

การจำหน่ายพันธบัตร

เมื่อใดทราบถึงวิธีการและหลักการสำคัญเกี่ยวกับการออกพันธบัตรมาพอสังเขปแล้วก็จะศึกษาขั้นตอนที่สำคัญของการออกพันธบัตร นั่นคือการจำหน่ายพันธบัตรที่กล่าวว่าการจำหน่ายพันธบัตร เป็นขั้นตอนที่สำคัญของการออกพันธบัตรก็เพราะเป็นขั้นตอนที่ผู้ออกพันธบัตรจะได้รับเงินสมทบความประสงค์ เป้าหมายที่สำคัญของการออกพันธบัตร คือ การได้เงินทุนมาใช้ตามโครงการตามเวลาที่ต้องการ การที่ผู้ออกพันธบัตรได้วางแผนการออกพันธบัตรไว้อย่างดีเยี่ยมสมบูรณ์ มิได้เป็นหลักประกันว่า ผู้ออกพันธบัตรจะได้รับเงินทุนตามที่ต้องการเสมอไป เพราะถ้าวางแผนไว้ดีแต่ไม่อาจขายพันธบัตรได้ในเวลาที่กำหนด ก็ย่อมจะไม่เกิดประโยชน์อันใด มีแต่ผลเสียหาย คือเสียเวลาและค่าใช้จ่ายในการวางแผนและเตรียมการออกพันธบัตรไปโดยเปล่าประโยชน์ และที่สำคัญที่สุดการขายพันธบัตรไม่ได้ ผู้ออกก็จะได้เงินทุนตามที่ต้องการใช้ในโครงการลงทุนที่วางแผนเอาไว้ อันอาจมีผลกระทบกระเทือนถึงสิ่งต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องได้ ในบทนี้จะได้ศึกษาถึงเรื่องต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายพันธบัตร อันได้แก่ช่องทางทางการจำหน่ายพันธบัตร ขอสันนิษฐานและกีดกันของช่องทางต่าง ๆ การจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาล การจำหน่ายพันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิตฯ ซึ่งได้มีสถาบันการเงินหลายแห่งเสนอที่จะจัดการจำหน่ายให้ โดยมีเงื่อนไขต่าง ๆ กัน การตัดสินใจของการใช้ไฟฟ้าฝ่ายผลิตฯ ในเรื่องผู้ดำเนินการจำหน่ายพันธบัตร และค่าใช้จ่ายในการใช้ไฟฟ้าฝ่ายผลิตฯ จำหน่ายพันธบัตรเอง ช่องทางของการจำหน่ายพันธบัตร¹

พันธบัตรในที่นี้หมายถึงพันธบัตรออกใหม่ ช่องทางการจำหน่ายที่สำคัญได้แก่

¹ Kent, op.cit., pp. 772-790.

1. การจำหน่ายเป็นการทั่วไป (Sales to the General Public)
2. การจำหน่ายให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์ของผู้ออกพันธบัตร (Sales to Existing Security Holders)
3. การจำหน่ายให้โดยตรงเฉพาะตัว (Private Placements) ของทางการจำหน่ายแต่ละทางมีลักษณะดังต่อไปนี้

1. การจำหน่ายเป็นการทั่วไป (Sales to the General Public) เป็นการเสนอขายพันธบัตรต่อสาธารณชนทั่วไป ผู้ออกพันธบัตรอาจดำเนินการได้โดยวิธีใดวิธีหนึ่งดังนี้ คือ²

ก. ใช้บริการของธนาคารลงทุน (Investment Bankers) หรือบริษัทเงินทุน คือให้ธนาคารลงทุนหรือบริษัทเงินทุนจัดการจำหน่ายพันธบัตรให้ โดยผู้ออกพันธบัตรจ่ายค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายอื่น ๆ แก่ผู้ทำหน้าที่จัดจำหน่าย

ข. ไม่ใช้บริการของธนาคารลงทุนหรือบริษัทเงินทุน คือผู้ออกพันธบัตรจัดการจำหน่ายพันธบัตรเอง

การติดต่อกับธนาคารลงทุนหรือบริษัทเงินทุน ทำได้ 2 ทางคือ

ก) การติดต่อโดยตรง (Direct Negotiation) คือผู้ออกพันธบัตรจะติดต่อโดยตรงกับธนาคารหรือบริษัทที่ตนพอใจ หากธนาคารนั้นไม่ตกลงด้วย ก็หาธนาคารอื่นต่อไปทีละแห่งจนกว่าจะตกลงได้กับแห่งใดแห่งหนึ่ง วิธีนี้เป็นที่นิยมมากกว่าวิธี ข)

ข) การประมูล (Competitive Bidding) วิธีนี้รัฐบาลกำหนดให้กิจการสาธารณะโภคและธุรกิจบางอย่างต้องปฏิบัติ แต่กิจการทั่วไปจะใช้ได้ ผู้ประมูลจะเสนอราคาซื้อและอัตราราคาดอกเบี้ย ผู้ออกพันธบัตรจะเลือกผู้เสนออัตราราคาดอกเบี้ยแท้จริง

² Bradley, *op.cit.*, pp. 439-463.

(Effective Rates) ต่ำสุด แต่อย่างไรก็ตาม ผู้ออกพันธบัตรสามารถสงวนสิทธิ์ที่จะไม่รับผลการประมูลได้ หากผลของการประมูลไม่เป็นที่พอใจ การเลือกโดยการประมูลมีผู้ให้เหตุผลสนับสนุนและถักคานดังนี้

ผู้สนับสนุนการประมูลกล่าวว่า วิธีการนี้มีผลดีต่อสังคมส่วนรวม (General Welfare) มากกว่าต่อบุคคลกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งที่เกี่ยวข้องกับการออกพันธบัตร โดยเฉพาะ คือ

- 1) การประมูลทำให้ต้นทุนของเงินทุนต่ำ ซึ่งทำให้ราคาสินค้าต่ำ ควบคู่กันนี้กิจการสาธารณูปโภคจะมีผลให้บริการสาธารณูปโภคมีราคาถูก
- 2) การติดต่อกับธนาคารโดยตรง จะทำให้ผู้ออกพันธบัตรอยู่ภายใต้การครอบงำของธนาคารที่เป็นผู้รับประกันการจำหน่าย มีผลให้วงจรรูจิจถูกจำกัด
- 3) การติดต่อกับธนาคารโดยตรงส่วนมากผู้ออกพันธบัตรจะเลือกธนาคารหรือบริษัทที่มีชื่อเสียง และมองข้ามธนาคารหรือบริษัทอื่น ๆ ที่มีความสามารถเท่ากัน ทำให้เกิดภาวะการผูกขาดของธนาคารหรือบริษัทเงินทุน

ผู้คัดค้านการประมูลกล่าวว่า ผู้ที่ประมูลได้จะให้บริการได้ไม่ดีเท่าที่ได้รับการติดต่อโดยตรง และการที่ค่าธรรมเนียมผู้ประมูลได้ต่ำก็เพราะปริมาณของบริการมีน้อยกว่า

งานที่จะต้องจัดทำในกรณีของการจำหน่ายพันธบัตรเป็นการทั่วไป

- 1) เอกสารที่ผู้ออกพันธบัตรจะต้องเสนอต่อคณะกรรมการควบคุมการออกหลักทรัพย์ตามกฎหมาย (Registration Statement) สำคัญของเอกสารนี้ได้แก่เรื่องราวต่าง ๆ ที่สำคัญเกี่ยวกับผู้ออกพันธบัตรโดยละเอียด เช่น ลักษณะกิจการ โครงสร้างของเงินทุน สถานะการเงิน ประวัติและผลการดำเนินงาน ฯลฯ
- 2) หนังสือชี้ชวน (Prospectus) ประกอบด้วยข้อความในเอกสารที่กล่าวในข้อ 1) ข้อความในสัญญาพันธบัตรโดยย่อ วิธีการจำหน่าย ข้อเสนอแนะในการซื้อ ตลอดจนข้อความเชิญชวนให้ซื้อพันธบัตร
- 3) ประกาศโฆษณาการขายพันธบัตรให้เป็นที่ทราบกันทั่วไป วิธีการ

อย่างหนึ่งคือ การโฆษณาในหนังสือพิมพ์ หรือนิตยสารโดยมีข้อมูลเพียงเล็กน้อย ซึ่งเรียกว่า Tombstone Advertisement³

2. การจำหน่ายพันธบัตรให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์เดิมของผู้ออกพันธบัตร (Sales to Existing Security Holders) คือ การขายให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือพันธบัตรที่ปรากฏอยู่ในขณะที่ออกพันธบัตร โดยจำนวนพันธบัตรที่จะซื้อ จะเป็นอัตราส่วนของหุ้นหรือพันธบัตรเดิมที่ถืออยู่ การจำหน่ายแบบนี้อาจใช้วิธีการของธนาคารหรือไม่ก็ได้ และอาจใช้วิธีการแบบใดแบบหนึ่งก็ได้

