บทที่ 6 การชำระคืนเงินต้น

เรื่องของการชำระคืนเงินต้นเป็นสาระสำคัญอีกอันหนึ่งที่ผู้กู้ไม่ควรจะละเลยเพราะมีส่วนสัมพันธ์กับวัตถุประสงค์ของการใช้เงิน และยังมีผลต่อต้นทุนรวมของเงินกู้อีกด้วย ผู้กู้สามารถเลือกวิธีการชำระคืนเงินต้นให้สอดคล้องกับโครงการที่จะนำเงินกู้นั้นไปใช้ เช่น การชำระคืนครั้งเดียวเมื่อครบอายุเงินกู้ หรือทยอยชำระคืนเป็นงวดๆ ถ้าเป็นโครงการลงทุนขนาดใหญ่อาจสามารถจัดตารางการชำระคืนเงินต้นให้สอดคล้องกับรายรับที่คาดว่าจะเข้ามาในแต่ละช่วงเวลาได้ด้วย แต่ทั้งนี้ต้องขึ้นกับเทคนิคการเจรจาต่อรองกับผู้ให้กู้ให้เห็นคล้อยตามไปด้วย การชำระคืนเงินต้น มีสองประเภทหลักๆ คือ

การชำระคืนเงินต้นทั้งจำนวนเมื่อครบอายุเงินกู้ (Bullet Repayment) วิธีนี้ผู้กู้จะได้ใช้เงินกู้อย่างเต็มเวลา ในขณะที่ผู้ให้กู้จะมีความเสี่ยงสูง ดังนั้นถ้าเป็นผู้กู้รายใหม่ๆ ที่ยังไม่เป็นที่รู้จักหรือมีประวัติในการกู้ยืม (Track Record) มาก่อน มักนิยมให้กู้แบบทยอยชำระคืน

การทยอยชำระคืน (Amortizing Repayment) คือ การแบ่งชำระเงินต้นเป็นงวดๆ ในช่วงอายุเงินกู้ ถ้าทยอยชำระคืนเป็นงวดๆ งวดละเท่าๆ กันเรียกว่า Equal Installments เช่น ชำระทุกสามเดือน หรือทุกหกเดือน ยกตัวอย่างเช่น เงินกู้อายุ 5 ปี ชำระเงินต้นทุกหกเดือน เริ่มชำระเมื่อสิ้นเดือนที่หก ดังนั้น จะมีทั้งหมดสิบงวด ให้เอาสิบหารจำนวนเงินต้นทั้งหมดก็จะได้จำนวนที่ต้องชำระต่องวด ถ้าไม่ลงตัวนิยมปัดเศษไปงวดสุดท้าย ส่วนการทยอยชำระคืนแบบแต่ละงวดไม่เท่ากัน ก็แล้วแต่สองฝ่ายจะเห็นชอบร่วมกันในการกำหนดตารางชำระเงินต้น เช่น ชำระแบบงวดแรกๆ จำนวนน้อยแล้วค่อยๆ เพิ่มขึ้นในงวดหลังๆ เรียกวิธีนี้ว่า Balloon Repayment เป็นการแบ่งเบาภาระของผู้กู้ในช่วงแรกๆ เหมาะกับการกู้เงินในลักษณะ Project Financing การทยอยชำระคืนเงินต้นอาจมีการยินยอมให้มีช่วงปลอดการชำระคืนเงินต้นในช่วงระยะแรกก็ได้ เรียกว่า ระยะปลอดหนี้ (Grace Period) เช่น เงินกู้มีอายุ 10 ปีรวมระยะปลอดหนี้ 3 ปี เพราะฉะนั้นจะเริ่มชำระคืนเงินต้นงวดแรกเมื่อสิ้นปีที่สาม ถ้าชำระคืนทุกหกเดือนงวดละเท่าๆ กัน จะต้องชำระทั้งสิ้น 15 งวด

การคำนวณ Effective Maturity หรืออายุเฉลี่ยของเงินกู้ อธิบายง่ายๆ จะหมายถึงระยะเวลาที่ผู้กู้ได้ใช้ประโยชน์จากเงินกู้อย่างเต็มที่ เงินกู้ที่มีการชำระคืนเป็นแบบ Bullet Repayment จะมี Effective Maturity เท่ากับอายุเงินกู้ แต่ถ้าเป็นแบบทยอยชำระคืน จะมี Effective Maturity ที่สั้นกว่า เพราะต้องชำระคืนเงินกู้ไปเรื่อยๆ ทำให้ได้ใช้ประโยชน์จากเงินกู้ลดลงเป็นลำดับ เช่น เงินกู้ที่อายุ 5 ปี ชำระคืนเงินต้นทุกสิ้นปีๆ ละ 20% จะมี Effective Maturity เพียง 3 ปีเท่านั้น ถ้ามีระยะปลอดหนี้ ก็จะทำให้ Effective Maturity ยาวขึ้น เช่น เงินกู้อายุ 5 ปี มีระยะปลอดหนี้ 2 ปี ชำระคืนเงินต้นเป็นรายปี ตั้งแต่สิ้นปีที่สอง งวดละ 25% จะมี Effective Maturity เท่ากับ 3.5 ปี โดยมีวิธีการคำนวณดังนี้

ถ้าการชำระคืนเงินต้นเป็นแบบเท่ากันทุกงวด ใช้อายุเงินกู้บวกด้วยระยะปลอดหนี้ แล้วหารด้วยสอง ก็จะได้ Effective Maturity ถ้าเป็นเงินกู้ที่มีการชำระคืนเงินต้นเป็นแบบไม่เท่ากันทุกงวด จะต้องหาผลคูณของจำนวนเงินต้นที่ชำระคืนในแต่ละงวดกับลำดับของงวดนั้นๆ มาบวกกันทั้งหมด แล้วหารด้วยวงเงิน ยกตัวอย่างเช่น เงินกู้จำนวน 50 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ อายุ 5 ปี มีระยะปลอดหนี้ 2 ปี ชำระคืนเงินต้นทุก 6 เดือนแบบ Balloon Repayment ตามตารางข้างล่าง จะสามารถหา Effective Maturity ได้ดังนี้

ปีที่ (t)	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	
เงินต้นที่ชำระคืน (n)	0	0	5	5	5	5	5	5	20	N=50
(t)*(n)	0	0	10	12.5	15	17.5	20	22.5	100	197.5

$$\text{Effective Maturity} = \frac{E\,(t*n)}{N} = 197.5/50 = 3.95 \text{ ปี}$$

การชำระคืนเงินต้นล่วงหน้า (Prepayment) หมายถึง การที่ผู้กู้ต้องการชำระคืนเงินกู้ที่คงค้างอยู่ก่อนครบอายุเงินกู้ เช่น มีแหล่งเงินมาจากที่อื่นที่มีต้นทุนถูกกว่า หรือหมดความจำเป็นในการใช้เงินกู้ ต้องการประหยัดดอกเบี้ย ไม่ว่าเหตุผลอะไรก็ตามในสัญญาเงินกู้จะระบุเงื่อนไขเกี่ยวกับประเด็นนี้ไว้ เช่น ยินยอมให้ชำระคืนก่อนกำหนดได้ หรือไม่ยินยอม ในกรณีที่ยินยอมให้มีการชำระคืนก่อนกำหนด มักระบุว่าต้องเป็นการชำระคืนทั้งหมด ไม่ใช่ชำระคืนเพียงบางส่วน และผู้กู้จะต้องเสียค่าธรรมเนียมในการชำระคืนเงินกู้ล่วงหน้าด้วย ทั้งนี้ทั้งนั้น ก็เพื่อไม่ให้มีการชำระคืนได้ง่ายๆ ผู้กู้ต้องพิจารณาอย่างรอบคอบ ในขณะเดียวกันธนาคารก็ต้องปกป้องผลประโยชน์ของตนเองไม่ให้ถูกเอาเปรียบ มิเช่นนั้นผู้กู้ก็คงหาเงินกู้แหล่งใหม่ๆ ที่มีต้นทุนถูกกว่าไปเรื่อยๆ ถ้าสามารถชำระคืนได้โดยไม่มีค่าธรรมเนียมหรือเบี้ยปรับ ในกรณีเงินกู้อัตราดอกเบี้ยคงที่ธนาคารมักไม่ยินยอมให้มี Prepayment ทั้งนี้ เนื่องจากทำให้ธนาคารมีความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ย เช่น ในกรณีธนาคารไปประดมเงินมาปล่อยกู้ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยสูง ต่อมาอัตราดอกเบี้ยลดลงลูกค้ามาขอชำระคืนก่อนกำหนด ธนาคารต้องแบกรับภาระต้นทุนที่สูงไว้ไม่สามารถนำเงินนั้นไปแสวงหากำไรได้ อาจเกิดผลขาดทุนได้ ส่วนเงินกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวธนาคารมักยินยอมให้มีการชำระคืนก่อนกำหนดได้เพราะไม่มีความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ย อย่างไรก็ตามก็จะมีค่าธรรมเนียมการชำระคืนก่อนกำหนดที่เรียกว่า Prepayment Fee หรือ Prepayment Penalty เช่น ไม่เกิน 1% ของวงเงินที่ชำระคืน ส่วนว่าจะมากน้อยแค่ไหนก็แล้วแต่การต่อรอง ผู้กู้บางรายไม่ใส่ใจประเด็นนี้เท่าไร อาจเห็นว่าไม่สำคัญ ความจริงควรเจรจาต่อรองให้มีการชำระคืนเงินกู้ก่อนกำหนดได้ รวมทั้ง ตกลงค่าธรรมเนียมให้อยู่ในเกณฑ์ที่เหมาะสมไม่เสียเปรียบ เพราะไม่แน่ว่าในอนาคตอาจได้ใช้ประโยชน์จากเงื่อนไขข้อนี้ก็ได้ เมื่อมีทางเลือกอื่นที่ดีกว่า

บทที่ 7 ค่าธรรมเนียมเงินกู้

เมื่อพูดถึงเรื่องเงินกู้ย่อมหนีไม่พ้นเรื่องของค่าธรรมเนียม ยิ่งธนาคารต้องการเพิ่มสัดส่วนของรายได้ประเภทที่ไม่ใช่ดอกเบี้ยให้สูงขึ้น ทำให้มีการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมหลากหลายมากขึ้น ผู้กู้จึงต้องพิจารณาให้ครบถ้วน โดยเฉพาะเงินกู้ประเภทที่มีรูปแบบแปลกๆ ใหม่ยิ่งต้องระมัดระวังว่าจะมีค่าธรรมเนียมหรือค่าใช้จ่ายอะไรแฝงมาบ้างหรือเปล่า ผู้กู้ควรจะต้องทำความเข้าใจถึงโครงสร้างพิเศษของเงินกู้นั้นๆ ให้ถ่องแท้ นอกจากค่าธรรมเนียมแล้ว ยังมีค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องในการกู้เงินต่างประเทศอีก ซึ่งโดยทั่วไปแล้วผู้กู้จะต้องเป็นผู้รับภาระค่าใช้จ่ายเหล่านี้ แต่ก็อาจจะมีการเจรจาต่อรองให้เป็นภาระของผู้ให้กู้ หรือแบ่งส่วนกันรับผิดชอบก็ได้ ขึ้นกับการเจรจาต่อรอง

ค่าธรรมเนียม (Fees)

ค่าธรรมเนียม คือ จำนวนเงินที่เรียกเก็บจากผู้กู้เงินนอกเหนือจากดอกเบี้ย จึงเป็นส่วนหนึ่งของต้นทุนในการกู้เงินจากต่างประเทศด้วย ค่าธรรมเนียมมีหลายชนิดด้วยกัน ยิ่งถ้าเป็นเงินกู้ที่มีผู้เกี่ยวข้องมาก ก็จะมีค่าธรรมเนียมมากชนิดตามไปด้วย นอกจากนี้ วิธีคำนวณค่าธรรมเนียมก็มีแตกต่างกันไป บางชนิดคำนวณตามระยะเวลาเช่นเดียวกับดอกเบี้ย บางชนิดคิดเป็นสัดส่วนของวงเงินไม่ขึ้นกับระยะเวลา เพราะฉะนั้น ยิ่งกู้ยาวๆ ต้นทุนเฉลี่ยก็จะลดลง โดยทั่วไปเงินกู้ต่างประเทศจะมีค่าธรรมเนียมหลักๆ อยู่สองรายการด้วยกันคือ

ค่าธรรมเนียมจัดการเงินกู้ ซึ่งมีชื่อเรียกเป็นภาษาอังกฤษต่างๆ กัน ได้แก่ Management Fee, Front-End Fee, Upfront Fee เป็นค่าธรรมเนียมที่เรียกเก็บในตอนแรกก่อนเบิกใช้เงินกู้ โดยคิดเป็นร้อยละจากวงเงินกู้ทั้งหมด หรือเรียกว่าแบบ Flat Rate เช่น 1% หรือ 2% ของวงเงินกู้ โดยที่ผู้ให้กู้อาจจะกำหนดให้จ่ายค่าธรรมเนียมนี้ ณ วันลงนามในสัญญาเงินกู้ หรือภายในระยะเวลาหนึ่งหลังจากเซ็นสัญญาเงินกู้ไปแล้ว เช่น สิบห้าวันหรือสามสิบวันแต่ก่อนการเบิกเงินกู้ หรือถ้ากำหนดการเบิกเงินกู้ค่อนข้างเร็ว อาจจะให้จ่ายในวันเดียวกันกับการเบิกเงินกู้ โดยหักจากยอดเงินกู้ที่เบิกเลยก็ได้ ขึ้นกับการตกลงกันทั้งสองฝ่าย ค่าธรรมเนียมตัวนี้ผู้กู้ควรให้ความสนใจเพราะเป็นต้นทุนที่สำคัญตัวหนึ่งของเงินกู้ บางธนาคารมีนโยบายคิดอัตราดอกเบี้ยถูกแต่คิดค่าธรรมเนียมสูง บางแห่งอัตราดอกเบี้ยแพงกว่าแต่ค่าธรรมเนียมถูกกว่า ผู้กู้จึงต้องพิจารณาเปรียบเทียบต้นทุนรวมของเงินกู้ ไม่ดูแต่เฉพาะอัตราดอกเบี้ยเท่านั้น

ค่าธรรมเนียมผูกพันหนี้ (Commitment Fee) คิดจากจำนวนเงินกู้ที่ยังไม่ได้เบิก เหมือนเป็นค่าเสียโอกาสที่ธนาคารต้องกันวงเงินนี้ไว้ให้กับผู้กู้ในช่วงระยะเวลาของการเบิกเงินกู้ เมื่อผู้กู้ยังไม่ได้เบิกเงินออกไปก็ยังไม่ต้องจ่ายดอกเบี้ย ในขณะที่ธนาคารมีภาระผูกพันที่ต้องเตรียมเงินจำนวนนี้ไว้ให้ลูกค้าพร้อมที่จะเบิกได้ ธนาคารจึงขอคิดค่าธรรมเนียมในส่วนนี้ด้วย ค่าธรรมเนียมผูกพันหนี้ จึงคำนวณแบบเดียวกับดอกเบี้ย คือ คิดตามระยะเวลาไม่ใช่คิดแบบ Flat Rate แต่ต่างจากดอกเบี้ยตรงที่คิดจากวงเงินที่ยังไม่ได้เบิก เมื่อเบิกไปแล้วก็หยุดคิดค่าธรรมเนียมผูกพันหนี้กลายไปเป็นดอกเบี้ยแทน สำหรับระยะเวลาในการเริ่มคิดค่าธรรมเนียมผูกพันหนี้นั้น ปกติจะเริ่มนับตั้งแต่วันลงนามในสัญญาเงินกู้เป็นต้นไป จนกว่าจะเบิกเงินกู้หมดสิ้น หรือเมื่อพ้นระยะเวลาที่ให้เบิกเงินกู้ได้ แต่ในบางกรณีก็อาจมีการต่อรองให้มีช่วงปลอดค่าผูกพันหนี้ เช่น เริ่มคิดภายหลังเซ็นสัญญาเงินกู้ไปแล้วช่วงหนึ่ง เช่น สิบห้าวันหรือสามสิบวันอย่างนี้ เป็นต้น ในกรณีที่กู้เงิน

เพื่อใช้ในโครงการลงทุนก่อสร้าง ซึ่งการเบิกเงินจะเป็นงวดๆ ตามความคืบหน้าของโครงการ การคิดค่าธรรมเนียมผูกพันหนี้ก็อาจจะคิดเป็นงวดๆ ด้วยก็ได้ คือ นับจากวันที่ผู้กู้มีสิทธิเบิกได้ในแต่ละงวด และคิดเฉพาะวงเงินของแต่ละงวดแทนที่จะคิดจากวงเงินกู้ทั้งจำนวน วิธีนี้น่าจะเป็นธรรมกับทั้งสองฝ่าย และจะช่วยประหยัดต้นทุนให้ผู้กู้ได้ไม่น้อย

สำหรับในกรณีของ Syndicated Loan อาจมีค่าธรรมเนียมอื่นๆ เพิ่มเติมได้อีก เช่น

ค่าธรรมเนียมตัวแทน (Agency Fee) เป็นค่าธรรมเนียมที่จ่ายให้แก่ผู้ทำหน้าที่เป็นตัวแทนผู้ให้กู้ทั้งหมด เนื่องจากมีผู้ให้กู้หลายราย ดังนั้น เพื่อความสะดวกทั้งต่อผู้กู้และผู้ให้กู้ทั้งหมดจึงมีการมอบหมายให้ผู้กู้รายใดรายหนึ่งทำหน้าที่เป็นตัวแทนในการติดต่อกับลูกหนี้เกี่ยวกับการชำระดอกเบี้ยและชำระคืนเงินต้น เช่น แจ้งจำนวนเงินที่ถึงกำหนดชำระ และรับชำระจากลูกหนี้ รวมทั้ง เป็นผู้แจกจ่ายเงินนั้นไปให้แก่ผู้ให้กู้รายอื่นๆ ดังนั้น จึงต้องมีการคิดค่าธรรมเนียมในการทำหน้าที่นี้เช่นกัน

