

บทที่ 5

พันธบัตรธุรกิจและหุ้นกู้ (Corporate Bond and Debenture)

ในการก่อตั้งบริษัทต้องนำหุ้นออกจำหน่าย เพื่อให้ถูกต้องตามหลักการ บริษัทบางแห่งอาจไม่เคยออกพันธบัตร หรือหุ้นกู้จำหน่ายเลย ไร้เงินทุนเฉพาะส่วน ของเจ้าของกิจการที่เป็นกำไรสะสมมาขยายกิจการ แต่โดยทั่วไปแล้ว บริษัทส่วนมาก มักจะหาทุนโดยการจำหน่ายพันธบัตรหรือหุ้นกู้

Trading on Equity and Leverage

กรณีที่บริษัททำการกู้ยืมระยะยาว โดยการจำหน่ายหุ้นกู้หรือหุ้นบุริมสิทธิ เรียกว่า "Trading on Stockholders' Equity" หมายความว่า ผู้ลงทุนในหุ้น กู้หรือหุ้นบุริมสิทธิของบริษัท เพื่อหวังรายได้ในอนาคตที่แน่นอน และมีความเสี่ยงน้อยกว่าลงทุนในหุ้นสามัญ รวมทั้งสิทธิในการรับชำระคืนเงินต้น

การที่ธุรกิจได้เงินทุนจากการกู้ยืมทั้งสองวิธีที่กล่าวมานี้ เรียกอีกอย่าง หนึ่งว่า "Leverage" เมื่อบริษัทใช้ leverage และเงินจำนวนนี้สามารถทำรายได้ สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยที่บริษัทจะต้องจ่ายให้กับเงินกู้นี้แล้ว จะทำให้อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุนทั้งสิ้น และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงขึ้น เพราะอัตราดอกเบี้ยที่จ่ายให้เจ้าหนี้มีแน่นอนตายตัว ในทางตรงข้ามหากเงินที่ ใ้มาจากการใช้ leverage และไม่สามารถทำรายได้ให้สูงกว่าดอกเบี้ยจ่ายแล้ว จะทำให้อัตราผลตอบแทนต่อเงินลงทุนลดลง หรือกำไรรวมของบริษัทลดลง เพราะบริษัท จำเป็นต้องจ่ายดอกเบี้ยให้กับเจ้าหนี้ตามสัญญาไม่ว่าบริษัทจะมีกำไรหรือขาดทุน

หุ้นกู้หรือพันธบัตร

หุ้นกู้หมายถึงตราสารที่แสดงการเป็นหนี้ ที่บริษัทหรือรัฐบาลผู้ออกหุ้นกู้ (ลูกหนี้) สัญญาว่าจะจ่ายชำระเงินต้นตามจำนวนและเวลาที่ระบุไว้ในใบหุ้น โดยปกติแล้วอายุของหุ้นกู้อย่างต่ำ 5 ปี และระบุอัตราดอกเบี้ย วันที่จ่ายดอกเบี้ยไว้ด้วย

หุ้นกู้ที่จำหน่ายในท้องตลาดส่วนใหญ่เป็นหุ้นกู้ของธุรกิจ ข้อตกลงในการออกหุ้นกู้ (Bond Contract) เรียกว่า "Bond Indenture" ใน indenture จะมีรายละเอียดเกี่ยวกับข้อตกลงต่าง ๆ ระหว่างผู้ออกหุ้นกู้ (issuer) ผู้ถือหุ้น (bond holders) และ trustee ซึ่งเป็นตัวแทนในการจัดการค่านการเงินให้ผู้ออกหุ้นกู้ เป็นต้นว่าสัญญาเกี่ยวกับการจ่ายเงินต้น (principle) ดอกเบี้ย (interest) ที่จะจ่ายโดยวิธีใด เมื่อใด bond indenture นี้ เป็นเพียงสัญญาหรือข้อตกลงประกอบใบหุ้นกู้ ว่าผู้ถือหุ้นและผู้ออกหุ้นกู้ตกลงตามสัญญาที่ปรากฏใน indenture ของบริษัท ทั้ง trustee และผู้ตรวจสอบทะเบียนจะดูรายละเอียดเกี่ยวกับข้อเรียกร้องต่าง ๆ ในสัญญาใบหุ้นและ indenture แล้ว ก็ให้ผู้มีหน้าที่รับผิดชอบของบริษัทเซ็นชื่อ พร้อมกับ trustee และนายทะเบียนเซ็นรับรองอีกครั้งหนึ่ง และส่งใบหุ้นกู้ไปให้ผู้ลงทุน (ผู้ถือหุ้น) ส่วนมากใบรับรองจะออกให้ก่อนที่นำหุ้นกู้ออกจำหน่าย

หุ้นกู้หรือพันธบัตรธุรกิจปกติแล้วจะมีมูลค่าตั้งแต่ 1,000 บาท ถึง 100,000,000 บาท หุ้นกู้ที่มีมูลค่าต่ำกว่า 1,000 เรียกว่า "Baby Bonds" หุ้นกู้ชนิดนี้ส่วนมากจะเสียค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนสูง และผู้ลงทุนจะไม่คอยนิยมด้วย อัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้อาจจะแตกต่างกันตามคุณภาพของหุ้นกู้ หุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายและถึงกำหนดไถ่ถอนในเวลาเดียวกัน แต่ให้รายได้ (อัตราดอกเบี้ย) แตกต่างกัน ผลต่างนั้นก็คือความเสี่ยงภัยทางการเงินของผู้ถือหุ้นที่คาดว่าจะเกิดขึ้น

ประเภทของหุ้นกู้

หุ้นก้อาจจำแนกเป็น 5 ประเภทใหญ่ ๆ ด้วยกันคือ

1. จำแนกตามประเภทของผู้ออกหุ้นกู้
2. จำแนกตามจุดประสงค์ของผู้ออกหุ้นกู้
3. จำแนกตามวิธีการชำระดอกเบี้ย
4. จำแนกตามวิธีการชำระคืนเงินต้น
5. จำแนกตามชนิดของหลักทรัพย์ที่นำมาค้ำประกัน