3. การจำหน่ายให้เฉพาะตัว (Private Placements) คือการที่ผู้ออกพันธบัตร เสนอขายพันธบัตรทั้งหมดให้แก่บุคคลหนึ่งบุคคลใดรายเดียว หรือน้อยราย โดยที่ผู้ซื้อและผู้ขายตกลงเงื่อนไขกันเอง⁴ ผู้ซื้อเหล่านี้มักจะได้แก่บริษัทประกันชีวิตสถาบันทรัสต์ หรือสถาบันการลงทุน

ต้นทุนการจำหน่ายให้เฉพาะตัว ถ้าพิจารณาอย่างผิวเผินอาจเห็นว่าวิธีนี้เสียค่าใช้จ่ายน้อยกว่าการจำหน่ายเป็นการทั่วไป เพราะไม่ต้องเสียค่าช่วยการให้ทรัสต์และธนาคาร ไม่ต้องทำหนังสือชวน ๆ แต่มีได้หมายความว่าต้นทุนของการกู้ยืม ซึ่งประกอบไปด้วยค่าใช้จ่ายในการออกพันธบัตรและดอกเบี้ยจะต่ำกว่าด้วย เพราะผู้ที่ซื้อวิธีนี้มีความรอบรู่มาก คือเขารู้ว่าค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายน้อย ก็เรียกอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าอัตราที่ควรจะเป็น ถ้าจำหน่ายเป็นการทั่วไป การจำหน่ายให้เฉพาะตัวมีผู้ให้เหตุผลสนับสนุนและคัดค้านไว้ดังนี้

เหตุผลสนับสนุนหรือข้อดี

1) ผู้ออกพันธบัตรอาจตกลงขายให้แก่ผู้ซื้อเป็นวง ๆ ตามกำหนดเวลาที่ผู้ออกต้องการเงิน ซึ่งจะช่วยให้ประหยัดค่าดอกเบี้ย เพราะดอกเบี้ยจะเกิดเมื่อผู้ออกได้

³ Ibid., p. 459.

⁴ Ibid., p. 439.

รับเงินค่าขายพันธบัตร แต่การขายพันธบัตรเป็นการทั่วไปนั้น หากแบ่งขายเป็นงวด ๆ ก็ต้องเสียค่าใช้จ่ายสูงมาก หากขายครั้งเดียวทั้งจำนวนใหญ่ โดยที่ยังไม่จำเป็นต้องใช้เงินหมด ก็จะมีเงินว่างอยู่จำนวนหนึ่งระยะหนึ่ง ซึ่งจะต้องนำไปหากอกผลทางอื่นชั่วคราว แต่มักจะได้ผลตอบแทนต่ำกว่าดอกเบี้ยจ่าย

2) ถ้าผู้ออกพันธบัตรมีปัญหาทางการเงินก็อาจขอมอนันต์ หรือขอความช่วยเหลือจากผู้ซื้อน้อยรายไ้ได้ง่ายกว่าผู้ซื้อหลายราย และหากจำเป็นต้องแก้ไขสัญญาพันธบัตรก็ทำได้ง่ายกว่า

เหตุผลที่คัดค้านหรือข้อเสีย

1) สัญญาพันธบัตรในกรณีนี้มักจะมีเงื่อนไขจำกัดสิทธิผู้ออกพันธบัตรมากกว่าสัญญาในกรณีการจำหน่ายเป็นการทั่วไป

2) ผู้ถือพันธบัตรอาจจะเข้ามามีอิทธิพลต่อการตัดสินใจดำเนินนโยบายการเงินของผู้ออกพันธบัตรมากกว่ากรณีการจำหน่ายเป็นการทั่วไป

การขายวิธีนี้ผู้ออกพันธบัตรอาจจ้างธนาคารเพื่อการลงทุน เป็นผู้หาผู้ซื้อ (Finders) ให้ก็ได้

การมอบหมายให้ธนาคารลงทุนหรือบริษัทเงินทุนเป็นผู้จัดจำหน่ายพันธบัตร

การจำหน่ายพันธบัตรนั้น ผู้ออกพันธบัตรส่วนมากจะไม่ดำเนินการจัดจำหน่ายเอง แต่จะมอบหมายให้ธนาคารลงทุนหรือบริษัทเงินทุนที่ตนเห็นว่าเหมาะสม เป็นผู้ทำหน้าที่จัดการเรื่องการจัดจำหน่ายพันธบัตรแทน โดยมีข้อตกลงกันระหว่างผู้ออกพันธบัตรกับธนาคารลงทุน หรือบริษัทเงินทุนว่า ผู้ออกพันธบัตรจะจ่ายค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่ายอะไรบ้าง การที่ผู้ออกพันธบัตรไม่ดำเนินการจัดจำหน่ายพันธบัตรเองก็เพราะว่า การจัดจำหน่ายพันธบัตรนั้นมีค่าใช้จ่าย โดยเฉพาะในกรณีที่จะนำพันธบัตรใหม่ออกสู่ตลาด จำเป็นจะต้องทราบความต้องการของตลาดเป็นอย่างดีว่า มีความต้องการในระยะหนึ่ง ๆ เป็นจำนวนประมาณเท่าใด อัตราดอกเบี้ยควรจะมีอัตราเท่าใด และกำหนดการไถ่ถอนคืนของพันธบัตรนั้นควรจะมีเพียงใด เป็นต้น ซึ่งในการที่จะจัดจำหน่ายพันธบัตรให้

สำเร็จด้วยดีก็จำเป็นที่จะต้องเสนอพันธบัตรออกสู่ตลาดในจังหวัดอันควร และจะต้องจัดพันธบัตรนั้น ๆ ให้อัตลักษณ์เหมาะสมกับความต้องการ ของตลาด ในขณะที่เดียวกันก็จะต้องให้พันธบัตรนั้นมีคุณสมบัติที่เอื้ออำนวยต่อการออกขาย การกำหนดราคาพันธบัตรในตลาดจะต้องกำหนดให้เหมาะสมกับความต้องการ และในบางครั้งจำเป็นจะต้องมีการโฆษณาเพื่อให้ข้อมูลต่าง ๆ แก่ตลาดอย่างเพียงพอ และหากพันธบัตรนั้นมีการกำหนดเวลาการไถ่ถอนก่อนอยู่ในระยะที่ยาวมาก ก็จำเป็นจะต้องสร้างตลาดที่สองขึ้นมาด้วย เพื่อให้พันธบัตรนี้มีความคล่องตัวมากยิ่งขึ้น ซึ่งจะจูงใจผู้ลงทุนโดยทั่วไป นอกจากนี้การจัดจำหน่ายพันธบัตรจำเป็นจะต้องมีการควบคุมทางกานบัญชี เงินค่าจองซื้อพันธบัตร ทะเบียนผู้จองซื้อพันธบัตรและทะเบียนผู้ถือพันธบัตร การนำส่งพันธบัตร การโอนพันธบัตร การจ่ายดอกเบี้ย และการไถ่ถอนพันธบัตร เป็นต้น ซึ่งนับว่าเป็นเรื่องยุ่งยากพอสมควรสำหรับผู้ออกพันธบัตร ดังจะเห็นว่า แม้บริษัทหรือกิจการใหญ่ ๆ ซึ่งมิได้มีอาชีพในการออกและจัดจำหน่ายพันธบัตรโดยตรง แต่มีความจำเป็นจะต้องออกพันธบัตรขายแก่ประชาชน เพื่อกู้ยืมหรือระดมเงินชอมจากประชาชนมาลงทุนในกิจการของคน ยังต้องมอบให้ธนาคารลงทุนหรือบริษัทเงินทุนที่ไว้วางใจได้เป็นผู้รับประกันการจำหน่าย จัดจำหน่ายและรับเป็นธุระในการเป็นนายทะเบียน สำนักงานโอนหุ้นและจ่ายดอกเบี้ยให้

แต่เดิมการรับมอบหมายให้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งเรียกว่าการรับประกันการจำหน่าย (Underwriting Commitment) หมายถึงข้อตกลงที่จะจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ และรับซื้อหลักทรัพย์ออกใหม่ ส่วนที่ขายไม่หมดด้วย การมอบหมายให้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งรวมถึงพันธบัตรด้วยมีหลายลักษณะดังต่อไปนี้ คือ⁵

ก. ข้อตกลงที่รับประกันว่าพันธบัตรที่ออกมาจะจำหน่ายได้หมด ข้อตกลงแบบนี้นิยมกันมาก ลักษณะของข้อตกลงแยกออกได้ดังนี้

⁵ Bogen, *op.cit.*, p. 9.15.