ค่าธรรมเนียมผู้ดูแลหลักประกัน (Security Agent Fee) ในกรณีที่เงินกู้มีหลักประกัน (Collateral) จะมีการแต่งตั้งผู้แทนทำหน้าที่ดูแลหลักประกันเพื่อให้ผู้ให้กู้ทั้งหลายมีความมั่นใจว่าหลักประกันจะอยู่ในสภาพที่สมบูรณ์ทั้งในทางกฎหมายและทางกายภาพ สามารถบังคับหลักประกันได้หากเกิดปัญหาในภายหลัง

ค่าใช้จ่าย (Expenses)

ค่าใช้จ่ายในการกู้เงินต่างประเทศส่วนใหญ่จะเป็นค่าใช้จ่ายทางด้านกฎหมาย นอกจากนั้นจะเป็นค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ดที่ผู้ให้กู้จ่ายไป เช่น ค่าใช้จ่ายด้านโทรคมนาคม หรือค่าใช้จ่ายในการเดินทางของผู้ให้กู้ โดยผู้ให้กู้จะผลักภาระค่าใช้จ่ายต่างๆ เหล่านี้ให้แก่ผู้กู้รับผิดชอบทั้งหมด นอกจากค่าใช้จ่ายในส่วนนี้แล้ว ผู้กู้ต้องอย่าลืมว่ายังมีค่าใช้จ่ายอีกส่วนหนึ่งที่เกิดจากด้านของผู้กู้เอง ไม่ว่าจะเป็นค่าใช้จ่ายในการจ้างที่ปรึกษากฎหมายของฝ่ายผู้กู้ หรือค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการประชาสัมพันธ์ เช่น การจัดพิธีลงนามในสัญญาเงินกู้ การแถลงข่าวต่อสื่อมวลชน และการลงโฆษณา เป็นต้น อย่างไรก็ตามทุกอย่างอยู่ที่การเจรจาต่อรอง เช่น อาจจะให้ผู้ให้กู้รับภาระค่าใช้จ่ายไปบางส่วน โดยการกำหนดวงเงินสูงสุดของค่าใช้จ่ายที่ผู้กู้จะรับภาระ หรือที่เรียกกันว่า Expense Cap ถ้ามีค่าใช้จ่ายที่สูงกว่านั้น ผู้ให้กู้จะต้องรับภาระส่วนที่เกินไป

ค่าใช้จ่ายด้านกฎหมาย (Legal Expense) จะรวมถึงค่าใช้จ่ายในการว่าจ้างนักกฎหมายเพื่อจัดทำสัญญาเงินกู้ และเป็นที่ปรึกษาเกี่ยวกับการกู้เงินในครั้งนี้ ซึ่งมักจะเป็นสำนักงานกฎหมายของต่างประเทศที่มีประสบการณ์และมีความเชี่ยวชาญด้านนี้ ในประเทศไทยก็มีสาขาของสำนักงานกฎหมายเหล่านี้อยู่หลายแห่งด้วยกัน ผู้กู้ควรจะสำรวจว่าแต่ละแห่งมีการคิดอัตราค่าธรรมเนียมอยู่ในระดับใด หรืออาจจะติดต่อให้ส่งข้อเสนอเข้ามา ถ้าเป็นสำนักงานกฎหมายที่ตั้งอยู่ในประเทศไทยจะได้เปรียบกว่าตรงที่มีค่าใช้จ่ายถูกกว่า เพราะประหยัดค่าใช้จ่ายในการเดินทางและค่าโทรคมนาคม และยังมีข้อได้เปรียบในเรื่องที่เกี่ยวกับกฎระเบียบของไทยซึ่งน่าจะมีความเข้าใจในกฎเกณฑ์ต่างๆ ของไทยได้มากกว่า ดังนั้น ผู้กู้จึงควรจะมีส่วนมีเสียงในการคัดเลือกหรือเสนอแนะสำนักงานกฎหมายที่จะใช้สำหรับการกู้เงินครั้งนี้ ไม่ปล่อยให้เป็นหน้าที่ของผู้ให้กู้อย่างเดียว สำหรับค่าใช้จ่ายในการจ้างที่ปรึกษากฎหมายของฝ่ายผู้กู้นั้น ผู้กู้ต้องรับภาระเองอยู่แล้ว หน้าที่ที่สำคัญของที่ปรึกษากฎหมาย คือ การทำความเห็นทางกฎหมาย (Legal Opinion) ให้แก่เจ้าหนี้ตามที่ผู้ให้กู้กำหนดให้จัดทำขึ้นเพื่อให้เกิดความมั่นใจว่าการกู้เงินครั้งนี้มีผลผูกพันผู้กู้โดยสมบูรณ์ ไม่ขัดกับกฎหมายใดๆ ในประเทศของผู้กู้ ปกติธนาคารที่ให้กู้จะระบุสำนักงานกฎหมายที่เขาเชื่อถือได้เป็นผู้ออกความเห็นทางกฎหมายนี้ และถือเป็นส่วนสำคัญที่ทำให้สัญญาเงินกู้มีผลบังคับโดยสมบูรณ์ ถ้าผู้กู้มีฝ่ายกฎหมายภายในของบริษัทที่มีความเชี่ยวชาญ ก็อาจต่อรองให้ใช้ฝ่ายกฎหมายเป็นผู้ออกความเห็นทางกฎหมายแทนสำนักงานกฎหมายภายนอก ก็จะช่วยประหยัดค่าใช้จ่ายลงได้

ค่าอากรแสตมป์ (Stamp Duty) ตามกฎหมายไทย ผู้ให้กู้มีหน้าที่จะต้องติดอากรแสตมป์บนสัญญาเงินกู้ หากไม่มีการติดอากรแสตมป์ถือว่าสัญญาไม่สมบูรณ์ ไม่สามารถใช้ในการฟ้องร้องต่อศาลไทยได้ อัตราค่าอากรแสตมป์ที่ต้องติดบนสัญญาเงินกู้คือร้อยละ 0.05 ของวงเงินกู้สูงสุดไม่เกิน 10,000 บาท สำหรับคู่ฉบับติดอากรฉบับละ 5 บาท สมัยก่อนปี พ.ศ. 2529 กฎหมายไม่ระบุจำนวนสูงสุดไว้ ทำให้ต้องจ่ายในอัตราร้อยละ 0.05 ของวงเงินกู้ ซึ่งถ้าวงเงินกู้สูงๆ เช่น สมมุติกู้เงิน 100 ล้านบาท ต้องติดอากรแสตมป์จำนวน 50,000 บาท ซึ่งก็ไม่ใช่จำนวนเล็กน้อยเลย จึงทำให้มีการหาวิธีที่ไม่ต้องจ่ายอากรตัวนี้ วิธีหนึ่งก็คือการไปเซ็นสัญญาเงินกู้กันในต่างประเทศแล้วไม่นำสัญญาตัวจริงกลับเข้ามาในประเทศไทย เพราะถ้าถือสัญญากลับเข้ามาในประเทศก็หลีกเลี่ยงไม่พ้นต้องติดอากรแสตมป์เช่นกัน ในสมัยก่อนจึงนิยมไปเซ็นสัญญาในต่างประเทศกันมาก เช่น ฮ่องกง สิงคโปร์ เมื่อเปรียบเทียบค่าใช้จ่ายในการเดินทางและค่าใช้จ่ายอื่นๆ

แล้วอาจจะถูกกว่าค่าอากรแสตมป์ที่ต้องจ่าย ทำให้รัฐบาลไทยขาดรายได้จากการติดอากรแสตมป์บนสัญญาเงินกู้ แล้วยังเท่ากับเป็นการส่งเสริมให้เงินตรารั่วไหลไปต่างประเทศจากการเดินทางไปเซ็นสัญญาเงินกู้ในต่างประเทศอีกด้วย จึงได้มีการแก้ไขกฎหมาย โดยกำหนดวงเงินสูงสุดของค่าอากรแสตมป์เอาไว้ไม่เกิน 10,000 บาท ทำให้มีการหันมาเซ็นสัญญาเงินกู้ในประเทศกันมากขึ้น รัฐบาลจึงได้ประโยชน์สองต่อ คือ มีรายได้เพิ่มขึ้น และช่วยประหยัดเงินตราต่างประเทศอีกด้วย ค่าอากรแสตมป์นี้ตามกฎหมายระบุให้เป็นหน้าที่ของผู้ให้กู้ในการติดอากรแสตมป์ ดังนั้น จึงเป็นต้นทุนของผู้ให้กู้ อย่างไรก็ตามผู้ให้กู้มักผลักภาระนี้มาให้ผู้กู้เป็นผู้รับแทน

ค่าใช้จ่ายเบ็ดเตล็ด (Miscellaneous Expenses หรือ Out-of-Pocket Expense) นอกเหนือจากค่าใช้จ่ายด้านกฎหมายแล้วยังมีค่าใช้จ่ายอื่นๆ อีกเป็นต้นว่า ค่าใช้จ่ายในการเดินทางของผู้ให้กู้เพื่อมาเจรจาต่อรองเงินกู้ แม้ว่าการติดต่อทางโทรศัพท์ และ E-mail จะมีบทบาทสำคัญมากในการเจรจาต่อรองธุรกิจใดๆ แต่ในบางครั้งการได้พบหน้าพบตากันก็ช่วยทำให้การติดต่อระหว่างกันราบรื่นและคล่องตัวมากขึ้น ธนาคารจึงนิยมที่จะมาพบลูกค้าเองในขั้นการเจรจาต่อรองอย่างน้อยก็สักครั้งหนึ่ง ส่วนการเจรจาทางโทรศัพท์หรือโทรสารก็จะมีค่าใช้จ่ายในการติดต่อเหล่านี้ด้วย ช่องทางที่ประหยัดที่สุดคือทาง E-mail นั่นเอง ถ้าเป็นเงินกู้ที่ทั้งสองฝ่ายต้องการการประชาสัมพันธ์ก็จะมีค่าใช้จ่ายด้านนี้เข้าไปด้วย เช่น ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการจัดงานลงนามในสัญญา การแถลงข่าว การลงโฆษณาในหนังสือพิมพ์และวารสารทางการเงิน ที่นิยมเรียกกันว่า Tombstone เป็นต้น

บทที่ 8 การคำนวณต้นทุนเงินกู้

ในการพิจารณาต้นทุนเงินกู้นั้น นอกจากอัตราดอกเบี้ยแล้ว ยังต้องนำค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายอื่นๆ เข้ามาคำนวณด้วย เพื่อหาต้นทุนรวมที่เรียกว่า All-in Cost ซึ่งจะทำให้เราได้ทราบต้นทุนที่แท้จริงของการกู้เงินในครั้งนี้ รวมทั้งใช้ในการเปรียบเทียบข้อเสนอของธนาคารต่างๆ ที่ส่งเข้ามา การพิจารณาแต่เฉพาะอัตราดอกเบี้ยอาจทำให้เราเข้าใจผิด เพราะบางธนาคารคิดอัตราดอกเบี้ยถูก แต่คิดค่าธรรมเนียมต่างๆ มากมาย ถ้าไม่นำค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายต่างๆ มาคิดคำนวณให้หมด อาจทำให้เราเลือกข้อเสนอที่แพงกว่าได้

วิธีการคำนวณต้นทุนรวมของการกู้ยืมเงินที่นิยมกัน ได้แก่

1. **วิธีธรรมดา (Simple หรือ Straight-Line Method)** คือ นำเอาค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายต่างๆ ประเภทที่เป็นการจ่ายแบบครั้งเดียวมาหารเฉลี่ยด้วยอายุเงินกู้เฉลี่ย เพื่อคิดเป็นอัตราต่อปี แล้วจึงนำไปบวกกับอัตราดอกเบี้ยและค่าธรรมเนียมรายปี ก็จะได้ต้นทุนรวมต่อปีของการกู้ยืมเงินครั้งนี้ การคำนวณหาอายุเฉลี่ยได้อธิบายไปแล้วในบทที่ 4

ตัวอย่าง เงินกู้ 50 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ อายุเงินกู้ 5 ปี มีระยะปลอดหนี้ 2 ปี ชำระคืนปีละครั้งๆ ละเท่าๆ กัน อัตราดอกเบี้ยร้อยละ 5 ต่อปี มีค่าธรรมเนียมจัดการเงินกู้ร้อยละ 1 ของวงเงินที่ขอกู้ ค่าใช้จ่ายต่างๆ กำหนดไว้สูงสุดไม่เกิน 25,000 ดอลล่าร์สหรัฐ

อายุเฉลี่ยของเงินกู้นี้เท่ากับ	3.5 ปี
ค่าธรรมเนียมจัดการต่อปีเท่ากับ	1 / 3.5 = 0.286%
ค่าใช้จ่ายต่อปีเท่ากับ	25,000 / (50,000,000*3.5) = 0.0143%
ต้นทุนรวมเท่ากับ	อัตราดอกเบี้ย + ค่าธรรมเนียมต่อปี + ค่าใช้จ่ายต่อปี
	= 5% + 0.286% + 0.0143%
	= 5.3%

2. **วิธีการคำนวณต้นทุนที่แท้จริง (Effective Rate)** โดยใช้หลักการของ Internal Rate of Return (IRR) วิธีนี้จะให้ค่าที่แม่นยำกว่าวิธีแรกเนื่องจากคำนึงถึงค่าของเงินตามระยะเวลาด้วย (time value of money) เช่น ในกรณีที่มีค่าธรรมเนียมที่ต้องจ่ายในตอนแรกมาก ถ้าใช้วิธีแรกโดยการหารเฉลี่ยจะทำให้ต้นทุนต่ำกว่าความเป็นจริง

การคำนวณหาค่า IRR สามารถทำได้ตามสูตรดังนี้

$$NPV = \sum_{t=0}^{n} \frac{Net\ Cashflow}{(1+r)^t} = 0$$

ค่า r ที่ทำให้ NPV เท่ากับ 0 คือ IRR แต่ถ้างวดของกระแสเงินสดไม่ใช่งวดรายปี ค่าที่หาได้ต้องนำมาปรับเป็นค่ารายปีก่อนตามสูตร ดังนี้

$$IRR = (1+r)^n - 1$$

n = จำนวนงวดต่อหนึ่งปี

ตัวอย่าง ใช้ตัวอย่างเดิมข้างต้น คำนวณโดยใช้วิธี IRR จะได้ ดังนี้

งวดที่	Cash Inflow	Cash Outflow	Net Cashflow
0	50,000,000	525,000	49,475,000
1	0	2,500,000	(2,500,000)
2	0	14,500,000	(14,500,000)
3	0	14,375,000	(14,375,000)
4	0	13,750,000	(13,750,000)
5	0	13,125,000	(13,125,000)
	IRR = 5.05%		

หมายความว่าต้นทุนที่แท้จริงของเงินกู้นี้เท่ากับ 5.05% ถ้าเปลี่ยนจากการชำระคืนเงินต้นแบบปีละครั้งเป็นปีละสองครั้งเท่าๆ กัน โดยเงื่อนไขอื่นๆ ยังคงเดิม ต้นทุนที่แท้จริงจะเพิ่มขึ้นเป็น 5.33 %

บทที่ 9 สาระสำคัญของสัญญาเงินกู้ที่ควรใส่ใจ

สัญญาเงินกู้เป็นเอกสารทางกฎหมาย ดังนั้น ก่อนจะผูกมัดตนเองหรือบริษัทด้วยการลงนามในสัญญากู้เงิน ผู้กู้ควรจะมีความเข้าใจในเนื้อหาของสัญญาอย่างถ่องแท้ และเข้าใจถึงความเสี่ยงต่างๆ ที่เกี่ยวข้องทั้งทางการเงินและทางปฏิบัติด้วย ยิ่งเป็นเงินกู้ต่างประเทศที่ใช้กฎหมายต่างประเทศด้วยแล้ว ยิ่งมีความยุ่งยากมากขึ้น ความเสี่ยงก็เพิ่มขึ้นไปด้วย บางประเด็นเราอาจดูว่าเป็นเรื่องเล็กน้อย ทำให้ละเลยไป แต่ผลของมันอาจทำให้บริษัทอยู่ในสถานะเสียเปรียบ เป็นอุปสรรคต่อการปฏิบัติงานในอนาคต ผู้กู้จึงควรให้ความสนใจในถ้อยคำในสัญญา โดยอาศัยนักกฎหมายที่มีความเชี่ยวชาญในด้านนี้ ในขณะเดียวกันผู้บริหารก็ต้องพิจารณาเงื่อนไขต่างๆ อย่างละเอียดรอบคอบ ว่าจะก่อให้เกิดปัญหาในปัจจุบันหรือเกิดอุปสรรคใดๆ ในอนาคตหรือไม่

