

## บทที่ 2

## หุ้นกู้ : บททั่วไป

ในบทนี้ จะได้กล่าวถึง ความหมายของ "หุ้นกู้" แนวคิดในทางธุรกิจเกี่ยวกับการออกหุ้นกู้ ลักษณะของหุ้นกู้ที่มีอยู่ในธุรกิจ ประเภทของหุ้นกู้ และสถานะภาพในทางกฎหมายของหุ้นกู้ เพื่อเป็นพื้นฐานในการพิจารณาปัญหาของการออกหุ้นกู้ และการศึกษาระบบกฎหมายว่าด้วยหุ้นกู้ในต่างประเทศ เพื่อการพิจารณาการกำหนดมาตรการทางกฎหมายเพื่อใช้บังคับกับการออกหุ้นกู้ในประเทศไทยต่อไป

## ความหมายของ "หุ้นกู้"

ในทางกฎหมาย คำว่า "หุ้นกู้" ได้มีการบัญญัติไว้ในประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บรรพ 3 โดยมีบัญญัติไว้ในมาตรา 1229 ถึงมาตรา 1235 แต่ได้ถูกยกเลิกไปเหลือเพียงในมาตรา 1229 ตั้งในปัจจุบัน นอกจากนี้ ยังมีการบัญญัติถึงหุ้นกู้ในกฎหมายฉบับอื่นอีก ได้แก่ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชน จำกัด พ.ศ. 2521 และพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 แต่ก็มีได้มีบทนิยามความหมายของคำว่า "หุ้นกู้" ไว้แต่อย่างใด คงมีแต่บทบัญญัติซึ่งกำหนดรายการที่ต้องมีในหุ้นกู้เท่านั้น จนเมื่อได้มีการตราพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 จึงมีบทนิยามความหมายของ "หุ้นกู้" ไว้ในมาตรา 4 ว่า "ตราสารแห่งหนึ่งไม่ว่าจะเรียกชื่อใดที่แบ่งเป็นหน่วย แต่ละหน่วยมีมูลค่าเท่ากันและกำหนดประโยชน์ตอบแทนไว้เป็นการล่วงหน้าในอัตราเท่ากันทุกหน่วยโดยบริษัทออกให้แก่ผู้ให้กู้ยืมเงินหรือผู้ซื้อ เพื่อแสดงสิทธิที่จะได้รับเงินหรือผลประโยชน์อื่นของผู้ถือตราสารดังกล่าว แต่ไม่รวมถึงตัวเงิน" ซึ่งนับได้ว่าเป็นกฎหมายฉบับแรกที่มีให้คำนิยามความหมายของ "หุ้นกู้" ไว้ และเป็นคำนิยามที่ให้ความหมายได้ดี

ศาสตราจารย์ประภาศน์ อวยชัย (2530:386) ได้ให้ความหมายของคำว่า "หุ้นกู้" คือ การที่บริษัทกู้เงินจากประชาชนทั้งหลายทั่วไป โดยแบ่งจำนวนเงินที่จะกู้ขึ้นออกเป็นส่วนๆ มีมูลค่าเท่าๆ กัน ส่วนหนึ่งเรียกว่าหุ้นกู้หุ้นหนึ่ง

L A Sheridan (1974: 128) ได้ให้ความหมายของคำว่า "หุ้นกู้" ว่าเป็นเอกสารที่ออกโดยบริษัทเพื่อเป็นหลักฐานการที่บริษัทเป็นหนี้ หุ้นกู้ไม่ได้เกี่ยวข้องเฉพาะกับหลักประกัน หุ้นกู้ อาจเป็นหลักประกันการกู้เงินที่ไม่มีประกัน หรือการกู้เงินที่มีประกันโดย Fixed Charge หรือ Floating Charge ก็ได้

Jae G. Shim & Joel G. Siegel (1986:343) ได้ให้ความหมายของคำว่า "หุ้นกู้" ไว้ว่า "หุ้นกู้" ใบสำคัญซึ่งแสดงว่าบริษัทได้กู้ยืมเงินเป็นจำนวนหนึ่ง และสัญญาว่าจะจ่ายคืน ณ เวลาที่กำหนดในอนาคต (A bond is a certificate indicating that the company has borrowed a given sum of money that agrees to repay at a future date.) นอกจากนี้ ยังได้กล่าวถึงข้อตกลงที่ประกอบกับการออกหุ้นกู้ซึ่งเรียกว่า Indenture อันเป็นเอกสารสำคัญที่ต้องมีในการออกหุ้นกู้ในระบบของประเทศสหรัฐอเมริกา ไว้ว่าเป็นเอกสารที่อธิบายหรือพรรณาลักษณะของหุ้นกู้ที่ออกนั้น และ Indenture นี้มีกฎหมายเฉพาะกำหนดกฎเกณฑ์บังคับไว้ อันได้แก่ The Trust Indenture Act of 1939 ซึ่งรายละเอียดจะได้กล่าวในบทที่ 4 ต่อไป

Burton A. Kolb (1983:514) ได้ให้ความหมายของคำว่า "หุ้นกู้" ไว้ว่า เป็นสัญญาระยะยาวที่จ่ายดอกเบี้ยตามช่วงเวลา (โดยปกติทุกครึ่งปี) ในอัตราที่กำหนดและจ่ายเงินต้นเมื่อถึงกำหนดชำระ นอกจากนี้ผู้ออกหุ้นกู้สัญญาที่จะถูกผูกมัดโดยข้อกำหนดต่างๆ (เรียกว่าข้อสัญญา) ในสัญญาประกอบหุ้นกู้ (Bonds Indenture)

จากที่กล่าวมาแล้วจะเห็นได้ว่า "หุ้นกู้" เป็นเอกสารแสดงความเป็นหนี้ที่ออกโดยบริษัท ซึ่งในทางธุรกิจ การจะออกหุ้นกู้ (Bonds, Debenture) นั้น จะกระทำเมื่อบริษัทมีความต้องการทางการเงินในระยะยาว(มากกว่าหนึ่งปีขึ้นไป) ส่วนเหตุผลในการออกหุ้นกุนั้นจะได้กล่าวในอันดับต่อไป

ปัญหาที่เกิดขึ้นในประเทศไทยเกี่ยวกับคำว่า "หุ้นกู้" นั้น เนื่องมาจากความเข้าใจทางภาษาที่ใช้คำว่าหุ้น และในพจนานุกรมไทยฉบับราชบัณฑิตยสถาน พ.ศ. 2525 ได้ให้ความหมายของคำว่า "หุ้นกู้" หมายถึง หุ้นที่กำหนดอัตราดอกเบี้ย ส่วนความหมายของคำว่า "หุ้น" หมายถึง ส่วนที่ลงทุนเท่ากันในการค้าขาย เป็นต้น ซึ่งในประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มีคำว่า หุ้นส่วน หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และหุ้นกู้ จึงทำให้มีความเข้าใจไปกันว่า หุ้นกู้ เป็นส่วนทุนของบริษัททั้งที่ในความเป็นจริงหุ้น

ผู้มีฐานะเป็นเจ้าของกิจการ ดังนั้น ในการร่างพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2521 จึงได้มีความพยายามที่จะยกเลิกการใช้คำว่าหุ้นกู้ โดยมีการเสนอให้ใช้คำว่า "บัตรเงินกู้" แทนและได้มีการวางหลักต่อไปว่า จะใช้ "พันธบัตร" สำหรับ "Bond" โดยเฉพาะด้วย (คณะกรรมการพิจารณาปรับปรุงประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ว่าด้วยหุ้นส่วนและบริษัท 2519:60,182) ในประเด็นนี้ ผู้วิจัยเห็นว่าการใช้คำว่า "พันธบัตร" น่าจะเป็นคำที่เหมาะสมกว่า แม้ว่าในความเข้าใจโดยทั่วไปในประเทศไทย "พันธบัตร" จะออกโดยองค์กรรัฐบาลหรือรัฐวิสาหกิจ แต่ก็เป็นที่เข้าใจว่าเป็นการกู้เงินเช่นเดียวกับหุ้นกู้ และเพื่อแยกความแตกต่างของพันธบัตรที่ออกโดยองค์กรรัฐกับธุรกิจก็อาจใช้คำว่า "พันธบัตรธุรกิจ" (Corporate Bond) สำหรับพันธบัตรที่ออกโดยองค์กรธุรกิจ ซึ่งจะเหมาะสมกว่าการใช้คำว่าบัตรเงินกู้

ในกฎหมายอังกฤษไม่ได้มีคำนิยามในกฎหมายว่า Debenture หมายถึงอะไร คงบัญญัติไว้ในลักษณะให้รวมถึงเอกสารอื่นๆ เช่น Debenture Stock , Bonds และหลักทรัพย์อื่นๆ ของบริษัท (Other Securities of a Company) ไม่ว่าจะมีความสัมพันธ์กันโดยทรัพย์สินของบริษัทหรือไม่ (The Companies Act 1985 S. 744) นอกจากนี้ได้มีคำพิพากษาของศาลที่ได้ให้คำนิยามความหมายของ Debenture ไว้ในคดี Levy v Abercorris Slate & Slab Co., (1887) ไว้ว่าเป็นเอกสารซึ่งก่อหรือรับรู้หนี้ (A document which creates or acknowledge a debt) (Thomas 1988:311)

