

บทที่ 2

หุ้นกู้แปลงสภาพ : บททั่วไป

แนวคิดทางธุรกิจในการออกหุ้นกู้แปลงสภาพ

การดำเนินธุรกิจไม่ว่าจะจัดตั้งในรูปแบบใดก็ตาม สิ่งสำคัญในการดำเนินกิจการก็คือ เงินทุน ซึ่งปกติเงินทุนจะประกอบด้วย เงินทุนหมุนเวียน ซึ่งได้แก่เงินที่ใช้จ่ายประจำวัน เงินค่าซื้อสินค้า เงินค่าวัสดุเป็นต้น ส่วนเงินทุนระยะยาวนั้นกิจการจะนำมาใช้ในการดำเนินกิจการให้เจริญเติบโตด้วยเช่นกัน ดังนั้นกิจการจึงต้องแสวงหาแหล่งเงินทุนเพื่อนำมาใช้ในการประกอบกิจการ โดยปกติได้แก่ สถาบันการเงินต่าง ๆ เช่น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน เป็นต้น อย่างไรก็ตามนอกจากกิจการจะสามารถระดมทุนโดยผ่านสถาบันการเงินต่าง ๆ ดังกล่าวข้างต้นแล้ว กิจการยังสามารถที่จะระดมเงินทุนด้วยตัวกิจการนั่นเอง โดยการใช้เครื่องมือทางการเงินเป็นสื่อกลางในการระดมทุน¹ เครื่องมือทางการเงินหรือเรียกอีกอย่างหนึ่งว่า ตราสารทางการเงินนี้ แบ่งออกเป็น 2 ประเภทหลัก ได้แก่ ตราสารทุนซึ่งแสดงถึงความมีส่วนเป็นเจ้าของกิจการ ตัวอย่างของตราสารประเภทนี้ เช่น หุ้นสามัญ หากกิจการออกตราสารประเภทนี้มาระดมทุนก็จะเสียความเป็นเจ้าของไปตามส่วนของตราสารที่กำหนดไป และหากกิจการมีกำไรก็อาจจ่ายปันผลแก่ผู้ถือหุ้นได้ ส่วนตราสารหนี้เป็นตราสารที่แสดงความเป็นเจ้าของหนี้ต่อผู้ออกตราสาร ตัวอย่างของตราสารประเภทนี้ได้แก่ หุ้นกู้ ตั๋วเงิน ผู้ออกตราสารหนี้จะมีภาระในการจ่ายดอกเบี้ยตามที่กำหนดไว้ในตราสารหุ้นกู้แปลงสภาพมีลักษณะเป็นตราสาร

¹ สุทธิ ศุกรพันธ์, สถาบันและตลาดการเงิน (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2521 , หน้า 49.

กึ่งหนี้กึ่งทุนโดยมีการกำหนดอัตราดอกเบี้ย แต่ในขณะที่เดียวกันก็ยังมีสิทธิที่จะแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญได้ การกำหนดอัตราดอกเบี้ยในตราสารขึ้นอยู่กับการศึกษาของผู้ออกตราสารว่าจะ เป็นแบบกำหนดอัตราตายตัว (fixed rate) ซึ่งผู้ออกตราสารทราบถึงภาวะดอกเบี้ยที่จะเกิดขึ้นแน่นอน หรือแบบกำหนดอัตราลอยตัว (floating rate) โดยความเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยจะขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยในตลาดเงิน ดังนั้น ภาวะดอกเบี้ยในกรณีนี้จะไม่แน่นอน นอกจากนี้การใช้สิทธิแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญจะทำให้จำนวนหุ้นผู้แปลงสภาพลดลง และ เปลี่ยน เป็นจำนวนหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นส่วนจำนวนเงินในโครงสร้างเงินทุนรวมจะยังคงเดิม แต่จำนวนของแต่ละรายการในโครงสร้างเงินทุนเปลี่ยนแปลงไป คือ รายการหุ้นผู้แปลงสภาพจะหายไป แต่จะไปเพิ่มรายการหุ้นสามัญตามมูลค่าที่ตราไว้ ซึ่งจะได้กล่าวถึงเรื่องต่าง ๆ นี้โดยละเอียดต่อไป

1. ตลาดการเงิน (Financial Market)

ตลาดการเงินนั้นแบ่งได้เป็นสองส่วนคือ ตลาดเงิน (Money Market) และ ตลาดทุน (Capital Market)

ตลาดเงิน คือ แหล่งการในการระดมเงินทุนระยะสั้นแล้วจัดสรรให้กับผู้ต้องการเงินเป็นการชั่วคราว สถาบันในตลาดเงินได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ เป็นต้น ตราสารการเงินที่ใช้ในตลาดเงินประกอบด้วย คำสัญญาใช้เงิน (Promissory Note) คำแลกเงิน(Bill of Exchange) คำเงินคลัง(Treasury Bill)และคำเงินฝาก(Certificate of Deposit) เป็นต้น

ตลาดทุน เป็นแหล่งระดมเงินทุนระยะยาวเพื่อจัดสรรให้กับผู้ที่ต้องการทุนระยะยาว สถาบันในตลาดทุนได้แก่ บริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทเครดิตฟองซิเอร์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตราสารทางการเงินหรือหลักทรัพย์ในตลาดทุนประกอบด้วย หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ วอแรนท์ (Warrant) หุ้นกู้และหุ้นกู้แปลงสภาพ เป็นต้น