Representations and Warranties

เป็นคำรับรองเกี่ยวกับข้อเท็จจริงของผู้กู้ในเรื่องต่างๆ เช่น สถานะทางกฎหมาย อำนาจในการทำนิติกรรม การรับรองเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน ความน่าเชื่อถือของข้อมูลที่เปิดเผยต่อบุคคลทั่วไป การที่ในสัญญาเงินกู้ต้องมีข้อความเหล่านี้ก็เพื่อที่จะผูกมัดผู้กู้ให้มีความรับผิดชอบต่อข้อมูลต่างๆ ที่เปิดเผยให้ผู้ให้กู้ได้รับทราบ ถึงแม้ว่าผู้ให้กู้จะทำการวิเคราะห์สถานะและข้อมูลต่างๆ ของผู้ให้กู้อย่างละเอียดก่อนการให้กู้แล้วก็ตาม แต่ก็อาจจะมีบางประเด็นที่ไม่สามารถตรวจสอบได้ เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับการถูกฟ้องร้องซึ่งคดียังไม่ขึ้นสู่ศาล หรือการที่ผู้กู้อาจนำทรัพย์สินบางอย่างไปจำนองจำนำ ซึ่งไม่ได้มีการเปิดเผยทั่วไป ถ้าบริษัทผู้กู้เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ข้อมูลจะสามารถหาได้มากกว่าบริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จึงต้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทเป็นหลัก ดังนั้น ในสัญญาจึงต้องมีข้อความเกี่ยวกับคำรับรองของผู้กู้ไว้ เพื่อผูกพันให้ผู้กู้มีความรับผิดชอบต่อข้อมูลที่ให้ หากให้ข้อมูลที่เป็นเท็จ ผู้ให้กู้สามารถยกเป็นเหตุฟ้องร้องตามสัญญาเงินกู้ได้ ตัวอย่างของข้อความในคำรับรองของผู้กู้ ได้แก่

คำรับรองเกี่ยวกับตัวผู้กู้ เช่น เป็นนิติบุคคลที่ตั้งขึ้นตามกฎหมาย มีกรรมสิทธิในทรัพย์สินที่ถือครองอยู่จริง และมีสิทธิทำธุรกิจที่ทำอยู่ในปัจจุบันอย่างถูกต้องตามกฎหมาย

คำรับรองเกี่ยวกับอำนาจในการทำนิติกรรมและความสมบูรณ์ของสัญญา เช่น การกู้เงินตามสัญญานี้สามารถทำได้ตามกฎหมาย และได้ปฏิบัติตามขั้นตอนต่างๆ เพื่อให้สัญญานี้มีผลสมบูรณ์ทางกฎหมาย (legal, valid, binding and enforceable) เช่น การติดอากรแสตมป์

คำรับรองเกี่ยวกับสถานะของเงินกู้ ว่าเงินกู้นี้มีสถานะเท่าเทียมกับหนี้สินประเภทเดียวกันอื่นๆ ของผู้กู้ (pari passu) หมายความว่าถ้าเป็นเงินกู้ทั่วไปที่ไม่มีหลักประกัน จะต้องมีสถานะเท่ากับหนี้ที่ไม่มีหลักประกันอื่นๆ ของผู้กู้ โดยเฉพาะที่เกี่ยวกับสิทธิเรียกร้องในทรัพย์สิน หรือถ้าเป็นเงินกู้ประเภทด้อยสิทธิ (Subordinated Debt) ก็จะต้องมีฐานะเท่าเทียมกับหนี้ด้อยสิทธิอื่นๆ เช่นกัน หนี้ด้อยสิทธินี้จะมีสิทธิเรียกร้องต่ำกว่าหนี้ทั่วไปที่ไม่ด้อยสิทธิ ในช่วงหลังๆ ยังมีการแบ่งชั้นของหนี้ด้อยสิทธิลงไปอีก การจัดชั้นของผู้มีสิทธิเรียกร้องต้องแยกแยะมากขึ้น แต่ประเด็นนี้คือจะต้องรับรองว่าหนี้สินตามสัญญานี้จะได้รับการจัดอันดับที่เท่าเทียมกับหนี้สินอื่นๆ ในระนาบเดียวกัน

สำหรับเงินกู้ที่ไม่มีหลักประกัน ข้อสำคัญประการหนึ่งคือมั่นใจว่าทรัพย์สินของผู้กู้ จะต้องปลอดภาระผูกพัน จึงต้องขอคำรับรองจากผู้กู้ว่าผู้กู้ไม่ได้นำทรัพย์สินใดๆ (นอกเหนือจากที่ได้เปิดเผยให้ผู้ให้กู้ได้รับทราบแล้ว) ไปจำนำจำนองเป็นหลักประกันในการทำนิติกรรมใดๆ

คำรับรองเกี่ยวกับการถูกฟ้องร้องดำเนินคดี เพื่อให้ผู้กู้ยืนยันว่าไม่ได้อยู่ระหว่างถูกฟ้องร้องดำเนินคดีใดๆ

คำรับรองเกี่ยวกับข้อมูลทางการเงิน เช่น รับรองว่างบการเงินที่เปิดเผยให้เจ้าหนี้หรือต่อสาธารณชนนั้น ได้จัดทำขึ้นตามมาตรฐานวิธีบัญชีที่เป็นที่ยอมรับสามารถเชื่อถือได้ และแสดงถึงฐานะทางการเงินที่แท้จริงของบริษัท และไม่มีการเปลี่ยนแปลงทางการเงินที่มีนัยสำคัญนับจากวันที่ที่ระบุในงบการเงิน

คำรับรองเกี่ยวกับการสละเอกสิทธิ (Waiver of Immunity) เพื่อแสดงว่าการกู้เงินตามสัญญานี้เป็นธุรกรรมเชิงพาณิชย์ หากผู้กู้มีเอกสิทธิใดๆ ตามกฎหมายของผู้กู้ที่ทำให้สัญญานี้ ไม่อาจบังคับได้ ผู้กู้ยินยอมสละเอกสิทธิดังกล่าว

คำรับรองว่าไม่ถูกบังคับให้ชำระหนี้ใดๆ ก่อนกำหนดอันเนื่องมาจากเหตุผิดสัญญา (Default) รายละเอียดของการผิดสัญญาจะได้กล่าวต่อไป แต่ในข้อนี้ต้องการให้ผู้กู้รับรองในประเด็นนี้ เพราะหากผิดสัญญาเงินกู้อื่นๆ ผู้กู้ก็คงยกเลิกการให้กู้เงินในครั้งนี้

คำรับรองว่าไม่มีเหตุการณ์ใดๆ ที่ก่อให้เกิดผลเสียหาย (material adverse change) หรือเมื่อเวลาผ่านไปจะเกิดผลเสียหายต่อกิจการของผู้กู้ หรือต่อทรัพย์สินของผู้กู้อย่างมีนัยสำคัญ

ประเด็นที่ผู้กู้ควรจะต้องใส่ใจในข้อนี้คือควรรับรองเท่าที่เป็นจริงและสามารถรับรองได้เท่านั้น บางข้อที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลของบุคคลอื่นก็ไม่ควรใส่เข้ามา และควรคำนึงถึงขอบเขตของข้อมูล อย่าให้ก้าวล้ำเข้ามาในข้อมูลภายในที่ไม่ควรเปิดเผยของบริษัท ยิ่งถ้าเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ด้วยแล้วต้องระมัดระวังเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูล หากให้อย่างไม่เท่าเทียมกันจะผิดกฎระเบียบของตลาดหลักทรัพย์อีกด้วย

คำรับรองนี้ในสัญญามักระบุว่าผู้กู้ต้องให้การรับรองทุกครั้งที่มีการเบิกเงินกู้ หรือทุกรอบปีจนกว่าจะชำระคืนเงินกู้หมด ดังนั้นผู้กู้จึงต้องพิจารณาให้รัดกุมว่า ข้อความใดที่ไม่อาจรับรองได้ตลอดไปทุกปี เช่นบางครั้งอาจระบุให้รับรองเกี่ยวกับใบอนุญาตหรือสิทธิพิเศษที่ผู้กู้ได้รับ ถ้าเป็นสิ่งที่มีกำหนดเวลาหมดอายุ ก็ต้องระบุให้ชัดเจน มิฉะนั้นจะเป็นคำรับรองที่ไม่ถูกต้องในภายหลังได้

ข้อกำหนดที่ผู้กู้ต้องปฏิบัติ (Undertakings / Covenants) ในระหว่างที่ผู้กู้ยังชำระเงินกู้ไม่เสร็จสิ้น ผู้กู้มีหน้าที่ต้องปฏิบัติตามข้อกำหนดต่างๆ ที่เจ้าหนี้ระบุไว้ในสัญญาเงินกู้ ทั้งนี้เพื่อประโยชน์ต่อเจ้าหนี้ในการดูแลติดตามผู้กู้ และสร้างวินัยทางการเงิน เพื่อลดความเสี่ยงของเจ้าหนี้ เช่น การส่งรายงานผลการดำเนินงานอย่างสม่ำเสมอ หรือห้ามการทำธุรกรรมบางอย่าง

ที่ก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อกิจการ เป็นต้น บางสัญญาจะแยกประเภทของข้อกำหนดนี้ไว้ คือ ข้อกำหนดให้ปฏิบัติเรียกว่า Positive Covenants หรือ Affirmative Covenants และข้อกำหนดที่ห้ามปฏิบัติเรียกว่า Negative Covenants ยกตัวอย่างบางข้อ ได้แก่

Affirmative Covenants

การส่งรายงานฐานะการเงิน เช่น กำหนดให้ผู้กู้ต้องส่งงบการเงินประจำปีที่ผู้ตรวจสอบรับรองแล้วภายในเวลา 90 วันหลังสิ้นงวดและงบการเงินรายไตรมาสภายใน 45 วัน หลังสิ้นงวด ข้อนี้ผู้กู้ควรให้ความสนใจในสองประเด็น ประเด็นแรกคือ ข้อมูลที่ขอเหมาะสมหรือไม่ เป็นการเพิ่มปริมาณงานให้เรามากขึ้นเกินความจำเป็นหรือไม่ เป็นข้อมูลภายในที่ไม่สมควรเปิดเผยหรือไม่ ถ้าเป็นข้อมูลงบการเงินทั่วไปที่เราต้องจัดทำอยู่แล้ว ก็ไม่เป็นไร ถ้าขอรายละเอียดมากก็ต้องพิจารณาให้รอบคอบ ประเด็นที่สองคือ ระยะเวลาที่ให้จัดส่งข้อมูลว่าอยู่ในวิสัยที่เราสามารถทำได้หรือไม่ โดยเฉพาะถ้าเป็นบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ ควรกำหนดเวลาให้สอดคล้องกันกับที่ต้องเปิดเผยต่อตลาด จะได้ไม่เป็นปัญหา

การประกันภัย เช่น กำหนดว่าผู้กู้ต้องจัดให้มีการประกันภัยทรัพย์สินและประกันภัยธุรกิจอย่างต่อเนื่อง เพื่อลดความเสี่ยงของธุรกิจ

Negative Covenants

ห้ามก่อหนี้เกินกว่าสัดส่วนของเงินกองทุนตามที่ระบุไว้ เช่น ห้ามเกินกว่าสองเท่าของเงินกองทุน เป็นต้น

ในกรณีของหนี้ที่ไม่มีหลักประกัน จะมีข้อกำหนดห้ามผู้กู้ก่อภาระผูกพันบนทรัพย์สินใดๆ ของผู้กู้หลังจากลงนามในสัญญาเงินกู้นี้แล้ว ยกเว้นจะได้รับความเห็นชอบจากเจ้าหนี้และให้เจ้าหนี้ตามสัญญานี้ได้รับประโยชน์บนสินทรัพย์นั้นด้วยอย่างเท่าเทียมกัน ทั้งนี้เพื่อความเป็นธรรมต่อเจ้าหนี้รายนี้ ถ้าหากการกู้เงินรายใหม่ๆ เกิดขึ้นแล้วผู้กู้นำทรัพย์สินไปเป็นหลักประกัน ทำให้ผู้ให้กู้รายเดิมเสียเปรียบ เมื่อเกิดการฟ้องร้องขึ้นมา ปรากฏว่าไม่มีทรัพย์สินเหลือแล้ว เพราะติดภาระผูกพันกับหนี้รายอื่นหมด

Events of Default

Events of Default หมายถึง เหตุการณ์ต่างๆ ที่ถือว่าผู้กู้ผิดสัญญาเงินกู้ ทำให้เจ้าหนี้มีสิทธิเรียกให้หนี้ทั้งหมดที่คงค้างอยู่ตามสัญญานี้ต้องชำระคืนทันที เงื่อนไขนี้จึงมีความสำคัญมาก

ที่ผู้กู้ควรพิจารณาอย่างละเอียดรอบคอบ ไม่ให้เกิดการเอารัดเอาเปรียบขึ้นได้ ในสัญญาจะระบุเหตุการณ์ที่ถือเป็นเหตุผิดสัญญา ซึ่งเมื่อเกิดเหตุเหล่านี้ขึ้นแล้วในสัญญาจะต้องระบุว่าจะปฏิบัติอย่างไร เช่น ผู้ให้กู้ต้องแจ้งมายังผู้กู้เป็นเวลากี่วัน จะให้เวลาแก้ไขสถานการณ์หรือไม่ ผู้กู้ควรพิจารณากำหนดเวลาให้เหมาะสมและเป็นไปได้ จะได้ไม่เกิดปัญหาภายหลัง

ในสัญญากู้ทั่วๆ ไปมักมีประเด็นหลักๆ ของเงื่อนไขนี้ไว้ ดังนี้

ผู้กู้ไม่ชำระหนี้เมื่อถึงกำหนด (Non-Payment) เงื่อนไขนี้ค่อนข้างชัดเจนตรงไปตรงมา ถ้าไม่จ่ายหนี้เมื่อถึงกำหนด ย่อมถือว่าผิดสัญญา แต่เราในฐานะผู้กู้อาจต้องการความยืดหยุ่นบ้าง เผื่อในกรณีเหตุสุดวิสัย เช่น เกิดผิดพลาดในการโอนเงิน หรือเกิดความขัดข้องทางเทคนิคบางประการ ผู้กู้อาจขอต่อรองให้มีระยะเวลาให้แก้ไขได้ เช่น 3 วันทำการหรือ 5 วันทำการก็แล้วแต่จะต่อรองกับเจ้าหนี้ แต่จะต้องไม่ใช้เหตุนี้ที่เจ้าหนี้อะลุ้มอล่วยให้เพื่อจ่ายหนี้ไม่ตรงเวลา การรักษาเครดิตเป็นสิ่งที่สำคัญที่สุดในการกู้เงิน ไม่ว่าจะกู้จากเจ้าหนี้ไทยหรือต่างประเทศก็เช่นเดียวกัน

การผิดเงื่อนไขอื่นๆ ของสัญญา (Breach of Other Obligations) ในข้อแรกเป็นการเน้นเฉพาะเรื่องของการชำระหนี้ แต่ในข้อนี้จะครอบคลุมเงื่อนไขอื่นๆ ของสัญญาเงินกู้ทั้งหมด เช่น ข้อพึงปฏิบัติหรือข้อห้ามปฏิบัติต่างๆ หรือคำรับรองของผู้กู้ เป็นต้น ในข้อนี้ก็เช่นเดียวกันคือควรมีเวลาให้แก้ไขสถานการณ์ได้ และเวลาที่ให้ควรจะนานกว่าข้อแรก เช่น 14 วันทำการหรือ 21 วันทำการ หลังจากได้รับแจ้งเป็นลายลักษณ์อักษรจากเจ้าหนี้ เป็นต้น

ผู้กู้ถูกบังคับคดี (Enforcement Proceedings) ได้แก่ การถูกยึดหรืออายัดทรัพย์ ถูกฟ้องร้องหรือถูกบังคับคดี หรือดำเนินการในทางกฎหมายใดๆ ที่เกี่ยวพันกับทรัพย์สินหรือรายได้ของลูกหนี้ที่มีนัยสำคัญ (against any material part of assets or revenues of the borrower) ในข้อนี้ผู้กู้ควรระมัดระวังในเรื่องถ้อยคำไม่ให้กว้างเกินไป โดยเฉพาะคำว่า ‘อย่างมีนัยสำคัญ’ เพื่อหลีกเลี่ยงคดีความปลีกย่อยต่างๆ ในบางสัญญามีการระบุไปด้วยว่า สัดส่วนเท่าใดของทรัพย์สินทั้งหมดจึงถือว่ามีนัยสำคัญ เป็นต้นว่า 25% หรือ 30% ในข้อนี้ก็ควรมีการกำหนดระยะเวลาให้แก้ไขด้วยเช่นกัน

ผู้กู้เป็นบุคคลล้มละลาย (Insolvency) เนื่องจากมีหนี้สินล้นพ้นตัว เช่น ถูกผู้พิทักษ์ทรัพย์ยึดทรัพย์หรืออยู่ระหว่างถูกดำเนินการให้เลิกกิจการ

การเลิกกิจการ (Cessation of Business) ผู้กู้เลิกประกอบธุรกิจที่ทำอยู่ หรือถูกครอบงำกิจการและทำให้ธุรกิจที่ทำอยู่เปลี่ยนแปลงไป ยกเว้นในกรณีที่ภายหลังการควบรวมแล้วเกิดองค์กรใหม่ที่ยินดีรับภาระผูกพันที่มีอยู่เดิม

การผิดเงื่อนไขของสัญญาเงินกู้อื่นๆ (Cross-Default หรือ Cross-Acceleration) แม้ว่าผู้กู้จะไม่ผิดเงื่อนไขของสัญญาเงินกู้นี้ แต่ถ้าไปผิดเงื่อนไขของสัญญาเงินกู้ฉบับอื่น ก็ให้ถือว่าเป็นเหตุทำให้ผู้กู้ผิดสัญญาเงินกู้นี้ด้วย เงื่อนไขข้อนี้จึงเป็นการปกป้องเจ้าหนี้ ไม่ให้เสียเปรียบเจ้าหนี้รายอื่น หากมีการบังคับใช้สัญญาหรือมีการเจรจาประนีประนอมกับเจ้าหนี้รายอื่น ถ้อยคำในประเด็นนี้จึงมีความสำคัญมาก เช่น ในเรื่องของการผิดนัดชำระหนี้ อาจต่อรองให้ระบุจำนวนเงินขั้นต่ำ (Threshold Amount) ที่เจ้าหนี้สามารถเรียก Cross-Default ได้ เช่น เป็นหลักล้านดอลล่าร์สหรัฐ ขึ้นไปเพื่อตัดประเด็นเกี่ยวกับวงเงินเล็กๆ น้อยๆ หรือบางกรณีอาจกำหนดเป็นสัดส่วนของสินทรัพย์แทนการระบุจำนวนคงที่ก็ได้ อีกประการหนึ่งที่ผู้กู้ควรระมัดระวัง คือ การเรียก Cross-Default ของเจ้าหนี้ควรให้ทำได้ต่อเมื่อเจ้าหนี้รายอื่นได้ดำเนินการเรียกให้หนี้นั้นๆ ถึงกำหนดชำระโดยทันทีเสียก่อน ไม่ใช่เมื่อเกิดเหตุการณ์ใดๆ ก็สามารถเรียก Cross-Default ได้ทันที ซึ่งจะค่อนข้างอันตราย

