

## บทที่ 3

## หลักการเกี่ยวกับการ ออกพันธบัตร

หลักการเกี่ยวกับการ ออกพันธบัตร ที่จะกล่าวในบทนี้ส่วนใหญ่เป็นหลักการที่ปฏิบัติกันในต่างประเทศ ซึ่งการออกพันธบัตรกระทำกันทั้งโดยรัฐบาล องค์การ ของรัฐบาล เทศบาล และธุรกิจเอกชน หลักการส่วนใหญ่ในการ ออกพันธบัตร ของรัฐบาลและธุรกิจเอกชนจะคล้ายคลึงกัน คงต่างกันบ้างเล็กน้อยในส่วนปลีกย่อย ซึ่งจะได้กล่าวถึงในตอนต่อไป

พันธบัตรคืออะไร

พันธบัตร เป็นเครื่องมือทางสินเชื่อ (Credit Instrument) ซึ่งประกอบด้วย คำมั่นสัญญาที่จะจ่ายเงินจำนวนแน่นอนในเวลาที่กำหนด ปกติมักจะเป็นเวลานานกว่า 10 ปี หลังจากวันออกจำหน่าย และสัญญาที่จะจ่ายดอกเบี้ยเป็นระยะ ๆ ตามวันที่กำหนดไว้ พันธบัตรมีลักษณะคล้ายคลึงกับตัวสัญญาใช้เงิน แต่แบ่งออกเป็นหน่วยย่อย ๆ แต่ละหน่วยมีมูลค่าเท่ากัน และมักจะโอนเปลี่ยนมือกันได้ พันธบัตรทั้งหมดที่ออกในคราวหนึ่ง ๆ จะอยู่ภายใต้เงื่อนไขและข้อบังคับของสัญญาพันธบัตร หรือข้อตกลงซึ่งเรียกว่า Deed of Trust หรือ Trust Indenture ซึ่งทำขึ้นแก่คณะบุคคลหรือบุคคลซึ่งได้รับการแต่งตั้งให้เป็นผู้รักษายศประโยชน์ของผู้ถือพันธบัตรและทำหน้าที่เป็นตัวแทนของผู้ถือพันธบัตรซึ่งเรียกว่าทรัสต์ (Trustee) โดยยึดสัญญาพันธบัตร เป็นหลัก หากมีการ ละเมิดหรือไม่ปฏิบัติตามเงื่อนไขในสัญญาหรือตัวบทกฎหมายที่เกี่ยวข้อง<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Jules I. Bogen, Financial Handbook (4th ed.; New York : The Ronald Press Company, 1968), . p. 14.5.

ในที่นี้คำว่าพันธบัตรหมายความรวมถึงหุ้นกู้ของธุรกิจเอกชนด้วย

นอกจากนี้ ยังมีผู้ให้คำจำกัดความพันธบัตรไว้อย่างสั้น ๆ ดังเช่น

พันธบัตรคือสัญญาอันปราศจากเงื่อนไขของบุคคลที่จะจ่ายเงินจำนวนแน่นอนแก่ผู้ถือ หรือเจ้าของกรรมสิทธิ์พันธบัตรที่จดทะเบียนไว้เมื่อถึงเวลาที่กำหนดไว้<sup>2</sup>

พันธบัตรคือเครื่องมือที่ใช้ในการสร้างหนี้สินระยะยาว ผู้ถือพันธบัตรคือเจ้าหนี้ของผู้ออกพันธบัตร<sup>3</sup>

จากคำจำกัดความต่าง ๆ ดังกล่าว พอสรุปได้ว่า พันธบัตรเป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งที่ใช้ในการหาเงินทุนระยะยาว ซึ่งมีวิธีการจัดหาแตกต่างจากการกู้เงินระยะยาวโดยทั่วไป กล่าวคือ ผู้ที่จะกำหนดวงเงินที่ตนต้องการขึ้น แล้วแบ่งออกเป็นหน่วยย่อย ๆ ซึ่งส่วนมากจะเป็นหน่วยละ 1,000 บาท แล้วออกจำหน่ายแก่ผู้สนใจ ผู้ถือพันธบัตรหรือผู้ถือกรรมสิทธิ์ในพันธบัตร จะมีฐานะเป็นเจ้าหนี้ ผู้ออกพันธบัตรและจะได้ออกใบยืมในอัตราและกำหนดเวลาที่แน่นอนสม่ำเสมอเป็นการตอบแทนจนกว่าจะถึงกำหนดที่ผู้ออกพันธบัตรจะคืนเงินต้นให้แก่ผู้ถือกรรมสิทธิ์ในพันธบัตร กำหนดเวลานี้จะยาวนานเพียงใดขึ้นอยู่กับความต้องการของผู้ออกพันธบัตร เงื่อนไขของพันธบัตรซึ่งได้แก่ มูลค่าต่อหน่วย อัตราและกำหนดการจ่ายดอกเบี้ย กำหนดเวลาที่ผู้ถือพันธบัตรจะได้รับคืนเงินคืนนั้น ผู้ออกพันธบัตรจะต้องระบุไว้ให้ชัดเจนในขณะที่ทำการจำหน่ายพันธบัตร

#### สรุปลักษณะของพันธบัตร

1. เป็นการกู้ยืมเงินในลักษณะพิเศษ ไม่ต้องอยู่ภายใต้บังคับของกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ในส่วนที่เกี่ยวกับการกู้ยืมเงิน เรื่องดอกเบี้ยเกินอัตรา และการนำสืบการไต่เงิน

<sup>2</sup>Raymond P. Kent, Corporate Financial Management (3rd ed.;

Homewood : Richard D. Irwin, Inc., 1969), p. 675.

<sup>3</sup>Harry G. Guthmann, Herbert E. Dougall, Corporate

Financial Policy (4th ed.; Englewood Cliffs : Prentice - Hall,

Inc., 1962), p. 163.

2. ไม่เป็นส่วนหนึ่งของทุน
3. ผู้มีฐานะ เป็น เจ้าหนี้
4. พันธบัตรให้หลักประกันแก่ผู้ถือดีกว่าหุ้นธรรมดาของบริษัทจำกัด เพราะเสี่ยงภัยน้อย หรือแทบไม่มีการเสี่ยงเลย.

### วิธีการ และหลักการสำคัญในการ ออกพันธบัตร

#### วิธีการ ออกพันธบัตร

1. บุคคลผู้เกี่ยวข้องในการ ออกพันธบัตร<sup>4</sup> โดยหลักการแล้วในการ ออกพันธบัตรแต่ละครั้ง จะมีผู้เกี่ยวข้องอยู่ด้วยกัน 3 ฝ่าย คือ
  - 1) ผู้ออกพันธบัตร (Debtor) คือหน่วยงานที่มีความต้องการเงินในระยะยาว และเป็นผู้รับผิดชอบการชำระ เงินต้นและดอกเบี้ยพันธบัตร
  - 2) ผู้ถือพันธบัตร (Bondholder) คือผู้ที่ซื้อพันธบัตรหรือถือกรรมสิทธิ์ในพันธบัตร
  - 3) ทรัสต์ (Trustee) คือบุคคลหรือคณะบุคคลซึ่งได้รับการแต่งตั้งโดยผู้ออกพันธบัตรให้ทำหน้าที่เป็นผู้รักษาสถาปัตยกรรมและตัวแทนของผู้ถือพันธบัตรทั้งหมด และเป็นผู้ให้ข้อมูลอย่างละเอียดเกี่ยวกับเงื่อนไขในสัญญาพันธบัตร (Indenture) แก่ผู้ถือพันธบัตร โดยปกติ ทรัสต์ มักจะเป็นธนาคารหรือบริษัททรัสต์ (Trust Company) แต่อาจจะมีบุคคลธรรมดาได้รับการแต่งตั้งให้เป็นทรัสต์ร่วม (Co - Trustee) ทรัสต์ได้รับค่าธรรมเนียมสำหรับบริการ ของตนจากผู้ออกพันธบัตร<sup>5</sup>

<sup>4</sup>Ibid., pp. 170 - 171.