ตลาดทุนนั้นแบ่งได้เป็น 2 ประเภทคือ ตลาดแรก (Primary Market) และตลาดรอง (Secondary Market)

- ตลาดแรกหรือตลาดหลักทรัพย์ออกใหม่ (New Issues Market) เป็นตลาดที่องค์กรธุรกิจที่ต้องการจะออกและเสนอขายหลักทรัพย์มาทำการออก และเสนอขายหลักทรัพย์ให้กับนักลงทุน เป็นครั้งแรก

- ตลาดรองหรือตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ (Trading Market) เป็นแหล่งกลางที่นักลงทุนสามารถ เข้ามาทำการซื้อขายหลักทรัพย์ เปลี่ยนมือกัน หลังจากที่ยึดมาจากผู้ออกหลักทรัพย์นั้นแล้ว

ความสัมพันธ์ระหว่างตลาดเงินและตลาดทุนนั้น เป็นไปอย่างใกล้ชิดทั้งนี้ นักลงทุนมีสิทธิที่จะเลือกลงทุนในตลาดใดก็ได้ และองค์กรธุรกิจที่ต้องการระดมทุนก็สามารถที่จะเลือกระดมทุนจากตลาดเงินหรือตลาดทุนก็ได้ ขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ในการใช้เงินว่า มีลักษณะสั้นหรือยาว เช่น หากองค์กรธุรกิจต้องการเงินทุนระยะยาวก็ควรจะไประดมทุนในตลาดทุนมากกว่าตลาดเงิน เพราะในตลาดทุนนั้น เครื่องมือทางการเงินส่วนใหญ่จะมีลักษณะที่จะต้องถือเป็นระยะเวลายาวนานกว่า และองค์กรธุรกิจนั้นจะมีภาระผูกพันในเรื่องของอัตราดอกเบี้ยที่ยาวนานกว่า อย่างไรก็ตาม เครื่องมือทางการเงินในตลาดเงินและตลาดทุนก็อาจจะมียุทธศาสตร์เวลาที่คาบเกี่ยวกันหรือเหลื่อมกันได้²

² เรื่องเดียวกัน, หน้า 43.

2. ประเภทของตราสาร

การที่องค์กรธุรกิจจะเลือกใช้ตราสารหนี้หรือตราสารทุนมาใช้ในการระดมทุนของกิจการขึ้นอยู่กับความจำเป็นของการใช้เงินทุนว่า มีลักษณะ เช่นไร ประกอบกับการพิจารณาถึงปัจจัยอื่น ๆ ที่มีผลกระทบต่อการใช้ตราสารหนี้หรือตราสารทุนในการระดมทุนว่าจะประสบความสำเร็จมากน้อยแค่ไหน ซึ่งรวมถึงการพิจารณาลักษณะเฉพาะของตราสารแต่ละประเภทว่า มีลักษณะเฉพาะที่เชื่อต่อการระดมทุน หรือไม่อย่างไร

- ตราสารทุน มีลักษณะเฉพาะคือ

1. แสดงความเป็นเจ้าของกิจการ (Ownership)
2. มีสิทธิในการออกเสียง (Voting Rights)
3. ได้รับเงินปันผล (Dividend) และ
4. มีส่วนล้ำมูลค่าหุ้น (Premium)

- ตราสารหนี้ มีลักษณะเฉพาะคือ

1. มีเงินต้น (Principal) ซึ่งเป็นเงินที่กิจการได้ยืมไปเพื่อใช้ในการดำเนินกิจการและต้องมีการจ่ายเงินให้แก่ผู้ยืมซึ่งก็คือเจ้าหนี้
2. มีการกำหนดอัตราดอกเบี้ย ซึ่งเป็นผลตอบแทนที่องค์กรธุรกิจตกลงจะจ่ายให้แก่ผู้ให้กู้ยืมตามที่กำหนดไว้ในสัญญา อย่างไรก็ตามผลตอบแทนในตราสารหนี้ อาจจะอยู่ในรูปแบบอื่นก็ได้ เช่น ผลต่างระหว่างราคาไถ่ถอนกับราคาจำหน่าย หรือได้รับส่วนลด เป็นต้น อัตราดอกเบี้ยนั้นอาจจะมีการกำหนดไว้แน่นอนตายตัวหรือลอยตัวก็ได้
3. มีกำหนดระยะเวลาไถ่ถอน

ความแตกต่างที่สำคัญระหว่างตราสารหนี้และตราสารทุนจากการพิจารณาลักษณะเฉพาะดังกล่าวข้างต้นก็คือ ตราสารหนี้มีการกำหนดเรื่องระยะเวลาการไถ่ถอน ในขณะที่ตราสารทุนนั้นไม่มีการกำหนดเอาไว้ ทั้งเพราะว่า ตราสารทุนเป็นการลงทุนเพื่อเข้ามามีส่วนร่วมในการประกอบกิจการโดยอยู่ภายใต้แนวความคิดของการคงอยู่ตลอดไป