1) ผู้รับประกัน (Underwriters) ตกลงซื้อพันธบัตรทั้งหมดทันทีและนำไปจำหน่ายต่อบุคคลทั่วไป (ต่อไปเรียกว่า Firm Commitments)

2) ผู้รับประกันจะซื้อพันธบัตรส่วนที่เหลือจากการจำหน่ายให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์เดิม เพื่อนำไปจำหน่ายต่อไปในภายหลัง เรียกว่า Firm Commitments หรือ Stand-by Commitments

3) ผู้รับประกันรับผิดชอบที่จะจำหน่ายพันธบัตรทั้งหมดให้ได้ภายในเวลาที่กำหนด โดยปกติจะกำหนดให้จำหน่ายพันธบัตรทั้งหมดภายใน 30 วัน ข้อตกลงเช่นนี้เรียกว่า (All or None Commitments)

ข. ข้อตกลงที่รับประกันว่าพันธบัตรที่ออกมาจะจำหน่ายได้หมด เรียกว่า Best Efforts Commitments หมายความว่า ธนาคารลงทุนหรือบริษัทเงินทุนที่จะทำหน้าที่จัดจำหน่ายพันธบัตร โดยพยายามที่จะจำหน่ายพันธบัตรให้ได้มากที่สุดเท่าที่จะทำได้ แต่ไม่รับประกันว่าจะจำหน่ายได้หมด ข้อตกลงเช่นนี้ให้อำนาจแก่ผู้รับมอบหมายที่จะทำหน้าที่เป็นตัวแทนจำหน่ายหรือซื้อพันธบัตรที่จัดจำหน่ายข้อตกลงแบบนี้เป็นที่นิยมนัก

อย่างไรก็ดี ในทางปฏิบัติคำว่า Underwriting มักจะหมายถึงข้อตกลงที่รับประกันว่า พันธบัตรที่ออกมาจะจำหน่ายได้หมด การมอบหมายให้ธนาคารลงทุนหรือบริษัทเงินทุนจัดจำหน่ายพันธบัตรให้นี้ ส่วนมากใช้ในกรณีการจำหน่ายพันธบัตรเป็นการทั่วไป และการจำหน่ายให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์เดิมของผู้ออกพันธบัตร อนึ่ง ผู้รับประกันการจำหน่าย (Underwriter) อาจชวนธนาคารลงทุนหรือบริษัทเงินทุนอื่นมาร่วมในการรับประกันการจำหน่ายพันธบัตร เมื่อรวมกันเรียกว่ากลุ่มผู้ซื้อ (Purchase Group หรือ Purchase Syndicate) หรือกลุ่มผู้รับประกัน (Underwriting Syndicate) ทั้งนี้เพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยงและเพิ่มอำนาจในการจำหน่าย กลุ่มผู้รับประกันประกอบด้วยผู้รับประกันตั้งแต่ 2 รายขึ้นไป ซึ่งจะแบ่งค่าธรรมเนียมกันเองตามข้อตกลง

ค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายพันธบัตร

การจำหน่ายพันธบัตรที่ออกใหม่โดยทั่วไปจะมีค่าใช้จ่ายประกอบด้วย

1. ค่าธรรมเนียม ที่จ่ายให้แก่ธนาคารลงทุนหรือบริษัทเงินทุน ซึ่งเป็นผู้รับมอบหมายให้จัดจำหน่ายพันธบัตร (Commission, Discount หรือ Spread)⁶ ถ้าใช้จ่ายประเภทนี้เกิดขึ้นในกรณีที่ผู้ออกพันธบัตรมิได้ดำเนินการจำหน่ายพันธบัตรเอง ผู้รับมอบหมายจัดจำหน่ายพันธบัตรจะเสนออัตราค่าธรรมเนียมให้ผู้ออกพันธบัตรพิจารณา ซึ่งอาจคิดต่อโดยตรงหรือโดยการประมูลก็ได้ หากเป็นที่พอใจจะตกลงทำสัญญากัน อัตราค่าธรรมเนียมแตกต่างกันแล้วแต่ลักษณะของข้อตกลง กล่าวคือสำหรับพันธบัตรที่มีความเสี่ยงเท่ากัน ถ้าให้ผู้รับมอบหมายรับประกันการจำหน่ายอัตราค่าธรรมเนียมยอมสูงกว่าข้อตกลงที่ให้ผู้รับมอบหมายทำหน้าที่เป็นตัวแทนจำหน่าย ก่อนที่จะกำหนดอัตราค่าธรรมเนียมให้ผู้รับมอบหมายกองศึกษาลักษณะกิจการ ฐานะและชื่อเสียงของผู้ออกพันธบัตร ตลอดจนลักษณะและปริมาณพันธบัตรที่ออก ประกอบกับสภาพการณ์ในตลาดขณะที่จะจำหน่ายพันธบัตรประกอบกัน ผู้รับประกันการจำหน่ายจะกำหนดค่าธรรมเนียมในอัตราที่เห็นว่าเพียงพอหรือเหมาะสมกับลักษณะงาน และภาระการเสี่ยงในการรับประกันการจำหน่าย อันได้แก่ความยากลำบากในการหาผู้ซื้อพันธบัตร ความเสี่ยงจากการที่ภาวะตลาดเปลี่ยนแปลงไปในทางที่ไม่ดีในขณะที่จำหน่ายพันธบัตร และโอกาสที่ผู้ออกพันธบัตรจะมีผลการดำเนินงานเลวลงในภายหลัง ซึ่งจะมีผลต่อการชำระดอกเบี้ยและเงินต้น ภาระความเสี่ยงของผู้รับประกันการจำหน่ายขึ้นอยู่กับวงเงินพันธบัตร ประเภทและขนาดของกิจการ ผลการดำเนินงาน ฐานะการเงิน และชื่อเสียงทางสินเชื่อของผู้ออกพันธบัตร ตลอดจนสภาวะการณ์ของตลาดและปัจจัยอื่น ๆ เป็นการสุกวิสัยที่จะสรุปหรือประมาณว่า จะให้หน้าหนักแก่ปัจจัยเหล่านี้ได้อย่างไร ในการกำหนดอัตราค่าธรรมเนียมการรับประกันการจำหน่ายพันธบัตร แลจากประสบการณ์ในอดีตแสดงให้เห็นว่า ถ้าวงเงินพันธบัตรมาก อัตราค่าธรรมเนียมโดยเฉลี่ยจะต่ำ ดังปรากฏในตารางที่ 1

⁶ Kent, op. cit., pp. 431-434.

ตารางที่ 1 ค่าธรรมเนียมการรับประกันการจำหน่ายพันธบัตรเป็นการทั่วไป โดยธนาคารลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา ปี 1951, 1953 และ 1955⁷ (เป็นร้อยละของเงินที่ได้รับจากการจำหน่าย)

วงเงินพันธบัตร (ล้านเหรียญ)	ผู้ออกพันธบัตรที่เป็นกิจการ ไฟฟ้า, แก๊ส และน้ำประปา	ค่าโดยเฉลี่ยของ ผู้ออกพันธบัตรทั้งหมด
ต่ำกว่า 0.5	-	-
0.5 - 0.9	-	7.53
1.0 - 1.9	3.00	5.80
2.0 - 4.9	1.04	2.37
5.0 - 9.9	.73	1.01
10.0 - 19.9	.62	.88
20.0 - 49.9	.68	.85
50.0 ขึ้นไป	<u>.64</u>	<u>.88</u>
ค่าเฉลี่ย	<u>.66</u>	<u>.80</u>

⁷ Ibid., p. 433.

2. ค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายอื่น ๆ ไม่ว่าผู้ออกพันธบัตรจะจำหน่ายพันธบัตรเอง หรือมอบหมายให้ธนาคารลงทุนหรือบริษัทเงินทุนเป็นผู้จำหน่ายก็ตาม จะต้องมียค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายซึ่งได้แก่ ค่าโฆษณาการจำหน่ายพันธบัตร ค่าจัดทำหนังสือชี้ชวนให้ซื้อพันธบัตร ค่าพิมพ์พันธบัตรและแบบฟอร์มต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง ค่าธรรมเนียมทรัสต์ และค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ดอื่น ๆ กรณีที่ผู้ออกพันธบัตรจำหน่ายพันธบัตรเอง จะไม่มีค่าธรรมเนียมในข้อ 1.

ค่าใช้จ่ายทั้งสิ้นในการจำหน่ายพันธบัตร ซึ่งหมายถึงค่าธรรมเนียมรวมทั้งค่าใช้จ่ายอื่น ๆ เพื่อเทียบเป็นอัตราส่วนกับวงเงินพันธบัตรที่ออก จะคำนวณเงินที่ออกมาก ดังปรากฏในตารางที่ 2

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



ตารางที่ 2 ค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายพันธบัตรเป็นการทั่วไป โดยธนาคาร
ลงทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา ปี 1951, 1953 และ 1955⁸
(เป็นร้อยละของเงินที่ได้รับจากการจำหน่าย)

วงเงินพันธบัตร (ล้านเหรียญ)	ผู้ออกพันธบัตรที่เป็นกิจการ ไฟฟ้า, แก๊ส และน้ำประปา	ค่าโดยเฉลี่ยของ ผู้ออกพันธบัตรทั้งหมด
ต่ำกว่า 0.5	-	-
0.5 - 0.9	-	11.49
1.0 - 1.9	5.00	8.17
2.0 - 4.9	2.23	3.78
5.0 - 9.9	1.52	1.83
10.0 - 19.9	1.28	1.52
20.0 - 49.9	1.20	1.33
50.0 ขึ้นไป	<u>1.15</u>	<u>1.19</u>
ค่าเฉลี่ย	<u>1.33</u>	<u>1.49</u>

⁸ Ibid., p. 354.

การจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาล

กระทรวงการคลังซึ่งเป็นเจ้าของเรื่องการออกพันธบัตรรัฐบาลมอบหมายการจัดจำหน่ายพันธบัตรให้ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นผู้ดำเนินการ ตั้งแต่การจัดร่างกฎกระทรวง กำหนดวงเงิน สกุลเงินตรา และเงื่อนไขทุกอย่างที่เกี่ยวข้อง พร้อมทั้งค่าใช้จ่ายที่กระทรวงการคลังต้องจ่ายให้แก่ธนาคารแห่งประเทศไทย สำหรับการจำหน่ายพันธบัตร ตลอดจนจนถึงการจัดทำหนังสือชี้ชวนและการโฆษณาการจำหน่ายพันธบัตร ในกรณีหากมีพันธบัตรเหลือจากการจำหน่าย ธนาคารแห่งประเทศไทยจะกองรับซื้อไว้หมด นอกจากการจำหน่ายแล้วธนาคารแห่งประเทศไทยยังได้รับมอบหมายให้เป็นนายทะเบียน สำนักงานไอเอ็นพีและจ่ายดอกเบี้ยพันธบัตร ตลอดจนจัดการไถถอนพันธบัตรอีกด้วย

ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเกี่ยวกับพันธบัตรที่กระทรวงการคลังต้องจ่ายให้แก่ธนาคารแห่งประเทศไทย ปรากฏอยู่ในกฎกระทรวงการคลังออกตามความในพระราชบัญญัติวิธีการงบประมาณ ซึ่งเป็นกฎกระทรวงที่กำหนดวงเงินและเงื่อนไขของการออกพันธบัตรแต่ละครั้ง ค่าใช้จ่ายดังกล่าวประกอบด้วย

1. ค่าใช้จ่ายในการพิมพ์พันธบัตรและการโฆษณาการจำหน่ายพันธบัตร คัดตามที่จ่ายจริง
2. ค่าธรรมเนียมในการจัดการเกี่ยวกับพันธบัตร ซึ่งกำหนดเป็นอัตราร้อยละของราคาพันธบัตรที่จำหน่ายได้ ดอกเบี้ยที่ชำระและค่าเงินกู้ตามพันธบัตรที่ชำระคืน ซึ่งอาจกำหนดสำหรับการออกพันธบัตรแต่ละคราวต่างกันแล้วแต่ความเหมาะสม เช่น พันธบัตรเงินกู้ในงบประมาณ พ.ศ. 2516 ชนิกดอกเบี้ยร้อยละเจ็ดครึ่งต่อปี จำนวนไม่เกินสามร้อยล้านบาท จำหน่ายเป็นการทั่วไป ชำระเงินต้นคืนภายในสิบห้าปี กำหนดให้ค่าธรรมเนียมในการจัดการเกี่ยวกับพันธบัตรในอัตราร้อยละ 0.3 ของราคาพันธบัตร

ที่จำหน่ายได้ คอกเบี้ยที่ชำระและต้นทุนเงินกู้ตามพันธบัตรที่ชำระคืน⁹ และพันธบัตรเงินกู้
 ในปีงบประมาณ พ.ศ. 2516 ชนิดคอกเบี้ยร้อยละแปดต่อปี จำนวนไม่เกินหนึ่งพันห้า-
 ร้อยห้าสิบล้านบาท จำหน่ายให้เฉพาะธนาคารออมสิน หรือธนาคารแห่งประเทศไทย
 ชำระเงินต้นคืนภายในสิบห้าปี กำหนดให้ค่าธรรมเนียมในอัตราร้อยละ 0.1¹⁰ เป็นต้น
การจำหน่ายพันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ

ข้อเสนอของสถาบันการเงินต่าง ๆ ที่จะเป็นผู้จัดจำหน่าย เมื่อตอนที่การ
 ไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ได้ขอคำแนะนำจากธนาคารแห่งประเทศไทย และสถาบันการเงิน
 หลายแห่ง เช่น ธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุน เพื่อขอทราบวิธีการและปัญหาต่าง ๆ
 ที่เกี่ยวกับการออกพันธบัตร ซึ่งก็ได้รับความร่วมมืออย่างดียิ่ง ธนาคารแห่งประเทศไทย
 และสถาบันการเงินต่าง ๆ ได้เสนอที่จะเป็นผู้จัดจำหน่ายพันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ
 โดยที่แต่ละแห่งมีเงื่อนไขต่าง ๆ กัน ดังนี้

ก. ธนาคารแห่งประเทศไทย ในตอนแรกก่อนที่การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ จะออก
 พันธบัตร ธนาคารแห่งประเทศไทยเสนอที่จะจัดการเรื่องการออกพันธบัตร ตั้งแต่การ
 จัดจำหน่าย การจ่ายคอกเบี้ย และการชำระเงินต้น โดยคิดค่าธรรมเนียมในอัตรา
 ร้อยละ 0.3 ทั้งนี้ ไม่รวมค่าใช้จ่าย ในการพิมพ์พันธบัตรและการโฆษณาการจำหน่าย
 พันธบัตร ซึ่งจะเรียกเก็บตามที่จ่ายจริง¹¹

⁹กระทรวงการคลัง, กฎกระทรวงฉบับที่ 37 (พ.ศ. 2515) ออกตามความ
 ในพระราชบัญญัติวิธีงบประมาณ.

¹⁰กระทรวงการคลัง, กฎกระทรวงฉบับที่ 37 (พ.ศ. 2515) ออกตามความ
 ในพระราชบัญญัติวิธีงบประมาณ.

¹¹การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ, บันทึกการประชุมระหว่างเจ้าหน้าที่การไฟฟ้าฝ่าย
 ผลิต ฯ กับธนาคารแห่งประเทศไทย, วันที่ 2 กันยายน 2514.

ต่อมาเมื่อวันที่ 27 มิถุนายน 2516 ธนาคารแห่งประเทศไทย ได้เสนอที่จะขอรับเป็นศูนย์ร่วมจัดการพันธบัตรให้รัฐบาล องค์การของรัฐและรัฐวิสาหกิจ¹² เพื่อเป็นการอำนวยความสะดวกในการจำหน่าย และช่วยประหยัดค่าใช้จ่ายในการจัดการในการจำหน่ายพันธบัตรรัฐวิสาหกิจหรือองค์การของรัฐนั้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจะใช้หลักการที่สำคัญดังต่อไปนี้ คือ

1. ลักษณะของพันธบัตร ควรมีอายุปานกลาง คือห้าปี ในกรณีปกติทั่วไป รัฐบาลจะค้าประกัน ในบางกรณีอาจไม่จำเป็นต้องให้รัฐบาลค้าประกัน โดยเฉพาะรัฐวิสาหกิจที่มีฐานะการเงินที่มั่นคง และเป็นที่เชื่อถือในวงการทั่วไป
2. อัตราดอกเบี้ยควรกำหนดเท่ากับของพันธบัตรรัฐบาล หรือในบางกรณีอาจสูงกว่าได้ไม่เกินร้อยละ 0.25 ทั้งนี้ สุดแล้วแต่สภาพของตลาด
3. วิธีการจัดจำหน่าย อาจใช้วิธีประมูลหรือขายตามราคาที่ยกไว้ก็ได้ สุดแล้วแต่สภาพของตลาดในขณะใดขณะหนึ่ง
4. ธนาคารไม่รับประกันซื้อส่วนที่เหลือจากการจำหน่าย
5. อัตราค่าธรรมเนียมในการจัดการพันธบัตรรัฐวิสาหกิจหรือองค์การของรัฐ คิดเท่ากับอัตราค่าธรรมเนียมในการจัดการพันธบัตรรัฐบาล คือร้อยละ 0.3
6. เพื่อช่วยจัดให้ได้เงินกู้พอเหมาะแก่ระยะความต้องการใช้เงิน และเพื่อให้เงื่อนไขของพันธบัตร เป็นประโยชน์ต่อรัฐวิสาหกิจหรือองค์การของรัฐแต่ละแห่ง รัฐวิสาหกิจหรือองค์การของรัฐที่เกี่ยวข้องจะต้องส่งประมาณการรับจ่ายเงินแต่ละปีตามโครงการ ไปให้ธนาคาร เพื่อประกอบการพิจารณาความเหมาะสมของการออกพันธบัตรและเพื่อแจ้งให้ผู้ซื้อทราบเวลาจำหน่ายพันธบัตร

¹² กรมบัญชีกลาง, บันทึกการประชุมเรื่องข้อเสนอของธนาคารแห่งประเทศไทยที่จะขอรับเป็นศูนย์ร่วมจัดการพันธบัตรให้รัฐวิสาหกิจ ฯ, วันที่ 27 มิถุนายน 2516.