สำหรับคำในภาษาอังกฤษมีคำที่ใช้ในความหมายของหุ้นก้อยู่ 3 คำ คือ Debentures, Debenture Stock และ Bonds ซึ่งความแตกต่างของความหมายนั้นแตกต่างกันไปตามแต่ละประเทศ ในกฎหมายอังกฤษ Debentures หมายถึง เอกสารที่บริษัทออกเพื่อแสดงความเป็นหนี้ ส่วน Debenture Stock หมายถึงหุ้นกู้ ความแตกต่างระหว่างคำทั้งสองในกฎหมายอังกฤษคือ Debentures เป็นเอกสารที่บริษัทออกให้ผู้ให้กู้แม้ว่าผู้ให้กู้จะมีเพียงรายเดียว เป็นเอกสารฉบับเดียว ส่วน Debenture Stock เป็นเอกสารแสดงหนี้ที่แบ่งเป็นหน่วยย่อย หรือที่เรียกว่าหุ้นกู้ ทั้งนี้ ไม่ว่าจะมีความสัมพันธ์หรือไม่ก็ควรเรียกอย่างเดียวกัน ส่วน Bonds จะใช้ในความหมายถึงเอกสารแสดงหนี้ที่องค์กรของรัฐหรือรัฐเป็นผู้กู้หรือที่ในภาษาไทยเรียกว่า พันธบัตร

ในกฎหมายของสหรัฐอเมริกา ไม่มีคำว่า Debenture Stock คงมีแต่คำว่า Debentures และ Bonds ซึ่งคำทั้งสองมีความหมายต่างกันที่การมีหลักประกัน กล่าวคือ Debentures คือหุ้นกู้ที่ไม่มีหลักประกัน แต่ Bonds เป็นหุ้นกู้ที่มีหลักประกัน

#### แนวความคิดในทางธุรกิจเกี่ยวกับการออกหุ้นกู้

ในการที่จะวางมาตรการทางกฎหมายใดๆ เพื่อใช้บังคับแก่กิจกรรมใดๆ ของบุคคลนั้นจำเป็นต้องได้มีความรู้ความเข้าใจในสภาพความเป็นไปหรือที่เรียกว่าต้องเข้าใจธรรมชาติ (Nature) ของเรื่องนั้นๆ เพื่อที่จะได้รู้ถึงปัญหาที่เกิดขึ้นแล้วหรืออาจจะเกิดขึ้นในอนาคตอันจะเป็นแนวทางในการวางกฎ ระเบียบหรือข้อบังคับ ทั้งนี้ เพื่อให้กฎ ระเบียบหรือข้อบังคับนั้นเป็นเครื่องมืออำนวยความสะดวกยุติธรรมอันจะเป็นรากฐานของการพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมของประเทศ ในส่วนนี้จะได้กล่าวถึงแนวความคิดและเหตุผลในทางธุรกิจในการออกหุ้นกู้ รวมทั้งผลดีและผลเสียของการออกหุ้นกู้ต่อบริษัทผู้ออกหุ้นกู้และผู้ถือหุ้นกู้

ในการประกอบธุรกิจพาณิชย์กรรมไม่ว่าจะเป็นการผลิตสินค้าหรือการให้บริการ ธุรกิจจะต้องมีปัจจัยในการผลิตซึ่งก็คือ ทรัพยากรที่นำมาใช้ในการผลิตสินค้าและบริการต่างๆ อันประกอบด้วย (รัตน ส่ายคณิต และชลลดา จามรกุล 2528:12 - 13)

1. ที่ดินและทรัพยากรธรรมชาติ (Land And Natural Resources) อันหมายถึงความถึงที่ดินและปัจจัยการผลิตทุกชนิดที่เกิดขึ้นเองตามธรรมชาติ ผลตอบแทนจากการใช้ที่ดินและทรัพยากรธรรมชาติ เรียกว่า "ค่าเช่า" (Rent)
2. แรงงาน (Labor) หมายถึง บุคคลที่ใช้กำลังกายหรือกำลังความคิดเพื่อก่อให้เกิดผลผลิตขึ้น ผลตอบแทนที่พวกแรงงานได้รับจะอยู่ในรูปของค่าจ้างหรือค่าแรง (Wage)
3. ทุน (Capital) หมายถึงความถึง ทุนทุกชนิดที่ใช้ในการผลิตซึ่งอาจอยู่ในรูปของเงินทุน (Money Capital) ที่ใช้ในการดำเนินการหรือทรัพย์สินประเภททุน (Capital Goods) ก็ได้ เช่น เครื่องมือ เครื่องจักร อุปกรณ์การผลิต อาคาร โรงงาน ผลตอบแทนจากการใช้ทุนคือ ดอกเบี้ย (Interest)

4. ผู้ประกอบการ (Entrepreneur) ถือเป็นปัจจัยการผลิตที่สำคัญที่สุด ผู้ประกอบการเป็นผู้ริเริ่มทำการผลิตโดยรวมปัจจัยทั้ง 3 ชนิดเข้าด้วยกันเพื่อผลิตสินค้าและบริการ ผลตอบแทนของผู้ประกอบการคือ กำไร (Profit)

เงินทุนเป็นปัจจัยการผลิตที่มีความสำคัญอย่างยิ่ง ในการดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจต่างๆ ไม่ว่าจะเป็นการผลิต การบริโภค การลงทุน การซื้อขายแลกเปลี่ยน ต่างเกี่ยวข้องกับเงิน (Money) ทั้งนี้ (รัตนา สายคณิต และชลลดา จามรกุล 2528 :178) ในทางเศรษฐศาสตร์เงินมีหน้าที่สำคัญ 4 ประการ ดังนี้

1. เป็นมาตรฐานของมูลค่า (Standard of Value) สำหรับสินค้าและบริการทุกชนิด เงินในฐานะมาตรฐานสามัญของมูลค่า (Common Standard of Value) ทำให้เราสามารถแสดงราคาสินค้าและบริการเป็นหน่วยหนึ่งเดียว คือ หน่วยทางการเงิน (Money Unit) (Rose 1986:38)

2. เป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยน (Medium of Exchange) โดยทั่วไป เงินเป็นสินทรัพย์ทางการเงิน (Financial Asset) ที่ยอมรับในการใช้ชำระค่าสินค้าและบริการในทั้งภาคธุรกิจและรัฐบาล เงินไม่ได้มีสถานะเป็นสินค้าในตัวเอง ประชาชนยอมรับเงินเพียงเพราะว่าพวกเขารู้ว่าพวกเขาสามารถแลกเปลี่ยนสื่อกลางทางการเงิน (Money Medium) ในภายหลังสำหรับสินค้าและบริการ และในฐานะที่เป็นสื่อกลางในการแลกเปลี่ยนของเงิน จึงทำให้สามารถแยกการซื้อและขายสินค้าหรือบริการออกจากกันได้ กล่าวคือ ไม่ต้องรอให้มีความต้องการสินค้าตรงกันในปริมาณ, คุณภาพ, เวลาและสถานที่ (Rose 1986:38-39)

3. เป็นเครื่องสะสมมูลค่า (Store of Value) หรือสำรองไว้เพื่อเป็นอำนาจการซื้อในอนาคต (A reserve of future purchasing power) จากการที่เงินเป็นสื่อกลางของการแลกเปลี่ยน (Medium of Exchange) จึงไม่จำเป็นที่ประชาชนจะต้องจ่ายเงินทั้งหมดไปเพื่อการซื้อสินค้าและบริการในคราวเดียวกัน ประชาชนสามารถเก็บสะสมเงินไว้เพื่อเป็นกำลังซื้อในอนาคต ทั้งนี้ เพราะเงินยังคงเป็นเงินอยู่ตลอดเวลาและจะจ่ายเงินออกไปเพื่อซื้อสินค้าและบริการเมื่อมีความต้องการ (Lockett 1981:189-190; Rose 1986:39)

4. เป็นสินทรัพย์ที่มีสภาพคล่องที่สุด (Perfect Liquid Asset) ในระบบทางการเงิน สินทรัพย์ที่มีสภาพคล่อง (Liquidity) คือ สินทรัพย์ที่สามารถเปลี่ยนเป็นเงินได้เร็วที่สุดโดยไม่สูญเสีย

เสียมูลค่าเลยหรือสูญเสียอย่างน้อยที่สุด (Rose 1986:39) ทั้งนี้ จากการที่เงินมีหน้าที่ 3 ประการดังกล่าวแล้ว เงินจึงถูกใช้เป็นมาตรฐาน ในการวัดสภาพคล่องของสินทรัพย์