(Going Concern) แต่ตราสารหนี้จะมีการกำหนดอายุ (Maturity) นอกจากนี้ตราสารหนี้ยังไม่ทำให้มีกลไกสิทธิในการออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้น (Non-Voting Rights) ด้วย เพราะถือว่าผู้ถือตราสารหนี้ไม่ต้องเข้าไปรับความเสี่ยงในการประกอบกิจการ และยังไม่ได้รับคืนเงินต้นก่อนผู้ถือหุ้นสามัญหากบริษัทผู้ออกตราสารหนี้เลิกกิจการ อย่างไรก็ตาม อาจจะมีการกำหนดค่าให้การดำเนินการบางอย่างของลูกหนี้ (บริษัทผู้ออกตราสารหนี้) ต้องได้รับความยินยอมจากผู้ถือตราสารหนี้ (เจ้าหนี้) ก่อน ซึ่งเป็นการคุ้มครองให้เจ้าหนี้ได้รับชำระหนี้ตามสัญญา

ความหมายของหุ้นกู้แปลงสภาพ

ก่อนที่จะมีการประกาศใช้พระราชบัญญัติ หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 และพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 นั้น หลัก "authorized but unissued shares" ยังไม่ได้รับการยอมรับให้นำมาใช้ได้ตามกฎหมายไทย ซึ่งหลักดังกล่าวนี้เป็นการรับแนวความคิดที่ว่า บริษัทที่จะทำการออกหุ้นที่เป็นการออกไว้ก่อนแล้วค่อยนำมาเสนอขายทีหลัง เพื่อที่จะเตรียมหุ้นที่ออกใหม่ไว้สำหรับรองรับการแปลงสภาพนั้นย่อมจะสามารถทำได้

โดยประกาศคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เรื่องหลักเกณฑ์ เงื่อนไข และวิธีการในการขออนุญาตเสนอขายหุ้นกู้แปลงสภาพที่ออกใหม่ และหุ้นที่ออกใหม่เพื่อรองรับหุ้นกู้แปลงสภาพ และการอนุญาต ลงวันที่ 30 ตุลาคม พ.ศ. 2535 ข้อ 3 (1) และ (2) (โปรดดูภาคผนวก) แสดงให้เห็นว่ามีการยอมรับหลัก authorized but unissued shares ซึ่งมีผลให้บริษัทมหาชนจำกัดซึ่งเป็นบริษัทที่สามารถออกหุ้นกู้แปลงสภาพเพื่อใช้ระดมทุนจากประชาชนได้สามารถออกหุ้นที่เป็นการออกไว้ก่อนแล้ว ค่อยนำมาเสนอขายทีหลัง เพื่อที่จะเตรียมหุ้นที่ออกใหม่ไว้เพื่อรองรับการแปลงสภาพก็สามารถทำได้

สำหรับความหมายของคำว่า หุ้นกู้แปลงสภาพนั้น ตามมาตรา 4 แห่งพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535 และจากประกาศของคณะกรรมการ ก.ล.ต. ฉบับดังกล่าวข้างต้น ข้อ 1 ได้ให้ความหมายไว้ว่า หุ้นกู้แปลงสภาพ หมายถึง หุ้นกู้ที่อาจจะแปลงสภาพแห่งสิทธิเป็นหุ้นได้

ดังนั้น จากการให้นิยามดังกล่าวข้างต้น จึงอาจกล่าวได้ว่า หุ้นกู้แปลงสภาพนั้น เป็นหลักทรัพย์ซึ่งประกอบด้วยหุ้นกู้ (Debenture) ที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นกู้ที่จะเลือกแปลงสภาพเป็นหลักทรัพย์ประเภทอื่น เช่น หุ้นกู้ที่สามารถแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญได้ เป็นต้น ทั้งนี้ รูปแบบ เงื่อนไข และราคาในการแปลงสภาพนั้นจะต้องเป็นไปตามที่ระบุไว้ เมื่อครั้งที่มีการออกและเสนอขายหุ้นกู้แปลงสภาพ

นอกจากนี้ Frank และ Scholfeild ³ ได้อธิบายความหมายของหุ้นกู้แปลงสภาพไว้ว่า

เป็นตราสารที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือภายใต้เงื่อนไขที่ว่า ผู้ถือสามารถทำการใช้สิทธิแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญได้ภายในเวลาที่กำหนด (a specified time) และในขณะที่ยังไม่ได้มีการใช้สิทธิแปลงสภาพ ผู้ถือจะได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ย

ส่วน C.T.Mao ⁴ กล่าวว่า หุ้นกู้แปลงสภาพนั้นเป็นการผสมผสานกันระหว่างตราสารประเภทหนี้และตราสารประเภททุน ในขณะที่ตัวหุ้นกู้นั้นเป็นตราสารที่อยู่ในลักษณะของการเป็นเครื่องมือที่ใช้ในการระดมทุนได้ด้วยตัวของมันเองอยู่แล้ว แต่การให้สิทธิแปลงสภาพที่ถูกลำมาประกอบนั้นเป็นผลมาจากการมีข้อกำหนดที่เรียกว่า Bond Contract หรือสัญญาประกอบหุ้นกู้ เพื่อเป็นเครื่องจูงใจสำหรับนักลงทุน

³ Julian R.Frank and Harry H.Scholfeild, Coperate Finace Management (Gover Press,1977), p.177.