<sup>5</sup>Joseph F. Bradley, Fundamentals of Corporation Finance (rev. ed.; New York : Rinehart & Co., Inc., 1959), p. 317.

### เหตุผลที่จำเป็นของทรัสต์<sup>6</sup>

(1) พันธบัตร เป็นสิ่งที่โอนเปลี่ยนมือกันได้ ดังนั้นย่อมมีการ เปลี่ยนตัวผู้ถือพันธบัตร ได้ตลอดเวลา

(2) ผู้ถือพันธบัตรมีเป็นจำนวนมากและ เปลี่ยนแปลงตลอดเวลา การที่จะทำสัญญาผูกพันกับผู้ถือพันธบัตร แต่ละคน โดยตรงนั้นเป็นการยาก จึงจำเป็นต้องมีบุคคลที่สามมา เป็นตัวแทนของผู้ถือพันธบัตร

### หน้าที่ของทรัสต์<sup>7</sup>

(1) ลงลายมือชื่อในพันธบัตร ทุกฉบับที่ออก  
 (2) ควบคุมมิให้ผู้ออกพันธบัตร เกินกว่าวงเงินที่ได้ตกลงไว้ในสัญญา  
 (3) รวบรวม เงินจากผู้ออกพันธบัตร แล้วจ่ายให้แก่ผู้ถือเป็นคาคอกเบี้ยและเงินต้น

(4) ตรวจสอบว่าผู้ออกพันธบัตร ใจปฏิบัติตามเงื่อนไขต่าง ๆ ในสัญญาหรือไม่

(5) กรณีที่พันธบัตรมีวงเงินมากก็จะเสนอรายงานการปฏิบัติตามเงื่อนไขของผู้ออกพันธบัตร ให้แก่ผู้ถือพันธบัตร

อย่างไรก็ดี ปัญหาเกี่ยวกับหน้าที่ของทรัสต์เกิดขึ้นเมื่อผู้ออกพันธบัตร เกิดสัญญาการชำระคอกเบี้ยหรือเงินต้น ทรัสต์ควร เองรักษำเนียบการ ตามกฎหมายทันทีเมื่อผู้ออกพันธบัตร ผิดสัญญา แต่หน้าที่ตามกฎหมายทรัสต์ไม่สนใจที่จะรักษำเนียบการ และยิ่งกว่านั้น ทรัสต์บางรายยังสมัครร่วมคิดกับผู้ออกพันธบัตรในการเกิดสัญญาด้วย ทอมาร์รัฐบาลประเทศสหรัฐอเมริกาจึงได้ออกกฎหมายเรียกว่า Trust Indenture Act of 1939 เพื่อควบคุมการปฏิบัติงานของทรัสต์ โดยกำหนดให้ทรัสต์ก็องมีความเป็นอิสระจากผู้ออกพันธบัตร

<sup>6</sup> Harry G. Guthmann, Herbert E. Dougall, loc. cit.

<sup>7</sup> Joseph F. Bradley, loc. cit.

เพื่อให้สามารถทำหน้าที่ของตนในฐานะตัวแทนของผู้ถือพันธบัตรได้อย่างสมบูรณ์

2. การดำเนินการออกพันธบัตร ในต่างประเทศรัฐบาลได้กำหนดหน่วยงานพิเศษให้ควบคุมการออกหลักทรัพย์ เรียกว่าคณะกรรมการควบคุมการออกหลักทรัพย์ (Securities and Exchange Commission) ซึ่งการออกพันธบัตรจะอยู่ภายใต้การควบคุมของหน่วยงานนี้ และมีการออกกฎหมายควบคุมการออกพันธบัตร กฎหมายเหล่านี้ได้กำหนดขอบเขตแห่งอำนาจและขั้นตอนของการออกพันธบัตร ซึ่งผู้ออกพันธบัตรจะต้องปฏิบัติตาม เช่นกำหนดว่า การออกพันธบัตรของกิจการสาธารณะใด ๆ จะต้องได้รับอนุมัติจากหน่วยงานของรัฐบาลก่อนเป็นต้น<sup>8</sup> ขั้นตอนการออกพันธบัตรที่ปฏิบัติในต่างประเทศ มีดังต่อไปนี้

1) การกำหนดอำนาจในการออกพันธบัตร การออกพันธบัตรจะกระทำได้เมื่อหน่วยงานที่ออกมีอำนาจถูกต้องตามกฎหมาย คณะกรรมการบริหารของผู้ออกพันธบัตรจะมีอำนาจพิจารณาการออกพันธบัตร และมอบหมายอำนาจหน้าที่การดำเนินงานให้แก่เจ้าหน้าที่คณะหนึ่งของหน่วยงานที่ออกพันธบัตรดำเนินการ

2) การกำหนดลักษณะทั่วไปของพันธบัตร (Determination of Bond Features) คณะเจ้าหน้าที่ออกพันธบัตรจะพิจารณาถึงลักษณะและเงื่อนไขของพันธบัตรที่จะออกเพื่อให้เหมาะสมกับลักษณะของกิจการ ความต้องการของฝ่ายบริหาร และในขณะเดียวกันก็ให้เป็นที่น่าสนใจของผู้ลงทุน ลักษณะสำคัญที่ต้องพิจารณาได้แก่<sup>9</sup>

- (1) รูปแบบของพันธบัตร มูลค่าต่อหน่วย อัตราดอกเบี้ย และอายุพันธบัตร
- (2) สิ่งที่ใช้เป็นหลักประกันการชำระหนี้
- (3) เงื่อนไขเพื่อคุ้มครองผู้ถือพันธบัตร

<sup>8</sup>Bogen, op. cit., p. 14.5.

<sup>9</sup>Kent, op. cit., p. 685.

(4) สิทธิที่ผู้ออกพันธบัตร ต้องการ สงวนไว้

(5) สิ่งจูงใจที่ผู้ออกพันธบัตร จะ เสนอแก่ผู้ถือพันธบัตร

ลักษณะสำคัญเหล่านี้ มีความสัมพันธ์ต่อกันอย่างใกล้ชิด จึงต้องคำนึงถึงผลกระทบกระเทือนที่จะมีต่อกันด้วย เช่นลักษณะของหลักประกันจะมีผลต่ออัตราดอกเบี้ย ตลอดจนอายุของพันธบัตร เป็นต้น ลักษณะเหล่านี้จะได้กล่าวโดยละเอียดในตอนต่อไป

3) การแต่งตั้งบุคคล หรือ คณะบุคคลให้เป็นทรัสต์ ตลอดจนกำหนดค่าธรรมเนียมสำหรับบริการของเขา

4) การทำสัญญาพันธบัตร (Trust Indenture) ซึ่งเป็นสัญญาระหว่างผู้ออกพันธบัตร กับทรัสต์ในนามของผู้ถือพันธบัตร ในสัญญานี้จะแสดงความสัมพันธ์ระหว่างบุคคลผู้เกี่ยวข้อง ในการ ออกพันธบัตร และรายละเอียดทุกอย่างเกี่ยวกับการออกพันธบัตรอย่างครบถ้วน<sup>10</sup> เหตุที่ต้องทำสัญญาพันธบัตร<sup>11</sup> เพราะ เป็นการ สะดวกในการ กำหนดสิทธิของผู้ถือพันธบัตรพร้อมทั้งสิทธิและหนี้สินของผู้ออกพันธบัตร ไว้ในสัญญาฉบับเดียว และเนื่องจากผู้ออกพันธบัตร ไม่รู้จักผู้ถือพันธบัตร ทุกคนหากไม่ทำสัญญาแบบนี้ ก็ต้องทำสัญญากับผู้ถือพันธบัตรแต่ละคนทุกคน ซึ่งเป็นเรื่องยุ่งยากมาก เมื่อมีสัญญาพันธบัตรแล้วผู้ออกพันธบัตรก็สามารถติดต่อกับผู้ถือพันธบัตรทั้งหมดได้โดยผ่านทรัสต์ สาระสำคัญที่จะปรากฏในสัญญาพันธบัตร ได้แก่<sup>12</sup>

(1) การกล่าวอ้างถึงสัญญาที่จะจ่ายเงินต้นคืนในวันครบกำหนด พร้อมดอกเบี้ยในอัตราและเวลาที่กำหนด

<sup>10</sup>Guthmann, Dougall, loc. cit.