โดยความสำคัญของเงินและหน้าที่ของเงินในธุรกิจดังที่กล่าวมานี้ เงินจึงเป็นสิ่งสำคัญที่ธุรกิจต้องมีเพื่อใช้ในการผลิตสินค้าและบริการ ในการเริ่มต้นก่อตั้งองค์กรธุรกิจจำเป็นต้องมีเงินทุนเพื่อเป็นทุนในการจัดทามาซึ่งปัจจัยในการผลิตอื่นๆ เงินทุนนี้อาจได้มาจากเงินลงทุนส่วนตัวของผู้ประกอบการเองหรือการกู้ยืมเงิน รวมถึง การก่อหนี้ในรูปแบบอื่นๆ เช่น สินเชื่อทางการค้า เป็นต้น

แหล่งเงินทุนที่ธุรกิจสามารถจะหาเงินมาเพื่อการลงทุนนั้น เรียกว่า ตลาดการเงิน (Financial Market) ซึ่งเกิดขึ้นตามวิวัฒนาการของเงินตรา ระบบการเงินและระบบการคลังของแต่ละประเทศ เพื่อทำหน้าที่เชื่อมโยงระหว่างผู้มีเงินออมและผู้ต้องการใช้เงินตามระบบเศรษฐกิจทุนนิยม ในทางทฤษฎีตลาดการเงินแบ่งออกเป็น 2 ประเภทใหญ่ๆ คือ ตลาดการเงินนอกระบบ (Unorganized Financial Market) และตลาดการเงินในระบบ (Organized Financial Market) (ชนินทร์ พิทยาวิวิท 2534:39)

ตลาดการเงินนอกระบบ (Unorganized Financial Market) เป็นแหล่งการเงินที่เกิดขึ้นเองตามความจำเป็นของสิ่งแวดล้อมหรือตามสภาพของเศรษฐกิจของแต่ละท้องถิ่น เป็นตลาดการเงินที่ไม่มีระบบ กฎเกณฑ์หรือข้อตกลงต่างๆ ไม่มีสถิติแน่นอนกับมีลักษณะสำคัญแตกต่างกันไปตามสาขาของเศรษฐกิจ และเนื่องจากตลาดการเงินนอกระบบไม่มีระเบียบแบบแผนและกฎเกณฑ์ที่แน่นอน อยู่นอกเหนือการควบคุมของทางการจึงมีความเสี่ยงสูงซึ่งก็ส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยสูงมากตามอัตราการเสี่ยงนั้น ยิ่งกว่านั้น ยังมีการเอาเปรียบอย่างไม่เป็นธรรมจากนายทุนผู้ให้กู้ โดยอาศัยช่องว่างของกฎหมายและใช้อิทธิพลต่างๆ (ชนินทร์ พิทยาวิวิท 2534:40)

ตลาดการเงินในระบบ (Organized Financial Market) คือ แหล่งการเงินที่มีการดำเนินงานโดยสถาบันการเงิน เช่น ธนาคารพาณิชย์, บริษัทประกันชีวิต เป็นต้น โดยสถาบันการเงินจะเป็นผู้ระดมเงินออมในรูปแบบต่างๆ เช่น การรับฝากเงิน, กู้ยืมเงินหรือการออกหุ้นกู้ โดยมีผลตอบแทน (ชนินทร์ พิทยาวิวิท 2534:40)

ความต้องการทางการเงินของธุรกิจนั้น ขึ้นอยู่กับสภาพความจำเป็นในการใช้เงิน ซึ่งอาจต้องใช้เวลาในระยะสั้น (ไม่เกิน 1 ปี) หรือระยะยาว (เกิน 1 ปี) และเงินนั้นก็จะได้มาจากตลาดการเงิน ดังนั้น ตลาดการเงินจึงอาจแบ่งแยกออกได้ตามหน้าที่เป็น ตลาดเงิน (Money Market) และ ตลาดทุน (Capital Market) และทั้งตลาดการเงินและตลาดทุน ก็ยังสามารถแบ่งออกได้เป็นตลาดแรก (Primary Market) และตลาดรอง (Secondary Market) ด้วย (ชินินทร์ พิทยาวิวิธ 2534:40)

ตลาดเงิน (Money Market) คือ ตลาดสำหรับการกู้ยืมเงินระยะสั้น (ระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี) ซึ่งช่วยให้หน่วยธุรกิจ (Economic Units) สามารถบริหารสภาพคล่อง (Liquidity) ได้ (Rose 1986:15) ตลาดเงินไม่มีสถานที่เหมือนอย่างตลาดหุ้นเป็นแต่กิจกรรม (Activity) เช่น การติดต่อกันโดยทาง โทรศัพท์ ในระหว่างบุคคลที่ไม่เคยรู้จักกันมาก่อนและแหล่งเงินทุนสำหรับตลาดเงิน ได้แก่ ผู้ที่มีเงินเหลือจากการลงทุนหรือการใช้จ่ายชั่วคราว (Lockett 1981:118) ธุรกิจทางการเงินในตลาดเงินจะเป็นไปในรูปการก่อหนี้ (Debt) ในรูปแบบต่างๆ เช่น ตราสารพาณิชย์ (Commercial Paper) ตั๋วเงินคลัง (Treasury Bill) เป็นต้น

ตลาดทุน (Capital Market) คือ แหล่งเงินทุนระยะยาวสำหรับธุรกิจที่ต้องการเงินเพื่อการลงทุนในโครงการต่างๆ ข้อแตกต่างระหว่างตลาดทุนและตลาดเงินนอกจากการเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวและระยะสั้นแล้ว ยังมีความแตกต่างที่สำคัญอีกประการหนึ่ง คือ การจัดหาเงินทุนในตลาดเงินจะเป็นไปในรูปของการก่อหนี้ (Debt) เท่านั้น ไม่ว่าจะใช้ตราสารหนี้ในรูปใดๆ ส่วนในตลาดทุนรูปแบบของการจัดหาเงินทุนสามารถทำได้ทั้งในลักษณะของการก่อหนี้และการออกขายหุ้นทุนอันทำให้ผู้ลงทุนมีส่วนในการเป็นเจ้าของกิจการด้วย ดังนั้น ธุรกิจทางการเงินในตลาดทุนจึงเป็นไปทั้งในรูปตราสารทุน (Equity Instrument) และตราสารหนี้ (Debt Instrument) ประเภทต่างๆ

ในการจัดหาเงินทุนเพื่อมาใช้ในการดำเนินกิจการธุรกิจนั้น อาจทำได้ในสองลักษณะ คือ ในลักษณะของทุน (Equity) ของกิจการ และในลักษณะของหนี้ (Debt) ของกิจการ ทั้งนี้ ขึ้นอยู่กับความจำเป็นในการใช้เงินของกิจการประกอบกับระยะเวลาที่กิจการต้องการใช้เงินและปัจจัยอื่นๆ อีกมากมาย ทั้งนี้ เพื่อให้การดำเนินกิจการธุรกิจเป็นไปด้วยดี

การจัดหาเงินทุนในลักษณะทุน (Equity) ของกิจการนั้น สามารถทำได้โดยการออกตราสารทุน (Equity Instrument) ซึ่งเป็นเอกสารแสดงความเป็นเจ้าของร่วมในกิจการ สำคัญของตราสารทุน ได้แก่ ความเป็นเจ้าของ (Ownership) สิทธิในการออกเสียง (Voting Right) เงินปันผล (Dividend) และส่วนล้ามูลค่าหุ้น (Premium) กล่าวคือ การที่ผู้ลงทุนตัดสินใจซื้อหรือลงทุนในตราสารทุนนั้นก็เพื่อการได้เป็นเจ้าของร่วมในกิจการ และสถานะภาพของการเป็นเจ้าของร่วมในกิจการนั้นย่อมก่อให้เกิดสิทธิในการครอบงำการจัดการกิจการของบริษัท ซึ่งสิทธิการครอบงำการจัดการนั้นแสดงออกโดยการออกเสียง (Voting) ในที่ประชุมของผู้ถือหุ้น เพื่อการตั้งผู้แทนเป็นกรรมการบริษัทหรือการใด ๆ อันพึงต้องกระทำโดยการลงมติในที่ประชุมผู้ถือหุ้น นั่นคือ การมีสิทธิออกเสียง (Voting Right) เมื่อการดำเนินกิจการของบริษัทมีกำไรอันเป็นผลตอบแทนจากการลงทุนของผู้ถือหุ้น ซึ่งจะแจกจ่ายแก่ผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผล (Dividend) ในกรณีที่บริษัทมีผลการดำเนินงานกิจการมีกำไรมาโดยตลอด บริษัทย่อมเป็นที่เชื่อถือสนใจร่วมลงทุนของบุคคลภายนอก และการที่บริษัทมีกำไรสะสมจากการประกอบการจำนวนมาก มูลค่าตามบัญชี (Book Value) ย่อมสูงกว่ามูลค่าที่ตราไว้ของหุ้นทุนเดิม เมื่อบริษัทต้องการเพิ่มทุนบริษัทสามารถขายหุ้นเพิ่มทุนในราคาที่สูงกว่ามูลค่าที่ตราไว้ได้ และส่วนที่เกินกว่ามูลค่าที่ตราไว้เรียกว่า ส่วนล้ามูลค่าหุ้น (Premium) นอกจากนี้ ในส่วนของตัวผู้ถือหุ้นนั้นเองสามารถขายหุ้นที่ตนถืออยู่ได้ในราคาสูงกว่าราคาที่ได้ซื้อมาเป็นกำไรจากการขายหุ้นซึ่งเรียกว่าเป็นผลได้จากทุน (Capital Gain) ส่วนราคาซื้อขายหุ้นไม่ว่าเป็นหุ้นเพิ่มทุนหรือการขายหุ้นของผู้ถือหุ้นนั้นขึ้นอยู่กับมติตัดสินใจของผู้ลงทุนโดยการใช้วิธีการวิเคราะห์จากปัจจัยต่างๆ เช่นการวิเคราะห์โดยใช้ปัจจัยมูลฐาน (Fundamental Analysis) อันเป็นการวิเคราะห์สถานะของบริษัทจากสภาวะเศรษฐกิจธุรกิจ หรือการวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) อันเป็นการวิเคราะห์พฤติกรรมของราคาหุ้นโดยใช้เครื่องมือทางเทคนิค ได้แก่ กราฟ (Graph) แผนภูมิ (Chart) การจัดหาเงินทุนโดยการออกตราสารทุนนั้น อาจทำได้โดยการออกหุ้นสามัญ (Common Stock) และหุ้นบุริมสิทธิ (Preferred Stock) ซึ่งหุ้นทั้งสองชนิดมีความต่างกันที่หุ้นบุริมสิทธินั้นมักจะมีการกำหนดให้มีสิทธิพิเศษในการได้รับเงินปันผลและการคืนทุนเมื่อเลิกกิจการก่อนหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิในประเทศสหรัฐอเมริกาได้รับการจัดให้เป็น Senior Securities เช่นเดียวกับหุ้นกู้ด้วย

