

ข้อควรรู้ก่อนลงทุน

“หุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุน”

(เผยแพร่เมื่อวันที่ 8 พฤศจิกายน 2567)

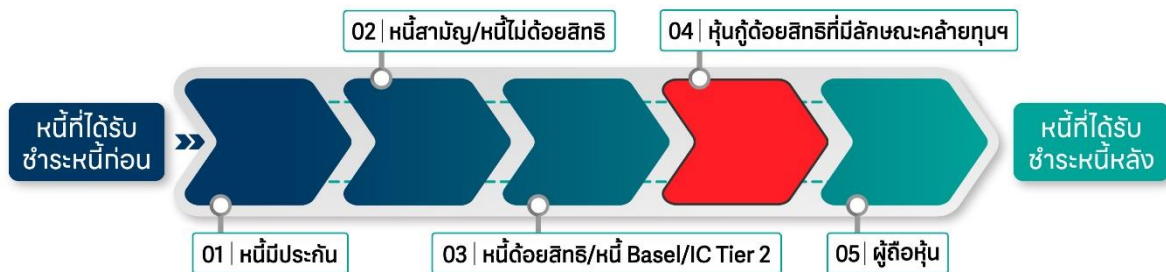
โดย ฝ่ายตราสารหนี้

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

หุ้นกู้ในประเทศไทยมีอยู่หลายประเภท ซึ่งโดยทั่วไปจะมีการจ่ายผลตอบแทนที่สม่ำเสมอและคงที่ รวมถึงจะมีการกำหนดชำระคืนเงินต้นที่แน่นอน แต่ก็มีหุ้นกู้บางประเภทที่อาจมีการกำหนดเงื่อนไขในการชำระคืนเงินต้นที่แตกต่างจากกรณีหุ้นกู้ทั่วไป ซึ่งทำให้หุ้นกุนั้นมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น โดยหนึ่งในหุ้นกู้ที่มีการกำหนดเงื่อนไขการชำระคืนเงินต้นที่แตกต่างจากกรณีหุ้นกู้ทั่วไปนั้น คือ “หุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุน” (Subordinated Perpetual Bond) โดยบทความนี้จะช่วยให้ผู้อ่านรู้จักและเข้าใจในหุ้นกู้ประเภทนี้มากยิ่งขึ้น

5 ลักษณะสำคัญของ “หุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุน”

- (1) ไม่กำหนดอายุไถ่ถอน จึงทำให้มีลักษณะ “คล้ายทุน” โดยผู้ลงทุนจะได้รับคืนเงินต้นเมื่อผู้ออกหุ้นกู้เลิกกิจการ หรือใช้สิทธิไถ่ถอนหุ้นกุก่อนครบกำหนดเท่านั้น ทำให้ผู้ลงทุนต้องถือหุ้นกุนี้ไปแบบไม่มีกำหนดเวลา
- (2) มีลักษณะด้อยสิทธิ คือ หากบริษัทเลิกกิจการหรือถูกศาลพิพากษาให้ล้มละลาย ผู้ลงทุนจะได้รับชำระหนี้เป็นอันดับท้าย ๆ โดยจะได้รับชำระหนี้หลังจากเจ้าหนี้สามัญอื่น ๆ แต่ก็ยังได้รับเงินก่อนผู้ถือหุ้น โดยผู้ลงทุนอาจได้เงินต้นคืนทั้งหมด หรือได้คืนบางส่วน หรืออาจไม่ได้คืนเลยก็ได้



- (3) สามารถเลื่อนจ่ายดอกเบี้ยได้โดยไม่ถือเป็นเหตุผิดนัด และสามารถสะสมดอกเบี้ยจ่ายไปชำระในวันใดก็ได้ โดยไม่จำกัดระยะเวลาและไม่จำกัดจำนวนครั้ง รวมถึงสามารถยกเลิกการจ่ายดอกเบี้ยได้ จึงมีความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับดอกเบี้ยหรือได้รับดอกเบี้ยล่าช้า
- (4) สามารถไถ่ถอนก่อนกำหนด ในกรณีมีการกำหนดให้สิทธิผู้ออกในการไถ่ถอนก่อนกำหนด ผู้ออกมีสิทธิในการตัดสินใจว่าจะไถ่ถอนก่อนกำหนด หรือไม่ก็ได้ โดยไม่ได้มีข้อกำหนดใด ๆ ที่ผู้ออกต้องไถ่ถอนก่อนกำหนดหรือไถ่ถอนหลังจากครบอายุ 5 ปี
- (5) ไม่มีเงื่อนไขการผิดนัดไขว้ หากผู้ออกหุ้นกู้ผิดนัดชำระหนี้อื่น จะไม่ถือว่าเข้าเหตุผิดนัดของหุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุน

การออกหุ้นกู้และกระบวนการขาย

จะเห็นได้ว่า “หุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุน” มีความซับซ้อนมากกว่าหุ้นกู้ทั่วไปและมีความเสี่ยงสูง จึงอาจทำให้ผู้ลงทุนขาดความเข้าใจในลักษณะและความเสี่ยงของหุ้นกู้ประเภทนี้ และเลือกลงทุนหุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุนด้วยปัจจัยเรื่องผลตอบแทนสูงเป็นหลัก ดังนั้น ก.ล.ต. จึงได้กำหนดคุณสมบัติของผู้ออกหุ้นกู้ประเภทนี้ เพื่อให้ผู้ออกหุ้นกู้เป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงไม่สูงมากนัก และมีการกำหนดกระบวนการขายที่เข้มงวดกว่าการขายหุ้นกู้ทั่วไป เพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับคำแนะนำและข้อมูลของผลิตภัณฑ์อย่างเหมาะสม ดังนี้

คุณสมบัติของผู้ออกหุ้นกู้ : ผู้ออกหุ้นกู้จะต้องได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Issuer Rating) อยู่ในระดับที่ลงทุนได้ (Investment Grade) หรือตั้งแต่ระดับ AAA จนถึงระดับ BBB- รวมถึงจะต้องมีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือของตราสาร (Issue Rating) หากเป็นการเสนอขายต่อผู้ลงทุนรายใหญ่ (HNW) หรือผู้ลงทุนรายย่อย (retail) เพื่อเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนของผู้ลงทุนด้วย

อย่างไรก็ดี หากผู้ออกหุ้นกูดังกล่าวถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือจนต่ำกว่าระดับที่ลงทุนได้ (Non-Investment Grade) ผู้ออกหุ้นกู้อาจจะไม่สามารถออกหุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุนครั้งใหม่ เพื่อนำมาไถ่ถอนหุ้นกู้รุ่นเดิมได้ ดังนั้น ผู้ลงทุนควรติดตามข้อมูลของผู้ออกหุ้นกู้อย่างต่อเนื่องด้วย

กระบวนการขาย : ผู้ลงทุนต้องได้รับคำแนะนำจาก “ผู้แนะนำการลงทุนตราสารซับซ้อน” (IC Complex) เนื่องจากหุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุนเป็นตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงและซับซ้อนมากกว่าหุ้นกู้ทั่วไป โดย IC Complex จะต้องให้คำแนะนำด้วยความระมัดระวัง เพื่อให้ผู้ลงทุนมีความเข้าใจอย่างเพียงพอ อีกทั้งผู้ลงทุนจะต้องทำแบบทดสอบความรู้ผู้ลงทุน (Knowledge Test) เพื่อประเมินความเหมาะสมในการลงทุนก่อนการลงทุนครั้งแรก

การทดสอบความรู้ผู้ลงทุนเพื่อให้ IC Complex สามารถให้คำแนะนำหรือคำเตือน หรือเน้นย้ำให้ผู้ลงทุนตระหนักถึงความเสี่ยงของหุ้นกู้ประเภทนี้ได้เหมาะสม โดยที่ผลของการทดสอบไม่ได้เป็นการจำกัดการลงทุน อย่างไรก็ตาม หาก IC Complex พบว่าผลิตภัณฑ์ดังกล่าวไม่เหมาะสมกับผู้ลงทุน จะต้องแจ้งเตือนผู้ลงทุน และไม่ควรแนะนำหรือขายผลิตภัณฑ์ให้

การพิจารณานับหุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุนเป็นทุนสำหรับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ

หุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุน มีคุณสมบัติทั้งในส่วนของความเป็น “หนี้” และส่วนของความเป็น “ทุน” ซึ่งแต่ละตราสารจะมีความเป็นหนี้และทุนในสัดส่วนที่แตกต่างกันตามข้อกำหนดและเงื่อนไข

สถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency: CRA) มีเกณฑ์ที่ใช้ในการพิจารณาจัดอันดับความน่าเชื่อถือหุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุน โดยจะพิจารณา “การนับเป็นทุน” (Equity Credit) ร่วมด้วย โดยตราสารที่มี Equity Credit ในระดับสูง จะเป็นผลดีต่อสถานะทางการเงินและอันดับความน่าเชื่อถือของผู้ออกหุ้นกู้ อย่างไรก็ตาม โดยปกติแล้วอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะ

คล้ายทุนจะต่ำกว่าอันดับความน่าเชื่อถือของผู้ออกตราสาร อย่างน้อย 2 ระดับ เนื่องจากมีความเสี่ยงจากการด้อยสิทธิและการเลื่อนจ่ายดอกเบี้ยออกไปได้

ปัจจัยในการพิจารณาการนับเป็นทุน

ในการพิจารณาการนับเป็นทุน จะมีปัจจัยหลักโดยสรุปอยู่ 6 ข้อ (ข้อมูลนี้เป็นเพียงการสรุปปัจจัยเบื้องต้นเท่านั้น ผู้ลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับเกณฑ์การจัดอันดับความน่าเชื่อถือหุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุน เพิ่มเติมตามเอกสารแนบท้ายบทความนี้)*

1. ลำดับในการได้รับชำระเงินคืน
2. อายุคงเหลือถึงวันที่คาดว่าจะไถ่ถอนหุ้นกู้ (Effective Maturity) ตามเกณฑ์ที่ CRA กำหนด
3. ความสามารถในการเลื่อนการชำระดอกเบี้ยตามดุลยพินิจของผู้ออกตราสาร
4. เงื่อนไขและระยะเวลาในการเลื่อนการจ่ายดอกเบี้ยและการออกตราสารทดแทน
5. ช่วงเวลาที่ผู้ออกตราสารมีสิทธิเรียกไถ่ถอนตราสารคืนก่อนวันครบกำหนดอายุครั้งแรกนับจากวันที่ออกตราสาร หรือการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ
6. การปรับเพิ่มอัตราดอกเบี้ยตามข้อกำหนดสิทธิ (Step-Up) ซึ่งถือเป็นปัจจัยสำคัญที่อาจทำให้ผู้ออกตราสารใช้สิทธิเรียกคืนตราสารก่อนครบกำหนดอายุ โดยจะถูกนับเป็นวันที่คาดว่าจะไถ่ถอนหุ้นกู้ (Effective Maturity Date)

การพิจารณาสัดส่วนการนับเป็นทุน

สำหรับการพิจารณาสัดส่วนการนับเป็นทุน CRA กำหนดเป็น 3 ระดับ ซึ่งมีปัจจัยในการพิจารณาแต่ละระดับ สรุปได้ดังนี้

1. นับเป็นทุนทั้งจำนวน (100%) โดยต้องมีข้อกำหนดในการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญภายในระยะเวลาอันสั้น ซึ่งบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด (TRIS) กำหนดระยะเวลาไม่เกิน 2 ปีนับจากวันที่ออก ขณะที่บริษัท ฟิทช์ เรทติ้งส์ (ประเทศไทย) จำกัด (FITCH) กำหนดระยะเวลาไม่เกิน 1 ปี
2. การนับเป็นทุน 50% (หุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุนส่วนมากจะถูกนับเป็นทุนที่ 50%) โดยต้องมีข้อกำหนดต่อไปนี้
 - ห้ามไถ่ถอนภายใน 5 ปีแรกนับจากวันที่ออกหุ้นกู้**
 - มีเงื่อนไขการสะสมหรือไม่สะสมดอกเบี้ยค้างจ่าย ตามที่ CRA กำหนด***
 - มีอายุคงเหลือมากกว่าที่ CRA กำหนด โดยอายุคงเหลือจะนับถึงวันที่คาดว่าจะไถ่ถอนหุ้นกู้ (Effective Maturity Date)
3. การนับเป็นทุน 0% ในกรณีที่ไม่มีคุณลักษณะตามการนับเป็นทุนระดับ 100% หรือ 50% ดังกล่าวข้างต้น

การพิจารณาระยะเวลาในการนับเป็นทุน

แม้ว่า หุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุนจะไม่กำหนดอายุไถ่ถอน ที่ทำให้มีคุณสมบัติคล้ายทุน แต่ CRA มีวิธีพิจารณา “ระยะเวลาในการนับเป็นทุน” ไว้ชัดเจน ซึ่งจะคำนวณจากวันที่คาดว่าจะไถ่ถอนหุ้นกู้ (Effective Maturity Date) หักลบระยะเวลาที่จะไม่คำนวณ Equity Credit ตามที่ CRA กำหนด

ระยะเวลานับ Equity Credit

= Effective Maturity Date – ระยะเวลาที่จะไม่คำนวณ Equity Credit ตามที่ CRA กำหนด

Effective Maturity Date พิจารณาจากวันที่กำหนดการปรับอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้ตามข้อกำหนดสิทธิ (Step-Up) และอายุคงเหลือ โดยหากมีระยะเวลาคงเหลือไม่ถึงตามที่กำหนด จะถูกนับเป็นหนี้ 100% โดย CRA แต่ละรายกำหนดไว้ ดังนี้

- TRIS กำหนดว่า วันที่คาดว่าจะไถ่ถอนหุ้นกู้ คือ วันที่ผู้ออกหุ้นกู้มีการพิจารณากำหนด Step-up อัตราดอกเบี้ยที่ $\geq 1\%$
- FITCH กำหนดว่า วันที่คาดว่าจะไถ่ถอนหุ้นกู้ คือ วันที่ผู้ออกหุ้นกู้มีการพิจารณากำหนด Step-up อัตราดอกเบี้ยที่ $> 1\%$

CRA แต่ละรายกำหนดระยะเวลาในการคำนวณ Equity Credit ดังนี้

- TRIS จะไม่คำนวณ Equity Credit ที่ 20 ปีก่อนถึง Effective Maturity Date
- FITCH จะไม่คำนวณ Equity Credit ที่ 5 ปีก่อนถึง Effective Maturity Date

เปรียบเทียบปัจจัยกำหนดระยะเวลานับ Equity Credit ของ TRIS และ FITCH

ปัจจัยกำหนดระยะเวลานับ Equity Credit	TRIS	FITCH
วันที่กำหนดการปรับอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้ตามข้อกำหนดสิทธิ (Step-Up) เกินระดับที่กำหนดจะเป็นวันที่คาดว่าจะไถ่ถอนหุ้นกู้	การปรับอัตราดอกเบี้ย <u>มากกว่าหรือเท่ากับ</u> 1%	การปรับอัตราดอกเบี้ย <u>มากกว่า</u> 1%
ระยะเวลาที่จะไม่คำนวณ Equity Credit ตามที่ CRA กำหนด	<u>20 ปี</u>	<u>5 ปี</u>

TRIS



FITCH



ตัวอย่างที่ 1: บริษัท A กำหนด Step-Up ที่ 1% เมื่อหุ้นกู้มีอายุครบ 25 ปี และ 2% เมื่อหุ้นกู้มีอายุครบ 50 ปี

การนับ Equity Credit ของ TRIS : วัน Effective Maturity Date คือวันที่หุ้นกู้มีอายุครบ 25 ปี จากที่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยเท่ากับ 1% ส่งผลให้ระยะเวลาคงเหลือของหุ้นกู้ของบริษัท A จะนับเป็นทุน 50% ได้ในช่วง **5 ปีแรก** (Effective Maturity 25 ปี - ระยะเวลาไม่คำนวณ Equity Credit 20 ปี)

การนับ Equity Credit ของ FITCH : วัน Effective Maturity Date คือวันที่หุ้นกู้มีอายุครบ 50 ปี จากที่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยมากกว่า 1% ส่งผลให้ระยะเวลาคงเหลือของหุ้นกู้ของบริษัท A จะนับเป็นทุน 50% ได้ในช่วง **45 ปีแรก** (Effective Maturity 50 ปี - ระยะเวลาไม่คำนวณ Equity Credit 5 ปี)

ตัวอย่างที่ 2: บริษัท B กำหนด Step-Up เพียง 1 ครั้ง ที่ 1% เมื่อหุ้นกู้มีอายุครบ 25.5 ปี

การนับ Equity Credit ของ TRIS : วัน Effective Maturity Date คือวันที่หุ้นกู้มีอายุครบ 25.5 ปี จากที่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยเท่ากับ 1% ส่งผลให้ระยะเวลาคงเหลือของหุ้นกู้ของบริษัท B จะนับเป็นทุน 50% ได้ในช่วง **5.5 ปีแรก** (Effective Maturity 25.5 ปี - ระยะเวลาไม่คำนวณ Equity Credit 20 ปี)

การนับ Equity Credit ของ FITCH : จะไม่มีวัน Effective Maturity Date เนื่องจากการกำหนด Step-Up ดอกเบี้ยเมื่อตราสารมีอายุครบ 25.5 ปี เท่ากับ 1% ซึ่งต่ำกว่าเกณฑ์ Step-Up (เกณฑ์ Step-Up ต้อง > 1%) ตามเกณฑ์การจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่หุ้นกู้ต้องยึดถือที่มีลักษณะคล้ายทุนของ FITCH จึงสามารถ**นับเป็นทุนได้ตลอดอายุหุ้นกู้**

ตัวอย่างที่ 3: บริษัท C กำหนด Step-Up เพียง 1 ครั้ง ที่ 2% เมื่อหุ้นกู้มีอายุครบ 25 ปี

การนับ Equity Credit ของ TRIS : วัน Effective Maturity Date คือวันที่หุ้นกู้มีอายุครบ 25 ปี จากที่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยมากกว่า **1%** ส่งผลให้ระยะเวลาคงเหลือของหุ้นกู้ของบริษัท C จะนับเป็นทุน 50% ได้ในช่วง **5 ปีแรก** (Effective Maturity 25 ปี - ระยะเวลาไม่คำนวณ Equity Credit 20 ปี)

การนับ Equity Credit ของ FITCH : วัน Effective Maturity Date คือวันที่หุ้นกู้มีอายุครบ 25 ปี จากที่มีการปรับอัตราดอกเบี้ยมากกว่า **1%** ส่งผลให้ระยะเวลาคงเหลือของหุ้นกู้ของบริษัท C จะนับเป็นทุน 50% ได้ในช่วง **20 ปีแรก** (Effective Maturity 25 ปี - ระยะเวลาไม่คำนวณ Equity Credit 5 ปี)

การพิจารณานับหุ้นกู้ด้วยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุนเป็นทุนทางบัญชี

ในการจัดประเภทหุ้นกู้ด้วยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุนว่าเป็นหนี้สินหรือทุน ในงบการเงิน นั้น จะต้องพิจารณาข้อกำหนดเงื่อนไขของหุ้นกู้ตามมาตรฐานการบัญชีที่เกี่ยวข้อง ซึ่งอาจแตกต่างจากการนับเป็นทุนสำหรับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ โดยลักษณะสำคัญของ “หุ้นกู้ที่มีลักษณะคล้ายทุน” ที่จัดประเภทเป็นทุนตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 32 คือ หุ้นกูดังกล่าวจะไถ่ถอนหุ้นกู้ได้เมื่อเลิกกิจการ โดยจะชำระคืนเงินต้นเพียงครั้งเดียวเมื่อเลิกกิจการ

จะเห็นได้ว่าหุ้นกู้ด้วยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุน ถือเป็นตราสารหนี้ที่มีความซับซ้อนสูงและมีความเสี่ยงที่สูงกว่าหุ้นกูปกติ ดังนั้น ก.ล.ต. จึงขอให้ผู้ลงทุนหุ้นกู้ศึกษาข้อมูลและลงทุนให้เหมาะสมโดยจัดพอร์ตการลงทุนให้มีการกระจายความเสี่ยง และหมั่นติดตามข่าวสารหรือปัจจัยเสี่ยงอย่างสม่ำเสมอ เพื่อให้สามารถปรับเปลี่ยนพอร์ตการลงทุนให้มีประสิทธิภาพและสอดคล้องกับความเสี่ยงที่ตนเองสามารถยอมรับได้

หมายเหตุ:

* อ้างอิงเกณฑ์การจัดอันดับความน่าเชื่อถือหุ้นกู้ด้วยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุน (ข้อมูล ณ 31 ตุลาคม 2567)

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด (TRIS) :

https://trisrating.com/files/7316/2484/8515/Hybrid_28_Jun21-t.pdf

<https://www.trisrating.com/th/rating-news/hybrid-bonds-summary/>

บริษัท ฟิทช์ เรตติ้งส์ (ประเทศไทย) จำกัด (FITCH) :

<https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/corporate-hybrids-treatment-notching-criteria-12-11-2020>

** TRIS กำหนดว่า ในกรณีที่ตราสารนั้นให้สิทธิผู้ออกตราสารในการไถ่ถอน ควรจะมีเงื่อนไขในเอกสารที่ประกอบการออกตราสารให้ผู้ออกตราสารต้องออกตราสารใหม่ที่มีส่วนทุนไม่น้อยกว่าเดิมมาทดแทน

*** TRIS กำหนดว่า ในกรณีที่มีการสะสมดอกเบี้ยค้างจ่ายจะต้องสามารถเลื่อนการจ่ายนั้นออกไปได้เกินกว่า 5 ปี นับจากวันที่ครบกำหนดชำระ

FITCH กำหนดว่า มีการสะสมดอกเบี้ย โดยไม่ได้ระบุเงื่อนไขระยะเวลาการจ่ายดอกเบี้ยค้างจ่าย