสารหนี้

1. วัตถุประสงค์ในการออกตราสารหนี้

จากที่กล่าวมาข้างต้นถึงความหมาย และประเภทของตราสารหนี้ผู้เขียนใคร่
กล่าวอธิบายถึงวัตถุประสงค์การออกและจำหน่ายตราสารหนี้เพื่อระดมทุน เพื่อให้ผู้สนใจใน
การลงทุนตราสารหนี้ได้เข้าใจระบบกระบวนการทั้งหมดของการออกและเสนอขายตราสารหนี้
โดยสังเขป

วัตถุประสงค์หลักของการออกตราสารหนี้นั้น ผู้ออกมักใช้ตราสารหนี้เป็น
เครื่องมือในการระดมทุนที่มีต้นทุนต่ำกว่าการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน เนื่องจากการออก
ตราสารหนี้จะช่วยลดภาระดอกเบี้ยจ่ายของบริษัทได้ เพราะการออกตราสารหนี้มีลักษณะเป็น
ขบวนการกำจัดตัวกลาง Disintermediation ระหว่างผู้ยืมและผู้ให้ยืมในรูปแบบเดิมที่จะ
ต้องกระทำผ่านสถาบันการเงิน ทำให้ผู้กู้สามารถระดมทุนได้เองโดยตรงในอัตราดอกเบี้ย
ที่ต่ำกว่าการกู้ยืมจากสถาบันการเงิน ทั้งบริษัทผู้ออกตราสารหนี้สามารถที่จะวางแผนทางการเงิน
ในอนาคตได้ถูกต้อง โดยเฉพาะในสถานการณ์ที่อัตราดอกเบี้ยมีความผันผวนมากรวมทั้ง
การออกตราสารหนี้ไม่มีผลทำให้กำไรสุทธิต่อหุ้นลดลง (dilution) เพราะผู้ซื้อตราสารหนี้
ไม่ได้อยู่ในสถานะเป็นเจ้าของบริษัทแต่จะเป็นเจ้าหนี้ของบริษัท นอกจากนี้หลักทรัพย์ของบริษัท
ซึ่งตั้งขึ้นใหม่ยังไม่เป็นที่รู้จักหรือเชื่อถือของประชาชน การที่จะเสนอขายหุ้นทุนย่อมเป็นการ
เสี่ยงเกินไป เพราะอาจจะประสบความล้มเหลวในการระดมทุนในขณะนั้นก็ได้ ตัวอย่าง
ที่เห็นได้ชัดและเป็นที่ยอมรับในปัจจุบัน คือ การออกตราสารหนี้ประเภทหุ้นกู้แปลงสภาพ เพื่อให้
เป็นที่แน่ใจว่าจะระดมทุนได้แน่นอนบริษัทจะออกหุ้นกู้ออกมาก่อน หรือในกรณีที่บริษัทคาดว่า
กิจการจะดีขึ้นราคาตลาดของหุ้นสามัญก็ย่อมสูงตาม บริษัทจะเสนอขายหุ้นกู้ในราคาที่เท่ากับ
ราคาตลาดในอนาคตของหุ้นสามัญนั้น ซึ่งมีผลให้บริษัทได้รับผลกำไรในเวลาสั้นที่ ตัวอย่าง
เช่นราคาหุ้นสามัญในตลาดหุ้นขณะที่มีการเสนอขายหุ้นกู้มีเพียง 60 บาทต่อหุ้นแต่บริษัทคาดว่า
ในอีก 3 ปีข้างหน้า บริษัทจะดำเนินงานมีผลกำไรรวมและราคาตลาดของหุ้นสามัญก็จะเป็น

หุ้นละ 100 บาท บริษัทจึงเสนอขายหุ้นกู้ชนิดแรกเป็นหุ้นสามัญได้ในวันนี้ราคาหุ้นละ 100 บาท
 ดังนั้นบริษัทได้เงินเพิ่มอีกหุ้นละ 40 บาท ทั้งนี้ ซึ่งบริษัทย่อมจะไม่ได้รับหากเสนอขาย
 หุ้นสามัญ¹¹