ส่วนการจัดหาเงินทุนในลักษณะหนี้ (Debt) ของกิจการซึ่งทำได้โดยการออกตราสารหนี้ (Debt Instrument) นั้น ผลตอบแทนในตราสารหนี้ คือ ดอกเบี้ย (Interest) คำว่าดอกเบี้ยนั้นในความหมายทางเศรษฐศาสตร์คือผลตอบแทนของปัจจัยการผลิตประเภททุน (Capital) ดังที่กล่าว



แล้วข้างต้น เงินปันผลก็เป็นดอกเบี้ยในทางเศรษฐศาสตร์เช่นกัน แต่เรียกต่างกันตามความแตกต่างของที่มาและสถานะในทางกฎหมาย ส่วนสาระสำคัญของตราสารหนี้ นั้น ประกอบด้วย เงินต้น (Principal) คือ เงินที่กิจการได้ยืมไปเพื่อการใช้ในการดำเนินกิจการ และต้องจ่ายคืนแก่เจ้าหนี้ซึ่งเป็นเจ้าของเงิน ดอกเบี้ย (Interest) คือ ผลตอบแทนจากการให้กู้ยืมเงินซึ่งกิจการต้องจ่ายดอกเบี้ยตามที่กำหนดในตราสารหรือสัญญา ผลตอบแทนในตราสารหนี้้นนอกจากจะอยู่ในรูปของดอกเบี้ยซึ่งเป็นเงินที่จ่ายแก่เจ้าหนี้รายงวดตามสัญญาแล้ว ก็อาจจะเป็น ในรูปของผลต่างระหว่างราคาไถ่ถอนและราคาจำหน่าย หรือได้รับส่วนลดในกรณีที่บริษัทหรือกิจการเสนอขายตราสารหนี้ในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่ตราไว้ ซึ่งก็เป็นดอกเบี้ยในตราสารหนี้เช่นกัน อัตราดอกเบี้ยนั้นไม่จำเป็นต้องกำหนดไว้เป็นจำนวนที่แน่นอนตายตัว เช่น 10% 20% แต่อาจกำหนดให้เป็นไปตามความเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาด หรือถือเอาอัตราดอกเบี้ยของสถาบันการเงินที่เป็นที่ยอมรับเป็นเกณฑ์ฐาน เช่น LIBOR (London Inter Bank Offering Rate) หรือ SIBOR (Singapore Interbank Offering Rate) ซึ่งเป็นที่นิยมใช้ในการกู้ยืมเงินระหว่างประเทศ หรือการอิงอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำเป็นหลักแล้วบวกส่วนต่างตามที่ตกลงกัน ส่วนระยะเวลาไถ่ถอนหรือกำหนดเวลาการกู้ยืมเงินนั้นเป็นสาระสำคัญของตราสารหนี้ที่แสดงความแตกต่างระหว่างตราสารหนี้และตราสารทุน ทั้งนี้ เพราะตราสารทุนเป็นการลงทุนเพื่อการประกอบกิจการ โดยอยู่ภายใต้แนวคิดของการคงอยู่ตลอดไป (Going Concern) แต่ตราสารหนี้จะมีอายุกำหนด (Maturity) ถึงแม้ว่าจะได้มีการออกหุ้นกู้ประเภทไม่มีกำหนด (Perpetual or Irredeemable Debenture) ซึ่งจะไม่มีการกำหนดระยะเวลาไถ่ถอน การคืนเงินต้นจะกระทำก็ต่อเมื่อบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ผิดสัญญาไม่จ่ายดอกเบี้ยตามกำหนด หรือเมื่อบริษัทเลิกกิจการ นอกจากนี้ ตราสารหนี้ยังไม่ก่อให้เกิดสิทธิในการออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้น (Non-Voting Right) ทั้งนี้ เพราะผู้ถือตราสารหนี้มีฐานะเป็นเจ้าหนี้ของกิจการ มีผลตอบแทนแน่นอน คือ ดอกเบี้ย และมีสิทธิได้รับชำระคืนเงินต้นก่อนผู้ถือหุ้นสามัญในกรณีบริษัทเลิกกิจการ ไม่ต้องรับภาระความเสี่ยงในการประกอบกิจการของบริษัทลูกหนี้ แต่ในบางครั้ง อาจมีข้อกำหนดให้การดำเนินกิจการบางอย่างต้องได้รับความยินยอมจากผู้ถือตราสารหนี้ก่อน ทั้งนี้ เพื่อเป็นการคุ้มครองการได้รับชำระหนี้ตามสัญญา

คำว่า "ตราสารหนี้" (Debt Instrument) และ "ตราสารทุน" (Capital Instrument) เป็นคำที่มีความหมายกว้างมีลักษณะสามัญไม่เป็นคำเฉพาะ การที่เอกสารหรือตราสารใดจะจัดเป็นตราสารหนี้หรือตราสารทุนจำเป็นต้องพิจารณาสาระสำคัญและองค์ประกอบในตราสารหรือเอกสารนั้นเป็นรายๆ ไป และเอกสารหรือตราสารบางชนิดอาจมีกฎหมายเฉพาะที่ควบคุมอยู่แต่ก็ยังคง

เป็นตราสารหนี้หรือตราสารทุนก็ได้ เช่น ตัวเงิน เป็นตราสารหนี้แต่มีกฎหมายว่าด้วยตัวเงิน ใช้บังคับเฉพาะ เป็นต้น

ในกรณีที่ธุรกิจมีความต้องการเงินทุนเพื่อการลงทุนในระยะยาว ซึ่งแหล่งเงินทุนสำหรับความต้องการเงินทุนระยะยาว คือ ตลาดทุน นั้น การจัดหาเงินทุนอาจทำได้โดยการออกตราสารหนี้หรือตราสารหนี้ แต่การจะเลือกใช้วิธีการหรือตราสารประเภทใดนั้น ผู้บริหารจะต้องพิจารณาปัจจัยแวดล้อมในหลายๆ ด้านประกอบกันทั้งในแง่กฎหมายแห่งธุรกิจ เพื่อหาข้อดีและข้อเสียของตราสารแต่ละประเภทก่อนการตัดสินใจ

ในการจัดหาเงินทุนโดยการออกตราสารทุนซึ่งโดยทั่วไปได้แก่ หุ้นสามัญ (Common Stock) นั้น มีข้อพิจารณา คือ หุ้นสามัญเป็นหุ้นทุนเป็นการร่วมทุนเพื่อประกอบกิจการ ผลตอบแทนที่ได้ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงในธุรกิจซึ่งอาจขาดทุนหรือมีกำไร และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเป็นการจ่ายจากกำไรเท่านั้น ดังนั้น การออกหุ้นสามัญจึงไม่ก่อให้เกิดข้อผูกมัดว่าต้องจ่ายเงินปันผลทุกปีหรือทุกงวดเป็นจำนวนแน่นอนอย่างการจ่ายดอกเบี้ยสำหรับหุ้นกู้ เหตุนี้ บริษัทจึงไม่ต้องรับความเสี่ยงกับการไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนด การออกหุ้นสามัญนั้นผู้ถือหุ้นมีส่วนร่วมในการเป็นเจ้าของกิจการมีสิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อการมีส่วนร่วมในการครอบงำการจัดการบริษัท แต่ในบางกรณีที่ผู้บริหารของบริษัทไม่ต้องการสูญเสียอำนาจในการจัดการบริษัท แต่ไม่ต้องการเสี่ยงต่อกรณีที่บริษัทไม่อาจชำระหนี้ได้ก็สามารถออกหุ้นบุริมสิทธิ ซึ่งก็เป็นตราสารทุนประเภทหนึ่งได้ โดยกำหนดให้หุ้นบุริมสิทธิมีสิทธิได้รับเงินปันผลมากกว่าหุ้นสามัญและมีการคืนทุนก่อนหุ้นสามัญเมื่อมีการเลิกบริษัท แต่อย่างไรก็ตาม สำหรับบริษัทที่มีผลการประกอบการดีมีฐานะมั่นคง การออกหุ้นสามัญเป็นวิธีการจัดหาเงินทุนที่ได้รับความสนใจจากผู้ลงทุนมากกว่าหุ้นกู้หรือหุ้นบุริมสิทธิ โดยเฉพาะในกรณีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และการออกตราสารทุนมีข้อดีต่อบริษัทอีกประการหนึ่ง คือช่วยเพิ่มความสามารถในการก่อหนี้ของบริษัท และในกรณีของธนาคารพาณิชย์การออกหุ้นทุนเป็นการช่วยเสริมให้ธนาคารสามารถปล่อยสินเชื่อได้เพิ่มมากขึ้นเพราะมีเงินกองทุนสูงขึ้นด้วย ข้อเสียของการออกหุ้นทุน คือ เงินปันผลของบริษัทที่จ่ายออกไปไม่ถือเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อการคำนวณภาษีอากร และการออกหุ้นทุนต้องใช้ต้นทุนสูง เพราะต้องมีการประชุมผู้ถือหุ้น เพื่อขอมติพิเศษและหากผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือกลุ่มใหญ่ไม่เห็นด้วยเพราะไม่ต้องการเสียอำนาจในการบริหารก็จะ ไม่อาจออกหุ้นทุน ได้ซึ่ง เป็นปัญหาสำคัญในการออกหุ้นทุน

ส่วนการออกตราสารหนี้ มีข้อพิจารณาในการออก คือ การออกตราสารหนี้ตามกฎหมายต่างประเทศสามารถทำได้ง่าย ไม่ต้องมีมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นอนุมัติ และเป็นอำนาจของคณะกรรมการบริษัทที่จะดำเนินการได้โดยลำพังกับไม่จำเป็นต้องมีกำหนดในวัตถุประสงค์ของบริษัทให้ทำการออกตราสารหนี้หรือกู้ยืมเงินได้ ทั้งนี้ โดยเป็นที่ยอมรับโดยทั่วไปในประเทศต่างๆ แล้วว่าการกู้ยืมเงินนั้นคณะกรรมการบริษัทสามารถทำได้ไม่ถือเป็นการกระทำเกินวัตถุประสงค์ (Ultra Vires) แต่ตามกฎหมายไทยมีกำหนดให้ต้องมีมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นของบริษัทให้ออกหุ้นกู้จึงจะออกหุ้นกู้ได้ นอกจากนี้การออกตราสารหนี้ไม่ก่อให้เกิดสิทธิในการออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้น อันเป็นการลดทอนอำนาจของคณะผู้บริหารบริษัทในการบริหารบริษัท แม้ว่าในบางครั้งอาจมีข้อสัญญากำหนดห้ามการกระทำบางอย่างของบริษัทก่อนได้รับการอนุมัติจากเจ้าหนี้ แต่ก็เป็นการชั่วคราวเฉพาะเมื่อบริษัทยังมีภาระหนี้สินอยู่เท่านั้น เมื่อบริษัทได้ชำระหนี้โดยครบถ้วนแล้วข้อกำหนดจำกัดดังกล่าวก็จะสิ้นสุดลงไปเอง และดอกเบี้ยที่จ่ายแก่ผู้ถือหุ้นกู้นั้นถือเป็นรายจ่ายในการคำนวณภาษีเงินได้นิติบุคคลด้วย ในด้านข้อเสียของการออกตราสารหนี้ที่สำคัญ คือ การออกตราสารหนี้จะก่อให้เกิดหน้าที่ในการต้องจ่ายดอกเบี้ยทุกงวดตามที่ตกลงในสัญญา ในบางครั้งหากบริษัทประสบปัญหาไม่อาจชำระดอกเบี้ยได้ก็อาจถูกฟ้องล้มละลายได้ ฉะนั้นบริษัทที่จะออกตราสารหนี้ได้จึงต้องเป็นบริษัทที่มีสภาพคล่องที่ดี และมีการหมุนเวียนของเงิน (Cash Flow) ที่ดีด้วย

### ประเภทของหุ้นกู้

โดยที่หุ้นกู้เป็นตราสารหนี้ (Debt Instrument) อย่างหนึ่ง เป็นหลักฐานซึ่งแสดงว่าบริษัทได้กู้ยืมเงินจากบุคคลภายนอก หรือกล่าวอีกนัยหนึ่ง คือ เป็นหลักฐานแสดงการเป็นหนี้ ซึ่งมีสาระสำคัญ ได้แก่ เงินต้น (Principal) ดอกเบี้ย (Interest) ระยะเวลาไถ่ถอน (Maturity) อันเป็นส่วนในสี่ของสาระสำคัญของตราสารหนี้ดังกล่าวมาแล้วข้างต้น ดังนั้น ข้อความสำคัญในเบื้องต้นที่ต้องมีในใบหุ้นกู้แต่ละใบจึงประกอบด้วย

1. จำนวนเงินต้น (Principal) คือ มูลค่าของหุ้นกู้แต่ละใบ
2. ดอกเบี้ย (Interest)
3. ระยะเวลาไถ่ถอน (Maturity)
4. ลายมือชื่อของกรรมการบริษัทพร้อมตราสำคัญของบริษัท

การแบ่งประเภทของหุ้นกู้ก็อยู่บนพื้นฐานขององค์ประกอบดังกล่าวกับหลักกฎหมายแบ่งว่าด้วยหนี้และหลักประกันแห่งหนี้ กล่าวคือ ในวงการธุรกิจในปัจจุบันได้มีการคิดประยุกต์ออกหุ้นกู้มาในรูปแบบต่างๆ ซึ่งความแตกต่างในชนิดหรือประเภทของหุ้นกู้ในปัจจุบันคือความแตกต่างในเรื่องของ ดอกเบี้ย (Interest) ระยะเวลาไถ่ถอน (Maturity) และหลักประกัน (Collateral)

ในเรื่องของดอกเบี้ยนั้น ความแตกต่างหลากหลายของหุ้นกู้ที่แตกต่างกันไปในเรื่องของดอกเบี้ย ได้แก่ การกำหนดอัตราดอกเบี้ย กล่าวคือ การจ่ายดอกเบี้ยอาจกำหนดไว้ในอัตราคงที่แน่นอนตลอดอายุของหุ้นกู้ หรือกำหนดอัตราดอกเบี้ยลอยตัว (Floating Rate) โดยความเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจะขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน ในปัจจุบันมีการออกตราสารหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวมาก เรียกว่า Floating Rate Note , FRN ซึ่งเป็นตราสารหนี้ที่กำลังได้รับความนิยมในปัจจุบัน นอกจากนี้ดังได้กล่าวแล้วว่า ดอกเบี้ยอันเป็นผลตอบแทนของหุ้นนั้นไม่จำเป็นต้องอยู่ในรูปของเงินที่จ่ายแก่เจ้าหนี้ตามช่วงหรือวงเวลาดำหนด ฉะนั้น หุ้นกู้จึงอาจให้ผลตอบแทนในรูปของ ผลต่างระหว่างราคาไถ่ถอนและราคาจำหน่าย หรือได้รับส่วนลดกรณีบริษัทเสนอขายหุ้นกู้ในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่ตราไว้ และยังมี ความแตกต่างในวิธีการจ่ายดอกเบี้ย กล่าวคือ บริษัทผู้ออกหุ้นกู้อาจจ่ายดอกเบี้ยโดยกำหนดจ่ายดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือสลิปหรือคูปองที่จะแนบหรือติดไปกับใบหุ้นกู้ โดยไม่จ่ายตามรายชื่อของผู้ถือหุ้นกู้ที่มีในทะเบียนก็ได้

ในความหลากหลายในเรื่องของดอกเบี้ยนั้น มีการออกหุ้นกู้ชนิดหนึ่งที่น่าสนใจ คือ หุ้นกู้ที่จะจ่ายดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้เมื่อบริษัทมีกำไรพอจ่าย ซึ่งหุ้นกู้ประเภทนี้เรียกว่า Income Bonds และใน Income Bonds นี้ก็ยังมี ความแตกต่างกันอีกเช่น อาจกำหนดให้มีการสะสมดอกเบี้ยไปอีก เช่น 3 ปี กล่าวคือ ณ วันที่บริษัทมีกำไรพอจ่ายดอกเบี้ยก็จะจ่ายดอกเบี้ยที่สะสมมาไม่เกิน 3 ปี หรืออาจไม่กำหนดให้มีการสะสมดอกเบี้ยก็ได้ (Aragon 1989:773)

ในเรื่องของระยะเวลาไถ่ถอน ก็ได้มีการออกหุ้นกู้โดยใช้ระยะเวลาไถ่ถอนเป็นประเด็นในการออกหุ้นกู้ให้แตกต่างกันไป กล่าวคือ การกำหนดให้หุ้นกู้มีระยะเวลาไถ่ถอนที่แน่นอน เช่น 3 ปี 5 ปี 10 ปี หรือมากกว่านั้น หุ้นกู้ที่กำหนดระยะเวลาไถ่ถอนแน่นอนเรียกว่า Redeemable Debentures (or Bonds) คือหุ้นกู้ที่ไถ่ถอนได้ และการออกหุ้นกู้โดยไม่มีกำหนดเวลาไถ่ถอน เรียกว่า Perpetual (or Irredeemable) Debentures ซึ่งแม้ว่าโดยปกติการออกหุ้นกู้จะมีกำหนดเวลา

ใช้คืนเงินต้น แต่การกำหนดให้หุ้นกู้ไม่มีกำหนดคืนเงินต้นนั้นได้รับการยอมรับว่ามีได้และไม่เป็นโมฆะ โดย The Companies Act 1985 มาตรา 193 ได้บัญญัติยอมรับให้มีการออกหุ้นกู้โดยไม่มีกำหนดไถ่ถอนได้ อย่างไรก็ตาม หุ้นกู้ประเภทนี้สามารถไถ่ถอนได้โดยเหตุ 2 ประการ คือ เมื่อมีการเลิกบริษัท (Winding Up) ประการหนึ่ง และเมื่อบริษัทผิดนัดการชำระหนี้ เช่น ไม่ชำระดอกเบี้ยตามกำหนด อันเป็นไปตามหลักกฎหมายลักษณะหนี้

แม้ว่าหุ้นกู้ที่ออกจะมีกำหนดระยะเวลาไถ่ถอนที่แน่นอน แต่ก็มีวิธีการไถ่ถอนหุ้นกู้ที่น่าสนใจ คือ Sinking Fund และ Call Option ซึ่งเป็นเรื่องของการไถ่ถอนหุ้นกุก่อนกำหนด ทั้งนี้โดย Sinking Fund เป็นกรณีที่มีข้อกำหนดในสัญญา (Deeds, Indenture) ให้บริษัทต้องเตรียมเงินไว้เพื่อการไถ่ถอนคืนหุ้นกู้ ตามช่วงเวลาและสัดส่วนที่กำหนด ส่วน Call Option เป็นข้อสัญญาให้สิทธิแก่บริษัทผู้ออกหุ้นกู้ในการไถ่ถอนคืนหุ้นกุก่อนกำหนด ข้อสำคัญคือ เป็นการให้สิทธิแก่บริษัทผู้ออกหุ้นกู้ มิใช่ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นกู้ในการไถ่ถอนหุ้นกุก่อนกำหนดและบริษัทมักจะใช้สิทธิไถ่ถอนเมื่อปรากฏว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงินต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในหุ้นกู้ ความแตกต่างระหว่าง Sinking Fund และ Call Option คือ Sinking Fund เป็นเงินที่บริษัทต้องกันไว้เพื่อการไถ่ถอนคืนหุ้นกู้เพียงบางส่วน และเงินนี้โดยปกติจะกำหนดให้ผู้ดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้ (Trustee) เป็นผู้เก็บรักษา ส่วน Call Option นั้นไม่เป็นหน้าที่ของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ต้องเก็บกันเงินไว้เพื่อการไถ่ถอน และการใช้สิทธิไถ่ถอนนั้นจะต้องกระทำกับหุ้นกู้ทั้งหมด จะเลือกไถ่ถอนบางส่วนไม่ได้

ในเรื่องของหลักประกัน (Collateral) นั้น เนื่องจากหุ้นกุกีมีฐานะเป็นหนี้สินของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ บริษัทจึงมีภาระต้องชำระหนี้จ่ายดอกเบี้ยและคืนเงินต้นเมื่อถึงกำหนดเวลา และตามหลักกฎหมายลักษณะหนี้หนี้ย่อมมีหลักประกันการชำระหนี้ได้ หลักประกันในหนี้จะเป็นอย่างไรขึ้นอยู่กับระบบกฎหมายของแต่ละประเทศ โดยทั่วไปจะได้แก่การประกันด้วยบุคคลและการประกันด้วยทรัพย์สิน การประกันด้วยบุคคลคือ การที่บุคคลอื่นเข้าประกันหนี้ของผู้อื่นด้วยทรัพย์สินทั้งหมดของตน โดยจะจำกัดจำนวนความรับผิดในหนี้ก็ได้ แต่ยังคงอยู่ภายใต้ของการประกันด้วยทรัพย์สินทั้งหมดของตนเช่นเดียวกับลูกหนี้ที่มีทรัพย์สินทั้งหมดของตนเป็นประกัน ส่วนการประกันด้วยทรัพย์สินนั้นคือ การนำเอาทรัพย์สินเฉพาะเข้าประกันการชำระหนี้ ซึ่งอาจทำโดยตัวลูกหนี้เองหรือบุคคลภายนอก ถ้าเป็นการทำโดยลูกหนี้เองก็เป็นเพียงการก่อปริมสิทธิขึ้นเหนือทรัพย์สินนั้นต่างหากจากการที่มีทรัพย์สินของตนเป็นประกัน แต่กฎหมายบางประเทศอาจยอมให้การประกันด้วยทรัพย์สินเป็นการจำกัดหลักประกันในหนี้ โดยให้คงมีอำนาจ

เหนือทรัพย์สินที่จำนองเท่านั้น เช่น หลักกฎหมายจำนองของประเทศไทย คือ ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มาตรา 733 ส่วนการที่บุคคลอื่นนำทรัพย์สินของตนมาจำนองเพื่อประกันหนี้ของผู้อื่นนั้น ไม่ก่อให้เกิดสิทธิแก่เจ้าหนี้ในการบังคับเอาทรัพย์สินอื่นของผู้จำนองนั้น หลักประกันที่จะนำมาประกันหนี้นั้น อาจเป็นสังหาริมทรัพย์หรือสังหาริมทรัพย์ก็ได้ เช่น ที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง เครื่องจักร ตราสาร เปลี่ยนมือต่างๆ เช่น ตั๋วเงิน ใบหุ้น ใบรับฝากเงิน (Certificate of Deposit, C.D.) ประทวนสินค้า ในกฎหมายของประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอังกฤษมีการใช้สังหาริมทรัพย์มาประกันหนี้โดยไม่ต้องมีการส่งมอบทรัพย์สินแก่เจ้าหนี้เป็นการประกันตามหลักกฎหมายจำนองของไทยที่เราคุ้นเคยกัน ซึ่งเรียกว่า Floating Charge ในกฎหมายอังกฤษ และ Chattel Mortgage ในกฎหมายประเทศสหรัฐอเมริกา และจากการที่หุ้นกู้นั้นอาจมีประกันได้ทำให้ชื่อของหุ้นกู้ที่มีประกันต่างไปจากหุ้นกู้ที่ไม่มีประกัน กล่าวคือ ในประเทศสหรัฐอเมริกาหุ้นกู้ที่ไม่มีประกันเรียกว่า Debentures , Debentures Bonds และหุ้นกู้ที่มีประกันจะเรียกว่า Bonds ส่วนในประเทศอังกฤษ หุ้นกู้ที่มีประกันเรียกว่า Secured Debentures และเรียกหุ้นกู้ที่ไม่มีประกันว่า Unsecured Debentures

นอกจากนี้ยังมีหลักประกันที่น่าสนใจและกำลังเป็นที่นิยมมากในปัจจุบัน นั่นคือ การนำเอาโครงการมาประกันเงินกู้หรือที่เรียกว่า Project Finance ซึ่งเป็นหลักการที่จะไม่ไต่เบี่ยงการชำระหนี้จากทรัพย์สินของบริษัทผู้กู้แต่จะเจ้าหนี้เข้าดำเนินโครงการที่ได้กู้เงินไปทำ โครงการที่จะทำ Project Finance ได้จะต้องเป็นโครงการที่สามารถโอนสิทธิกันได้และมีการหมุนเวียนของเงิน (Cash Flow) ที่ดี เช่น โครงการทางด่วนยกระดับ อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีปรากฏว่ามีการทำ Project Finance กับการออกหุ้นกู้ ในส่วนของผู้วิจัยเห็นว่า อาจมีการทำ Project Finance มารวมกับการออกหุ้นกู้ได้โดยต้องมีองค์กรหรือตัวกลาง เช่น ผู้ดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกู้เป็นตัวเชื่อม แต่ทั้งนี้ ก็ต้องมีกฎหมายมาควบคุมจัดระเบียบของงานนี้

นอกจากความแตกต่างในเรื่องดอกเบี้ย ระยะเวลาไถ่ถอนและหลักประกันแล้ว การออกหุ้นกู้ก็นำไปเชื่อมโยงกับการออกหุ้นทุนได้ โดยกำหนดให้สิทธิการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ ซึ่งจะทำการเมื่อบริษัทมีความประสงค์จะเพิ่มทุน แต่ผลการประกอบกิจการของบริษัทยังไม่ดีและเกรงว่าการออกหุ้นทุนจะไม่ได้ได้รับความนิยมเพราะผู้ลงทุนอาจคิดว่าบริษัทไม่มีผลกำไรจะ ไม่มีการจ่ายเงินปันผลจึงต้องออกหุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible Debenture (or Bond)) ซึ่งเป็นการกำหนดให้สิทธิการแปลงสภาพติดไปกับหุ้นกู้ไม่อาจแยกจากกันได้ หรือการออกหุ้นกู้พร้อมด้วยใบสำคัญแสดงสิทธิการจองซื้อ

หุ้นเพิ่มทุน (Warrant) ซึ่งหุ้นกู้กับ Warrant นี้อาจแยกจากกันได้ และโดยส่วนตัว Warrant เองก็เป็นสินค้าอย่างหนึ่งในตลาดหลักทรัพย์ทั้งของประเทศไทยและต่างประเทศ

จากที่กล่าวมานี้จะเห็นได้ว่า ความหลากหลายในชนิดและประเภทของหุ้นกู้นั้นเป็นไปตามหลักพื้นฐานไปของตราสารหนี้ หุ้นกู้แต่ละชุดอาจมีความแตกต่างในหลายๆ อย่างรวมกัน เช่น หุ้นกู้ที่มีประกันและแปลงสภาพได้ ซึ่งความหลากหลายในหุ้นกู้แต่ละชุดจะขึ้นอยู่กับข้อกำหนดขององค์ประกอบที่กล่าวมาแล้วและเงื่อนไขทางธุรกิจ ซึ่งมักจะเป็นงานที่นักวางนิชธนกิจ (Investment Banker) จะพิจารณาวางแผน แต่อย่างไรก็ตาม ก็ยังคงเป็นหุ้นกู้เหมือนกัน และต่อไปนี้เป็นตัวอย่างส่วนหนึ่งของหุ้นกู้ที่มีอยู่ในปัจจุบัน

1. Debentures ได้แก่หุ้นกู้ที่ไม่มีหลักประกัน หุ้นกู้ชนิดนี้มีฐานะเป็นหนี้สามัญของบริษัท หลักประกันที่มีอยู่คือความเชื่อถือ (Credit) ของบริษัทและทรัพย์สินทั้งหมด ณ เวลาที่ฟ้องบังคับคดี บริษัทที่จะออกหุ้นกู้ชนิดนี้จึงมักเป็นบริษัทที่มีผลการประกอบการที่ดี

2. Subordinate Debentures หุ้นด้อยสิทธิเป็นหุ้นกู้ซึ่งมีลำดับของสิทธิการได้รับชำระหนี้เงินต้นคืนหลังจากหนี้อื่นๆ ทั้งนี้ หนี้อื่นๆ นั้นจะเป็นไปตามที่กำหนดไว้ในข้อสัญญา และสถานะภาพของการด้อยสิทธินี้จะมีผลเมื่อมีการเลิกบริษัทหรือบริษัทถูกฟ้องล้มละลาย

3. Mortgage Bonds พันธบัตรจำนอง คือ หุ้นกู้ที่มีการจำนองที่ดินเป็นประกัน

4. Collateral Trust Bonds คือ หุ้นกู้ที่มีหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้เป็นประกัน โดยการส่งมอบทรัพย์สินแก่ผู้ดูแลผลประโยชน์หรือผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ (Trustee) หลักทรัพย์ดังกล่าวได้แก่ หุ้นหรือหุ้นกู้ของบริษัทอื่นซึ่งบริษัทผู้ออกหุ้นกู้นั้นถืออยู่

5. Convertible Bonds หุ้นกู้แปลงสภาพ เป็นหุ้นกู้ที่สามารถเปลี่ยนเป็นหุ้นสามัญได้เมื่อถึงเวลาที่กำหนด หุ้นกู้ชนิดนี้เป็นที่นิยมในตลาดหุ้นมากกว่าหุ้นกู้ชนิดอื่น การที่หุ้นกู้มีสิทธิการแปลงสภาพนี้ทำให้อัตราดอกเบี้ยที่กำหนดต่ำ การออกหุ้นกู้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ได้มีข้อกำหนดให้ต้องมีมติพิเศษในการเพิ่มทุนเพื่อรองรับกับการแปลงสภาพไว้ด้วย

6. Income Bonds เป็นหุ้นกู้ที่จะจ่ายดอกเบี้ยเมื่อบริษัทผู้ออกหุ้นกู้มีรายได้พอจ่ายดอกเบี้ยได้ ปัญหาของหุ้นกู้ชนิดนี้อยู่ที่การกำหนดว่าอย่างไรเป็นรายได้หรือรายจ่าย และในสถานะภาพอย่างไรจึงถือว่าบริษัทมีรายได้พอจ่ายดอกเบี้ยได้ แม้ว่าการจ่ายดอกเบี้ยของหุ้นกู้ชนิดนี้จะไม่นั่นนอน แต่การคืนเงินต้นเป็นข้อกำหนดที่แน่นอน คือเมื่อถึงกำหนดไถ่ถอน หุ้นกู้ชนิดนี้จะออกเมื่อบริษัทมีปัญหาทางการเงิน

และมักจะให้สิทธิการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญด้วย หุ้นกู้ชนิดนี้จะมีปัญหาการผิดนัดเรื่องการจ่ายดอกเบี้ย น้อยมาก นอกจากมีปัญหาว່ว่า บริษัทพยายามเลี่ยงการมีกำไรหรือไม่

7. Guarantee Bonds คือ หุ้นกู้ที่มีประกันโดยบุคคล กล่าวคือ มีผู้ค้ำประกันหนี้ตามหุ้นกู้

8. Serial Bonds หุ้นกู้ที่ออกเป็นชุดมีกำหนดระยะเวลาหรืออายุต่างกัน หุ้นกู้ที่มีอายุสั้น มักมีอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าหุ้นกู้ที่มีอายุยาวนานกว่า

9. Deep Discount Bonds หุ้นกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำ และออกขายโดยมีส่วนลดมาก ผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นกู้จะมาจากผลต่างของราคาขายกับราคาไถ่ถอน มากกว่าการจ่ายดอกเบี้ย

10. Zero Coupon Bonds หุ้นกู้ชนิดนี้ไม่มีดอกเบี้ย ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นกู้ได้รับคือมูลค่าที่แตกต่างระหว่างราคาขายและค่าไถ่ถอนหุ้นกู้ ซึ่งเป็นดอกเบี้ยทางอ้อม

11. Variable-Rate Bonds เป็นหุ้นกู้ซึ่งอัตราดอกเบี้ยในหุ้นกู้จะขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน หุ้นกู้ชนิดนี้จะเป็นที่นิยมเมื่อมีความไม่แน่นอนของอัตราดอกเบี้ยในอนาคต (Future Interest Rate) และอัตราเงินเฟ้อ (Inflation)

12. Junk Bonds ซึ่งเป็น Subordinate Debentures อย่างหนึ่ง เป็นหุ้นที่ให้ อัตราดอกเบี้ยสูงมาก แต่มีความเสี่ยงสูง บริษัทจะออกหุ้นกู้ชนิดนี้เมื่อต้องการใช้เงินในกิจการที่มีความเสี่ยงสูง เช่น การเข้าซื้อกิจการ ในทางธุรกิจมักเรียก Junk Bonds โดยชื่อเรียกอีกอย่างหนึ่งว่า High Yield Bonds

จากตัวอย่างที่กล่าวมานี้ จะเห็นได้ว่า ชนิดของหุ้นกู้ที่ต่างออกไปจะเป็นความต่างกันในเรื่อง ประเด็นของดอกเบี้ย (Interest) ระยะเวลาไถ่ถอน (Maturity) หลักประกัน (Collateral) อันเป็นสาระสำคัญในตราสารหนี้และรวมถึงการแปลงสภาพ (Convertible) ทั้งนี้ การกำหนดความแตกต่างในประเด็นต่างๆ ดังกล่าวจะเป็นไปโดยหลักความสัมพันธ์ของความเสี่ยง (Risk) และผลตอบแทน (Return) ทั้งนี้ เพื่อจูงใจให้ผู้ลงทุนสนใจและตัดสินใจลงทุนซื้อหุ้นกู้ของบริษัท

#### เหตุผลของการคุ้มครองผู้ถือหุ้นกู้

หุ้นกู้เป็นหลักฐานแสดงความเป็นหนี้ที่บริษัทผู้ออกหุ้นกู้มีต่อผู้ถือหุ้นกู้ จึงเป็นตราสารหนี้ อย่างหนึ่ง สถานะภาพของผู้ถือหุ้นกู้จึงเป็นเจ้าหนี้และสถานะภาพของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้คือเป็นลูกหนี้ หนี้ในทางกฎหมายแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท คือ หนี้สามัญและหนี้บุริมสิทธิ



หนี้สามัญ คือ หนี้ที่มีทรัพย์สินทั้งหมดของลูกหนี้เป็นประกัน สำระสำคัญของหนี้สามัญคือ เจ้าหนี้สามัญที่ถึงกำหนดแล้วยอมมีสิทธิเท่าเทียมกันในการได้รับชำระหนี้ไม่มีใครมีสิทธิดีกว่าใคร ในกรณีที่ลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่พอชำระหนี้ ก็ต้องเฉลี่ยทรัพย์สินของลูกหนี้ใช้หนี้แก่เจ้าหนี้สามัญตามสัดส่วนที่เท่ากัน ส่วนหนี้บุริมสิทธิ คือ หนี้ที่ตามกฎหมายกำหนดให้มีลำดับการได้รับชำระหนี้ก่อนหรือหนี้ที่มีทรัพย์สินเฉพาะประกันหนี้อยู่ ทั้งนี้ การประกันหนี้ด้วยทรัพย์สินเฉพาะเช่นว่านั้นต้องเป็นการกระทำที่กฎหมายรับรองให้เกิดบุริมสิทธิ อันได้แก่ การจำนองและการจำนำ เจ้าหนี้รายใดมีทรัพย์สินเฉพาะประกันหนี้อยู่ย่อมมีสิทธิได้รับชำระหนี้เต็มจำนวนจากทรัพย์สินที่ประกันหนี้นั้น จึงเห็นได้ว่า บุริมสิทธิจะเกิดได้ก็แต่โดยอำนาจของกฎหมาย ไม่ว่าจะเป็นการกำหนดให้หนี้บางอย่างมีบุริมสิทธิหรือการกำหนดรับรองการทำนิติกรรมว่าก่อให้เกิดบุริมสิทธิ ซึ่งได้แก่ การจำนอง การจำนำ อันเป็นสัญญาอุปกรณ์ซึ่งต้องมีสัญญาประจักษ์อันเป็นมูลแห่งหนี้

หุ้นกู้เป็นหลักฐานของการกู้ยืมเงิน ซึ่งเป็นหนี้ประธานมีฐานะในทางกฎหมายเป็นหนี้สามัญและการกู้ยืมเงิน ไม่มีกฎหมายกำหนดให้มีบุริมสิทธิ ฉะนั้น ถ้าไม่มีการจำนอง หรือจำนำทรัพย์สินเป็นประกันแล้ว ผู้ถือหุ้นกู้ก็จะไม่มีบุริมสิทธิ แม้จะมีการค้าประกันด้วยบุคคลก็ตาม ทั้งนี้เพราะสัญญาค้าประกันไม่ใช่สัญญาที่กฎหมายกำหนดให้เป็นบุริมสิทธิ แต่การค้าประกันก็เป็นการเพิ่มความเชื่อถือในหุ้นกู้ให้เพิ่มมากขึ้น

ดังได้กล่าวแล้วข้างต้นว่า หุ้นกู้เป็นเอกสารซึ่งบริษัทได้ทำขึ้นเพื่อเป็นหลักฐานว่า บริษัทได้กู้ยืมเงินจากประชาชน หุ้นกู้จึงเป็นหลักฐานของความเป็นหนี้ที่บริษัทมีต่อผู้ถือหุ้นกู้ สถานะภาพโดยทั่วไปของหุ้นกู้ จึงเป็นหนี้สามัญเช่นเดียวกับการกู้ยืมเงินโดยทั่วไป ปัญหาที่ต้องนำมาพิจารณาคือ การมีหลักประกันในหนี้ ซึ่งโดยปกติการกู้ยืมเงินระหว่างลูกหนี้และเจ้าหนี้ทั่วไป เช่น ธนาคาร และสถาบันการเงินต่าง ๆ มักจะมีหลักประกัน เช่น การจำนอง, จำนำทรัพย์สิน หรือการค้าประกันด้วยบุคคล ทั้งนี้เพราะต่างฝ่ายต่างมีอำนาจและโอกาสในการต่อรอง โดยเฉพาะฝ่ายเจ้าหนี้ซึ่งโดยปกติจะพยายามกำหนดให้มีหลักประกันการชำระหนี้เพื่อความมั่นใจว่าไม่เป็นหนี้สูญ แต่สำหรับกรณีหุ้นกู้ซึ่งเป็นการกู้เงินจากประชาชนทั่วไป การออกหุ้นกู้ในประเทศไทยในปัจจุบันไม่มีมาตรการใดๆ ในการที่จะจัดให้มีประกันการชำระหนี้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ แม้จะมีผู้กล่าวว่า การที่ประชาชนได้ซื้อหุ้นกู้เป็นการที่ประชาชนได้รับที่จะเสี่ยงในการลงทุนนั้น ซึ่งก็เป็นสิ่งที่ถูกต้อง แต่การที่จะพัฒนาตลาดทุนของประเทศไทยให้มีมาตรฐานอันเป็นการส่งเสริมต่อการลงทุนในธุรกิจนั้น จำเป็นที่จะต้องมีมาตรการทางกฎหมายที่จะกำหนดให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือหุ้น เป็นเครื่องมือที่จะสามารถเลือกนำมาใช้ได้ เช่น การกำหนดมาตรการทางกฎหมาย

ให้การออกหุ้นกู้สามารถมีหลักประกันได้โดยสะดวก อันจะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทผู้ออกหุ้นกู้นั่นเองและต่อประชาชน กล่าวคือ ในแง่ของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้นั้น ถ้าสามารถออกหุ้นกู้ที่มีหลักประกันได้ประชาชนจะมีความเชื่อถือต่อหุ้นกู้มากขึ้นและสนใจที่จะมาลงทุนในหุ้นกู้ ทั้งนี้เพราะดอกเบี้ยในหุ้นกู้จะสูงกว่าดอกเบี้ยที่สถาบันการเงินกำหนดให้แก่ผู้ฝากเงิน และเมื่อมีประกันในหุ้นกู้ความเสี่ยงก็ลดน้อยลงด้วย ผลของการนี้จะเป็นการเพิ่มโอกาสในการจัดหาเงินทุนของบริษัทเพื่อการประกอบกิจการธุรกิจ และเมื่อความเสี่ยงในการลงทุนมีน้อยลง บริษัทก็สามารถออกหุ้นกู้โดยกำหนดให้อัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าการออกหุ้นกู้โดยไม่มีหลักประกัน อันเป็นการประหยัดต้นทุนของธุรกิจได้ไม่จำเป็นต้องไปอยู่กับสถาบันการเงินซึ่งมีดอกเบี้ยสูงกว่าการออกหุ้นกู้ เป็นต้น

มีข้อที่น่าพิจารณาอีก ก็คือ ทำไมจึงต้องมีมาตรการคุ้มครองผู้ถือหุ้นกู้ต่างหากจากตราสารหนี้อื่นๆ เช่น ตั๋วเงิน หรือการกู้ยืมเงินทั่วไป ในข้อนี้อธิบายได้ว่า ทั้งหุ้นกู้และตั๋วเงินมีกำเนิดและคุณสมบัติต่างกัน แม้จะเป็นตราสารหนี้เหมือนกันก็ตาม ทั้งนี้เพราะ ตั๋วเงินนั้นเป็นตราสารหนี้ที่เป็นตราสารเปลี่ยนมือโดยลักษณะ มีกำเนิดมาเพื่อเอื้ออำนวยต่อการค้าการชำระเงินในการค้าการพาณิชย์ มีความมุ่งหมายของการใช้ที่ให้ได้โดยง่ายเงินไม่ใช่เป็นเพียงหลักฐานของการเป็นหนี้เท่านั้น จึงสามารถเปลี่ยนมือได้โดยไม่ต้องได้รับความยินยอมจึงเรียกว่าเป็นตราสารเปลี่ยนมือ (Negotiable Instrument) และกฎหมายก็ได้กำหนดมาตรการทั้งในทางสารบัญญัติและวิธีบัญญัติเฉพาะกับตั๋วเงินซึ่งไม่มีในตราสารหนี้อื่นๆ แต่หุ้นกุ่มีพัฒนาการมาจากการกู้เงินทั่วไปที่เป็นการกู้ระหว่างบุคคลจำนวนน้อยเมื่อบริษัทจำเป็นต้องการกู้เงินจากประชาชน การกู้เงินที่ทำกันในระหว่างคนสองคนก็กลายมาเป็นการกู้เงินจากคนจำนวนมากนับร้อยนับพันคน มาตรการทางกฎหมายที่โดยปกติสามารถใช้ได้กับการกู้ยืมเงินธรรมดาที่ไม่เอื้ออำนวยต่อการออกหุ้นกู่ต่อไป จำเป็นต้องมีมาตรการทางกฎหมายที่จะเป็นเครื่องมือช่วยในการออกหุ้นกู้และในขณะเดียวกันเป็นการคุ้มครองผู้ถือหุ้นกู้ในตัว อันเป็นการเอื้ออำนวยต่อการจัดหาเงินทุนในธุรกิจด้วย