ประเภทของหลักทรัพย์แปลงสภาพ แบ่งได้เป็นสองประเภทคือ ⁵

1. หุ้นกู้ หรือ Corporate Debenture

หุ้นกู้แปลงสภาพส่วนใหญ่ หรือเกือบทั้งหมดจะเป็นหลักทรัพย์ที่ไม่มีประกัน และมีการใช้สิทธิเรียกหุ้นคืนถ้าจำเป็น ทั้งนี้เพื่อความคล่องตัวในการได้ถอนคืน เมื่อเกิดความต้องการ ด้วยเหตุที่หุ้นกู้แปลงสภาพประเภทนี้จะให้โอกาสนักลงทุนที่จะเปลี่ยนสภาพตัวเองจากผู้ถือหุ้นกู้มาเป็นหุ้นสามัญ การจัดหาเงินทุนด้วยวิธีการออกหุ้นกู้แปลงสภาพ จึงมักเสียค่าใช้จ่ายน้อยกว่าการจัดหาเงินทุนโดยวิธีการออกหุ้นกู้ชนิดธรรมดา

2. หุ้นบุริมสิทธิ

หุ้นบุริมสิทธิแปลงสภาพในภาคธุรกิจนี้มีการทำกันน้อยมาก และมักจะใช้เฉพาะกรณีที่ต้องการให้บุริมสิทธิของบริษัทซื้อขายคล่อง เงินปันผลที่จ่ายมักจะมีต่ำกว่าเงินปันผลที่ได้จากหุ้นบุริมสิทธิชนิดธรรมดา หรือหุ้นบุริมสิทธิชนิดที่ไม่มีการแปลงสภาพซึ่งมีความเสี่ยงเท่ากัน ทั้งนี้ นอกจากจะได้รับเงินปันผลของหุ้นบุริมสิทธิในจำนวนเงิน หรืออัตราที่คงที่แล้ว ยังมีโอกาสร่วมรับประโยชน์อันเกิดจากราคาหุ้นสามัญของธุรกิจนั้นสูงขึ้นในอนาคตอีกด้วย

⁴ Jame C.T. Mao, Coperate Finace Decisions (California : Pavan Publishers palo Alto,)p.409.

⁵ เพชร บูมทรัพย์, การบริหารการเงิน หน้าที่ 8-15 (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์สุโขทัยธรรมาธิราช, 2535), หน้า 510.

วิธีการแปลงสภาพ

การแปลงสภาพหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญนั้นมี 2 วิธีการ คือ

ก. การแปลงสภาพด้วยความสมัครใจ (Voluntary Conversation) คือ การที่ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพยืมดีที่จะใช้สิทธิตามที่กำหนดไว้ในสัญญาในหุ้นกู้ (Indenture) เพื่อทำการแปลงสภาพหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญภายในเวลาที่กำหนด ซึ่งการแปลงสภาพด้วยความสมัครใจนี้จะเกิดขึ้นในกรณีที่ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพเห็นว่า ผลตอบแทนที่ได้รับจากการเป็นผู้ถือหุ้นสามัญนั้นสูงกว่าการเป็นผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพ ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพก็จะใช้สิทธิในการแปลงสภาพทันที หรือในกรณีที่ราคาตลาด (Market Value) ของหุ้นสามัญกำลังสูงขึ้นเรื่อย ๆ และคาดว่า จะต้องสูงขึ้นไปอีก ดังนั้นโอกาสในการเก็งกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้นสามัญจะมีมาก ทำให้ผู้ถือหุ้นกู้ยืมดีที่แปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ

ข. การถูกบังคับให้แปลงสภาพ หรือการเรียกคืน (Call Provisions) คือ สิทธิในการเรียกหุ้นกู้แปลงสภาพคืนก่อนครบกำหนด เป็นสิทธิที่ผู้ออกหุ้นกู้สามารถเลือกปฏิบัติว่า จะปลดภาระผูกพันตามกฎหมายก่อนครบกำหนดเวลาใดก่อนหรือไม่ ซึ่งการเรียกคืนก่อนครบกำหนด เช่นนี้ บริษัทผู้ออกหุ้นกู้จะใช้สิทธิในกรณีที่มี sinking fund อยู่ในมือพร้อมที่จะไถ่ถอนได้ หรือบริษัทผู้ออกหุ้นกู้อาจจะต้องการเปลี่ยนโครงสร้างของทุน (capital) เช่น การทำ refunding คือ การที่ผู้ออกหุ้นกู้แปลงสภาพจะทำการไถ่ถอนหุ้นกู้แปลงสภาพที่ได้มีการออกมาก่อนหน้านี้และมีอัตราดอกเบี้ยที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในการออกหุ้นกู้แปลงสภาพครั้งหลัง ซึ่งโดยปกติการเรียกคืนนี้มักจะเรียกคืนในราคาที่สูงกว่ามูลค่าที่ตราไว้ (face value) ส่วนที่เกินออกมาจากราคาที่ตราไว้ นั้นเรียกว่า call premium

1. เงื่อนไขที่เกี่ยวกับการแปลงสภาพ

ลักษณะเฉพาะของหุ้นกู้แปลงสภาพที่จะต้องมีการกำหนดเงื่อนไขเกี่ยวกับการแปลงสภาพ ซึ่งจะต้องปรากฏอยู่ในหนังสือชี้ชวน (Prospectus) ของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้แปลงสภาพจะมีสาระสำคัญดังนี้