2. สถาบันหรือองค์กรที่เกี่ยวข้องกับการซื้อขายตราสารหนี้

การออกตราสารหนี้เพื่อระดมทุน ผู้ที่เข้ามาเกี่ยวข้องกับตราสารหนี้มีอยู่
 มากมายหลายจำพวกด้วยกัน ซึ่งแต่ละจำพวกมีบทบาทและหน้าที่ซึ่งเกี่ยวข้องกับการพัฒนา
 ตราสารหนี้ที่แตกต่างกันไป บุคคลหรือองค์กรที่เกี่ยวข้องกับตราสารหนี้ พอสรุปโดยสังเขปได้
 ดังนี้คือ

1. ผู้ออกตราสาร ได้แก่ ผู้ที่ต้องการระดมเงินทุนจากผู้ออม ผู้ออกตราสาร
 อาจเป็นสถาบันการเงิน ธุรกิจทั่วไป รัฐวิสาหกิจ และรัฐบาล ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์
 และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ได้อนุญาตให้บริษัทที่ผ่านการอนุมัติจากคณะ
 กรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์สามารถออกตราสารหนี้เพื่อขายแก่ประชาชน
 ทั่วไปได้ นอกจากนี้ยังเปิดกว้างแก่หน่วยงานทั้งภาครัฐและเอกชนให้สามารถออกตราสารหนี้
 ชนิดอื่น ๆ ได้เพิ่มขึ้น เช่น Asset Backed Securities ซึ่งมีลักษณะของการทำ
 Securitization เป็นต้น

2. ผู้ลงทุนในตราสาร ได้แก่ ผู้ออมหรือผู้มีเงินเหลือซึ่งอาจเป็นผู้ออมราย
 บุคคลทั้งในประเทศและจากต่างประเทศ หรือผู้ออมประเภทสถาบัน เช่น บริษัทประกันชีวิต
 กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนบำนาญ มูลนิธิต่าง ๆ ธุรกิจทั่วไป และกองทุนจากต่างประเทศ

3. นายหน้า (Broker) คือ ผู้ทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการซื้อ และการ
 ขายตราสารหนี้แทนผู้อื่น และเป็นผู้เตรียมการตามพิธีการและขั้นตอนต่าง ๆ ที่จำเป็นในการ
 ซื้อขายโดยได้รับค่านายหน้าเป็นผลตอบแทน

¹¹ กอบชัย นิยมกุล, "การแปลงทรัพย์สินให้เป็นหลักทรัพย์", เอกสารในการสัมมนา
 เรื่องประมวลความรู้เรื่องตราสารหนี้ ที่สำนักวิจัยตลาดทุน บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่ง
 ประเทศไทย 2535. (อัดสำเนา)

4. ผู้ค้าตราสาร (Dealer) คือ ผู้ที่ทำหน้าที่ซื้อขายตราสารในนามของตนเอง โดยมีรายได้เป็นกำไรจากส่วนต่างที่เกิดจากราคาขายและราคาซื้อตราสาร ผู้ค้ามักทำหน้าที่เป็น Market Maker โดยเป็นผู้เสนอ (quote) ทั้งราคาซื้อ และราคาขายสำหรับตราสารหนี้ เพื่อสร้างสภาพคล่องและตลาด (Liquidity และ Marketability) ให้แก่ตราสารนั้น ๆ

5. ผู้ประกันการขาย (Underwriter) ได้แก่ผู้ทำหน้าที่ผู้ค้าสำหรับตราสารที่ออกใหม่เท่านั้น ในกรณีที่ตราสารออกใหม่นั้นจำหน่ายไม่หมดผู้ประกันการขายจะต้องรับซื้อไว้ โดยผู้ประกันการขายจะมีรายได้จากค่าธรรมเนียมประกันการขาย และกำไรจากส่วนต่างระหว่างราคาขายและราคาซื้อตราสารนั้น ๆ

6. สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating agency) ซึ่งทำหน้าที่ให้ข้อมูล วิเคราะห์ และจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสารและผู้ออกตราสาร โดยเฉพาะตราสารประเภทหนี้ เพื่อเป็นข้อมูลให้แก่ผู้ลงทุนใช้ประกอบการตัดสินใจ