1. จำแนกตามประเภทของผู้ออกหุ้นกู้

การจำแนกหุ้นกู้โดยวิธีนี้มีประโยชน์กรณีที่จะทำการวิเคราะห์หลักทรัพย์ โดยจำแนกเป็นหุ้นกู้ของธุรกิจอุตสาหกรรม (Industrial Bonds) หุ้นกู้ของรัฐบาล หุ้นกู้ของหน่วยงานราชการ เช่น รัฐบาล เทศบาลต่าง ๆ

2. จำแนกตามจุดประสงค์ของผู้ออกหุ้นกู้

ก) Refunding Bond เป็นหุ้นกู้ที่ออกให้แทนหุ้นกู้ที่ออกไปแล้ว และหุ้นกุนั้นถึงกำหนดไถ่ถอน หรือออกหุ้นกู้ชนิดที่อัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าแทนหุ้นกู้ชนิดที่อัตราดอกเบี้ยสูงกว่า ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดต่ำ

ข) Adjustment Bond เป็นหุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายระหว่างที่บริษัทมีการปรับปรุงกิจการใหม่ เพื่อแลกกับหุ้นเดิมที่ธุรกิจออกไปแล้ว

3. จำแนกตามวิธีการชำระดอกเบี้ย

ก) Coupon Bond หรือ Bearer Bond หมายถึงหุ้นกู้ที่มีผู้ถือ มีสิทธิได้รับดอกเบี้ยตามที่ระบุไว้ หุ้นกู้ชนิดนี้จะไม่มีการโอนในใบหุ้น การเปลี่ยนมือก็ทำได้สะดวก โดยการส่งมอบ ผู้ถือหุ้นก็เป็นเจ้าของตามกฎหมาย

ข) Registered Bond, Register Bond นี้แตกต่างกับ Coupon Bond คือ มีชื่อผู้ถืออยู่ในใบหุ้นหุ้นค้ำย ซึ่งบริษัทผู้ออกหุ้นชนิดนี้ต้องการให้มีการสลักหลังทุกครั้งที่มีการเปลี่ยนมือ เหมือนกับกรณีหุ้น

ค) Income Bond, Income Bond นี้ ไม่เหมือนกับหุ้นทั้งสองชนิดตามที่กล่าวมาแล้วคือ ผู้ถือหุ้นชนิดนี้จะได้รับดอกเบี้ยก็ต่อเมื่อบริษัทมีกำไรเท่านั้น ปีใดที่บริษัทไม่มีกำไร และไม่ได้ออกดอกเบี้ย ๆ นี้จะสะสมไปจ่ายในปีที่มีกำไร ตามจำนวนปีที่บริษัทระบุไว้ เช่นอาจจะสะสมได้ไม่เกิน 2 ปี หรือ 3 ปี เป็นต้น Income Bond เหมือนกับหุ้นในสิทธิเรียกร้องจากภายใต้ และเหมือนกับหุ้นกู้คือ มีวันครบกำหนดไถ่ถอน และโดยปกติจะมี Sinking Fund ไว้สำหรับไถ่ถอน

โดยปกติบริษัทจะออก Income Bond กรณีที่บริษัทประสบปัญหาทางการเงิน และปรับปรุงกิจการใหม่ เพื่อลดรายจ่ายประจำ เพราะดอกเบี้ยที่จ่ายให้ Income Bond นั้น ไม่เป็น fixed charge ในบางครั้งบริษัทอาจออก Income Bond แทนหุ้นบุริมสิทธิ เพราะดอกเบี้ยที่จ่ายให้ Income Bond ถือเป็นค่าใช้จ่ายก่อนคำนวณภาษีเงินได้ ฉะนั้นต้นทุนของ Income Bond จึงต่ำกว่าเงินปันผลหุ้นบุริมสิทธิ ซึ่งบริษัทจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นหลังจากคำนวณภาษีเงินได้แล้ว

4. จำแนกตามวิธีการชำระคืนเงินต้น

ก) Callable Bond หมายถึงหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้วบริษัทผู้ออกอาจไถ่ถอนก่อนครบกำหนด ฉะนั้นบริษัทผู้ออกจึงสามารถเลือกเวลาไถ่ถอนในขณะที่อัตราดอกเบี้ยมีท้องตลาดทั่ว ๆ ไปต่ำ และจะทำการไถ่ถอนพันธบัตรเก่าที่อัตราดอกเบี้ยสูงกว่า โดยออกพันธบัตรใหม่ที่อัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าแทน หรือกรณีที่บริษัทมีเงินเหลืออยู่ในมือแล้ว และประสงค์ที่จะลดหนี้สินลงบ้าง พันธบัตรที่เรียกคืนจึงมัก

จะเรียกคืนในราคาที่สูงกว่ามูลค่าที่ตราไว้ เช่น พันธบัตรมีมูลค่าที่ตราไว้หุ้นละ 100 บาท อาจเรียกคืนในราคา (call price) หุ้นละ 110 บาท ส่วนเกินในการเรียกคืนเรียกว่า call premium เท่ากับ 10 บาท (call premium = call price ลบด้วย face value ซึ่งเท่ากับ $110 - 100 = 10$ บาท) หากพันธบัตรนี้ถูกเรียกคืนในปีแรก ๆ ส่วนเกินในการเรียกคืนจะมีมูลค่าสูง และค่อย ๆ ลดลง ๆ เมื่อใกล้วันครบกำหนดไถ่ถอน เมื่อครบกำหนดไถ่ถอนส่วนเกินไปการเรียกคืนจะไม่มี ฉะนั้นมูลค่าของพันธบัตรจะเท่ากับมูลค่าที่ตราไว้ (face value) สมมุติว่า พันธบัตรฉบับนี้ครบกำหนดไถ่ถอน 5 ปี ถ้าบริษัททำการไถ่ถอนในปลายปีแรก ส่วนเกินในการเรียกคืนจะลดลงเท่ากับ $\frac{1}{5}$ ของคอกเบี้ย ซึ่งจะเท่ากับ $\frac{1}{5} \times 10 = 2$ บาท call premium จะเท่ากับ $10 - 2 = 8$ บาท ถ้าไถ่ถอนในปลายปีที่ 4 ส่วนเกินในการเรียกคืนจะลดลงเท่ากับ $\frac{4}{5} \times 10 = 8$ บาท call premium จะเท่ากับ 10 บาท - 8 บาท 2 บาท และในปลายปีที่ 5 ซึ่งเป็นปีที่พันธบัตรฉบับนี้ครบกำหนดไถ่ถอนพอดี ส่วนเกินในการเรียกคืนจะลดลงเท่ากับ $\frac{5}{5} \times 10 = 10$ บาท call premium จะเท่ากับ 10 บาท - 10 บาท = 0 แต่ถ้าพันธบัตรได้มีการไถ่ถอนในต้นปีแรก call premium จะไม่ลดลง ($\frac{0}{5} \times 10 = 0$) ฉะนั้น call premium ก็เท่ากับ คอกเบี้ย (คือ 10 บาท)