ก. ราคาแปลงสภาพ หรือ Conversion Price คือราคาแลกเปลี่ยน
หุ้นผู้แปลงสภาพไปเป็นหุ้นสามัญ ซึ่งตามปกตินั้นราคาแปลงสภาพจะถูกกำหนดให้ค่อย ๆ
สูงขึ้นเรื่อย ๆ ตามระยะเวลาที่กำหนดไว้

ข. อัตราแปลงสภาพ หรือ Conversion Ratio คือจำนวนหุ้นสามัญ
ที่ผู้ถือหุ้นผู้แปลงสภาพจำนวน 1 หุ้นสามารถแลกเปลี่ยนได้

ค. การคำนวณมูลค่าเศษของหุ้น หรือ Fractional Share Adjustment
คือ เมื่อมีการนำหุ้นผู้แปลงสภาพมาแลกเปลี่ยนเป็นหุ้นสามัญตามราคาที่กำหนดได้ จำนวนหุ้นสามัญที่
มากที่สุดเท่าที่วงเงินของหุ้นผู้ถืออยู่จะอำนวยให้และอาจจะมีเศษหุ้นเกิดขึ้นได้ เศษหุ้นนี้
บริษัทผู้ออกหุ้นผู้แปลงสภาพจะชำระเป็นเงินสดให้ตามราคาหุ้นสามัญที่ได้คำนวณ

ง. ระยะเวลาแปลงสภาพ หรือ Conversion Period คือการกำหนด
ระยะเวลาให้สิทธิการแปลงสภาพแก่ผู้ถือหุ้นผู้แปลงสภาพ เช่น อาจกำหนดให้มีการแปลงสภาพ
ได้ทุกๆ 6 เดือน เป็นต้น

จ. อัตราดอกเบี้ยนั้น เป็นข้อกำหนดที่มีเพื่อเป็นการตอบแทนผู้ถือหุ้นผู้
แปลงสภาพ ซึ่งโดยปกติแล้วมักจะมีอัตราต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ทั่ว ๆ ไป ทั้งนี้เพราะว่า
หุ้นผู้แปลงสภาพนั้นให้สิทธิแก่ผู้ถือในการที่จะแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญได้

อัตราดอกเบี้ยที่กำหนดไว้ในการออกหุ้นผู้แปลงสภาพนี้ เป็นอัตราดอกเบี้ย
ที่เรียกว่า Conventional Interest กล่าวคือ เป็นอัตราดอกเบี้ยที่จ่ายในอัตราที่มี
การกำหนดไว้ระหว่างคู่สัญญา ซึ่งอาจกำหนดไว้เป็นอัตราที่แน่นอนหรือลอยตัวก็ได้ และ
อัตราดอกเบี้ยที่มีการจ่ายในการออกหุ้นผู้แปลงสภาพนี้ เป็นคนละกรณีกับการจ่ายดอกเบี้ย
ในกรณีที่มีการผิดนัด (default) หรือการไม่ปฏิบัติตามสัญญาตามที่กฎหมายกำหนดเอาไว้⁶

⁶ John C. Howell, Corporate Executive's Legal Handbook
(New Jersey : Prentice Hall Englewood Cliffs, 1987), p.192

จ. ข้อกำหนดเกี่ยวกับสิทธิในการออกเสียงเพื่อเลือกกรรมการ (Vote for Director) ของผู้ถือหุ้นผู้แปลงสภาพนั้นจะแตกต่างจากการเป็นผู้ถือหุ้นสามัญ เพราะผู้ถือหุ้นผู้แปลงสภาพนั้นจะไม่มีสิทธิในการออกเสียงเลือกกรรมการ ซึ่งจะมีผลทำให้ประโยชน์ที่จะได้รับจากคณะกรรมการที่ทำการพิจารณาให้มีการจ่ายเงินปันผลนั้นตกไป จึงไม่มีผลกระทบต่อผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นสามัญจะได้รับ ⁷

ข. ข้อกำหนดที่เกี่ยวกับหลักประกันในหุ้นผู้แปลงสภาพนั้น โดยส่วนใหญ่การออกหุ้นผู้แปลงสภาพจะเป็นการออกหุ้นแบบไม่มีหลักประกัน ดังนั้น ความน่าเชื่อถือและเหตุจูงใจที่ทำให้นักลงทุนสนใจเข้ามาลงทุนจึงขึ้นอยู่กับชื่อเสียงของบริษัท อัตราดอกเบี้ยที่กำหนด และอาจมีการคาดการณ์ว่า ราคาหุ้นสามัญของบริษัทผู้ออกหุ้นผู้แปลงสภาพนั้นจะสูงขึ้นในอนาคต รวมถึงการพิจารณาว่า สภาพคล่องของบริษัทผู้ออกหุ้นผู้แปลงสภาพนั้นมีมากน้อยแค่ไหน เพื่อที่จะคาดการณ์ได้ว่า บริษัทผู้ออกหุ้นผู้แปลงสภาพนั้นจะมีความสามารถในการรองรับการไถ่ถอนหุ้นผู้แปลงสภาพได้มากน้อยอย่างไร