7. การพิจารณาจำนวนเงินกู้ของรัฐวิสาหกิจหรือองค์การของรัฐทุกแห่งควรกระทำพร้อมกันไปกับจำนวนเงินกู้ของรัฐบาลตามงบประมาณประจำปี ทั้งนี้ เพราะถือได้ว่าเงินกู้ของรัฐวิสาหกิจและองค์การของรัฐมีผลในการเปลี่ยนแปลงปริมาณเงินเช่นเดียวกับเงินกู้รัฐบาล

8. ธนาคารแห่งประเทศไทยขอรับจัดการให้แก่รัฐวิสาหกิจทุกแห่ง หากไม่ได้ทุกแห่งก็จะไม่เข้ารับจัดการ เพราะหากให้รัฐวิสาหกิจต่างออกพันธบัตรเองได้ ก็จะเกิดการแข่งขันกัน อันอาจทำให้อัตราดอกเบี้ยสูง รัฐวิสาหกิจที่มีฐานะมั่นคงก็จะดำเนินการออกพันธบัตรเอง ส่วนรัฐวิสาหกิจเล็กจะไม่สามารถดำเนินการเองได้ ต้องพึ่งบริการของศูนย์รวม ๆ ทำให้พันธบัตรที่ศูนย์รวมจัดการมีแต่ของรัฐวิสาหกิจที่มีฐานะทางการเงินไม่น่าเชื่อถือ และอาจทำให้ทัศนคติของนักลงทุนต่องานพันธบัตรต่าง ๆ ที่ธนาคารแห่งประเทศไทย รับจัดการให้เป็นไปในทางที่ไม่ดีด้วย การที่ธนาคารรับเป็นศูนย์กลางจัดการให้รัฐวิสาหกิจทุกแห่ง จะทำให้ได้พันธบัตรของรัฐวิสาหกิจแต่ละแห่งในลักษณะที่จะไม่แข่งขันซึ่งกันและกัน แต่จะสอดคล้องและสนับสนุนซึ่งกันและกันตามช่วงเวลาที่เหมาะสม ซึ่งจะเป็นผลดีแก่รัฐวิสาหกิจและรัฐบาลเป็นส่วนรวม

ค่าธรรมเนียมจัดการพันธบัตรที่ธนาคารคิดไว้ร้อยละ 0.3 นั้น เป็นเฉพาะค่าธรรมเนียมจริง ๆ ไม่รวมค่าโฆษณาค่าพิมพ์พันธบัตร ซึ่งจะต้องเรียกเก็บค่าที่จ่ายจริง และนอกจากนั้นทุกครั้งที่ย้ายดอกเบี้ยหรือดำเนินการโอนพันธบัตรหรือชำระเงินต้นคืนก็ต้องคิดค่าธรรมเนียมอีกครั้ง ซึ่งรัฐวิสาหกิจผู้ออกพันธบัตรเห็นว่าจะเป็นค่าใช้จ่ายที่สูงมาก ต่อมาธนาคารแห่งประเทศไทยจึงได้พิจารณาลดอัตราค่าธรรมเนียมในการจัดการพันธบัตรรัฐวิสาหกิจหรือองค์การของรัฐลงเหลือร้อยละ 0.2 แก่รัฐวิสาหกิจส่วนใหญ่ซึ่งมีความประสงค์ที่จะให้ธนาคารแห่งประเทศไทยเป็นศูนย์จำหน่าย อยากรจะไหลลดอัตราค่าธรรมเนียมลงอีกและขอให้ธนาคารแห่งประเทศไทยรับประกันการจำหน่ายด้วย

13 กรมบัญชีกลาง, บันทึกการประชุมเรื่องการออกพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ,
วันที่ 21 กันยายน 2516.

แต่ธนาคารแห่งประเทศไทยยังคงยืนยันในอัตราค่าธรรมเนียม 0.2 เช่นเดิม โดยไม่
รับประกันการจำหน่าย¹⁴

ข. บริษัทเงินทุนต่าง ๆ การจำหน่ายพันธบัตรครั้งแรกในปี 2515 วงเงิน
50 ล้านบาท ได้มีบริษัทเงินทุนและบริษัทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ต่าง ๆ ซึ่งเป็นบริษัท
ที่มีชื่อเสียง และดำเนินกิจการในประเทศไทยเป็นเวลานานจำนวน 3 แห่ง เสนอที่จะ
เป็นผู้จัดการเรื่องพันธบัตร โดยมีข้อเสนอต่างกัันดังนี้

1. บริษัท ก. ได้เสนอแนวทางการหาเงินทุนสำหรับจำนวนเงินที่
การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ต้องการ คือ

ก) หาเงินทุนจากต่างประเทศ บริษัท ก. เสนอที่จะหาเงินกู้
จากต่างประเทศในอัตราดอกเบี้ยต่ำให้ก่อนที่จะออกพันธบัตร และเมื่อออกพันธบัตรแล้ว
ก็นำเงินจากการจำหน่ายพันธบัตรไปชำระเงินกู้ หรืออีกทางหนึ่งให้การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ
ออกพันธบัตรเป็นเงินเหรียญเอเชีย (Asian Dollar) ซึ่งมีตลาดใหญ่อยู่ที่ประเทศ
สิงคโปร์ และธนาคารซึ่งอยู่ในเครือเดียวกับบริษัท ก. ก็มีสาขาอยู่ที่นั่นด้วย พันธบัตรที่
จะออกให้มีอายุ 5 ปี อัตราดอกเบี้ยประมาณ 7.5 % (เงื่อนไข 2 อย่างนี้อาจเปลี่ยนแปลง
ได้ตามความเหมาะสมในขณะที่จะออกพันธบัตร) และจะมีการออกพันธบัตรใหม่ได้ตอน
พันธบัตรที่ครบกำหนดตามระยะเวลาที่ต้องการใช้เงินทุนอยู่เรื่อย ๆ

ข) หาเงินทุนภายในประเทศ บริษัท ก. เสนอที่จะรับจัดจำหน่าย
พันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ซึ่งจำหน่ายภายในประเทศ โดยคิดค่าใช้จ่าย และมี
เงื่อนไขดังนี้

ค่าใช้จ่าย

1) ค่าใช้จ่ายประจำปี ได้แก่ ค่าดอกเบี้ยและค่าบริการ ๑ %
ต่อปี อัตรานี้เป็นอัตราที่รวมค่าบริการการขายและการจัดการไว้แล้ว

¹⁴ กรมบัญชีกลาง, หนังสือด่วนมาก ที่ ๐7/16388, ลงวันที่ 18 ตุลาคม

2) ค่าใช้จ่ายครั้งเดียว ถัดจากที่จ่ายจริงในการจำหน่าย พันธบัตร ได้แก่

(1) ค่าจัดทำหนังสือชี้ชวนและโฆษณาประมาณ

500,000 – 600,000 บาท

(2) ค่าบริการธนาคารในการออกและไถ่ถอนพันธบัตร 250,000 บาท แบ่งออกเป็นส่วนที่จ่ายให้แก่ธนาคารพาณิชย์เป็นค่าบริการในการออกพันธบัตร เมื่อตอนเริ่มจำหน่าย และเมื่อรับไถ่ถอนพันธบัตร เมื่อครบกำหนดคร่าวละ 125,000 บาท

(3) ค่าพิมพ์พันธบัตรและกระดาษพิมพ์ ซึ่งจ่ายตามที่

เป็นจริง

เงื่อนไขและวิธีการจำหน่าย พันธบัตรที่จะออก บริษัท ก. เสนอว่าควรเรียก "พันธบัตรซึ่งมีรางวัล" หรือ "Prize Bond" ซึ่งคล้ายกับสลากออมสิน ในต่างประเทศนิยมกันทั่วไป เช่น ปากีสถาน ถือว่าวิธีนี้ดี เพราะเป็นการระดมทุนภายในประเทศมาใช้ในการพัฒนาเศรษฐกิจ โดยมีวิธีการออกดังนี้

1) ออกพันธบัตรราคาฉบับละ 100 บาท จำนวน 500,000 ฉบับ (รวม 50 ล้านบาท)

2) จะระบุอัตราดอกเบี้ยในพันธบัตรไว้ 5 %

3) จะจ่ายรางวัลทั้งหมด 106 รางวัลทุก ๆ 6 เดือน

โดยรวมเงินรางวัลงวดละ 750,000 บาท แยกได้ดังนี้

รางวัลที่ 1	มี 1 รางวัล	= 300,000 บาท
รางวัลที่ 2	มี 5 รางวัล ๆ ละ 25,000 บาท	= 125,000 บาท
รางวัลที่ 3	มี 100 รางวัล ๆ ละ 3,250 บาท	= 325,000 บาท
รวม	106 รางวัล	รวม = 750,000 บาท

ปีละ 2 งวด (750,000 × 2) = 1,500,000 บาท ถือเป็นเงินปีละ 3% ของยอดเงินทั้งหมด

4) ราคาพันธบัตรดังกล่าวอาจขายในราคาต่ำกว่า 100 บาท แต่เวลาใกล้ถึงคืนให้ใกล้จนได้เต็มราคา โดยถือว่าขายในราคาหักดอกเบี้ยให้เสร็จ วิธีนี้ต้องออกพันธบัตรในวงเงินเกินกว่า 50 ล้านบาท จึงจะได้เงิน 50 ล้านบาท

ถ้าวิธีการออกพันธบัตรซึ่งมีรางวัลหรือ "Prize Bond"

ไม่อาจกระทำได้ขอเสนอวิธีใหม่อีก 3 วิธี คือ

ก. ออกพันธบัตรในอัตราดอกเบี้ย 10 % โดยทางธนาคารที่เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท ก. จะรับไว้ก่อนทั้งหมด และจะหาทางจำหน่ายต่อในท้องตลาดไปเรื่อย ๆ โดยไม่คิดค่าธรรมเนียมการจำหน่าย