๒) Sinking Fund Bond เป็นเงินกองทุนที่บริษัทตั้งไว้สำหรับไถ่ถอนหุ้นกู้ หรือพันธบัตรของบริษัท ที่นำออกจำหน่ายแล้ว การไถ่ถอนนี้อาจไถ่ถอนบางส่วน หรือทั้งหมดตามสัญญาที่ไต่ระบุไว้ให้กับเจ้าหนี้ หรือบางครั้งอาจเป็นความประสงค์ของบริษัทเอง เพื่อลดหนี้สินลง และเป็นหลักประกันได้ว่า เมื่อพันธบัตรครบกำหนดไถ่ถอน หรือก่อนครบกำหนดไถ่ถอน บริษัทสามารถจะจ่ายเงินไถ่ถอนคืนได้

การจัดสรรเงินกองทุนไว้เพื่อไถ่ถอนพันธบัตร หรือหุ้นกู้นี้อาจกันเงินจากกำไรสะสม โดยกำหนดจำนวนเงินที่แน่นอนเป็นรายปีเท่ากันทุก ๆ ปี หรืออาจกัน

เป็นจำนวนเปอร์เซ็นต์ที่แน่นอนจากยอดขายหรือกำไรสุทธิประจำปีก็ได้ และนำเงินสดที่กักไว้นั้นมอบให้ Trustee Trustee จะนำเงินนี้ไปซื้อหลักทรัพย์ที่หักคอกนและสะสมไว้ทุก ๆ ปี เมื่อพันธบัตรถึงกำหนดไถ่ถอน ก็จะขายหลักทรัพย์ที่ซื้อไว้แล้วนำเงินมาไถ่ถอนพันธบัตรต่อไป

ค) Serial Bond หมายถึงพันธบัตรที่นำออกจำหน่ายในเวลาเดียวกันเป็นจำนวนมาก แต่ระยะเวลาครบกำหนดไถ่ถอนต่าง ๆ กัน โดยจะทำการไถ่ถอนคืนเป็นงวด ๆ ทิศต่อกันตามลำดับ และระบุ จำนวนเงินและเวลาที่จะไถ่ถอนคืนไว้ว่าเริ่มไถ่ถอนตั้งแต่เมื่อใด จุดประสงค์ในการออก Serial Bond นี้ เหมือนกับ Sinking Fund Bond คือต้องการลดจำนวนหนี้สินของบริษัท แต่เงินที่กักไว้นั้น แทนที่จะเก็บเป็น Sinking Fund กลับนำมาไถ่ถอนคืนเป็นงวด ๆ อัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรจะแตกต่างกันตามอายุของพันธบัตรนั้น ๆ

ตัวอย่างเช่น บริษัทจำหน่ายพันธบัตรรวม 30 ล้าน อาจให้ชำระเป็น 6 งวด ๆ ละ 5 ล้านบาท และจะทำการไถ่ถอนทุก 3 ปี โดยเริ่มตั้งแต่สิ้นปีที่ 5 หลังจากพันธบัตรนี้ได้นำออกจำหน่าย ฉะนั้นพันธบัตรฉบับนี้ แทนที่จะทำการไถ่ถอนคืนพร้อมกันหมดครั้งเดียวทั้ง 30 ล้านบาท แต่กลับทยอยส่งถึง 6 งวดด้วยกัน

ง) Convertible Bond หมายถึงหุ้นกู้ที่มีสิทธิแปลงสภาพเป็นหลักทรัพย์ชนิดอื่นได้ โดยปกติแล้วมักจะให้สิทธิแปลงเป็นหุ้นสามัญของบริษัท ตามราคา และภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ หลังจากแปลงสภาพหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญแล้ว ผู้ถือหุ้นกู้ก็เปลี่ยนสภาพจากเจ้าหนี้มาเป็นเจ้าของกิจการ จึงเห็นได้ว่าบริษัทให้โอกาสแก่ผู้ถือหุ้นกู้พิจารณาเลือกเปลี่ยนเป็นหุ้นสามัญและมีส่วนร่วมในผลกำไรทั้งหมดและความเจริญของบริษัท

เหตุผลที่ผู้ลงทุนซื้อ Convertible Bond ก็เพราะว่า

- 1) ผู้ลงทุนเชื่อว่าราคาหุ้นสามัญของบริษัทจะสูงขึ้น และหวังจะได้กำไรจากการจำหน่ายในอนาคต หรือจากการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ
- 2) กรณีเกิดภาวะเงินเฟ้อ มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นกู้ (buying power of bond dollars) จะลดลง ผู้ลงทุนก็สามารถใช้สิทธิแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ

เหตุผลที่บริษัทออก Convertible Bond คือ

1. จำหน่ายได้ง่าย และอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าหุ้นกู้ทั่ว ๆ ไป หรือหุ้นกู้ที่คุณภาพใกล้เคียงกัน
2. เมื่อราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทสูง อาจให้ผู้ถือหุ้นกู้ใช้สิทธิแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ บริษัทก็จะได้อำไร

