



บทที่ 14 โปรแกรมตราสารหนี้

ในบทก่อนๆ ได้พูดถึงตราสารที่ออกจำหน่ายในลักษณะเป็นครั้งๆ ในบทนี้จะเป็นเรื่องของ การตั้งเป็นโปรแกรมเพื่อสามารถออกจำหน่ายได้ต่อเนื่องหลายๆ ครั้ง วิธีนี้เหมาะกับผู้ออกที่มีความต้องการระดมเงินเป็นประจําจำนวนมากบ้างน้อยบ้าง ต้องเป็นผู้ออกที่มีอันดับเครดิตอยู่ในเกณฑ์ดี เคยออกตราสารในตลาดมาบ้างแล้ว ไม่ใช่มือใหม่ถอดด้าม การตั้งเป็นโปรแกรมจะช่วยประหยัด เวลาและค่าใช้จ่าย แต่จะมีค่าใช้จ่ายในการจัดตั้งโปรแกรมที่สูง และยังมีค่าใช้จ่ายรายปีในการ รักษาให้โปรแกรมคงสถานะที่สามารถใช้ได้ตลอดเวลา ที่เรียกกันง่ายๆ ว่า Program Update โปรแกรมการออกตราสารที่เป็นที่นิยมมากที่สุดขณะนี้ คือ Medium-Term Note Program (MTN) เป็นโปรแกรมที่สามารถออกตราสารหนี้ได้ตั้งแต่ระยะสั้นจนถึงระยะยาว และสามารถ ออกตราสารหนี้ได้หลายประเภทเท่าที่จะระบุไว้ในเอกสารต่างๆ ในการจัดตั้งโปรแกรม

Medium-Term Note Program (MTN)

ชื่อของ Medium-Term Notes อาจจะทำให้เข้าใจไขว้เขวว่า หมายถึงตราสารเฉพาะระยะปานกลางเท่านั้น ความจริงแล้ว MTN หมายความว่ารวมถึงตราสารที่มีอายุทั้งระยะสั้นและระยะยาว ตั้งแต่อายุหนึ่งวันไปจนถึงหลายสิบปีหรือร้อยปีก็ได้ ในหนังสือ Corporate Bond Markets ของ Moorad Choudhry กล่าวถึงประวัติความเป็นมาของ MTN ไว้ว่า ริเริ่มโดยบริษัท General Motors ที่ออก MTN ครั้งแรกในปี พ.ศ. 2515 เป็นการออกจำหน่ายตราสารหนี้ให้นักลงทุนโดยตรงไม่ผ่าน Dealer ในช่วงปีแรกๆ MTN ไม่ค่อยได้รับความนิยมมากนักค่อนข้างจำกัดอยู่ในแวดวงของบริษัทขนาดใหญ่ที่ต้องการระดมเงินที่มีอายุยาวขึ้นกว่า CP แต่สั้นกว่า Bond เพราะ Bond ในตลาดสหรัฐมักมีอายุตั้งแต่สิบปีขึ้นไป จึงเป็นที่มาของชื่อ Medium-Term Notes หลังจากนั้น Merrill Lynch ได้ดำเนินการออก MTN ให้บริษัท Ford Motor Credit ในปี 2524 และทำตลาดรองให้ตราสารดังกล่าวด้วย ทำให้ MTN ได้รับความนิยมตั้งแต่บัดนั้นมา ผู้ออก MTN จึงมีหลากหลายมากขึ้น ทั้งบริษัทขนาดใหญ่ สถาบันการเงิน รัฐบาลของประเทศต่างๆ รวมทั้ง องค์กรระหว่างประเทศชั้นนำทั้งหลายที่เรียกว่า Supranationals ด้วยขนาดของตลาด MTN ขยายตัวอย่างรวดเร็วในระยะเวลา 30 ปีนับตั้งแต่เริ่มเกิดขึ้นจนปัจจุบัน มีวงเงินคงค้างอยู่มากกว่าล้านล้านเหรียญสหรัฐ นับเป็นนวัตกรรมทางการเงินที่ประสบความสำเร็จมากที่สุดในยุคนี้ทีเดียว

ความจริงแล้วสิ่งที่ทำให้ MTN เป็นที่นิยมอย่างกว้างขวางอยู่ที่ลักษณะของการออกจำหน่ายที่สามารถออกขายได้อย่างต่อเนื่อง (Continuous Offering) ในลักษณะของโปรแกรมตราสารหนี้ไม่ใช่การออกเป็นครั้งๆ เหมือนการออก Bond คือกำหนดเป็นวงเงินไว้ แล้วทยอยออกจำหน่ายตราสารจากโปรแกรมที่ตั้งไว้จำนวนกี่ครั้งก็ได้ แต่ ณ ขณะใดขณะหนึ่ง ยอดคงค้างของตราสารที่ออกจะต้องไม่เกินวงเงินของโปรแกรม นอกจากนี้โปรแกรมยังไม่มีการกำหนดเวลาการหมดอายุจึงสามารถใช้ได้เรื่อยๆ ตราสารที่ออกในแต่ละครั้งก็มีลักษณะได้หลากหลาย ไม่จำเป็นต้องเหมือนกัน บางครั้งออกแบบระยะสั้น บางครั้งออกแบบระยะยาวก็ได้ จะออกเป็นยูโรบอนด์, แยกกับบอนด์, FRN, Zero Coupon Bond หรือ Indexed Linked Notes ใดๆ ก็ได้ทั้งสิ้น ตราบเท่าที่ไม่ขัดกับข้อกำหนดของการจัดตั้งโปรแกรมเท่านั้น หากใช้ไปนานๆ แล้ววงเงินที่ตั้งไว้เกิดไม่พอใช้ ก็อาจเพิ่มวงเงินขึ้นอีกก็ได้ โดยขั้นตอนก็ไม่ค่อยยุ่งยากเท่าไร ยกเว้นถ้าจะแก้ไขคุณสมบัติอื่นๆ ที่เป็นสาระสำคัญของโปรแกรม อาจจะต้องใช้เวลาและมีค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นเพราะข้อดีหลายๆ ประการเหล่านี้ จึงทำให้ MTN ได้รับความนิยมมาก เป็นตราสารที่มีอัตราการขยายตัวสูงที่สุดตั้งแต่เริ่มออกสู่ตลาดเป็นต้นมา

MTN มีด้วยกันอยู่สามประเภท ได้แก่ US MTN, Euro MTN หรือ EMTN และ Global MTN หรือ GMTN ความแตกต่างของสามประเภทย่อยอยู่ที่ขอบเขตของการออกจำหน่าย

US MTN เป็นโปรแกรมสำหรับการเสนอขายเฉพาะในตลาดสหรัฐเท่านั้น จึงมีเฉพาะสกุลดอลลาร์สหรัฐ การขายในตลาดสหรัฐนั้นมีหลายประเภท เนื่องจากกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์ของสหรัฐค่อนข้างเข้มงวด เช่น ถ้าจะให้ครอบคลุมนักลงทุนทุกประเภทในสหรัฐ จะต้องจัดตั้งโปรแกรมแบบ SEC Registered คือต้องขออนุญาตจาก US SEC ให้ครบถ้วนกระบวนการ ซึ่งจะใช้เวลาและมีค่าใช้จ่ายด้านกฎหมายสูง ถ้ายอมเยาว์ลงมาน้อยคือจำกัดผู้ซื้อเพียงสถาบันบางประเภท ก็จะได้รับยกเว้นเกี่ยวกับขั้นตอนการขออนุมัติจาก SEC ไม่เคร่งครัดเหมือนอันแรก อันนี้เรียกว่าเป็นประเภท Rule 144A เพราะฉะนั้นก็ต้องเลือกว่าถ้าจะให้ขายได้ในตลาดสหรัฐ จะใช้ลักษณะไหน แบบ SEC Registered หรือ Rule 144A ส่วน US MTN ที่เจ้าของโปรแกรมเป็นบริษัทขนาดใหญ่ในสหรัฐเอง จะเน้นการขายเฉพาะในตลาดสหรัฐ และครอบคลุมผู้ซื้อทุกกลุ่มในตลาดสหรัฐ จึงมักจะมีลักษณะเป็น SEC Registered

EMTN เสนอขายในตลาดยุโรปเท่านั้น เหมาะสำหรับบริษัทขนาดกลางถึงขนาดใหญ่ ที่สนใจระดมเงินในตลาดยุโรปอนดีเสมอๆ ก็สามารถใช้โปรแกรมนี้แทนการออกเป็นรายครั้ง ซึ่งจะประหยัดค่าใช้จ่ายได้มากกว่า และลดความยุ่งยากและขั้นตอนในการจัดทำเอกสารต่างๆ ไปได้มาก การจัดตั้งโปรแกรม EMTN จะทำได้ง่ายที่สุดและเสียค่าใช้จ่ายน้อยที่สุดเมื่อเทียบกับอีกสองโปรแกรม เพราะ EMTN สามารถใช้กฎหมายอังกฤษได้ ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับกฎหมายของอังกฤษจะถูกกว่ามาก เพราะดังที่ได้เคยพูดไว้แล้วว่า กฎหมายด้านหลักทรัพย์ของสหรัฐค่อนข้างเข้มงวดและบางอันก็ใช้ปฏิบัติมาเป็นเวลานาน เช่น Securities Act 1933 หรือ Investment Company Act 1940 จึงต้องอาศัยนักกฎหมายที่มีความรู้ความชำนาญด้านกฎหมายหลักทรัพย์ของสหรัฐจริงๆ เพราะถ้าหากเกิดดกหล่นประเด็นไหนไป จะเกิดความเสียหายขึ้นอย่างมหาศาล ถูกนักลงทุนฟ้องร้องไม่รู้จักทีเดียว ในเมื่อมีความเสี่ยงสูงเช่นนี้ จึงทำให้ค่าใช้จ่ายในการจ้างนักกฎหมายแพงตามไปด้วย นอกจากนี้ในเรื่องค่าใช้จ่ายในการจัดตั้ง EMTN ที่ถูกกว่าแล้ว ขั้นตอนในการดำเนินการก็ยิ่งกระชับกว่าด้วย โดยเฉพาะไม่ต้องมีขั้นตอนเกี่ยวกับ US SEC ซึ่งใช้เวลามาก

GMTN สามารถเสนอขายได้ทั้งในตลาดยุโรปและตลาดสหรัฐ จึงสามารถเข้าถึงนักลงทุนได้กว้างขวางที่สุดแทบจะทั่วโลกก็ว่าได้ GMTN มีได้ทั้งแบบ SEC Registered ซึ่งหมายถึงรูปแบบการเสนอขายในสหรัฐที่จะให้ครอบคลุมผู้ซื้อทั้งหมด และแบบ Rule 144A คือเสนอขายเฉพาะ QIBs ส่วนการขายในตลาดยุโรปนั้นทำได้ทุกภูมิภาคทั่วโลกอยู่แล้ว GMTN จะใช้กฎหมาย New York ซึ่งจะมีค่าใช้จ่ายที่ค่อนข้างสูงตั้งที่ได้กล่าวไปแล้ว นอกจากนี้หากผู้ต้องการ

โปรแกรมที่เปิดกว้าง ครอบคลุมตราสารหนี้ได้เกือบทุกประเภททุกสกุล ค่าใช้จ่ายก็อาจจะต้องเพิ่มขึ้น เพราะในบางประเทศการออกจำหน่ายตราสารในสกุลของประเทศนั้นๆ อาจมีข้อกำหนดให้ปฏิบัติ จึงต้องตรวจสอบระเบียบของประเทศต่างๆ ด้วย

ขั้นตอนคร่าวๆ ในการจัดตั้งโปรแกรม MTN ได้แก่

- คัดเลือกผู้ที่เกี่ยวข้องต่างๆ เริ่มด้วย Lead Arranger หลังจากนั้นก็แต่งตั้งผู้อื่นได้แก่ บริษัทกฎหมาย สำนักพิมพ์ Issuing and Paying Agent
- ติดต่อ Rating Agency ให้จัดอันดับตราสารที่จะออกภายใต้โปรแกรม
- กำหนดเงื่อนไขและประเภทของตราสารต่างๆ ที่จะออกภายใต้โปรแกรม เช่น สกุลเงิน อายุ ซึ่งควรจะให้กว้างและยืดหยุ่นที่สุด
- เลือกตลาดหลักทรัพย์ที่จะนำโปรแกรมไปจดทะเบียน มักจะนิยมตลาดลอนดอน ถ้าจัดสองแห่ง อาจจะเพิ่มตลาดสิงคโปร์ไปด้วย

ลักษณะทั่วไปของ MTN Program

โปรแกรมที่ดีควรจะครอบคลุมการออกตราสารได้ทุกประเภท ยกเว้นการออกหุ้นสามัญที่ไม่เข้าข่ายเพราะจะค่อนข้างแตกต่างกัน และจะทำให้เสียค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นมากถ้าหากจะรวมการออกหุ้นสามัญเข้าไปด้วย แต่บางโปรแกรมมีการรวมการออก Warrant เข้าไปด้วยก็มี ส่วนใหญ่ในเงื่อนไขของโปรแกรมจะระบุไว้กว้างๆ เกี่ยวกับประเภทของตราสารที่ออกได้ วิธีการออก รูปแบบของตราสาร ได้แก่

ราคาของตราสารที่ออก (Issue Price)	สามารถออกได้ทั้งราคา Par, Premium หรือ Discount หรือรวมถึงตราสารประเภทที่จ่ายชำระเพียงบางส่วน (partly paid) ก็ได้
รูปแบบของตราสาร (Form of Notes)	ออกได้ทั้งแบบระบุชื่อผู้ถือ (Registered Note) หรือไม่ระบุชื่อผู้ถือ (Bearer Note) ก็ได้
สกุลเงิน :	สามารถออกในสกุลเงินใดก็ได้ เท่าที่ไม่ขัดกับกฎเกณฑ์ต่างๆ ที่บังคับใช้อยู่ ซึ่งมีอยู่มากกว่า 20 สกุลเงิน

อายุของตราสาร :	มักจะระบุขั้นต่ำไว้ เช่น ไม่ต่ำกว่าหนึ่งเดือน หรือหนึ่งปี ผู้ออกบางรายมีทั้ง ECP Program และ MTN Program ก็อาจจะแบ่งแยกการใช้ เช่น ECP สำหรับการออกตราสารที่ต่ำกว่าหนึ่งปี ส่วน MTN สำหรับหนึ่งปีขึ้นไป ในบางประเทศอาจกำหนดอายุขั้นต่ำของตราสารไว้ด้วย ดังนั้น หากจะออกเป็นสกุลนั้นๆ เพื่อขายผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม ก็ต้องคำนึงถึงกฎเกณฑ์ดังกล่าวเช่นกัน
ประเภทของตราสารที่ สามารถออกภายใต้ โปรแกรม	ได้แก่ Fixed Rate Bonds, Floating Rate Notes, Zero Coupon Notes, Dual Currency Notes, Index-Linked Notes และตราสารอื่นๆ ตามที่ตกลงกับ Dealer และไม่ขัดกับข้อกำหนดของโปรแกรม
Ratings :	Moody's และ/หรือ S&P
Governing Law :	ถ้าเป็น EMTN จะใช้กฎหมายอังกฤษ แต่ถ้าเป็น US MTN และ GMTN จะใช้กฎหมาย New York

ข้อดีข้อ MTN

- **คล่องตัว** สามารถเข้าตลาดได้ในเวลาที่ต้องการ อย่างที่เราทราบกันดีว่าตลาดเงินตลาดทุนมีการผันแปรอยู่เสมอ จากปัจจัยหลายอย่างที่มากกระทบ การเลือกจังหวะที่เหมาะสมหรือโอกาสที่เอื้ออำนวยจึงเป็นสิ่งที่สำคัญ การใช้ MTN จะช่วยประหยัดเวลาเตรียมการในการออกตราสาร ซึ่งโดยปกติอาจต้องใช้เวลาอย่างน้อย 4-6 สัปดาห์เหลือเพียงไม่กี่วัน ถ้าเป็นวงเงินขนาดเล็กก็ง่ายหน่อย เพียงแค่ตกลงเงื่อนไขกับ Dealer และส่งใบยืนยันให้ IPA ก็ถือว่าเรียบร้อยแล้ว แต่ถ้าออกเป็น Public Bond วงเงินขนาดใหญ่ จะต้องใช้เวลามากขึ้นเกี่ยวกับรายละเอียดเงื่อนไข วิธีการขาย การเลือก Dealer แต่ก็สามารถออกได้ภายในเวลา 2-3 สัปดาห์เท่านั้น
- **ประหยัดค่าใช้จ่าย** การออกตราสารนี้แต่ละครั้งจะมีค่าใช้จ่ายค่อนข้างสูง โดยเฉพาะอย่างยิ่งค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องในด้านกฎหมาย ไม่ว่าจะเป็นด้านกรจัดทำเอกสารสัญญา การขออนุมัติหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และการพิจารณาประเด็นทางกฎหมายและภาษี MTN จะช่วยประหยัดค่าใช้จ่ายเพราะไม่ต้องจัดทำเอกสารเต็มรูปแบบทุกครั้งที่ออกจำหน่าย มีเพียงเอกสารแสดงเงื่อนไขของตราสารที่ออกในแต่ละครั้งเท่านั้น เอกสารนี้เรียกว่า Pricing Supplement ส่งให้ Dealer และ IPA ก็ถือว่าการออกมีผลสมบูรณ์ หลังจากนั้นเป็นหน้าที่ของ IPA ในการแจ้งผู้อื่นที่เกี่ยวข้องทั้งหมด

- **ไม่จำกัดวงเงิน** มีความยืดหยุ่นในเรื่องของวงเงินในการออกแต่ละครั้ง สามารถออกเป็นวงเงินเล็กๆ ได้ไม่เหมือนกับบอนด์ที่การออกแต่ละครั้งจะต้องมีวงเงินที่ใหญ่ บางครั้งภาวะตลาดไม่อำนวย ถ้าออกวงเงินใหญ่มาแล้ว ขายได้ไม่หมดทำให้เสียภาพพจน์ และมีผลเสียต่อตลาดรอง แต่ MTN สามารถทยอยออกให้ผู้ซื้อเพียงรายสองรายก็ได้
- **หลากหลายรูปแบบ** MTN สามารถออกได้หลายประเภท หลายสกุลเงิน หลายอายุ ตั้งแต่อายุเพียงไม่กี่วันจนถึงอายุหลายสิบปี ทั้งแบบ Plain Vanilla และแบบที่มีอนุพันธ์ (Derivatives) รวมอยู่ด้วย จึงอำนวยความสะดวกให้แก่ผู้ออกสามารถเลือกใช้ให้ตรงกับความต้องการ
- **ขยายฐานผู้ลงทุนและเสริมสร้างภาพลักษณ์ให้แก่ผู้ออก** นักลงทุนจะให้ความสนใจแก่ผู้จัดตั้งโปรแกรม MTN เนื่องจากความยืดหยุ่นของโปรแกรมที่ได้กล่าวไปแล้ว ทำให้นักลงทุนกลุ่มต่างๆ ให้ความสนใจ ช่วยกระจายกลุ่มนักลงทุนให้กว้างขวางมากขึ้น นักลงทุนบางรายอาจติดต่อเข้ามาหาเราโดยตรงเพื่อให้เราออกตราสารขายให้แบบเฉพาะเจาะจงก็ได้ วิธีเรียกว่า Reverse Enquiry ถ้าโปรแกรมกำหนดให้ทำได้ ก็จะสะดวกทั้งต่อตัวเราและต่อผู้ลงทุน ยิ่งสามารถดึงดูดความสนใจของนักลงทุนได้มากเท่าไรก็จะช่วยเสริมสร้างภาพลักษณ์ให้แก่ผู้ออกมากขึ้น มีผลดีต่อการระดมเงินในตลาดครั้งต่อๆ ไป

ข้อเสีย

- **มีค่าใช้จ่ายสูง** Set Up Cost ในช่วงเริ่มแรกตอนจัดตั้งโปรแกรม MTN เหมาะสำหรับผู้ที่มีความต้องการระดมเงินเป็นประจำสม่ำเสมอ ไม่ใช่หนว่ๆ ถึงจะกู้เงินสักครั้งหนึ่ง เพราะในการตั้งโปรแกรม MTN มักทำให้ครอบคลุมการออกตราสารหนี้ทุกประเภททุกสกุลเงิน ดังนั้น จึงต้องมีการตรวจสอบตัวบทกฎหมายที่เกี่ยวข้องในแต่ละตลาดแต่ละประเทศ เช่น กฎระเบียบของธนาคารกลางของประเทศต่างๆ องค์กรที่กำกับดูแลตลาดทุน และตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น เพื่อให้แน่ใจว่าโปรแกรมที่จัดตั้งขึ้นไม่ขัดแย้งกับข้อกฎหมายใดๆ จึงเป็นภาระของนักกฎหมายที่จะร่างเอกสารให้มีความยืดหยุ่นในการใช้ และสอดคล้องกับกฎระเบียบของแต่ละประเทศ ถ้าเอกสารไม่รัดกุม อาจจะทำให้ใช้โปรแกรมได้ไม่เต็มที่ ต้องแก้ไขใหม่ หรือที่ร้ายกว่านั้นอาจถูกนักลงทุนฟ้องร้องเรียกค่าเสียหาย ด้วยเหตุนี้ค่าใช้จ่ายในการว่าจ้างนักกฎหมายในการจัดทำ MTN จึงค่อนข้างสูง และยังมีค่าใช้จ่ายในการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งบางแห่งต้องจ้างตัวแทนต่างหากที่เรียกว่า Listing Agent ทำให้มีค่าใช้จ่ายเพิ่มอีก โดยรวมแล้วค่าใช้จ่ายขั้นต้นในการตั้งโปรแกรมจึงสูงกว่าวิธีการระดมเงินแบบอื่นๆ



- **ภาระในการรักษาสถานภาพของโปรแกรม** (Update Burden) ทุกๆ ปี เจ้าของโปรแกรมมีหน้าที่ปรับปรุงข้อมูลเกี่ยวกับตัวผู้ออก โดยเฉพาะข้อมูลทางการเงินให้เป็นปัจจุบัน ความจริงแล้วภาระนี้ก็ไม่มีอะไรมาก ถ้าไม่มีการเปลี่ยนแปลงอะไรที่เป็นสาระสำคัญ ก็เพียงแค่จัดส่งงบการเงิน และรายงานประจำปีไปให้แก่บุคคลต่างๆ ที่เกี่ยวข้องก็ถือว่าเพียงพอแล้ว

ตัวอย่าง GMTN ของบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย

ในที่นี้จะยกตัวอย่างโปรแกรม MTN ของบริษัท ซึ่งปัจจุบันก็ยังคงมีตราสารบางส่วนที่ยังมียอดคงค้างอยู่ แม้ว่าบริษัทจะเข้าร่วมกิจการกับธนาคารทหารไทย และธนาคารทีบีเอส ไทยทนูและเปลี่ยนชื่อเป็นธนาคารทหารไทยไปแล้ว แต่ภาระผูกพันเดิมที่มีอยู่ก็ยังคงมีผล ซึ่งองค์กรใหม่จากการควบรวมได้รับภาระเดิมนั้นไปด้วย บริษัทได้จัดตั้งโปรแกรม MTN เมื่อปี พ.ศ. 2538 เป็นประเภท GMTN ที่มี Rule 144A Option คือสามารถออกจำหน่ายในตลาดสหรัฐได้ ให้แก่นักลงทุนสถาบันประเภท QIBs วงเงินของโปรแกรมครั้งแรกตั้งไว้เพียง 500 ล้านดอลลาร์สหรัฐ แต่เพียงในช่วงสองปีมีการออกตราสารไปมากกว่าสิบครั้ง ทั้งที่เป็น Public Bond ที่มีวงเงินสูงๆ เช่น Yankee Bond วงเงิน 100 - 200 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และเป็น Private Placement วงเงินครั้งละ 10-20 ล้านดอลลาร์สหรัฐก็มี เป็นสกุลเงินต่างๆ หลากสกุล เช่น เงินเยน เงินฟรังก์ฝรั่งเศส (ก่อนที่จจะรวมเป็นเงิน Euro ในปี 2542) และเงินลีร์ของตุรกี (Turkish Lira) เงินสกุลแปลกๆ เหล่านี้หลังจากออกแล้วจะมีการทำ Currency Swap เป็นเงินดอลลาร์สหรัฐ หรือเงินบาทต่อไป เนื่องจากการระดมเงินของบริษัทในภายหลังจะใช้โปรแกรม GMTN นี้เป็นส่วนใหญ่ จึงได้มีการขยายวงเงินของโปรแกรมจากเดิม 500 ล้านเป็น 1000 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปีถัดมาและต่อมาเพิ่มเป็น 3000 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2540

วันที่ตั้งโปรแกรม :	เมษายน 2538
วงเงินของโปรแกรม :	500 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (ในปี 2540 ขยายวงเงินเป็น 3000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ)
อันดับเครดิต :	ได้รับการจัดอันดับที่ A โดย S&P และ A2 โดย Moody's (อันดับเมื่อจัดตั้งโปรแกรม)
ประเภทโปรแกรม :	Global MTN with Rule 144A Option
Lead Arrangers :	Merrill Lynch และ Lehman Brothers
Dealers :	IBJ, Lehman Brothers, Merrill Lynch, JP Morgan, Sakura Finance, SBC และ Dealer อื่นๆ ที่อาจแต่งตั้งเป็นครั้งๆ ไป
Fiscal Agent, Calculation Agent :	Chase Manhattan Bank (ชื่อในสมัยนั้น)
Paying Agent, Transfer Agent :	Chase Manhattan Bank
อายุของตราสาร :	สามารถออกได้ทุกประเภทอายุตั้งแต่ 1 วันขึ้นไป แต่ทั้งนี้ต้องขึ้นกับกฎระเบียบของธนาคารกลางในบางประเทศที่มีข้อกำหนดเกี่ยวกับอายุของตราสารที่ออกในสกุลนั้นๆ
สกุลเงิน :	สกุลใดๆ ก็ได้ อาทิ ดอลลาร์สหรัฐ เงินบาท ปอนด์สเตอร์ลิง ดอลลาร์นิวซีแลนด์ หรือ เงินเยน
ประเภทของตราสาร :	ทุกประเภทยกเว้นตราสารทุน เช่น Yankee Bond, FRN, Zero Coupon
กฎหมาย :	กฎหมาย New York
จดทะเบียนใน ตลาดหลักทรัพย์ :	ตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน และสิงคโปร์
Settlement :	Euroclear/ Clearstream

ภายหลังจากตั้งโปรแกรม GMTN แล้ว การออกตราสารในต่างประเทศเกือบทั้งหมดของบริษัททำผ่านโปรแกรมนี้ เพราะสะดวกและประหยัดกว่า อาทิ การออก Yankee Bond FRN และตราสารประเภทอื่นๆ รวมถึงสกุลเงินแปลกๆ อาทิ Turkish Lira แล้วแปลงมาเป็นสกุลดอลลาร์สหรัฐโดยวิธี Currency Swap

Tombstone ของ GMTN ของธนาคารกรุงศรีอยุธยา

This announcement appears as a matter of record only

The notes offered under the Programme have not been and will not be registered under the U.S. Securities Act of 1933 and may not be offered or sold in the United States absent registration or an applicable exemption from registration thereunder



BANK OF AYUDHYA PUBLIC COMPANY LIMITED

(Incorporated and registered as a public limited company in the Kingdom of Thailand under the Public Limited Company Act B.E. 2535 on 28th September, 1993, Registration No. 1011)

acting through its Cayman Islands
and/or Hong Kong Branch (a Restricted License Branch)

U.S. \$1,000,000,000
Global Medium Term Note Programme

Arranger
MERRILL LYNCH INTERNATIONAL

French Franc Arranger
MERRILL LYNCH BANK SA

Deutsch Mark Arranger
MERRILL LYNCH BANK AG

Dealers

Commerzbank (South East Asia) Ltd.
HSBC Markets
Merrill Lynch International
Sakura Finance Asia Limited
Société Générale Asia Limited
Tokyo-Mitsubishi International (HK) Limited

Deira Securities (P.L.C.) Limited
Merrill Lynch Finance SA
J.P. Morgan Securities Ltd.
Sunwa International Finance Limited
Standard Chartered Investment Banking

April 1999



บทที่ 15 Asian Currency Note Program (ACN)

เมื่อพูดถึงโปรแกรมการระดมเงิน MTN ไปแล้ว ก็น่าจะพูดถึงโปรแกรม Asian Currency Note หรือ ACN ด้วย หลายคนอาจจะไม่รู้จั๊ก หรือบางคนอาจจะเคยได้ยินมาบ้าง ความจริง ACN ก็คือ MTN ฉบับย่อ หรือจะเรียกว่าเป็น Asian Version ของ MTN ก็ได้ ACN เริ่มเกิดขึ้นในตลาดเมื่อปี พ.ศ. 2536 รายแรกที่จัดตั้งโปรแกรมนี้คือบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (บร.รช.) ถัดจากนั้นมีบริษัทในเอเชียอีกสองสามรายที่ได้ตั้งโปรแกรม ACN ขึ้นและมีการพัฒนาขอบเขตการใช้โปรแกรมให้กว้างขึ้นก่อนที่จะเจียบหายไปในช่วงสามปีต่อมา

ACN จัดเป็นนวัตกรรมการเงินอีกอันหนึ่งที่มีอายุอยู่ในช่วงสั้นๆ บางรายก็เรียกเป็น Asian MTN นอกจากบริษัทแล้วผู้ตั้งโปรแกรม ACN รายอื่นๆ ได้แก่ บริษัท Mitsui, Toatsu Chemicals วงเงิน 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐ บริษัท Guangzhou Investment ในประเทศจีน วงเงิน 125 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และอีกรายเป็นสถาบันการเงินในอินโดนีเซีย สาเหตุที่มีแนวคิดในการจัดตั้งโปรแกรม ACN ขึ้นมากก็เนื่องจากในช่วงต้นทศวรรษ 2530 MTN เป็นเครื่องมือ

การระดมเงินที่ประสบความสำเร็จอย่างมากในตลาดการเงินระหว่างประเทศ สามารถดึงดูดนักลงทุนให้หันมาสนใจตราสารหนี้ที่ออกโดยบริษัทต่างๆ ผ่านโปรแกรม MTN ที่จัดตั้งขึ้น อย่างไรก็ตาม การใช้โปรแกรมนี้ก็ยังคงอยู่ในวงจำกัดเฉพาะบริษัทที่มีอันดับเครดิตสูงๆ โดยเฉพาะบริษัทในแถบยุโรปหรือสหรัฐอเมริกา นั้นยังไม่ค่อยมีโปรแกรมที่ออกโดยบริษัทในเอเชียเท่าไรนัก ยิ่งบริษัทจากตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ด้วยแล้ว ยิ่งแทบจะไม่มีเลย แม้นักลงทุนในแถบเอเชียเอง เช่น ในสิงคโปร์ หรือฮ่องกง ซึ่งมีเม็ดเงินลงทุนจำนวนมาก ก็ยังไม่กล้าลงทุนในตราสารหนี้ที่ออกโดยบริษัทเอกชนจากประเทศในตลาดเกิดใหม่ สาเหตุหนึ่งน่าจะเป็นเพราะตลาดเงินตลาดทุนในประเทศเหล่านั้นยังไม่พัฒนา ตัวบทกฎหมายที่จะคุ้มครองนักลงทุนยังไม่รัดกุมเพียงพอ และไม่คุ้นเคยกับรูปแบบและวิธีการออกตราสารหนี้ในตลาดเหล่านี้ นักวางนิทรรศกิจจางรายจึงมีความคิดริเริ่มที่จะนำแนวทางของ MTN มาจัดทำในเอเชีย เพื่อดึงดูดเม็ดเงินบางส่วนให้อยู่ในเอเชียด้วยกันแทนที่จะปล่อยให้ไหลไปลงทุนยังตลาดที่พัฒนาแล้วทั้งหมด นับเป็นแนวคิดที่กว้างไกลและก่อประโยชน์ การพัฒนาโปรแกรม ACN จึงได้เกิดขึ้น

บริษัทวางนิทรรศกิจที่ริเริ่มโปรแกรมนี้นี้ คือ Lehman Brothers โดยได้เสนอให้บริษัทเป็นผู้บุกเบิกการใช้ ACN เป็นรายแรก ลักษณะของโปรแกรมที่สำคัญคือ จัดตั้งเป็นโปรแกรมสกุลเงินในเอเชีย และใช้กฎหมายของอังกฤษ รวมทั้ง ใช้มาตรฐานในการจัดตั้งโปรแกรมเช่นเดียวกับการตั้งโปรแกรม EMTN ไม่ว่าจะเป็นเอกสารต่างๆ ได้แก่ หนังสือชี้แจงข้อมูลเกี่ยวกับโปรแกรม และตัวผู้ออก (Information Memorandum) สัญญาต่างๆ รูปแบบของตราสาร รวมทั้ง วิธีการชำระเงินและส่งมอบตราสารหนี้ ซึ่งเป็นสิ่งที่นักลงทุนต่างประเทศในสมัยนั้นเป็นกังวลอย่างยิ่ง จึงได้แต่งตั้งให้ Citibank ทำหน้าที่เป็น Fiscal Agent และ Paying Agent และได้อาศัยระบบการออกตราสาร การชำระราคาและการส่งมอบของ Citibank ซึ่งมีสาขาทั้งในประเทศไทยและประเทศอื่นในเอเชียเพื่ออำนวยความสะดวกให้นักลงทุนในประเทศต่างๆ นอกจากนี้ ยังได้แต่งตั้งสถาบันการเงินในประเทศไทยเข้าร่วมเป็นผู้จัดจำหน่ายด้วย ช่วยให้เกิดการถ่ายทอดความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับวิธีการและขั้นตอนต่างๆ ของการจัดตั้งโปรแกรมตราสารหนี้ให้กับสถาบันการเงินในไทย ซึ่งในสมัยนั้นนับว่าเป็นเรื่องที่ใหม่มาก ในการจัดตั้งโปรแกรมมีการเดินทางไป Roadshow ในเมืองต่างๆ ในเอเชีย เช่น สิงคโปร์ ฮ่องกง ไทยเป และกรุงโซล เพื่อแนะนำผู้ลงทุนให้รู้จักโปรแกรมและผู้ออก การจัดตั้งโปรแกรม ACN เป็นครั้งแรกนับว่าเป็นผลดีสำหรับผู้ออกคือบริษัท เพราะสามารถออกตราสารต่างๆ ภายใต้โปรแกรมนี้ได้หลายครั้ง ส่วนใหญ่ผู้ออกเป็นหุ้นกู้ระยะยาวสกุลเงินบาท รวมทั้งสกุลเงินเอเชียอื่นๆ ช่วยขยายฐานนักลงทุนให้กว้างขึ้น โดยเฉพาะนักลงทุนต่างประเทศที่เป็นกองทุนตราสารหนี้ประเภท Fixed Income Funds เท่ากับ

ดึงดูดความสนใจจากนักลงทุนต่างประเทศมายังตราสารที่ออกโดยคนไทย หลังจากนักลงทุนเริ่มคุ้นเคยกับตราสารต่างๆ ที่บริษัทออกแล้ว ก็เป็นบันไดให้จัดตั้งโปรแกรมอื่นๆ ที่มีขอบข่ายกว้างขึ้น อาทิ GMTN ในเวลาต่อมา

หลังจากบริษัทแล้วมีผู้ออก ACN จากเอเชียอีกไม่มากนัก น่าจะเป็นเพราะในช่วงเวลานั้นสกุลเงินเอเชียอื่นๆ ยังไม่เป็นที่นิยม บางสกุลก็ยังคงอยู่ภายใต้การควบคุมของธนาคารกลางของประเทศนั้นๆ จึงไม่ค่อยเป็นประโยชน์กับผู้ออกในประเทศอื่นๆ สำหรับผู้ออกที่มีเครดิตดีก็ไปตั้งโปรแกรม MTN แทน ส่วนผู้ที่เครดิตยังไม่ค่อยดีก็ไม่สามารถดึงดูดให้นักลงทุนมาสนใจ ในแง่ของนักลงทุนเองก็ไม่ค่อยคุ้นเคยกับ ACN มากนัก จึงทำให้ ACN ไม่ได้รับความนิยมเท่าที่ควร

ลักษณะของ ACN Program ของบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย

วันที่จัดตั้งโปรแกรม :	15 ตุลาคม พ.ศ. 2536
วงเงิน :	5000 ล้านบาท
อายุของตราสาร :	ตั้งแต่ 1 วันจนถึง 10 ปี
อันดับเครดิต :	ไม่มีการจัดอันดับเครดิตของโปรแกรม และของตราสารที่ออกภายใต้โปรแกรม
สกุลเงิน :	สกุลบาท ฮองกงดอลลาร์ หรือสกุลอื่นตามที่ตกลงกับผู้จัดจำหน่าย
กฎหมายที่ใช้ :	กฎหมายอังกฤษ
Arranger and Lead Dealer :	Lehman Brothers Investments Pte. Ltd.
Dealers :	Bangkok First Investment & Trust PCL, First Asia Securities PCL, IFCT Finance & Securities CO., Ltd, Phatra Thanakit PCL.
Fiscal Agent, Reference and Paying Agent:	Citibank, N.A.
การจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ :	ไม่มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ใดๆ

รูปแบบของตราสาร : ตราสารสามารถออกได้หลายประเภท อาทิ ตัวเงินระยะสั้นทั้งแบบมีดอกเบี๋ยและไม่มีดอกเบี๋ย หุ้นกู้ั้ตราดอกเบี๋ยคงที่ หุ้นกู้ั้ตราดอกเบี๋ยลอยตัว หุ้นกู้ั้แบบไม่มี้อตราดอกเบี๋ย (Zero Coupon Notes) หุ้นกู้ั้ที่มีผลคอบแทนผูกกับสูตรหรือตัวอ้างอิง (Indexed and Formula Notes) รูปแบบของตราสารที่ออกจะเป็นใบหุ้นกู้ั้หรือใบตัวเงินแล้วแต่กรณี

**เอกสารต่าง ๆ
ในโปรแกรม**

ได้แก่ Program Agreement เป็นสัญญาระหว่างผู้ออก และ Dealer ในโปรแกรมเกี่ยวกับรูปแบบและข้อกำหนดต่างๆ ของตราสารและวิธีการออกจำหน่าย Fiscal Agency Agreement เป็นสัญญาระหว่างผู้ออกกับ Fiscal Agent เกี่ยวกับหน้าที่และความรับผิดชอบของผู้ออกและ Fiscal Agent

Issuing Confirmation: ในการออกตราสารจำหน่ายแต่ละครั้ง (ยกเว้นตราสารระยะสั้น) จะต้องมีเอกสารกำกับ (Issuing Confirmation) ระบุข้อมูลต่างๆ ได้แก่ วงเงินและสกุลเงินที่ออก วันที่ออกตราสาร วันครบกำหนดไถ่ถอน ประเภทของการจ่ายดอกเบี๋ยและเงินต้น



ตัวอย่างหน้าปกของ IFCT ACN



The Industrial Finance Corporation of Thailand

Baht 5,000 Million Asian Currency Note Program

*for the issue of Notes
due from 1 day to 10 years from the date of issue*

The Industrial Finance Corporation of Thailand (the "IFCT" or the "Corporation") may from time to time issue Asian Currency Notes (the "Notes") denominated in Thai Baht, Hong Kong dollars or other currencies as may be agreed with the Dealers (as defined below). The Notes will have maturities from 1 day to 10 years from the date of issue (except as set out herein) and, subject as set out herein, the maximum aggregate nominal amount of all Notes from time to time outstanding will not exceed Baht 5,000,000,000 (or its equivalent in other currencies at the time of agreement to issue, subject as further set out herein).

The Notes may be issued on a continuing basis to one or more of the Dealers specified on page 6 (each a "Dealer" and together the "Dealers"), which expression shall include any additional Dealer appointed under the Program from time to time.

The Notes are not anticipated to be listed on any exchange. Notice of the aggregate nominal amount of, interest (if any) payable in respect of, the issue price of, and any other terms and conditions not contained herein which are applicable to each of the Notes or Series (defined on page 1) of Notes will be set forth in a Schedule as described on page 8.

Arranger

LEHMAN BROTHERS

Dealers

LEHMAN BROTHERS

**BANGKOK FIRST INVESTMENT & TRUST
PUBLIC COMPANY LIMITED**

**FIRST ASIA SECURITIES PUBLIC
COMPANY LIMITED**

**IFCT FINANCE & SECURITIES
COMPANY LIMITED**

**PRATRA THANAKIT PUBLIC
COMPANY LIMITED**

October 15, 1993



บทที่ 16 ตราสารหนี้กึ่งทุน

ที่กล่าวมาแล้วในบทก่อนๆ เป็นการระดมเงินโดยวิธีการก่อกำหนดหนี้ทั้งสิน ในบทนี้เราจะมารู้จักกับตราสารอีกประเภทหนึ่งที่มีส่วนประกอบของทั้งหนี้ (Debt) และทุน (Equity) รวมอยู่ด้วยกัน เรียกว่า ตราสารหนี้กึ่งทุน (Equity-Linked Securities หรือ Hybrid) ซึ่งได้แก่ หุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible Bonds) และหุ้นกู้คววอแรนท์ (Bond with Warrants) ตลาดของตราสารประเภทนี้จะมีขนาดเล็กกว่าตลาดของตราสารหนี้แท้ๆ ก่อนข้างมาก จากข้อมูลที่รวบรวมโดย Thomson Financial ปริมาณของหุ้นกู้แปลงสภาพที่ออกในตลาดต่างประเทศทั้งหมดในปี 2549 รวมกันทุกสกุลมีจำนวน 47 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ เพิ่มขึ้นจากห้าปีที่แล้วซึ่งมีจำนวน 37 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ ปริมาณของหุ้นกู้แปลงสภาพที่ออกนี้คิดเป็นเพียงร้อยละ 1.3 ของปริมาณตราสารหนี้ทั้งหมดเท่านั้น สำหรับสกุลเงินที่นิยมออกมากที่สุดคือดอลลาร์สหรัฐ ตามด้วยสกุลยูโร และเงินเยน

ในช่วงปี พ.ศ. 2530 หลายบริษัทในประเทศไทยนิยมออกหุ้นกู้แปลงสภาพในตลาดยูโร (Euro Convertibles) ไม่ว่าจะเป็น ธนาคารพาณิชย์ บริษัทเงินทุน และบริษัทเอกชน โดยเฉพาะ

สถาบันการเงินจะออกเป็นหุ้นกู้ด้อยสิทธิ (Subordinated Debt) เพราะสามารถนับเป็นเงินกองทุนได้ ในช่วงนั้นเศรษฐกิจของประเทศไทยมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่อง นักลงทุนต่างประเทศจึงให้ความสนใจลงทุนในตราสารทุนและตราสารหนี้กึ่งทุน เพราะคาดหวังจะได้รับกำไรเมื่อราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้นในอนาคต ตราสารประเภทนี้จึงได้รับการตอบรับอย่างดี และสามารถออกจำหน่ายได้ในเงื่อนไขที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ออกอย่างมาก จนกระทั่งเกิดวิกฤตการณ์การเงินในปี 2540 แทบจะเรียกได้ว่าตลาดของตราสารประเภทนี้ปิดสำหรับประเทศไทยไปหลายปี เนื่องจากผู้ลงทุนขาดความมั่นใจหลังจากประสบกับการขาดทุนอย่างหนักในอดีต และภาวะของตลาดทุนที่ไม่เอื้ออำนวย จนกระทั่งในปี 2549 มีบริษัทกรุงเทพดุสิตเวชการได้ออกหุ้นกู้แปลงสภาพในตลาดต่างประเทศ วงเงิน 124 ล้านดอลลาร์สหรัฐ นับเป็นรายแรกภายหลังวิกฤตการณ์การเงิน เป็นต้นมา ทำให้ท่านมั่นใจว่าจะมีบริษัทของไทยรายอื่นๆ ออกตราสารประเภทนี้ตามมาอีกหรือไม่

สำหรับลักษณะต่างๆ ไปของหุ้นกู้แปลงสภาพอาจสรุปได้ดังนี้

หุ้นกู้แปลงสภาพในตลาดยูโร (Euro Convertible Bonds)

หุ้นกู้แปลงสภาพ หมายถึง ตราสารหนี้ที่ให้สิทธิผู้ถือที่สามารถเปลี่ยนจากตราสารหนี้เป็นหุ้นสามัญของผู้ออกตราสารได้ภายในระยะเวลาและเงื่อนไขที่กำหนด เนื่องจากสิทธิที่ผู้ถือได้รับเช่นนี้ย่อมดีกว่าตราสารหนี้ธรรมดาที่ไม่มีสิทธิอะไร จึงทำให้อัตราดอกเบี้ยบนตราสารดังกล่าวต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยของตราสารหนี้ทั่วไปของผู้ออกรายเดียวกัน ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยนี้ถือเป็นค่าของสิทธิที่ผู้ถือได้รับนั่นเอง

ลักษณะโดยทั่วไปของหุ้นกู้แปลงสภาพในตลาดยูโร

สกุลเงิน : ส่วนใหญ่จะเป็นสกุลดอลลาร์สหรัฐเนื่องจากมีฐานของผู้ลงทุนกว้างที่สุด ผู้ออกที่มาจากเอเชียหรือตลาดใหม่ๆ จึงควรจะต้องเข้าไปหาตลาดที่มีฐานผู้ซื้อกว้างไว้ก่อน สำหรับสกุลอื่นๆ ที่นิยมออกกันรองๆ ลงมาก็ เช่น ยูโร สวิสฟรังก์ เยน เป็นต้น

อัตราดอกเบี้ย : หุ้นกู้แปลงสภาพมักจะมีอัตราดอกเบี้ยคงที่ และมีอัตราต่ำกว่าหุ้นกู้ปกติที่ไม่ให้สิทธิแปลงสภาพ

อายุของหุ้นกู้ : มักมีอายุยาวเกินกว่า 5 ปีขึ้นไป ยิ่งอายุยาวมูลค่าของสิทธิจะยิ่งสูงขึ้น แต่ผู้ออกคงไม่ยากให้สิทธิในการแปลงสภาพที่นานเกินไป

ราคาจำหน่าย : อาจออกในราคา par หรือต่ำกว่า par ก็ได้ ราคาออกจำหน่ายจะสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ย เพื่อให้ผลตอบแทนต่อนักลงทุนสะท้อนมูลค่าของสิทธิ (Option Value)

สิทธิในการแปลงสภาพ (Conversion Option) : หมายถึงสิทธิที่ผู้ถือหุ้นกู้สามารถเปลี่ยนจากหุ้นกู้ที่ถืออยู่เป็นหุ้นสามัญ ซึ่งจะระบุราคาแปลงสภาพและกำหนดระยะเวลาของการใช้สิทธิดังกล่าว เนื่องจากเป็นสิทธิไม่ใช่การบังคับ ดังนั้นผู้ถือหุ้นกู้จะใช้สิทธิหรือไม่ใช้ก็ได้ ผู้ที่ซื้อหุ้นกู้แปลงสภาพย่อมหวังว่าราคาของหุ้นสามัญจะเพิ่มขึ้นในอนาคต และเมื่อใช้สิทธิแปลงสภาพ จะได้รับกำไรจากส่วนต่างของราคา (Capital Gain) ระหว่างราคาแปลงสภาพกับราคาตลาด แต่ถ้าเกิดไม่เป็นไปตามคาด คือราคาตลาดในอนาคตต่ำกว่าราคาแปลงสภาพ ก็ไม่จำเป็นต้องใช้สิทธิ สามารถถือไว้เป็นหุ้นกู้ต่อไปได้และได้รับเงินต้นคืนเต็มจำนวนเมื่อครบกำหนดไถ่ถอน การลงทุนในหุ้นกู้แปลงสภาพ จึงมีความเสี่ยงน้อยกว่าการซื้อหุ้นสามัญหรือหุ้นกู้คูปองแรนที่ซึ่งจะได้กล่าวถึงต่อไป

ระยะเวลาแปลงสภาพ (Conversion Period) : คือช่วงเวลาที่ยุถือหุ้นกู้สามารถใช้สิทธิในการแปลงสภาพได้ โดยมากจะให้สิทธิตลอดอายุของหุ้นกู้ ดังนั้นหุ้นกู้ที่มีอายุยาวกว่าย่อมจูงใจผู้ซื้อมากกว่าหุ้นกู้ที่มีอายุสั้น หรือหมายถึงมีมูลค่าของสิทธิสูงกว่านั่นเอง

ราคาแปลงสภาพ (Conversion Price) : ราคาของหุ้นสามัญที่ใช้ในการคำนวณจำนวนหุ้นสามัญที่เกิดจากการแปลงสภาพ การกำหนดราคาแปลงสภาพจะอิงกับราคาของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ในช่วงที่ออกหุ้นกู้ โดยจะกำหนดราคาแปลงสภาพให้สูงกว่าราคาตลาด

อัตราส่วนแปลงสภาพ (Conversion Ratio) : จำนวนหุ้นสามัญที่แลกเปลี่ยนจากหุ้นกู้ 1 หุ้น

การไถ่ถอนหุ้นกู้ (Mandatory Redemption) : ในกรณีที่ผู้ถือไม่ใช่สิทธิในการแปลงสภาพภายในช่วงระยะเวลาแปลงสภาพที่กำหนด ผู้ถือหุ้นกู้จะได้รับเงินต้นคืนเมื่อหุ้นกู้ครบกำหนดไถ่ถอนเช่นเดียวกับหุ้นกู้ปกติทั่วไป

สิทธิของผู้ถือในกรณีการไถ่ถอนก่อนครบกำหนด (Call Option) : หุ้นผู้แปลงสภาพที่ออกโดยทั่วไปมักระบุเงื่อนไขให้ผู้ถือมีสิทธิไถ่ถอนหุ้นกู้คืนก่อนครบกำหนดได้หากราคาหุ้นสามัญในตลาดสูงกว่าราคาแปลงสภาพไปมากเป็นระยะเวลาติดต่อกันนานๆ ซึ่งจะต้องระบุรายละเอียดของเงื่อนไขไว้ให้ชัดเจนว่าราคาในตลาดจะต้องสูงกว่าเท่าไรและเป็นระยะเวลาเท่าใด เช่น อาจกำหนดว่าหากราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์สูงกว่าราคาแปลงสภาพร้อยละสามสิบเป็นระยะเวลา 30 วันทำการติดต่อกัน ผู้ถือสามารถใช้สิทธิไถ่ถอนก่อนกำหนดได้ โดยจะต้องมีการแจ้งล่วงหน้าเป็นระยะเวลาเพียงพอให้ผู้ถือหุ้นกู้สามารถใช้สิทธิแปลงสภาพได้ด้วย ซึ่งแน่นอนว่าผู้ถือหุ้นกู้คงจะมายื่นแปลงสภาพ มากกว่าที่จะยินยอมให้ถูกไถ่ถอน เพราะถ้าเลือกที่จะใช้สิทธิยังได้กำไรถึง 30% บางครั้งจึงเรียกเงื่อนไขนี้ว่าการบังคับแปลงสภาพ (Forced Conversion) เงื่อนไขนี้มักจะ เป็นประโยชน์กับผู้ถือเอง เพราะทำให้ผู้ถือสามารถเพิ่มทุนได้ตามจำนวนในเวลาเร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้แต่แรก ในขณะที่เดียวกันไม่ต้องมียอดคงค้างของหุ้นกู้ที่มีราคาแปลงสภาพต่ำกว่าราคาตลาดมากๆ ซึ่งอาจจะมีผลกดดันต่อราคาหุ้นสามัญในตลาดได้ ส่วนผู้ลงทุนเองก็ถือว่าได้รับกำไรจากส่วนต่างราคาที่สูงเพียงพอแล้วเช่นกัน

กฎหมายที่ใช้บังคับ : มักใช้กฎหมายอังกฤษ

การแปลงสภาพ

ผู้ถือหุ้นกู้มีสิทธิแปลงสภาพจากหุ้นกู้ที่ถืออยู่เป็นหุ้นสามัญได้ตลอดระยะเวลาแปลงสภาพที่ระบุไว้ (Conversion Period) ซึ่งโดยทั่วไปแล้วจะหมายถึงตลอดอายุของหุ้นกู้ โดยวิธีการแปลงสภาพนั้นผู้ถือหุ้นกู้จะต้องยื่นคำขอแปลงสภาพ (Conversion Notice) พร้อมใบหุ้นกู้ ต่อนายทะเบียนแปลงสภาพที่กำหนดไว้ (Conversion Agent) นายทะเบียนจะคำนวณจำนวนหุ้นสามัญที่จะได้รับจากการแปลงสภาพนั้นโดยการหารจำนวนเงินต้นของหุ้นกู้ด้วยราคาแปลงสภาพ (Conversion Price) ในกรณีของหุ้นกู้แปลงสภาพที่ออกในตลาดต่างประเทศจะมีประเด็นเกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยนเข้ามาเกี่ยวข้อง เนื่องจากหุ้นกู้ที่ออกเป็นเงินตราต่างประเทศ ในขณะที่หุ้นสามัญกำหนดมูลค่าเป็นบาทและจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ซื้อขายกันเป็นเงินบาท จึงต้องมีการระบุ

ให้ชัดเจนว่า ในการแปลงสภาพนั้นจะใช้อัตราแลกเปลี่ยนอะไรที่จะใช้เปลี่ยนวงเงินหุ้นกู้ที่เป็นเงินตราต่างประเทศให้เป็นเงินบาทก่อนแล้วจึงใช้ราคาแปลงสภาพหารจำนวนเงินบาทที่ได้นั้น เพื่อได้จำนวนหุ้นอีกทีหนึ่ง ตัวอย่างเช่น ต้องการแปลงหุ้นกู้จำนวน 5000 ดอลลาร์สหรัฐเป็นหุ้นสามัญ โดยในสัญญากำหนดอัตราแลกเปลี่ยนคงที่ไว้ที่ 37 บาทต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐ และกำหนดราคาแปลงสภาพเท่ากับ 50 บาทต่อ 1 หุ้นสามัญ

มูลค่าหุ้นกู้เป็นบาท	5000×37	=	185000	บาท
จำนวนหุ้นสามัญที่ได้	$185000 / 50$	=	3700	หุ้น

ในกรณีที่หารออกมาแล้วไม่เป็นจำนวนเต็ม เหลือเศษ จะไม่มีการบดเศษให้ หรือไม่มีการออกเป็นเศษของหนึ่งหุ้น ก็จะมีอยู่สองแบบคือเศษที่เหลือของหนึ่งหุ้นคืนให้เป็นเงิน หรือไม่คืนเลย เพราะจำนวนเงินน้อยมากไม่คุ้มค่าใช้จ่าย ซึ่งจะเลือกใช้วิธีไหนก็ต้องระบุไว้ในเงื่อนไขให้ชัดเจน จะได้ไม่เกิดปัญหาที่หลัง สำหรับผู้ถือเองก็ควรจะต้องคำนวณให้ดี ๆ เวลาจะยื่นแปลงสภาพ ว่าควรจะยื่นแปลงสภาพจำนวนเท่าใดเพื่อให้เหลือเศษน้อยที่สุด เพราะถึงแม้เราจะมีหุ้นกู้หลายใบ ถ้ายื่นพร้อมกันก็จะนำมาคำนวณรวมกัน

การปรับราคาแปลงสภาพ

แม้ราคาแปลงสภาพจะถูกกำหนดให้คงที่ตลอดอายุของหุ้นกู้ แต่ก็อาจมีการปรับราคาแปลงสภาพได้หากในภายหลังมีเหตุการณ์เปลี่ยนแปลงต่อจำนวนหุ้นสามัญ มูลค่าของหุ้นสามัญ หรือราคาของหุ้นสามัญอันอาจจะเกิดความไม่เป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพถ้าไม่มีการปรับราคาแปลงสภาพ จึงต้องมีการระบุไว้ในเงื่อนไขของหุ้นกู้ด้วยว่าเหตุการณ์ใดๆ บ้างที่จะต้องมีการปรับราคา และเมื่อปรับแล้วก็ต้องยึดถือราคาแปลงสภาพอันใหม่ตลอดไป ยกเว้นว่าจะเกิดเหตุการณ์ที่ทำให้ต้องปรับราคาแปลงสภาพอีก เหตุการณ์ที่ทำให้ต้องมีการปรับราคาแปลงสภาพ ได้แก่

- การปรับมูลค่าของหุ้นสามัญ อย่างที่นิยมเรียกว่าการแตกพาร์ หรือรวมพาร์ เช่น มูลค่าเดิมหุ้นละ 100 บาท เปลี่ยนเป็น 10 บาท หรือเดิมมูลค่าหุ้นละ 1 บาท เปลี่ยนเป็น 10 บาท อันนี้เป็นที่เข้าใจได้ง่ายอยู่แล้วว่าจำเป็นต้องปรับราคาแปลงสภาพใหม่ให้สอดคล้องกัน เช่น ถ้าราคาแปลงสภาพเดิมอยู่ที่ 50 บาทต่อ 1 หุ้น ก็จะเปลี่ยนเป็น 5 บาทต่อ 1 หุ้นในกรณีแตกพาร์จาก 10 บาทเป็น 1 บาท หรือเป็น 500 บาทต่อ 1 หุ้นในกรณีรวมพาร์จาก 1 บาท เป็น 10 บาท

- การกระทำใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับหุ้นสามัญและมีผลให้มีผู้ได้รับประโยชน์จากหุ้นสามัญ ในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาด อาทิ การออกหุ้นสามัญใหม่ หรือการจ่ายปันผล เป็นหุ้นสามัญ หรือการออกหุ้นกู้แปลงสภาพครั้งใหม่หรือตราสารอื่นใดก็ตาม ที่ให้สิทธิได้รับหุ้นสามัญ ถ้าการกระทำเหล่านี้กำหนดราคาหุ้นสามัญที่ต่ำกว่าราคาตลาด ณ ขณะนั้นๆ จะต้องมีการปรับราคาแปลงสภาพให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพในครั้งนั้นด้วย จะสังเกตว่าการปรับราคาแปลงสภาพนั้นไม่ได้เกี่ยวข้องกับว่าราคาหุ้นสามัญที่ให้สิทธิใหม่นี้จะสูงหรือต่ำกว่าราคาแปลงสภาพ แต่จะเปรียบเทียบกับราคาตลาดขณะเมื่อมีการออกหุ้นสามัญหรือตราสารที่เกี่ยวข้องกับหุ้นสามัญนั้นๆ สำหรับวิธีการปรับราคานั้นโดยหลักการจะต้องชดเชยส่วนที่เสียประโยชน์ไปจากความแตกต่างระหว่างราคาที่อยู่กับราคาตลาด ตัวอย่างเช่น ถ้าออกหุ้นสามัญใหม่จำนวนหนึ่งแสนหุ้นในราคา 45 บาทต่อ 1 หุ้นในขณะที่ราคาตลาดในขณะที่อยู่ที่ 48 บาทต่อ 1 หุ้น ถ้าราคาแปลงสภาพอยู่ที่ 50 บาทต่อ 1 หุ้น จะต้องปรับราคาแปลงสภาพตามสูตร ดังนี้

$$\begin{aligned}
 \text{ราคาแปลงสภาพใหม่} &= \frac{CP_0 * N + (n * p) / mp}{N+n} \\
 &= \frac{50 * 500000 + (100000 * 45) / 48}{5000000 + 100000} \\
 &= 50 * 0.9895 \\
 &= 49.4791
 \end{aligned}$$

การออกหุ้นกู้แปลงสภาพในตลาดยูโร

ในช่วงก่อนปี 2540 มีธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนหลายแห่งนิยมออกหุ้นกู้แปลงสภาพในตลาดยูโร เนื่องจากสามารถระดมเงินได้ในต้นทุนที่ต่ำ โดยเฉพาะสถาบันการเงินยังสามารถนับเป็นเงินกองทุนได้อีก ทำให้มีฐานะของเงินกองทุนที่แข็งแกร่งขึ้น สร้างความเชื่อมั่นต่อผู้ฝากเงินและนักลงทุนทั่วไป และยังสามารถขยายธุรกิจได้เพิ่มขึ้นอีกด้วย ปัจจัยที่สำคัญคือตลาดในต่างประเทศเปิดกว้างสำหรับผู้ออกในบ้านเรา เพราะมองว่าเศรษฐกิจของไทยกำลังเจริญรุดหน้า ยังไม่มีเค้ารางของความเสี่ยงแต่อย่างใด ประเทศไทยในช่วงนั้นจึงเนื้อหอมมาก แม้แต่ลักษณะของหุ้นกู้แปลงสภาพในช่วงนั้นที่ออกก็เอื้อประโยชน์ต่อผู้ออกค่อนข้างมาก แต่ก็ยังได้รับการ

ตอบรับด้วยดี ภายหลังจากวิกฤตการณ์การเงิน สถาบันการเงินได้รับผลกระทบหนักที่สุด ราคาหุ้นลดต่ำลงอย่างมาก มีผลถึงราคาในตลาดรองของตราสารเหล่านี้ด้วย ผู้ถือหุ้นกู้จึงประสบการขาดทุนอย่างหนัก หลังจากนั้นธนาคารออกหุ้นกู้แปลงสภาพในตลาดต่างประเทศได้หยุดชะงักไปเป็นเวลาหลายปี ในปี 2549 ที่ผ่านมามีบริษัทกรุงเทพดุสิตเวชการประสบความสำเร็จในการออกจำหน่ายหุ้นกู้แปลงสภาพในตลาดต่างประเทศ มีผู้ลงทุนต้องการซื้อมากกว่าจำนวนที่เสนอขายในตอนต้น ทำให้ต้องมีการเพิ่มวงเงินจำหน่าย สำหรับรูปแบบและเงื่อนไขที่สำคัญมีดังนี้

วงเงิน	124 ล้านดอลลาร์สหรัฐ
อายุหุ้นกู้	5 ปี
อัตราดอกเบี้ย	3.75% ต่อปี แต่ถ้าไม่มีการแปลงสภาพอัตราดอกเบี้ยจะเท่ากับ 6.25% ต่อปี
ราคาแปลงสภาพ	กำหนดที่ 120% ของราคาตลาด

สิทธิในการซื้อตราสาร (Warrants)

เป็นตราสารที่ให้สิทธิผู้ถือสามารถซื้อตราสารที่ระบุไว้ได้ภายใต้เงื่อนไขที่กำหนด เงื่อนไขที่สำคัญคือราคาใช้สิทธิ (Strike Price) และระยะเวลาใช้สิทธิ ถ้าผู้ถือไม่ใช้สิทธิภายในเวลาที่กำหนด Warrant ก็จะไม่มูลค่าอีกต่อไป ดั้งเดิมทีเดียว Warrant จะหมายถึงสิทธิในการซื้อหุ้นสามัญออกใหม่ของผู้ออก Warrant เท่านั้น แต่ภายหลังมี Warrant ที่ให้สิทธิในการซื้อตราสารหนี้ด้วย และยังมี Warrant ที่ให้สิทธิซื้อหุ้นสามัญของบริษัทอื่นที่ไม่ใช่บริษัทของผู้ออก Warrant อีก จึงมีหลากหลายประเภท บางครั้งก็เรียกชื่อแตกต่างกันไป บางครั้งก็ออกพร้อมตราสารหนี้ แต่บางทีก็ออกมาเดี่ยวๆ ในตลาดบ้านเราก็มีการออก Warrant กันอยู่มาก เราจึงน่าจะมารู้จัก Warrant ในตลาดต่างประเทศกันดูบ้าง

Bond with Warrants

เริ่มจากตราสารดั้งเดิมกันก่อน คือ หุ้นกู้ควบตราสารแสดงสิทธิซื้อหุ้นสามัญออกใหม่หรือเรียกง่ายๆ ว่าหุ้นกู้ควบวอแรนท์ ซึ่งจะประกอบไปด้วยตราสารสองประเภท คือหุ้นกู้ กับ Warrant ตราสารสองส่วนนี้สามารถแยกจากกันได้ แม้ว่าเวลาขายครั้งแรกจะขายควบกัน แต่เมื่อขายต่อไปในตลาดรอง มักจะแยกจากกันไปโดยปริยาย โดยส่วนที่เป็นหุ้นกู้ก็จะไปอยู่ในมือของผู้ลงทุนที่นิยมตราสารหนี้ ส่วน Warrant ก็จะไปอยู่ในมือของผู้ลงทุนที่นิยมตราสารทุน ต่างจาก

หุ้นกู้แปลงสภาพที่เป็นตราสารเดียวกันไม่สามารถแยกจากกันได้ การที่ผู้ออกนิยมออกหุ้นกู้ควบ Warrant เพราะทำให้ระดมทุนได้ในอัตราดอกเบี้ยต่ำ เนื่องจากมูลค่าของ Warrant ที่ออกให้พร้อมกับหุ้นกู้ มูลค่านี้จะมากหรือน้อยขึ้นกับปัจจัยต่างๆ ได้แก่ ราคาของหุ้นสามัญ และอัตรา การเปลี่ยนแปลงของหุ้นสามัญในอดีต รวมทั้ง ราคาใช้สิทธิ (Strike Price) และระยะเวลาใช้สิทธิ (Exercise Period) ด้วย เช่นเดียวกับในกรณีของหุ้นกู้แปลงสภาพ ดังนั้น การที่อัตราดอกเบี้ย บนหุ้นกู้ที่ออกควบกับ Warrant จะต่ำได้มากน้อยเพียงไร ก็จะขึ้นกับมูลค่าของสิทธิที่ให้นั้นเอง

ลักษณะทั่วไปของ Bond with Warrants

หุ้นกู้

อัตราดอกเบี้ย : อัตราดอกเบี้ยคงที่ และต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยบนตราสารหนี้ของผู้ออก รายเดียวกันที่ไม่มี Warrant

อายุหุ้นกู้ : มักมีอายุยาว เช่น 5 ปีขึ้นไป

การไถ่ถอนหุ้นกู้ : เช่นเดียวกับหุ้นกู้ปกติ คือ ไถ่ถอนครั้งเดียวเมื่อครบอายุหุ้นกู้ Warrant

สิทธิในการซื้อหุ้นสามัญ : จะระบุว่าหุ้นกู้หนึ่งหุ้นได้รับ Warrant กี่หน่วย และ Warrant หนึ่งหน่วยสามารถซื้อหุ้นสามัญได้กี่หุ้น เช่น หุ้นกู้หนึ่งหุ้นได้รับ Warrant จำนวน 3 หน่วย และ Warrant หนึ่งหน่วยได้รับสิทธิซื้อหุ้นสามัญจำนวน 5 หุ้น เป็นต้น

ราคาใช้สิทธิ : คือราคาของหุ้นสามัญที่ผู้ถือ Warrant สามารถซื้อหุ้นสามัญใหม่ของผู้ออก Warrant ได้ ราคาใช้สิทธินี้อาจกำหนดที่ราคาตลาด สูงกว่าตลาด หรือ ต่ำกว่าตลาดก็ได้ ซึ่งก็จะทำให้มูลค่าของสิทธิแตกต่างกันไปด้วย

ระยะเวลาใช้สิทธิ : หมายถึงระยะเวลาที่ผู้ถือ Warrant สามารถใช้สิทธิเพื่อซื้อหุ้นสามัญ ออกใหม่ได้ อาจจะมีอายุเท่ากับหุ้นกู้ที่ออก หรืออายุต่ำกว่าก็ได้ ถ้ายังมี อายุยาวมูลค่าของ Warrant จะยิ่งสูงตามไปด้วย

การปรับราคาใช้สิทธิ : อาศัยหลักการเดียวกันกับหุ้นกู้แปลงสภาพ นั่นคือ ถ้ามีการออก หุ้นสามัญหรือให้สิทธิใดๆ ที่ทำให้ผู้ถือหุ้นสามัญในราคาต่ำกว่าราคาตลาด ในขณะนั้นๆ จะต้องมีการปรับราคาใช้สิทธิของ Warrant ในครั้งนี้ด้วย

Warrant ประเภทต่าง ๆ

Debt Warrants เป็นสิทธิในการซื้อตราสารหนี้ใหม่ ไม่ใช่หุ้นสามัญออกใหม่ โดยมากจะออกควบกับตราสารหนี้ เช่น ออกตราสารหนี้ระยะสั้นหรือระยะปานกลาง และให้ Warrant เพื่อซื้อตราสารหนี้อีกอันหนึ่งเมื่อตราสารหนี้เดิมครบกำหนด อันนี้ไม่ใช่ Hybrid เพราะไม่มีเรื่องของทุนเข้ามาเกี่ยวข้อง แต่มักจะเป็นการจูงใจในเรื่องของอัตราดอกเบี้ย เช่น ตราสารที่ออกใหม่จะมีอัตราดอกเบี้ยสูง หรือออกในช่วงอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มลดลง เพื่อดึงดูดใจให้ผู้ซื้อสนใจที่จะได้รับดอกเบี้ยที่สูงในอนาคต ซึ่งความจริงแล้วก็คล้ายกับ Interest Rate Option

Covered Warrants หรือ Exchangeables หมายถึง สิทธิในการซื้อหุ้นสามัญของบุคคลอื่นที่ไม่ใช่ของผู้ออก Warrant เช่น ในกรณีที่ผู้ออก Warrant มีหุ้นสามัญของบริษัทอันอยู่ในมือ ก็สามารถนำมาออกเป็นตราสารแสดงสิทธิให้ซื้อหุ้นสามัญเหล่านี้ได้ หากออกควบกับหุ้นกู้ก็เป็นมาตรการในการระดมเงินที่มีต้นทุนต่ำได้อีกวิธีหนึ่ง ซึ่งก็ใช้หลักการเดียวกันกับหุ้นกู้ควบ Warrant ของตนเอง เพียงแต่ถ้าเป็นหุ้นของตนเองจะเป็นหุ้นออกใหม่ ส่วนหุ้นของคนอื่นจะเป็นหุ้นเดิมที่มีอยู่แล้ว ดังนั้น Covered Warrants หรือ Exchangeables จะไม่มีผลต่อ Dilution การออก Covered Warrants สามารถนำหุ้นหลายตัวมาผูกรวมกันได้ ไม่จำเป็นต้องเป็นหุ้นตัวใดตัวหนึ่ง เช่น กำหนดว่าหนึ่ง Warrant สามารถซื้อหุ้นสามัญบริษัท ก. ได้ 3 หุ้น กับหุ้นสามัญบริษัท ข. ได้อีก 5 หุ้น สิทธิที่กำหนดนี้จะต้องตายตัว ไม่ให้เลือกได้และจะต้องมีจำนวนหุ้นให้เพียงพอกับ Warrant ที่ออกไป



บทที่ 17 เครื่องมือบริหารจัดการความเสี่ยง

ในการกู้เงินต่างประเทศมีความเสี่ยงหลักๆ ที่สมควรกล่าวถึงอยู่สองประเภท คือ ความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน และความเสี่ยงอัตราดอกเบี้ย ที่พูดนี้ไม่ได้หมายความว่าผู้ที่กู้เงินตราต่างประเทศทุกรายต้องเผชิญกับความเสี่ยงทั้งสองตัวนี้ อาจจะเพียงตัวใดตัวหนึ่งหรือทั้งสองตัว หรือไม่มีเลยก็ได้ เรามาดูความเข้าใจกับความเสี่ยงสองตัวนี้และดูว่าจะบริหารจัดการได้อย่างไรบ้าง

ความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน (Foreign Exchange Risk) พูดง่ายๆ ก็คือผลกระทบจากการที่อัตราแลกเปลี่ยนระหว่างเงินตราต่างประเทศสกุลที่เรากู้มาเมื่อเทียบกับเงินบาทมีค่าแข็งขึ้นทำให้เกิดผลขาดทุน เช่น ถ้าเรากู้เงินเป็นดอลลาร์สหรัฐ ในวันที่เรานำเงินกู้มาแลกเปลี่ยนเป็นเงินบาท อัตราแลกเปลี่ยนเท่ากับ 40 บาทต่อหนึ่งดอลลาร์สหรัฐ หนึ่งปีผ่านไปอัตราแลกเปลี่ยนเท่ากับ 42 บาทต่อหนึ่งดอลลาร์สหรัฐ เท่ากับว่าเกิดการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนขึ้น 2 บาทต่อทุกๆ หนึ่งดอลลาร์สหรัฐ หรือเท่ากับ 5% ถ้าเงินที่เรากู้มามีอัตราดอกเบี้ย 5% ต่อปี เมื่อรวมกับ

ผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนอีก 5% เท่ากับมีต้นทุนถึง 10% การขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนนี้ เราไม่อาจคาดเดาได้ล่วงหน้าว่าจะเป็นเท่าใด เพราะค่าของเงินอาจเปลี่ยนแปลงไปมากหรือน้อยกว่านี้ก็ได้ จึงถือว่าเป็นความเสี่ยง

ความเสี่ยงอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Risk) หมายถึง การที่อัตราดอกเบี้ยเคลื่อนไหวในทิศทางที่ทำให้ต้นทุนในการกู้เงินเพิ่มสูงขึ้น เช่น ในกรณีที่กู้เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ถ้าอัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวสูงขึ้นทำให้ต้องแบกรับภาระในการจ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น ความเสี่ยงอัตราดอกเบี้ยนี้เกิดขึ้นทั้งเงินกู้ที่เป็นเงินบาทหรือเงินตราต่างประเทศ ถ้าหากกู้เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว หรือเป็นเงินกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยอิงกับตัวอ้างอิง (Index) ก็ถือว่ามีความเสี่ยงอัตราดอกเบี้ยทั้งนั้น

ก่อนอื่นเราต้องทำความเข้าใจก่อนว่า การเกิดความเสี่ยงถือเป็นเรื่องปกติ ไม่ว่าจะทำกิจกรรมอะไรย่อมต้องมีความเสี่ยงควบคู่ไปด้วยเสมอ มากบ้าง น้อยบ้าง การบริหารจัดการความเสี่ยงไม่ได้หมายถึงการขจัดความเสี่ยงให้หมดไป แต่หมายถึงการลดความเสี่ยงให้อยู่ในขอบเขตที่เราสามารถยอมรับได้เท่านั้น ในปัจจุบันมีเครื่องมือมากมายที่มีการพัฒนาขึ้นเพื่อใช้ในการบริหารความเสี่ยงทางการเงิน แต่ที่สำคัญที่สุดจะมีอยู่สองประเภท คือ Swaps และ Options ทั้งสองอย่างนี้ สามารถใช้ในการบริหารกับความเสี่ยงทั้งสองประเภท และยังคงแตกแขนงออกเป็นเครื่องมือย่อยๆ อีกมากมายซึ่งเราจะได้นำมาพูดถึงกันต่อไป

Swaps

Swaps เป็นเครื่องมือบริหารความเสี่ยงทางการเงินที่มีความสำคัญมากที่สุดอันหนึ่งในปัจจุบัน ซึ่งนอกจากจะใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงแล้ว ยังใช้เป็นเครื่องมือเพิ่มประสิทธิภาพในการระดมเงินได้อีกด้วย Swaps มีหลายประเภท ทั้งประเภทที่เกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยและที่เกี่ยวกับอัตราแลกเปลี่ยน Swaps เริ่มเกิดขึ้นเมื่อประมาณยี่สิบกว่าปีมานี้เอง และได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายมากขึ้นเนื่องจากประโยชน์ในการใช้งานของเครื่องมือนี้ จนในปัจจุบันธนาคารที่อยู่ในตลาดต่างประเทศแทบทุกแห่งจะมีการกำหนดราคาซื้อขาย Swaps ทุกวัน เช่นเดียวกับการกำหนดอัตราดอกเบี้ย LIBOR/SIBOR แสดงถึงตลาดของ Swaps ที่ได้ขยายตัวทั้งในด้านปริมาณและความหลากหลาย

Swaps คืออะไร พุดให้เข้าใจง่าย ๆ คำว่า Swaps แปลตรงตัวว่าการแลกเปลี่ยนกัน ในทางการเงินก็เช่นเดียวกัน หมายถึง การที่สองฝ่ายมาตกลงกันเพื่อแลกเปลี่ยนกระแสเงินสดระหว่างกัน ถ้าเป็นการแลกเปลี่ยนภาระหนี้ (Liability Swap) กระแสเงินสดที่พุดถึงนี้ หมายถึง ภาระในการจ่ายชำระเงินต้นและดอกเบี้ยของหนี้นั้น ๆ ถ้าเป็นการแลกเปลี่ยนด้านสินทรัพย์ (Asset Swap) กระแสเงินสดที่พุดถึงนี้จะหมายถึงดอกเบี้ยและเงินต้นที่จะได้รับตลอดระยะเวลาการลงทุนในสินทรัพย์นั้น ๆ สำหรับในที่นี้เราจะพุดถึงเฉพาะการแลกเปลี่ยนที่เกี่ยวข้องกับหนี้เพียงอย่างเดียว เพื่อป้องกันความสับสน

ประวัติของ Swaps เริ่มมาจากเมื่อปี พ.ศ. 2524 ธนาคารโลก และบริษัท IBM ได้ตกลงที่จะแลกเปลี่ยนหนี้กัน บริษัท IBM มีหนี้เงินกู้เป็นสกุลดอลลาร์จำนวน 300 ล้านดอลลาร์จากการที่ค่าของเงินดอลลาร์ปรับตัวลดลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ทำให้ IBM มีกำไรอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งเป็นเพียงกำไรในทางบัญชี ยังไม่ใช่ว่ากำไรที่แท้จริง ส่วนธนาคารโลกนั้นมีความต้องการเงินกู้เป็นสกุลดอลลาร์ ซึ่งธนาคารโลกนั้นสามารถกู้เงินจากตลาดไหนก็ได้ทั้งนั้นเพราะมีเครดิตระดับ AAA อยู่แล้ว แต่ถ้าโดยเปรียบเทียบแล้วในช่วงนั้นการกู้เป็นดอลลาร์สหรัฐจะมีต้นทุนที่ถูกกว่า ดังนั้น แทนที่ธนาคารโลกจะกู้เงินดอลลาร์โดยตรง IBM และธนาคารโลกได้ทำความตกลงแลกเปลี่ยนหนี้กันโดยธนาคารโลกกู้เงินจำนวน 124 ล้านดอลลาร์สหรัฐแล้วนำไปแลกเปลี่ยนเป็นดอลลาร์ตามที่ต้องการ และให้ IBM รับภาระจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยตามตารางชำระหนี้ของเงิน 124 ล้านดอลลาร์สหรัฐให้ธนาคารโลกเพื่อเอาไปจ่ายเจ้าหน้าที่ ส่วนธนาคารโลกรับภาระจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยของเงิน 300 ล้านดอลลาร์ให้แก่ IBM เพื่อให้เอาไปจ่ายเจ้าหน้าที่ของ IBM โดยสองฝ่ายตกลงแบ่งปันผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่สามารถประหยัดได้จากการแลกเปลี่ยนหนี้ดังกล่าว ผลสรุปจากการทำ Swap ครั้งนี้ทำให้ทั้งสองฝ่ายได้รับประโยชน์ กล่าวคือ ธนาคารโลกได้ใช้เงินดอลลาร์ตามที่ต้องการ และสามารถประหยัดดอกเบี้ยจ่ายลงได้ ซึ่งดีกว่าการที่จะกู้เป็นดอลลาร์จากตลาดโดยตรง ส่วน IBM ก็สามารถรับรู้ผลกำไรอัตราแลกเปลี่ยนได้จากการทำข้อตกลงในครั้งนี้ และยังประหยัดดอกเบี้ยจ่ายลงได้อีกด้วย การริเริ่มทำ Swap ของสถาบันชั้นนำสองแห่งนี้ ทำให้ตลาดตื่นตัวเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ และเป็นก้าวแรกของการพัฒนานวัตกรรมทางการเงินต่างๆ ในระยะเวลาต่อมา

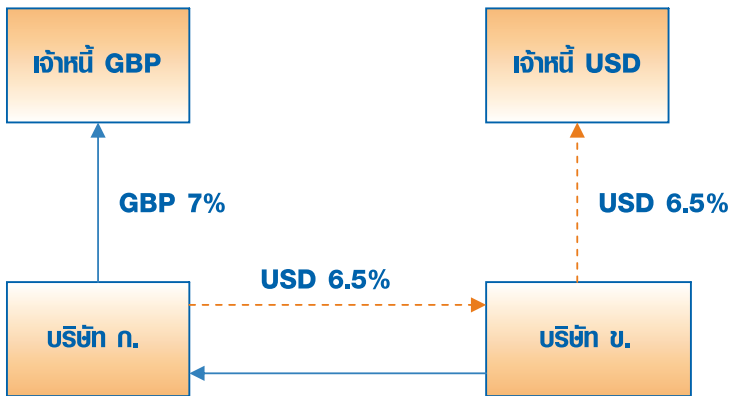
สำหรับในประเทศไทยมีการทำ Swap ครั้งแรกโดยบริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย เมื่อปี พ.ศ. 2526 เป็นการทำ Currency Swap จากเงินเยนไปเป็นสวิสฟรังก์ ในเวลานั้น บริษัทมีหนี้ระยะยาวที่เป็นเงินเยนอยู่แล้ว ซึ่งเกิดจากการออกพันธบัตรเงินเยนในตลาดทุนญี่ปุ่น หลังจากนั้น เงินเยนมีค่าแข็งขึ้น บริษัทจึงได้หาวิธีบริหารหนี้เพื่อลดความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน ในขณะนั้นในตลาดยังไม่มีมาตรการบริหารหนี้ระยะยาวใดๆ เลย ในที่สุดจึงได้เลือกใช้วิธี Currency Swap โดยแปลงจากหนี้เงินเยนระยะยาวอายุคงเหลือ 7 ปีซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยคงที่ไป เป็นหนี้สวิสฟรังก์อายุ 7 ปีเท่ากันและมีอัตราดอกเบี้ยคงที่เช่นเดียวกัน นับว่าเป็นครั้งแรกในประเทศไทยที่มีการนำเทคนิค Long Term Currency Swap มาใช้ในการบริหารความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยน

หลักการของ Swap เกิดมาจากความเหลื่อมล้ำระหว่างสองตลาดหรือภาษาเศรษฐศาสตร์ จะใช้คำว่าความได้เปรียบโดยเปรียบเทียบ (Comparative Advantage) ทำให้เกิดโอกาสในการหาประโยชน์ เช่น ความเหลื่อมล้ำระหว่างเครดิตของผู้กู้สองราย ความเหลื่อมล้ำของผู้กู้รายเดียวกันที่กู้เงินคนละสกุลกัน คือ กู้สกุลหนึ่งได้ถูกกว่าอีกสกุลหนึ่ง หรือกู้ประเภทดอกเบี้ยหนึ่งได้ในราคาที่ดีกว่าอีกประเภทหนึ่ง ดังนั้น เมื่อแต่ละฝ่ายเลือกกู้ในสิ่งที่ตนเองมีความได้เปรียบโดยเปรียบเทียบ แล้วนำมาแลกเปลี่ยนกัน โดยตกลงแบ่งผลประโยชน์ระหว่างกัน ทั้งสองฝ่ายก็จะได้รับประโยชน์ ในทางปฏิบัติจะมีธนาคารมาทำหน้าที่เป็นตัวกลางเพื่อจับคู่ให้ เพราะเป็นการยากที่ผู้กู้ทั้งสองฝ่ายจะสามารถหาคู่ที่มีความต้องการคล่องจองกับตนได้อย่างพอดีพอดี จึงต้องอาศัยบริการของธนาคาร โดยธนาคารก็จะบวกส่วนต่างไว้ในราคาแล้ว ในตัวอย่างข้างล่างนี้จะแสดงถึงหลักการของ Swap อย่างง่าย



สมมติถ้า ก. กู้เงินดอลลาร์สหรัฐจะเสียดอกเบี้ยที่อัตรา 6% แต่ถ้ากู้เป็นปอนด์สเตอร์ลิงจะเสียดอกเบี้ยที่อัตรา 7% ในขณะที่ถ้า ข. ซึ่งมีอันดับเครดิตต่ำกว่า ก. กู้เป็นดอลลาร์สหรัฐจะเสียดอกเบี้ยที่อัตรา 6.5% และถ้ากู้เป็นปอนด์สเตอร์ลิงจะเสียดอกเบี้ยที่ 8% ในที่นี้สมมติว่า ก. อยากได้เงินกู้สกุลดอลลาร์สหรัฐ ส่วน ข. อยากได้เงินกู้สกุลปอนด์สเตอร์ลิง ถ้าเราให้ ก. กู้ปอนด์สเตอร์ลิง ส่วน ข. กู้ดอลลาร์สหรัฐ แล้วนำมาแลกเปลี่ยนกันดังในรูปข้างล่าง

รูปที่ 17.1 Currency Swap



ก. กู้ปอนด์สเตอร์ลิงที่อัตรา 7% แล้วนำมาแลกเปลี่ยนเป็นดอลลาร์สหรัฐ แต่รับภาระจ่ายอัตราดอกเบี้ยเป็นดอลลาร์สหรัฐให้แก่ ข. ที่อัตรา 6.5% ส่วน ข. กู้เป็นเงินดอลลาร์สหรัฐที่อัตราดอกเบี้ย 6.5% แต่รับภาระจ่ายดอกเบี้ยเงินปอนด์สเตอร์ลิงให้แก่ ก. ที่อัตรา 7.75% เพราะฉะนั้น ก. จะได้กำไรจากดอกเบี้ยเงินปอนด์สเตอร์ลิง 0.75% เนื่องจากรับจาก ข. มา 7.75% แต่จ่ายให้เจ้าหนี้เพียง 7% แต่จะขาดทุนที่เงินดอลลาร์สหรัฐ เนื่องจากต้องจ่ายให้ ข. 6.5% เทียบกับถ้ากู้เองจ่ายเพียง 6% ดังนั้น สุทธิแล้ว ก. ได้รับประโยชน์ 0.25% สำหรับ ข. เองรับดอกเบี้ยดอลลาร์สหรัฐจาก ก. ที่ 6.5% นำไปจ่ายเจ้าหนี้ในอัตราเดียวกัน แต่จ่ายดอกเบี้ยปอนด์สเตอร์ลิงให้ ก. ที่ 7.75% ประหยัดไป 0.25% เมื่อเทียบกับถ้ากู้เองโดยตรงต้องเสีย 8% ดังนั้นการทำ Swap ครั้งนี้จึงเกิดประโยชน์ต่อทั้งสองฝ่าย

ปัจจุบัน Swap ได้รับความนิยมอย่างแพร่หลายกลายเป็นผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีการซื้อขายกันเป็นประจำ ธนาคารจะมีการกำหนดราคา Swap ประเภทต่างๆ สำหรับแต่ละช่วงอายุ เช่น อายุ 1 ปี 3 ปี 5 ปี เหล่านี้เป็นต้น นอกจากนี้ยังมีองค์กรกลางเกิดขึ้นเพื่อกำกับการทำ Swap ให้มีมาตรฐาน องค์กรที่วันนี้คือ International Swaps and Derivatives Association (ISDA) องค์กรนี้ได้จัดทำสัญญามาตรฐานที่เรียกว่า ISDA Master Agreement เพื่อใช้เป็นสัญญาหลักสำหรับการทำ Swap และ Derivatives อื่นๆ ซึ่งนับว่าเป็นประโยชน์มาก ช่วยขจัดปัญหาความยุ่งยากเกี่ยวกับเอกสารสัญญา ความคลุมเครือของถ้อยคำต่างๆ และจัดทำกฎเกณฑ์วิธีปฏิบัติต่างๆ ให้เป็นบรรทัดฐานเดียวกัน ช่วยให้การพัฒนาของตลาดเป็นไปอย่างราบรื่น

ตัวอย่างของการเสนอราคาของ Swap

Maturity	Interest Rate Swap		Currency Swap	
	USD/USD	Yen/Yen	Yen/USD	THB/USD
1 Yr	5.44-41	1.031-011	1.049-969	3.97-91
2 Yr	5.40-39	1.238-218	1.261-181	3.98-92
3 Yr	5.42-41	1.414-394	1.437-357	4.12-06
4 Yr	5.46-45	1.568-548	1.591-511	4.20-14
5 Yr	5.50-49	1.701-681	1.724-644	4.25-22
7 Yr	5.58-57	1.916-896	1.938-858	4.47-41
10 Yr	5.67-66	2.149-129	2.169-089	4.64-58

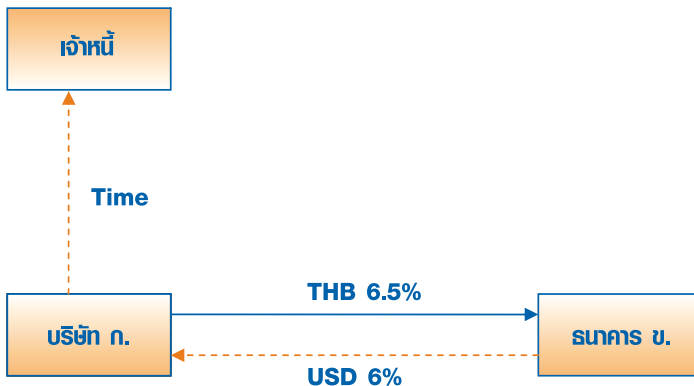
ดังที่กล่าวแล้วว่า Swap มีหลายประเภท ประเภทที่เป็นสินค้าที่สามารถซื้อขายกันได้ จะจัดเป็น Plain Vanilla Swap เช่น Currency Swap และ Interest Rate Swap ส่วนประเภทที่มีความซับซ้อนมากกว่า ธนาคารก็สามารถจัดการให้ได้เช่นเดียวกัน พวกนี้จะเรียกว่าเป็น tailor-made ในที่นี้จะขอพูดถึงเฉพาะ Swap บางประเภทเท่านั้น

Currency Swaps (การแลกเปลี่ยนสกุลเงิน)

เป็นข้อตกลงในการแลกเปลี่ยนภาระในการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยระหว่างสองฝ่ายจากสกุลหนึ่งไปเป็นอีกสกุลหนึ่ง เช่น กู้เงินมาเป็นสกุลดอลลาร์สหรัฐจากธนาคารแห่งหนึ่งภายหลังไปทำข้อตกลงแลกเปลี่ยนจากสกุลดอลลาร์สหรัฐไปเป็นเงินบาท ดังนั้น การชำระเงินต้นและดอกเบี้ยก็จะเปลี่ยนจากสกุลดอลลาร์สหรัฐเป็นเงินบาท เพราะฉะนั้น จึงไม่ต้องกังวลถึงการเปลี่ยนแปลงของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐอีกต่อไป Currency Swaps นี้สามารถทำพร้อมกับการกู้เงินเลยก็ได้ หรือทำภายหลังจากกู้เงินมาแล้วระยะหนึ่งก็ได้ และจะทำกับธนาคารที่ให้กู้เองหรือทำกับบุคคลอื่นก็ได้ เพราะการทำ Swaps เป็นข้อตกลงต่างหากไม่เกี่ยวข้องกับเงินกู้เดิม (Underlying Liability) เจ้าหนี้ไม่จำเป็นต้องรับรู้เราทำ Currency Swaps เพราะภาระผูกพันระหว่างเราและเจ้าหนี้ยังคงเหมือนเดิม เรามาดูตัวอย่างของ Currency Swaps กัน

บริษัท ก. กู้เงิน 10 ล้านดอลลาร์สหรัฐ อายุเงินกู้ 5 ปี อัตราดอกเบี้ย 6% ต่อปีจ่ายดอกเบี้ยปีละครั้ง ทายอดชำระเงินต้น 5 งวดๆ ละเท่าๆ กัน ก. ต้องการทำ Currency Swaps เป็นเงินบาท ธนาคาร ข. เสนออัตราดอกเบี้ยในการเปลี่ยนภาระหนี้เป็นเงินบาทเท่ากับ 6.5% ต่อปี ดังนั้นภาระในการชำระหนี้ของบริษัท ก. จะเปลี่ยนไป ดังนี้

รูปที่ 17.2



งวดที่	ภาวะเดิมก่อน Swap (ล้าน USD)			ภาวะใหม่หลัง Swap (ล้านบาท)		
	เงินต้น	ดอกเบี้ย	รวม	เงินต้น	ดอกเบี้ย	รวม
1	2	0.6	0.6	80	26	106
2	2	0.48	2.48	80	20.8	100.8
3	2	0.36	2.36	80	15.6	95.6
4	2	0.24	2.24	80	10.4	90.4
5	2	0.12	2.12	80	5.2	85.2

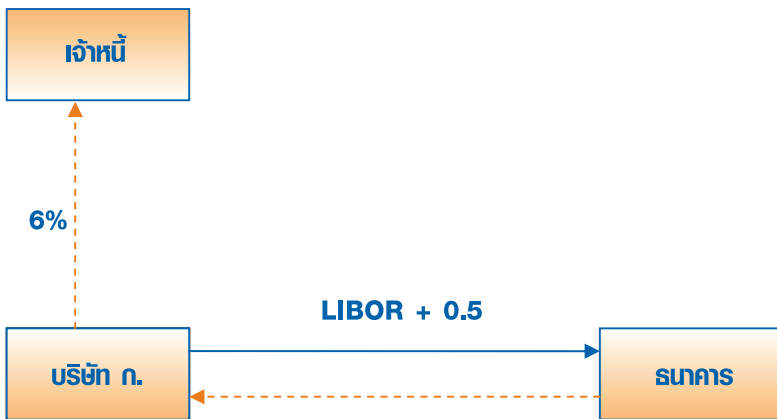
จากตัวอย่าง จะเห็นว่าภาระหนี้ที่บริษัท ก. ต้องรับภาระได้เปลี่ยนจากดอลลาร์สหรัฐเป็นเงินบาทไปแล้ว เสมือนกับได้กู้เงินเป็นเงินบาทนั่นเอง ดังนั้นจึงไม่ต้องกังวลกับความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนอีกต่อไป นอกจาก Currency Swaps จะเป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนแล้ว ยังสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการระดมเงินที่ช่วยประหยัดต้นทุนทางการเงินได้อีกด้วย ดังตัวอย่างธนาคารโลกและบริษัท IBM ที่ทำ Swap ระหว่างกันซึ่งทำให้ทั้งสองแห่งสามารถประหยัดดอกเบี้ยลงได้ ทั้งนี้ ในประเทศไทยเองก็มีการใช้เทคนิคของ Currency Swap เพื่อลดต้นทุนดอกเบี้ย เช่น องค์กรบางแห่งที่มีชื่อเสียงในประเทศไทย สามารถระดมเงินบาทได้ในต้นทุนที่ต่ำ ก็จะทำ Swap เป็นดอลลาร์สหรัฐก็จะได้เงินดอลลาร์สหรัฐที่อัตราดอกเบี้ยต่ำไปด้วย เช่น ได้ที่อัตราต่ำกว่า LIBOR (Sub-LIBOR) เท่ากับว่าสามารถประหยัดดอกเบี้ยได้เมื่อเทียบกับการกู้เงินดอลลาร์สหรัฐโดยวิธีปกติ

Interest Rate Swaps (การแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ย)

Interest Rate Swap เป็นข้อตกลงระหว่างคู่สัญญาสองฝ่ายที่ตกลงจะแลกเปลี่ยนภาระในการจ่ายดอกเบี้ยของกันและกันบนเงินต้นจำนวนเดียวกันและสกุลเงินเดียวกัน โดยฝ่ายหนึ่งจ่ายเป็นอัตราดอกเบี้ยคงที่ ส่วนอีกฝ่ายหนึ่งจ่ายเป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว การทำ Interest Rate Swap มักไม่มีการแลกเปลี่ยนเงินต้น และการจ่ายเงินระหว่างกันจะเป็นการจ่ายแบบสุทธิ คือนำมาหักกลบลบกันไปเลย ถ้าฝ่ายไหนต้องจ่ายจำนวนที่สูงกว่า ก็จ่ายเฉพาะส่วนต่างเท่านั้น ยกตัวอย่างเช่น บริษัท ก. กู้เงินจำนวน 10 ล้านดอลลาร์สหรัฐ อายุ 5 ปี อัตราดอกเบี้ยคงที่ 6%

จ่ายดอกเบี้ยทุก 6 เดือน ชำระเงินต้นครั้งเดียวเมื่อครบอายุเงินกู้ บริษัท ก. ต้องการทำการแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยเป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว จึงติดต่อธนาคาร ข. และตกลงทำสัญญาการแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยกัน โดยธนาคาร ข. เสนออัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่ LIBOR + 0.5% ต่อปี ดังนั้น หลังจากทำการแลกเปลี่ยนแล้วภาระดอกเบี้ยของบริษัท ก. จะเปลี่ยนจากอัตราดอกเบี้ยคงที่ที่ 6% เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่ LIBOR + 0.5% ถ้าในงวดดอกเบี้ยใดมูลค่าของอัตราดอกเบี้ยลอยตัว LIBOR + 0.5% สูงกว่า 6% บริษัท ก. มีหน้าที่ต้องจ่ายส่วนต่างนั้นให้ธนาคาร ข. แต่ถ่วงวดได้อัตราดอกเบี้ย LIBOR + 0.5% ต่ำกว่า 6% บริษัท ก. จะได้รับส่วนต่างนั้นจากธนาคาร ข.

รูปที่ 17.3 Interest Rate Swap



ในการเสนอราคา Interest Rate Swap นั้น ธนาคารต่างๆ นิยมเสนอเป็นส่วนเพิ่มหรือลดจากอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐเพื่อแลกเปลี่ยนกับ LIBOR ดังตัวอย่างข้างล่าง

อายุ (ปี)	อัตราดอกเบี้ยคงที่	อัตราดอกเบี้ยลอยตัว
3	T+45	LIBOR
5	T+50	LIBOR
7	T+55	LIBOR

ประโยชน์ของการแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ย

1. ใช้ในการบริหารความเสี่ยงอัตราดอกเบี้ย เช่น เดิมมีภาระหนี้ที่เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัวอยู่ แต่คาดว่าอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มลดลงในอนาคต อยากจะได้รับประโยชน์จากการลดลงของดอกเบี้ยด้วย ก็สามารถใช้เครื่องมือนี้ได้ ในทางตรงกันข้ามถ้ามีภาระหนี้เดิมเป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว แต่คาดว่าอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มสูงขึ้นในอนาคต ก็สามารถใช้เครื่องมือนี้เปลี่ยนจากอัตราดอกเบี้ยลอยตัวเป็นอัตราดอกเบี้ยคงที่ได้เช่นกัน

2. ใช้ในการระดมเงินเพื่อช่วยประหยัดต้นทุน เช่น ผู้กู้บางรายมีเครดิตดี สามารถออกพันธบัตรได้ในอัตรารต่ำ โดยเฉพาะในตลาดยุโรป หรือตลาดสหรัฐที่มีความนิยมตราสารที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่มากกว่าอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ก็สามารถออกพันธบัตรอัตราดอกเบี้ยคงที่แล้วนำมาทำการแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยเป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ซึ่งจะประหยัดกว่าการออกพันธบัตรที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวโดยตรง

นอกจากนี้ยังมีการแลกเปลี่ยนดอกเบี้ยอีกประเภทหนึ่งเรียกว่า Basis Swap หมายถึง การแลกเปลี่ยนระหว่างอัตราดอกเบี้ยประเภทเดียวกัน คือ อัตราดอกเบี้ยลอยตัว แต่เปลี่ยนตัวอ้างอิง (Benchmark) เดิมที่เป็นอัตราดอกเบี้ยที่อิงกับ LIBOR เปลี่ยนไปเป็นอัตราดอกเบี้ยที่อิงกับ Prime Rate เป็นต้น

Cross Currency Interest Rate Swaps (CCIRS)

เป็นการผสมผสานกันระหว่างการแลกเปลี่ยนสกุลเงินและการแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ย คือ เป็นการทำ Swap ระหว่างหนี้สองรายที่แตกต่างกันทั้งสกุลเงินและประเภทของอัตราดอกเบี้ย เช่น การแลกเปลี่ยนหนี้เงินกู้สกุลดอลลาร์สหรัฐที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวไปเป็นเงินบาทที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่

ตัวอย่าง บริษัท ก. กู้เงินดอลลาร์สหรัฐ 10 ล้าน อายุ 5 ปี อัตราดอกเบี้ยคงที่ 6% ต่อปี ต้องการ Swap ไปเป็นเงินเยนอัตราดอกเบี้ยลอยตัว สมมติอัตราแลกเปลี่ยน ณ ขณะนั้นเท่ากับ 120 เยนต่อ 1 ดอลลาร์สหรัฐ ธนาคาร ข. เสนอ CCIRS ที่ Yen LIBOR 6 month+0.15% ดังนั้นภาระหนี้ใหม่หลังทำ Swap จะเสมือนกับบริษัท ก. มีต้นเงินกู้ 1200 ล้านเยน และต้องจ่ายอัตราดอกเบี้ยที่ Yen LIBOR +0.15% ต่อปี จ่ายดอกเบี้ยปีละ 2 ครั้ง

Swap Buyout IIa: Reverse Swap

เมื่อทำ Swap ไปแล้วระยะหนึ่ง แต่ยังไม่สิ้นสุดอายุของสัญญา Swap แล้วต้องการจะเลิก Swap สามารถทำได้โดยการยกเลิก (unwind) โดยจะต้องมีการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของรายการ Swap นั้น เปรียบเทียบกับราคาตลาด (mark to market) และคู่สัญญาต้องมีการชดเชยราคากันก่อน จึงถือว่าสัญญา Swap นั้นมีผลสิ้นสุด ยกตัวอย่างง่ายๆ เช่น บริษัท ก. ทำข้อตกลงแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยไว้กับธนาคาร ข. จากอัตราดอกเบี้ยคงที่ 6% เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว LIBOR + 0.5% มีอายุของ Swap 5 ปี หลังจากทำไปแล้ว 2 ปีต้องการยกเลิก ธนาคาร ข. จะทำการคำนวณมูลค่าของรายการที่คงเหลืออยู่ โดยเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ย Swap Rate ในตลาด ณ ขณะนั้น เช่น ถ้าอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น บริษัท ก. อาจจะต้องเป็นผู้จ่ายชดเชยให้ธนาคาร ข. แต่ในทางกลับกันถ้าอัตราดอกเบี้ยลดลงธนาคาร ข. อาจจะต้องจ่ายชดเชยให้บริษัท ก. ทั้งนี้ทั้งนั้น จะต้องมีการคำนวณมูลค่ากันอย่างละเอียดโดยพิจารณาจากกระแสเงินสดที่จะมีการแลกเปลี่ยนกันในอนาคตเพื่อคำนวณหามูลค่าปัจจุบัน ยิ่งถ้า Swap มีความซับซ้อนมากก็อาจจะเสียเปรียบมากในการยกเลิก

การยกเลิก Swap สามารถทำได้กับ Swap ประเภทต่างๆ ที่คำนวณหามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดได้ ทั้ง Currency Swap, Interest Rate Swap และ Cross Currency Interest Rate Swap เมื่อทำการยกเลิกข้อตกลงแลกเปลี่ยนหนี้ (Swap Buyout หรือ Close-Out Swap) แล้วจะถือว่าสัญญาแลกเปลี่ยนมีผลสิ้นสุด

อีกวิธีการหนึ่งที่อาจนำมาใช้และให้ผลเหมือนกันคือการทำ Reverse Swap เป็นการทำ Swap อีกอันหนึ่งในด้านที่ตรงกันข้ามกับอันเดิมที่เคยทำไปแล้ว วิธีนี้สามารถทำกับคู่สัญญารายใหม่ หรือจะทำกับคู่สัญญาเดิมก็ได้ ยกตัวอย่างเช่น เราเคยทำข้อตกลงแลกเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยไว้จากอัตราดอกเบี้ยคงที่เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว แต่ต่อมาเห็นว่าอัตราดอกเบี้ยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จึงไปทำ Reverse Swap จากอัตราดอกเบี้ยลอยตัวเป็นอัตราดอกเบี้ยคงที่ ผลก็คือใน Swap คู่แรกเราจะต้องจ่ายอัตราดอกเบี้ยลอยตัวและรับอัตราดอกเบี้ยคงที่ เราก็นำอัตราดอกเบี้ยลอยตัวที่ได้รับจากคู่ที่สองไปจ่ายให้คู่แรก และนำอัตราดอกเบี้ยคงที่จากคู่แรกไปจ่ายให้คู่ที่สอง Swap ทั้งสองอันก็จะหักลบกันไป อย่างไรก็ตาม ในการทำ Swap ครั้งที่สองภาวะตลาดย่อมแตกต่างจากครั้งแรก เพราะฉะนั้นราคาของ Swap ย่อมแตกต่างกันหรือกระแส

เงินสดของ Swap ทั้งสองครั้งอาจจะไม่เหมือนกัน วิธีนี้จะผิดกับการยกเลิก Swap ตรงที่ไม่จำเป็นต้องทำกับคู่สัญญาเดิมและหลีกเลี่ยงการจ่ายเงินชดเชยที่เดียวทั้งก่อนจากผลขาดทุนในการทำ mark to market ในกรณีของการยกเลิก โดยผลขาดทุนนั้นจะเปลี่ยนมาอยู่ในรูปของการจ่ายรายปีแทน เราจึงสามารถเลือกวิธีการที่เหมาะสมกับเราได้ในแต่ละสถานการณ์

Option

Option เป็นเครื่องมือบริหารความเสี่ยงอีกประเภทหนึ่งที่เป็นพื้นฐานของเครื่องมือต่างๆ อีกมากมาย ลักษณะเฉพาะของ Option คือ เป็นสิทธิ (right) ของผู้ซื้อ จึงไม่ใช่ข้อผูกมัด (obligation) ที่ผู้ซื้อต้องปฏิบัติ ผู้ซื้อ Option จึงสามารถเลือกที่จะใช้หรือไม่ใช้ก็ได้ Option จึงมีความแตกต่างจาก Swap และสัญญาซื้อขายล่วงหน้า ซึ่งเครื่องมือเหล่านี้เป็นข้อผูกมัดที่ผู้ซื้อและผู้ขายจะต้องปฏิบัติตามสัญญา ส่วน Option ไม่ผูกมัดผู้ซื้อ แต่ผูกมัดผู้ขาย คือ ถ้าผู้ซื้อเลือกที่จะใช้สิทธิ ผู้ขาย Option จะต้องปฏิบัติตามสัญญา แต่ถ้าผู้ซื้อไม่ใช้สิทธิ ก็จะไม่มีการซื้อขายเกิดขึ้น สัญญา Option ก็จะหมดอายุไปเมื่อถึงวันครบกำหนด การที่ Option เป็นสิทธิที่สามารถเลือกได้ จึงทำให้เป็นเครื่องมือที่ได้รับความนิยม เพราะผู้ซื้อสามารถใช้ป้องกันความเสี่ยงได้ ในกรณีที่ตลาดเคลื่อนไหวไปในทิศทางตรงกันข้ามกับสถานะของเรา แต่ถ้าตลาดเคลื่อนไหวไปในทางที่ทำให้เราได้รับประโยชน์ เราก็ไม่ต้องใช้สิทธิของ Option แต่ไปซื้อขายในตลาดแทน

Option มีหลายประเภท เช่น Option บนอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Option) บนอัตราแลกเปลี่ยน (FX Option) บนอัตราอ้างอิง (Index Option) บนหุ้น (Stock Option) และบนสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures Option) Option เริ่มมีการพัฒนาประมาณต้นทศวรรษ 1980 (พ.ศ. 2523) เรื่อยมา ตั้งแต่ยังเป็นการซื้อขายกันเฉพาะราย จนปัจจุบันมีตลาดซื้อขายสัญญา Option หลายแห่งทั่วโลก เช่น ตลาด Chicago Board Options Exchange (CBOE), Philadelphia Currency Options Exchange เป็นต้น แต่ถึงแม้จะมีการซื้อขายกันในตลาด Option ธนาคารชั้นนำต่างๆ ก็สามารถทำ Option ให้ลูกค้าบางรายที่มีความต้องการสินค้าที่มีลักษณะเฉพาะตัว (tailor-made) ได้เช่นกัน

ในที่นี่จะขอพูดถึงเฉพาะ Option ที่เกี่ยวข้องกับการระดมเงินต่างประเทศ เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยงจากการระดมเงิน หรือใช้เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการกักเงิน เช่น การลดต้นทุน เป็นต้น ก่อนอื่นเรามาทำความเข้าใจในเรื่องศัพท์แสงของ Option กันก่อน เพื่อป้องกันความสับสน

Call Option หมายถึง สิทธิในการซื้อ คือ ผู้ซื้อ (Buyer) สามารถเรียกให้ผู้ขาย (Writer) ส่งมอบสินค้าให้ตนได้ตามราคาที่ตกลงกัน

Put Option หมายถึง สิทธิในการขาย คือ ผู้ซื้อ Option สามารถเรียกให้ผู้ขาย ซื้อสินค้าจากตนตามราคาที่ตกลงกัน

Long Position หมายถึง การซื้อ ซึ่งสามารถซื้อได้ทั้ง Call และ Put ถ้า Long Call คือ เรามี Option ที่จะซื้อ ถ้า Long Put คือ เรามี Option ที่จะขาย

Short Position หมายถึง การขาย ซึ่งสามารถขายได้ทั้ง Call และ Put ถ้า Short Call คือ เราขาย Call Option ถ้า Short Put แปลว่าเราขาย Put Option

Strike Price หรือ Exercise Price คือ ราคาที่กำหนดกันไว้ในการใช้สิทธิ ถ้าราคา Strike Price เท่ากับราคตลาด จะมีศัพท์ใช้เรียกว่า at-the-money ถ้า Strike Price ต่ำกว่าราคตลาด เรียกว่า out-of-the-money หมายความว่าถ้ามีการใช้สิทธิ ณ ขณะนั้น Option จะไม่มีมูลค่าอะไร แต่ถ้า Strike Price สูงกว่าราคตลาด เรียกว่า in-the-money หมายความว่าถ้าใช้สิทธิ ณ ขณะนั้น Option จะมีกำไร

Expiry Date หรือ Maturity Date คือ วันสิ้นสุดอายุของ Option

American Option หมายถึง Option ที่สามารถใช้สิทธิเมื่อใดก็ได้ภายในระยะเวลาไม่เกินวันสิ้นสุดอายุของ Option

European Option หมายถึง Option ที่ผู้ซื้อใช้สิทธิได้เฉพาะวันสิ้นสุดอายุของ Option เพียงวันเดียวเท่านั้น

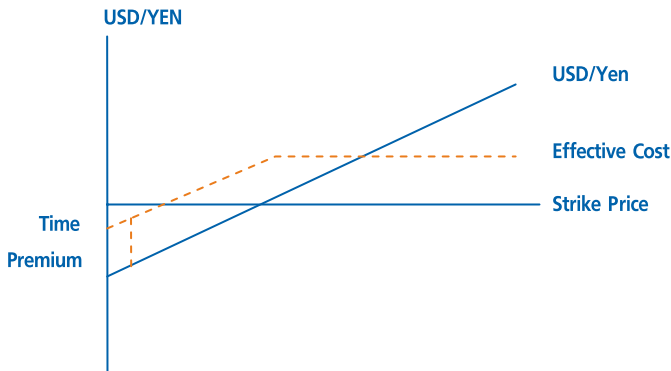
Premium คือ ราคาของ Option ที่ผู้ซื้อจ่ายให้ผู้ขายเป็นค่าสิทธิที่ได้รับ ราคาของ Option จะขึ้นกับปัจจัยต่างๆ ได้แก่ Strike Price อายุของ Option ราคตลาดของสินค้าที่ Option นั้นผูกอยู่ และความผันผวนของราคาในอดีต Model ที่นิยมใช้ในการคำนวณราคาของ Option คือ Black-Scholes Option Model หากผู้ใดสนใจศึกษาในรายละเอียด สามารถหาอ่านได้จากตำราการเงินต่างๆ มากมาย เพราะเป็น Model ที่มีชื่อเสียงมาก ในที่นี้จะขอพูดถึงเฉพาะหลักการกว้างๆ ของ Option เท่านั้น

Option บนอัตราแลกเปลี่ยน (FX Options)

ในกรณีที่เราต้องการป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินกู้ต่างประเทศ เราสามารถ Long Call หรือซื้อ Call Option ได้ ยกตัวอย่างง่ายๆ เช่น เราซื้อ Option ของเงินเยนไว้ที่ 120 เยนต่อหนึ่งดอลลาร์สหรัฐ อายุของ Option เท่ากับ 3 เดือน เราจะใช้ Option นี้ก็ต่อเมื่อเยนมีค่าแข็งขึ้นกว่า 120 เยน เช่นเป็น 115 เยนต่อหนึ่งดอลลาร์สหรัฐ เพราะเราสามารถนำเงินหนึ่งดอลลาร์สหรัฐ ไปซื้อเงินเยนมาได้ 120 เยนจากผู้ขาย Option เปรียบเทียบกับถ้าซื้อจากตลาดจะได้เพียง 115 เยนเท่านั้น แต่ถ้าใน 3 เดือนเงินเยนแทนที่จะแข็งค่าขึ้น กลับอ่อนค่าลงเป็น 125 เยนต่อหนึ่งดอลลาร์สหรัฐ เราก็ไม่ใช้สิทธิ Option นั้น และไปซื้อจากตลาดแทน ยิ่งถ้าเยนอ่อนค่าไปมากกว่านี้ เราก็จะยิ่งมีผลดีมากขึ้น สิ่งที่เราเสียไปคือ Option Premium เท่านั้น จากรูปข้างล่างเราสามารถหาจุดคุ้มทุนของ Option ได้ดังนี้

สมมติว่าเราซื้อ Option ของเงินเยนจำนวน 1 ล้านเยนที่ 120 เยนต่อหนึ่งดอลลาร์สหรัฐ มีค่า Premium เท่ากับร้อยละ 1 ของวงเงิน

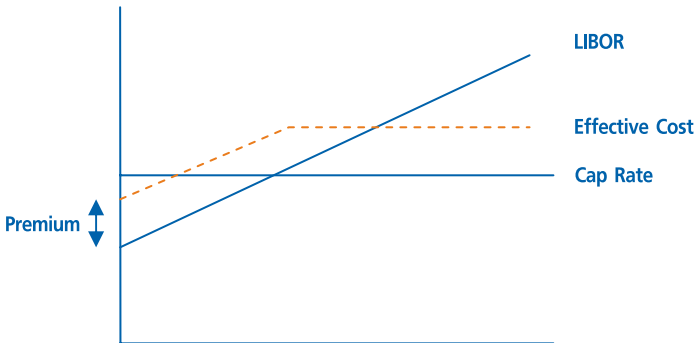
รูปที่ 17.4



Option บนอัตราดอกเบี้ย (Interest Rate Options)

เราใช้หลักการเดียวกันสำหรับการซื้อ Put Option บนอัตราดอกเบี้ยในกรณีที่เราต้องการป้องกันความเสี่ยงของเงินกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว เท่ากับเป็นการจำกัดเพดานดอกเบี้ยเอาไว้ จึงมีชื่อเรียกอีกอย่างหนึ่งว่า Interest Rate Cap เราสามารถซื้อ Option แยกต่างหากจากการกู้เงิน หรือเป็นเงินกู้ที่มี Cap ติดมาพร้อมกันเลยก็ได้ ถ้าเป็นเงินกู้ที่มี Cap มาด้วย เจ้าหนี้ก็จะคำนวณ Option Premium รวมเข้าไปในอัตราดอกเบี้ย จุดคุ้มทุนของ Option บนดอกเบี้ยสามารถแสดงได้ในรูปข้างล่าง

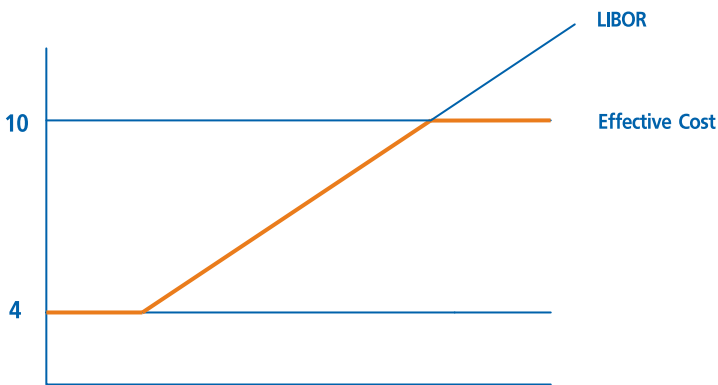
รูปที่ 17.5 Interest Rate Cap



ถ้าเราต้องการประหยัดค่า Premium เราอาจทำได้โดยการขาย Call Option บนดอกเบี้ยไปด้วยพร้อมกันที่ Strike Price ที่ต่ำลง เป็นการกำหนดอัตราดอกเบี้ยขั้นต่ำ หรือที่เรียกว่า Interest Rate Floor การขาย Option นี้จะทำให้เราไม่ได้รับประโยชน์เต็มที่ถ้าอัตราดอกเบี้ยลดลงจนต่ำกว่า Floor ที่กำหนด เช่น กำหนด Cap ไว้ที่ 10% และ Floor ไว้ที่ 3% หมายความว่าในช่วงอายุของ Option ถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดขึ้นไปสูงกว่า 10% ต้นทุนของเราจะอยู่ที่ 10% แต่ถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่ำกว่า 3% ต้นทุนเราจะอยู่ที่ 3% การกำหนด Floor ทำให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของเราเคลื่อนไหวอยู่ในกรอบระหว่าง Cap กับ Floor เท่านั้น การขาย Floor เช่นนี้เราจะได้ค่า Premium ซึ่งสามารถนำมาหักชดเชยกับค่า Premium ของ Cap ได้ ก็จะช่วยประหยัดค่า Premium ลงไปได้ วิธีที่มีทั้ง Cap และ Floor เช่นนี้ เรียกอีกชื่อหนึ่งว่า Interest

Rate Collar หรือถ้าเป็นกรณีของอัตราแลกเปลี่ยนเรียกว่า Range Forward ถ้าเราไม่ต้องการเสียค่า Option Premium เลย หรือที่เรียกว่า Zero Cost Collar ก็สามารถทำได้โดยคำนวณให้ค่า Premium ของ Cap และ Floor เท่ากันพอดี ก็จะหักกลบลบกันได้หมด ส่วนใหญ่ธนาคารที่เป็นผู้ให้กู้หรือผู้ขายบริการให้เราจะให้เรากำหนด Cap หรือ Floor ขาใดขาหนึ่ง แล้วธนาคารจะกำหนดอีกขาหนึ่งให้ ตัวอย่างของ Zero Cost Collar สามารถแสดงได้ตามรูปข้างล่าง

รูปที่ 17.6 Zero Cost Collar



ตามรูป อัตราดอกเบี้ยของเงินกู้จะจำกัดอยู่ในกรอบระหว่างอัตรา 4 – 10% ตลอดช่วงอายุเงินกู้ ดังนั้นถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดเกิดลดลงต่ำกว่า 4% ต้นทุนเราก็ยังเท่ากับ 4% เท่ากับสูญเสียประโยชน์จากการที่ดอกเบี้ยในตลาดลดลง แต่ถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดสูงกว่า 10% เราก็จ่ายเพียง 10% เท่านั้น การกู้เงินแบบนี้ถ้าเปรียบเทียบกับอัตราดอกเบี้ยคงที่ ก็ยังมีความยืดหยุ่นกว่า หากพิจารณาตามตัวอย่างอาจจะดูว่าดี ที่สามารถป้องกันความเสี่ยงได้โดยยอมเสียผลประโยชน์ไปบ้างตอนดอกเบี้ยขาลง แต่ในทางปฏิบัติกรอบอาจจะแคบมาก เพราะถ้าเรากำหนด Cap ที่ค่อนข้างต่ำ ราคาของ Cap ก็สูง ดังนั้น ธนาคารก็จะกำหนด Floor ไว้สูงจนเกือบจะเหมือนอัตราดอกเบี้ยคงที่ไปทุกที เท่ากับว่าไม่ค่อยเกิดประโยชน์เท่าไร เราจึงต้องพิจารณาระดับของกรอบดอกเบี้ยให้เหมาะสมด้วย ไม่เช่นนั้นก็เป็นอัตราดอกเบี้ยคงที่ไปเลย อาจจะถูกกว่าและไม่ยุ่งยากเท่า เครื่องมืออีกประเภทหนึ่งที่มีความใกล้เคียงกับ Zero Cost

Collar เรียกว่า Participating Cap อันนี้จะดีกว่า Collar ตรงที่เรายังสามารถได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าตัวล่าง (Lower Band) ได้บางส่วน เช่น กำหนด Cap ที่ 10% และตัวล่างที่ 4% ธนาคารผู้ขายจะคำนวณว่าเราจะได้ประโยชน์ถ้าอัตราดอกเบี้ยลดลงต่ำกว่า 4% เพียงแค่ 40% ของวงเงิน ส่วนที่เหลือต้องจ่ายอัตราดอกเบี้ยอยู่ที่ 4% คือ เท่ากับเรายอมสละประโยชน์บางส่วนเพื่อนำมาชดเชยกับ Cap ที่ได้ วิธีนี้ก็ไม่มี Premium เช่นเดียวกับ Zero Cost Collar

เครื่องมือทางการเงินทั้ง Swaps และ Options นี้ เป็นเทคนิคที่มีประสิทธิภาพมากสามารถช่วยบริหารจัดการความเสี่ยงจากความผันผวนของตลาด ทั้งในช่วงของการระดมเงินและภายหลังการระดมเงินได้เป็นอย่างดี และในบางกรณียังช่วยลดต้นทุนในการระดมเงินได้อีกด้วย นอกจากสองประเภทนี้แล้วยังมีเครื่องมืออีกมากมายที่ไม่ได้นำมากล่าวถึงไว้ ซึ่งผู้ที่สนใจสามารถค้นคว้าหาความรู้ได้เพิ่มเติม และนำมาประยุกต์ใช้ ข้อสำคัญคือ จะต้องทำความเข้าใจกับเครื่องมือต่างๆ เหล่านี้ให้ดีเสียก่อนโดยเฉพาะในเรื่องขอบเขตของความเสี่ยง เครื่องมือบางประเภทมีความเสี่ยงหลายมิติ เราต้องการบริหารความเสี่ยงด้านหนึ่ง แต่กลับกลายเป็นเปิดความเสี่ยงในมิติอื่น ดังนั้น จึงต้องศึกษาให้เข้าใจถ่องแท้และเลือกนำมาใช้ให้เหมาะสมกับความต้องการ





อุปสรรค

ที่ได้กล่าวมาแล้วทั้งหมดนี้ เป็นการเล่าสู่กันฟังในเรื่องเกี่ยวกับการระดมทุนจากต่างประเทศที่ได้มีวิวัฒนาการมาเรื่อยๆ จากอดีตถึงปัจจุบัน ตั้งแต่ในสมัยที่ประเทศไทยยังพึ่งพิงเงินกู้จากแหล่งเงินเพื่อการพัฒนาเป็นส่วนใหญ่ จนได้ก้าวมาสู่ขั้นของการออกตราสารจำหน่ายในตลาดทุนหลักๆ ของโลก รูปแบบของการระดมทุนมีแตกต่างกันออกไป และนับวันก็จะมีนวัตกรรมทางการเงินใหม่ๆ เกิดขึ้นเรื่อยๆ นวัตกรรมบางอย่างก็มีอายุเพียงสั้นๆ เมื่อออกมาแล้วไม่ได้รับความนิยม ก็จะค่อยๆ หายไป แต่หลายอย่างที่มีการคิดค้นขึ้นมาใหม่ได้ก่อให้เกิดผลกระทบในวงกว้าง เป็นเครื่องมือทางการเงินประเภทใหม่ ที่ได้รับการยอมรับอย่างแพร่หลายและเกิดการเปลี่ยนแปลงต่อตลาดการเงินอย่างมีนัยสำคัญทีเดียว อย่างเช่น Swaps และ Options เป็นต้น ดังนั้น ผู้ที่สนใจที่จะระดมเงินจากต่างประเทศจึงควรศึกษาหาความรู้

เกี่ยวกับเครื่องมือทางการเงินต่างๆ ที่มีอยู่ และเลือกนำมาใช้ให้เหมาะสมกับความต้องการของตนและสภาพแวดล้อมในขณะนั้นๆ นอกจากนี้ ยังควรมีการติดตามสถานการณ์ภายหลังจากการระดมเงินไปแล้วอีกด้วย เพื่อที่จะสามารถปรับตัวได้อย่างทันท่วงทีเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในปัจจัยแวดล้อมต่างๆ เช่น ความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน หรือเหตุการณ์สำคัญๆ ที่ส่งผลกระทบต่อตลาดการเงินทั่วโลก เพื่อบริหารจัดการความเสี่ยง หรือหาประโยชน์จากโอกาสที่เกิดขึ้นเมื่อสถานการณ์เอื้ออำนวย

ในปัจจุบัน การกั๊กเงินจากตลาดต่างประเทศมีสัดส่วนลดน้อยลงกว่าเดิม จากข้อมูลของธนาคารแห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2538-2540 ก่อนเกิดวิกฤต สัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อ GNP สูงถึงประมาณเกือบ 70% หลังจากนั้นได้ทยอยลดลงมาตามลำดับ ในปี 2548-2549 อยู่ที่ระดับประมาณ 30% กว่าเท่านั้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งภาคเอกชน ได้ลดการพึ่งพาเงินทุนจากต่างประเทศลงมากที่สุด จากที่มียอดคงค้างอยู่ในระดับเกือบแสนล้านบาท เหลือเพียงประมาณสามหมื่นกว่าล้านบาทในระยะเวลาเดียวกัน สาเหตุที่สำคัญอันหนึ่งคือ ต้นทุนที่ไม่มุ่งใจเหมือนแต่ก่อน ในอดีตสภาพคล่องในประเทศมีจำกัด ระดับอัตราดอกเบี้ยในประเทศจึงสูง ในขณะเดียวกันทางการมีนโยบายตรึงอัตราดอกเบี้ยให้สูง เพื่อป้องกันเงินทุนไหลออก และแก้ไขปัญหาเงินเฟ้อ ทำให้ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยระหว่างในประเทศและต่างประเทศค่อนข้างกว้าง จึงทำให้เงินทุนจากต่างประเทศเป็นที่ดึงดูดใจ แม้จะมีความเสี่ยงอัตราแลกเปลี่ยนเข้ามาเกี่ยวข้อง แต่ผู้กู้หลายรายก็ยินดีรับความเสี่ยง บางรายพยายามหาเครื่องมือต่างๆ มาบริหารส่วนบางรายก็เปิดความเสี่ยงไว้เต็มที่เพราะคิดว่าผลประโยชน์คุ้มค้ำกับความเสียหายเมื่อเกิดวิกฤตและมีการประกาศลดค่าเงินบาท จึงมีหลายรายที่ประสบการขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน จนถึงขั้นที่ต้องปิดกิจการ และกลายเป็นหนี้เสียของธนาคารไป วิกฤตการณ์การเงินในครั้งนั้นจึงเป็นบทเรียนที่เจ็บปวดของหลายๆ คน

หลังจากเหตุการณ์ในครั้งนั้นประเทศไทยมีการปรับตัวในหลายๆ ด้าน ตลาดทุนในประเทศมีการพัฒนามากขึ้น ทำให้เอกชนหันมากู้ยืมเงินในประเทศกันมากขึ้น

รวมทั้ง ระดับอัตราดอกเบี้ยในประเทศและต่างประเทศก็ใกล้เคียงกันมากจึงทำให้การระดมเงินจากตลาดต่างประเทศชะลอตัวลงไป อย่างไรก็ตามตลาดทุนต่างประเทศยังคงเป็นตลาดที่มีความสำคัญที่เราจะละเลยไม่ได้ ด้วยขนาดของทุนที่มีจำนวนมหาศาลและความหลากหลายของนักลงทุนที่มีความต้องการที่แตกต่างกัน ทำให้สามารถรองรับความต้องการเงินทุนประเภทต่างๆ ได้มากมาย ซึ่งตลาดภายในประเทศยังไม่สามารถรองรับได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเงินทุนที่มีอายุยาวมากๆ หรือที่มีคุณสมบัติคล้ายหุ้นหรือกึ่งหุ้น เป็นต้น

ในปัจจุบันโลกของเรามีการเชื่อมโยงกันอย่างใกล้ชิด ตลาดทุนต่างๆ เริ่มเปิดกว้างให้แก่ผู้ระดมทุนและนักลงทุนต่างๆ ทั่วโลก และการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศเป็นไปอย่างเสรีมากขึ้น ผลกระทบจากตลาดทุนจึงเกิดต่อเนื่องเป็นลูกโซ่ จากตลาดหนึ่งไปสู่อีกตลาดหนึ่งและไปสู่อีกภูมิภาคอื่นๆ ด้วย ตัวอย่างที่เราคุ้นเคยกันดีคือ วิกฤตการเงินเมื่อปี 2540 ที่เกิดขึ้นในประเทศไทยก่อนและขยายไปยังหลายๆ ประเทศในเอเชีย และยังมีผลกระทบต่อประเทศกำลังพัฒนาในภูมิภาคอื่นๆ ด้วย นอกจากนี้ วิกฤตการณ์ก่อการร้ายที่เกิดขึ้นในหลายๆ ประเทศยังส่งผลกระทบต่อธุรกรรมในตลาดการเงินระหว่างประเทศด้วย เช่น ทำให้เกิดมาตรการต่างๆ เกี่ยวกับการป้องกันการฟอกเงินข้ามประเทศ (Anti-Money Laundering) หรือกฎหมายบางฉบับของสหรัฐ อาทิ US Patriot Act ทำให้การทำธุรกรรมและการเปิดเผยข้อมูลมีความเข้มงวดมากขึ้น ส่งผลต่อผู้กู้และผู้ให้กู้ที่ต้องมีการปรับเปลี่ยนวิธีการดำเนินงานและเพิ่มต้นทุนในการทำธุรกรรมการเงินระหว่างประเทศ

ในยุคของโลกาภิวัตน์เช่นที่เป็นอยู่นี้ เราจึงควรต้องเตรียมตัวให้พร้อมและรู้ให้เท่าทันเพื่อรับมือกับสถานการณ์ของโลกที่มีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา

บรรณานุกรม

Asia Risk Manager. **A guide to Medium Term Notes**, Hang Sing Printing & Design Co., Hong Kong. 1996.

Choudhry, Moorad. **Fixed Income Markets; Instruments, Applications, Mathematics**, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2004.

Choudhry, Moorad. **Corporate Bond Markets : Instruments and Applications**, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd. 2006.

Taylor, Allison and Sanone, Alicia. **The Handbook of Loan Syndications and Trading**, McGraw-Hill Companies, Inc. 2007.

สุโขทัยธรรมาราช, มหาวิทยาลัย. เอกสารการสอนชุดวิชา **ธุรกิจการเงินระหว่างประเทศ** หน่วยที่ 8-15 นนทบุรี โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาราช, 2535.

บริหารหนี้สาธารณะ, สำนักงาน. **รัฐการณ์ เลิศโกถานนท์. ธานี อัฐรัตน์ (เรียบเรียง). 100 ปี พันธบัตรไทย** กรุงเทพมหานคร, 2548.

บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย. **รายงานประจำปี 2544** กรุงเทพมหานคร, 2545.

บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย. **ไอเอฟซีทีรีวิว ปีที่ 23 ฉบับที่ 4** พฤศจิกายน-ธันวาคม 2546, กรุงเทพมหานคร, 2546.

ประวัติผู้เขียน



นัษฐา รัตนชัยชาญ

การศึกษา

- จบการศึกษาระดับปริญญาตรี สาขาเศรษฐศาสตร์ จาก จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปี พ.ศ. 2520
- จบการศึกษาระดับปริญญาโท สาขาเศรษฐศาสตร์ จาก The Pennsylvania State University ในปี พ.ศ. 2523

ประสบการณ์การทำงาน

- เคยทำงานที่บริษัทเงินทุนอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2524 มีประสบการณ์ด้านระดมเงินทั้งจากในประเทศและต่างประเทศ อาทิ การออกหุ้นกู้ การออก ECP GMTN และ Yankee Bond รวมทั้งการบริหารหนี้ เช่น การทำ Defeasance, Swaps และ Bond Buy Back
- เคยดำรงตำแหน่งผู้อำนวยการฝ่ายการเงินของบริษัทในระหว่างปี พ.ศ. 2538 ถึง พ.ศ. 2542
- เคยดำรงตำแหน่งผู้อำนวยการอาวุโสฝ่ายบริหารเงินของบริษัทในระหว่างปี พ.ศ. 2542 ถึง พ.ศ. 2547 ก่อนที่บริษัทจะรวมกิจการกับธนาคารทหารไทย และธนาคารดีบีเอส ไทยทูน และกลายเป็นธนาคารทหารไทยในปี พ.ศ. 2547





The Traditional Market Association

21 Thong Chai Road, 111, Bangkok 10130, Thailand, Tel: 0066 2281 5555 Fax: 0066 2281 2711
Web: www.khanj.com.th, http://www.khanj.com.th
E-mail: www.khanj.com



ISBN 978-974-7361-44-5