ค. ข้อกำหนดเกี่ยวกับสิทธิของบริษัทที่อาจจะเปลี่ยนแปลงไปหรือเพิ่มเติมเงื่อนไขในกรณีที่มีการเพิ่มทุน การลดทุน การแตกหุ้น การออกหลักทรัพย์ที่ให้สิทธิจองซื้อหุ้นใหม่ การออกหุ้นผู้แปลงสภาพเพิ่มเติมหรือการออกหุ้นปันผล หรือกรณีอื่นใดที่มีผลกระทบต่อส่วนได้เสียของผู้ถือหุ้นผู้แปลงสภาพ

ง. ข้อกำหนดที่เกี่ยวกับการไถ่ถอนคืนเมื่อครบกำหนด และการไถ่ถอนคืนก่อนครบกำหนด (Call Provision) และ เงื่อนไขสำคัญอื่น ๆ ถ้ามี

⁷ William A.Klein, Bussines Organization and Finance (Mineola : Foundation Press, 1980), p.192

เหตุจูงใจในการออกหุ้นกู้แปลงสภาพ

การจัดการเงินทุนด้วยการออกหุ้นสามัญ (Common Stock) ในบางครั้งอยู่ในช่วงที่ไม่เอื้ออำนวย เช่น ราคาหุ้นสามัญในตลาดซื้อขายหลักทรัพย์นั้นมีแนวโน้มต่ำลง หรือถ้ามีการออกหุ้นสามัญในขณะนั้นจะไม่สามารถจำหน่ายได้ตามเป้าหมายที่วางไว้ หรือถ้าสามารถจำหน่ายได้ก็จะต้องขายในราคาที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ซึ่งส่งผลให้ต้องมีการออกหุ้นสามัญเป็นจำนวนมาก และกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนและกำไรต่อหุ้นในอนาคตของบริษัทได้

ดังนั้น การออกหุ้นกู้แปลงสภาพซึ่งเป็นตราสารที่คาบเกี่ยวระหว่างความเป็นตราสารหนี้และตราสารทุน จึงเป็นทางเลือกที่องค์กรธุรกิจจะเลือกใช้ในการระดมทุนสำหรับรองรับสถานการณ์ที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้นได้ ทั้งนี้มูลเหตุจูงใจที่ทำให้้องค์กรธุรกิจระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้แปลงสภาพนั้นอาจแบ่งได้ 3 กรณี คือ

1. เป็นการช่วยชะลอการออกหุ้นสามัญ

กล่าวคือ การระดมทุนโดยการใช้หุ้นกู้แปลงสภาพเป็นเพียงการชะลอเพื่อออกหุ้นสามัญในอนาคต โดยที่ทั้งองค์กรธุรกิจผู้ออกหุ้นกู้แปลงสภาพและผู้ซื้อหุ้นกู้แปลงสภาพต่างก็คาดหมายว่า จะมีการแปลงสภาพหุ้นกู้มาเป็นหุ้นสามัญภายในเวลาใด เวลาหนึ่งภายในอายุของหุ้นกู้นั้น ดังนั้น แม้ว่าขณะนั้นภาวะเศรษฐกิจจะไม่เอื้ออำนวยให้มีการระดมทุนด้วยการออกหุ้นสามัญ แต่หากในอนาคตภาวะเศรษฐกิจเอื้ออำนวยก็เท่ากับเป็นการช่วยไม่ให้องค์กรธุรกิจต้องออกหุ้นสามัญ ทั้ง ๆ ที่รู้ว่า มีความเสี่ยงในเรื่องการจำหน่ายหุ้นสามัญไม่ได้ตามเป้าหมายก็ตาม

สำหรับองค์กรธุรกิจที่อยู่ในระยะเริ่มแรกของการก่อตั้งย่อมไม่มีชื่อเสียงเป็นที่ดึงดูดใจนักลงทุนให้เข้ามาซื้อหุ้นสามัญ ซึ่งอาจมีผลทำให้ราคาขายหุ้นสามัญต่ำกว่าที่ควรจะเป็น และต้องมีการออกหุ้นสามัญเป็นจำนวนมาก ดังที่กล่าวมาแล้วข้างต้น

2. เป็นการดึงดูจิตใจนักลงทุน

หุ้นผู้แปลงสภาพนั้นจะดึงดูดใจผู้ซื้ออย่างมากกว่าหุ้นผู้ธรรมดา ในกรณีที่เป็น การออกโดยบริษัทเดียวกัน⁸ เพราะการถือหุ้นผู้แปลงสภาพมีโอกาสที่จะ เปลี่ยนสภาพตัวเอง จากการเป็นผู้ถือหุ้นผู้ ซึ่งไม่มีสิทธิออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้น และยังมีโอกาสที่จะ เก็งกำไรจากผลต่างของราคาหุ้นสามัญที่อาจจะเพิ่มสูงขึ้นจากวันที่ได้มีการออกหุ้นผู้แปลงสภาพ ซึ่งเมื่อได้มีการใช้สิทธิแปลงสภาพแล้ว ผู้ถือหุ้นผู้แปลงสภาพก็จะกลายมาเป็นผู้ถือหุ้นสามัญ และหากยังคงความ เป็นผู้ถือหุ้นสามัญต่อไปก็จะทำให้ผู้ถือหุ้นมีโอกาสที่จะได้รับส่วนแบ่งใน ความสำเร็จจากการประกอบการดังกล่าวมาแล้วข้างต้น จากเหตุผลดังกล่าวนี้เองที่ทำให้ อัตราดอกเบี้ยของหุ้นผู้แปลงสภาพนั้นมักจะต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยของหุ้นผู้ธรรมดาที่ออกโดย บริษัทเดียวกัน⁹

3. เป็นการระดมเงินต้นทุนต่ำ

การออกหุ้นผู้แปลงสภาพนั้นจะพบว่ามีต้นทุนจากอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าการ ออกหุ้นผู้ธรรมดา เพราะการใช้สิทธิในการแปลงสภาพจากหุ้นผู้มาเป็นหุ้นสามัญ ทำให้ เงินทุนที่ได้มาจากการขายหุ้นผู้แปลงสภาพนั้นมีต้นทุนในอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำลงไปด้วย

อย่างไรก็ตาม การออกหุ้นผู้แปลงสภาพเพื่อการระดมทุนก็มีข้อเสีย คือ การออก ตราสารหนี้นั้นจะก่อให้เกิดภาระหน้าที่แก่องค์กรธุรกิจผู้ออกหุ้นผู้แปลงสภาพที่จะต้องทำการ จ่ายดอกเบี้ยตามอัตราที่กำหนดไว้ทุกงวดตามที่มีการตกลงไว้ในสัญญา จนกว่าผู้ถือหุ้นผู้ แปลงสภาพจะใช้สิทธิแปลงสภาพหรือทำการไถ่ถอน ปัญหาเกิดขึ้นเมื่อบริษัทผู้ออกหุ้นผู้ แปลงสภาพนั้นประสบปัญหาทางการเงินจนไม่สามารถชำระดอกเบี้ยตามเวลาที่กำหนดได้ และบริษัทผู้ออกหุ้นผู้แปลงสภาพอาจถูกฟ้องล้มละลายได้ หรือกรณีที่ผู้ถือหุ้นผู้แปลงสภาพ

⁸ เพชร บูมทรัพย์, การบริหารการเงิน หน้าที่ 8-15 (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์สุโขทัยธรรมาธิราช, 2535), หน้า 510.

⁹ เรื่องเดียวกัน, หน้า 510.

ใช้สิทธิในการแปลงสภาพในช่วงระยะเวลาใดเวลาหนึ่งพร้อมกันมาก ๆ บริษัทผู้ออกหุ้นกู้ก็ต้องการที่จะรองรับการแปลงสภาพนั้น กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ บริษัทผู้ออกหุ้นกู้แปลงสภาพนั้นจะต้องมีสภาพคล่องที่ดี เพื่อที่จะสามารถเตรียมการรองรับการแปลงสภาพหุ้นกู้ได้ตามระยะเวลาที่กำหนด

เหตุผลของการออกและ เสนอขายหุ้นกู้แปลงสภาพในตลาดต่างประเทศ

หุ้นกู้แปลงสภาพ เป็น เครื่องมือในการระดมทุนที่ลักษณะ เป็นตราสารหนี้คาบเกี่ยวกับความเป็นตราสารทุน ในประเทศไทยนั้นการระดมทุนโดยหุ้นกู้แปลงสภาพ เท่าที่ผ่านมายังคงมีไม่มากนัก อีกทั้งแนวโน้มส่วนใหญ่ของการใช้หุ้นกู้แปลงสภาพ ซึ่งเป็นตราสารหนี้ระยะยาวนั้นมี เป้าหมายหลักที่จะออกไป เสนอขายนักลงทุนต่างประเทศมากกว่า จึงต้องทำให้ตราสารหนี้นี้มีรูปแบบที่ดึงดูดใจ หรือจูงใจให้กับกลุ่มนักลงทุน ประกอบกับการผ่อนคลายการควบคุมปรวรดเงินตราและการเปิดเสรีทางการเงินด้านต่าง ๆ เป็นลำดับ รวมทั้งความพยายามที่จะทำให้ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางการเงินในภูมิภาค และผลจากการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ทำให้องค์กรธุรกิจในปัจจุบันมีทางเลือกในการระดมทุนโดยผ่านตลาดทุนที่ใช้หุ้นกู้แปลงสภาพเป็นเครื่องมือนั้นมีมากขึ้น

อย่างไรก็ตาม แม้ว่ากฎหมายต่าง ๆ จะมีส่วนช่วยให้การระดมทุนในตลาดทุนในประเทศไทยสามารถทำได้มากขึ้นและสะดวกขึ้นแล้ว แต่ด้วยขีดจำกัดบางประการ เช่น การมีข้อกำหนดจำกัดการลงทุนในตราสารหนี้ของสถาบันการเงินต่าง ๆ อาทิ ธนาคารพาณิชย์ จะสามารถซื้อหุ้นกู้มีมูลค่ารวมกันทั้งสิ้นไม่เกินร้อยละ 20 ของเงินกองทุนของธนาคารพาณิชย์นั้น มีผลทำให้กลุ่มผู้ลงทุนในตลาดทุนในตราสารหนี้ถูกจำกัดอยู่ในวงแคบไปด้วยประกอบกับภาวะอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยก็บางครั้งก็มีความผันผวนมาก บางครั้งก็มีอัตราสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยในต่างประเทศมาก จึงทำให้ตลาดทุนในประเทศไทยไม่ได้เป็นเป้าหมายหลักของการระดมทุนด้วยตราสารหนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งที่เป็นการออกหุ้นกู้แปลงสภาพ

การนำตราสารหนี้ไปออกและเสนอขายในตลาดต่างประเทศนั้น มีเป้าหมายในการระดมทุนยังกลุ่มนักลงทุนต่างประเทศเป็นสำคัญ ดังนั้นจึงต้องนำตราสารหนี้ที่ผ่านกระบวนการออกและเสนอขายจากในประเทศแล้ว ไปทำการจดทะเบียนซื้อขายตามกฎหมายของต่างประเทศด้วย เช่น กรณีของบริษัท เงินทุนเอกชน จำกัด (มหาชน) นำหุ้นกู้แปลงสภาพซึ่งมีลักษณะเป็นตราสารด้อยสิทธิไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และขายในประเทศสหรัฐอเมริกาภายใต้กฎข้อ 144A ซึ่งมีผลทำให้การออกและเสนอขายหุ้นกู้แปลงสภาพของบริษัท เงินทุน เอกชน จำกัด (มหาชน) นั้นต้องนำเอากฎหมายต่างประเทศ ได้แก่ กฎหมายของประเทศอังกฤษและสหรัฐอเมริกา มาบังคับใช้แก่กรณีด้วย เป็นต้น

ดังนั้นการออกและเสนอขายหุ้นกู้แปลงสภาพในตลาดต่างประเทศจึงต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดกฎหมายไทยซึ่งเป็นกฎหมายใน และต้องปฏิบัติตามกฎข้อบังคับของการออกและเสนอขายหุ้นกู้แปลงสภาพในตลาดต่างประเทศที่ไปทำการออกและเสนอขายด้วย

แม้ว่า ตามข้อกำหนดของไทยจะมีการแก้ไขเพิ่มเติมข้อกำหนดในบางเรื่องเพื่อรองรับกับกฎหมายต่างประเทศแล้วก็ตาม ทว่าในทางปฏิบัติแล้วยังคงมีข้อหาที่เป็นผลมาจากการไม่มีกฎหมายข้อนี้รองรับอย่างเฉพาะเจาะจง เช่น กรณีการออกหุ้นกู้เพื่อเสนอขายให้กับนักลงทุนในต่างประเทศทั้งจำนวน ตามประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนดให้ต้องมีการแต่งตั้งผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ที่มีคุณสมบัติเป็นไปตามกฎหมายของประเทศที่จะเสนอขายหุ้นกู้ นั้น การออกและเสนอขายหุ้นกู้แปลงสภาพให้กับนักลงทุนต่างประเทศทั้งจำนวนก็ต้องนำกฎข้อนี้มาใช้ด้วยนั้น ผลก็คือภายหลังจากที่มีการแต่งตั้งผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้แล้วนั้น ฐานะทางกฎหมาย บทบาทการปฏิบัติหน้าที่ตามกฎหมาย ซึ่งรวมไปถึงการใช้สิทธิและหน้าที่เสมือนเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นกู้ นั้น ได้รับการยอมรับอย่างน้อยแค่ไหนตามกฎหมายไทย ซึ่งกลายเป็นข้อหาที่เกิดขึ้นมา แม้ว่า จะมีการออกข้อกำหนดรองรับไว้เป็นอย่างดีแล้วก็ตาม เป็นต้น



ดังนั้น แม้ว่าจะมีการแก้ไขเพิ่มเติมกฎระเบียบ เพื่อให้การนำตราสารประเภท
หนี้ไประดมทุนในตลาดต่างประเทศได้สะดวกแล้วก็ตาม ทว่ายังมีกฎระเบียบบางข้อของ
ประเทศที่ไปออกและ เสนอขายหุ้นกู้แปลงสภาพนั้น ผู้ออกหุ้นกู้จะต้องตกอยู่ภายใต้ข้อบังคับ
ซึ่งอาจก่อให้เกิดปัญหากฎหมายตามมาได้ ทั้งนี้ เพราะการออกหุ้นกู้แปลงสภาพนั้น เป็น
การทำธุรกรรมที่มีอยู่ เกี่ยวข้องหลายฝ่าย ไม่ใช่ เป็นการกู้ยืมแบบธรรมดาที่มีกฎหมาย เฉพาะ
บัญญัติรองรับไว้เป็นกรณี เฉพาะ ดังนั้น มาตรการทางกฎหมายที่โดยปกตินั้นสามารถใช้ได้
กับการกู้ยืม เงินธรรมดาจึงไม่ เชื่อมต่อการนำมาใช้กับการออกหุ้นกู้แปลงสภาพ การศึกษา
ถึงปัญหากฎหมายที่เกิดขึ้นจึง เป็น เครื่องมืออย่างหนึ่งที่จะช่วยให้การระดมทุน ทำให้การออก
หุ้นกู้แปลงสภาพนั้นมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น และ เป็นผลดีต่อการดำเนินงานขององค์กร
ธุรกิจที่คิดจะใช้หุ้นกู้แปลงสภาพ เป็น เครื่องมือในการระดมทุนต่อไปในอนาคต