<sup>11</sup>Bogen, op. cit., p. 14.7.

<sup>12</sup>Guthmann, Dougall, op. cit., p. 176.

- (2) รูปแบบของพันธบัตร และ เอกสารที่เกี่ยวข้อง
  - (3) รายละเอียดที่ครบถ้วนเกี่ยวกับหลักประกัน
  - (4) วงเงินพันธบัตรที่ได้รับอนุมัติให้ออกจำหน่าย และดำเนินการจำหน่ายหลายครั้ง ก็ต้องบอกถึงภาวะที่จะจำหน่ายครั้งต่อไป
  - (5) การให้สิทธิแก่มูลถือพันธบัตรในการแก้ไขปรับปรุงเงื่อนไขแห่งสัญญาได้
  - (6) ข้อสัญญาเพื่อคุ้มครองผู้ถือพันธบัตร (Protecting Clauses) ได้แก่ ข้อบังคับต่าง ๆ ที่ผู้ออกพันธบัตร จะต้องปฏิบัติตามเพื่อประโยชน์ของผู้ถือพันธบัตร เช่น ข้อจำกัดในการก่อหนี้สินอื่น ๆ เป็นต้น
  - (7) การตั้งกองทุนเพื่อไถ่ถอนพันธบัตร เช่น เงินทุนสำรองสำหรับไชนี่ (Sinking Fund)
  - (8) ข้อสัญญาเกี่ยวกับการไถ่ถอนพันธบัตร
  - (9) สิทธิพิเศษของผู้ถือพันธบัตร โดยละเอียด
  - (10) ข้อสัญญาเร่งชำระหนี้ (Acceleration Clause) คือ ถ้าผู้ออกพันธบัตรไม่ชำระดอกเบี้ยหรือตั้งเงินต้นสำรองตามกำหนดเวลา ก็จะต้องชำระเงินต้นทั้งหมดทันที
  - (11) วิธีดำเนินการ เมื่อเกิดการผิดสัญญา
  - (12) คำนิยามถึงฐานะและหน้าที่ของทรัสต์
- 5) การจัดพิมพ์ใบพันธบัตร ตามรูปแบบที่คณะกรรมการที่กำหนดไว้ ซึ่งยอมแตกต่างกันไปตามลักษณะของผู้ออกพันธบัตร สำคัญที่ปรากฏในพันธบัตรโดยทั่วไปได้แก่<sup>13</sup>

<sup>13</sup>Ibid., pp. 171 - 176.

- (1) ชื่อผู้ออกพันธบัตร ซึ่งจะปรากฏตรงส่วนบนสุดกลางหน้าพันธบัตร ถัดมาจะมีชื่อของพันธบัตร อัตราดอกเบี้ย วันครบกำหนด
- (2) มูลค่าคอกหน่วย (Denomination) ซึ่งโดยทั่วไปจะเป็นหน่วยละ 1,000 จะพิมพ์ไว้ที่มุมด้านบนทั้ง 2 ข้าง และมีข้อความสัญญาว่าผู้ออกพันธบัตร จะจ่ายเงินคืนในวันครบกำหนดตามมูลค่าคอกหน่วยของพันธบัตร
- (3) ข้อความที่แสดงว่าพันธบัตรฉบับนั้น ๆ เป็นส่วนหนึ่งของพันธบัตรทั้งหมดที่ออกตามสัญญาพันธบัตร ลงวันที่นั้น ๆ พร้อมทั้งระบุชื่อของทรัพย์สิน<sup>14</sup>
- (4) สิ่งที่จะใช้ชำระค่าระคืนเงินคืน (Money of Payment) เช่น จะชำระด้วยเงินตรา หรือทองคำ เป็นต้น
- (5) อัตราดอกเบี้ย จะกำหนดเป็นอัตราดอกเบี้ยคงที่ของมูลค่าพันธบัตร
- (6) ข้อความแสดงว่าเป็นพันธบัตรชนิดออกให้แก่ผู้ถือ หรือชนิดจดทะเบียน (Coupon or Registered Form)
- (7) เลขที่พันธบัตร (Serial Number) เนื่องจากพันธบัตรฉบับหนึ่ง ๆ เป็นส่วนหนึ่งของพันธบัตร ทั้งหมดที่ออก จึงจำเป็นต้องมีเลขที่ประจำฉบับเพื่อให้แต่ละฉบับแตกต่างกัน
- (8) ลักษณะของหลักประกัน จะกล่าวถึงสิ่งที่เป็นหลักประกันของการชำระหนี้โดยย่อ
- (9) คุณลักษณะพิเศษ (Special Features) เช่นการได้ถอนก่อนกำหนดหรือการ เปลี่ยนเป็นหุ้นอย่างอื่นได้ เป็นต้น
- (10) ลายมือชื่อของผู้ที่ได้รับมอบหมายจากผู้ออกพันธบัตร ซึ่งถ้าไม่มีแล้ว พันธบัตรจะไม่ถูกต้องสมบูรณ์ โดยปกติผู้ลงลายมือชื่อจะเป็นเจ้าหน้าที่ของกิจการที่ออกพันธบัตรและทรัพย์สิน ลงชื่อรวมกัน

<sup>14</sup>Kent, op. cit., p. 676.





6) การจำหน่ายพันธบัตร เป็นงานที่สำคัญอย่างหนึ่ง เพราะ เป็นตอนที่ผู้ออกพันธบัตร จะได้รับเงินที่ต้องการ การจำหน่ายพันธบัตร เป็นงานที่ยุ้งยากและสลับซับซ้อน ซึ่งจะได้กล่าวโดยละเอียดต่อไป

### หลักการสำคัญในการออกพันธบัตร<sup>15</sup>

การกำหนดลักษณะทั่วไปของพันธบัตรมีหลักการดังต่อไปนี้

#### 1. รูปแบบ มูลค่าต่อหน่วย อัตราดอกเบี้ย และอายุพันธบัตร

รูปแบบพันธบัตร : พันธบัตรโดยทั่วไปมี 2 แบบ คือ

##### 1) พันธบัตรออกให้แก่ผู้ถือ (Bearer Bonds หรือ Coupon Bonds)

เป็นพันธบัตรที่ไม่ระบุชื่อผู้ถือ กรรมสิทธิ์ เป็นของบุคคลซึ่งครอบครองพันธบัตรนั้น การโอนกรรมสิทธิ์กระทำโดยวิธีการส่งมอบ และจะมีคู่มือสำหรับรับดอกเบี้ยตลอดอายุของพันธบัตรติดไปด้วยตั้งแต่ตอนจำหน่าย

2) พันธบัตรจดทะเบียน (Registered Bonds) เป็นพันธบัตรที่ระบุชื่อผู้ถือกรรมสิทธิ์และจดทะเบียนไว้ที่ผู้ออก การโอนกรรมสิทธิ์ จะต้องจดทะเบียนและสลักหลังพันธบัตร ระบุชื่อผู้รับโอน พันธบัตรแบบนี้ไม่มีคู่มือดอกเบี้ยติด การจ่ายดอกเบี้ยจะจ่ายให้แก่ผู้ถือกรรมสิทธิ์ หรือผู้ถือที่ผู้ถือกรรมสิทธิ์แจ้งไว้

อนึ่ง พันธบัตรชนิดออกให้แก่ผู้ถือ อาจเปลี่ยนเป็นพันธบัตรชนิดจดทะเบียนได้ ถ้าผู้ถือนำพันธบัตรมาขอจดทะเบียนกับผู้ออก ซึ่งอาจจดทะเบียนเฉพาะผู้ถือกรรมสิทธิ์หรือจดทะเบียนการรับดอกเบี้ยด้วยก็ได้

ปัจจุบันพันธบัตรจดทะเบียนเป็นที่นิยมโดยทั่วไป เพราะเป็นการปลอดภัยต่อผู้ถือพันธบัตรในกรณีพันธบัตรสูญหาย ถูกขโมย หรือถูกทำลาย ไม่เหมือนที่เก็บพันธบัตร

<sup>15</sup>Ibid., pp. 686 - 770.