เงื่อนไขในการแปลงสภาพปกติจะให้ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพหลังจากวันที่จำหน่ายประมาณ 5 ปี หรือ 10 ปี บางครั้งอาจให้ผู้ถือสิทธิแปลงสภาพตั้งแต่วันที่จำหน่ายหรือตลอดอายุของหุ้นกู้ก็มีบ้างเหมือนกันแต่น้อยมาก อัตราการแลกเปลี่ยนหุ้นนั้นส่วนมากจะกำหนดไปว่า หุ้น 1 หุ้นสามารถแลกกับหุ้นสามัญของบริษัทได้กี่หุ้น บริษัทส่วนมากจะกำหนดไว้หลายอัตรา เนื่องจากราคาหุ้นสามัญมีแนวโน้มที่จะสูงขึ้นเรื่อย ๆ จำนวนหุ้นสามัญที่จะได้แลกกับหุ้น 1 หุ้นนั้น จะคงลดลงตามกาลเวลา เช่น อาจกำหนดว่าหุ้น 1 หุ้น สามารถเปลี่ยนเป็นหุ้นสามัญได้ 40 หุ้นหากได้มีการแปลงสภาพภายใน 5 ปีแรก และสามารถเปลี่ยนเป็นหุ้นสามัญได้ 30 หุ้น ถ้าการแปลงสภาพกระทำภายในช่วง 5 ปีที่สอง และถ้ามีการแปลงสภาพหลังจากนี้ไปแล้ว สามารถเปลี่ยนเป็นหุ้นสามัญได้ 20 หุ้น เป็นต้น จะเห็นว่า ถ้ามีการแปลงสภาพขณะที่ราคาหุ้นสามัญสูงบริษัทก็จะมีกำไร

นอกจากนี้แล้ว เงื่อนไขในการแปลงสภาพควรระบุให้ละเอียด เพื่อป้องกันไม่ให้สิทธิในการแปลงสภาพของผู้ถือหุ้นถูกลดลง เช่นกรณีที่มีบริษัทจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มเติม ออกหุ้นปันผล (Stock Dividend) ทำการแยกหุ้น (Stock Splits) หรือรวมกิจการเข้าด้วยกัน (merges) ควรให้มีการปรับปรุงอัตราการแลกเปลี่ยนเสียใหม่

5. จำแนกตามหลักทรัพย์สินนำมาค้ำประกัน

ก) หุ้นกู้ที่ไม่มีหลักทรัพย์สินค้ำประกัน (Unsecured Bond หรือ Debenture) ผู้ลงทุนในหุ้นกู้ชนิดนี้เชื่อในความสามารถของบริษัทผู้ออกหุ้น ผู้ถือหุ้นมีสิทธิเท่าเทียมกับเจ้าหนี้ทั่ว ๆ ไปของบริษัท แต่ไม่มีสิทธิเหมือนเจ้าหนี้อื่น ๆ โดยทั่วไปแล้ว อัตราดอกเบี้ยค่อนข้างสูง แต่ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับคุณภาพของหุ้นกู้ที่เขาจะลงทุนว่า หลังจากที่ได้ทำการวิเคราะห์แล้วว่า หุ้นกู้นั้นจัดอยู่ในระดับชั้นใด โดยพิจารณาถึงรายได้ (profit) ความสามารถทำกำไร (earning power) กระแสเงินสดเข้า-ออกของบริษัท เพื่อความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัท เนื่องจากหุ้นกู้ชนิดนี้ไม่มีหลักทรัพย์สินค้ำประกัน กรณีที่ผู้ออกหุ้นกู้ (หรือลูกหนี้) ผิดนัดชำระหนี้เงินต้นและดอกเบี้ย ผู้ถือหุ้นกู้ที่มีหลักทรัพย์สินค้ำประกันสามารถบังคับเอาที่ดินทรัพย์สินที่นำมาค้ำประกันได้ ส่วนหุ้นกู้ที่ไม่มีหลักทรัพย์สินค้ำประกัน ไม่มีสิทธิเรียกร้องเหนือสินทรัพย์ใด ๆ เพียงแต่มีส่วนร่วมในสินทรัพย์ของลูกหนี้ เหมือนเจ้าหนี้ทั่ว ๆ ไปกรณีที่มีบริษัทเลิกกิจการและทำการชำระบัญชี ปัจจุบันส่วนใหญ่แล้วธุรกิจนิยมออกหุ้นกู้ที่ไม่มีหลักทรัพย์สินค้ำประกัน

ข) Subordinated Bond หมายถึงหุ้นกู้ที่มีสิทธิในรายได้หรือสินทรัพย์ของบริษัทรองลงมาจากเจ้าหนี้อื่น ๆ หุ้นกู้ชนิดนี้คุณภาพค่อนข้างต่ำ คือจัดอยู่ในชั้น BBB, BB หรือ B ผู้ลงทุนควรพิจารณาถึงรายได้ว่าคุ้มกับความเสี่ยงภัยหรือ

รูปที่ 5 - 1

ตัวอย่างหนังสือชี้แจง

Chart Cover page of prospectus offering first mortgage bonds for sale. The bonds of this Allegheny Power System subsidiary are rated single-A and carry a higher interest rate than do high-grade utility bonds. The 5-year prohibition on refinancing the bonds at a lower interest cost is typical of bonds issued in periods of falling interest rates. The prospectus contains 32 pages, about an average number.

Prospectus

\$25,000,000

The Potomac Edison Company

First Mortgage Bonds, 9¼% Series Due 2006

Due June 1, 2006 Interest payable June 1 and December 1

The New Bonds will be redeemable at any time at the option of the Company at the Regular Redemption Prices set forth herein, except that prior to June 1, 1981 the Company may not redeem the New Bonds directly or indirectly at a Regular Redemption Price with or in anticipation of moneys borrowed at an interest cost to the Company of less than 9.332% per annum. The New Bonds may also be redeemed through the operation of annual improvement and Sinking, Maintenance, and Renewal and Replacement Funds or through other trust moneys at the Special Redemption Prices. The initial Regular and Special Redemption Prices are 109.25% and 100.00%, respectively.

THESE SECURITIES HAVE NOT BEEN APPROVED OR DISAPPROVED BY THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION NOR HAS THE COMMISSION PASSED UPON THE ACCURACY OR ADEQUACY OF THIS PROSPECTUS. ANY REPRESENTATION TO THE CONTRARY IS A CRIMINAL OFFENSE

	Price to Public (1)	Underwriting Discounts and Commissions (2)	Proceeds to Company (1) (3)
Per Bond	100%	82%	99.18%
Total	\$25,000,000	\$205,000	\$24,795,000

(1) Plus accrued interest from June 1, 1976 to date of payment and delivery.

(2) The Company has agreed to indemnify the Purchasers against certain civil liabilities, including certain liabilities under the Securities Act of 1933.

(3) Before deduction of expenses payable by the Company, estimated at \$90,000.

The New Bonds are offered when, as and if issued and accepted by the Purchasers named within, and subject to prior sale, or withdrawal, cancellation or modification of the offer without notice. It is expected that delivery of the New Bonds will be made in New York City on June 24, 1976.

Salomon Brothers

Blyth Eastman Dillon & Co.
Incorporated

The First Boston Corporation

Drexel Burnham & Co.
Incorporated

The date of this Prospectus is June 17, 1976.

ไม่ ส่วนมากแล้วจะให้สิทธิในการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ

ค) หุ้นกู้ที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน หรือหุ้นกู้จำนอง (Secured Bond or Mortgage Bond) หุ้นกู้ชนิดนี้ส่วนมากจะมีสิ่งทราบดีมาค้ำประกันเรียกว่าเป็นการจำนอง อาจเป็นหุ้นกู้จำนองชั้นหนึ่ง (หุ้นกู้ชนิด) หรือหุ้นกู้จำนองชั้นสอง (หุ้นกู้ชั้นรอง) ก็ได้

หลักเกณฑ์ในการพิจารณาคุณภาพของหุ้นกู้

ตามที่ได้อธิบายมาแล้วว่าก่อนทำการลงทุนในหลักทรัพย์ชนิดใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรพิจารณาถึงคุณภาพของหลักทรัพย์นั้น ๆ เป็นอันดับแรก กรณีลงทุนซื้อหุ้นกู้ก็เหมือนกัน คุณภาพของหุ้นกู้แสดงถึงความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ หุ้นกู้ที่มีคุณภาพดี หมายถึงหุ้นกู้ที่ให้ความมั่นใจแก่ผู้ถือหุ้น เกี่ยวกับดอกเบี้ยที่จะได้รับทั้งปัจจุบันและอนาคต และเมื่อถึงกำหนด ผู้ถือหุ้นก็จะได้รับชำระเงินต้นคืน หุ้นกู้ชนิดนี้จึงมีความเสี่ยงน้อยและโอกาสที่จะขายได้ง่ายกว่าหุ้นกู้ชนิดที่ คุณภาพรองลงมา หลักเกณฑ์ในการพิจารณาคุณภาพของหุ้นกู้มีดังนี้ คือ

1. รายได้ ธุรกิจที่ออกหุ้นกุนั้น ต้องมีรายได้เพียงพอกับดอกเบี้ยและรายจ่ายทั้งหมดของกิจการ ทั้งปีปกติและปีที่กิจการลำบากเขา
2. หลักทรัพย์ที่นำมาค้ำประกัน หลักทรัพย์ที่เป็นหลักประกันนั้น ต้องเป็นจำนวนหรือมีมูลค่าเพียงพอกับหุ้นกู้ รวมทั้งลำดับสิทธิในการรับชำระเงินต้นคืน
3. ข้อตกลงในสัญญาหุ้นกู้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งการจำกัดวงเงินเกี่ยวกับหนี้สินรายใหม่ของบริษัท เงินปันผล การซื้อหุ้นของบริษัทกลับคืนมา (repurchase of stock) การรวมกิจการเข้าด้วยกัน (mergers) การขายกิจการ และการแก้ไขสัญญาการกู้ยืม

4. ลักษณะของอุตสาหกรรม พิจารณาว่าผลิตภัณฑ์นั้นเป็นที่ต้องการในตลาดระยะเวลายาวนานเพียงใด ความเจริญเติบโตของบริษัท เสถียรภาพของรายได้ สภาพการแข่งขัน ปัญหาทางด้านแรงงานและข้อผูกพันที่มีต่อรัฐบาล

5. ความต้องการในตลาด หมายถึงความซื่อสัตย์ซื่อ โดยพิจารณาถึงความปลอดภัยของเงินทุน หากหุ้นกู้ชนิดนั้นมี sinking fund ย่อมเป็นที่นิยมยิ่งขึ้น

Interest Coverage

ผู้ลงทุนส่วนมากนิยมวัดคุณภาพของหลักทรัพย์โดยการคำนวณหา Coverage หรือ Coverage of Fixed Charge ซึ่งช่วยให้ผู้วิเคราะห์ทราบได้ว่า ถ้าไรที่บริษัททำมาหาได้นั้นคุ้มกับรายจ่ายประจำใดเพียงใด หรือบริษัททำกำไรได้เป็นกี่เท่าของดอกเบี้ยจ่ายทั้งสิ้น นอกจากนี้ ผู้วิเคราะห์ยังสามารถทราบได้ว่า ในปีที่กิจการค้าของเขา รายได้ของบริษัทยังมีเพียงพอให้กับรายจ่ายประจำหรือไม่เพียงใด ทั้งนี้เพื่อป้องกันไม่ให้เงินทุนหมุนเวียนของกิจการลดลง อันเป็นผลต่อการดำเนินงานของกิจการ โดยทั่วไปแล้วพันธบัตรที่มีคุณภาพดี อัตราส่วนนี้จะสูง และจะลดลงตามคุณภาพของพันธบัตร

วิธีการคำนวณหา Interest Coverage ที่สำคัญมี 2 วิธีด้วยกัน

คือ

ก) Prior Deduction Method วิธีนี้จะนำดอกเบี้ยจ่ายของพันธบัตรที่มีสิทธิเหนือกว่ามาหักออกจากรายได้ก่อน รายได้ที่เหลือจึงจะเป็นของพันธบัตรที่มีสิทธิรองลงมา การคำนวณหา coverage ก็จะเป็นดังนี้

รายละเอียดการคำนวณ coverage ตามวิธี ก. มีดังต่อไปนี้

สมมุติว่าบริษัทมีหุ้นกู้ 3 ชนิด

หุ้นกู้จำนวนชั้นหนึ่ง 5%	5,000,000 บาท
หุ้นกู้จำนวนชั้นสอง 6%	1,000,000 "
หุ้นกู้จำนวนชั้นสาม 6%	<u>500,000 "</u>
รายได้ก่อนหักรายจ่ายประจำ	1,000,000 "
ดอกเบี้ยหุ้นกู้จำนวนชั้นหนึ่ง ($\frac{5}{100} \times 5,000,000$)	250,000 "
Interest Coverage สำหรับหุ้นกู้จำนวนชั้นหนึ่ง	
(1,000,000 ÷ 250,000) เท่ากับ	<u>4 เท่า</u>
เลือกรายได้ที่เป็นของหุ้นกู้จำนวนชั้นสอง	750,000 "
ดอกเบี้ยหุ้นกู้จำนวนชั้นสอง (6% ของ 1,000,000)	60,000 "
In terest Coverage ของหุ้นกู้จำนวนชั้นสอง	
(750,000 ÷ 60,000) เท่ากับ	<u>12.5 เท่า</u>
เลือกรายได้ที่เป็นของหุ้นกู้จำนวนชั้นสาม	690,000 "
ดอกเบี้ยหุ้นกู้จำนวนชั้นสาม	30,000 "
Interest Coverage ของหุ้นกู้จำนวนชั้นสาม	
(690,000 ÷ 30,000) เท่ากับ	23 เท่า

การคำนวณหา coverage ตามวิธีนี้ จะเห็นว่าหุ้นกู้จำนวนชั้นสอง interest coverage ถึง 12.5 เท่า แสดงว่ามีความคุ้มครองดีกว่าหุ้นกู้จำนวนชั้นหนึ่งซึ่งมีสิทธิในสินทรัพย์ของบริษัทเหนือกว่า แต่ interest coverage เพียง 4 เท่า ทั้ง ๆ ที่หุ้นกู้จำนวนชั้นสองนี้ มีความคุ้มครองไม่ตีไปกว่าหุ้นกู้ชั้นหนึ่ง และกรณีหุ้นกู้จำนวนชั้นสามก็เช่นเดียวกัน ปรากฏว่ามีความคุ้มครองที่ดีที่สุด คือ interest

coverage สูงถึง 23 เท่า ซึ่งเป็นไปไม่ได้ที่หุ้นกู้ชั้นสามจะให้ความคุ้มครองดีกว่า
หุ้นกู้ชั้นหนึ่งและชั้นสอง ฉะนั้นการคำนวณหา interest coverage โดยวิธี
Prior Deduction Method จึงไม่มีคนนิยมใช้

ข) Cumulative Deduction Method การคำนวณหา
interest coverage โดยวิธีนี้สำหรับหุ้นกู้ชั้นหนึ่งนั้น วิธีการคำนวณก็เช่น
เดียวกับวิธี Prior Deduction Method และ coverage จะเท่ากับ 4
เท่า แต่จะแตกต่างกันสำหรับหุ้นกู้ชั้นสองและชั้นรองลงมาดังนี้ คือ

รายละเอียดการคำนวณหา interest coverage สำหรับหุ้น
ชนิดต่าง ๆ มีดังนี้ คือ

หุ้นกู้จำนวนชั้นหนึ่ง 5%	5,000,000 บาท
หุ้นกู้จำนวนชั้นสอง 6%	1,000,000 บาท
หุ้นกู้จำนวนชั้นสาม 6%	500,000 บาท
รายได้ก่อนหักจ่ายประจำ	<u>1,000,000 บาท</u>
ดอกเบี้ยหุ้นกู้จำนวนชั้นหนึ่ง (5% ของ 5,000,000)	250,000 บาท
Interest Coverage ของหุ้นกู้ชั้นหนึ่ง	
(1,000,000 ÷ 250,000)	4 เท่า
ดอกเบี้ยหุ้นกู้จำนวนชั้นสอง (6% ของ 1,000,000)	<u>60,000 บาท</u>
ดอกเบี้ยรวมของหุ้นกู้ชั้นหนึ่งและชั้นสอง	310,000 บาท
Interest Coverage ของหุ้นกู้ชั้นสอง	
(1,000,000 ÷ 310,000)	3.2 เท่า
ดอกเบี้ยหุ้นกู้จำนวนชั้นสาม (6% ของ 500,000)	<u>30,000 บาท</u>
ดอกเบี้ยรวมของหุ้นกู้ทั้งสามชนิด	340,000 บาท
Interest Coverage ของหุ้นกู้ชั้นสาม	
(1,000,000 ÷ 340,000)	2.9 เท่า

จะเห็นว่า ความคุ้มครองที่มีต่อหุ้นกู้ชั้นหนึ่ง ซึ่งมีสิทธิเหนือกว่านั้นสูงถึง 4 เท่า และหุ้นกู้ชั้นรองลงมา interest coverage ก็ลดลงมาคือ 3.2 เท่า และ 2.9 เท่า ตามลำดับ ซึ่งนับว่าเป็นวิธีที่มีเหตุผล

การจัดลำดับชั้นของพันธบัตร (Bond Ratings)

ประเทศที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์กันอย่างกว้างขวาง เช่น สหรัฐอเมริกา มีบริษัทที่เสนอข่าวสารการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เชื่อถือได้ เช่น Moody's Investors Service และ Standard & Poor's Corporation โดยรวบรวมข้อมูลสรุปผลจากการวิเคราะห์หลักทรัพย์ของธุรกิจต่าง ๆ เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับราคา (price) เกี่ยวกับอัตราผลตอบแทน (yield) เพื่อสะดวกในการศึกษา เสนอแนะ หรือเป็นแนวทางให้ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินมูลค่าของพันธบัตร โดยแบ่งชนิดของหลักทรัพย์ตามคุณภาพ ออกเป็น 3 ชั้นด้วยกันคือ

การจัดลำดับชั้นของพันธบัตร โดย

	Moody's Investors Service	Standard & Poor's Corporation
พันธบัตรชั้นดี (High grade bonds)	Aaa	AAA
	Aa	AA
พันธบัตรชั้นปานกลาง (Medium Grade Bonds)	A	A
	Baa	BBB
พันธบัตรเพื่อเก็งกำไร (Speculative Bonds)	Ba	BB
	B	B
	Caa	Ccc
พันธบัตรชั้นต่ำ	Ca	CC

	Moody's Investors Service	Standard&Poor's Corporation
พันธบัตรที่ไม่มีเงินชำระดอกเบี้ยและเงินต้น	C	C DDD DD D

การจัดชั้นของพันธบัตรช่วยให้ผู้ลงทุนทราบว่า พันธบัตรที่เสนอขายใน ตลาดนั้นจัดอยู่ในชั้นใดบ้าง หากเขาต้องการจะลงทุนซื้อพันธบัตรชนิดนั้นแล้ว ผลตอบแทนที่เขาจะได้รับนั้นคุ้มกับความเสี่ยงภัยหรือไม่ พันธบัตรระดับดี หรือพันธบัตรของ บริษัทที่ใหญ่จะขายได้ง่าย ค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายหรือขายค่อนข้างต่ำ ส่วนมาก การลงทุนในพันธบัตรชนิดนี้เป็นการลงทุนที่ถาวร

พันธบัตรชั้นปานกลาง เป็นพันธบัตรที่มีคุณภาพพอใช้ได้ ผู้ลงทุนต้อง พยายามติดตามอย่างใกล้ชิด เพราะมูลค่าของพันธบัตรชนิดนี้เปลี่ยนแปลงมากกว่า พันธบัตรระดับดี บางครั้งอาจให้รายได้ดีกว่าพันธบัตรระดับดีที่วันครบกำหนดได้ก่อนเท่า กันเล็กน้อย แต่ในบางขณะราคาก็อาจลดลงอย่างมาก

พันธบัตรเพื่อเก็งกำไร พันธบัตรชนิดนี้ราคาจะเปลี่ยนแปลงอย่างมาก หากได้จังหวะที่ดีแล้วผู้ลงทุนอาจมีกำไรอย่างมากก็ได้

แต่อย่างไรก็ตามผู้ลงทุนก็ไม่ควรคำนึงถึงลำดับชั้นของพันธบัตรแต่เพียง อย่างเดียว ควรพิจารณาถึงประเภทของอุตสาหกรรมของธุรกิจที่ออกพันธบัตรนั้น ๆ ด้วย เช่น ในสหรัฐอเมริกาพันธบัตรของกิจการสาธารณูปโภคและรถไฟ กับพันธบัตร ของกิจการอุตสาหกรรม ซึ่งพันธบัตรทั้งสองจัดอยู่ในประเภทที่มีคุณภาพชั้นปานกลาง และอาจใช้สัญลักษณ์ลำดับชั้นพันธบัตรตัวเดียวกัน แต่พันธบัตรของกิจการอุตสาหกรรม ค่อนข้างจะดีกว่าของสาธารณูปโภคและรถไฟ กรณีที่กิจการล้มละลาย เพราะ

1. อัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สิน (Debt Ratio) ของธุรกิจอุตสาหกรรมต่ำกว่ากิจการสาธารณูปโภค และการรถไฟ ดังนั้นธุรกิจย่อมมีสินทรัพย์ในอัตราที่สูงกว่ากิจการสาธารณูปโภคและการรถไฟ ผู้ถือหุ้นของธุรกิจ อุตสาหกรรมย่อมมีโอกาสที่จะได้รับชำระเงินต้นคืนมากกว่า

2. เมื่อธุรกิจอุตสาหกรรมไม่สามารถดำเนินการต่อไปได้ ศาลอาจบังคับให้ธุรกิจเลิกกิจการ จำหน่ายสินทรัพย์และนำเงินมาชำระหนี้เพื่อประโยชน์ของเจ้าหนี้ แต่หากเลิกกิจการสาธารณูปโภคหรือการรถไฟ ก็จะกระทบกระเทือนต่อประชาชนผู้ใช้บริการ ศาลก็อาจอนุญาตให้ดำเนินการต่อไปทั้ง ๆ ที่ขณะนั้นกิจการก็ยังมีสินทรัพย์พอที่จะชำระหนี้ได้บ้างหากเลิกกิจการ แต่เมื่อกิจการดำเนินไป อาจทำให้เกิดการขาดทุนเพิ่มขึ้นและสะสมขึ้นอีก เมื่อเป็นเช่นนี้ผู้ถือหุ้นบริษัทของกิจการสาธารณูปโภคหรือการรถไฟ ย่อมเสียผลประโยชน์

ราคาพันธบัตร (Bond Price)

ราคาพันธบัตรขึ้นอยู่กับปัจจัยสองประการ คือ

1. อัตราดอกเบี้ยตามที่ระบุไว้ในพันธบัตร
2. ระยะเวลาไถ่ถอน

จะเห็นได้ว่าราคาพันธบัตรนั้นขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทน และอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรก็วัดได้จากราคาตลาดของพันธบัตรนั้น ๆ ค่าย พันธบัตรที่ระยะเวลาไถ่ถอนสั้น ราคาจะเปลี่ยนแปลงน้อยกว่าพันธบัตรระยะยาว ทั้งนี้เมื่อภาวะการตลาดผันแปร ทำให้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรระยะสั้นเปลี่ยนแปลงน้อยกว่าพันธบัตรระยะยาว หากพันธบัตรทั้งสองมีคุณภาพดีเท่ากันแล้ว ความปลอดภัยในเงินต้นของพันธบัตรระยะสั้น จะมีมากกว่าพันธบัตรระยะยาว

ขณะที่ธุรกิจเจริญรุ่งเรือง อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรมีแนวโน้มในทางที่สูงขึ้น ราคาพันธบัตรนั้นจะลดลง และราคาหุ้นสามัญจะสูงขึ้น ในทางตรงข้าม เมื่อธุรกิจซบเซา อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรลดลง ราคาพันธบัตรสูงขึ้น และราคาหุ้นสามัญจะลดลง ดังนั้นเมื่อธุรกิจเจริญรุ่งเรืองสูงสุดแล้ว ผู้ลงทุนควรจำหน่ายหุ้นสามัญและรับซื้อพันธบัตรในราคาที่ต่ำไว้ เมื่อความเจริญของธุรกิจที่ออกหลักทรัพย์ลดลง ราคาพันธบัตรจะสูงขึ้น และราคาหุ้นสามัญจะลดลง ในช่วงนี้ผู้ลงทุนควรซื้อหุ้นสามัญ หากทำได้เช่นนี้แล้ว แสดงว่าผู้ลงทุนเลือกจังหวะการลงทุนในหุ้นสามัญและหุ้นกู้ได้เหมาะสม

การซื้อขายพันธบัตร (Transaction in Bonds)

ทั้งพันธบัตรธุรกิจและพันธบัตรรัฐบาล จะระบุราคาเป็นอัตราร้อยละของมูลค่าเมื่อครบกำหนดไถ่ถอน เช่น พันธบัตรมูลค่า 1,000 บาท หากขายในราคาตามมูลค่า (face value) ราคาซื้อขายจะระบุว่า 100 บาท หากขายในราคา 90 บาท ราคาซื้อขายจะระบุว่า 90 และเช่นเดียวกัน หากพันธบัตรฉบับนี้มีมูลค่า 500 บาท ก็จะขายในราคา 450 บาท

ดอกเบี้ยค้างรับ (Accrued Interest)

การซื้อขายพันธบัตรในตลาด ปกติแล้วจะซื้อกันในราคาต่ำกว่ามูลค่า หรือราคาตามมูลค่าที่ระบุไว้ในพันธบัตร ถ้าการซื้อขายพันธบัตรนั้นไม่ตรงกับวันที่ชำระดอกเบี้ย ราคาซื้อขายจะต้องรวมดอกเบี้ยที่ยังค้างค้างอยู่ในพันธบัตรหลังจากวันที่ได้ชำระดอกเบี้ยครั้งสุดท้ายนั้นด้วย ตัวอย่างเช่น พันธบัตรชนิด 10 % มูลค่า 1,000 บาท ลงวันที่ 15 กรกฎาคม และจำหน่ายในวันที่ 15 ตุลาคม จ่ายดอกเบี้ยปีละครั้ง ผู้ซื้อจะต้องจ่ายดอกเบี้ยที่ค้างมากับพันธบัตรฉบับนี้ 3 เดือน หรือ $1/4$ ปี เป็นเงิน 25 บาท ($1/4 \times 100 = 25$ บาท) แต่ถ้าวันที่ในพันธบัตรฉบับนี้เป็นวันที่ 1 ตุลาคม

และจำหน่ายวันที่ 15 ตุลาคม คอกเบี้ยค้างรับ 14 วัน เป็นเงิน 4 บาท (14/360 บาท) ฉะนั้นผู้ซื้อพันธบัตรจึงต้องจ่ายเงินเพิ่มขึ้นอีก 4 บาท เท่ากับจำนวนคอกเบี้ยค้างรับนอกเหนือจากราคาที่ตกลงซื้อขายกัน คอกเบี้ยค้างรับนี้ไม่ถือเป็นเงินต้น แต่เป็นคอกเบี้ยที่ผู้ซื้อจ่ายล่วงหน้า และจะได้รับคอกเบี้ยเต็มตามจำนวนในตั๋ว เมื่อถึงวันกำหนดจ่ายคอกเบี้ยในงวดถัดไป

พันธบัตรส่วนมากมักจะจำหน่ายในราคาต่ำกว่ามูลค่า เช่น พันธบัตรมูลค่า 100 บาท อาจจำหน่ายในราคา 90 บาท หรือ 85 บาท หากพันธบัตรมูลค่า 1,000 บาท ก็จะมีจำหน่ายในราคา 900 บาท หรือ 850 บาท เมื่อครบกำหนดไถ่ถอน ผู้ซื้อพันธบัตรก็จะจ่ายเงินให้เต็มตามมูลค่าคือ 1,000 บาท ทั้งนี้ผลต่างระหว่างราคาซื้อกับราคาที่จะระบุไว้ในพันธบัตร ถือเป็นกำไรหรือรายได้จากการซื้อหลักทรัพย์ หากพันธบัตรมีอายุ 20 ปี ผู้ซื้อจะได้กำไรปีละ $\frac{100}{20} = 5$ บาท ฉะนั้นรายได้ของผู้ลงทุนคือคอกเบี้ยรับต่อปี บวกด้วยกำไรจากการซื้อหลักทรัพย์ต่อปี

ถ้าพันธบัตรจำหน่ายในราคาสูงกว่ามูลค่า เช่น 1,100 บาท เมื่อครบกำหนดไถ่ถอน ผู้ซื้อจะได้รับเงินเพียง 1,000 บาท ทั้งนี้ส่วนเกินกว่ามูลค่า 100 บาท หรือปีละ 5 บาท ซึ่งผู้ซื้อจะต้องจ่ายตลอดอายุของพันธบัตร ก็เท่ากับว่าเป็นการลดคอกเบี้ยที่จะได้รับลง รายได้สุทธิของผู้ลงทุนจะเท่ากับคอกเบี้ยรับต่อปี หักด้วยส่วนเกินกว่ามูลค่าต่อปี