เจ้าหนี้บางรายอาจจะใส่เงื่อนไขเกี่ยวกับปัจจัยภายนอกไว้ด้วยเพื่อปกป้องตนเองยิ่งขึ้นไปอีก เหมือนเป็นสัญญาณเตือนภัย เช่น เงื่อนไขเกี่ยวกับรัฐบาลของประเทศผู้กู้ประกาศพักการชำระหนี้ต่างประเทศ (Moratorium) หรือมีการควบคุมการแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ เพราะอาจแสดงถึงการที่ประเทศประสบปัญหาทางเศรษฐกิจหรือการเงินอย่างรุนแรงจนไม่สามารถหาเงินตราต่างประเทศมาชำระหนี้ได้ หรือรัฐบาลลาออกจากการเป็นสมาชิกขององค์กรระหว่างประเทศ เช่น IMF หรือธนาคารโลก เพราะอาจเป็นสัญญาณว่ารัฐบาลไม่พึงปฏิบัติตามพันธสัญญาที่มีต่อประชาคมโลก เหตุการณ์เหล่านี้ให้ถือเป็นเหตุผิดสัญญาเงินกู้ทั้งสิ้น

สิ่งที่ควรระวังสำหรับผู้กู้ในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับ Events of Default คือ ไม่ควรให้มีข้อความที่คลุมเครือหรือกว้างเกินไป หรือขึ้นกับดุลยพินิจของเจ้าหนี้เป็นหลัก เงื่อนไขประเภทนี้จะเพิ่มความเสี่ยง และทำให้ผู้กู้อยู่ในฐานะเสียเปรียบ เช่น ถ้อยคำที่ระบุเพียงว่าผู้กู้อยู่ในฐานะที่ไม่สามารถชำระหนี้ได้ หรือเกิดเหตุการณ์ใดๆ ที่เจ้าหนี้พิจารณาแล้วเห็นว่ามีผลกระทบร้ายแรงต่อผู้กู้ ซึ่งถ้อยคำลักษณะนี้จะค่อนข้างกว้าง ผู้กู้จึงควรเจรจาให้ใช้ถ้อยคำรัดกุมมากขึ้น

ความจริงแล้วเนื้อหาสัญญายังมีประเด็นปลีกย่อยอีกมาก เช่น เรื่องของ Increased Cost, Yield Protection, Assignment, Governing Law ล้วนเป็นสาระที่ผู้กู้ไม่ควรละเลย แม้ภาษาของสัญญาอาจจะใช้ถ้อยคำที่อ่านแล้วเข้าใจยากสักหน่อย แต่ผู้กู้ควรเข้าใจถึงหลักการและเหตุผลของสัญญาแต่ละข้อ ถ้าข้อใดไม่มีเหตุผลที่สามารถอธิบายให้เข้าใจได้ ก็อาจหมายความว่าข้อความนั้นๆ ไม่สมควรปรากฏอยู่ในสัญญาก็ได้

บทที่ 10 ตลาดตราสารหนี้ในต่างประเทศ

ในบทก่อนๆ เป็นเรื่องของเงินกู้ยืมต่างประเทศ ในบทต่อไปนี้จะกล่าวถึงการระดมเงินต่างประเทศโดยวิธีการออกตราสารหนี้บ้าง ในอดีตนั้นผู้ที่ออกจำหน่ายตราสารหนี้ในตลาดต่างประเทศได้ จะต้องเป็นผู้ที่มีอันดับเครดิตดีจริงๆ เท่านั้น เช่น รัฐบาลของประเทศต่างๆ องค์กรการเงินระหว่างประเทศ หรือบริษัทเอกชนที่มีฐานะการเงินมั่นคง ได้รับความเชื่อถือจากนักลงทุน ในระยะหลังๆ นี้ ตลาดตราสารหนี้มีการพัฒนาในเชิงลึกและกว้าง มีผู้เล่นหลากหลายประเภทมากขึ้น ทั้งประเภทที่ยึดหลักการของความมั่นคงปลอดภัยของเงินลงทุนและผลตอบแทนที่สม่ำเสมอ กับประเภทที่สมัครใจรับความเสี่ยงเพื่อแลกกับอัตราผลตอบแทนสูง และประเภทกลางๆ คือ รับความเสี่ยงได้ระดับหนึ่ง เพื่อผลตอบแทนที่สูงขึ้น นอกจากนี้ตลาดยังได้มีการพัฒนาเครื่องมือทางการเงินใหม่ๆ เกิดขึ้นอีกมากมาย รวมทั้งกระแสโลกาภิวัฒน์และการผ่อนคลายกฎระเบียบของตลาดการเงินในแต่ละประเทศ ล้วนมีส่วนส่งเสริมให้การระดมเงินจากตลาดต่างประเทศทำได้สะดวกขึ้นและมีประสิทธิภาพมากขึ้น แม้แต่ประเทศไทยเองก็ยังเปิดโอกาสให้ต่างชาติมาออกจำหน่ายตราสารเงินบาทในประเทศได้ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 ซึ่งมีผู้ออกไปแล้ว

หลายรายด้วยกัน รายแรกคือ ธนาคารพัฒนาเอเชีย (ADB) ตามด้วยธนาคารเพื่อความร่วมมือระหว่างประเทศแห่งญี่ปุ่น (JBIC) เป็นรายที่สอง หลังจากนั้นมีสถาบันเอกชนต่างชาติที่ออกตราสารเงินบาทในประเทศไทยอีก เช่น Citigroup เป็นต้น

ตราสารหนี้ (Debt Securities) แบ่งได้เป็นสามประเภทด้วยกัน คือ

ตราสารหนี้ในประเทศ (Domestic Bond) หมายถึง ตราสารหนี้ที่ออกโดยผู้ออกที่เป็นบุคคลในประเทศ และออกในสกุลเงินของประเทศนั้นเอง เช่น ตราสารหนี้สกุลดอลล่าร์สหรัฐที่ออกจำหน่ายในสหรัฐโดยบริษัทสัญชาติอเมริกัน หรือหุ้นกู้เงินบาทที่ออกโดยบริษัทที่มีสัญชาติไทยและออกจำหน่ายให้แก่นักลงทุนในประเทศไทย การออกจำหน่ายตราสารหนี้ในตลาดในประเทศนี้จะอยู่ภายใต้กฎระเบียบและการกำกับดูแลของหน่วยงานที่มีอำนาจหน้าที่ของประเทศนั้นๆ

ตราสารหนี้ต่างประเทศ (Foreign Bond) หมายถึง ตราสารหนี้ที่ออกโดยผู้ออกที่เป็นต่างชาติ โดยออกจำหน่ายในสกุลเงินท้องถิ่น ดังนั้น Foreign Bond จึงมีลักษณะเช่นเดียวกับ Domestic Bond แต่ต่างกันที่ผู้ออกเป็นต่างชาติ ดังนั้น การออก Foreign Bond จึงต้องปฏิบัติตามกฎเกณฑ์ของแต่ละประเทศที่กำหนดขึ้นเพื่อกำกับดูแลตลาดของตน Foreign Bond ในบางประเทศจะมีชื่อเรียกแปลกๆ แต่เป็นที่ยอมรับกันทั่วไป เช่น ในสหรัฐ จะเรียกว่า Yankee Bond ในญี่ปุ่นเรียกว่า Samurai bond ในอังกฤษเรียกว่า Bulldog Bond เป็นต้น

ตราสารหนี้ยูโร (Eurobond) หมายถึง ตราสารหนี้ที่ไม่ได้ออกจำหน่ายในตลาดของประเทศใดประเทศหนึ่งโดยเฉพาะ จึงไม่ต้องปฏิบัติตามขั้นตอนหรือกฎเกณฑ์ เช่นเดียวกับตราสารหนี้ที่ออกในประเทศเหมือนสองประเภทแรก คือ จะมีความยืดหยุ่นมากกว่า อย่างไรก็ตามในปัจจุบันตลาดทุนในแต่ละประเทศค่อนข้างเปิดเสรีกันมากขึ้น การเคลื่อนย้ายทุนระหว่างประเทศทำได้สะดวกมากขึ้น ความแตกต่างระหว่าง Foreign Bond กับ Eurobond จึงไม่ค่อยชัดเจนเหมือนอย่างในอดีต

เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างเงินกู้กับตราสารหนี้

ประเภทของผู้ให้กู้ ในกรณีของเงินกู้ ผู้ให้กู้คือสถาบันการเงิน ส่วนตราสารหนี้ผู้ให้กู้มีหลากหลายประเภท ทั้งรายใหญ่และรายย่อย รายใหญ่คือนักลงทุนประเภทสถาบัน เช่น กองทุน ธนาคารกลาง มูลนิธิ บริษัทประกัน และนิติบุคคลอื่นๆ ส่วนนักลงทุนรายย่อยก็คือบุคคลธรรมดาทั่วไป ดังนั้น ผู้ให้กู้ในกรณีของตราสารหนี้จึงมีความหลากหลายมากกว่า โดยทั่วไปแล้วในการกู้แต่ละครั้งก็มักจะมีจำนวนรายของผู้ให้กู้มากกว่ากรณีของเงินกู้ด้วย

ความสัมพันธ์ระหว่างผู้กู้กับผู้ให้กู้ โดยทั่วไป ความสัมพันธ์ของผู้กู้กับเจ้าหนี้เงินกู้จะใกล้ชิดกว่าผู้ลงทุนในตราสารหนี้ เพราะในการกู้เงิน เจ้าหนี้ที่เป็นธนาคารจะต้องติดต่อประสานงานกับลูกหนี้ตั้งแต่ก่อนให้กู้ จนถึงการติดตามอย่างสม่ำเสมอ ในขณะที่ผู้ลงทุนในตราสารหนี้อาจไม่รู้จักผู้ออกตราสารหนี้โดยตรง เพราะเป็นการซื้อขายผ่านตัวแทนหรือผู้ค้าอีกทีหนึ่ง

การโอนเปลี่ยนมือ ในกรณีของเงินกู้การโอนกรรมสิทธิ์ในหนี้จะมีความคล่องตัวน้อยกว่าตราสารหนี้ แม้ว่าในปัจจุบันจะมีตลาดรองสำหรับเงินกู้ แต่ก็ยังจำกัดเฉพาะหนี้รายใหญ่ๆ จำพวก Syndicated Loan หรือหนี้ด้อยคุณภาพ (Distressed Loan) และเป็นการซื้อขายแบบติดต่อกันโดยตรง (over-the-counter หรือ OTC) เป็นส่วนใหญ่ ผิดกับตราสารที่สามารถซื้อขายเปลี่ยนมือได้ง่ายกว่า ทั้งรายเล็กรายใหญ่ มีทั้งแบบซื้อขายกันในตลาดแลกเปลี่ยน และ OTC

ระเบียบปฏิบัติ เนื่องจากกลุ่มผู้ลงทุนในตราสารประกอบด้วยนักลงทุนทั้งรายเล็กรายใหญ่ ทั้งที่มีความรู้ความเข้าใจในการเงินดีและไม่ดี ทางการจึงต้องเข้ามามีบทบาทในการกำกับดูแลให้มีระเบียบแบบแผนในการปฏิบัติเพื่อให้เกิดความเป็นธรรม ไม่ให้นักลงทุนรายย่อยถูกเอารัดเอาเปรียบ เช่น หลักเกณฑ์เกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลที่เท่าเทียมกัน วิธีการออกจำหน่ายตราสารแก่บุคคลทั่วไป เป็นต้น ส่วนการกู้เงินจะไม่มีหน่วยงานเฉพาะมาดูแล หรือออกกฎระเบียบให้ปฏิบัติเป็นเรื่องระหว่างผู้กู้กับผู้ให้กู้ที่จะกำหนดขั้นตอนหรือเงื่อนไขระหว่างกันตราบเท่าที่ไม่ขัดกับกฎหมายที่มีอยู่

ผู้กู้จึงต้องพิจารณาว่า วิธีการระดมเงินแบบไหนจะเหมาะสมกับตน โดยพิจารณาปัจจัยต่างๆ อาทิ ต้นทุน จำนวนเงินที่ต้องการทั้งในปัจจุบันและแผนการในอนาคต เวลาที่จะใช้เงิน โดยหลักการแล้ววิธีการออกตราสารจะมีต้นทุนรวมที่ต่ำกว่าการกู้เงินจากธนาคาร เพราะเป็นการกู้ยืมจากเจ้าของเงินโดยตรงไม่ต้องผ่านกลไกของสถาบันการเงิน และยังช่วยในการกระจายแหล่งเงิน ไม่ต้องพึ่งพิงเฉพาะสถาบันการเงินเพียงอย่างเดียว แต่ในทางปฏิบัติมักปรากฏว่าค่าใช้จ่ายในการออกตราสารจะสูงกว่าการกู้เงิน ขั้นตอนต่างๆ ก็มีมากกว่า การออกตราสารแต่ละครั้งจึงใช้เวลามากกว่าการกู้เงิน นอกจากนี้ ตลาดตราสารยังมีความอ่อนไหวง่ายต่อข่าวสารและปัจจัยต่างๆ ที่มากระทบโดยเฉพาะข่าวในเชิงลบ อย่างไรก็ตาม ผู้ที่มีความต้องการระดมเงินเป็นจำนวนมากๆ และเป็นประจำสม่ำเสมอไม่ควรมองข้ามตลาดตราสาร เพราะในระยะยาวแล้วการออกตราสารหนี้จะให้ความคุ้มค่าชดเชยกับค่าใช้จ่ายสูงๆ ที่ต้องเสียไปในตอนต้น เมื่อนักลงทุนมีความพึงพอใจในตราสารที่เราออก มีความเชื่อมั่นในเครดิต ได้รับผลตอบแทนที่สัมพันธ์กับความเสี่ยง เมื่อนั้นเราก็จะมีแหล่งเงินที่มั่นคง ที่สามารถรองรับความต้องการเงินทุนของเราได้ในระยาว

บทที่ 11 Commercial Paper

Commercial Paper หรือบางทีเรียกเป็นภาษาไทยว่าตราสารพาณิชย์ แต่ส่วนใหญ่มักเรียกย่อๆ ว่า CP เป็นตราสารหนี้ระยะสั้นที่ออกจำหน่ายโดยบริษัทเอกชนที่มีฐานะเครดิตดี หรือองค์กรภาครัฐ ตลาด CP มีสองตลาดใหญ่ๆ คือ ตลาดในสหรัฐ และตลาดนอกสหรัฐที่เรียกว่าตลาดยูโร ลักษณะของ CP ในสองตลาดนี้จะมีความแตกต่างกันอยู่บ้างซึ่งจะกล่าวถึงต่อไป เนื่องจาก CP เป็นตราสารระยะสั้น จึงไม่นิยมการซื้อขายเปลี่ยนมือ ผู้ลงทุนมักจะถือไว้จนครบอายุ

US Commercial Paper เป็นตลาด CP ที่เก่าแก่และมีขนาดใหญ่ที่สุดในโลก ณ เดือนกันยายน 2549 มีปริมาน CP หมุนเวียนอยู่ถึงกว่าล้านล้านดอลล่าร์สหรัฐ ผู้ออก USCP ส่วนใหญ่เป็นบริษัทเอกชนที่มีฐานะเครดิตดี ตลาด USCP เกิดขึ้นประมาณคริสตศตวรรษที่ 19 ตั้งแต่สมัยปฏิวัติอุตสาหกรรมในสหรัฐ ซึ่งระบบสถาบันการเงินยังไม่สามารถรองรับความต้องการด้านสินเชื่อของบริษัทอุตสาหกรรมต่างๆ ได้ จึงมีการระดมเงินโดยตรงโดยไม่ผ่านสถาบันการเงิน ตลาดนี้ได้ขยายตัวไปเรื่อยๆ ภายหลังสถาบันการเงินได้เข้ามามีบทบาทในฐานะผู้ซื้อและผู้ค้า (Dealer) ลักษณะของ CP ออกในตลาดนี้มักจะเป็นตราสารที่ไม่มีการค้ำประกัน (Unsecured

Note) และไม่มีดอกเบี้ยหน้าตั๋ว คือ เป็นตราสารที่ขายแบบมีส่วนลด (Discounted Note) มีอายุสูงสุดไม่เกิน 270 วัน เนื่องจากกฎหมาย Securities Act 1933 ยกเว้นไว้ไม่ต้องจดทะเบียนกับ US SEC ซึ่งจะทำให้ขั้นตอนการออกกระชับและประหยัดกว่าการจดทะเบียนกับ SEC เพราะที่จริงแล้วทั้งผู้ออกและผู้ลงทุนก็ไม่ได้ต้องการออกตราสารที่มีอายุยาวสักเท่าไร อายุเฉลี่ยของ CP ในสหรัฐมักจะประมาณไม่เกินหนึ่งเดือน USCP จะต้องได้รับการจัดอันดับจึงจะได้รับการตอบรับจากนักลงทุน วิธีการออกจำหน่ายมีทั้งการออกตราสารขายให้แก่ผู้ลงทุนโดยตรง เรียกว่า Direct Issued หรือ Direct Paper และการออกผ่าน Dealer เรียกว่า Dealer-Issued หรือ Dealer Paper บริษัทใหญ่ๆ มักจะออกขายให้แก่นักลงทุนโดยตรงเพราะมีเครดิตดี ตราสารเป็นที่ต้องการของนักลงทุนอยู่แล้ว ไม่ต้องเสีย Trading Commission ให้แก่ Dealer แต่ถ้าเป็นผู้ออกจากต่างประเทศหรือเป็นหน้าใหม่อาจจำเป็นต้องอาศัย Dealer เพื่ออาศัยฐานนักลงทุนในมือของ Dealer

นอกจาก CP ธรรมดาแล้ว ในตลาดสหรัฐยังมี CP อีกชนิดหนึ่งคือ Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) ซึ่งเพิ่งเริ่มเกิดขึ้นไม่นานมานี้แต่มีการขยายตัวอย่างรวดเร็ว ABCP เป็น CP ที่ใช้กระแสเงินสดของสินทรัพย์บางประเภทมา back up เช่น ธนาคารหรือสถาบันการเงินที่ให้สินเชื่อที่อยู่อาศัย หรือสินเชื่อรถยนต์ สามารถนำมาใช้เพื่อ back up การออกตราสาร CP ได้

การออก ABCP จะต้องมีการจัดตั้งบริษัทเฉพาะกิจที่เรียกว่า Special Purpose Vehicle (SPV) โดย SPV จะรับโอนสินทรัพย์ที่จะใช้เพื่อ back up ตราสารที่จะออกนี้ หรือมีศัพท์อีกคำที่เรียกบริษัทที่ตั้งขึ้นมาเพื่อทำหน้าที่นี้โดยเฉพาะว่า Conduit โดย Conduit จะเป็นเพียงผู้ออกตราสาร CP และนำเงินที่ได้ไปซื้อสินทรัพย์มาจาก Originator ส่วนดอกเบี้ยและเงินต้นที่ต้องจ่ายให้แก่ผู้ถือตราสาร CP นั้นจะมาจากกระแสเงินสดของสินทรัพย์ที่ ใช้ back up การที่ ABCP ได้รับความนิยมอย่างมากในระยะหลังๆ เนื่องจากช่วยลดต้นทุนในการระดมเงินระยะสั้นให้แก่ Originator ดอกเบี้ยที่ออกโดยวิธีนี้จะมีอัตราต่ำกว่าการกู้ยืมโดยปกติ ผู้ออก ABCP ส่วนใหญ่เป็นสถาบันการเงินซึ่งจะมีสินทรัพย์ที่สามารถนำมาทำการ back up ได้มาก และบริษัทประเภทอื่นที่ใช้เป็นช่องทางในการเข้าถึงตลาด CP ซึ่งแต่เดิมอาจไม่สามารถเข้าได้เพราะอันดับเครดิตไม่ดีพอ

Credit Support

โดยทั่วไป CP มักจะต้องมีความสนับสนุนทางการเงินในรูปแบบใดแบบหนึ่งเพื่อเพิ่มความมั่นใจให้แก่ผู้ซื้อ และบริษัทจัดอันดับเครดิตจะระบุให้ผู้ออกจัดหา Credit Support สำหรับ CP ที่ออก รูปแบบของ Credit Support ได้แก่

- **Letter of Credit** จากธนาคาร หรือหนังสือค้ำประกันจากธนาคารนั่นเอง ซึ่งธนาคารจะคิดค่าธรรมเนียมในการออกหนังสือค้ำประกันดังกล่าวให้
- **Line of Credit** เป็นวงเงินที่ได้จากธนาคาร เพื่อใช้สำหรับกรณีประสบปัญหาไม่สามารถหาเงินมาจ่ายดอกเบี้ยหรือเงินต้นได้เมื่อถึงกำหนด

Euro Commercial Paper (ECP)

ECP เพิ่งเริ่มเกิดขึ้นเมื่อประมาณยี่สิบกว่าปีมานี้เอง และมีพัฒนาการอย่างรวดเร็ว เนื่องจากมีความคล่องตัวกว่า USCP เช่น ไม่จำเป็นต้องมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ มีอายุได้ตั้งแต่หนึ่งวันถึงหนึ่งปี ไม่ต้องมีแหล่งเงินจากสถาบันการเงินมาหนุนหลัง สามารถออกตราสารจำหน่ายได้หลายสกุล รวมทั้งขั้นตอนการออกและค่าใช้จ่ายในการออกก็มีข้อได้เปรียบกว่า USCP การออก ECP นิยมทำในลักษณะเป็นโปรแกรม คือ กำหนดเป็นวงเงินไว้แล้วทยอยออกตราสารเป็นครั้งๆ โดยมียอดคงค้าง ณ ขณะใดขณะหนึ่ง ไม่เกินวงเงินที่กำหนด วิธีนี้จะช่วยประหยัดต้นทุนเพราะจะเสียค่าใช้จ่ายครั้งแรกในตอนจัดตั้งโปรแกรม ซึ่งจะมีค่าใช้จ่ายหลายรายการ โดยเฉพาะค่าธรรมเนียมทางกฎหมาย (Legal Fees) ในการจัดทำเอกสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง หลังจากจัดตั้งโปรแกรมเรียบร้อยแล้ว ก็สามารถออกจำหน่ายตราสารไปได้เรื่อยๆ ในแต่ละปีจะต้องมีการปรับปรุงโปรแกรมเพื่อให้เป็นปัจจุบัน (update) อยู่เสมอ วิธีการ update ก็ง่ายๆ ไม่ซับซ้อน เพียงแต่ส่งข้อมูลทางการเงินล่าสุดไปให้แก่ Arranger ที่ช่วยในการจัดตั้งโปรแกรมเท่านั้น ถ้าโปรแกรมมีการจัดอันดับเครดิตด้วย ก็ต้องส่งข้อมูลให้บริษัทจัดอันดับเครดิตด้วยเพื่อทำการทบทวนอันดับเครดิตทุกปี ในประเทศไทยมีผู้จัดตั้ง ECP Program มาแล้ว ได้แก่ กระทรวงการคลังซึ่งจัดตั้งโปรแกรม ECP วงเงิน 300 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ เมื่อปี พ.ศ. 2532 ในขณะที่บรรษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (บรรษัท) จัดตั้งโปรแกรมเมื่อปี พ.ศ. 2536 โดยมีวงเงินเริ่มแรก 100 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ ในปีถัดไปเพิ่มเป็น 200 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ และขยายเป็น 500 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ ในเวลาไม่กี่ปีต่อมา ภายหลังบรรษัทได้ควบรวมกับธนาคารทหารไทยในปี พ.ศ. 2547 โปรแกรม ECP จึงได้ยกเลิกไป

เปรียบเทียบความแตกต่างระหว่าง USCP กับ ECP

	USCP	ECP
สกุลเงิน	ดอลล่าร์สหรัฐ	สกุลใดก็ได้
อายุ	1-270 วัน	1-365 วัน
อายุโดยเฉลี่ย	ประมาณ 30 วัน	ประมาณ 90 วัน
อัตราดอกเบี้ยอ้างอิง	ไม่มี	LIBOR
ประเภทดอกเบี้ย	Discount Basis	Discount หรือมีดอกเบี้ยก็ได้
ประเภทตราสาร	ไม่ระบุชื่อผู้ถือ (Bearer Form)	ไม่ระบุชื่อผู้ถือ

การจัดตั้ง ECP Program

บุคคลที่เกี่ยวข้องในการจัดตั้งโปรแกรม ประกอบด้วย

Arranger หมายถึง ผู้จัดการในการจัดตั้งโปรแกรมให้ ซึ่งจะรับผิดชอบในการดำเนินการขั้นตอนทั้งหมด และดูแลการจัดทำเอกสารต่างๆ รวมทั้งประสานงานกับบุคคลอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น นักกฎหมาย และบริษัทจัดอันดับ Arranger จึงมีความสำคัญมาก ผู้ออกควรคัดเลือกบริษัทที่มีประสบการณ์สูง มีประวัติดี เคยจัดตั้งโปรแกรมให้ผู้อื่นในแถบเอเชีย ยิ่งถ้าเคยทำให้รายอื่นในประเทศไทยมาก่อนด้วย ยิ่งเป็นประโยชน์ จะได้มีความคุ้นเคยกับกฎระเบียบของไทย ทางที่ดีเราควรสอบถามกับผู้ออกรายเดิมเพื่อหาข้อมูลประกอบด้วย นอกจากพิจารณาถึงตัวบริษัทแล้ว ตัวบุคคลที่จะมาทำงานให้เราก็สำคัญ บางครั้งทีมงานที่ส่งมาไม่ค่อยมีมนุษยสัมพันธ์ที่ดีก็อาจทำให้การทำงานมีปัญหาได้

Dealer คือ ผู้ที่จะนำตราสารของเราไปขายให้นักลงทุน จำนวน Dealer มีได้มากกว่าหนึ่งราย หนึ่งในนั้นก็คือ Arranger นั่นเอง เพราะการที่ Arranger อาสามาช่วยเราในการจัดตั้งโปรแกรม ก็หวังที่จะได้ธุรกิจในการค้าขายตราสารที่เราออกด้วย สำหรับจำนวน Dealer ที่เหมาะสมนั้นไม่ได้มีเกณฑ์ตายตัวอะไร Arranger มักจะแนะนำว่าไม่ควรตั้ง Dealer มากเกินไป ส่วนหนึ่งก็คงไม่อยากให้ธุรกิจถูกแบ่งปันไปมากมาย แต่ก็มีส่วนถูกด้วย ถ้ามี Dealer หลายราย อาจทำให้แต่ละรายรู้สึกไม่ค่อยทุ่มเทเต็มที่เท่าที่ควร ก็อาจจะเป็นผลเสีย ดังนั้นการเลือก Dealer ก็ควร

คำนึงว่าเราจะออกตราสารลักษณะไหน สกุลไหนบ้าง และเลือกบริษัทที่มีความสามารถในการจำหน่าย (Placing Power) ในตลาดนั้นๆ เมื่อแต่งตั้ง Dealer แล้วก็ควรจะมีการประเมินผลด้วย เช่น เมื่อครบรอบแต่ละปีก็ดูผลงานของ Dealer ด้วยว่าน่าพอใจหรือไม่ ถ้ารายไหนไม่ค่อยมีผลงานก็อาจเพิกถอนออกจากโปรแกรมและแต่งตั้งรายใหม่เข้าไปแทน หากจะทำวิธีนี้ก็ควรบอกให้ทุกคนทราบล่วงหน้า จะได้ไม่เกิดปัญหาความไม่เข้าใจกันทีหลัง

Issuing and Paying Agent (IPA) มีหน้าที่ออกตราสารและเก็บบันทึกข้อมูลตราสารที่ออกภายใต้โปรแกรมนี้ทั้งหมด และยังทำหน้าที่คำนวณดอกเบี้ยหรือส่วนลดและรับผิดชอบในการโอนเงินระหว่างผู้ซื้อและผู้ขายอีกด้วย

Rating Agency ในกรณีที่ต้องการให้มีการจัดอันดับสำหรับโปรแกรม ก็ควรจะมีการแจ้งไปยังบริษัทจัดอันดับให้ทราบถึงแผนการจัดตั้งโปรแกรมและตารางเวลาแต่เนิ่นๆ เพื่อให้บริษัทจัดอันดับได้มีการเตรียมการให้สอดคล้องกับตารางเวลาของเราด้วย

สำนักงานกฎหมาย (Lawyer) เพื่อทำหน้าที่ยกร่างเอกสารและสัญญาต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง ค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่ในการจัดตั้งโปรแกรมจะเป็นค่าใช้จ่ายด้านกฎหมาย การคัดเลือกสำนักกฎหมายจึงมีความสำคัญเช่นกัน ถ้าเป็นผู้ที่มีประสบการณ์ในการทำโปรแกรมลักษณะนี้หรือเคยร่วมงานกับเรามาก่อน จะช่วยประหยัดเวลาไปได้มาก

สำนักพิมพ์ (Printing House) ทำหน้าที่จัดพิมพ์เอกสารเพื่อแจกจ่ายนักลงทุน ในต่างประเทศจะมีสำนักพิมพ์ที่เชี่ยวชาญด้านการเงินโดยเฉพาะ บริษัทประเภทนี้จะเข้าใจเกี่ยวกับขั้นตอนต่างๆ และข้อจำกัดในด้านเวลาเป็นอย่างดี ในขณะเดียวกันค่าใช้จ่ายก็จะค่อนข้างสูงด้วย ผู้ออกควรจะเจรจากับ Arranger เพื่อช่วยในการประหยัดค่าพิมพ์และค่าขนส่งเอกสาร

เอกสารของ ECP ที่สำคัญๆ ได้แก่

Information Memorandum หรือ Investor Memorandum เป็นเอกสารที่แจกจ่ายให้นักลงทุน ประกอบไปด้วย สองส่วนหลักๆ คือ ข้อมูลของผู้ออก เช่น ประวัติความเป็นมา ลักษณะของธุรกิจ ข้อมูลทางการเงิน ส่วนที่สอง คือ ลักษณะและเงื่อนไขของโปรแกรม ECP นี้ เช่น วงเงินของโปรแกรม อายุของตราสารที่สามารถออกได้ภายใต้โปรแกรมนี้ ส่วนใหญ่จะเขียนกว้างๆ ไว้ว่าสามารถออกได้ตั้งแต่หนึ่งวันถึงหนึ่งปี สกุลเงินที่ออกได้ วิธีการออกจำหน่าย กฎหมายที่ใช้บังคับ ประเทศที่สามารถจำหน่ายได้ เหล่านี้เป็นต้น

Dealer's Agreement เป็นสัญญาระหว่างผู้ออกและกลุ่ม Dealer ระบุถึงหน้าที่ของ Dealer และข้อผูกพันทางกฎหมายที่ทั้งสองฝ่ายต้องปฏิบัติ

Issuing and Paying Agency Agreement เป็นสัญญาสามฝ่ายระหว่างผู้ออก Dealer และ Issuing and Paying Agent ซึ่งหลักใหญ่ใจความจะระบุถึงเงื่อนไขของโปรแกรมนี้ และข้อผูกพันของแต่ละฝ่าย

การออกจำหน่าย ECP

หลังจากจัดทำเอกสารและลงนามในสัญญาต่างๆ เป็นที่เรียบร้อยแล้ว ถือว่าการตั้งโปรแกรมประสบความสำเร็จ ต่อไปก็คือ การออกจำหน่ายตราสารจากโปรแกรมที่จัดตั้งขึ้นนั่นเอง วิธีการออกตราสารทำได้หลายวิธี เช่น การ bidding โดยแจ้งไปยังกลุ่ม Dealer ทุกรายว่าเราต้องการออกตราสารจำนวนเท่าใด อายุเท่าไร กำหนดเวลาให้ bid เข้ามา รายไหนเสนอต้นทุนต่ำที่สุดก็ออกตราสารให้เฉพาะรายนั้น อีกวิธีหนึ่งคือไม่มีการ bid แต่ตกลงกับ Dealer เป็นรายๆ ไปว่าครั้งนี้เราต้องการออกตราสารจำนวนเท่านี้ อายุกี่วัน อัตราดอกเบี้ยเท่านี้สามารถออกให้ได้หรือไม่ ถ้าไม่ได้ก็คุยกับรายอื่นต่อไป ในบางครั้งก็อาจจะเป็นในทางตรงกันข้าม คือ Dealer จะเป็นผู้ติดต่อมาหาเราเพื่อเสนอให้เราออกตราสารเนื่องจากมีผู้ลงทุนต้องการ ถ้าเราเห็นว่าต้นทุนถูก สามารถใช้ประโยชน์จากเงินที่ได้จากการออกตราสารได้ เราก็ตอบรับข้อเสนอ สำหรับวิธีการออกตราสารก็เพียงแต่การแจ้งไปยัง Dealer และ Issuing and Paying Agent (IPA) ระบุเงื่อนไขของตราสารที่ออกครั้งนี้ ได้แก่ จำนวนเงิน สกุลเงิน อัตราดอกเบี้ย วันที่ออก วันที่ครบกำหนด โดยแจ้งก่อนอย่างน้อยหนึ่งวัน IPA จะยืนยันรายละเอียดกลับมาอีกครั้ง หากทุกอย่างถูกต้องครบถ้วน เราก็จะได้รับเงินในวันถัดไป เมื่อใกล้ถึงกำหนดวันครบอายุของตราสาร IPA จะส่งหนังสือมาแจ้งจำนวนเงินที่ต้องจ่ายและกำหนดวันชำระเงิน เราก็ดำเนินการไปตามนั้น จะเห็นว่ามีความสะดวกและกระชับมาก ด้วยเหตุนี้จึงทำให้มีผู้นิยมใช้ ECP เป็นเครื่องมือในการระดมเงินระยะสั้นกันมาก ตลาด ECP จึงขยายตัวอย่างรวดเร็วแม้จะเพิ่งเกิดขึ้นมาประมาณสามสิบปีมานี้เอง

ตัวอย่าง ECP Program ของบรรษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย

ปีที่จัดตั้งโปรแกรม:	2536
วงเงินของโปรแกรม:	เริ่มแรกกำหนดวงเงินไว้ 100 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ ต่อมาขยายเป็น 200 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ ในปี 2537 และเป็น 500 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ เนื่องจากมีความสะดวกในการใช้และประหยัดต้นทุนมากกว่าการกู้ยืมเงินระยะสั้นในรูปแบบอื่น
Arranger:	SBC Warburg (ภายหลังควบรวมกับ UBS เปลี่ยนชื่อเป็น UBS)
Dealers:	SBC Warburg, Lehman Brothers, JP Morgan
Issuing and Paying Agent:	Bankers Trust (ภายหลังควบรวมเปลี่ยนชื่อเป็น Deutchebank)
อายุของตราสาร:	1 วันถึง 365 วัน
สกุลเงิน:	สกุลใดๆ ก็ตามที่ไม่มีข้อจำกัดในการออกจำหน่ายในตลาดนอกประเทศ
กฎหมายที่ใช้บังคับ:	กฎหมายอังกฤษ

ตั้งแต่มีการจัดตั้งโปรแกรม ECP บรรษัทมีการออกจำหน่ายตราสาร ECP อย่างสม่ำเสมอ โดยใช้ร่วมกับวงเงินสินเชื่อที่ได้รับจากธนาคาร (Bank Credit Line) ECP ใช้สะดวกกว่าตรงที่ใช้เวลาสั้นกว่า ภายหลังตกลงกับ Dealer แล้วสามารถได้รับเงินเลยในวันรุ่งขึ้น

วิธีการคำนวณเกี่ยวกับ ECP

– จำนวนส่วนลด	=	(อัตราส่วนลด * จำนวนหน้าตั๋ว) * (จำนวนวัน / 360)
– ราคาออกจำหน่าย	=	จำนวนหน้าตั๋ว – จำนวนส่วนลด
– ผลตอบแทนที่แท้จริง	=	(จำนวนส่วนลด/ราคาออกจำหน่าย) * (360 / จำนวนวัน)

<u>ตัวอย่าง</u> CP ที่มีมูลค่าตามที่ระบุไว้หน้าตั๋วหนึ่งล้านดอลล่าร์สหรัฐ ระยะเวลา 30 วัน อัตราขายลด (Discount Rate) เท่ากับร้อยละ 6 ต่อปี จะมีราคาออกจำหน่ายเท่าไร

จำนวนส่วนลด	=	(อัตราส่วนลด * จำนวนหน้าตั๋ว) * (จำนวนวัน / 360)
	=	(0.06* 1000000) * (30 / 360)
	=	5000
ราคาออกจำหน่าย	=	จำนวนหน้าตั๋ว – จำนวนส่วนลด
	=	1000000 – 5000
	=	995000
การคำนวณผลตอบแทนที่แท้จริง		
	=	(จำนวนส่วนลด / ราคาออกจำหน่าย)* (360 / จำนวนวัน)
	=	(5000 / 995000) * (360 / 30)
	=	6.03%

บทที่ 12 ตราสารหนี้อัตราดอกเบี้ยคงที่ (Fixed Rate Bond)

บทนี้จะเล่าถึงตราสารที่มีอายุยาวกว่าหนึ่งปี ซึ่งจะถือกันว่าเป็นตราสารอายุปานกลาง ถ้ายาวเกินกว่าห้าปีมักจะจัดเป็นประเภทระยะยาว แต่ก็ไม่มีคำจำกัดความตายตัว ในหนังสือบางเล่มจัดตราสารอายุต่ำกว่าสามปีว่าเป็นระยะสั้น และอายุสูงกว่าเจ็ดปีว่าเป็นระยะยาว แม้แต่ตราสารที่เรียกว่า Medium-Term Notes (MTN) ยังอาจมีอายุได้ตั้งแต่สั้นๆ จนถึงร้อยปีทีเดียว เพราะฉะนั้นชื่อที่ใช้เรียกบางทีก็สื่อไม่เหมือนกัน ตราสารระยะปานกลางที่เป็นที่นิยมในตลาดโดยเฉพาะผู้ออกที่เป็นบริษัทของไทยหลายรายมักออกกันคือ Floating Rate Note (FRN) ชื่อก็บอกว่าต้องเป็นตราสารที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ส่วนอีกประเภทหนึ่งคือ ตราสารที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่ หรือเรียกว่า Fixed Rate Note หรือ Fixed Rate Bond ในบทนี้เรามาทำความรู้จักกับ Fixed Rate Bond กันก่อน

ตั้งแต่อดีตจนถึงปัจจุบัน ตราสารหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่นี้จัดเป็นตราสารที่มีความสำคัญที่สุดในตลาดตราสารหนี้ต่างประเทศ ไม่ว่าจะเป็นด้วยปริมาณของตราสารที่หมุนเวียนอยู่ในตลาดในจำนวนที่สูงกว่าตราสารประเภทใดๆ หรือในด้านความนิยมของนักลงทุน ถึงแม้จะมีตราสารประเภทใหม่ๆ ออกมามากมายแต่ก็ยังไม่สามารถแซงหน้าตราสารตัวนี้ไปได้ จากข้อมูลของตราสารหนี้ที่ออกในต่างประเทศทั้งหมดซึ่งรวบรวมโดย Thomsom Financial ในปี 2549 มีตราสารหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่จำนวน 1,932 พันล้านดอลล่าร์สหรัฐ เทียบกับตราสารหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวซึ่งมีจำนวน 1,731 พันล้านดอลล่าร์สหรัฐ หรือมากกว่ากันอยู่ประมาณ 12% อย่างไรก็ตาม ถ้าพิจารณาข้อมูลเมื่อห้าปีที่แล้ว คือในปี 2545 ตลาดของตราสารหนี้อัตราดอกเบี้ยคงที่จะใหญ่กว่าตราสารหนี้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวถึงกว่าเท่าตัวทีเดียว คือปริมาณของตราสารหนี้อัตราดอกเบี้ยคงที่ 1,116 พันล้านดอลล่าร์สหรัฐ เทียบกับตราสารหนี้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวจำนวน 434 ล้านดอลล่าร์สหรัฐเท่านั้น แสดงให้เห็นถึงความนิยมของนักลงทุนที่ให้การยอมรับตราสารประเภทอื่นๆ เพิ่มมากขึ้นกว่าแต่ก่อน

ก่อนที่จะพูดถึงลักษณะของตราสารหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่ หลายคนอาจมีความสับสนกันอยู่บ้างระหว่างคำว่า **หุ้นกู้** กับ **พันธบัตร** และระหว่างความแตกต่างของคำว่า Debenture กับ Bond และ Note จึงอยากจะพูดถึงความหมายของคำเหล่านี้สักเล็กน้อย

พันธบัตร ตามคำจำกัดความของธนาคารแห่งประเทศไทย พันธบัตร คือ ตราสารที่รัฐบาล รัฐวิสาหกิจ และสถาบันการเงินที่มีกฎหมายจัดตั้งขึ้นเป็นผู้ออก โดยให้คำมั่นสัญญาว่าผู้ถือจะได้รับชำระเงินต้นตามพันธบัตรคืนภายในเวลาที่กำหนด พร้อมด้วยดอกเบี้ยในอัตราที่กำหนด พันธบัตรที่ออกโดยรัฐบาลจะมีอายุเกินกว่าหนึ่งปีขึ้นไป ถ้าต่ำกว่าหนึ่งปีจะเรียกว่าตั๋วเงินคลัง

หุ้นกู้ ตามคำจำกัดความของ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์หมายถึงตราสารแห่งหนี้ที่แบ่งเป็นหน่วย แต่ละหน่วยมีมูลค่าเท่ากัน และกำหนดประโยชน์ตอบแทนไว้เป็นการล่วงหน้าในอัตราเท่ากันทุกหน่วย โดยบริษัทออกให้แก่ผู้ให้กู้ยืมเงินหรือผู้ซื้อ เพื่อแสดงสิทธิที่จะได้รับเงินหรือผลประโยชน์อื่นของผู้ถือตราสารดังกล่าว หุ้นกู้มีทั้งระยะสั้นและระยะยาว ถ้ามีอายุต่ำกว่าหนึ่งปีก็เรียกว่าหุ้นกู้ระยะสั้น

ดังนั้น ความแตกต่างระหว่าง หุ้นกู้ กับพันธบัตรจึงอยู่ที่ประเภทของผู้ออก คือ พันธบัตรใช้เรียกสำหรับตราสารหนี้ระยะยาวของภาครัฐ ส่วนหุ้นกู้ใช้เรียกตราสารหนี้ของภาคเอกชนทั้งระยะสั้นและระยะยาว

Bond ใช้เรียกรวมๆ สำหรับตราสารหนี้โดยทั่วไป ที่ออกโดยบุคคลใดๆ ก็ได้ ไม่ว่าจะเป็นรัฐบาล องค์กรระหว่างประเทศ รัฐวิสาหกิจหรือเอกชน มีรูปแบบแตกต่างหลากหลาย เช่น อัตราดอกเบี้ยคงที่หรือลอยตัวก็ได้ มีหลักประกันหรือไม่มีก็ได้ ออกจำหน่ายแบบทั่วไปหรือเฉพาะเจาะจงก็ได้ คำว่า Bond จะใช้กับตราสารที่มีอายุยาวกว่าหนึ่งปี โดยมากจะหมายถึงตราสารหนี้ที่มีอายุปานกลางขึ้นไปถึงระยะยาว ถ้าระยะสั้นต่ำกว่าหนึ่งปีอาจจะเรียกว่า Bill หรือ Commercial Paper แต่ก็ไม่มีการแบ่งแยกอายุที่ชัดเจน เช่น ในสหรัฐตราสารหนี้ที่ออกโดยรัฐบาลตั้งแต่ระยะสั้นๆ จนถึงสิบปีก็ยังเรียกว่า Treasury Bill เกินกว่าสิบปีถึงจะเรียกว่า Treasury Bond คำว่า Bond จึงมีความหมายที่กว้างมาก และครอบคลุมทั้งคำว่า หุ้นกู้ และพันธบัตร ในภาษาไทย

Debenture เป็นประเภทหนึ่งของ Bond หมายถึง ตราสารหนี้ที่ไม่มีหลักประกันใดๆ (Unsecured Bond) ดังนั้น ผู้ออกจึงมักเป็นรัฐบาล องค์กรของรัฐหรือเอกชนที่มีอันดับเครดิตดี โดยทั่วไปไม่ค่อยนิยมใช้คำนี้กันมากนัก นิยมใช้คำว่า Bond มากกว่า

Note เป็นคำรวมๆ อีกเช่นกันใช้เรียกทั้งตราสารหนี้ระยะสั้นและระยะยาว การใช้คำว่า Note มักจะให้ความรู้สึกว่า เป็นการออกจำหน่ายในวงจำกัด เช่น จำหน่ายเฉพาะแก่ธนาคารหรือสถาบันการเงินเท่านั้น แต่ก็ไม่ได้เป็นเช่นนั้นเสมอไป เพราะ Floating Rate Notes หรือ Medium-Term Notes ก็เป็นการออกจำหน่ายอย่างกว้างขวาง ไม่ได้จำหน่ายในวงจำกัด ดังนั้นความแตกต่างของคำว่า Note กับ Bond จึงไม่ได้แบ่งแยกอย่างชัดเจน

ในบทนี้จะพูดถึงตลาดตราสารหนี้ที่สำคัญๆ ในต่างประเทศ ซึ่งได้แก่ Eurobond และ Yankee Bond

Eurobond หมายถึง ตราสารหนี้ที่ออกจำหน่ายในประเทศต่างๆ ที่ไม่ใช่ประเทศที่เป็นเจ้าของสกุลเงินที่ตราสารนั้นออก ดังนั้น จึงไม่อยู่ภายใต้กฎเกณฑ์ของประเทศเจ้าของสกุลเงินนั้นๆ ยกตัวอย่างเช่น ตราสารหนี้สกุลดอลล่าร์สหรัฐ ที่ออกจำหน่ายให้แก่ผู้ลงทุนต่างๆ นอกประเทศสหรัฐฯ เช่น ในยุโรป หรือในเอเชีย เป็นต้น หรือตราสารหนี้สกุลเงินเยน ที่ออกจำหน่ายนอกตลาดประเทศญี่ปุ่น ยูโรบอนด์จึงออกได้หลายสกุล

นักลงทุน ประเภทของนักลงทุนในตลาดนี้เป็นนักลงทุนสถาบัน (Institutional Investors) เช่น บริษัทประกัน กองทุนบำเหน็จบำนาญ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนบริหารจัดการสินทรัพย์ และบริษัทเอกชน รวมทั้ง ธนาคารกลางของประเทศต่างๆ ที่บริหารเงินสำรองของประเทศ และธนาคารพาณิชย์ต่างๆ ด้วย

ผู้ออก มีหลากหลายประเภท ที่มีอันดับเครดิตสูงที่สุดคือองค์กรระหว่างประเทศที่เรียกกันว่า Supranational Issuers ได้แก่ ธนาคารโลก (World Bank) ธนาคารพัฒนาเอเชีย (ADB), Nordic Investment Bank (NIB), Japanese Bank for International Cooperation (JBIC) เป็นต้น องค์กรเหล่านี้จะได้รับการจัดอันดับเครดิตระดับสูงที่สุด (AAA/Aaa) จากบริษัทจัดอันดับชั้นนำ เนื่องจากมีความเสี่ยงในการไม่ได้รับชำระคืนต่ำที่สุด ผู้ออกที่มีอันดับเครดิตสูงอื่นๆ อีก เช่น รัฐบาลของประเทศชั้นนำทั้งหลาย และบริษัทขนาดใหญ่ ซึ่งมองกันว่ารัฐบาลของประเทศไหนๆ ก็คงจะไม่ยอมบิดพลิ้วการชำระเงินในตราสารที่ตนเป็นผู้ออก

การออก Eurobond

Lead Manager เป็นผู้ที่มีบทบาทมากที่สุดในการจัดการให้การออกตราสารประสบความสำเร็จ ผู้ออกจึงควรคัดเลือก Lead Manager อย่างพิถีพิถัน ถ้าเป็นวงเงินขนาดใหญ่ อาจจะคัดเลือกโดยวิธีแข่งขันกัน (Competitive Bidding) ถ้าพูดกันอย่างไม่เป็นทางการ จะเรียกกันว่า Beauty Contest เป็นวิธีที่ผู้ออกในเมืองไทยนิยมใช้กันมาก เพราะบางครั้งมีหลายสถาบันเสนอตัวเข้ามา ก็เลือกไม่ถูก จึงใช้วิธีประกวดแข่งขันกันเสียเลย ซึ่งวิธีนี้ก็นับว่าดี เพราะทำให้เราได้รับความรู้ที่หลากหลายจากหลายๆ บริษัท แต่การใช้วิธีนี้บางทีก็มีข้อเสีย เช่น ถ้าเราส่งหนังสือเชิญไปหลายแห่งเกินไป จะเสียเวลามาก โดยเฉพาะถ้าเชิญผู้ที่ไม่ค่อยคุ้นเคยกับบริษัทเราก็จะต้องเสียเวลาสื่อสารและแลกเปลี่ยนข้อมูลมากมาย และยังจะทำให้ข่าวสารแพร่หลายไปในตลาดมากเกินไป อาจเกิดข่าวในแง่ลบจากผู้ที่เสียประโยชน์ เพราะในตลาดทุนนั้นค่อนข้างจะอ่อนไหวต่อข่าวอยู่แล้ว เพราะฉะนั้นแม้จะเลือกใช้วิธี Competitive Bidding ก็ควรจะคัดผู้รับเชิญให้อยู่ในวงจำกัดเท่านั้น สำหรับเกณฑ์ในการคัดเลือกนั้นไม่ควรจะให้ความสำคัญกับราคาหรืออัตราดอกเบี้ยที่เสนอมาเป็นเกณฑ์ในการตัดสิน เพราะนั่นไม่ใช่ราคาที่จะออกได้จริง เป็นเพียงราคาโดยประมาณ (Indicative Pricing) เท่านั้น ควรให้ความสำคัญในประเด็นอื่นๆ ด้วย เช่น วิธีการนำเสนอตราสารของเราในตลาด และการจัดสรร โดยเฉพาะถ้าเป็นการออกตราสารครั้งแรก (Debut Issue) ด้วยแล้ว ผู้ออกควรใส่ใจเป็นพิเศษเพื่อให้มั่นใจว่าการออกประสบความสำเร็จ

โดยได้รับการตอบรับจากนักลงทุนกลุ่มต่างๆ เกินกว่าวงเงินที่เสนอขาย (Oversubscription) การกระจายตราสารไปในกลุ่มผู้ซื้อต่างๆ อย่างหลากหลาย ไม่ใช่อยู่ในมือของรายใหญ่ไม่กี่ราย หรือกระจุกอยู่เฉพาะบางกลุ่ม เพราะจะส่งผลกระทบต่อการเคลื่อนไหวของราคาในตลาดรองได้ ดังนั้นหากเราเลือก Lead Manager ที่เสนอราคาต่ำสุดเพียงอย่างเดียว อาจมองข้ามความสำคัญของประเด็นอื่นไป จนไม่สามารถจัดการให้การออก Eurobond ของเราประสบความสำเร็จได้ จึงต้องพิจารณาประเด็นอื่นๆ ประกอบกันไป

ปัจจัยที่ควรคำนึงถึงในการคัดเลือก Lead Manager ได้แก่

- ประสบการณ์ (Track Record) เช่น เป็นหนึ่งในสถาบันชั้นนำ มีผลงานที่ผ่านมาดี เป็นที่ยอมรับในตลาด ไม่จำเป็นต้องเลือกบริษัทที่เป็นอันดับหนึ่งของตารางจัดอันดับ (League Table) ถ้ารายใดมี mandate อยู่ในมือหลายอัน อาจไม่สามารถจัดการให้เราได้ดีพอก็ได้
- มีความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้ออก ถ้าเคยร่วมงานกันมาก่อน รู้จักประวัติความเป็นมาของผู้ออกเป็นอย่างดี ก็ควรให้คะแนนข้อนี้ด้วย เพราะช่วยประหยัดเวลาไปได้มาก
- ค่าธรรมเนียมและค่าใช้จ่ายที่เสนอมาควรจะสมเหตุสมผล ไม่สูงจนเกินไป
- ขั้นตอนและเวลาที่ใช้
- ข้อมูลที่เป็นประโยชน์ Lead Manager ที่ดีควรจะใส่ใจในการให้ความรู้แก่ผู้ออก โดยเฉพาะถ้าเราเป็นผู้ออกหน้าใหม่ที่ยังไม่คุ้นเคยกับตลาด เช่น ข้อมูลการเคลื่อนไหวของตลาดเป็นรายวันหรือรายสัปดาห์ และข้อมูลอื่นๆ ที่ช่วยเพิ่มพูนความรู้ให้แก่ผู้ออก
- อัตราดอกเบี้ย โดยการเปรียบเทียบราคาที่เสนอมากับราคาของผู้อื่นในตลาด เช่น ผู้ที่มีอันดับเครดิตใกล้เคียงกับเรา
- ทีมงาน เช่น เป็นผู้มีประสบการณ์ มีความคุ้นเคยในตลาดเอเชียอยู่บ้าง ย่อมจะได้เปรียบกว่า

เมื่อคัดเลือก Lead Manager ได้แล้ว Lead Manager จะต้องร่วมงานกับเราอย่างใกล้ชิด เราไม่ควรมอบหมายให้ Lead Manager ทำหน้าที่ต่างๆ แทนเราทั้งหมด แต่ควรทำงานร่วมกัน หน้าที่หลักๆ ก็คือ

- จัดทำขั้นตอนต่างๆ ของการออกตราสารนี้อย่างละเอียด และจัดตารางเวลาของแต่ละขั้นตอน พร้อมทั้งกำหนดหน้าที่ความรับผิดชอบอย่างชัดเจน
- คัดเลือกผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการออกตราสารครั้งนี้ อาทิ สำนักงานกฎหมาย สำนักพิมพ์ Issuing and Paying Agent บริษัทจัดอันดับเครดิต
- ประสานงานในการจัดทำเอกสารต่างๆ ทั้งหมดที่เกี่ยวข้องร่วมกับบริษัทกฎหมาย
- ให้ความเห็นเกี่ยวกับภาวะตลาด
- จัดการเกี่ยวกับ Roadshow เช่น การทำเอกสารประกอบ การจัดตารางเวลา การนัดหมายผู้ลงทุน ในบางกรณีอาจทำในลักษณะของ Roadshow ทางสื่ออื่นๆ เช่น บริการ Bloomberg เป็นต้น
- จัดการด้านการออกจำหน่ายร่วมกับ Co-Lead Manager
- จัดการเกี่ยวกับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
- ดูแลเกี่ยวกับตลาดรอง

Co-Lead Manager และ Managers ในการออก Eurobond แต่ละครั้งอาจมี Lead Manager รายเดียว หรือมากกว่าหนึ่งรายก็ได้ ถ้ามากกว่าหนึ่งรายเรียกว่า Co-Lead Manager โดยอาจแบ่งหน้าที่กันหรือมอบหมายให้รายใดรายหนึ่งไปเลย ทั้ง Lead Manager และ Managers จะมีหน้าที่สำคัญในการขายตราสารที่ออกนี้ โดยอาจจะแบ่งสัดส่วนในการขายระหว่างกันหรือร่วมกันขายก็ได้

Issuing and Paying Agent หน้าที่หลักๆ ของ IPA ได้แก่ การเป็นตัวกลางในการรับจ่ายเงิน เช่น เงินที่ได้จากการขายตราสาร ผู้ซื้อจะส่งให้ IPA เพื่อส่งต่อให้ผู้ออก ส่วนเงินค่าดอกเบี้ยและเงินต้นเมื่อครบไถ่ถอน ผู้ออกตราสารก็จะต้องส่งให้ IPA เพื่อให้ส่งต่อให้ผู้ถือตราสารอีกทีหนึ่ง โดย IPA จะแจ้งล่วงหน้าให้ทราบถึงจำนวนเงินที่จะถึงกำหนดชำระเป็นครั้งๆ ไป นอกจากนี้ยังอาจทำหน้าที่เป็นนายทะเบียนของตราสารอีกด้วย

เอกสารที่เกี่ยวข้องในการออก Eurobond

Offering Circular คือ หนังสือชี้ชวนผู้ลงทุน ซึ่งคล้ายคลึงกับของบ้านเรา คือจะมีข้อมูลทั้งหมดเกี่ยวกับผู้ออก ตราสารที่เสนอขายครั้งนี้ ข้อจำกัดด้านกฎหมาย (ถ้ามี) ผลทางภาษี ข้อจำกัดในการจำหน่าย เอกสารนี้มีความสำคัญมากเนื่องจากเป็นเอกสารเผยแพร่ต่อนักลงทุน จึงเป็นเสมือนข้อผูกพันระหว่างผู้ออกและผู้ลงทุน หากมีข้อมูลใดไม่ตรงกับความเป็นจริง ผู้ลงทุนอาจยกขึ้นอ้างเพื่อฟ้องร้องเรียกค่าเสียหายจากผู้ออกได้ ดังนั้น ผู้ออกจึงต้องใส่ใจกับข้อมูลต่างๆ ที่ใส่ไว้ในหนังสือชี้ชวนนี้ โดยเฉพาะข้อมูลทางการเงิน โดยปกติจะต้องมีงบการเงินเปรียบเทียบอย่างน้อยสามปีย้อนหลัง และจะต้องมีงบการเงินล่าสุดที่เผยแพร่แล้วรวมอยู่ด้วย ซึ่งอันนี้ค่อนข้างสำคัญ เช่น ถ้าเราคาดว่าจะออกตลาดในช่วงไตรมาสแรก ก็ควรจะมีข้อมูลงบการเงินของปีที่ผ่านมาอยู่ในหนังสือชี้ชวนด้วย หรือถ้าจะออกตลาดในไตรมาสสองก็ควรจะมีข้อมูลของไตรมาสหนึ่งอยู่ด้วย ดังนั้น การกำหนดช่วงเวลาในการออกจึงควรจะสอดคล้องกับเวลาของงบการเงินด้วย เช่น ในระหว่างที่กำลังจะออกจำหน่ายหากมีการออกงบการเงินล่าสุดออกมาโดยที่ไม่มีอยู่ในหนังสือชี้ชวน อาจจะต้องจัดทำหนังสือชี้ชวนกันใหม่ ซึ่งจะทำให้เสียเวลาและค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น ประเด็นเหล่านี้ Lead Manager จะเป็นผู้ให้คำแนะนำแก่เราได้

Dealer's Agreement เป็นสัญญาระหว่างผู้ออกและ Dealers ทั้งหมด ระบุถึงขอบเขตภาระหน้าที่ของแต่ละฝ่าย ภายใต้เงื่อนไขข้อกำหนดของตราสารที่ออก เช่น ลักษณะของการขายเป็นแบบ underwritten หรือ best effort พันธะของ Dealer แต่ละรายเป็นแบบร่วมกัน (jointly) หรือแยกกัน ที่เห็นมักจะเป็นแบบแยกกัน หมายถึง แต่ละรายรับผิดชอบในส่วนของตนเองเท่านั้น ถ้า Dealer รายใดบิดพลิ้วไม่ซื้อตราสารในส่วนของตน ก็ไม่ผูกมัด Dealer รายอื่นให้ต้องรับภาระในส่วนที่ขาดนั้นด้วย แม้สัญญาจะระบุเช่นนี้แต่ในทางปฏิบัติ Lead Manager มักยอมรับภาระในส่วนนั้นไว้เพื่อรักษาความสัมพันธ์ที่ดีกับผู้ออก

Issuing and Paying Agency Agreement เป็นสัญญาระหว่างผู้ออก Eurobond กับ IPA ระบุถึงหน้าที่ของแต่ละฝ่าย และรายละเอียดของตราสารที่ออก และข้อกำหนดต่างๆ ซึ่งคล้ายคลึงกับสัญญาเงินกู้ที่ได้กล่าวถึงในบทที่ 9

Yankee Bond

Yankee Bond คือตราสารหนี้สกุลดอลล่าร์สหรัฐ ที่ออกจำหน่ายในตลาดสหรัฐโดยผู้ออกที่เป็นต่างชาติ เนื่องจากเป็นการออกจำหน่ายให้แก่นักลงทุนในสหรัฐ การออกตราสารนี้จึงต้องปฏิบัติตามกฎระเบียบขององค์กรที่มีหน้าที่กำกับดูแลตลาดทุนของสหรัฐ ซึ่งก็คือ US Securities Commission หรือเรียกย่อๆ ว่า US SEC ภายใต้กฎหมายหลักๆ ที่สำคัญสองฉบับ คือ US Securities Act 1933 และ Exchange Act 1934 ตลาด Yankee Bond เป็นตลาดตราสารหนี้ที่มีขนาดใหญ่ และได้รับความนิยมสูงจากผู้ออกตราสารหนี้ทั่วโลก ไม่ว่าจะเป็นองค์กรระหว่างประเทศที่มีอันดับเครดิตสูงที่สุด หรือรัฐบาลของนานาประเทศ ตลอดจนถึงบริษัทเอกชนที่มีอันดับเครดิตสูงและมีฐานะมั่นคง ลักษณะเด่นของตลาด Yankee Bond ที่ดึงดูดผู้ต้องการระดมเงินจากทั่วโลก ก็คือจำนวนนักลงทุนรายใหญ่ของสหรัฐที่มีกำลังซื้อมหาศาล เช่น บริษัทประกันชีวิต กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และกองทุนส่วนบุคคล นอกจากจะมีเงินลงทุนที่มีขนาดใหญ่มากแล้ว นักลงทุนเหล่านี้ยังมีความต้องการลงทุนเป็นระยะเวลายาวเพื่อเพิ่มอัตราผลตอบแทน ดังนั้น ตลาด Yankee Bond จึงเป็นตลาดที่รองรับผู้ออกตราสารที่ต้องการระดมเงินในปริมาณที่สูง เช่น คราวละหลายร้อยล้านดอลล่าร์สหรัฐ หรือเป็นพันล้านดอลล่าร์สหรัฐก็มี และมีอายุที่ยาวกว่าตลาดตราสารหนี้อื่นๆ เช่น อายุ 15 ปี 20 ปี หรือ 30 ปี ในขณะที่ตราสารที่ออกในตลาด Eurobond ส่วนใหญ่จะมีวงเงินที่เล็กกว่า และอายุจะสั้นกว่า คือมักไม่เกิน 10 ปี

เป็นที่ยอมรับกันโดยทั่วไปว่าการออก Yankee Bond จะมีความ ‘ยาก’ กว่า Eurobond อันเนื่องมาจากความเข้มงวดของกฎหมายหลักทรัพย์ของสหรัฐ และข้อกำหนดต่างๆ ของ US SEC ไม่ว่าจะเป็นเรื่องของคุณสมบัติของผู้ออก การเปิดเผยข้อมูล และขั้นตอนการออก ล้วนมีกฎระเบียบกำกับอยู่มากมาย จำเป็นต้องใช้ผู้เชี่ยวชาญเพื่อให้คำแนะนำที่ถูกต้องและรัดกุม เช่น ถ้าผู้ออกมีลักษณะของธุรกิจที่แตกต่างกัน ก็อาจจะมีกฎหมายฉบับอื่นเข้ามาเกี่ยวข้องอีก ทำให้มีขั้นตอนที่แตกต่างกัน ต้องใช้เวลาเพิ่มขึ้นและเสียค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้น การที่ตลาดสหรัฐมีกฎหมายและระเบียบที่เคร่งครัด มีทั้งข้อดีข้อเสีย ข้อดี ก็คือนักลงทุนมีความอุ่นใจ ว่ากฎหมายและองค์กรที่ทำหน้าที่กำกับดูแลสามารถพิทักษ์นักลงทุนได้อย่างแท้จริง ทั้งในแง่ตัวบทกฎหมายที่มีอยู่และระบบตุลาการ เมื่อนักลงทุนเกิดความมั่นใจ ก็จะส่งผลดีต่อตลาด ทำให้ตลาดเกิดการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง ซึ่งก็จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ออกได้ในที่สุด สำหรับข้อเสีย ก็คือทำให้ผู้ออกหลายรายเข็ดขยาดกับกฎระเบียบที่เคร่งครัดและใช้เวลานาน และหันไปหาตลาดอื่นแทน

การออกจำหน่าย Yankee Bond มีทั้งประเภท Public Offering และ Private Placement แบบ Public Offering จะเรียกว่าแบบ SEC Registered เนื่องจากต้องมีการจดทะเบียนกับ SEC และจะมีข้อกำหนดที่เคร่งครัด โดยเฉพาะในเรื่องของการรายงานข้อมูลอย่างละเอียดถี่ถ้วน ส่วนประเภท Private Placement จะเป็นการเสนอขายให้แก่ผู้ซื้อรายใหญ่เท่านั้น จึงได้รับยกเว้น ไม่ต้องจดทะเบียนกับ SEC และไม่ต้องเปิดเผยข้อมูลในระดับเดียวกับประเภทแรก วิธีนี้เรียกว่าแบบ Rule 144A ซึ่งได้รับความนิยมมาก เพราะช่วยลดภาระผู้ออกในการจัดทำข้อมูลตามข้อกำหนดของ SEC และช่วยประหยัดเวลาและค่าใช้จ่ายให้แก่ผู้ออกลงได้มากเช่นกัน โดยจะเสนอขายได้เฉพาะนักลงทุนรายใหญ่ที่มีขนาดของสินทรัพย์ไม่ต่ำกว่า 100 ล้านดอลล่าร์สหรัฐเท่านั้น นักลงทุนประเภทนี้เรียกว่า Qualified Institutional Buyers หรือเรียกย่อๆ ว่า QIBs

ลักษณะของ Yankee Bond ที่ออกในตลาดส่วนใหญ่ จะมีลักษณะดังนี้

วงเงิน ตราสารที่ออกในแต่ละครั้งมักจะมีวงเงินขนาดใหญ่หลายร้อยล้านดอลล่าร์สหรัฐขึ้นไป หากวงเงินขนาดเล็กนักลงทุนจะเป็นกังวลในเรื่องสภาพคล่อง ทำให้ไม่ค่อยให้ความสนใจ

อัตราดอกเบี้ย ตลาดนี้เป็นตลาดของตราสารอัตราดอกเบี้ยคงที่ แม้ว่าในบางครั้งผู้ออกจะต้องการกู้แบบอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ก็จะออก Yankee Bond ที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่แล้วไปทำการบริหารด้วยวิธี Interest Rate Swap เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัวทีหลัง

อายุ ตราสารในตลาดนี้โดยส่วนใหญ่จะมีอายุยาวอย่างน้อยสิบปีขึ้นไป เนื่องมาจากความต้องการของนักลงทุน แต่ก็มีข้อยกเว้นบ้างโดยเฉพาะผู้ออกครั้งแรกๆ นักลงทุนยังไม่คุ้นเคยอาจจะต้องการลงทุนระยะสั้นๆ ไปก่อน ก็อาจจะมีอายุ 5 ปี หรือ 7 ปีบ้าง แต่นับว่าตราสารระยะสั้นพวกนี้มีสัดส่วนที่น้อยมาก และไม่เป็นที่นิยม

สำหรับขั้นตอนการออก Yankee Bond นั้น นอกเหนือจากความแตกต่างในเรื่องของการขออนุมัติ US SEC และการใช้กฎหมายสหรัฐ แล้ว หลักการใหญ่ๆ ก็จะคล้ายคลึงกับการออก Eurobond เช่น การคัดเลือก Lead Manager, Co-Managers, สำนักงานกฎหมาย, สำนักพิมพ์, IPA เป็นต้น

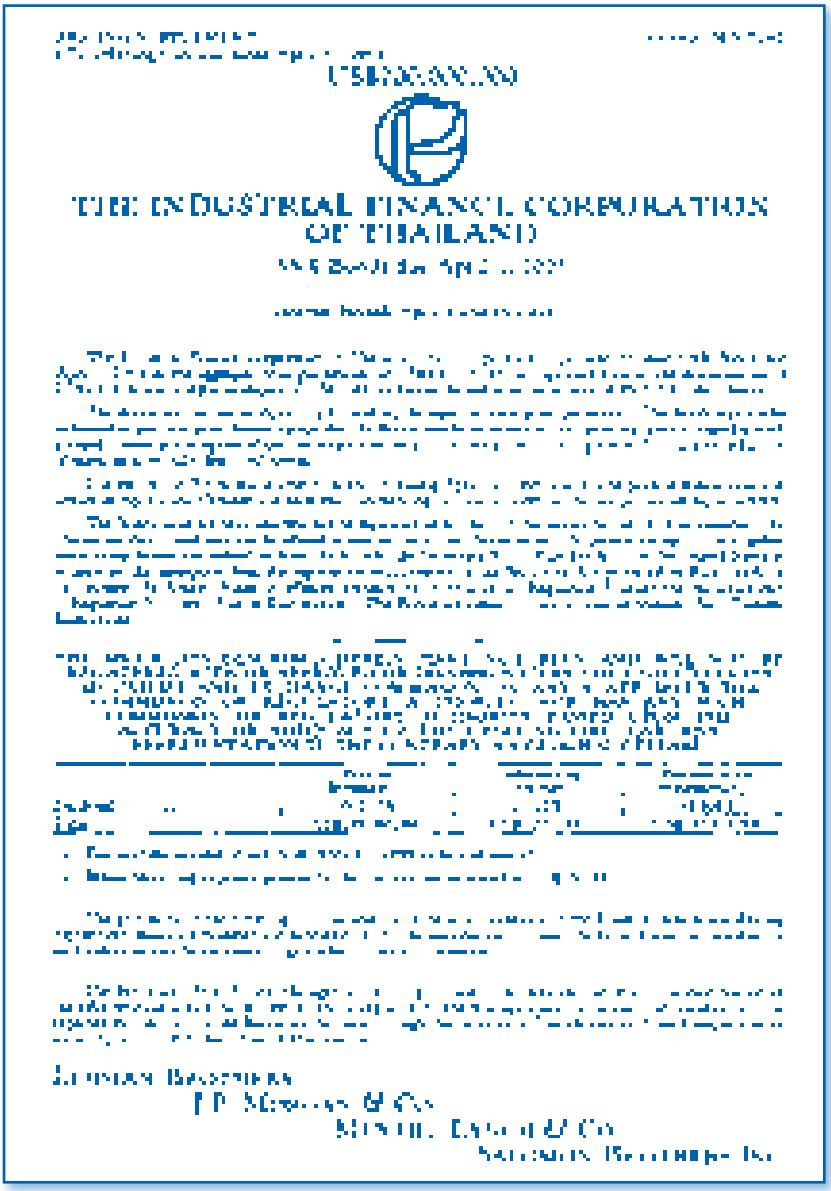
สำหรับประเทศไทยมีผู้ออก Yankee Bond มาแล้วหลายราย อาทิ รัฐบาลไทย บรรษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย ธนาคารกรุงเทพ รัฐบาลไทยออกมาแล้วสามครั้งด้วยกัน ครั้งแรกเมื่อปี พ.ศ. 2532 วงเงิน 200 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ ครั้งที่สองเมื่อปี 2535 วงเงิน 300

ล้านดอลล่าร์สหรัฐ และครั้งที่สามเมื่อปี 2540 วงเงิน 600 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ อายุ 10 ปี อัตราดอกเบี้ย 7.75% ต่อปี บรรษัทออกครั้งแรกในปี 2539 วงเงิน 200 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ อายุ 7 ปี และครั้งที่สองในปี 2540 วงเงิน 200 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ อายุ 10 ปี ธนาคารกรุงเทพ ออกเมื่อปี 2538 วงเงิน 300 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ อายุ 10 ปี อัตราดอกเบี้ย 7.25% ต่อปี ในที่นี้จะขอยกตัวอย่าง Yankee Bond ของบรรษัทที่ออกเมื่อปี 2539

Yankee Bond ที่ออกโดยบรรษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย

ผู้ออก :	บรรษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย
Lead Manager :	Lehman Brothers Inc.
Co-Managers :	JP Morgan Securities Inc., Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc., Salomon Brothers Inc. (ชื่อในสมัยนั้น)
ชนิดของตราสาร :	ประเภทระบุชื่อผู้ถือ (Registered Bond)
สกุลเงิน:	ดอลล่าร์สหรัฐ
วงเงินรวม:	200 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ
ประเภทอัตราดอกเบี้ย:	อัตราดอกเบี้ยคงที่
วันที่ออก:	3 เมษายน 2539
วันครบกำหนด:	1 เมษายน 2546
อัตราดอกเบี้ย:	6 7/8% ต่อปี
ราคาออกจำหน่าย:	99.533%
การจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์:	ไม่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใดๆ

ตัวอย่าง ของ IFCT Yankee Bond



THE INDUSTRIAL FINANCE CORPORATION OF THAILAND

บทที่ 13 ตราสารหนี้อัตราดอกเบี้ยลอยตัว (FRN)

Floating Rate Note (FRN) หรือ Floating Rate Bond บางครั้งเรียกกันสั้นๆ ว่า Floater คือ ตราสารที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว โดยมักจะใช้ LIBOR เป็นอัตราอ้างอิงและบวกด้วย spread เช่นเดียวกับเงินกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่ได้กล่าวไปแล้วในบทที่ 5 FRN เป็นตราสารยอดนิยมของผู้ออกจากประเทศไทย ไม่ว่าจะเป็นธนาคารพาณิชย์หรือบริษัทเอกชนที่ไประดมเงินจากต่างประเทศ มักจะระดมเงินในรูปของ FRN ก่อน ถ้าเทียบกับตลาดของตราสารอัตราดอกเบี้ยคงที่ ตลาด FRN นับว่ายังใหม่กว่ามากและมีขนาดเล็กกว่าตลาดตราสารอัตราดอกเบี้ยคงที่ ส่วนใหญ่ FRN จะเป็นที่นิยมในหมู่ชาวเอเชียทั้งผู้ออกและผู้ลงทุน แต่เดิมผู้ลงทุนใน FRN จะจำกัดอยู่แต่เฉพาะในหมู่ธนาคาร เพราะนักลงทุนประเภทอื่นยังไม่นิยม การเสนอขายจึงอยู่ในวงจำกัด ธนาคารผู้ซื้อก็จะปฏิบัติในลักษณะเหมือนการให้เงินกู้มากกว่าการลงทุนในตราสารจริงๆ แต่ระยะหลังๆ ประเภทของนักลงทุนที่สนใจซื้อ FRN มีหลากหลายมากขึ้น โดยเฉพาะนักลงทุนเอเชียด้วยกันเอง เช่น กองทุนจากประเทศสิงคโปร์ ไต้หวัน ญี่ปุ่น ฮ่องกง ตลาดของ FRN จึงเริ่มกว้างขึ้น รูปแบบการเสนอขายจึงปรับมาเหมือนกับการออกตราสารอัตราดอกเบี้ยคงที่ จากการที่

นักลงทุนมีหลายกลุ่มจากหลายภูมิภาค จึงเป็นข้อดีของ FRN เพราะทำให้ตลาดมีความยืดหยุ่นมาก ต่างกับตลาดของตราสารอัตราดอกเบี้ยคงที่ ที่ค่อนข้างจะอยู่ตัวแล้วปรับเปลี่ยนยากกว่า ในตลาดนี้ ผู้ลงทุนสามารถรับรูปแบบแปลกๆ ใหม่ๆ ได้ง่ายกว่า จึงมีทั้ง Plain-Vanilla FRN และ Structured FRN สำหรับอายุของ FRN นั้นมักจะค่อนมาทางระยะปานกลาง เช่น 3 ปี 5 ปี 7 ปี หรือไม่เกิน 10 ปี มากกว่าระยะยาว ซึ่งจะเหมาะกับผู้ซื้อที่เป็นธนาคารที่นิยมลงทุนระยะเวลาไม่นานนัก FRN ที่มีอายุเกินกว่า 10 ปีก็มีบ้าง แต่ต้องเป็นผู้ออกที่มีเครดิตดีจริงๆ เท่านั้น สกุลหลักๆ ที่ออกกันในตลาดยูโร ก็เช่น ดอลล่าร์สหรัฐ เยน ยูโร สวิสฟรังก์ เป็นต้น

อัตราดอกเบี้ยอ้างอิง (Benchmark Rate)

อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่นิยมใช้กันมากที่สุดคืออัตรา LIBOR ของสกุลเงินที่ออก เช่น ถ้าเป็นดอลล่าร์สหรัฐก็จะเป็น US LIBOR ถ้าเป็นสวิสฟรังก์ ก็จะเป็น CHF LIBOR การกำหนดค่าจะนิยมใช้ Reuters หน้า LIBOR01 เป็นอัตราอ้างอิง ในกรณีที่เกิดไม่มีการแสดงอัตรา LIBOR บนจอ Reuters ในวันนั้น ก็จะกำหนดให้ใช้อัตราที่ได้รับจากธนาคารตามที่ตกลงกัน อัตราดอกเบี้ยของ FRN จะระบุ spread ที่คงที่ไว้ เช่น 0.5% บวก USD LIBOR 3 เดือน ถ้าผู้กู้มีอันดับเครดิตที่ดีมากๆ อาจเห็น FRN ที่ไม่มี spread หรือที่เรียกว่า LIBOR Flat ในอดีตที่มีการแข่งขันกันมากๆ จนกล่าวได้ว่าตลาดเป็นของผู้ออก จะมีตราสารที่มีอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเป็น LIBID หรือ LIMEAN ซึ่งต่ำกว่า LIBOR ไปอีก LIBID คือ London Interbank Bid Rate เป็นอัตราที่ธนาคารจ่ายให้แก่ธนาคารอื่นที่นำเงินมาฝาก ปกติจะต่ำกว่า LIBOR อยู่ 0.125% ส่วน LIMEAN เป็นอัตราเฉลี่ยของ LIBOR และ LIBID นั่นเอง เพราะฉะนั้นจะต่ำกว่า LIBOR อยู่ 0.0625% ในระยะหลังที่ธนาคารต่างๆ เข้มงวดกับเรื่องของกฎเกณฑ์เกี่ยวกับ Basle II ทำให้ไม่ค่อยเห็นตราสารที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำๆ ที่ใช้ LIBID หรือ LIMEAN เป็นอัตราอ้างอิงอีก

นอกจาก LIBOR แล้ว FRN ยังสามารถใช้อัตราดอกเบี้ยอื่นๆ เป็นอัตราอ้างอิงได้อีก เช่น CD Rate ซึ่งหมายถึงอัตราในตลาดรองของ Negotiable Certificates of Deposit อัตรา Commercial Paper Rate อัตรา Prime Rate ของธนาคาร และอัตราดอกเบี้ยตั๋วเงินคลังของรัฐบาลสหรัฐ (US Treasury Bill) เป็นต้น เนื่องจากต้องมีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยใหม่กันทุกวันเริ่มงวดดอกเบี้ย ที่เรียกว่า Interest Rate Reset Date จึงจะต้องมีผู้ทำหน้าที่ในการกำหนดอัตราดอกเบี้ยใหม่ของทุกงวด โดยในเอกสารจะต้องระบุชัดเจนว่าการกำหนดอัตราดอกเบี้ยนั้นจะทำกันอย่างไร จะนำอัตราต่างๆ มาจากที่ไหน ณ เวลาอะไร ถ้ามีหลายอัตรา จะเฉลี่ยกันอย่างไร จะมีการปัดเศษอย่างไร จะต้องระบุให้ชัดเจน ผู้ที่ทำหน้าที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยหรือเรียกว่า Calculation Agent จะปฏิบัติตามที่ระบุไว้ในเอกสาร และแจ้งให้ทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้องทราบ ถือว่าทุกฝ่ายต้องยอมรับอัตราตามที่ Calculation Agent แจ้งมา โดยไม่มีการโต้แย้งใดๆ

นอกเหนือจาก Plain-Vanilla FRN แล้ว ยังสามารถออก FRN ในรูปแบบแปลกๆ ที่ไม่ธรรมดาได้อีก FRN ที่มีอัตราดอกเบี้ยขั้นสูง หรือมีอัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำ หรือมีทั้งขั้นสูงและขั้นต่ำ รวมทั้ง FRN ที่มีอัตราดอกเบี้ยอิงกับตัวชี้อื่นๆ และที่มีอัตราดอกเบี้ยผกผันกับอัตราดอกเบี้ยในตลาด

Capped FRN คือ มีการกำหนดอัตราสูงสุดของอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงเอาไว้ เช่น ถ้าดอกเบี้ยอ้างอิง คือ LIBOR 3 เดือน กำหนดเพดานไว้ที่ 8% หมายความว่า ณ วันกำหนดดอกเบี้ยใหม่ ถ้า LIBOR 3 เดือนสูงเกินกว่า 8% จะต้องใช้เพียง 8% บวกกับ margin ที่ระบุในเงื่อนไข เพื่อใช้เป็นอัตราดอกเบี้ยใหม่สำหรับงวดนั้นๆ กรณีของ Capped FRN ผู้ออกตราสารจะได้เปรียบ เพราะสามารถลดความเสี่ยงอัตราดอกเบี้ยลงได้ในภาวะอัตราดอกเบี้ยขาขึ้น จึงต้องมีการชดเชยให้นักลงทุน จึงจะทำให้ตราสารเป็นที่จูงใจ ด้วยการยอมจ่าย margin ที่สูงขึ้น ยิ่งถ้ากำหนดเพดานไว้ที่ระดับค่อนข้างต่ำ margin ก็จะยิ่งเพิ่มขึ้น ในทำนองกลับกัน FRN ที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำ (Floor) ไว้ ผู้ออกจะเป็นฝ่ายเสียเปรียบ แต่นักลงทุนจะได้เปรียบ เพราะถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดลดลงกว่าอัตราขั้นต่ำที่กำหนด ผู้ออกจะไม่ได้รับประโยชน์ เพราะยังคงต้องจ่ายเท่ากับอัตราอ้างอิงขั้นต่ำบวกด้วย margin ดังนั้น ผู้ออกจะต้องการการชดเชย โดยการจ่าย margin ที่ต่ำกว่าปกติ margin จะสูงหรือต่ำเท่าใดขึ้นกับระดับของ Floor ด้วย ถ้ากำหนด Floor ไว้ที่ระดับต่ำมาก ผู้ลงทุนอาจเห็นว่ามีโอกาสน้อยมากที่ LIBOR จะลดต่ำไประดับนั้น การมี Floor จึงไม่เกิดประโยชน์ต่อผู้ลงทุน จึงไม่ให้ราคาสำหรับ Floor ก็ได้ สำหรับ Ranged FRN จะมีทั้งอัตราดอกเบี้ยสูงสุดและต่ำสุด การกำหนด range ของอัตราดอกเบี้ยขั้นสูงและขั้นต่ำก็จะขึ้นกับการมองแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยของฝ่ายผู้ซื้อและผู้ขาย เพื่อพิจารณาความคุ้มค่าของราคาที่แฝงอยู่นั่นเอง

Inverse Floater หรือ Reverse Floater เป็น FRN เหมือนกันแต่อัตราดอกเบี้ยจะผกผันกับอัตราที่อ้างอิง ยกตัวอย่างเช่น อัตราดอกเบี้ยของตราสารจะเท่ากับ 10% ลบด้วย LIBOR 3 เดือน ดังนั้น ถ้า LIBOR เพิ่มขึ้น อัตราดอกเบี้ยของตราสารจะลดลง ในทางกลับกันถ้าอัตราดอกเบี้ย LIBOR ลดลง อัตราดอกเบี้ยของตราสารจะเพิ่มขึ้น ถ้าผู้ออกคาดว่าอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ก็อาจจะออกเป็น Inverse Floater แทนการออก Floater ธรรมดา บางครั้งจะมีลูกเล่นเพิ่มเติมไปอีก เช่น ใช้จำนวนเท่าของ LIBOR เป็นต้นว่าสองเท่าหรือสามเท่า ซึ่งจะเพิ่มความเสี่ยงยิ่งขึ้น ผู้ออกควรพิจารณาผลของความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นถ้าทิศทางของดอกเบี้ยไม่ได้เป็นไปอย่างที่เราคาดไว้

Indexed Bond จัดอยู่ในข่ายของตราสารหนี้อัตราดอกเบี้ยลอยตัวประเภทหนึ่ง แต่ผลตอบแทนบนตราสารนั้น จะอิงกับตัวชี้วัดประเภทอื่นๆ ที่ไม่ใช่อัตราดอกเบี้ย อาทิ อัตราแลกเปลี่ยน ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ราคาทองคำ ราคาตราสารหนี้ตัวใดตัวหนึ่งหรือหลายตัว เป็นต้น อาจจะมีการกำหนดอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำไว้ หรือกำหนดว่าอัตราผลตอบแทนต้องไม่ติดลบ นอกจากอัตราผลตอบแทนจะอิงกับตัวชี้วัดแล้ว จำนวนเงินต้นก็อาจอิงกับตัวชี้วัดได้เช่นกัน

ขั้นตอนการออกจำหน่าย

สำหรับขั้นตอนในการออกจำหน่าย FRN ก็จะเช่นเดียวกับการออกตราสารอัตราดอกเบี้ยคงที่ที่ได้กล่าวมาแล้ว เช่น ถ้าจะออกในตลาดยูโร ก็จะมีวิธีการเหมือนกับยูโรบอนด์อัตราดอกเบี้ยคงที่นั่นเอง ถ้าวงเงินขนาดไม่ใหญ่มาก มีวิธีการออกจำหน่ายอีกลักษณะหนึ่งเรียกว่า Bought Deal คือ การออกขายให้แก่ Underwriter หรือ Arranger รายใดรายหนึ่ง หรือกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งไปเลยทั้งจำนวน แล้วหลังจากนั้น Arranger จะนำไปขายต่ออีกทีหนึ่ง วิธีนี้ผู้ออกจะไม่ต้องเสี่ยงกับภาวะตลาด สามารถออกได้ตามจำนวนที่ต้องการ และตามราคาที่ตกลงกับ Arranger ส่วนเสียของวิธีนี้ ก็คือผู้ออกจะไม่ได้สัมผัสกับนักลงทุนโดยตรง จะไม่ทราบว่านักลงทุนมีการตอบรับกับตราสารของเราได้ดีขนาดไหน วิธีนี้จึงไม่ช่วยในเรื่องของการประชาสัมพันธ์ หรือการสร้างภาพพจน์เพื่อให้ชื่อของเราเป็นที่รู้จักหรือจดจำของนักลงทุน ผู้ออกจึงต้องชั่งน้ำหนักว่าในการออกตราสารแต่ละครั้งนั้นเราหวังผลในด้านใดบ้าง และเลือกใช้วิธีการเพื่อให้เราบรรลุเป้าหมายดังกล่าว สำหรับตัวอย่างของ FRN ที่ออกโดยผู้ออกจากประเทศไทยเมื่อไม่นานมานี้ก็เช่น FRN ของธนาคารไทยพาณิชย์ ที่ออกเมื่อกลางปี 2006 ในวงเงิน 300 ล้านดอลล่าร์สหรัฐ อายุ 3 ปี อัตราดอกเบี้ยเท่ากับ LIBOR บวกด้วย 0.23% ต่อปี โดยมี Goldman Sachs เป็น Arranger