7. ผู้ดูแลผลประโยชน์ ได้แก่ ทรัสตี ผู้ทำหน้าที่ดูแลผลประโยชน์แทนผู้อื่น โดยได้รับอำนาจตามกฎหมาย ในการติดตามสถานะของผู้ออกตราสาร การทวงถามถ้าผิดนัดชำระ การพิจารณาบังคับชำระหนี้หากผู้ออกตราสารนี้กระทำผิดเงื่อนไข การติดตามฟ้องร้อง และเฉลี่ยทรัพย์สิน ในกรณีที่มีการออกตราสารประเภทที่มีทรัพย์สินเป็นประกัน ทรัสตีจะทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลทรัพย์สินที่เป็นประกันนั้นแทนผู้ถือตราสาร

8. ที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisor) ทำหน้าที่เปิดเผยข้อมูลบริษัทในหนังสือชี้ชวนฯ และแบบคำขออนุญาตโดยต้องใช้จรรยาบรรณของมืออาชีพ ในการเปิดเผยข้อมูลให้ตรงกับปัจจัยพื้นฐานของธุรกิจของผู้ออกตราสารให้มากที่สุด

9. สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. เป็นหน่วยงานภาครัฐที่ช่วยกำกับดูแลความเรียบร้อยของการระดมเงินทุนโดยผ่านการเสนอขายหลักทรัพย์ รวมทั้งเป็นผู้ให้ความเห็นชอบและกำกับดูแลสถาบันการเงินที่เกี่ยวข้องในการออกตราสารหนี้ทั้งหมดด้วย

*Market Maker หมายถึง ผู้พุงราคาตลาด ซึ่งมีหน้าที่รักษาเสถียรภาพและสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่ตนทำหน้าที่เป็นผู้พุงราคาตลาดสำหรับหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่งนั้น

10. ตลาดรอง ได้แก่ การซื้อขายตราสารหนี้ที่หมุนเวียนอยู่ในตลาดเงิน ผู้ที่ทำหน้าที่ตลาดรอง ได้แก่ สถาบันการเงิน ผู้ค้าหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์และชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ เป็นต้น

11. ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (BOND DEALER CLUB หรือ BDC) ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ถือเป็นส่วนหนึ่งของสมาคมบริษัทหลักทรัพย์ ประกอบด้วยสมาชิกที่ทำหน้าที่เป็นผู้ค้าตราสารหนี้ (dealer) ในตลาดรองตราสารหนี้มารวมกันทำธุรกิจการค้าตราสารหนี้ โดยชมรมผู้ค้าตราสารหนี้จะมีความรับผิดชอบในการบริหารงาน และดำเนินงานเพื่อให้การซื้อขายตราสารหนี้ของสมาชิกในตลาดรองดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพ โดยมีวัตถุประสงค์ในการจัดตั้งเพื่อให้บริการซื้อขายตราสารหนี้แก่สมาชิก และเป็นตัวแทนสมาชิกเพื่อประสานงานกับหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในอันที่จะพัฒนาตลาดรองตราสารหนี้และรักษาผลประโยชน์ของสมาชิก

12. ตลาดซื้อคืน (REPURCHASE MARKET) คือตลาดเงินระยะสั้น ซึ่งเป็นแหล่งกลางที่จะเชื่อมโยงให้ผู้มีเงินเหลือและต้องการลงทุนระยะสั้นกับผู้ต้องการเงินหรือขาดเงินระยะสั้นมาพบกัน การดำเนินงานมีลักษณะง่าย ๆ ไม่ซับซ้อน สินค้าของตลาดซื้อคืนคือ พันธบัตรรัฐบาลและพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่รัฐบาลค้ำประกันต้นเงินและดอกเบี้ย¹²

3. การออกและจำหน่ายตราสารหนี้เพื่อระดมทุน

สำหรับการออกและจำหน่ายตราสารหนี้เพื่อระดมทุนนั้น ผู้เขียนจะแยกอธิบายเป็น 2 กรณี คือ