เพราะไม่มีคูปอง และสามารถออกพันธบัตรฉบับเดียวที่มีมูลค่าหลาย ๆ หน่วย แทนที่จะ  
ออกหลาย ๆ ฉบับ ๆ ละ 1 หน่วย อย่างไรก็ตามเมื่อออกให้แก่มือถือ แต่อย่างไรก็ดี  
บุคคลบางกลุ่มยังคงชอบพันธบัตรชนิดออกให้แก่มือถือ เพราะสะดวกในการโอนกรรมสิทธิ์  
ทำให้มีความคล่องตัวกว่าในการขาย ทำให้ขายได้ราคาดี และต้องการให้การโอน  
พันธบัตร เป็นความลับก็ทำได้ง่ายกว่า

มูลค่าพันธบัตร พันธบัตรส่วนมากมีมูลค่าต่อหน่วยเป็นเงิน 1,000 เช่นใน  
สหรัฐอเมริกา \$ 1,000 ในประเทศไทย 1,000 บาท การที่ไม่นิยมออกมูลค่าหน่วยละ  
ต่ำกว่า 1,000 เพราะค่าใช้จ่ายในการออกพันธบัตรสูง การออกจำหน่ายมูลค่าต่อหน่วย  
ต่ำ อาจทำให้สิ้นเปลืองค่าใช้จ่ายมาก<sup>16</sup> แต่ก็มีกิจการบางแห่งออกพันธบัตรมูลค่าต่อหน่วย  
ต่ำกว่าที่นิยมกันทั่วไปเหมือนกัน วงเงินรวมทั้งสิ้นของพันธบัตรคือจำนวนเงินที่ผู้ออก  
พันธบัตรต้องการใช้ในโครงการลงทุนระยะยาวของตน ราคาที่จำหน่ายอาจจะสูงหรือ  
ต่ำกว่า หรือเท่ากับมูลค่าก็ได้ ขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตร และอัตราดอกเบี้ยใน  
ท้องตลาด แต่การชำระคืนเงินต้นแก่มือถือคงชำระตามมูลค่าพันธบัตร เว้นแต่จะไถ่ถอน  
โดยวิธีอื่น นอกจากการชำระเงินในแก่มือถือโดยตรง

อัตราดอกเบี้ยพันธบัตร ดอกเบี้ย คือค่าตอบแทนของเงินกู้ ผู้ที่กู้เงินโดยการ  
ออกพันธบัตร สัญญาที่จะจ่ายค่าตอบแทนนี้เป็นงวด ๆ ในอัตราที่กำหนดจนครบอายุพันธบัตร  
ผู้ออกพันธบัตร จะคงค่านิ่งว่ามูลค่าอะไรที่ ได้จากการนำเงินไปลงทุนนั้นคุ้มกับต้นทุนของ  
เงินนั้นหรือไม่ ดอกเบี้ยมักจ่ายทุกครึ่งปี แต่อาจมีบางกรณีจ่ายเป็นปีหรือทุก 3 เดือน  
อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรที่ปรากฏบนพันธบัตร เรียกว่า Nominal Yield อัตราดอกเบี้ย  
พันธบัตรที่ปรากฏบนพันธบัตร เป็นอัตราที่กำหนดขึ้นเพื่อให้พันธบัตร ขายได้ในราคาใกล้เคียง  
กับมูลค่าพันธบัตร (Par Value) อัตราดอกเบี้ยพันธบัตร จะขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยในตลาด  
เงินทุนในขณะที่ยกออกพันธบัตร อุปทานและอุปสงค์ของเงินทุน ชื่อเสียงทางเครดิต - โดย

16.

Elvin F. Donaldson & John K. Pfahl, Corporate Finance: Policy & Management, (3rd. ed.; New York: The Ronald Press Company, 1969), p.154

ทั่วไปของผู้ออกพันธบัตร ลักษณะของพันธบัตรที่ออก อายุของพันธบัตร และราคาพันธบัตร ที่ผู้ออกเสนอขายในตลาด ผู้ลงทุนจะซื้อพันธบัตรในราคาที่จะทำให้ได้รับดอกเบี้ยที่แท้จริง ตามที่เขาต้องการ<sup>17</sup>

ปัจจัยที่กำหนดอัตราดอกเบี้ย จุดสนใจของการออกพันธบัตรโดยทั่วไป อยู่ที่อัตราดอกเบี้ย ซึ่งมีใ้สิ่งที่จะกำหนดได้ต่างหากโดยไม่ขึ้นกับปัจจัยอื่น ๆ ถ้าผู้ออกพันธบัตรให้สิ่งจูงใจอย่างอื่นแก่ผู้ถือพันธบัตรมากก็อาจให้อัตราดอกเบี้ยต่ำได้ แต่ถ้าให้สิ่งจูงใจน้อยอัตราดอกเบี้ยก็ต้องสูง ดังนั้น ลักษณะที่สำคัญหลายประการในสัญญาพันธบัตรจะมีผลโดยตรงต่ออัตราดอกเบี้ย นอกจากผลกระทบของเงื่อนไขอื่น ๆ ในสัญญาพันธบัตรแล้ว สิ่งที่มีอิทธิพลต่ออัตราดอกเบี้ยพันธบัตร ได้แก่

1) สภาวะของตลาด (State of the Market) การวิเคราะห์สภาวะตลาดมักจะเริ่มจากอัตราผลตอบแทนปัจจุบัน (Current Yields) จากหนี้สินระยะยาวของรัฐบาล ถ้าอัตราที่สูง เงินทุนระยะยาวที่ยังเหลืออยู่ในตลาด (Supply) จะน้อยเมื่อเปรียบเทียบกับความต้องการเงินทุน (Demand) ดังนั้น (โดยที่ไม่คำนึงถึงฐานะทางสินเชื่อ) ผู้ออกพันธบัตรจะต้องตั้งอัตราดอกเบี้ยค่อนข้างสูง แต่ถ้าอัตราผลตอบแทนจากหนี้สินระยะยาวของรัฐบาลต่ำ ผลจะเป็นไปในทางตรงกันข้าม ผู้ออกพันธบัตรจะสามารถให้อัตราดอกเบี้ยต่ำกว่ากรณีแรกได้

สภาวะของตลาดสำหรับเงินกู้ระยะยาวของรัฐบาล เป็นที่ทราบได้ โดยการหาอัตราที่แท้จริงของดอกเบี้ย (True or Effective Rate) ที่เจ้าหนี้จะได้รับตั้งแต่วันเริ่มก่อนนี้จนถึงวันครบกำหนด ถ้าเขาให้กู้ยืมเงินจำนวนหนึ่ง เช่น อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของพันธบัตรหาได้จาก ราคาพันธบัตร อัตราดอกเบี้ยที่ผู้ออกพันธบัตรสัญญาจ่าย (Nominal Rate) และอายุของพันธบัตร โดยใช้เทคนิคของ Discounted Cash Flow เขาช่วย

<sup>17</sup>Ibid., p. 156.

2) ฐานะทางดินเชื่อของผู้ออกพันธบัตร (Credit Standing of the Issuer) อัตราผลตอบแทนปัจจุบันของหนี้ระยะยาวของรัฐบาล นอกจากเป็นเครื่องชี้ความมั่นคงและความเผือกของตลาดเงินทุนระยะยาวแล้ว ยังมีประโยชน์ในแง่ที่เป็นบรรทัดฐานของการกำหนดอัตราดอกเบี้ยขององค์การที่มีฐานะทางดินเชื่อต่างกัน ผลตอบแทนจากหนี้รัฐบาลเป็นบรรทัดฐานได้เพราะไม่มีความเสี่ยงในการลงทุนแบบนี้ คือผู้ลงทุนไม่ต้องหวังว่าจะไม่ได้รับชำระเงินต้นและดอกเบี้ยครบถ้วนตามกำหนดโดยที่รัฐบาลสามารถหาเงินได้โดยใช้นโยบายการเงินการคลังได้ตามที่ต้องการ เพื่อนำเงินมาชำระหนี้ ไม่มีพันธบัตรขององค์การธุรกิจใดจะปราศจากความเสี่ยงได้เท่าพันธบัตรของรัฐบาล แต่บางองค์การอาจออกพันธบัตรที่มีระดับความเสี่ยงน้อยมาก ถ้ามีฐานะทางดินเชื่อดีเลิศ ฐานะทางดินเชื่อนี้พิจารณาจากโครงสร้างทางการเงิน ความสามารถในการชำระหนี้ในอดีต กำไรและเงินปันผลในอดีต ผลกำไรในอนาคต ประสิทธิภาพของฝ่ายจัดการในสายตามูลงทุนและปัจจัยอื่น ๆ กิจกรรมเหล่านี้ ไม่จำเป็นต้องให้อัตราผลตอบแทนแท้จริงสูงกว่าอัตราของรัฐบาลสำหรับพันธบัตรอายุเท่ากันมากนัก ส่วนแตกต่างกันจำนวน  $\frac{1}{4}$ ,  $\frac{1}{2}$ , หรือ  $\frac{3}{4}$  ของ 1 เปอร์เซ็นต์ ก็เป็นการเพียงพอที่จะจูงใจ (ดึงดูด) ผู้ซื้อพันธบัตร กิจกรรมที่มีฐานะการเงินดีน้อย อาจต้องให้ส่วนแตกต่างไม่ต่ำกว่า 1 หรือ  $1\frac{1}{2}$  เปอร์เซ็นต์ กิจกรรมที่มีฐานะไม่สู้ดีอาจต้องให้ส่วนแตกต่างไม่ต่ำกว่า 2 หรือ 3 เปอร์เซ็นต์

เมื่อผู้ออกพันธบัตรใช้บริการของผู้รับประกันการขายพันธบัตร ต้นทุนของเงินทุนจะสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยแท้จริงที่ผู้ถือพันธบัตรคนสุดท้ายพอใจจะได้รับ เพราะผู้ออกพันธบัตรต้องจ่ายค่าธรรมเนียมให้แก่ผู้รับประกันการขาย

อัตราดอกเบี้ยกับการเลือกเวลาออกพันธบัตร (Timing the Bond Issue) ในแง่ของผู้ออกพันธบัตร เวลาที่ดีที่สุดในการขายพันธบัตร คือเวลาที่อัตราดอกเบี้ยแท้จริง (Yield) ต่ำสุด<sup>18</sup> อัตราดอกเบี้ยพันธบัตร-เมื่อกำหนดไว้ในสัญญา

<sup>18</sup>Bradley, op. cit., p. 338.

แล้ว ผู้ออกพันธบัตรต้องถือปฏิบัติตลอดอายุของพันธบัตรไม่ว่าระหว่างนั้นอัตราดอกเบี้ยในตลาดจะเป็นอย่างไร โดยที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดจะเปลี่ยนแปลงอยู่เสมอตาม Demand และ Supply ของเงินทุน ความระมัดระวังในการเลือกเวลาออกพันธบัตรจึงเป็นสิ่งสำคัญ เช่นผู้ออกพันธบัตรแห่งหนึ่งออกพันธบัตรอายุ 20 ปี อัตราดอกเบี้ย 5% และหลังจากนั้น 1 - 2 ปี อัตราดอกเบี้ยในตลาดขึ้นเป็น 6% และคงอยู่ในอัตรานี้เป็นเวลานานเช่นนี้ก็อาจกล่าวได้ว่า ผู้ออกพันธบัตรได้เลือกเวลาออกพันธบัตรที่น่าพอใจ การคาดคะเนที่ใกล้เคียงความจริงจะเป็นเครื่องชี้ให้ทราบว่า ควรจะออกพันธบัตรเมื่อใด อาจจะต้องเลื่อนการออกพันธบัตรไปในอนาคต และถ้าหากจำเป็นต้องใช้เงินมากก็อาจหาเงินทุนระยะสั้น มาใช้ก่อนแล้วนำเงินจากการออกพันธบัตรในเวลาต่อมา มาชำระหนี้ระยะสั้น

ความยากลำบากของการเลือกเวลาออกพันธบัตร อยู่ที่ความจริงที่ว่า อัตราดอกเบี้ยเงินลงทุนระยะยาว และอัตราดอกเบี้ยโดยเฉลี่ยทั้งหมดมีแนวโน้มที่จะลดลงในระยะเวลาที่ธุรกิจขบเซาะและตกต่ำ ธุรกิจไม่สนใจการขยายการลงทุน การที่ไม่มีอุปสงค์ในเงินทุน ทำให้อัตราดอกเบี้ยลดลง (ตก) ในช่วงเวลาเช่นนี้ก็กิจการส่วนมากจะไม่ได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยต่ำนี้ มีกิจการบางแห่งเท่านั้นที่กู้เงินเพื่อขยายกิจการ บางแห่งกู้เงินเพื่อนำมาไถ่ถอนหนี้เดิมซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่า ในระยะเวลาที่ธุรกิจขยายตัว กิจการจะรับหาเงินทุนระยะยาวมาลงทุน ซึ่งทำให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น และถึงแม้อัตราดอกเบี้ยจะสูง ผู้กู้ก็ยังคิดว่า ควรที่จะกู้ก่อนที่อัตราดอกเบี้ยจะเพิ่มขึ้นอีก แต่บางกิจการก็คิดว่า การเพิ่มของอัตราดอกเบี้ยจะเป็นอยู่ชั่วคราวก็จะเลื่อนการกู้เงินออกไป มีหลายกิจการที่ต้องพิจารณาเลื่อนหรือยกเลิกการลงทุนเสีย เพราะว่าการเพิ่มของอัตราดอกเบี้ยทำให้ผลกำไรจากการลงทุนไม่เป็นที่น่าพอใจ

อายุของพันธบัตร พันธบัตรมีอายุต่าง ๆ กันดังนี้<sup>19</sup>

ก. พันธบัตรระยะสั้น (Short Term Bonds) อายุระหว่าง 5 - 15 ปี

<sup>19</sup> Donaldson, Pfahl, op. cit., p. 154.

ข. พันธบัตรระยะปานกลาง (Medium Term Bonds) อายุระหว่าง 16 - 40 ปี

ค. พันธบัตรระยะยาว (Long Term Bonds) อายุตั้งแต่ 41 ปี ขึ้นไป

การออกพันธบัตรครั้งหนึ่ง ๆ อาจกำหนดอายุพันธบัตรได้ 2 ทาง คือ

1) ครบกำหนดวันเดียว (Single Maturities) คือ พันธบัตรทุกฉบับที่ออกในคราวหนึ่งมีอายุเท่ากันหมด คือจะครบกำหนดในวันเดียวกันหมด เป็นพันธบัตรที่เหมาะสมสำหรับผู้ถือที่คิดจะกู้เงินเป็นเวลานานมาก และจะออกพันธบัตรรุ่นใหม่ เพื่อนำเงินมาชำระพันธบัตรรุ่นที่ครบกำหนด ซึ่งเป็นนโยบายของกิจการสาธารณูปโภค แต่มีแนวโน้มที่จะชำระหนี้บางส่วนในระหว่างอายุของพันธบัตร นอกจากนี้ กิจการส่วนมากวางแผนที่จะสะสมเงินไว้ ถัดก่อนพันธบัตรอย่างสม่ำเสมอตลอดอายุพันธบัตร (Sinking Fund) จากการศึกษาของ The Federal Reserve Bank of Philadelphia ปรากฏว่าพันธบัตรที่จดทะเบียนไว้กับ SEC. ในระหว่าง ค.ศ. 1950 - 1961 อายุของพันธบัตรที่นิยมออกมากที่สุดคือ 30 ปี อายุที่นิยมน้อยที่สุดคือ 35 ปี พันธบัตรที่มีอายุกว่า 25 ปี ส่วนใหญ่เป็นพันธบัตรของกิจการสาธารณูปโภค เช่น ไฟฟ้า แก๊ส และบริการสาธารณสุข

2) ครบกำหนดเป็นระยะ ๆ (Serial Maturities) คือ พันธบัตรที่ออกในครั้งหนึ่ง ๆ มีอายุไม่เท่ากัน ตัวอย่างเช่น ออกพันธบัตรคราวหนึ่ง 100 ล้านบาท โดยกำหนดว่า 5% ของพันธบัตรทั้งหมดมีอายุ 1 ปี 5% ต่อไปมีอายุ 2 ปี และอีก 5% ต่อ ๆ ไป เพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ จน 5% สุดท้ายมีอายุ 20 ปี เป็นต้น

ข้อดีของพันธบัตรแบบนี้

(1) เป็นการลดค่าดอกเบี้ย คือจะใช้อัตราดอกเบี้ยที่แตกต่างกันตามอายุของพันธบัตร พันธบัตรอายุสั้น จะมีอัตราดอกเบี้ยต่ำ

(2) เป็นการเพิ่มปริมาณผู้สนใจพันธบัตร คือผู้ที่ต้องการลงทุนในระยะต่าง ๆ กัน ก็อาจจะมาซื้อพันธบัตรอายุต่าง ๆ กัน ไม่จำกัดเฉพาะผู้สนใจการลงทุนระยะยาว

(3) การไถ่ถอน Serial Bond ผู้ออกพันธบัตรไม่ต้องจ่ายเงินชดเชยให้แก่ผู้ถือพันธบัตร ซึ่งถ้าเป็นการไถ่ถอนพันธบัตรครบกำหนดวันเดียว (Single Maturity Bond) ก่อนวันครบกำหนด ผู้ออกพันธบัตรจะต้องจ่ายเงินชดเชยให้ผู้ถือพันธบัตร

แบบของ Serial Bond ต่างกันไปแล้วแต่กิจการผู้ออกพันธบัตร จำนวนเงินที่ครบกำหนดในแต่ละคราวไม่จำเป็นต้องเท่ากัน แต่พันธบัตรแบบนี้ใช้กันไม่กว้างขวางนัก กิจการที่ออกพันธบัตรแบบนี้คือกิจการรถไฟ บริษัทอุตสาหกรรมบางประเภท เหตุที่ Serial Bond ไม่เป็นที่นิยม คือ

(1) ผู้ออกพันธบัตร เสี่ยงต่อการที่จะผิดนัดชำระหนี้ ซึ่งจะมีสิ่งที่ยุ่งยากตามมามากมาย

(2) เป็นความเชื่อถือกันมานานว่า พันธบัตรเป็นหนี้สินระยะยาว ไม่ใช่หนี้ที่ประกอบด้วยหนี้สินระยะสั้น ระยะปานกลาง และระยะยาว และในสมัยก่อนปี 1930 หนี้สินระยะสั้นมีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าหนี้สินระยะยาว การออกพันธบัตร Serial Bond เป็นการทำให้ค่าดอกเบี้ยสูงขึ้น

(3) ความยุ่งยากของการเสนอราคาพันธบัตร เพื่อให้ได้ดอกเบี้ยแท้จริงตามต้องการ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์บางแห่งไม่รับ Serial Bond ขึ้นบัญชีในตลาด ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับอายุหนี้ เป็นเวลานานก่อนตอนต้นของช่วงปี 1930 - 1939 อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะสั้นสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะยาว ซึ่งทำให้การกู้เงินระยะยาวได้เปรียบมากกว่า แต่นับตั้งแต่ตอนต้นของช่วงปี 1930 - 1939 เป็นต้นมา อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะยาวสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ระยะสั้น และแนวโน้มก็เป็นเช่นนี้เรื่อยมาจนถึงปัจจุบัน ยกเว้นในช่วงของปี 1966 และไตรมาสแรกของปี 1967 การที่ดอกเบี้ยเงินกู้ระยะสั้นมีอัตราต่ำกว่าเงินกู้ระยะยาว ทำให้คิดได้ว่าองค์กรธุรกิจและผู้ที่สามารถประหยัดค่าดอกเบี้ยได้โดยการกู้เงินระยะสั้นต่อ ๆ กัน แม้ว่าเงินทุนจะใช้ในโครงการระยะยาวโดยการหาเงินกู้ใหม่มาแทนที่หนี้ที่ครบกำหนดทุกปี แต่ฝ่ายจัดการของธุรกิจก็ไปอีกทางหนึ่งคือ การกู้เงินระยะสั้นสำหรับ

การลงทุนระยะยาวจะทำให้อัตราส่วนเงินลงทุนหมุนเวียนน้อย (เลว) ลง อาจเป็นอันตรายต่อการหาเงินลงทุนระยะสั้นอื่น ๆ นอกจากนี้ยังอาจเสี่ยงต่อการที่ไม่สามารถชำระหนี้ได้ทันเวลา เนื่องจากความสัมพันธ์ของอัตราดอกเบี้ยกับอายุของหนี้เป็นไปในทางเดียวกันดังกล่าว ผู้สามารถประหยัคค่าดอกเบี้ยได้โดยการกำหนดระยะเวลาที่ถูกต้องที่สุดที่ต้องการใช้เงินลงทุนระยะยาว คือไม่กำหนดเวลาให้นานเกินกว่าที่จำเป็น เพราะยิ่งอายุแห่งหนี้ยาวเพียงใด อัตราดอกเบี้ยย่อมจะสูงขึ้นเพิ่มขึ้น และค่าดอกเบี้ยก็จะมากขึ้นด้วยเป็นเงาตามตัว

ในตอนต้นของศตวรรษที่ 20 พันธบัตรโดยทั่วไปจะมีอายุระหว่าง 40 - 50 ปี หรือมากกว่านี้ แต่ปัจจุบันพันธบัตรที่มีอายุเกินกว่า 30 ปี เป็นสิ่งที่ผิดธรรมดา ส่วนมากพันธบัตรจะมีอายุระหว่าง 15 - 20 ปี ถึงแม้เงินจากพันธบัตรจะใช้จ่ายหาสินทรัพย์ที่มีอายุใช้งานนานกว่า 15 - 20 ปี ผู้ออกพันธบัตรคาดหมายที่จะชำระคืนเงินต้นส่วนหนึ่งโดยเร็ว และออกพันธบัตรรุ่นใหม่เพื่อนำเงินมาชำระหนี้ที่ยังค้างอยู่เมื่อครบกำหนดอายุ

2. สิ่งที่ทำให้เป็นหลักประกันการชำระหนี้ความมั่นคง<sup>20</sup> หลักประกันการชำระหนี้ตามพันธบัตรเป็นสิ่งสำคัญอย่างยิ่งที่ผู้ลงทุนสนใจ ผู้ออกพันธบัตรสามารถใช้สิ่งต่าง ๆ ดังต่อไปนี้ เป็นหลักประกันการชำระหนี้เงินต้นและดอกเบี้ย คือ

1) ทรัพย์สินเฉพาะอย่างของผู้ออกพันธบัตร พันธบัตรที่ออกโดยมีหลักประกันเช่นนี้เรียกว่า พันธบัตรมีหลักประกัน (Secured Bonds) ทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันมีทั้ง สิ่งหาริมทรัพย์ และอสังหาริมทรัพย์ หลักการของพันธบัตรประเภทนี้คือ ถ้าผู้ออกพันธบัตรผิดนัดการชำระหนี้แก่ผู้ถือพันธบัตร ๆ ก็คือ Trustee มีอำนาจจะยึดทรัพย์สินที่เป็นหลักประกันออกขาย เพื่อนำเงินมาชำระแก่ผู้ถือพันธบัตรจนครบ หากยังไม่ครบก็สามารถเรียกร้องเอาจากผู้ออกพันธบัตรได้จนครบ แต่ในทางตรงกันข้าม หากขาย

<sup>20</sup> Bogen , op. cit., pp. 14.17 - 14.29.



ทรัพย์สินได้เงินมากกว่าจำนวนที่เป็นหนี้ ก็ต้องคืนเงินส่วนที่เหลือให้แก่ผู้ออกพันธบัตรหลักประกันต่าง ๆ ได้แก่

ก. หลักประกันที่เป็นอสังหาริมทรัพย์ (Real Property) คือทรัพย์สินที่เคลื่อนที่ไม่ได้ เช่น ที่ดิน อาคาร ฯลฯ พันธบัตรที่ออกโดยใช้หลักประกันชนิดนี้เรียกว่าพันธบัตรจำนอง (Mortgage Bonds) ซึ่งหมายถึง พันธบัตรที่มีสัญญาจำนอง (A Mortgage Deed of Trust) เป็นหลักประกัน ก็ผู้ออกพันธบัตรเป็นผู้จำนอง และทรัสต์เป็นผู้รับจำนองแทนผู้ออกพันธบัตร หมายความว่า ผู้ออกพันธบัตรนำอสังหาริมทรัพย์ของตนเป็นประกันการชำระหนี้หากผู้ออกพันธบัตรผิดนัด กรรมสิทธิ์ในทรัพย์สินนั้น ๆ จะตกอยู่กับทรัสต์

ข. หลักประกันที่เป็นสังหาริมทรัพย์ (Personal Property) หมายถึงทรัพย์สินที่เคลื่อนที่ได้ ไม่ว่าจะสัมผัสได้หรือไม่ เช่น อุปกรณ์สำนักงาน ยานพาหนะ หุ่น พันธบัตร ฯลฯ พันธบัตรที่ออกโดยหลักประกันชนิดนี้ ได้แก่

(1) Collateral Trust Bonds คือพันธบัตรซึ่งมีหุ้น หรือพันธบัตรอื่นเป็นหลักประกันต่อ Trustee ภายใต้สัญญา Collateral Trust Indenture

(2) Equipment Obligations คือ พันธบัตรที่มีสังหาริมทรัพย์ของผู้ออกพันธบัตรเป็นหลักประกัน มักใช้ในกิจการการรถไฟหรือการขนส่ง สังหาริมทรัพย์ที่ใช่เป็นหลักประกัน คือตัวรถ หรือเครื่องบิน

2) ทรัพย์สินโดยทั่วไป หรือชื่อเสียงทางสินเชื่อของผู้ออกพันธบัตร หมายความว่าผู้ออกพันธบัตร ใจชื่อเสียงของกิจการ สถานะทางการเงินและประสิทธิภาพในการดำเนินงาน และการชำระหนี้ที่ผ่านมาของผู้ออกพันธบัตร เป็นหลักประกันการชำระหนี้ พันธบัตรที่ออกตามหลักประกันเช่นนี้เรียกว่า พันธบัตรหุ้นกู้ (Debenture Bonds) ซึ่งหมายถึงพันธบัตรที่ใจชื่อเสียงทางสินเชื่อโดยทั่วไป (General Credit) ของผู้ออกเป็นหลักประกัน โดยไม่ได้เจาะจงว่ามีทรัพย์สินใดเป็นหลักประกัน ต่างจาก 3 ประเภทแรก คือ พันธบัตรประเภทนี้ไม่มีสัญญาระบุว่ามีทรัพย์สินสิ่งใดเป็นหลักประกัน

โดยเฉพาะ หากมีการฉีกขาดชำระหนี้สิน ผู้ถือพันธบัตรก็มีสิทธิเรียกร้องในฐานะ เจ้าหนี้  
ธรรมดา มักออกโดยกิจการที่มีฐานะการเงินมั่นคงและมีชื่อเสียงดีมาก

3) บุคคลซึ่งมิใช่ผู้ออกพันธบัตร หมายความว่า การออกพันธบัตรโดยผู้ออก  
มิได้ใช้ทรัพย์สินเฉพาะอย่าง หรือชื่อเสียงของผู้ออกเป็นประกันการชำระหนี้ แต่ให้  
กิจการอื่นที่มิใช่ผู้ออกพันธบัตรแห่งหนึ่งหรือหลายแห่ง เป็นผู้รับรองหรือค้ำประกันการ  
ชำระหนี้ของตน ถ้าหากตนฉีกขาด ผู้รับรองก็จะใช้หนี้แทนตน พันธบัตรแบบนี้ได้แก่

(1) Guaranteed Bonds (พันธบัตรมีผู้ค้ำประกัน) คือพันธบัตร  
ซึ่งมีองค์การอื่นที่ไม่ใช่ผู้ออกพันธบัตรค้ำประกันการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยพันธบัตร  
คือ ถ้าผู้ออกพันธบัตรฉีกขาดการชำระหนี้ ผู้ค้ำประกันจะชำระแทนให้

(2) Joint Bonds คือพันธบัตรหรือหนี้สินที่ออกรวมกันโดยกิจการ  
ตั้งแต่ 2 แห่ง หรือมากกว่าขึ้นไป มักเป็นกิจการรถไฟ เป็นหนี้ที่ผู้ค้ำประกันรับผิดชอบ  
จำกัด (Joint and Several obligations) หรืออีกกรณีหนึ่ง หมายถึงพันธบัตร  
ที่มีผู้ค้ำประกันตั้งแต่ 2 รายขึ้นไป ซึ่งเรียกว่า Joint Guaranteed Bonds<sup>21</sup>

3. เงื่อนไขเพื่อคุ้มครองผู้ออกพันธบัตร (Protective Provisions) ผู้ถือ  
พันธบัตรโดยทั่ว ๆ ไป ต้องการให้ผู้ออกพันธบัตรปฏิบัติตามเงื่อนไขบางประการที่จะทำ  
ให้ผู้ออกพันธบัตรมั่นใจว่าจะได้รับชำระหนี้ครบถ้วนตามกำหนดเวลา เงื่อนไขดังกล่าวได้  
แก่

1) การตั้งกองทุนสำรองสำหรับใช้หนี้ (Sinking Funds) ซึ่งจะกล่าว  
โดยละเอียดต่อไปในเรื่องการไถถอนพันธบัตร

2) ข้อจำกัดในการจ่ายเงินปันผล ใช้ในกิจการประเภทบริษัทจำกัด

3) ข้อจำกัดอื่น ๆ ในการจ่ายเงินสด เช่น การจำกัดการใช้เงินสด เพื่อ  
ซื้อหุ้นของบริษัทคืน การลงทุนในบริษัทย่อยในต่างประเทศ การจ่ายเงินเดือนและโบนัส

<sup>21</sup>Guthmann, Dougall, op. cit., p. 210.

แก่พนักงานระดับบริหาร การซื้อสินทรัพย์ประจำราคาแพง การไถ่ถอนหนี้อื่น ๆ ก่อนกำหนด

4) เงื่อนไขทางคานกฎหมาย (Legal Remedies) เป็นการกำหนดสถานการณ์การผิดที่ทรัพย์สิน จะใช้สิทธิของชนตามกฎหมาย และ ขั้นตอนการดำเนินการตามสิทธินั้น ๆ

#### 4. สิทธิที่ผู้ออกพันธบัตรต้องการสงวนไว้

สิทธิบางอย่างที่ผู้ออกพันธบัตรต้องการสงวนไว้ได้แก่

- 1) สิทธิที่จะไถ่ถอนพันธบัตรก่อนครบกำหนด
- 2) สิทธิที่จะแก้ไขเงื่อนไขบางประการในสัญญาพันธบัตร

#### 5. สิ่งจูงใจที่ผู้ออกพันธบัตรจะเสนอแก่ผู้ซื้อ

การจำหน่ายพันธบัตรที่ได้ผลดีขึ้นอยู่กับปัจจัย 2 อย่างคือ<sup>22</sup> ผู้ลงทุนจะต้องมีปริมาณเงินเพียงพอกับที่ผู้ออกพันธบัตรต้องการ และพันธบัตรที่ออกจำหน่ายจะต้องมีสิ่งจูงใจผู้ลงทุนพอสมควร สิ่งจูงใจที่ผู้ออกพันธบัตรอาจนำมาใช้ ได้แก่

- 1) อัตราดอกเบี้ยเป็นสิ่งสำคัญที่สุด ถ้าอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรต่ำเกินไป ผู้ลงทุนจะหันไปลงทุนทางอื่น
- 2) การกำหนดให้พันธบัตรแลกเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ทุกเมื่อที่ต้องการ หรือให้โอนแลกเปลี่ยนมือกันได้
- 3) การยกเว้นภาษีอากร พบในกรณีพันธบัตรของรัฐบาล คือ ดอกเบี้ยพันธบัตรได้รับยกเว้นภาษีเงินได้ ตัวพันธบัตรได้รับยกเว้นภาษีทรัพย์สิน การโอนกรรมสิทธิ์ไม่ต้องเสียภาษีการโอนทรัพย์สิน บางกรณีกำหนดให้ผู้ออกพันธบัตรได้รับการลดหย่อนภาษีเงินได้ตามส่วนของพันธบัตร บางกรณีทำให้ใช้พันธบัตรชำระภาษีได้
- 4) การออกพันธบัตรที่มีโอกาสสุทธารางวัล พบในกรณีพันธบัตรรัฐบาล คือ ผู้ออกพันธบัตรมีโอกาสสุทธารางวัลนอกเหนือจากดอกเบี้ยซึ่งจ่ายเป็นประจำอยู่แล้ว วิธีการนี้

<sup>22</sup>ที่ระลึกในงานพระราชทานเพลิงศพ นายสาธิต ประภาสะ โนบล, ปกิณกะเงินกู้รัฐบาล (กรุงเทพฯ, 2503), หน้า 18 - 22.

ใช้ในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรต่ำ

5) การใช้ความรักชาติเป็นสิ่งจูงใจ พบในกรณีพันธบัตรของรัฐบาลที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำมาก แต่วิธีนี้ใช้ไม่ได้ผล

6) ข้อกำหนดว่า พันธบัตรไม่ต้องอยู่ในความรับผิดชอบแห่งการบังคับคดี หมายความว่า ในการบังคับคดี เจ้าพนักงานจะยึดหรืออายัดพันธบัตรไม่ได้

7) การรับประกันค่าของเงินตามพันธบัตรมีให้ตกค่า คือ กำหนดค่าพันธบัตรเมื่อใดถือว่าให้เงินอะไรเป็นหลัก เช่น ทองคำ หรือเงินตราต่างประเทศ

8) บริการต่าง ๆ ที่จะให้แก่ผู้ถือพันธบัตร เช่น อนุญาตให้ใช้พันธบัตรเป็นหลักประกันการติดต่อกับส่วนราชการ และการกู้ยืม อำนาจความสะดวกในการซื้อขายพันธบัตร ฯลฯ

9) สิ่งจูงใจสำหรับพันธบัตรของธุรกิจการค้ายังมีเพิ่มเติมอีก คือ การให้สิทธิแก่ผู้ถือพันธบัตรที่จะ เปลี่ยนพันธบัตร เป็นหุ้นสามัญ หรือหุ้นบริวารได้ และการให้ผู้ถือพันธบัตรมีสิทธิซื้อหุ้นสามัญ หรือหุ้นบริวารของผู้ออกได้ตามส่วนของผู้ถือ

ศูนย์วิจัยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สรุป

พันธบัตร คือ เครื่องมืออย่างหนึ่งในการหาเงินทุนระยะยาวซึ่งมีลักษณะและวิธีการจัดหาแตกต่างไปจากเงินกู้ระยะยาวทั่วไป ในการออกพันธบัตรแต่ละครั้งจะมีบุคคลที่เกี่ยวข้องของด้วยกัน 3 ฝ่าย ได้แก่ผู้ออกพันธบัตรซึ่งมีฐานะเป็นลูกหนี้ ผู้ถือพันธบัตรซึ่งมีฐานะเป็นเจ้าหนี้ และฝ่ายสุดท้ายคือทราสต์ ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวแทนและรักษามลประโยชน์ของผู้ถือพันธบัตร เหตุที่ต้องมีทราสต์ก็เพราะผู้ถือพันธบัตรมีจำนวนมากเป็นการไม่สะดวกที่ผู้ออกพันธบัตรจะทำสัญญากับผู้ถือพันธบัตรทุกคน แต่โดยที่มักจะมีปัญหาเมื่อทราสต์ไม่รักษามลประโยชน์ของผู้ถือพันธบัตร เหาที่ควรจะเป็น จึงได้มีการกฎหมายควบคุมการดำเนินงานของทราสต์ ในต่างประเทศการดำเนินการออกพันธบัตรจะต้องทำตามระเบียบข้อบังคับของกฎหมายโดยมีหน่วยงานของทางราชการ ควบคุมการออกพันธบัตรไว้ให้อยู่ภายในขอบเขตแห่งกฎหมาย เพื่อมิให้เกิดผลเสียหายแก่ผู้ลงทุน และเศรษฐกิจของประเทศโดยส่วนรวม การออกพันธบัตรมีขั้นตอนที่ค่อนข้างซับซ้อนและยุ่งยาก และมีทางเลือกปฏิบัติได้หลายทางแล้วแต่ความเหมาะสมของผู้ออกพันธบัตร แต่ก็มีวิธีการและหลักการที่คล้ายคลึงกัน คือ การกำหนดรูปแบบพันธบัตรมูลค่าต่อหน่วยอัตราดอกเบี้ย และอายุหรือกำหนดชำระคืนเงินต้นพันธบัตร สิ่งที่ใช้เป็นหลักประกันการชำระหนี้ เงินไขเพื่อคุ้มครองผู้ถือพันธบัตร สิทธิที่ผู้ออกพันธบัตรต้องการสงวนไว้ และสิ่งจูงใจที่ผู้ออกพันธบัตรจะเสนอแก่ผู้ซื้อ เพื่อส่งเสริมการขายพันธบัตร หลักการเหล่านี้แม้ว่าส่วนใหญ่มักจะเป็นสิ่งที่ถือปฏิบัติกันในต่างประเทศ แต่ก็สามารถนำมาดัดแปลงเพื่อถือปฏิบัติในการออกพันธบัตรในประเทศไทยได้ ซึ่งจะได้อธิบายถึงในบทต่อไป

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย