

บทที่ 2

บททั่วไป

2.1 ความหมายของหนี้ด้อยสิทธิ (Subordinated Debt)

วิทยากร เชียงกุล : Subordinated Debt¹ หมายถึง หนี้รอง หนี้สินที่มีสถานะเป็นรองหนี้บุริมสิทธิ (Senior Debt) ที่ผู้ก่อหนี้เป็นบุคคลเดียวกัน หากผู้กู้ล้มละลาย หนี้รองจะได้รับการชดเชยให้ภายหลัง

Jack P. Friedman : Subordinated Debt² หมายถึง หนี้ซึ่งมีสิทธิเรียกร้องในทรัพย์สินเป็นรองต่อหนี้รายอื่น โดยจะได้รับชำระคืนภายหลังจากหนี้รายอื่นซึ่งมีสิทธิเรียกร้องในลำดับสูงกว่าจะได้รับชำระหนี้จนเป็นที่พอใจแล้ว บางครั้งหนี้ดังกล่าวนี้ยังอาจเป็นหนี้ที่มีสิทธิเรียกร้องเป็นอันดับรองจากหนี้ประเภทเดียวกันนี้ได้ เช่น Junior Subordinated Debenture จะอยู่ในลำดับการชำระหนี้ที่ต่ำกว่า Subordinated Debenture เป็นต้น

Black's Law Dictionary : Subordinated Debt³ หมายถึง หนี้ที่มีสถานะด้อยกว่าหนี้ในลำดับอื่น ๆ

¹วิทยากร เชียงกุล, ศัพท์ เศรษฐกิจ ธุรกิจ การเงินและการธนาคาร (กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์เบียร์ฟ้า, 2534), หน้า 272.

²Jack P. Friedman, Executive Encyclopedia, (1987) p. 557.

³Henry Cambell Black, Black's Law Dictionary, (1990), p. 1426.

Thomas P. Fitch : Subordinated Debt⁴ หมายถึงหนี้ที่มีสิทธิเรียกร้องต่อทรัพย์สินของผู้ก่อหนี้ในลำดับที่ต่ำกว่าหรือเป็นรองต่อหนี้อื่น และจะได้รับชำระคืนหลังจากหนี้ที่มีสิทธิเรียกร้องเหนือกว่าจะได้รับชำระหนี้ตามที่ตกลงกันไว้ เนื่องจากการจัดโครงสร้างของสินเชื่ออาจจัดการให้มีลำดับของสิทธิเรียกร้องแตกต่างกัน ดังนั้น หนี้รายหนึ่งอาจได้รับชำระหนี้ก่อนหนี้รายหนึ่ง หรือเป็นรองหนี้อื่น เช่น การออกหุ้นกู้ด้วยสิทธิเป็นรองต่อหุ้นกู้ที่มีประกัน แต่จะอยู่ในลำดับชำระหนี้ก่อนหนี้เงินปันผลที่จะจ่ายคืนแก่ผู้ถือหุ้น เป็นต้น

John R. Powell : ได้อธิบายความหมายของ Subordinated Debt⁵ ไว้ดังนี้ การที่หนี้รายหนึ่งจะเป็นรองหนี้รายอื่น เมื่อเจ้าหนี้รายหนึ่งหรือกลุ่มหนึ่ง (Junior/Subordinated Creditor) หรือ "Y" ตกลงที่จะไม่รับชำระหนี้จนกว่าเจ้าหนี้อีกรายหนึ่งหรือกลุ่มหนึ่ง (Senior Creditor) หรือ "Z" จะได้รับชำระหนี้ครบถ้วนโดยหนี้ทั้งสองเป็นหนี้ไม่มีประกัน ผลที่เกิดขึ้นคือ ตำแหน่งของหนี้ Y (Subordinated Debt) จะอยู่ในลำดับการชำระหนี้หลังหนี้ Z (Senior Debt) โดยไม่มีผลกระทบต่อหนี้อื่น

นอกจากนี้ Philip R. Wood ได้ให้ความหมายของคำว่า Subordination⁶ หมายถึง ธุรกรรมซึ่งเจ้าหนี้รายหนึ่ง (Subordinated Creditor หรือ Junior Creditor) ตกลงที่จะไม่รับชำระหนี้จากผู้กู้หรือลูกหนี้ จนกว่าเจ้าหนี้ที่ไม่มีประกันอีกรายหนึ่ง (Senior Creditor) จะได้รับชำระหนี้จนครบถ้วน

⁴Thomas P. Fitch, Dictionary of Banking Terms (1993), p. 589.

⁵John R. Powell, "Rethinking Subordinated Debt," Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly, 3 (August 1993) : 357.

⁶Philip R. Wood, The Law of Subordinated Debt, (London : Sweet & Maxwell, 1990), p. 1.

ฉะนั้นจึงสรุปได้ว่า Subordinated Debt มาจากข้อตกลงของเจ้าหนี้คนหนึ่ง ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่าเจ้าหนี้อันดับรอง (Junior/Subordinated Creditor) ตกลงที่จะรับชำระหนี้ของตนคืนภายหลังจากเจ้าหนี้รายใดรายหนึ่งหรือหลายราย ซึ่งต่อไปนี้จะเรียกว่าเจ้าหนี้อันดับแรก (Senior Creditor) ได้รับชำระหนี้จนครบถ้วน หรือตามที่ตกลงกันไว้ โดยไม่มีผลกระทบต่อหนี้รายอื่น ดังนั้น ลำดับของการชำระหนี้จึงเรียงลำดับจากก่อนมาหลังได้ดังนี้

1. หนี้ของเจ้าหนี้มีประกัน
2. หนี้ของเจ้าหนี้ไม่มีประกันหรือหนี้อันดับแรก (Senior Debt)
3. หนี้อ่อนสิทธิ (Subordinated Debt)
4. เงินค้ำประกันของผู้ถือหุ้น

ดังนั้น วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ใช้คำว่า "หนี้อ่อนสิทธิ" แทนคำว่า Subordinated Debt เนื่องจากมีสิทธิในการรับชำระหนี้ต่ำกว่าหนี้รายอื่น ส่วนข้อตกลงที่ก่อให้เกิดหนี้อ่อนสิทธิ (Subordination Agreement) วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ใช้คำว่า "ข้อตกลงก่อนหนี้อ่อนสิทธิ" ข้อตกลงก่อนหนี้อ่อนสิทธินั้นจะใช้การจัดลำดับการชำระหนี้เพื่อเป็นเครื่องมือทางการเงินที่จะเพิ่มความสามารถในการกู้ยืมของลูกหนี้⁷ เพราะการที่เจ้าหนี้อันดับรองไม่ยอมรับชำระหนี้ จนกว่าหนี้ของเจ้าหนี้อันดับแรกได้รับชำระหนี้จนครบถ้วน จะทำให้ลูกหนี้ยังไม่ต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้อันดับรอง กองทรัพย์สินของลูกหนี้จึงไม่ลดลง และทำให้เจ้าหนี้อันดับแรกมั่นใจว่าตนจะได้รับชำระหนี้คืนก่อนเจ้าหนี้อันดับรอง ซึ่งเป็นเจ้าหนี้ของลูกหนี้คนเดียวกัน ฉะนั้นข้อตกลงนี้จึงมีความสำคัญยิ่งขึ้นเมื่อลูกหนี้ไม่มีเงินพอที่จะชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ครบทุกราย⁸

⁷Reuben Golin, "Debt Subordination as a Working Tool." New York Law Forum, 7 (1961): 371.

⁸Wood, The Law of Subordinated Debt, p. 1.

2.2 ลักษณะของหนี้ด้อยสิทธิ

รูปแบบการจัดการเงินทุนของกิจการสามารถจัดหาได้จากแหล่งเงินทุนภายในกิจการ ซึ่งได้แก่ ทุนของกิจการโดยการขายหุ้นให้แก่ผู้ลงทุน หรือกิจการอาจจัดหาแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการ ซึ่งได้แก่การกู้ยืมในรูปแบบต่างๆที่อยู่ในรูปของหนี้สิน การลงทุนในรูปทุนของกิจการนั้นมีลักษณะสำคัญคือ ผู้ลงทุนมีสิทธิในการออกเสียง ซึ่งถือว่าเป็นเจ้าของร่วมในกิจการนั้น เพราะสามารถออกเสียงในการบริหารงานของกิจการได้ และได้รับผลตอบแทนในรูปเงินปันผลอันได้มาจากกำไรจากการดำเนินงานกิจการ ซึ่งอาจมีการรับผลตอบแทนไม่สม่ำเสมอ เนื่องจากผลกำไรขาดทุนของกิจการนั้นๆ และจะมีการคืนทุนเมื่อเลิกกิจการ ส่วนการลงทุนในรูปหนี้สินนั้น ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนคือดอกเบี้ยในอัตราที่กำหนดไว้ตามระยะเวลาการชำระหนี้ที่กำหนด จึงมีกำหนดระยะเวลาในการชำระคืน แต่ไม่มีส่วนในการดำเนินงานกิจการ เพราะมีฐานะเป็นเจ้าของกิจการ

ในปัจจุบันการจัดการเงินทุนของบริษัทในรูปของการก่อหนี้ (Corporate Debt Financing) มีแนวโน้มที่จะลดความแบ่งแยกระหว่างเงินกู้ระยะสั้น (Short Term Loans) กับหนี้สินระยะยาว (Long Term Debt) รวมทั้งลดความแบ่งแยกระหว่างหนี้สินกับทุน โดยให้ความยืดหยุ่นได้ตามข้อตกลงของคู่สัญญา อาทิเงินกู้ระยะสั้นสามารถที่จะเปลี่ยนแปลงเป็นสินเชื่อระยะปานกลาง (Medium Term Financing) หรือหุ้นกู้สามารถแปลงสภาพเป็นทุนได้ คุณสมบัติที่สามารถยืดหยุ่นเปลี่ยนแปลงได้นี้ เนื่องจากความประสงค์ที่จะกระจายความเสี่ยงและความแพร่หลายอย่างรวดเร็วในตราสารทางการเงิน หรือเพื่อผลประโยชน์ทางภาษี

หนี้ด้อยสิทธิจึงเป็นทางเลือกใหม่สำหรับการลดความแบ่งแยกระหว่างหนี้สินกับทุน โดยลักษณะทั่วไปหนี้ด้อยสิทธิเป็นรูปแบบหนึ่งของการจัดหาสินเชื่อในรูปของการก่อหนี้ (Debt Financing) โดยเกิดจากการก่อหนี้กู้ยืมระหว่างเจ้าหนี้อันดับรองกับลูกหนี้ แต่หนี้ด้อยสิทธิดังกล่าวจะยังไม่ครบกำหนดชำระจนกว่าหนี้อันดับแรก คือ หนี้ระหว่างเจ้าหนี้อันดับแรกกับลูกหนี้

จะได้รับชำระหนี้จนครบจำนวน หนี้โดยสิทธิจึงมีกำหนดระยะเวลาชำระคืนที่ยาวนานอันเป็นข้อดีของทุน

ลักษณะสำคัญของหนี้โดยสิทธิก็คือ เมื่อมีการชำระบัญชีของกิจการลูกหนี้ หนี้โดยสิทธิจะอยู่ในลำดับชำระหลังหนี้อื่น แต่จะได้รับชำระก่อนเงินคืนทุนของกิจการ

นอกจากนี้ ลักษณะของหนี้โดยสิทธินั้นเป็นลักษณะผสมระหว่างหนี้และทุน⁹ (Hybrid of Debt and Equity) กล่าวคือ มีลักษณะเป็นหนี้ เนื่องจากเป็นการก่อหนี้ขึ้นระหว่างเจ้าหนี้อันดับรองและลูกหนี้ (กิจการ) โดยมีเงินต้น มีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยและกำหนดระยะเวลาการชำระหนี้ แต่เนื่องจากมีกำหนดระยะเวลาชำระหนี้ที่นาน เพราะอยู่ในลำดับการชำระหนี้คืนภายหลังหนี้อื่น จึงเป็นแหล่งเงินทุนระยะยาวที่หน้าทีเช่นเดียวกับทุน (Equity Financing) โดยเป็นแหล่งเงินและสินทรัพย์ในส่วนของกิจการ เพื่อรองรับภาระหนี้สินของกิจการ นอกจากนี้ในการพิจารณาสินเชื่อของธนาคารหรือเจ้าหนี้ โดยการคำนวณอัตราหนี้สินต่อทุน (Debt/Equity Ratio) จะพิจารณาหนี้โดยสิทธิมีฐานะเป็นทุน เมื่อคำนวณหนี้โดยสิทธิรวมเป็นทุนจะทำให้ส่วนทุนมีปริมาณมาก แสดงว่ากิจการมีความสามารถในการชำระหนี้สูง เพราะมีสินทรัพย์พอที่จะชำระหนี้มาก ซึ่งอันที่จริงแล้ว กรณีที่ลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่พอชำระหนี้ ลูกหนี้สามารถนำทรัพย์สินที่ได้จากการก่อหนี้โดยสิทธิไปชำระดอกเบี้ยหรือเงินต้นของหนี้อันดับแรกได้ นอกจากนี้เมื่อหนี้อันดับรองถือว่าเป็นทุน จึงมีประโยชน์ต่อการปรับปรุงงบดุล และเป็นผลให้ลูกหนี้สามารถมีเงินทุนเพิ่มขึ้นโดยไม่ก่อภาระหนี้เพิ่มให้แก่สินทรัพย์ที่มีอยู่เดิม ฉะนั้น ในทางการเงินธนาคารหรือเจ้าหนี้จึงนับหนี้โดยสิทธิเป็นส่วนของทุนที่จะรองรับภาระหนี้สิน¹⁰ และในระเบียบของธนาคารก็ถือว่า

⁹Bruce Johnston, "Debt Subordination : The Australian Perspective," Australian Business Law Review, 15 (August, 1987): 80-81.

¹⁰Ibid, p. 83.

ตราสารหนี้ด้อยสิทธิ (ตราสารหนี้ในรูปของการกู้ยืมโดยแบ่งเป็นหน่วยละเท่า ๆ กันสำหรับเจ้าหนี้หลายราย เช่นเดียวกับการระดมทุนในรูปหุ้นกู้ แต่มีสิทธิด้อยกว่า) นับเป็นกองทุนชั้นที่ 2 (Tier II)¹¹ เพื่อรองรับอัตราการขยายสินเชื่อของธนาคาร สำหรับในประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินการปรับปรุงวิธีการดำรงเงินกองทุนของธนาคารพาณิชย์ เพื่อให้เป็นไปตามมาตรฐานของธนาคารเพื่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศ (Bank for International Settlement: BIS) โดยจำแนกเงินกองทุนของธนาคารพาณิชย์เป็น 2 ระดับ คือ เงินกองทุนชั้นที่ 1 (Tier I) และเงินกองทุนชั้นที่ 2 (Tier II) เพื่อคำนวณเป็นเงินกองทุน (ตามมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ (ฉบับที่ 3) พ.ศ. 2535 ประกอบกับ ประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย เรื่องการกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในประเทศไทย ลงวันที่ 5 มิถุนายน 2535) เนื่องจากธนาคารพาณิชย์จะให้สินเชื่อหรือลงทุนในกิจการของผู้อื่น หรือก่อภาระผูกพันเพื่อบุคคลหนึ่งบุคคลใด อย่างใดอย่างหนึ่ง หรือหลายอย่างรวมกันเมื่อสิ้นวันหนึ่ง ๆ เกินอัตราส่วนกับเงินกองทุนทั้งหมด หรือกองทุนชนิดหนึ่งชนิดใด หรือหลายชนิด ตามที่ธนาคารแห่งประเทศไทยได้กำหนดไว้ตามความเห็นชอบของรัฐมนตรีไม่ได้ (มาตรา 13 แห่งพระราชบัญญัติการธนาคารพาณิชย์ พ.ศ. 2505 และฉบับที่ 2 พ.ศ. 2522) ทั้งนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยได้กำหนดให้เงินที่ธนาคารพาณิชย์ได้รับจากการออกตราสารหนี้ด้อยสิทธิระยะยาว (Subordinated Term Debt) เป็นเงินกองทุนชั้นที่ 2 และตราสารหนี้ด้อยสิทธิระยะยาวมีหลักเกณฑ์ดังนี้

- (1) เป็นตราสารที่ออกโดยไม่มีบุคคลใดค้ำประกัน และไม่มีทรัพย์สินใดจำนำหรือจำนองเป็นประกัน
- (2) เป็นตราสารที่มีกำหนดเวลาในการชำระหนี้เกินกว่า 5 ปี และในช่วง 5 ปีสุดท้าย ธนาคารพาณิชย์ต้องลดเงินกองทุนในส่วนที่เป็นเงินที่ได้รับเนื่องจากการออกตราสารหนี้ด้อยสิทธิระยะยาวลงร้อยละ 20 ต่อปี

¹¹Wood, The Law of Subordinated Debt ,p.107

(3) เป็นตราสารที่ไม่มีการไถ่ถอนก่อนครบกำหนด เว้นแต่ได้รับความเห็นชอบจากธนาคารแห่งประเทศไทย

(4) สิทธิได้รับชำระหนี้ตามตราสารของผู้ทรง ต้องอยู่ในลำดับหลังผู้ฝากเงินและเจ้าหนี้อื่น แต่ในลำดับก่อนเจ้าหนี้ตามตราสารที่มีลักษณะคล้ายทุน ตามข้อ 3

ทั้งนี้ ให้ถือเป็นเงินกองทุนได้ตามจำนวนเงินที่ได้รับชำระแล้ว แต่ต้องไม่เกินร้อยละ 50 ของเงินกองทุนชั้นที่ 1 ของธนาคารพาณิชย์นั้น (ตามหนังสือธนาคารแห่งประเทศไทยที่ ธพท. ณว.(ว)/237/2535 เรื่องตราสารที่ห้าับเข้าเป็นเงินกองทุน ลงวันที่ 30 มิถุนายน 2535)

นอกจากนี้ ตราสารหนี้ด้อยสิทธิระยะยาวจะต้องเป็นไปตามหลักเกณฑ์ดังกล่าวโดยเคร่งครัด สิทธิที่จะได้รับชำระหนี้ตามตราสารประเภทนี้จะต้องอยู่ในลำดับเดียวกัน และสิทธิของผู้ทรงตราสารที่จะขอไถ่ถอนตราสารหนี้ด้อยสิทธิก่อนครบกำหนดจะมีได้เฉพาะในกรณีที่มีคำพิพากษาของศาลให้ผู้ก่อตราสารเลิกกิจการแล้วเท่านั้น (หนังสือธนาคารแห่งประเทศไทยที่ ธพท. งพ.(ว) 1047/2537 เรื่องการชักซ้อมความเข้าใจเกี่ยวกับคุณสมบัติตราสารหนี้ด้อยสิทธิระยะยาว ลงวันที่ 6 มิถุนายน 2537) ฉะนั้นข้อตกลงก่อนหนี้ด้อยสิทธิจึงมีบทบาทต่อธนาคารพาณิชย์ โดยหนี้ด้อยสิทธิได้นับเป็นกองทุนของธนาคารพาณิชย์ จึงทำให้ธนาคารพาณิชย์สามารถขยายสินเชื่อ หรือลงทุนในกิจการอื่นได้เพิ่มขึ้น

การพิจารณาในเชิงเศรษฐศาสตร์ของหนี้ด้อยสิทธิ¹² เมื่อพิจารณาในฐานะเจ้าหนี้อันดับแรก จะเห็นว่าหนี้ด้อยสิทธิอยู่ในรูปแบบของหลักประกันที่สามารถหาได้ในเวลาจำเป็น เช่น ในกรณีล้มละลาย เมื่อมีการเฉลี่ยสินทรัพย์ของลูกหนี้ให้แก่เจ้าหนี้หลายราย สิทธิเรียกร้องในหนี้อันดับแรกและหนี้อันดับรองย่อมมาก่อนผู้ถือหุ้น และด้วยการบังคับสิทธิตามข้อตกลงก่อนหนี้ด้อยสิทธิ สัดส่วนทรัพย์สินที่เจ้าหนี้อันดับรองควรจะได้รับ ลูกหนี้จะต้องส่งมอบให้แก่เจ้าหนี้อันดับแรก นอกจากนี้ในเหตุการณ์ที่ลูกหนี้ประสบปัญหาทางการเงิน ข้อตกลงในการก่อนหนี้ด้อยสิทธิมีผลทำให้หนี้ด้อยสิทธิยังไม่ถูกชำระออกไปเท่ากับเป็นการเก็บหนี้ดังกล่าวไว้ เพื่อดำเนินกิจการต่อไป

โดยกิจการอาจไม่ต้องล้มละลาย หรืออีกนัยหนึ่งเมื่อพิจารณาในฐานะลูกหนี้ การออกหนี้ด้อยสิทธิ เพิ่มความสามารถในการหาทุนที่ถูกจำกัดโดยสัดส่วนของหนี้สินต่อทุน และเมื่อนับหนี้ด้อยสิทธิรวม เป็นทุนแล้วจึงมีอัตราส่วนของทุนเพิ่มขึ้น สำหรับกิจการที่ประสงค์ที่จะเพิ่มสินเชื่อแล้ว หนี้ด้อยสิทธิ จะเป็นทางแก้ปัญหาก็ได้ เพราะเจ้าหนี้อันดับแรกจะพิจารณาหนี้ด้อยสิทธิอยู่ในฐานะ เช่นเดียวกับ กับทุน ฉะนั้น เมื่อกิจการมีทุนเพิ่มขึ้นความสามารถในการกู้ยืมของกิจการก็เพิ่มขึ้นด้วย

การเปรียบเทียบระหว่างทุน หนี้ และหุ้นบุริมสิทธิกับหนี้ด้อยสิทธินั้น จะทำให้สามารถ ศึกษาถึงความแตกต่างและความได้เปรียบเสียเปรียบกันได้ชัดเจนขึ้น ซึ่งกิจการสามารถนำไป พิจารณาในการจัดหาเงินทุนสำหรับกิจการได้ตามความเหมาะสม นอกจากนี้ในแง่ของการลงทุน ผู้ลงทุนสามารถนำสิ่งเหล่านี้ไปพิจารณาเพื่อตัดสินใจลงทุนในรูปแบบต่าง ๆ ได้

2.2.1 ข้อพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างหนี้ด้อยสิทธิกับทุน

ทุนในที่นี้หมายถึง แหล่งที่มาของเงินทุนระยะยาวในรูปของเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นในลักษณะของหุ้นทุน ซึ่งมีความแตกต่างจากเงินทุนจากการก่อหนี้ โดยเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้นจะทำให้ผู้ลงทุนมีฐานะเป็นเจ้าของกิจการ ผู้ถือหุ้นทุนจะได้รับสิทธิในการออกเสียงเลือก ฝ่ายบริหารของบริษัท และมีสิทธิลงคะแนนเสียงเมื่อเกิดกรณีพิเศษขึ้น เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้น โดยปกติแล้วจะไม่มีกำหนดเวลาไถ่ถอน ถือได้ว่าเป็นเงินลงทุนประเภทถาวร เงินทุน ส่วนนี้จะอยู่กับบริษัทนั้นตลอดไปตราบเท่าที่บริษัทยังดำเนินการอยู่ สำหรับสิทธิเรียกร้องจากรายได้และสินทรัพย์ของบริษัท ผู้ถือหุ้นทุนมีสิทธิเรียกร้องทั้งรายได้และสินทรัพย์เป็นอันดับรองจากเจ้าหนี้ กล่าวคือ รายได้ของบริษัทจะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ของกิจการก่อน ส่วนที่เหลือจากการชำระหนี้ซึ่งเป็นกำไรของกิจการจึงจะนำมาแบ่งให้แก่ผู้ถือหุ้น สำหรับสินทรัพย์ของกิจการ

¹²Dee Martin Calligar, "An Analysis of Bank Loan Subordination Agreements," The Bankers Magazine, 147 (Winter 1964): 7.

เมื่อบริษัทล้มละลาย ผู้ถือหุ้นจะได้รับค่าคืนทุนเป็นคนสุดท้าย และมักจะได้รับไม่ครบเมื่อบริษัทล้มละลาย ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงหวังที่จะได้รับชดเชยความเสี่ยงจากเงินปันผล ซึ่งอาจได้รับในอัตราสูงกว่าดอกเบี้ย หรือถ้าราคาตลาดของหุ้นสูงขึ้น ผู้ถือหุ้นอาจหวังกำไรจากการขายหุ้นเป็นการชดเชย¹³

ดังจะเห็นได้ว่า คุณสามารถเป็นการจัดหาเงินทุนระยะยาว (Long Term Finance) โดยไม่ต้องชำระเงินต้นหรือดอกเบี้ย ดังนั้น ทุนจึงเปรียบเสมือนแหล่งเงิน และสินทรัพย์ร่วมกันของเจ้าหนี้ ซึ่งสามารถนำมาชำระหนี้ได้ ส่วนหนี้ด้อยสิทธิมีรูปแบบคล้ายการจัดการเงินโดยใช้ทุน (Equity Financing) โดยสามารถทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับเงินทุนระยะยาว และเพิ่มความสามารถในการชำระหนี้ให้แก่ผู้ถือหุ้น แต่อย่างไรก็ดี หนี้ด้อยสิทธิมีแหล่งกำเนิดมาจากการกู้ยืมในรูปของหนี้สินจึงมีความแตกต่างจากทุนโดยมีข้อได้เปรียบและข้อเสียเปรียบดังนี้

ข้อได้เปรียบของหนี้ด้อยสิทธิ

1. หนี้ด้อยสิทธิอยู่ในรูปของหนี้ ซึ่งดอกเบี้ยจ่ายอันเกิดจากการกู้ยืมบริษัทสามารถนำมาถือเป็นค่าใช้จ่าย หักจากยอดขายหรือรายได้ ทำให้กำไรสุทธิเพื่อนำมาคำนวณภาษีลดลง* ส่วนการจัดการเงินโดยใช้ทุนจะต้องจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งเงินปันผลจะจ่ายจากกำไรหลังหักภาษีจึงไม่มีผลต่อการลดภาษีแต่อย่างใด¹⁴

¹³เพชรี ชุมทรัพย์, หลักการบริหารการเงิน, (กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2532), หน้า 369-370.

*มาตรา 65 แห่งประมวลกฎหมายรัษฎากร บัญญัติว่า "เงินได้ที่ต้องเสียภาษีตามความในส่วนนี้ คือกำไรสุทธิซึ่งคำนวณได้จากรายได้จากกิจการ หรือเนื่องจากกิจการที่กระทำในรอบระยะเวลาบัญชี หักด้วยรายจ่ายตามเงื่อนไขที่ระบุไว้ในมาตรา 65 ทวิ และมาตรา 65 ตริ..."

¹⁴Philip R. Wood, "Law and Practice of International Finance," (New York: Clerk Boardman, 1990) p.17-7.

2. ความรับผิดชอบของลูกหนี้ ในการจ่ายดอกเบี้ยจ่ายไม่ขึ้นอยู่กับผลกำไร กล่าวคือลูกหนี้จะต้องชำระดอกเบี้ยไม่ว่ากิจการจะมีกำไรหรือขาดทุน แต่การจ่ายเงินปันผลขึ้นกับผลกำไร ฉะนั้นเสถียรภาพของรายได้ (Stability of Income) ของหุ้นปันผลจึงไม่แน่นอน แต่รายได้ของเจ้าหนี้อันดับรองจะแน่นอน

3. หนี้โดยสิทธิสามารถกู้ยืมได้โดยกิจการ (ลูกหนี้) ไม่ต้องเสนอต่อผู้ถือหุ้นก่อน แต่การเพิ่มทุนต้องขอความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น* และมีผลกระทบต่อสัดส่วนของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้กรณีลูกหนี้เป็นบริษัทจำกัดจะต้องเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมก่อน (Preemptive Rights)**

4. สถาบันการเงินในบางสถาบันไม่สามารถลงทุนในหุ้น (โดยเฉพาะหุ้นที่ยังไม่จดทะเบียน) หรือลงทุนในหุ้นได้จำนวนจำกัดสามารถลงทุนในหุ้นได้ จึงสามารถทำข้อตกลงก่อนนี้โดยสิทธิได้

*มาตรา 1220 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์บัญญัติว่า "บริษัทจำกัดอาจเพิ่มทุนของบริษัทขึ้นได้ด้วยการออกหุ้นใหม่โดยมติพิเศษของประชุมผู้ถือหุ้น"

และ มาตรา 136 พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 บัญญัติว่า "บริษัทจะเพิ่มทุนจากจำนวนที่จดทะเบียนไว้แล้วได้โดยการออกหุ้นใหม่เพิ่มขึ้น

การออกหุ้นใหม่เพิ่มขึ้นตามวรรค 1 กระทำได้เมื่อ... (2) ที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าสามในสี่ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน..."

**บริษัทเอกชนจะต้องเสนอขายต่อผู้ถือหุ้นเดิมก่อน

มาตรา 1222 แห่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์บัญญัติว่า "บรรดาหุ้นที่ออกใหม่ นั้นต้องเสนอให้แก่ผู้ถือหุ้นทั้งหลายตามส่วนจำนวนหุ้นซึ่งเขาถืออยู่"

แต่สำหรับบริษัทมหาชนไม่ต้องเสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมนั้นเหมือนอย่างในบริษัท

เอกชน

5. สำหรับการลงทุนในโครงการ (Project Finance) สามารถผสมผสานหนี้ด้วยสิทธิเข้ากับทุนได้โดยการออกหุ้นกู้แปลงสภาพ โดยสามารถผสมผสานกับระยะเวลาในการแปลงสภาพที่จะควบคุมภาษี และวัตถุประสงค์ทางการบัญชีได้¹⁵

ในประเทศไทย บริษัทอุตสาหกรรมปิโตรเคมีกัลไทย จำกัด (ทีพีไอ) ได้ร่วมลงนามในสัญญากู้เงินประเภท Subordinated Convertible Loan หรือเงินกู้แปลงสภาพด้วยสิทธิ จำนวน 2,400 ล้านบาท กับสถาบันการเงิน 12 แห่งโดยมีบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ภัทรธนกิจ จำกัด (มหาชน) เป็นแกนนำ ลักษณะการปล่อยกู้ในรูปแบบของเงินกู้แปลงสภาพด้วยสิทธิคือ บริษัทที่เป็นผู้ปล่อยกู้นั้นสามารถนำหนี้มาแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ หรือหุ้นกู้แปลงสภาพได้ภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ เมื่อลูกหนี้ได้ชำระดอกเบี้ยเงินในตลาดหลักทรัพย์¹⁶

6. เจ้าหนี้อันดับรองได้รับดอกเบี้ยสูง เนื่องจากเจ้าหนี้อันดับรองมีความเสี่ยงในการไม่ได้รับชำระหนี้สูง ส่วนเจ้าหนี้อันดับแรก ซึ่งเจ้าหนี้อันดับรองยอมให้สิทธิของตนน้อยกว่านั้น ในกรณีที่กิจการมีทรัพย์สินไม่พอชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ทุกราย จะต้องมีการเฉลี่ยหนี้เมื่อเจ้าหนี้อันดับรองไม่สามารถเฉลี่ยหนี้ได้ตราบที่หนี้อันดับแรกยังไม่ได้ชำระ เจ้าหนี้อันดับแรกจึงได้ประโยชน์นอกจากการเฉลี่ยหนี้ตามปกติแล้ว ยังสามารถรับในส่วนเฉลี่ยที่เป็นของเจ้าหนี้อันดับรองได้ เท่ากับได้รับส่วนเฉลี่ยหนี้ถึงสองครั้ง (Double Dividends)

ข้อเสียเปรียบของหนี้ด้วยสิทธิ

1. เจ้าหนี้อันดับรองไม่มีสิทธิออกเสียงและควบคุมกิจการ เว้นแต่กำหนดเงื่อนไขไว้ในข้อตกลงให้เจ้าหนี้ส่งผู้แทนเข้าเป็นกรรมการเพื่อดูแลกิจการ เจ้าหนี้จึงมีสิทธิออกเสียงควบคุมการบริหารได้ ส่วนผู้ถือหุ้นสามารถมีสิทธิออกเสียงในการเลือกผู้บริหาร ตลอดจนลงมติในที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้นเพื่อควบคุมการบริหารงานของกิจการได้

¹⁵Johnston, "Debt Subordination: The Australian Perspective" : 83.

¹⁶ไทยไฟแนนเชียล (29 มีนาคม 2537): 1.

2. เจ้าหนี้อันดับรองไม่สามารถที่จะได้รับส่วนแบ่งจากผลกำไรที่ได้จากการดำเนินกิจการ เพราะจะได้รับชำระดอกเบี้ยในอัตราคงที่ ส่วนผู้ถือหุ้นได้รับเงินปันผลจากผลกำไรของกิจการ จึงมีโอกาสรับส่วนแบ่งอันเกิดจากความสำเร็จของกิจการนั้นด้วย ในขณะที่กิจการมีการดำเนินงานประสบความสำเร็จดี กำไรต่อหุ้นจะสูงขึ้น ขณะเดียวกันมูลค่าของหุ้นสามัญที่ซื้อขายในตลาดหุ้นก็จะสูงขึ้นด้วย ผู้ถือหุ้นจึงสามารถเลือกรับเงินปันผลหรือขายหุ้นเพื่อได้กำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้นได้

3. การก่อหนี้โดยสิทธิจะเป็นประโยชน์แก่เจ้าหนี้อันดับแรกเท่านั้น จึงทำให้เจ้าหนี้ทางการค้าที่ไม่ได้รับผลประโยชน์จากการก่อหนี้โดยสิทธิไม่ประสงค์ที่จะให้สินเชื่อต่อไป เพราะขาดแรงจูงใจ ซึ่งถ้าเป็นการเพิ่มทุนแล้วจะไม่กระทบถึงสิทธิของเจ้าหนี้ทางการค้ารายอื่น

4. ในต่างประเทศเช่นประเทศอังกฤษ ยกเว้นสหรัฐอเมริกา แคนาดา การที่ผู้แทนนิติบุคคลให้กู้ยืมในรูปหนี้สิน อาจจะต้องมีความรับผิดชอบในฐานะ Wrongful Trading¹⁷ กล่าวคือ จะต้องรับผิดชอบหนี้อันเกิดอันเนื่องมาจากการที่ผู้แทนของบริษัทได้ดำเนินกิจการต่างๆ ที่รู้หรือควรรู้ว่าบริษัทมีหนี้สินล้นพ้นตัว และไม่มีเหตุอันสมควรที่บริษัทจะหลีกเลี่ยงจากการล้มละลาย ได้การที่ผู้แทนของบริษัทรู้ หรือควรรู้เช่นนั้นแล้วยังดำเนินกิจการของบริษัทต่อไป ทำให้เจ้าหนี้ซึ่งมาก่อนนี้ไว้ภายหลังได้รับชำระหนี้ไม่เต็มจำนวน ผู้แทนของบริษัทจึงต้องรับผิดชอบค่าใช้จ่ายแก่กองทรัพย์สินของบริษัท (เพื่อประโยชน์ของเจ้าหนี้ทั้งปวง) ตามจำนวนที่ศาลเห็นสมควร เว้นแต่หลังจากผู้แทนได้รู้หรือควรรู้ว่าบริษัทไม่มีเหตุสมควรที่จะหลีกเลี่ยงการล้มละลายได้ และผู้แทนได้พยายามที่จะบรรเทาความเสียหายแก่เจ้าหนี้ของบริษัทตามที่เขาควรกระทำแล้ว ผู้แทนจะหลุดพ้นจากความรับผิด ตามมาตรา 214 ของพระราชบัญญัติล้มละลายประเทศอังกฤษ ค.ศ. 1986 (The Insolvency Act 1986) แต่ในกรณีลงทุนในรูปทุนโดยการเพิ่มทุนผู้แทนนิติบุคคลไม่ต้องรับผิดเพราะไม่ทำให้ทรัพย์สินของลูกหนี้ลดลง อย่างไรก็ตามก็ดีผลของข้อตกลงก่อหนี้โดยสิทธิ

¹⁷ สหชน รัตน์ไพจิตร, "แนวความคิดซึ่งให้ผู้แทนต้องรับผิดชอบหนี้ของบริษัทในกรณีบริษัทล้มละลายตามกฎหมายอังกฤษ," วารสารนิติศาสตร์, 18 (มีนาคม 2531): 49-52.

ภายหลังจากมีมติให้เลิกกิจการ ทำให้เจ้าหนี้อันดับรองสละสิทธิเรียกร้องตามข้อตกลงดังกล่าว หนี้ด้อยสิทธิจึงมีฐานะเสมือนทุนของกิจการจึงอาจทำให้กิจการหลีกเลี่ยงจากการล้มละลายได้ซึ่งอาจเข้าช้อยกเว้นตามมาตรา 214 ได้¹⁸

2.2.2 ข้อพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างหนี้ด้อยสิทธิกับหนี้ธรรมดา

หนี้ธรรมดาหมายถึงหนี้ที่เกิดจากการก่อหนี้ระหว่างเจ้าหนี้และลูกหนี้โดยมีกำหนดระยะเวลาชัดเจน และเจ้าหนี้ได้รับผลประโยชน์ในรูปแบบดอกเบี้ย อันเป็นวิธีการจัดหาแหล่งเงินทุนของบริษัทในรูปแบบหนี้

หนี้ด้อยสิทธิถึงแม้ว่าจะเกิดขึ้นจากข้อตกลงในการกู้ยืมเช่นเดียวกับหนี้ก็ตาม แต่มีลักษณะพิเศษคล้ายทุนด้วยดังที่ได้กล่าวมาแล้วในเรื่องลักษณะของหนี้ด้อยสิทธิ ฉะนั้นการทำให้กู้ยืมในรูปแบบของหนี้ด้อยสิทธิจึงมีผลกระทบต่อมูลค่าของลูกหนี้ โดยถือว่าเป็นส่วนของทุนเพราะมีกำหนดระยะเวลาชำระหนี้ที่ยาวนานจึงเป็นเครื่องมือที่เพิ่มความสามารถในการชำระหนี้ แต่ในกรณีหนี้ธรรมดานั้นหากลูกหนี้ก่อหนี้เพิ่มเท่ากับทำให้สินทรัพย์ของกิจการต้องแบกรับภาระหนี้เพิ่มขึ้น เพราะทำให้ส่วนของหนี้เพิ่มขึ้นแต่มีทุนเท่าเดิม จึงมีความแตกต่างจากหนี้ด้อยสิทธิ นอกจากหนี้ด้อยสิทธิจะเพิ่มความสามารถในการชำระหนี้ของลูกหนี้แล้ว ยังมีข้อได้เปรียบเสียเปรียบเมื่อเปรียบเทียบกับหนี้ธรรมดาดังนี้

ข้อได้เปรียบของหนี้ด้อยสิทธิ

1. หนี้ด้อยสิทธิมีอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าหนี้ธรรมดา เพราะมีความเสี่ยงสูงกว่าเนื่องจากอาจไม่ได้รับชำระหนี้ หากหนี้อันดับแรกยังไม่ได้รับชำระหนี้จนครบถ้วนหรือตามที่ตกลงกันไว้

¹⁸Wood, The Law of Subordinated Debt p. 21.

ทั้งนี้อัตราดอกเบี้ยที่แตกต่างกันในหนี้แต่ละชนิดขึ้นอยู่กับลูกหนี้ สภาพของตลาดเงิน และนโยบายการให้กู้ของสถาบันการเงิน¹⁹

2. การก่อหนี้โดยสิทธิทำให้กิจการไม่ต้องกังวลในการหาเงิน เพื่อชำระหนี้ให้แก่หนี้โดยสิทธิตามกำหนดเวลาเช่นหนี้ทั่วไป จึงเป็นการลดภาระของกิจการ ดังนั้นกิจการมีภาระเพียงแต่มุ่งที่จะชำระหนี้ให้แก่หนี้รายอื่น ๆ ก่อน และดำเนินการต่อไป โดยไม่เสี่ยงต่อการถูกฟ้องให้ล้มละลาย ส่วนการก่อหนี้ธรรมดา เมื่อกิจการมีหนี้ที่ถึงกำหนดชำระพร้อมกันจะต้องนำสินทรัพย์ของกิจการมาชำระหนี้ จึงทำให้กิจการมีสินทรัพย์ลดลง จนอาจไม่พอชำระหนี้ให้แก่หนี้รายหลัง ๆ ดังนั้น กิจการอาจถูกฟ้องล้มละลายได้

3. เจ้าหนี้อันดับแรกซึ่งเจ้าหนี้อันดับรองตกลงที่จะให้ได้รับชำระหนี้ก่อนตน จะได้รับผลประโยชน์ในรูป Double Dividens กล่าวคือ ในกรณีเฉลี่ยทรัพย์สินเมื่อลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่พอชำระหนี้ เจ้าหนี้อันดับรองไม่สามารถเข้ารับการเฉลี่ยหนี้ตามข้อตกลงก่อหนี้โดยสิทธิ ทรัพย์สินซึ่งจะต้องชำระหนี้ให้แก่หนี้โดยสิทธิจึงยังอยู่ในกองทรัพย์สินของลูกหนี้เพื่อเฉลี่ยหนี้ ดังนั้นจึงทำให้เจ้าหนี้อันดับแรกได้รับส่วนเฉลี่ยหนี้ถึงสองครั้ง ทั้งในส่วนที่เป็นของตนและส่วนที่เป็นของเจ้าหนี้อันดับรอง

4. หนี้โดยสิทธิเป็นการประกันการชำระหนี้ของลูกหนี้ เพราะทำให้เจ้าหนี้อันดับแรกมั่นใจว่าจะได้รับชำระหนี้จนครบถ้วน นอกจากนี้ลูกหนี้ยังสามารถนำทรัพย์สินที่ได้รับจากการก่อหนี้โดยสิทธิไปชำระหนี้แก่เจ้าหนี้อันดับแรกได้ ส่วนหนี้ธรรมดานั้นจะต้องใช้สินทรัพย์ของกิจการในการชำระหนี้ เมื่อสินทรัพย์ของกิจการลดลง สินทรัพย์ที่รองรับการชำระหนี้ของกิจการ (ลูกหนี้) จึงลดลง

¹⁹Calligar, "An Analysis of Bank Loan Subordination

5. ในบางกรณีที่ถูกห้ามมิให้ลูกหนี้ก่อหนี้หรือทำหลักประกันลดลง (Negative Pledge) ในสัญญากู้ยืมของเจ้าหนี้รายอื่นนั้น ลูกหนี้สามารถกู้ยืมจากเจ้าหนี้ อันดับรองโดยตกลงที่จะก่อหนี้ด้วยสิทธิได้ เพราะข้อตกลงก่อหนี้ด้วยสิทธิไม่ทำให้อำนาจสิทธิของ ลูกหนี้ไม่พอชำระหนี้แก่เจ้าหนี้รายนั้น เนื่องจากหนี้ด้วยสิทธิจะได้รับชำระคืนเมื่อหนี้อันดับแรก นั้นได้รับชำระหนี้จนครบถ้วนแล้ว จึงไม่ทำให้อำนาจสิทธิของลูกหนี้ลดลง และไม่ทำให้อำนาจสิทธิของ ลูกหนี้ไม่พอที่จะชำระหนี้แก่เจ้าหนี้รายนั้น

ข้อเสียเปรียบของหนี้ด้วยสิทธิ

หนี้ด้วยสิทธิเป็นหนี้ที่มีความเสี่ยงสูง เพราะอยู่ภายใต้ลำดับชำระหนี้ที่ต่ำกว่าหนี้อันดับแรก หากกิจการล้มละลาย และมีทรัพย์สินไม่พอชำระหนี้แล้ว หนี้ด้วยสิทธิอาจไม่ได้รับชำระหนี้คืน

2.2.3 ข้อพิจารณาเปรียบเทียบระหว่างหนี้ด้วยสิทธิกับหุ้นบุริมสิทธิ

หุ้นบุริมสิทธิเป็นส่วนหนึ่งของส่วนของผู้ถือหุ้น แต่หุ้นบุริมสิทธิมีลักษณะ เป็น หุ้นชนิดกึ่งหนี้และกึ่งหุ้นสามัญ (Hybrid)²⁰ ผู้ถือหุ้นหุ้นบุริมสิทธิมีลักษณะกึ่งเจ้าหนี้ เพราะ หุ้นบุริมสิทธิจะได้ผลตอบแทนตามเวลาที่กำหนดเช่นเดียวกับการจ่ายดอกเบี้ยให้กับเจ้าหนี้ เงินกู้ โดยคิดเงินปันผลในอัตราร้อยละของราคาที่เราไว้หน้าหุ้น (Par Value) แต่ต่างกับที่เงิน ปันผลหุ้นบุริมสิทธิไม่ถือว่าเป็นภาระผูกพันที่บริษัทจะต้องจ่ายดังเช่นดอกเบี้ย หากปีใดบริษัท มีกำไรไม่ดีหรือประสบปัญหาที่อาจงดจ่ายเงินปันผลได้ แต่อย่างไรก็ตาม ก่อนที่บริษัทจะจ่าย เงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญแล้ว บริษัทจะต้องจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิก่อนเสมอ ในลักษณะส่วนที่เป็นทุนของหุ้นบุริมสิทธิ คือ ต้นเงินของหุ้นบุริมสิทธิซึ่งไม่มีกำหนดระยะเวลาได้คืน จึงเป็นเงินทุนประเภทถาวร ซึ่งมีลักษณะเป็นเจ้าของ แต่หุ้นบุริมสิทธิไม่มีสิทธิออกเสียง เนื่องจาก ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิมีสิทธิในสินทรัพย์และรายได้เหนือกว่าหุ้นสามัญ

20 เพชร ชุมทรัพย์, หลักการบริหารการเงิน, หน้า 371.

ดังจะเห็นได้ว่าหุ้นบุริมสิทธิมีลักษณะ เป็นหนี้ที่ลงทุนเช่นเดียวกับหนี้ด้อยสิทธิ ซึ่งงานทางเศรษฐศาสตร์ทั้งสองชนิดจะคล้ายกัน เนื่องจากเป็นหนี้ที่มีความต่อเนื่อง ไม่มีกำหนดระยะเวลา และการไม่จ่ายดอกเบี้ยให้แก่หนี้ด้อยสิทธิไม่ก็เป็นการผิดสัญญา เช่นเดียวกับกิจการ อาจไม่จ่ายเงินปันผลให้แก่หุ้นบุริมสิทธิก็ได้²¹ แต่ในทางกฎหมายหุ้นบุริมสิทธิและหนี้ด้อยสิทธิ มีผลต่างกัน กล่าวคือ เมื่อกิจการล้มละลาย ลำดับการชำระหนี้ต่างกัน โดยหนี้ด้อยสิทธิจะได้รับชำระหนี้ก่อนหุ้นบุริมสิทธิ (ส่วนของทุน) นอกจากนี้เจ้าหนี้ด้อยสิทธิจะได้รับการปฏิบัติเช่นเดียวกับเจ้าหนี้ เมื่อมีการบังคับตามสัญญา ขณะที่ผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิได้รับการปฏิบัติฐานะเจ้าของกิจการ²²

ข้อได้เปรียบของหนี้ด้อยสิทธิ

1. ดอกเบี้ยที่จ่ายให้แก่หนี้ด้อยสิทธิสามารถนำมาหักภาษีจากกำไรของกิจการเพื่อเสียภาษีได้ แต่เงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธินั้นจะจ่ายจากกำไรหลังภาษีจึงไม่มีผลต่อการลดภาษี
2. หนี้ด้อยสิทธิเป็นการให้สินเชื่อแก่บริษัท และไม่จำเป็นต้องกำหนดไว้ในตั้งแต่ตอนที่ประชุมตั้งบริษัทและห้ามแก้ไขดัง เช่นในกรณีของหุ้นบุริมสิทธิ*

²¹Wood, "Law and Practice of International Finance."

p. 17-7 - 17-8.

²²Johnston, "Debt Subordination : The Australian Perspective"

: 83.

*มาตรา 1108 ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ บัญญัติว่า "กิจการอันพึงทำในที่ประชุมตั้งบริษัทนั้นคือ... (4) วางกำหนดจำนวนหุ้นบุริมสิทธิทั้งกำหนดสภาพและบุริมสิทธิแห่งหุ้นนั้น ๆ ว่าเป็นสถานใดเพียงใด ถ้าหากจะมีหุ้นเช่นนั้นในบริษัท..."

และมาตรา 1142 บัญญัติว่า "ถ้าบริษัทได้ออกหุ้นบุริมสิทธิไปแล้ว ได้กำหนดไว้ว่าหุ้นบุริมสิทธิจะมีแก่หุ้นนั้น ๆ เป็นอย่างไร ทั้งนี้ห้ามมิให้แก้ไขอีกเลย"

3. หนี้ด้อยสิทธิเป็นประโยชน์ต่อกิจการ ในกรณีที่กิจการประสบปัญหาทางการเงินได้ โดยกิจการสามารถจัดหาสินเชื่อโดยอาศัยข้อตกลงก่อนหนี้ด้อยสิทธิ²³ ส่วนหุ้นบุริมสิทธิไม่มีบทบาท ในกรณีที่กิจการประสบปัญหา

4. กิจการสามารถจัดหาสินเชื่อจากเจ้าหนี้อันดับแรกได้ โดยให้หนี้ของเจ้าหนี้ อันดับแรกได้รับชำระหนี้ก่อนหนี้รายอื่นตามข้อตกลงก่อนหนี้ด้อยสิทธิ กับทั้งจงใจเจ้าหนี้อันดับแรก โดยให้ผลประโยชน์ในรูป Double Dividends กล่าวคือ เจ้าหนี้อันดับแรกจะได้รับทรัพย์สิน จากการเฉลี่ยหนี้ของลูกหนี้ถึงสองครั้งคือ ในส่วนของเจ้าหนี้อันดับแรกเอง กับส่วนที่เป็นของ เจ้าหนี้อันดับรอง

ข้อเสียเปรียบของหนี้ด้อยสิทธิ

อัตราดอกเบี้ยที่จ่ายให้แก่หนี้ด้อยสิทธิจะน้อยกว่าอัตราเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิ เนื่องจากหนี้ด้อยสิทธิมีลำดับชำระหนี้ที่สูงกว่าหุ้นบุริมสิทธิ²⁴

2.3 วัตถุประสงค์และประโยชน์ของหนี้ด้อยสิทธิ

1. เพื่อเป็นการประกันการชำระหนี้ในหนี้ของเจ้าหนี้อันดับแรก (Senior Creditor) อาทิเช่น กรณีที่ธนาคารเป็นผู้ให้กู้ยืม แต่ผู้ถือหุ้นในบริษัท (Insider) ก็เป็นเจ้าหนี้ด้วย เพื่อเป็นการป้องกันมิให้บริษัทชำระหนี้ให้แก่ผู้ถือหุ้น จนไม่มีทรัพย์สินพอชำระหนี้ให้แก่ธนาคาร ผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นเจ้าหนี้จึงต้องทำความตกลงกับบริษัทว่า จะยอมที่จะรับชำระหนี้ในภายหลังที่เจ้าหนี้ อันดับแรก คือ ธนาคารจะได้รับชำระจนเต็มจำนวนหนี้แล้ว ฉะนั้นหนี้ของเจ้าหนี้ที่เป็นผู้ถือหุ้น ในบริษัทจึงเป็นเสมือนทุนของบริษัทซึ่งจะไม่ได้ชำระคืนเลย เว้นแต่เจ้าหนี้อื่นได้รับชำระหนี้ครบ

²³Calligar, "An Analysis of Bank Loan Subordination Agreements," : 8.

²⁴Ibid.

ถ้วนแล้ว นอกจากนี้ ยังทำให้เจ้าหนี้อันดับแรก (Senior Creditor) สามารถมั่นใจว่าเงินที่
 1. ได้ให้กู้ยืมมาไปถูกนำไปใช้กับธุรกิจเท่านั้น มิได้นำไปชำระหนี้ให้แก่ผู้ถือหุ้นที่เป็นเจ้าหนี้ของบริษัท

2. เพื่อเพิ่มสินเชื่อกับกิจการในการจูงใจผู้ถือหุ้นหรือผู้ถือหุ้นรายใหม่ให้เข้ามา
 เป็นเจ้าหนี้อันดับแรก (Senior Creditor) เพิ่มขึ้น เพราะมีความมั่นใจว่าจะได้รับชำระหนี้
 คืน ส่วนการเข้ามาเป็นเจ้าหนี้อันดับรอง (Junior Creditor) จะได้ผลประโยชน์จาก
 อัตราดอกเบี้ยที่สูงสำหรับความเสี่ยงที่อาจไม่ได้รับชำระหนี้และอาจมีประโยชน์อื่น ๆ เช่น มีหุ้น
 เป็นหลักประกันหนี้ (มีสิทธิที่จะซื้อหุ้นได้เท่ากับจำนวนหนี้) หรือสามารถแปลงสภาพหนี้ให้
 กลับมาเป็นหุ้นได้ (Convert Debt into Shares)

3. เพื่อปรับปรุงสินเชื่อกิจการเนื่องจากหนี้ที่เป็นหนี้ด้อยสิทธินั้นมีระยะเวลา
 ชำระคืนนาน กล่าวคือ เมื่อมีเหตุการณ์บางอย่างเกิดขึ้น เช่น เมื่อมีการล้มละลายจะได้รับ
 การชำระคืนหลังจากเจ้าหนี้อื่นได้รับชำระหนี้จนครบ แต่ยังได้ชำระก่อนที่จะชำระให้แก่ผู้ถือหุ้น
 จึงมีลักษณะเป็นกึ่งหนี้กึ่งทุน (Quasi Equity) และในการปล่อยสินเชื่อของธนาคาร ธนาคาร
 จะนับเข้าเป็นทุนในการพิจารณาสถานะการเงินของบริษัท จากอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน หากมีทุน
 จำนวนมาก แสดงว่ากิจการมีความสามารถในการชำระหนี้ จึงปล่อยสินเชื่อเพิ่มขึ้นได้ จึงเป็น
 วิธีเพิ่มจำนวนทุนได้โดยไม่ต้องเพิ่มทุนตามกฎหมายหุ้นส่วนบริษัท ซึ่งต้องขอมติพิเศษจากที่ประชุม

4. การก่อกำหนด้อยสิทธิสามารถเพิ่มทุนของกิจการได้ โดยไม่ทำให้กิจการสูญเสีย
 อำนาจการบริหาร และไม่ทำให้อัตราส่วนกำไรต่อหุ้นลดลง (Dilution Effect) เช่น
 การออกหุ้นสามัญเพราะเจ้าหนี้อันดับรองมีฐานะเป็นเจ้าหนี้ของกิจการ ไม่มีสิทธิออกเสียงใน
 การจัดการกิจการ และได้ผลตอบแทนในรูปดอกเบี้ยซึ่งมิได้จ่ายจากกำไรสะสมของกิจการ

5. เพื่อไม่เป็นการขัดต่อสัญญาที่ห้ามมิให้กระทำการ (Negative Pledge)
 ซึ่งจะห้ามมิให้ลูกหนี้กระทำการที่ทาให้ทรัพย์สินของลูกหนี้ลดลงจนไม่พอชำระหนี้ หรือห้ามนำ
 ทรัพย์สินของลูกหนี้ไปเป็นหลักประกันอื่น หรือห้ามก่อกำหนด้อยสิทธิ แต่หากลูกหนี้กู้ยืมเงินจากเจ้าหนี้อันดับ

รองแล้วยอมไม่ทำหลักทรัพย์สินของลูกหนี้ไม่พอชำระหนี้แก่เจ้าหนี้รายนั้นเพราะเจ้าหนี้อันดับรองจะรับชำระหนี้ภายหลังจากชำระหนี้ของเจ้าหนี้ดังกล่าวครบเต็มจำนวนหนี้แล้ว

6. เพื่อเป็นการเพิ่มทุนให้มีจำนวนครบตามกฎเกณฑ์สำหรับกิจการบางอย่าง เช่น ธนาคารพาณิชย์ เพื่อให้เป็นไปตามมาตรฐานของธนาคารเพื่อการชำระหนี้ระหว่างประเทศ (Bank for International Settlement : BIS) ตามประกาศธนาคารแห่งประเทศไทย ลงวันที่ 5 มิถุนายน 2535 เรื่องการกำหนดให้ธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในประเทศไทย ค้ำประกันเงินกองทุนโดยถือให้การออกตราสารที่มีลักษณะคล้ายหุ้น หรือตราสารหนี้โดยสิทธิระยะยาว นับเข้าเป็นเงินกองทุนชั้นที่ 2 ได้ ฉะนั้นธนาคารพาณิชย์จึงสามารถที่จะออกตราสารดังกล่าว เพื่อค้ำประกันเงินกองทุนเป็นอัตราส่วนกับสินทรัพย์หนี้สิน หรือภาระผูกพันตามมาตรฐานที่กำหนดไว้

2.4 ประเภทของข้อตกลงก่อนหนี้โดยสิทธิ

2.4.1 แบ่งตามระยะเวลาการก่อนหนี้โดยสิทธิได้ดังนี้

(1) Initial Subordination โดยการเข้าเป็นเจ้าหนี้อันดับรองตั้งแต่วันแรกเริ่ม เช่นการออกหุ้นกู้โดยสิทธิ (subordinated Bond) หรือการทาสัญญา (Subordination Loan)

(2) Subsequent Subordination โดยการเข้ารับเป็นเจ้าหนี้อันดับรองในภายหลัง เพื่ออำนวยความสะดวกให้แก่เจ้าหนี้ที่สินเชื่อ

2.4.2 แบ่งตามเจ้าหนี้อันดับแรก

(1) General Subordination หมายถึง เจ้าหนี้อันดับรองตกลงที่จะยอมรับชำระหนี้ภายหลังจากเจ้าหนี้ทุกรายจะได้รับชำระหนี้จนครบ ฉะนั้น เจ้าหนี้อื่นทุกรายจึงเป็นเจ้าหนี้อันดับแรก²⁵

(2) Specific Subordination หมายถึง เจ้าหนี้อันดับรองตกลงที่จะยอมรับชำระหนี้ภายหลังจาก เฉพาะเจ้าหนี้บางรายเท่านั้น²⁶ ฉะนั้น เจ้าหนี้อันดับแรกจึงเป็นเจ้าหนี้ที่เฉพาะเจาะจงเท่านั้น ส่วนเจ้าหนี้รายอื่นไม่ได้รับสิทธิดังกล่าว อย่างไรก็ตามก็ดี ข้อตกลง เช่นว่านั้นไม่ทำให้เจ้าหนี้รายอื่นเสียเปรียบ

2.4.3 แบ่งตามลักษณะของข้อตกลง

(1) Complete Subordination คือข้อตกลงที่เจ้าหนี้อันดับรองยอมให้หนี้ของตน (หนี้โดยสิทธิ) ไม่ได้รับการชำระหนี้ จนกว่าหนี้ของเจ้าหนี้อันดับแรกจะได้รับชำระหนี้จนครบถ้วน

(2) Inchoate Subordination คือ ข้อตกลงที่จะมีผลให้หนี้โดยสิทธิ จะไม่ได้รับชำระหนี้ เมื่อมีเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่งตามที่ตกลงกันไว้เกิดขึ้น ฉะนั้นหนี้โดยสิทธิ จะมีสิทธิได้รับชำระหนี้ตามปกติทั่วไป เว้นแต่จะเกิดเหตุการณ์ตามที่ได้ตกลงกันไว้ เช่น ลูกหนี้มีหนี้สินส่วนตัว ลูกหนี้เลิกกิจการ หรือมีการดำเนินคดีล้มละลาย หนี้อันดับรองจึงจะได้รับชำระหนี้ในภายหลังหนี้อันดับแรก

การแบ่งประเภทตามลักษณะข้อตกลงจะทำให้เกิดประโยชน์ที่สุดในการวิเคราะห์สัญญา เพราะจะทำให้ทราบถึงขอบเขตในสิทธิและหน้าที่ของคู่สัญญา หรือผู้ที่ได้รับประโยชน์ได้ชัดเจนขึ้น โดยข้อตกลงแต่ละประเภทมีสาระสำคัญดังนี้

²⁵John R. Powell , "Rethinking Subordinated Debt," Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly, : 358.

²⁶Ibid.

(1) Complete Subordination มักจะร่างเฉพาะเจ้าหนี้รายใดรายหนึ่ง หรือเกี่ยวข้องกับเจ้าหนี้โดยเฉพาะเจาะจง สำหรับเงินกู้ที่มีอยู่หรือในอนาคต²⁷ ซึ่ง อาจมีรูปแบบได้ดังนี้²⁸

1. สัญญาสามฝ่าย ได้แก่ ธนาคาร ผู้กู้ และเจ้าหนี้อันดับรอง
2. สัญญาสองฝ่าย ได้แก่ สัญญาที่มีการลงลายมือชื่อเฉพาะเจ้าหนี้อันดับรองกับลูกหนี้
3. เป็นแบบพิมพ์ของธนาคาร สำหรับเจ้าหนี้อันดับรองลงลายมือชื่อ ซึ่งใช้เฉพาะกรณีที่เจ้าหนี้อันดับรองเป็นพนักงานของกิจการ ผู้จัดการ หรือผู้ถือหุ้นของกิจการ
4. การที่ลูกหนี้ลงลายมือชื่อในข้อความสั้น ๆ ในการยอมรับข้อตกลงหรือเงื่อนไขข้างใต้ตราสาร

ข้อตกลงชนิด Complete Subordination มักพบในการกู้ยืมเงิน จากธนาคาร เพราะไม่ว่าจะเป็นการหาเงินทุนดำเนินกิจการ การขยายโรงงาน หรือเพื่อวัตถุประสงค์อื่น กิจการมักขอกู้ยืมจากธนาคาร โดยกิจการจะต้องนำเจ้าหนี้อันดับรองให้เงินต้นและดอกเบี้ยของหนี้อื่นนั้น (หนี้ด้อยสิทธิ) มีสิทธิเป็นรองจากหนี้เงินกู้ธนาคาร ซึ่งเจ้าหนี้อื่นนั้นยอมให้หนี้ของตนมีสิทธิด้อยกว่า เมื่อมีผลประโยชน์จากการดำเนินกิจการของลูกหนี้ เพราะหากลูกหนี้ได้เงินมาดำเนินกิจการเพิ่มขึ้น กิจการก็สามารถดำเนินต่อไปได้

โดยทั่วไป Complete Subordination จะมีบทบัญญัติไม่ทำให้หนี้ด้อยสิทธิได้รับชำระหนี้ทั้งเงินต้นและดอกเบี้ย จนกว่าหนี้ของเจ้าหนี้อันดับแรกจะได้รับชำระจนเต็มจำนวน หรือตามจำนวนที่ตกลงกันไว้โดยเฉพาะ แต่ความหลากหลายในการทำสัญญา อาจยอมรับ

²⁷Calligar, "An Analysis of Bank Loan Subordination Agreement," : 6.

²⁸Dee Martin Calligar, "Subordination Agreements," The Yale Law Journal, 70 (1961): 381.

าให้มีการชำระดอกเบี้ย หรือชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ด้วยสิทธิได้ ตามที่จำกัดจำนวนไว้ มากกว่าที่จะห้ามมิให้ชำระหนี้แก่เจ้าหนี้ด้วยสิทธิทั้งจำนวน²⁹

ข้อตกลง Complete Subordination เป็นข้อตกลงที่มีความต่อเนื่อง โดยจะครอบคลุมถึงหนี้ของเจ้าหนี้อันดับรองที่มีอยู่ในปัจจุบันและในอนาคต และจะเป็นสถานะรองของหนี้ที่มีอยู่ในปัจจุบันและในอนาคตของเจ้าหนี้อันดับแรก³⁰ แต่เพื่อมิให้เจ้าหนี้อันดับรองต้องมีสิทธิรับชำระหนี้เป็นรองจากเจ้าหนี้อันดับแรกโดยไม่มีกำหนดระยะเวลาสิ้นสุด คู่กรณีอาจตกลงให้ข้อตกลงดังกล่าวให้มีผลสิ้นสุดลงได้ เช่น ให้สิ้นสุดลงเมื่อภายหลังจากที่ยื่นหนังสือแจ้งไปยังเจ้าหนี้อันดับแรก หรือในกรณีที่เจ้าหนี้อันดับแรกได้ขยายสินเชื่อแล้วอาจให้ถือว่าสิ้นสุดภายหลังจากเจ้าหนี้อันดับแรกได้รับหนังสือแจ้งเช่นว่านั้นก็

(2) Inchoate Subordination มักพบในการออกหุ้นกู้ด้วยสิทธิหรือตราสารหนี้ด้วยสิทธิระยะยาว ซึ่งจะมีการระบุไว้ในข้อตกลงซื้อขายตราสารหนี้ หรือหุ้นกู้ (Indenture)³¹ ว่าจะไม่มีการชำระหนี้ให้แก่ผู้ทรงตราสาร หรือผู้ถือหุ้น เมื่อมีเหตุการณ์ที่ตกลงกันเกิดขึ้น เช่น มีการแบ่งเจดีย์ทรัพย์สิน การล้มละลาย การชำระบัญชี การเลิกกิจการ การมีหนี้สินพันตัว เป็นต้น จนกว่าหนี้อันดับแรกจะได้รับชำระหนี้จนครบถ้วน หรือเป็นที่พอใจ โดยผู้รับผลประโยชน์ของข้อตกลงนี้คือ เจ้าหนี้โดยเฉพาะเจาะจง เช่น ธนาคารผู้ให้กู้ที่เป็นสถาบันการเงิน หรือเจ้าหนี้อื่นทั้งหมด ฉะนั้น เมื่อเกิดเหตุการณ์ที่กำหนดไว้ในสัญญาหนี้ด้วยสิทธิจะถูกหักเก็บไว้ใน Sinking Fund³² (กองทุนสำหรับให้เจ้าหนี้ไถ่คืนได้นายภายหลัง) หรือถูกหนี้ชำระคืนโดยวิธีที่กำหนดไว้ในสัญญา ตราสาร หรือหลักฐานแห่งหนี้นั้น ฉะนั้น ข้อตกลงประเภทหนี้ด้วยสิทธิจะสามารถไถ่คืนได้

²⁹Ibid, p. 378.

³⁰Ibid, p. 381.

³¹Calligar, "An Analysis of Bank Loan Subordination Agreements" : 6.

³²Ibid.

ข้อตกลงประเภทนี้จะมีผลประโยชน์มากที่สุดสำหรับเจ้าหนี้อันดับรอง เพราะเจ้าหนี้อันดับรองแม้ถูกระงับการชำระหนี้เมื่อเกิดเหตุการณ์ขึ้น แต่หนี้ด้อยสิทธิก็สามารถที่จะไถ่คืนได้ จึงมีผลประโยชน์น้อยที่สุดสำหรับเจ้าหนี้อันดับแรก นอกจากนี้ การที่หนี้ด้อยสิทธิสามารถชำระคืนได้จึงเป็นการทำให้หนี้ที่เป็นประกันลดน้อยถอยลงได้ จึงต่างจากข้อตกลงประเภท Complete Subordination ที่หนี้ด้อยสิทธิจะยังไม่ได้รับชำระ จนกว่าหนี้อันดับแรกจะได้รับชำระหนี้จนครบถ้วน หนี้ด้อยสิทธิจึงถูกเก็บไว้ในกิจการ จึงเท่ากับเป็นการประกันการชำระหนี้ของหนี้อันดับแรกได้ เสมือนกับหนี้อันดับแรกได้มีสินทรัพย์ของกิจการเป็นการประกันการชำระหนี้ และสามารถนับได้ว่าหนี้ด้อยสิทธิมีฐานะเป็นทุนของกิจการสำหรับคืนให้แก่เจ้าหนี้ของบริษัทเมื่อมีการเลิกบริษัท หรือล้มละลาย

ในกรณีทรัพย์สินของกิจการไม่พอชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ทุกราย จะต้องมีการเฉลี่ยทรัพย์สินของลูกหนี้ โดยจะต้องเฉลี่ยทรัพย์สินตามสัดส่วนที่เท่าเทียมกัน แต่เมื่อมีข้อตกลงที่เจ้าหนี้อันดับรองไม่ยอมรับชำระหนี้ในหนี้ด้อยสิทธิจนกว่าหนี้อันดับแรกจะได้รับชำระจนเต็มจำนวน ฉะนั้น จึงเท่ากับเป็นการยอมให้ทรัพย์สินส่วนที่จะต้องชำระให้แก่หนี้ด้อยสิทธิไปชำระให้แก่เจ้าหนี้อันดับแรก เจ้าหนี้อันดับแรกจึงได้รับผลประโยชน์เพิ่มขึ้น ซึ่งเรียกว่า Double Dividends อันเป็นคุณแก่เจ้าหนี้อันดับแรก ดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น ข้อตกลงก่อนหนี้ด้อยสิทธิรูปแบบ Inchoate Subordination เจ้าหนี้จะได้รับ Double Dividends น้อยกว่าข้อตกลงรูปแบบ Contractual Subordination เพราะรูปแบบ Inchoate Subordination จะมีการชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้อันดับรอง เมื่อยังไม่มีเหตุการณ์ที่กำหนดไว้ในสัญญาเกิดขึ้น

2.5 วิธีการก่อนหนี้ด้อยสิทธิ (methods of subordination)

วิธีการก่อนหนี้ด้อยสิทธิสามารถแบ่งได้เป็น 2 วิธีคือ

2.5.1 Contractual Subordination

2.5.2 Turnover Subordination

วิธีการทั้งสองเป็นวิธีการเบื้องต้นที่สามารถจะนำไปประยุกต์เป็นข้อตกลงในสัญญาตามความเหมาะสม ซึ่งทั้งสองวิธีนี้จะมีผลกระทบต่อความบรรลุผลของข้อตกลง โดยส่วนที่ได้รับความเสียหายจากลูกหนี้ และความเสียหายที่เกิดขึ้นจากการรับชำระหนี้ต่างกัน ผลของการก่อหนี้โดยสิทธิสามารถพิจารณาได้เป็นสองระดับ³³ คือ เมื่อลูกหนี้ยังไม่ล้มละลาย หรือลูกหนี้ยังไม่ชำระบัญชี และ เมื่อลูกหนี้ล้มละลายหรือลูกหนี้ได้ชำระบัญชีแล้ว

เมื่อลูกหนี้ยังไม่ล้มละลายหรือลูกหนี้ยังไม่ได้ชำระบัญชี การชำระหนี้หรือผลของสัญญาก็จะ เป็นไปตามเงื่อนไขหรือข้อห้ามที่ตกลงกันไว้ แต่เมื่อลูกหนี้ล้มละลายหรือชำระบัญชีแล้วผลของสัญญาจะเป็นไปตามที่ตกลงกันไว้หรือไม่ ต้องพิจารณาว่ามีอุปสรรคทางกฎหมาย ทำให้ข้อตกลงนั้นบังคับได้หรือไม่ ทั้งนี้ขึ้นกับการร่างข้อตกลงโดยการพัฒนาจากวิธีการพื้นฐานเหล่านี้

2.5.1 Contractual Subordination ข้อตกลงนี้มาจากเจ้าหนี้อันดับรองตกลงกับลูกหนี้ว่า จะไม่ยอมรับชำระหนี้จนกว่าลูกหนี้จะได้ชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้อันดับแรกจนครบถ้วนแล้ว หรือเกิดเหตุการณ์ใดที่กำหนดไว้ในสัญญา เช่น ลูกหนี้มีหนี้สินล้มพันตัว ล้มละลาย ชำระบัญชี หรือเลิกบริษัท ผู้ชำระบัญชีจะต้องชำระหนี้ให้แก่เจ้าหนี้อันดับแรกก่อน ฉะนั้นการชำระหนี้โดยสิทธิจึงขึ้นอยู่กับเงื่อนไข (contingent) ดังที่ได้กล่าวมานี้ จึงสามารถเรียกอีกชื่อหนึ่งได้ว่า Contingent Debt Subordination³⁴

อย่างไรก็ดีข้อตกลงตามวิธีการดังกล่าว อาจขัดต่อหลักกฎหมายล้มละลาย ซึ่งหนี้ไม่มีประกันจะต้องได้รับชำระหนี้เท่าเทียมกัน (Pari Passu)³⁵ เพราะการที่ตกลงให้เจ้าหนี้อันดับแรกได้รับชำระหนี้จนครบถ้วน โดยที่เจ้าหนี้อันดับรองอาจไม่ได้รับชำระหนี้เลยจึงอาจเป็นการขัดต่อหลักดังกล่าวได้ ทั้งนี้จะวิเคราะห์ปัญหาต่อไปในบทที่ 4 และบทที่ 5

³³Powell, "Rethinking of Subordinated Debt," : 360.

³⁴Wood, "The Law of Subordinated Debt, p. 11.

³⁵Ibid.

2.5.2 Turnover Subordination โดยมีข้อตกลงว่าเมื่อลูกหนี้มีหนี้สินล้นพ้นตัว เจ้าหนี้อันดับรองยอมที่จะส่งมอบ (Turn Over) ทรัพย์สินที่ตนได้รับจากลูกหนี้ที่ได้รับชำระ สำหรับหนี้โดยสิทธิ ให้แก่เจ้าหนี้อันดับแรก ข้อตกลงนี้จะบรรลุผลได้โดยวิธีการ 2 วิธี³⁶ คือ ทรัสต์ (Trust) และความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าหนี้/ลูกหนี้ระหว่างเจ้าหนี้อันดับแรกกับเจ้าหนี้ อันดับรอง วิธีการดังกล่าวจึงมีได้ 2 รูปแบบคือ

2.5.2.1 Subordination Trusts

2.5.2.2 Debtor/Creditor Turnover Subordination

2.5.2.1 Subordination Trusts

ภายใต้ข้อตกลงนี้ เจ้าหนี้อันดับรองตกลงที่จะถือทรัพย์สิน และ ประโยชน์ต่างๆ ที่ตนได้รับจากการที่ลูกหนี้ได้ชำระหนี้โดยสิทธิของตนไว้เป็นทรัสต์ เพื่อประโยชน์ ของเจ้าหนี้อันดับแรกไว้ในฐานะเป็นทรัพย์สินของเจ้าหนี้อันดับแรก เพื่อที่จะนำไปรวมกับหนี้อันดับ แรกที่ได้รับชำระหนี้แล้ว จนกว่าหนี้อันดับแรกจะได้รับชำระหนี้เงินเต็มจำนวน³⁷ เนื่องจาก หลักการของทรัสต์จะมีการแบ่งแยกชัดเจนระหว่างผู้ถือกรรมสิทธิ์ตามกฎหมาย (Legal Owner) กับเจ้าของที่แท้จริงซึ่งมีกรรมสิทธิ์ในฐานะผู้รับประโยชน์จากทรัพย์สินนั้น (Beneficial Owner) ในที่นี้เจ้าหนี้อันดับรองเป็นผู้ถือกรรมสิทธิ์ตามกฎหมายหรือทรัสต์ แต่ต้องดูแลทรัพย์สินให้แก่เจ้าหนี้ อันดับแรก ซึ่งมีฐานะเป็นผู้รับประโยชน์

ฉะนั้นวิธีการนี้จึงเป็นประโยชน์สำหรับเจ้าหนี้อันดับแรกในการ ให้สิทธิความเป็นเจ้าของทรัพย์สินที่ได้รับจากการชำระหนี้ให้แก่หนี้โดยสิทธิ สำหรับยกขึ้นอ้าง แก่เจ้าหนี้อันดับรอง วิธีการนี้จึงเป็นการป้องกันมิให้เจ้าหนี้อันดับรองหักกลบลบหนี้กับหนี้ของตน เนื่องจากถือว่าทรัพย์สินที่ได้จากการรับชำระหนี้ดังกล่าวนี้ดังกล่าว เป็นทรัพย์สินภายใต้ทรัสต์

³⁶Powell, "Rethinking of Subordinated Debt," : 371.

³⁷Wood, "The Law of Subordinated Debt, p. 9.

ทรัสต์จะใช้เพื่อประโยชน์ของตนเองไม่ได้ วิธีการนี้จะเหมาะสมกับกรณีที่เจ้าหนี้อันดับแรกเป็นเจ้าหนี้รายเดียว หรือลำดับชั้นเดียวนอกเหนือจากหนี้อื่น³⁸ แต่อย่างไรก็ดี วิธีการนี้อาจมีข้อจำกัดในทางกฎหมายเรื่องการก่อตั้งทรัสต์ หรือการสร้างหลักประกัน (Security Interest) ซึ่งกฎหมายบางประเทศเช่นประเทศอังกฤษจะต้องมีการจดทะเบียน และบางประเทศห้ามยอมรับหลักการของทรัสต์

2.5.2.2 Debtor/Creditor Turnover Subordination³⁹

ภายใต้ข้อตกลงนี้ เจ้าหนี้อันดับรองตกลงที่จะเรียกร้องหรือพิสูจน์หนี้ของตน (หนี้โดยสิทธิ) ในคดีล้มละลาย และจะนำส่วนที่ตนได้รับชำระหนี้ส่งมอบให้แก่เจ้าหนี้อันดับแรก

ฉะนั้นวิธีการนี้อาศัยความสัมพันธ์ตามข้อตกลงที่เจ้าหนี้อันดับรองให้แก่เจ้าหนี้อันดับแรก ทำให้เกิดฐานะเจ้าหนี้และลูกหนี้ต่อกัน แต่มีข้อเสียคือวิธีการนี้ไม่มีการโอนความเป็นเจ้าของหรือก่อตั้งทรัสต์เพื่อประโยชน์ของเจ้าหนี้อันดับแรกดังเช่นวิธีการ Subordination Trusts จึงต้องมั่นใจได้ว่าเจ้าหนี้อันดับรองจะไม่ล้มละลาย แต่วิธีการนี้อาจใช้เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาของ Subordination Trusts ได้เมื่อไม่ได้ทำตามแบบ หรือไม่อาจก่อตั้งทรัสต์ได้ และปัญหาของ Contractual Subordination ในเรื่องหลัก Pari Passu ที่อาจมีขึ้นได้

³⁸Ibid.

³⁹Ibid, p. 10.

⁴⁰Ibid, p. 13-16.

2.6 ข้อเปรียบเทียบผลของวิธีการก่อหนี้ด้อยสิทธิ⁴⁰

ดังที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นว่า วิธีการก่อหนี้ด้อยสิทธิที่ต่างกันจะมีผลแตกต่างกันทั้งในด้านสิทธิที่จะได้รับชำระหนี้ และความเสี่ยงที่จะได้รับชำระหนี้ ซึ่งสามารถอธิบายได้จากตัวอย่าง 2 กรณีต่อไปนี้ กล่าวคือกรณีแรกลูกหนี้มีทรัพย์สินพอที่จะชำระหนี้แก่หนี้อันดับแรก และหนี้รายอื่นแต่ไม่พอชำระหนี้ให้แก่อนี้ด้อยสิทธิ ส่วนกรณีที่สอง ลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่พอชำระหนี้ทุกราย ทั้งสองกรณีจะเปรียบเทียบนี้เป็น 3 ลำดับคือ หนี้อันดับแรก หนี้อันดับรอง (จะเปรียบเทียบกรณีที่เป็นหนี้ด้อยสิทธิกับกรณีที่เป็นหุ้นบุริมสิทธิด้วย) และหนี้รายอื่นซึ่งหมายถึงเจ้าหนี้ทั่วไปที่ไม่ได้มีข้อตกลงก่อหนี้ด้อยสิทธิได้ดังนี้

กรณีที่ 1 ลูกหนี้มีทรัพย์สินพอที่จะชำระหนี้แก่เจ้าหนี้อันดับแรก และหนี้อื่น

สินทรัพย์	หนี้สิน (+ทุน)
400	หนี้อันดับแรก 200
	หนี้ด้อยสิทธิ 200
	หนี้อื่น <u>100</u>
	500

(1) วิธีการ Contractual Subordination

ส่วนที่ได้รับชำระคืนเป็นดังนี้

หนี้อันดับแรก	200
หนี้ด้อยสิทธิ	100
หนี้อื่น	<u>100</u>
	400

ทั้งนี้เนื่องจากหนี้ด้อยสิทธิจะไม่ได้รับชำระหนี้จนกว่าหนี้อันดับแรกจะได้รับชำระหนี้จนครบถ้วน ฉะนั้นหนี้อันดับแรกจึงได้รับ 200 เต็มตามจำนวนหนี้ หนี้ด้อยสิทธิจึงได้รับชำระหนี้ส่วนที่เหลือคือ 100

ข้อสังเกต กรณีนี้หนี้อื่นจะได้รับผลประโยชน์ด้วย โดยได้รับชำระเต็มตามจำนวนหนี้ของตน คือ 100 ทั้งที่ไม่ได้ตกลงที่จะเป็นหนี้อันดับรอง

(2) วิธีการ Turnover Subordination

เนื่องจากลูกหนี้เหลือทรัพย์สินเพียง 80% ของจำนวนหนี้เดิม เจ้าหนี้จึงได้รับชำระหนี้เพียง 80% ของจำนวนหนี้ของตน

- ส่วนที่ได้รับคืนก่อนส่งมอบ (turnover) เป็นดังนี้

หนี้อันดับแรก 80% ของ 200 = 160

หนี้ด้อยสิทธิ 80% ของ 200 = 160

หนี้อื่น 80% ของ 100 = 80

- เมื่อมีการส่งมอบแล้ว เป็นดังนี้

หนี้อันดับแรก 200

หนี้ด้อยสิทธิ 120

หนี้อื่น 80

ทั้งนี้ เนื่องจากเจ้าหนี้ด้อยสิทธิจะต้องส่งมอบในส่วนที่ตนรับชำระหนี้จากลูกหนี้ให้แก่เจ้าหนี้อันดับแรกจนกว่าจะเต็มจำนวนหนี้ของเจ้าหนี้อันดับแรก จึงต้องส่งมอบในส่วนที่ขาดคือ 40 จึงเหลือหนี้ด้อยสิทธิเท่ากับ 120

ข้อสังเกต กรณีนี้หนี้อื่นจะไม่ได้รับผลประโยชน์จากข้อตกลงนี้ จึงได้รับการเฉลี่ยตามส่วน

(3) กรณีสิทธิที่เป็นรองคือหุ้นบุริมสิทธิ

ส่วนที่ได้รับคืนเป็นดังนี้

หุ้นอันดับแรก	200
หุ้นอันดับรอง (หุ้นบุริมสิทธิ)	100
หุ้นอื่น	100

ทั้งนี้ เพราะ หุ้นบุริมสิทธิเป็นส่วนกองทุน จึงจะได้รับคืนหลังจากการชำระหนี้
อื่นแล้ว

ข้อสังเกต ส่วนที่ได้รับคืนในกรณีสิทธิที่เป็นรองคือหุ้นบุริมสิทธิได้รับเท่ากับสิทธิอันดับรองเป็นหนี้โดยสิทธิได้รับเท่ากับวิธีการ Contractual Subordination

(หมายเหตุ ถึงแม้ผลทางเศรษฐศาสตร์จะได้รับเท่ากัน แต่ผลทางกฎหมายต่างกัน
ดังที่เคยกล่าวมาแล้วในข้างต้น)

กรณีที่ 2 เมื่อทรัพย์สินของลูกหนี้ไม่พอชำระหนี้ทุกประเภท

<u>สินทรัพย์</u>	<u>หนี้สิน (+ ทุน)</u>	
100	หุ้นอันดับแรก	200
	หุ้นอันดับรอง	200
	หุ้นอื่น	<u>100</u>
		500

(1) วิธีการ Contractual Subordination

เจ้าหนี้อันดับรอง ตกลงว่าจะไม่ยอมรับชำระหนี้จนกว่าหนี้อันดับแรกจะได้รับชำระหนี้จนครบถ้วน หรือตามที่ตกลงไว้ ฉะนั้นเมื่อลูกหนี้มีหนี้สินไม่พอชำระหนี้ทุกราย สิทธิของเจ้าหนี้อันดับรองจึงเป็นศูนย์ และไม่ต้องนำมาคำนวณจำนวนหนี้ที่ลูกหนี้ต้องชำระ เมื่อจำนวนหนี้ที่จะต้องชำระคือ 200 (หนี้อันดับแรก) และ 100 (หนี้อื่น) เท่ากับ 300 แต่ลูกหนี้มีทรัพย์สินเหลือเพียง 100 หรือคิดเป็น $33 \frac{1}{3} \%$ ของจำนวนหนี้

ส่วนที่ได้รับคืนเป็นดังนี้

หนี้อันดับแรก $33 \frac{1}{3} \%$ ของ 200 = $66 \frac{2}{3}$

หนี้ด้อยสิทธิ 0

หนี้อื่น $33 \frac{1}{3} \%$ ของ 100 = $33 \frac{1}{3}$

ข้อสังเกต หนี้อื่นได้รับประโยชน์ด้วย ถึงแม้จะไม่ได้เป็นเจ้าหนี้อันดับแรก

(2) วิธีการ Turnover Subordination

เนื่องจากลูกหนี้เหลือทรัพย์สินเพียง 20% ของจำนวนหนี้ทั้งหมด เจ้าหนี้แต่ละรายจึงได้รับชำระหนี้คืนเพียง 20% ของจำนวนหนี้

- ส่วนที่ได้รับคืนก่อนมีการส่งมอบ (turnover) เป็นดังนี้

หนี้อันดับแรก 20% ของ 200 = 40

หนี้ด้อยสิทธิ 20% ของ 200 = 40

หนี้อื่น 20% ของ 100 = 20

- ส่วนที่ได้รับคืนเมื่อมีการส่งมอบ (turnover) เป็นดังนี้

หนี้อันดับแรก	80
หนี้ด้อยสิทธิ	0
หนี้อื่น	20

ทั้งนี้ เนื่องจากเจ้าหนี้อันดับรองจะต้องส่งมอบส่วนที่ตนรับไว้ ให้แก่เจ้าหนี้อันดับแรก จนกว่าจะเต็มจำนวนหนี้ จึงต้องส่งมอบในส่วนของตนทั้งหมด เพราะลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่พอชำระหนี้

(3) กรณีที่หนี้อันดับรองเป็นหุ้นบุริมสิทธิ

ส่วนที่ได้รับคืนเป็นดังนี้

หนี้อันดับแรก	66 $\frac{2}{3}$
หนี้อันดับรอง (หุ้นบุริมสิทธิ)	0
หนี้อื่น	33 $\frac{1}{3}$

ทั้งนี้ เพราะหุ้นบุริมสิทธิเป็นส่วนของทุนจึงได้รับชำระคืนภายหลังจากการที่ชำระในส่วนของหนี้แล้ว เนื่องจากทรัพย์สินไม่พอชำระหนี้จึงมิได้รับคืน ส่วนของหนี้ที่ได้รับคืนตามส่วนเฉลี่ย

ข้อสังเกต หนี้อันดับแรกและหนี้อื่นจะได้รับการชำระหนี้เช่นเดียวกับวิธีการ Contractual Subordination แต่เจ้าหนี้อันดับแรกจะได้รับการชำระหนี้น้อยกว่าวิธี Turnover Subordination

ข้อเปรียบเทียบดังกล่าวสามารถสรุปได้ดังนี้⁴¹

1. วิธี Contractual Subordination หนึ่งอื่นจะได้รับผลประโยชน์ด้วย ถึงแม้ว่าจะไม่ได้เป็นเจ้าของอันดับแรก ดังนั้น Contractual Subordination จึงเป็นวิธีที่เหมาะสม เมื่อเจ้าหนี้อันดับรอง ยอมลดตัวเป็นรองแก่เจ้าหนี้ทุกราย
ส่วนวิธี Turnover Subordination หนึ่งอื่นจะไม่ได้ได้รับผลประโยชน์ จึงได้รับชำระหนี้ตามส่วนเท่ากับกรณีที่ไม่มีการทำข้อตกลงก่อนนี้โดยสิทธิ
2. ในกรณีที่ลูกหนี้มีทรัพย์สินพอที่จะชำระหนี้ทั้งหนึ่งอันดับแรก และหนึ่งอื่น แต่ไม่พอชำระหนี้ให้เจ้าหนี้อันดับรอง วิธีการ Turnover Subordination เจ้าหนี้อันดับรองจะได้รับคืนมากกว่าวิธี Contractual Subordination หรือ หุ้นบุริมสิทธิ
3. ในกรณีที่ลูกหนี้มีทรัพย์สินไม่พอที่จะชำระหนี้แก่เจ้าหนี้ทุกราย วิธีการ Turnover Subordination เจ้าหนี้อันดับแรกจะได้รับ Double Dividends (ส่วนเฉลี่ยของเจ้าหนี้อันดับรองในทรัพย์สินของลูกหนี้ที่เจ้าหนี้อันดับแรกจะได้รับตามข้อตกลงก่อนนี้โดยสิทธิรวมกับส่วนเฉลี่ยของตน)มากกว่า วิธีการ Contractual Subordination หรือ หุ้นบุริมสิทธิ

ศูนย์วิทยทรัพยากร
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

⁴¹Wood, The Law of Subordinated Debt, p. 14.