1. ตลาดตราสารหนี้ของรัฐบาล ประกอบด้วยตลาดที่ให้กู้ยืมตามปกติของธนาคารแห่งประเทศไทย ตลาดซื้อคืนพันธบัตรและตลาดตั๋วเงินคลัง
2. ตลาดตราสารหนี้ของเอกชน ประกอบด้วยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถาบันการเงินและชมรมผู้ค้าตราสารหนี้

¹²บริษัทหลักทรัพย์ เจ เอฟ ธนาคม จำกัด "หุ้นกู้" เอกสารประกอบคำบรรยายครั้งที่ 1 เรื่องหุ้นกู้ เสนอที่บริษัทหลักทรัพย์ เจ เอฟ ธนาคม จำกัด. (อัดสำเนา)

ผู้เขียนจะแยกอธิบายถึงตลาดสำหรับตราสารหนี้ทั้ง 2 กรณีข้างต้น โดยแยกเป็นการออกและจำหน่ายตราสารหนี้ในตลาดแรกและตลาดรองดังนี้ คือ

3.1 ตลาดตราสารหนี้ของรัฐบาล

1. **ตลาดแรก (Primary Market)** ตลาดแรกหรือตลาดพันธบัตรออกใหม่กระทรวงการคลังจะเป็นผู้ออกพันธบัตร โดยมีธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้ประกันการจำหน่าย (Underwriter) การจัดจำหน่ายจะกระทำผ่านสาขาของธนาคารแห่งประเทศไทยทั้ง 4 แห่ง คือ สุรวงศ์ หาดใหญ่ ขอนแก่น และลำปาง และตัวแทนจำหน่ายอื่น ได้แก่ ธนาคารออมสิน คลังจังหวัด คลังอำเภอ และธนาคารเพื่อการเกษตรและสหกรณ์การเกษตร ตัวแทนเหล่านี้จะได้รับค่าธรรมเนียมในการจำหน่ายเป็นการตอบแทน ถ้าพันธบัตรที่ออกมาจำหน่ายไม่หมดธนาคารแห่งประเทศไทยมักจะเป็นผู้รับซื้อไว้เอง

สำหรับวิธีการจำหน่ายตราสารหนี้รัฐบาลในตลาดแรกผู้ลงทุนนั้นมี 2 วิธี คือ

- (1) วิธีประมูล (Auction)
- (2) จำหน่ายผ่านระบบประกันการขาย (Underwriting) ซึ่งมี 2 วิธี ดังนี้
 - การประมูลระหว่างผู้ประกันการจัดจำหน่ายด้วยกันเอง

(Underwriter Competitive Bidding)

- การตกลงทำสัญญา (Negotiated Underwriting)

วิธีการจำหน่ายตราสารหนี้ของรัฐบาลนั้นจะขึ้นอยู่กับชนิดของพันธบัตรกล่าวคือ หากเป็นพันธบัตรรัฐบาล ธนาคารแห่งประเทศไทย และหน่วยงานของรัฐ เช่น คลังจังหวัด ธนาคารออมสินจะเป็นผู้จัดจำหน่าย แต่หากเป็นพันธบัตรรัฐวิสาหกิจจะใช้วิธีประมูลโดยเสนออัตราดอกเบี้ยและค่าธรรมเนียมและต้องประมูลทั้งจำนวน

2. **ตลาดรอง (Secondary Market)** ตลาดรองของพันธบัตรคือที่สามารถนำพันธบัตรมาขายก่อนครบกำหนดได้ เพื่อเป็นการเพิ่มสภาพคล่องให้แก่ผู้ถือพันธบัตร

ตลาดรองของตราสารหนี้ภาครัฐบาลนั้น มีดังนี้คือ

1. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจะเป็นตลาดรองรับการซื้อขายเฉพาะ พันธบัตรที่ได้ทำการจดทะเบียนซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น เช่น พันธบัตรรัฐบาล และ พันธบัตรรัฐวิสาหกิจบางรุ่น สำหรับวิธีการซื้อขายนั้นนักลงทุนต้องซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ จะต้องกระทำการซื้อขายโดยผ่านบริษัทสมาชิก และเสียค่าธรรมเนียมในอัตรา 0.1% ของมูลค่าซื้อขาย
2. ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์บางแห่งได้เปิดการรับซื้อ และขาย พันธบัตรรัฐบาลบางรุ่นขึ้นมา โดยทำหน้าที่เสมือนเป็น Dealers ค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย ขึ้นอยู่กับการตกลงระหว่างลูกค้ากับสถาบันการเงินนั้น ๆ แต่โดยส่วนใหญ่จะไม่มีคิดค่าธรรมเนียม
3. ธนาคารแห่งประเทศไทย จะรับซื้อคืนพันธบัตรบางรุ่นตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้เท่านั้น¹³

ปัจจุบันพันธบัตรในตลาดรองมีสภาพคล่องต่ำ เนื่องจากไม่มีศูนย์ข้อมูลอ้างอิงด้านราคาและปริมาณ โดยเฉพาะพันธบัตรที่มีการซื้อขายผ่านสถาบันการเงินและธนาคารพาณิชย์จะไม่มีเปิดเผยข้อมูลการซื้อขายพันธบัตรเลย ทำให้ขาดข้อมูลราคาตลาดที่ยุติธรรม

นอกจากนี้ปัจจุบันสถานะทางการเงินของภาครัฐบาลอยู่ในภาวะเกินดุล¹⁴ จึงไม่นิยมออกพันธบัตรเพื่อระดมทุนในตลาดซึ่งก่อให้เกิดผลกระทบต่อตราสารหนี้ประเภทอื่น ๆ เนื่องจากขาดอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Benchmark) ในตลาดตราสารหนี้ ดังนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้พยายามหามาตรการต่าง ๆ เพื่อแก้ปัญหาการขาดสภาพคล่องในตลาดแรกเนื่องจากที่ผ่านมามีปริมาณพันธบัตรมีไม่มากและระยะเวลาไม่ต่อเนื่อง และใน

¹³ฝ่ายพัฒนาและวางแผนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, "ตลาดพันธบัตรในประเทศไทย," 27 พฤศจิกายน 2534

¹⁴ผู้จัดการรายสัปดาห์ (14-20 สิงหาคม 2538):36

เดือนสิงหาคม 2538 ที่ผ่านมา ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายในการเพิ่มสภาพคล่องของตลาดพันธบัตร เพื่อกระตุ้นให้เกิดการสร้างอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงโดยการออกประมูลพันธบัตรมูลค่ารวมทั้งสิ้น 5,500 ล้านบาท โดยจะทำการกู้ยืมจากสถาบันการเงินต่าง ๆ พันธบัตรที่ออกประมูลเป็นพันธบัตรระยะสั้น ชนิด 1 เดือน 3 เดือน และ 6 เดือน ตามลำดับ ซึ่งผลของการมีอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงจะทำให้ผู้ออกตราสารสามารถกำหนดอัตราดอกเบี้ย หรือให้ผลตอบแทนตามความเป็นจริงของสถานะทางการเงินในขณะนั้นและผู้ลงทุนในตลาดแรกและตลาดรองรู้ว่าควรซื้อขายกันที่ราคาเท่าใด เป็นการลดความไม่แน่นอนทำให้ผู้ซื้อและผู้ขายตัดสินใจและทำธุรกรรมมากขึ้น ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงจึงเป็นสิ่งจำเป็นอย่างหนึ่งในการพัฒนาตราสารหนี้

3.2 ตลาดตราสารของเอกชน

1. **ตลาดแรก (Primary Market)** คือ การที่ผู้ออกตราสารนำตราสารออกขายในครั้งแรก โดยปกติมีวิธีการที่ยืดหยุ่นปฏิบัติอยู่ 2 วิธี คือ