ข. ออกพันธบัตรในอัตราดอกเบี้ย 9 % โดยขายในราคาต่ำกว่ามูลค่า

ค. ไม่ต้องออกพันธบัตร แต่ธนาคารที่เป็นผู้ถือหุ้นของบริษัท ก. จะให้กู้เงินในวงเงิน 50 ล้านบาท โดยหักดอกเบี้ยในอัตรา 8 %

2. บริษัท ข. บริษัท ข. เสนอการจำหน่ายพันธบัตรเป็นการทั่วไป โดยมีวิธีการเงื่อนไขและค่าใช้จ่ายดังนี้

วิธีการและเงื่อนไข บริษัท ข. เสนอให้เลือกทางใดทางหนึ่งคือ

ก) ไม่รับประกันว่าผู้ถือพันธบัตรจะขายคืนพันธบัตรก่อนครบกำหนดได้ บริษัท ข. ได้ประมาณอัตราดอกเบี้ยในขณะนี้ สำหรับพันธบัตรที่มีอายุต่าง ๆ กับดังนี้

อายุพันธบัตร อัตราดอกเบี้ย (ร้อยละ)

5	$9\frac{1}{2}$
6	$9\frac{3}{4}$
7	10
8	$10\frac{1}{4}$
9	$10\frac{1}{2}$
10	$10\frac{3}{4}$

บริษัท ข. เสนอต่อไปว่า การออกพันธบัตรครั้งแรก 50 ล้านบาท นั้น ควรแยกให้มีอายุต่าง ๆ กัน เพื่อทดสอบความนิยมของตลาดต่อพันธบัตรอายุต่าง ๆ เพื่อจะได้ใช้เป็นหลักในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรที่จะออกในโอกาสต่อไป

ข) รับประกันว่าผู้ถือพันธบัตรจะขายคืนพันธบัตรก่อนครบกำหนดได้ (Guaranteed Liquidity Basis) การรับประกันเช่นนี้ จำเป็นต้องสร้างตลาดรองสำหรับพันธบัตรที่จำหน่ายแล้วขึ้น กล่าวคือ ตั้งบุคคลที่สามซึ่งอาจเป็นธนาคารแห่งประเทศไทยให้รับซื้อพันธบัตรจากผู้ถือพันธบัตรในขณะใดขณะหนึ่ง ตามราคาตลาด แต่ไม่ต่ำกว่าราคาต่ำสุด (Floor Price) ที่กำหนดไว้เช่น 95 % ของมูลค่าพันธบัตรเป็นต้น อัตราดอกเบี้ยโดยประมาณสำหรับพันธบัตรที่มีอายุต่าง ๆ ในกรณีนี้เป็นดังนี้

<u>อายุพันธบัตร</u>	<u>อัตราดอกเบี้ย (ร้อยละ)</u>
5	$8\frac{3}{4}$
6	$8\frac{7}{8}$
7	9
8	$9\frac{1}{4}$
9	$9\frac{3}{8}$
10	$9\frac{1}{2}$

การออกพันธบัตรในกรณีนี้ บุคคลที่สามที่จะรับซื้อพันธบัตร ซึ่งอาจเป็นธนาคารแห่งประเทศไทย หรือการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ เอง จะต้องกำหนดราคารับซื้อต่ำสุดขึ้น และกลุ่มสถาบันการเงินจะสร้างตลาดรองสำหรับพันธบัตรให้ โดยจัดตั้งหน่วยงานซึ่งประกอบด้วยธนาคารพาณิชย์ สถาบันการเงินและนายหน้าในตลาดเงินทุนทำหน้าที่ติดต่อโดยตรงกับผู้ถือพันธบัตร เพื่อให้ตลาดรองของพันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ มีความคล่องตัวและมีประสิทธิภาพ

ค่าใช้จ่าย จากข้อเสนอดังกล่าวข้างต้น การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ จะได้รับบริการของบริษัท ข. โดยเสียค่าใช้จ่ายดังนี้ คือ

1) บริษัท ข. จะจัดตั้งกลุ่มผู้รับประกันการจำหน่ายพันธบัตร ซึ่งรับประกันว่า พันธบัตรที่ออกมาจะจำหน่ายได้หมด ค่าธรรมเนียมการรับประกันการจำหน่ายประมาณร้อยละ 2 ของมูลค่าพันธบัตรที่รับประกันทั้งสิ้น

2) บริษัท ข. จะจัดตั้งกลุ่มผู้จำหน่าย (Selling Syndicate) เพื่อส่งเสริมและช่วยกันจำหน่ายพันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ค่าธรรมเนียมสำหรับบริการแบบนี้เท่ากับร้อยละ 1 ของมูลค่าพันธบัตรที่ขายได้

3) บริษัท ข. จะจัดทำสิ่งต่าง ๆ ที่จำเป็นในการจำหน่ายพันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ เช่น จัดทำหนังสือชี้ชวน เอกสารที่เกี่ยวข้อง เตรียมการส่งเสริมการจำหน่าย และโฆษณาการจำหน่ายพันธบัตรค่าใช้จ่ายในการนี้ มีจำนวนประมาณ 500,000 บาท

การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ได้ตรวจสอบข้อเสนอของบริษัท ข. ซึ่งต่อมาได้เสนอเงื่อนไขใหม่ ดังนี้

1) บริษัท ข. รับดำเนินการได้ในอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 9 ต่อปี ซึ่งรวมค่าใช้จ่ายในการขาย (Selling Fee) ด้วย

2) ความอัตราดอกเบี้ยในข้อ 1) บริษัท ข. ไม่ยอมรับดำเนินการทั้งหมด 50 ล้านบาท แต่จะทำ ถ้าบริษัท ก. เข้ามาร่วมด้วยฝ่ายละครึ่ง

3) ถ้าบริษัท ข. ไม่อาจขายพันธบัตรส่วนของคนได้เลย หรือขายไม่หมด บริษัท ข. จะรับซื้อไว้เองทั้งหมด โดยการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ไม่คงเสียค่าประกันการจำหน่ายหรือค่าใช้จ่ายอื่น ๆ อีก

3. บริษัท ค. บริษัท ค. ได้เสนอความเห็นดังนี้ คือ

1) ถ้าพันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ มีลักษณะเหมือนพันธบัตรรัฐบาล และได้รับยกเว้นภาษีเงินได้ สำหรับดอกเบี้ยที่ได้รับทุกกรณีไม่ว่าผู้ซื้อพันธบัตรจะเป็นบุคคลธรรมดาหรือไม่ จะสามารถจำหน่ายพันธบัตรได้ในอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 7 และรับรองจะจำหน่ายให้หมด ส่วนอายุพันธบัตรเท่าใดก็ได้ไม่กำหนด

- 2) ถ้าพันธบัตรไม่ได้รับการยกเว้นภาษีเงินได้จากดอกเบี้ย อัตราดอกเบี้ยที่จะให้จำหน่ายพันธบัตรได้อย่างต่ำของร้อยละ 10
- 3) ควรให้รัฐบาล (กระทรวงการคลัง) คำประกันการชำระเจ็ดคนและดอกเบี้ยตามพันธบัตร
- 4) ต้องมีตลาดใหญ่ต่อพันธบัตรขายคืนพันธบัตรได้เมื่อเขาต้องการ
- 5) อัตราค่าธรรมเนียมจะเสนอมารวมในภายหลัง

การตัดสินใจของการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ เลือกการจำหน่ายเป็นการทั่วไป เพราะมีนโยบายที่จะให้ประชาชนและสถาบันการเงินได้มีส่วนร่วมลงทุนโดยทั่วไป ฝ่ายบริหารได้พิจารณาอย่างรอบคอบถี่ถ้วนแล้วเห็นว่า การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ควรจะดำเนินการจำหน่ายพันธบัตรเองโดยมีเหตุผลดังนี้

1. จากการที่การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ได้ศึกษาสภาพของตลาดเงินทุน และทดสอบความสนใจของผู้ลงทุนโดยทั่วไปในเวลาใกล้เคียงกับเวลาที่การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ต้องการใช้เงิน ปรากฏว่าผู้ลงทุนส่วนใหญ่ให้ความสนใจพันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ และมีความต้องการที่จะซื้อพันธบัตรนี้มาก ทำให้การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ มีใจว่าจะขายพันธบัตรได้หมดภายในเวลาที่ต้องการใช้เงินอย่างแน่นอน จึงเห็นว่าไม่จำเป็นต้องให้สถาบันการเงินใด ๆ เป็นผู้รับประกันการจำหน่ายพันธบัตร ความมั่นใจของการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ เป็นจริง เพราะจากผลของการจำหน่ายพันธบัตรปรากฏว่า การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ได้รับเงินค่าจำหน่ายพันธบัตรครบถ้วนตามจำนวน และภายในเวลาที่ต้องการ¹⁵ แสดงให้เห็นว่า การจำหน่ายพันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ไม่จำเป็นต้องมีผู้รับประกันการจำหน่าย

¹⁵จากการเปรียบเทียบงบลงทุนและงบกระแสเงินสด ในช่วงวันที่ 1 กันยายน 2515 ซึ่งเป็นวันจำหน่ายพันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ พ.ศ. 2515 ครั้งที่ 1.

2. การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ มีนโยบายที่จะให้เจ้าหน้าที่ฝ่ายการเงินมีความรู้ความเข้าใจและความชำนาญในเรื่องเกี่ยวกับการออกพันธบัตร ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อการบริหารการเงินของการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ต่อไป และการไฟฟ้าฝ่ายผลิตฯ มีเจ้าหน้าที่ซึ่งมีความสามารถที่จะดำเนินการในเรื่องนี้ได้เพียงพอ นอกจากนี้ การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ยังมีเครื่องมือบางอย่างที่จำเป็นในการดำเนินการอยู่แล้ว ได้แก่หน่วยจัดพิมพ์พันธบัตร และแบบฟอร์มที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนหน่วยงานเครื่องสมองกล ปัจจุบันเหล่านี้จะทำให้เสียค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายไม่มากนัก

วิธีการจำหน่ายพันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ เมื่อการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ตัดสินใจที่จะดำเนินการจำหน่ายพันธบัตรเอง ก็ได้ส่งเจ้าหน้าที่ไปศึกษาวิธีการจำหน่ายพันธบัตร วิธีการอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนรูปแบบพันธบัตร แบบฟอร์ม และทะเบียนต่าง ๆ ที่ธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นผู้จัดจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาล นำมาดัดแปลงให้เหมาะสมกับสภาพของการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ดังนั้น โดยหลักการแล้ววิธีการจำหน่ายก็จะเหมือนกับวิธีการจำหน่ายพันธบัตรรัฐบาล การจำหน่ายพันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิตฯ จะปฏิบัติตามเงื่อนไขต่าง ๆ ที่กำหนดไว้ในประกาศการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ เรื่องการจำหน่ายพันธบัตรและคำสั่งการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ เกี่ยวกับเรื่องนี้ พันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ส่วนใหญ่จำหน่ายตามราคาที่ตราไว้หน่วยละ 1,000 บาท มีพันธบัตรรุ่นเดียว คือ พันธบัตร พ.ศ. 2516 ครั้งที่ 1 ชนิดจำหน่ายให้แก่บุคคลหรือห้างหุ้นส่วนที่จดทะเบียน ที่จำหน่ายโดยให้ผู้อยู่ยื่นของประมูลว่า จะให้ราคาหน่วยละเท่าใด และการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ สงวนสิทธิที่จะไม่รับผลการประมูล ถ้าราคาที่เสนอต่ำกว่าราคาที่กำหนดไว้ แต่เนื่องจากวิธีประมูลไม่ได้ผลเป็นที่น่าพอใจจึงไม่ใช้วิธีการประมูลอีก ผู้ประสงค์จะซื้อพันธบัตรจะกรอกข้อความในแบบฟอร์มคำเสนอขอซื้อระบุจำนวนที่ต้องการซื้อ ชื่อและที่อยู่ผู้ถือกรรมสิทธิ์ และเงื่อนไขการรับพันธบัตร การรับดอกเบี้ยว่า จะให้ออกเช็คให้หรือให้ออนเงินเข้าบัญชีเงินฝากธนาคาร การชำระเงินค่าพันธบัตรจะทำพร้อมกันกับการยื่นคำเสนอขอซื้อ ซึ่งอาจชำระด้วยเช็คหรือเงินสดก็ได้ ผู้ถือกรรมสิทธิ์ในพันธบัตรจะต้องให้ตัวอย่างลายมือชื่อไว้ที่การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ เมื่อ

ได้รับเงินสดหรือเมื่อเช็คขึ้นเงินได้แล้ว การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ก็จะออกพันธบัตรชนิดระบุชื่อผู้ถือกรรมสิทธิ์ ลงวันที่ที่ได้รับเงินสดหรือวันที่เช็คขึ้นเงินได้ ซึ่งเป็นวันเริ่มคิกคอกเบี้ยของพันธบัตรนั้น ๆ แล้วส่งมอบพันธบัตรให้แก่ผู้ซื้อ

การโอน การจำหน่าย หรือการถอนจำหน่ายพันธบัตร บุคคลที่เกี่ยวข้องจะต้องกรอกข้อความในแบบฟอร์ม ซึ่งการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ จัดไว้ และนำพันธบัตรนั้น ๆ มาสลักหลังโดยเจ้าหน้าที่ที่ได้รับมอบอำนาจ

ค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายพันธบัตร การจำหน่ายพันธบัตรเองทำให้การไฟฟ้าฝ่ายผลิตฯ ประหยัคค่าธรรมเนียมที่จะต้องจ่ายให้แก่สถาบันการเงินที่รับจะจัดจำหน่ายพันธบัตรได้ ค่าใช้จ่ายที่ยังคงต้องจ่ายได้แก่ค่าโฆษณาการจำหน่ายและค่าใช้จ่ายในการดำเนินการจำหน่าย ซึ่งได้แสดงรายละเอียดค่าใช้จ่ายเป็นรายปีตั้งแต่ พ.ศ. 2515 ถึง 2518 ดังปรากฏในตารางที่ 3

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 3 ค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายพันธบัตรการไฟฟ้าฝ่ายผลิตฯ พ.ศ. 2515-2518 (จำนวนบาท)

รายการ	ปีที่ออกพันธบัตร					
	2515	2516	2517		2518	
			ครั้งที่ 1	ครั้งที่ 2	ครั้งที่ 1	ครั้งที่ 2
ค่าใช้จ่ายในการโฆษณาการ-						
จำหน่าย		-				
ค่าจัดพิมพ์หนังสือชี้ชวน	8,500	4,800	500	500	500	500
ค่าโฆษณาทางหนังสือพิมพ์	70,000	51,500	85,700	42,400	44,100	23,000
ค่าโฆษณาทางโทรทัศน์	-	-	5,400	5,400	-	-
ค่าเลี้ยงรับรองสื่อมวลชน ในวันแถลงข่าว	2,000	2,000	-	-	-	-
	80,500	58,300	91,600	48,300	44,600	23,500
ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน						
ค่าจัดพิมพ์พันธบัตร	13,700	5,800	2,000	2,000	2,000	2,000
ค่าจัดพิมพ์แบบฟอร์มต่างๆ	5,500	6,000	3,600	3,600	3,600	3,600
ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการใช้ เครื่องส่องกล	6,000	700	700	700	700	700
ค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ด	2,400	2,700	2,000	2,000	2,000	2,000
	27,600	15,200	8,300	8,300	8,300	8,300
	108,100	73,500	99,900	56,600	52,900	31,800
จำนวนพันธบัตรที่ออก (ล้านบาท)	50.000	234.078	250.000	200.000	300.000	140.000
ค่าใช้จ่ายเป็นร้อยละของพันธบัตรที่ออก	.22	.03	.04	.03	.02	.02

ค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่มิมีแนวโน้มที่จะลดลงเนื่องจากการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ มีนโยบายที่จะลดค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายให้เหลือน้อยที่สุด โดยได้พยายามตัดค่าใช้จ่ายที่ไม่จำเป็นออกเรื่อย ๆ และควยประสพการณ์จากการจำหน่ายพันับัทรครั้งก่อน ๆ ทำให้สามารถลดค่าใช้จ่ายลงได้มาก

ก. ค่าใช้จ่ายในการโฆษณาการจำหน่าย ได้แก่

1. ค่าจัดพิมพ์หนังสือชี้ชวน หนังสือชี้ชวนเป็นเอกสารที่กล่าวถึงเงื่อนไขและรายละเอียดการจำหน่ายพันับัทร ตลอดจนค่าเชิญชวนให้ซื้อ ทำขึ้นเพื่อแจกจ่ายแก่ผู้ที่สนใจที่จะลงทุน ในปี 2515 และ 2516 การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ จัดทำหนังสือชี้ชวนเป็นรูปเล่มหนังสือขนาดเล็ก โดยใช้กระดาษอย่างดีเพื่อจะดึงดูดความสนใจของผู้ลงทุน จึงทำให้เสียเงินเป็นจำนวนมาก ตั้งแต่ปี 2517 เป็นต้นมา จัดทำหนังสือชี้ชวนในรูปของกระดาษโรเนียว จึงทำให้เสียค่าใช้จ่ายน้อยลงในระหว่างปี 2517-2518

2. ค่าโฆษณาทางหนังสือพิมพ์ มีทั้งหนังสือพิมพ์ภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยโฆษณาในหนังสือพิมพ์รวมทั้งสิ้น 7-8 ฉบับ ๆ ละ 1-2 วัน ก่อนวันเริ่มจำหน่ายเล็กน้อย การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ มีนโยบายที่จะลดค่าโฆษณาลงเรื่อย ๆ คือในปีแรก ๆ ลงโฆษณาเนื้อที่ครึ่งหน้า แต่ต่อมาลดลงเหลือ $\frac{1}{4}$ หน้า แต่ในบางปีค่าโฆษณายังคงสูง เนื่องจากหนังสือพิมพ์ขึ้นอัตราค่าโฆษณาความภาวะทางเศรษฐกิจ

3. ค่าโฆษณาทางโทรทัศน์ การโฆษณาทางโทรทัศน์เริ่มต้นในการขายพันับัทรปี 2517 โดยโฆษณา ณ สถานีโทรทัศน์ 3 แห่ง คือ ไทยทีวีสีช่อง 9 โทรทัศน์สีกองทัพบกช่อง 7 และไทยทีวีสีช่อง 3 ในการโฆษณานี้สำหรับสถานีโทรทัศน์ 2 แห่ง ได้โฆษณาให้โดยไม่คิดค่าใช้จ่าย คงเสียค่าใช้จ่ายสำหรับอีกสถานีหนึ่งเท่านั้น

4. ค่าเลี้ยงรับรองสื่อมวลชนในวันแถลงข่าว เพื่อเผยแพร่การจำหน่ายพันับัทรให้เป็นที่รู้จักกันโดยทั่วไปก่อนวันเริ่มจำหน่ายพันับัทร การไฟฟ้า-

ฝ่ายผลิต ฯ จะเชิญตัวแทนสื่อมวลชนมาฟังการแถลงข่าวการออกพันธบัตรและมีการ
เลี้ยงอาหารตามสมควร ก่อนภายหลังโครงการเลี้ยงอาหารเพื่อประหยัดรายจ่าย

ข. ค่าใช้จ่ายในการดำเนินการจำหน่าย ได้แก่

1. ค่าจัดพิมพ์พันธบัตร ในปี 2515 การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ แยก
พันธบัตรเป็น 4 ชนิด โดยให้มีมูลค่าตอฉบับต่างกัน และในปี 2516 แยกพันธบัตรเป็น
2 ชนิด โดยแยกตามประเภทผู้ซื้อ ตั้งแต่ปี 2517 เป็นต้นมา ออกพันธบัตรชนิดเดียว
ทำให้ค่าพิมพ์พันธบัตรในปี 2515 และ 2516 สูงและลดลงในปี 2517 และ 2518

2. ค่าจัดพิมพ์แบบฟอร์มต่าง ๆ แบบฟอร์มต่าง ๆ ได้แก่แบบฟอร์ม
เกี่ยวกับการขอซื้อ การโอน และการจำหน่ายพันธบัตร ค่าจัดพิมพ์แบบฟอร์มพันธบัตรในปี
2517-2518 ค่ากว่าในปี 2515 และ 2516 เพราะปี 2517-2518 สามารถใช้
แบบฟอร์มบางอย่างของปี 2516 ซึ่งยังมีเหลืออยู่ได้

3. ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการใช้เครื่อง _____ การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ
ใช้เครื่องสมองกลบันทึกข้อมูล คำนวณดอกเบี้ย ภาษีเงินได้หัก ณ ที่จ่าย และทำรายงาน
การจ่ายดอกเบี้ยโดยสรุปและแยกเป็นรายตัวผู้รับดอกเบี้ยแต่ละคน ค่าใช้จ่ายในปี 2515
สูงเป็นพิเศษ เนื่องจากส่วนหนึ่งเป็นค่าใช้จ่ายในการออกแบบโปรแกรม การทดสอบ
และบันทึกข้อมูลเบื้องต้น นอกจากนี้ในปี 2515 มีการจัดสรรพันธบัตรให้แก่ผู้ซื้อทุกราย
ซึ่งต้องกำหนดโปรแกรมเป็นพิเศษ ในปีต่อ ๆ มาค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการใช้เครื่อง
สมองกล เป็นค่าใช้จ่ายในการบันทึกข้อมูลเบื้องต้นของการจำหน่ายพันธบัตรแต่ละครั้ง

4. ค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ด ได้แก่ค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ที่มีจำนวนเล็กน้อย
และไม่อาจรวมเข้ากับค่าใช้จ่ายดังกล่าวข้างต้นได้ เช่น ค่าจัดส่งหนังสือชวน ค่าจัดส่ง
พันธบัตร เป็นต้น

อนึ่ง โดยที่พันธบัตรทั้งหมด และแบบฟอร์มเกี่ยวกับพันธบัตรบางส่วนจัด
พิมพ์ที่โรงพิมพ์ของการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ ซึ่งมีอุปกรณ์พร้อมอยู่แล้ว และการทำรายงาน
โดยเครื่องสมองกลก็อาศัยเครื่องที่ใช้อยู่เป็นปกติ ค่าใช้จ่ายในการจัดพิมพ์พันธบัตร

แบบฟอร์มและค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับเครื่องสมองกล จึงอาจจะต่ำกว่ากรณีที่ใช้บริการของบุคคลภายนอกในการพิมพ์พันธบัตร แบบฟอร์มและทำรายงานเพราะในการคิดค่าใช้จ่ายดังที่ปรากฏในตารางที่ 3 นั้น มิได้จัดสรรค่าเสื่อมราคาและเงินเดือนของพนักงานประจำ ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายที่จะต้องจ่ายเป็นปกติอยู่แล้ว แม้จะมีได้ออกพันธบัตร การที่มิได้จัดสรรค่าใช้จ่ายประจำดังกล่าวเป็นค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายพันธบัตร เพราะเมื่อคำนวณออกมาแล้วจะเป็นจำนวนเล็กน้อย และได้ประโยชน์ไม่คุ้มกับเวลาและค่าใช้จ่ายที่จะเสียไปในการกระทำดังกล่าว ค่าใช้จ่ายที่นำมาพิจารณาจึงได้แก่ค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากการจำหน่ายพันธบัตร



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สรุป

การจำหน่ายพันธบัตรออกใหม่ มีช่องทางการจำหน่ายที่สำคัญ 3 ทาง คือ
 จำหน่ายเป็นการทั่วไป จำหน่ายให้แก่ผู้ถือหลักทรัพย์เดิม และจำหน่ายให้โดยตรงเฉพาะ
 ตัว การจำหน่ายในแต่ละช่องทางผู้ออกพันธบัตรอาจมอบหมายให้ธนาคารลงทุนเป็น
 ผู้จัดการให้ การติดต่อกับธนาคารลงทุนอาจติดต่อโดยตรง หรือโดยการประมูล ซึ่งมีผู้
 แสดงความกึกเห็นสนับสุนนและคัดค้านการติดต่อกอง 2 วิธีต่าง ๆ กัน การมอบหมายให้
 ธนาคารลงทุนจัดจำหน่ายพันธบัตรโดยสรุปมี 2 ลักษณะ คือให้ธนาคารลงทุนรับประกัน
 ว่า จะจำหน่ายพันธบัตรให้หมด และไม่คงรับประกันว่า จะจำหน่ายพันธบัตรได้หมด
 ค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายพันธบัตรประกอบด้วยค่าธรรมเนียมที่จ่ายให้แก่ธนาคารลงทุน
 และค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ค่าธรรมเนียมธนาคารลงทุนมีอัตราแตกต่างกันตามสภาพความ
 เสี่ยงภัยของพันธบัตร และลักษณะของการตกลง ค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ได้แก่ค่าโฆษณาการ
 จำหน่ายและค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ในการดำเนินการจำหน่าย รัฐบาลซึ่งเป็นผู้ออกพันธบัตร
 รายใหญ่ที่สุดของประเทศมอบหมายหน้าที่การจัดจำหน่ายให้ธนาคารแห่งประเทศไทย
 เป็นผู้ดำเนินการแทน และหากขายพันธบัตรไม่หมดธนาคารจะรับซื้อไว้หมด นอกจากนี้
 ธนาคารยังทำหน้าที่เป็นนายทะเบียนให้ด้วย โดยรัฐบาลจ่ายค่าธรรมเนียมให้แก่
 ธนาคารเป็นอัตราส่วนร้อยละของมูลค่าพันธบัตรที่จำหน่ายได้ และค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ตาม
 ที่จ่ายจริง ก่อนที่การไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ จะเริ่มจำหน่ายพันธบัตร มีสถาบันการเงินหลาย
 แห่งเสนอที่จะจัดการจำหน่ายพันธบัตรให้โดยคิดค่าธรรมเนียม ค่าใช้จ่ายและเงื่อนไข
 ต่าง ๆ กัน ซึ่งการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ พิจารณาแล้วเลือกการจำหน่ายเป็นการทั่วไป
 และเห็นว่า สมควรที่จะดำเนินการจำหน่ายเอง เพราะการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ มีใจว่า
 จะจำหน่ายพันธบัตรได้หมดทันกำหนดเวลา โดยไม่จำเป็นต้องให้สถาบันการเงินแห่งใด
 รับประกันการจำหน่าย และการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ มีนโยบายที่จะให้เจ้าหน้าที่ของตน
 มีความรู้เกี่ยวกับเรื่องพันธบัตร ประกอบกับการไฟฟ้าฝ่ายผลิต ฯ มีกำลังคนและเครื่อง

อุปกรณ์บางอย่างอยู่แล้ว โดยศึกษาวิธีปฏิบัติจากธนาคารแห่งประเทศไทย ซึ่งเป็น
ผู้จัดการออกพันธบัตรรัฐบาล ปรากฏว่าได้ผลตามที่มั่นใจและค่าใช้จ่ายในการจำหน่าย
ที่ดำเนินการเองต่ำกว่าค่าใช้จ่ายในกรณีที่มีมอบหมายให้สถาบันการเงินอื่นเป็นผู้จัดการ



ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย