

## ข้อตกลงประกอบหุ้นกู้ (Covenant)

โดย อภินันท์ จินศิริวานิชย์

ผู้ลงทุนในหุ้นกู้ส่วนใหญ่มักให้ความสำคัญกับอัตราผลตอบแทน อันดับความน่าเชื่อถือ หรือตัวบริษัทผู้ออกหุ้นกู้เป็นสำคัญ จนบางครั้งอาจมองข้ามในเรื่องข้อกำหนดสิทธิและหน้าที่ของผู้ออกหุ้นกู้ ซึ่งเป็นเงื่อนไขประกอบที่บริษัทผู้ออกหุ้นกู้กำหนดไว้และต้องปฏิบัติตาม เพื่อเป็นการควบคุมความเสี่ยงในด้านเครดิตของผู้ออกอันจะมีผลกระทบต่อคุณภาพเครดิตของหุ้นกู้ในที่สุด สัปดาห์นี้ผมจึงขอขยายความถึงรายละเอียดในข้อตกลงประกอบหุ้นกู้หลักๆ ว่าแต่ละรูปแบบคืออะไร และมีประโยชน์แก่ผู้ลงทุนอย่างไร

Covenant เป็นข้อตกลงประกอบหุ้นกู้ที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน โดยเป็นการกำหนดหน้าที่บางประการสำหรับบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ที่ต้องกระทำ หรืองดเว้นการกระทำบางอย่างตามที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน หรือในใบหุ้นกู้ อันเป็นการควบคุมคุณภาพเครดิตของตัวหุ้นกู้เพื่อประโยชน์กับนักลงทุน และเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ผู้ลงทุนสามารถใช้วิเคราะห์ติดตามสถานะทางการเงิน หรือการดำเนินงานของบริษัทผู้ออกได้อีกช่องทางหนึ่ง และสำหรับข้อตกลงบางประการหากบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ไม่สามารถปฏิบัติตามข้อตกลงหรือในเงื่อนไขที่ระบุไว้ จะเป็นสัญญาณหนึ่งที่สะท้อนให้เห็นถึงความสามารถของผู้ออกหุ้นกู้ ในเรื่องการชำระดอกเบี้ยหรือเงินต้นคืนไม่ได้ตรงตามที่กำหนด และมีแนวโน้มในการผิดนัดชำระหนี้ (Technical of Default) ได้ ข้อตกลงประกอบหุ้นกู้พอที่จะรวบรวมประเด็นหลักๆ ได้ดังนี้

### 1. การจำกัดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ

การจำกัดโครงสร้างเงินทุนของกิจการทำได้หลายลักษณะ โดยรูปแบบที่นิยมนำมาใช้จำกัดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ ก็คือ การจำกัดในส่วนของหนี้สิน ซึ่งจุดประสงค์เพื่อป้องกันมิให้บริษัทผู้ออกหุ้นกู้ระดมทุนโดยการก่อหนี้สินเพิ่มเติมเกินกว่าระดับที่เหมาะสม การก่อหนี้สินเพิ่มเติมถ้ามองในด้านเจ้าของกิจการแล้วย่อมเป็นผลดีทำให้สามารถนำเงินมาใช้ขยายกิจการ หรือเป็นเลือดหลอเลี้ยงให้กิจการดำเนินงานต่อไปได้ แต่สำหรับผู้ลงทุนในหุ้นกู้ซึ่งเป็นเจ้าหนี้รายหนึ่งของบริษัทผู้ออก ย่อมไม่เป็นผลดีแน่หากบริษัทผู้ออกทำการก่อหนี้สินมากเกินไป เนื่องจากการก่อหนี้สินเพิ่มเติมของบริษัทผู้ออกย่อมเป็นการเพิ่มภาระผูกพันในอนาคตที่บริษัทจะต้องนำเงินที่ได้จากการดำเนินงาน หรือกระแสรายรับอื่นๆ มาชดใช้ให้แก่เจ้าหนี้รายอื่นนอกเหนือจากผู้ถือหุ้นกู้ โอกาสที่กระแสเงินรับในอนาคตของกิจการ อาจไม่เพียงพอหรือครอบคลุมกับภาระผูกพันด้านหนี้สินที่เพิ่มขึ้นมาอาจเกิดขึ้นได้ ซึ่งจะกระทบต่อความสามารถของบริษัทผู้ออกในเรื่องการชำระคืนเงินต้นหรือดอกเบี้ยแก่ผู้ถือหุ้นกู้เมื่อถึงระยะเวลาที่กำหนด จึงเกิดเป็นความเสี่ยงในด้านเครดิตของกิจการและคุณภาพของหุ้นกู้ขึ้นหากการก่อหนี้ไม่อยู่ในระดับที่เหมาะสม

ดังนั้นการควบคุมระดับของการก่อหนี้ให้อยู่ในระดับที่เหมาะสม และไม่มากเกินไป อาจกำหนดได้โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน คือ อัตราส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) โดยคำนวณได้จากข้อมูลในงบการเงินของบริษัทผู้ออก อัตราส่วนเป็นดังนี้

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้นรวม}}$$

ทั้งนี้ผู้ออกหุ้นกู้จะต้องจัดทำรายงานแสดงสถานะและรายละเอียดต่างๆตามที่ได้ระบุไว้ในข้อกำหนดสิทธิให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ ทุกๆจำนวนครั้งต่อปีตามที่ได้ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวน ยกตัวอย่างเช่น หุ้นกู้ของบริษัท A กำหนดไว้ว่า “ผู้ออกหุ้นกู้จะดำรงสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) ในอัตราส่วนไม่เกิน 2 :1 และจะคำนวณอัตราส่วนดังกล่าวทุกๆ ไตรมาส จากงบการเงินของบริษัท A”

อย่างไรก็ตามการใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นเพียงการวัดระดับของความเสี่ยงอันเกิดจากการก่อหนี้เพิ่มเติมของบริษัทผู้ออกเท่านั้น ซึ่งอัตราส่วนนี้ไม่ได้พิจารณาถึงเรื่องความสามารถในการนำกระแสเงินที่ได้จากการก่อหนี้มาใช้ให้เกิดผลและพอเพียงกับความสามารถในการชำระหนี้ซึ่งเป็นภาระผูกพันได้ตามระยะเวลาที่กำหนด

ทั้งนี้การจำกัดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ นอกจากจะพิจารณาจากทางด้านหนี้สินของกิจการแล้ว อาจมีการควบคุมทางด้านสินทรัพย์หรือทุนสำรองของตัวบริษัทผู้ออกเอง เพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยงอันเกี่ยวเนื่องกับความสามารถในการชำระหนี้เมื่อถึงระยะเวลาตามที่กำหนดของบริษัทผู้ออกได้อีกด้วย เช่น กิจการอาจมีการทำประกันภัยในตัวสินทรัพย์ หรือมีการจัดตั้งกองทุนสำรองจากเงินทุนสะสมที่ได้ (Sinking Fund) โดยทยอยนำเงินสะสมเข้ากองทุนเพื่อสำรองไว้ให้เพียงพอกับเวลาที่ต้องจ่ายดอกเบี้ยหรือไถ่คืนหุ้นกู้จากผู้ลงทุน ก็เป็นอีกวิธีหนึ่งที่สามารถลดความเสี่ยงในด้านเครดิตได้เช่นกัน

## ข้อตกลงประกอบหุ้นกู้ (Covenant) ตอนที่ 2

โดย อภินันท์ จินศิริวานิชย์

หลังจากที่ในสัปดาห์ที่แล้วผมได้กล่าวถึงข้อตกลงประกอบหุ้นกู้ ซึ่งเป็นข้อกำหนดสิทธิและหน้าที่ของผู้ถือหุ้นกู้ในส่วน “การจำกัดโครงสร้างเงินทุนของกิจการ” ไปแล้วนั้น ในสัปดาห์นี้เรามาดูกันต่อเลยคร่าวๆว่าข้อตกลงประกอบหุ้นกู้อื่นๆ ที่สำคัญยังมีอะไรอีกบ้าง...

## 2. การกำหนดเงื่อนไขในเรื่องการจ่ายเงินปันผล

ข้อกำหนดหน้าที่นี้เป็นการควบคุมไม่ให้ส่วนที่เป็นสินทรัพย์ของบริษัทผู้ออกต้องลดลงจากการที่บริษัทจ่ายเงินปันผลมากเกินไปกว่าระดับที่เหมาะสม ซึ่งเกี่ยวข้องกับความความสามารถในการดำเนินธุรกิจจาก

สินทรัพย์ที่มีอยู่เพื่อก่อให้เกิดเป็นรายได้ และปริมาณเงินสดที่เพียงพอกับการชำระเงินต้นและดอกเบี้ยแก่ผู้ถือหุ้นเมื่อถึงระยะเวลาตามที่กำหนด

อาจกล่าวได้ว่าการควบคุมไม่ให้บริษัทผู้ออกจ่ายเงินปันผลเป็นจำนวนมาก เป็นการจำกัดไม่ให้บริษัทผู้ออกต้องหาเงินสดมาเพิ่มเพื่อจ่ายเงินปันผล เป็นการเสริมสร้างให้บริษัทมีสินทรัพย์ หรือ ทรัพยากรอยู่ในระดับที่มากเพียงพอที่จะสามารถทำกำไรได้มากขึ้น และถ้ามองถึงขั้นเลวร้ายที่สุด คือ ในกรณีที่บริษัทอาจถึงขั้นต้องชำระบัญชีเพื่อปิดกิจการลง อย่างน้อยที่สุดการที่บริษัทยังมีสินทรัพย์เป็นจำนวนมากพอ ย่อมหมายถึงโอกาสที่ผู้ถือหุ้นจะสามารถใช้สิทธิเรียกร้องให้บริษัทชำระหนี้แก่ตนจนครบถ้วนก็มีโอกาสมากขึ้นด้วย

นอกจากนี้การกำหนดเงื่อนไขของการจ่ายเงินปันผล ยังอาจทำได้โดยการห้ามมิให้บริษัทผู้ออกจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญในกรณีที่ผู้ถือหุ้นผู้มีการผิวนัดชำระหนี้แก่ผู้ถือหุ้นผู้ไม่ว่าในกรณีใดก็ตาม ซึ่งการกำหนดหน้าที่ดังกล่าวเป็นการประกันว่าผู้ถือหุ้นผู้จะยังคงได้รับสิทธิประโยชน์คืนก่อนผู้ถือหุ้นสามัญ เช่น “ผู้ถือหุ้นผู้จะไม่จ่ายเงินปันผลไม่ว่ารูปแบบใด ในแต่ละปีให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญของบริษัทผู้ถือหุ้นผู้เป็นจำนวนเกินกว่าร้อยละ 40 ของผลกำไรสุทธิในปีนั้นๆ ทั้งนี้ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นผู้ผิวนัดชำระหนี้เงินต้น หรือดอกเบี้ยผู้ไม่วางมัดจำ ผู้ถือหุ้นผู้จะจ่ายเงินปันผลไม่ว่าในรูปแบบใดๆ ให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญของบริษัทผู้ถือหุ้นผู้ไม่ได้” เป็นต้น ทั้งนี้การระบุเงื่อนไขต่างๆ ในข้อกำหนดสิทธิผู้ถือหุ้น อาจมีรูปแบบข้อยกเว้นที่แตกต่างจากนี้ ผู้ลงทุนควรให้ความสนใจกับข้อยกเว้นหรือเงื่อนไขย่อยต่างๆ ด้วยเพื่อสิทธิประโยชน์กับผู้ลงทุน

### 3. การกำหนดเงื่อนไขเกี่ยวกับการรวมกิจการ

การควบรวมกิจการ ถือเป็นกระบวนการที่ส่งผลกระทบต่อคุณภาพเครดิตของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากการควบรวมกิจการเป็นรูปแบบหนึ่งของการปรับปรุงโครงสร้างบริษัท เพื่อเสริมสร้างประสิทธิภาพและความแข็งแกร่งให้กับตัวธุรกิจ เกิดการโอนถ่ายเทคโนโลยีในด้านต่างๆ ต่อกัน เกิดการประหยัดอันเนื่องมาจากขนาด (Economy of Scale) หรือแม้กระทั่งเกิดเป็นการกระจายความเสี่ยงที่มีอยู่ในตัวธุรกิจได้ จากข้อดีข้างต้นถ้ามองผิวเผินแล้ว การควบรวมกิจการถือว่าเป็นผลดีกับผู้ถือหุ้น เนื่องจากเป็นการเสริมสร้างความแข็งแกร่งในตัวธุรกิจของผู้ถือหุ้น แต่ถ้าพิจารณาถึงสถานะของบริษัทหลังการรวมกิจการแล้ว อาจส่งผลกระทบต่อคุณภาพเครดิตของผู้ถือหุ้นที่มีความเสี่ยงที่สูงขึ้นได้ จากการที่บริษัทรวมกิจการเข้ากับอีกบริษัทที่มีโครงสร้างหนี้สินอยู่เป็นจำนวนมาก ทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นหลังรวมกิจการแล้วมีค่าสูงขึ้นจากเดิม และถ้ามองลงไปให้ลึกกว่านั้น การที่สัดส่วนของหนี้สินภายหลังการควบรวมกิจการแล้วมีระดับที่ไม่แตกต่างกันมากนักจากสัดส่วนก่อนรวมกิจการแล้วก็ตาม ก็ยังอาจกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ให้แก่ผู้ถือหุ้นได้เช่นกัน เนื่องจากภายหลังการรวมกิจการแล้ว ภาระผูกพันด้านหนี้สินที่มีอยู่ของบริษัทต่างๆ ทั้งหมดจะถูกนำมารวมและจัดสรรใหม่โดยชัดใช้ตามภาระผูกพันก่อนหลังตามลำดับ เช่น ถ้าหากบริษัทที่เข้าร่วมมีภาระผูกพันด้านหนี้สินที่จะต้อง

ชำระก่อนหน้าวันที่บริษัทเดิมที่ออกหุ้นกู้ต้องไถ่คืนหุ้นกู้ตามที่กำหนดไว้ ย่อมทำให้สภาพคล่องส่วนหนึ่งของบริษัทถูกนำไปใช้ในการชำระหนี้ของบริษัทที่เข้ามารวมด้วยก่อน สภาพคล่องส่วนหนึ่งที่ได้เตรียมสำรองไว้ก่อนหน้าในการไถ่คืนหุ้นกู้จึงลดลง เกิดเป็นความเสี่ยงในด้านคุณภาพเครดิตของหุ้นกู้ในที่สุด ทั้งนี้ประเด็นที่กล่าวมามีได้หมายความว่า การควมรวมกิจการจะทำให้ระดับความเสี่ยงของหุ้นกู้สูงขึ้นเสมอไปนะครับ เนื่องจากเป็นตัวอย่างที่พิจารณาถึงเฉพาะด้านหนี้สินที่มีอยู่ของกิจการ ซึ่งยังไม่ได้นำปัจจัยอื่นๆเข้ามาพิจารณา เช่น กำลังการผลิต ความสามารถในการทำกำไร หรือความคล่องตัวทางการเงิน เป็นต้น ดังนั้นเงื่อนไขการรวมกิจการของบริษัทจึงเป็นเงื่อนไขที่นักลงทุนควรให้ความสำคัญด้วย เช่น ผู้ออกหุ้นกู้อาจกำหนดอัตราส่วนขั้นสูงของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นภายหลังการควมรวมกิจการเอาไว้ เป็นต้น

#### 4. การกำหนดเงื่อนไขในเรื่องการใช้สินทรัพย์

จากที่ได้กล่าวไปข้างต้นแล้วว่า การที่บริษัทมีสินทรัพย์อยู่ในระดับที่มากพอ ประการแรก ย่อมหมายถึงโอกาสที่บริษัทสามารถสร้างรายได้หรือกำไรจากสินทรัพย์ที่มีอยู่ให้กับธุรกิจได้ และนั่นหมายถึงโอกาสที่บริษัทผู้ออกหุ้นกู้จะสามารถชำระหนี้ได้ตรงตามกำหนดจึงเกิดขึ้นด้วย

ประการที่สอง การที่บริษัทผู้ออกหุ้นก้วยังคงมีระดับสินทรัพย์ที่มากพอ ถึงแม้ว่าจะเกิดเหตุการณ์ที่ผู้ออกผิณฑ์ชำระหนี้หรือถูกบังคับให้ชำระบัญชีเพื่อปิดกิจการลงก็ตาม ก็เป็นการประกันว่าโอกาสที่ผู้ถือหุ้นกู้จะสามารถใช้สิทธิเรียกร้องให้บริษัทชำระหนี้โดยขายสินทรัพย์ออกไป เพื่อนำมาชำระหนี้แก่ตนจนครบถ้วนก็มีโอกาสมากขึ้นตามไปด้วย จากความสำคัญของระดับสินทรัพย์ของกิจการที่เกี่ยวข้องกับระดับความเสี่ยงด้านเครดิตของหุ้นกุนั้น จึงเกิดเป็นข้อกำหนดสิทธิเกี่ยวกับเรื่องการใช้สินทรัพย์ของกิจการ ซึ่งข้อจำกัดดังกล่าวได้ครอบคลุมถึงเรื่องการใช้สินทรัพย์ต่างๆของกิจการ เช่น การจำหน่ายจ่ายโอน การจำนอง การจำนำ หรือการให้เช่าสินทรัพย์ กับบุคคลอื่นๆ ทั้งนี้เพื่อเป็นการป้องกันมิให้สิทธิเรียกร้องของผู้ถือหุ้นกู้จากสินทรัพย์เหล่านั้น ต้องด้อยหรือต้องแบ่งสรรกับคู่สัญญาอื่นที่ผู้ออกก่อภาระผูกพันด้านสินทรัพย์เพิ่มเติมตามที่กล่าวมา

จากข้อกำหนดสิทธิและหน้าที่หลักๆ ทั้ง 4 ข้อ ท่านผู้อ่านจะเห็นว่าทั้งหมดล้วนแต่เป็นหน้าที่ที่ผู้ถือหุ้นกู้ต้องพึงปฏิบัติตามอย่างเคร่งครัด เพื่อประโยชน์แก่ผู้ลงทุน ซึ่งยังมีรายละเอียดข้อยกเว้นย่อยๆที่แตกต่างกันออกไป ผู้ลงทุนสามารถศึกษารายละเอียดต่างๆได้เพิ่มเติมจากหนังสือชี้ชวนเพื่อประโยชน์สูงสุดกับผู้ลงทุน