1. **PRIVATE PLACEMENT** คือ การจำหน่ายตราสารในวงแคบ ๆ โดยบริษัทผู้ออกตราสารทำการจัดจำหน่ายตราสารแก่ผู้ซื้อที่มีความใกล้ชิด หรือเข้าใจฐานะของบริษัทดี ซึ่งมีจำนวนไม่เกินสามสิบห้ารายในรอบระยะเวลาสิบสองเดือน หรือการเสนอขายตราสารที่ออกใหม่แก่ผู้ลงทุนประเภทสถาบัน 17 ประเภท การกระทำได้กล่าว ผู้ออกตราสารไม่ต้องมาขึ้นขออนุญาตจากคณะกรรมการ ก.ล.ต. และไม่ต้องยื่นแบบแสดงรายการพร้อมทั้งร่างหนังสือชี้ชวนด้วย

2. **PUBLIC OFFERING** เป็นวิธีการเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป โดยผ่านบริษัทหลักทรัพย์หรือเงินทุนหลักทรัพย์ที่เป็นผู้ประกันการจัดจำหน่าย (Underwriter) การออกและเสนอขายตราสารสามารถแบ่งออกเป็น 2 ขั้นตอนคือ

1. ขั้นตอนการขออนุญาต กล่าวคือ ให้สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ได้พิจารณาว่าบริษัทมีคุณสมบัติเหมาะสมที่จะออกหลักทรัพย์เพื่อเสนอขายแก่ประชาชนได้หรือไม่

2. ขั้นตอนการเปิดเผยข้อมูล เป็นเรื่องเกี่ยวกับการกำหนดรายละเอียดที่จะต้องเปิดเผยให้กับประชาชนได้ทราบ โดยผู้ออกตราสารนี้ต้องกำหนดรายละเอียดต่าง ๆ ในร่างหนังสือชี้ชวนและต้องแจกจ่ายหนังสือชี้ชวนดังกล่าวให้แก่ผู้สนใจที่จะลงทุนในตราสารนี้ได้ทราบ

ปัจจุบันการออกตราสารหนี้เพื่อระดมทุนนั้นสามารถทำได้ทั้งบริษัทจำกัด และบริษัทมหาชนจำกัด โดยที่บริษัทจำกัดมีข้อจำกัดอยู่ที่ว่าตัวบริษัทจำกัดที่จะออกตราสารหนี้ได้นั้นจะต้องเป็นบริษัทที่มีคุณสมบัติตามที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. ประกาศกำหนดไว้ และตราสารหนี้ที่จะออกขายแก่ประชาชนได้นั้นจะต้องเป็นตราสารหนี้ที่ไม่อาจแปลงสภาพแห่งสิทธิเป็นหุ้นได้ ดังนั้นจะเห็นได้ว่าบริษัทจำกัดไม่สามารถออกตราสารหนี้ประเภทหุ้นกู้แปลงสภาพได้

2. ตลาดรอง (Secondary Market) ในปัจจุบันตลาดรองของตราสารหนี้ อยู่ในรูปของตลาดกลาง หรือ Exchange ซึ่งได้แก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้ยังมีตลาดในรูปเครือข่ายการซื้อขายซึ่งผู้ทำหน้าที่ซื้อขายตราสารหนี้ภาคเอกชน ได้แก่ ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ (Bond Dealer Club) โดยมีเงื่อนไขว่าตราสารหนี้ที่จะระดมทุนผ่านชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ได้จะต้องมีขนาดตั้งแต่ 100 ล้านบาทขึ้นไป ดังนั้นพันธบัตร หรือตราสารหนี้ที่ออกหรือที่จะออกโดยภาครัฐหรือเอกชนไม่ว่าจะมีการจัดอันดับเครดิตหรือไม่ก็ตามหากมีขนาดของมูลค่าบนหน้าตราสาร (Face Value) ในการเสนอขายแต่ละครั้ง (Total per series) ไม่น้อยกว่า 100 ล้านบาท ก็สามารถนำมาซื้อขายผ่านชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ได้ นอกจากนี้ชมรมผู้ค้าตราสารหนี้แล้ว ตลาดรองสำหรับตราสารหนี้ภาคเอกชนยังประกอบด้วยบริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์และสถาบันการเงินที่มีใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ประเภทค้าหลักทรัพย์ ทั้งนี้ธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุนจะทำหน้าที่เป็นตลาดรองให้แก่บัตรเงินฝาก และตราสารพาณิชย์ ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สถาบันการเงิน และชมรมผู้ค้าตราสารหนี้จะทำหน้าที่เป็นตลาดรองให้แก่ตราสารหนี้ภาคเอกชน

ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 90 และตามกฎกระทรวง ฉบับที่ 2 (พ.ศ. 2536) ออกตามความในพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ข้อ 1 ได้กำหนดให้สถาบันการเงินที่จะขอรับใบอนุญาตประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ตามกฎกระทรวงนี้ได้ต้องเป็นสถาบันการเงินดังต่อไปนี้

- (1) ธนาคารพาณิชย์ตามกฎหมายว่าด้วยการธนาคารพาณิชย์
- (2) บริษัทเงินทุนหรือบริษัทเครดิตฟองซิเอร์ ตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุน ธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเอร์
- (3) สถาบันการเงินที่มีกฎหมายจัดตั้งโดยเฉพาะ

สำหรับการนำตราสารหนี้เข้าไปซื้อขายในตลาดรองนั้น จะเป็นลักษณะเดียวกันกับการซื้อขายพันธบัตร โดยจะมีการซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์เสียเป็นส่วนใหญ่ การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ก็มีการซื้อขายอยู่บ้างเพียงเล็กน้อยไม่เป็นที่นิยมนัก โดยจะทำการซื้อขายบนกระดานพิเศษ เนื่องจากข้อจำกัดในเรื่องอัตราค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บสำหรับหุ้นกู้ที่ซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์ในอัตราร้อยละ 0.1 ของมูลค่าซื้อขายเป็นอุปสรรคสำคัญ ในขณะที่การซื้อขายผ่านตลาดอื่น ๆ ไม่มีค่าใช้จ่ายในลักษณะนี้ นอกจากนี้การซื้อขายตราสารหนี้ประเภทอื่น ๆ ที่ไม่ใช่หุ้นกู้หรือพันธบัตร ปัจจุบันส่วนใหญ่เกิดขึ้นผ่านธนาคารพาณิชย์ อาทิเช่น ตัวเงิน หรือบัตรเงินฝาก เป็นต้น ด้วยเหตุที่ธนาคารพาณิชย์ไม่ได้เป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์ จึงไม่มีการรวบรวมข้อมูลการซื้อขายที่เกิดขึ้น ทำให้นักลงทุนที่สนใจไม่สามารถเห็นภาพความเคลื่อนไหวของการซื้อขายที่เป็นอยู่ได้

ในปัจจุบันการซื้อขายตราสารหนี้ภาคเอกชนในตลาดรองมีปริมาณน้อยมาก กล่าวคือ การซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดหลักทรัพย์จะมีเฉพาะการซื้อขายหุ้นกู้ ภาคเอกชนซึ่งมีมูลค่าเฉลี่ยในปี 2537 ประมาณเดือนละ 93.6 ล้านบาท ซึ่งนับว่าอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับปริมาณการออกหุ้นกู้ของภาคเอกชนในตลาดแรก ส่วนการซื้อขายตราสารพาณิชย์ซึ่งเป็นตราสารหนี้ระยะสั้น ก็กับการซื้อขายตราสารหนี้ในชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ยังมีปริมาณไม่สูงมากนัก กล่าวคือ สำหรับการซื้อขายตราสารหนี้ของชมรมผู้ค้าตราสารหนี้ที่เริ่มดำเนินการเมื่อต้นเดือนพฤศจิกายน 2537 นั้น ปัจจุบันมีตราสารหนี้ที่ทำการซื้อขาย คือหุ้นกู้จำนวน 73 หุ้น มีปริมาณการซื้อขายในปี 2538 เฉลี่ยต่อวันประมาณ 198 ล้านบาท นอกจากนี้ยังจำกัดอยู่เฉพาะสมาชิกภายในชมรมโดยมีจำนวนสมาชิกทั้งสิ้น 87 รายเท่านั้น¹⁵

¹⁵ จุลสารสรุปข่าวธุรกิจ ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (1-15 พฤศจิกายน 2530)