บทที่ 4

วิเคราะห์ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับการออกหุ้นกู้ของบริษัทจำกัดในธุรกิจสตาร์ทอัพ

ดังได้ศึกษามาแล้วในบทที่ 3 ว่าธุรกิจสตาร์ทอัพได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาลในการให้สิทธิในการระดมทุนจากประชาชนด้วยวิธี crowdfunding โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้ออกประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุนที่ ทจ. 7/2558 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ แต่อย่างไรก็ตาม รัฐบาลยังมิได้อนุญาตให้ธุรกิจสตาร์ทอัพสามารถออกหุ้นกู้ในการระดมทุนจากประชาชนเช่นเดียวกับบริษัทมหาชนที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ ในบทนี้จะได้วิเคราะห์ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับระดมทุนจากประชาชนดังจะได้พิจารณาโดยลำดับ

4.1 ปัญหาทางกฎหมายเกี่ยวกับการออกหุ้นกู้ของบริษัทจำกัดของประเทศไทยในธุรกิจสตาร์ทอัพ

นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2557 เป็นต้นมา ภายหลังจากมีรัฐธรรมนูญแห่งราชอาณาจักรไทย (ฉบับชั่วคราว) พ.ศ. 2557 ได้กำหนดวาระการปฏิรูปประเทศ เป็นวาระเร่งด่วน ซึ่งรวมถึงการปฏิรูปเศรษฐกิจของประเทศ และสร้างความเป็นธรรมทางเศรษฐกิจและสังคมเพื่อการพัฒนาอย่างยั่งยืน[1] และเพื่อให้การขับเคลื่อนการพัฒนาเศรษฐกิจดังกล่าวบรรลุผล รัฐบาลชุดปัจจุบัน ได้กำหนดนโยบายขับเคลื่อนประเทศด้านเศรษฐกิจ โดยอาศัยภาคีเครือข่ายในการเชื่อมประสานกันทั้งภาครัฐ ภาคเอกชนและภาคประชาชน หรือที่เรียกกันว่า “โครงการสานพลังประชารัฐ” โดยมีจุดมุ่งหมายที่จะนำพาประเทศไปสู่การพัฒนาที่ยั่งยืน ภายใต้ทิศทาง “ประเทศไทย 4.0” หรือ “Thailand 4.0” ที่ต้องการยกระดับพัฒนาตนเองให้ “ก้าวข้าม” การเป็นประเทศที่มีรายได้ปานกลางไปสู่ประเทศที่มีรายได้สูง โดยเฉพาะในส่วนของการขับเคลื่อน วิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม หรือ “เอสเอ็มอี (SMEs)” ที่ถือเป็นฐานสำคัญของภาคเศรษฐกิจไทย[2]

---

[1] รัฐธรรมนูญแห่งราชอาณาจักรไทย (ฉบับชั่วคราว) พุทธศักราช 2557. มาตรา 27.

[2] มติคณะรัฐมนตรี เมื่อวันที่ 8 เมษายน 2558 เห็นชอบให้อนุมัติมาตรการส่งเสริมผู้ประกอบการวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (SMEs) ตามที่กระทรวงการคลังเสนอ

อย่างไรก็ตาม ด้วยรูปแบบของ เอสเอ็มอี ส่วนใหญ่ในประเทศมีรูปแบบภาคผลิต การค้า การบริการในรูปแบบเดิมๆ จากเอสเอ็มอี 1.0 ที่เริ่มจากการเป็นภาคเกษตรสู่เอสเอ็มอี 2.0 ที่เน้นในอุตสาหกรรมเบา เป็นเอสเอ็มอี 3.0 ที่เป็นอุตสาหกรรมหนัก หรือเป็นห่วงโซ่การผลิต (supply chain) หรือผู้รับจ้างผลิต (OEM) ให้กับอุตสาหกรรมหนักหรืออุตสาหกรรมที่มีเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) อย่างที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน ดังนั้น การจะ “ก้าวข้าม” เป็นเอสเอ็มอี 4.0 จึงต้องมุ่งเน้นให้ไปสู่การเป็น “โกลบอล เอสเอ็มอี” หรือเอสเอ็มอีที่ขายสินค้าได้ในระดับโลก รวมถึง “ดิจิตอล เอสเอ็มอี” หรือเอสเอ็มอีที่ใช้เทคโนโลยี และ “อินโนเวชั่น เอสเอ็มอี” หรือเอสเอ็มอีที่ใช้นวัตกรรมในการพัฒนาสินค้า หรือเรียกอีกอย่างว่า “เอสเอ็มอีกลุ่มสตาร์ทอัพ” หรือ ผู้ประกอบการที่ขับเคลื่อนด้วยนวัตกรรม (IDE : Innovation Driven Entrepreneur)

ทั้งนี้ Steve Blank[3] นักลงทุนและนักเศรษฐศาสตร์ชาวสหรัฐอเมริกา ได้ให้คำนิยาม startup ไว้ว่า “a startup is an organization formed to search for a repeatable and scalable business model” แปลว่า “สตาร์ทอัพคือกิจการที่ตั้งขึ้นเพื่อค้นหาโมเดลธุรกิจ (business model) ที่ทำซ้ำได้ (repeatable) และขยายตัวได้ (scalable)” ดังนั้นหัวใจสำคัญของ “สตาร์ทอัพ” อยู่ที่ “โมเดลธุรกิจ (business model)” ซึ่งก็หมายถึงรูปแบบวิธีการดำเนินกิจการของบริษัทในการสร้างรายได้[4] เช่น เว็บวงใน (www.wongnai.com) เปิดให้คนมีรีวิวร้านอาหารจนกลายเป็นแหล่งข้อมูลสำหรับการกินอาหารและหารายได้จากการลงโฆษณาของร้านอาหาร (และอาจจะมีอื่นๆตามมาอีก) ดังนั้นถ้าทำเว็บให้รีวิวสินค้าโดยไม่รู้ว่าจะหาเงินอย่างไรก็ไม่เกิดธุรกิจ

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่าโมเดลธุรกิจของสตาร์ทอัพ มีรูปแบบแตกต่างไปจากธุรกิจที่เคยมีมาในอดีต และมีการใช้เทคโนโลยีและนวัตกรรมในการสร้างธุรกิจ (โดยเฉพาะเทคโนโลยีด้าน ICT) เช่น GRAB taxi ซึ่งเป็นแอพพลิเคชั่น (Appication) เรียกรถแท็กซี่ เพื่อแก้ปัญหาของความยุ่งยากในการต้องออกไปรอรถแท็กซี่ของคนในเอเชีย บริษัทจะได้กำไรจากการเก็บค่าบริการเพิ่มเติม ซึ่งแม้ว่าแนวคิดไม่ได้ต่างจากการโทรศัพท์เรียกรถแท็กซี่ผ่านศูนย์บริการต่างๆ ที่มีอยู่ก่อนหน้านี้ก็ตาม แต่การใช้แอพพลิเคชั่นบนโทรศัพท์มือถือนั้นเป็นวิถีชีวิตของผู้บริโภคปัจจุบันที่สามารถอำนวยความสะดวก รวดเร็ว ประหยัดค่าใช้จ่ายได้มากกว่าการใช้โทรศัพท์ ดังนั้นจึงมีผู้บริโภคหันมาใช้บริการเรียกรถแท็กซี่ผ่านแอพพลิเคชั่นมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง

---

[3] ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2560). ***SET Your Startup Business Guide รู้จักธุรกิจสตาร์ทอัพ.*** กรุงเทพฯ: ฝ่ายพัฒนาความรู้ผู้ประกอบการ ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. หน้า 6.

[4] ปราโมทย์ คูวิจิตรจารุ. (2560). ***สตาร์ทอัพคืออะไร.*** นครปฐม: โครงการพัฒนาธุรกิจนวัตกรรมรายใหม่ มหาวิทยาลัยศิลปากร. หน้า 1.

อย่างไรก็ตาม Steve Blank เน้นย้ำว่า “สตาร์ทอัพ” ต้องการหาโมเดลธุรกิจที่ repeatable และ scalable นั่นคือโมเดลธุรกิจนั้นสามารถสร้างกำไรได้เรื่อยๆ เพิ่มผู้ใช้ได้เรื่อยๆ (repeatable) และสามารถเติบโตขึ้นได้อย่างรวดเร็วภายในเวลาอันสั้น และกลายเป็นบริษัทขนาดใหญ่ (scalable) ซึ่งการจะเติบโตอย่างรวดเร็ว (high growth rate) และกลายเป็นบริษัทขนาดใหญ่ได้นั้น ในปัจจุบันต้องเพิ่มจำนวนลูกค้าซึ่งเป็นผู้บริโภคในตลาดให้ได้จำนวนมหาศาล โดยเฉพาะอย่างยิ่งในลูกค้าในระบบออนไลน์ ตัวอย่างที่นานาชาติรวมถึงประเทศไทย เห็นชัดเจนอย่างมากสำหรับสตาร์ทอัพที่เติบโตอย่างรวดเร็ว คือ Facebook ซึ่งเปิดตัวเมื่อปี 2004 ด้วยทุนจดทะเบียน 2 แสนเหรียญสหรัฐ แต่ปัจจุบันมีมูลค่าถึงกว่า 89.7 พันล้านเหรียญสหรัฐ มีคนใช้ทั่วโลกกว่า 1,900 ล้านคน[5]

ทั้งนี้ เมื่อพิจารณาจากแนวนโยบายด้านการปฏิรูปเศรษฐกิจ และหลักการเกี่ยวกับการขับเคลื่อนธุรกิจสตาร์ทอัพในประเทศไทย ดังกล่าวข้างต้น จะเห็นได้ว่า การเริ่มต้นธุรกิจสตาร์ทอัพในประเทศไทยนั้น มีรูปแบบสำคัญอยู่ 2 ประการ คือ ประการแรก รูปแบบ Exit คือ สตาร์ทอัพที่เริ่มจะมีการต่อยอดธุรกิจ โดยใช้เงินของผู้ร่วมก่อตั้ง หรือถ้าแนวคิดในการจัดตั้งสตาร์ทอัพเป็นที่พอใจของกลุ่มทุน อาจจะได้รับการสนับสนุนจากนักลงทุนอิสระ (Angel Investor) ผู้ร่วมลงทุน (Venture Capital) การระดมทุนจากบุคคลทั่วไป (Crowd funding) อีกทั้งยังสามารถขอเพิ่มทุนได้หลายรอบ และถึงแม้วิธีการดังกล่าวจะต้องลดบทบาทการเป็นเจ้าของของผู้ก่อตั้งลงก็ตาม แต่ท้ายที่สุดธุรกิจสตาร์ทอัพกลุ่มนี้ ก็จะพัฒนาธุรกิจเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ เพื่อสร้างมูลค่าหุ้นให้มากที่สุด ซึ่งถือเป็นเป้าหมายสำคัญในการพัฒนาระบบเศรษฐกิจของประเทศ ส่วนรูปแบบที่สองคือ รูปแบบ Expand ซึ่งเป็นสตาร์ทอัพที่ต้องการ Scale up ตัวเองขึ้นมาเป็นสมาร์ท เอสเอ็มอี หรือผู้ประกอบการที่ขับเคลื่อนด้วยนวัตกรรม (IDE : Innovation Driven Entrepreneur) โดยที่ยังคงความเป็นเจ้าของอยู่ ซึ่งถือเป็นแนวทางในการพัฒนาตัวเองในรูปแบบที่ต่างกันกับกลุ่มแรกดังกล่าวข้างต้น

อย่างไรก็ตาม ดังที่ได้ศึกษาแนวคิดพื้นฐานเกี่ยวกับธุรกิจสตาร์ทอัพ และการระดมทุนของธุรกิจสตาร์ทอัพ และกรอบทางกฎหมายในการออกหุ้นกู้ในประเทศไทยมาแล้วในบทที่ 2 และ 3 ว่าสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ซึ่งมีภารกิจในการกำกับดูแลการออกและเสนอขายหุ้น กำหนดธุรกิจสตาร์ทอัพสามารถระดมทุนกับประชาชนด้วยวิธี “Equity Crowdfunding” ได้โดยต้องดำเนินการผ่านผู้ให้บริการระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (crowdfunding portal หรือ FP) ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนัก ก.ล.ต. เท่านั้น โดยมีหลักเกณฑ์

---

[5] Brand Finance. (2018). ***Global 500 2018 The annual report on the world’s most valuable brands February 2018.*** Page 10. (Online). Available: http://brandirectory.com/Brand-Finance-Global-500-Report.pdf. [2562, 6 มกราคม].

กำกับดูแลผู้ให้บริการระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ตามประกาศคณะกรรมการกำกับตลาดทุน ที่ ทจ. 7/2558 เรื่อง ข้อกำหนดเกี่ยวกับการเสนอขายหลักทรัพย์ผ่านระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์เพื่อให้มั่นใจว่าผู้ลงทุนจะได้รับข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจและมีระบบงานที่ผู้ลงทุนจะได้รับการปฏิบัติที่เป็นธรรม อย่างไรก็ดี เพื่อให้บรรลุตามเจตนารมณ์ของการระดมทุนวิธีการนี้ที่ต้องการให้ไม่ยุ่งยาก ต้นทุนไม่สูง และใช้เวลาสั้น เกณฑ์การกำกับดูแลจึงไม่เข้มงวดเท่าการระดมทุนวิธีปกติ และในขณะเดียวกันเพื่อไม่ให้เกิดผลกระทบต่อผู้ลงทุนมากหากกิจการไม่ประสบความสำเร็จในโครงการตามที่เสนอ รวมถึงหากเกิดเหตุไม่คาดคิดใดขึ้น จึงกำหนดหลักเกณฑ์ในการระดมทุนจากประชาชนดังนี้

(1) วงเงินที่ระดมทุนไม่เกิน 20 ล้านบาทในรอบ 12 เดือนแรก และทั้งหมดไม่เกิน 40 ล้านบาท และ (2) ผู้ลงทุนต้องเป็น (ก) ผู้ลงทุนสถาบัน (ข) กิจการเงินร่วมลงทุน (ค) นิติบุคคลร่วมลงทุน (ง) ผู้ลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะ และ (จ) ผู้ลงทุนรายบุคคลซึ่งจำกัดให้ลงทุนในกิจการใดกิจการหนึ่งได้ไม่เกิน 50,000 บาท และรวมในทุกกิจการไม่เกิน 500,000 บาท

ทั้งนี้ จะเห็นว่าการระดมทุนจากประชาชนโดยวิธี Crowdfunding มีปัญหาและอุปสรรคดังนี้

ประการแรก การที่ไม่มีตลาดรองรองรับ ทำให้การซื้อขายเปลี่ยนมือไม่คล่องตัว การขายต้องไม่โฆษณาการขายเป็นการทั่วไป เช่น ห้ามบอกขายหุ้นบนเว็บบอร์ดของให้บริการระบบหรือเครือข่ายอิเล็กทรอนิกส์ (crowdfunding portal หรือ FP) หรือบนเว็บไซต์ขายของออนไลน์ ในกรณีผู้ถือหุ้นของบริษัทจำกัดต้องการขายหุ้นที่ถืออยู่ ต้องขายเหมือนกรณีผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่ซื้อขายแบบ OTC กล่าวคือ การซื้อขายตราสารหนี้ในตลาดต่างๆในเกือบทุกประเทศเป็นการซื้อขายแบบ OTC หรือ Over the Counter ซึ่ง รวมถึงตลาดตราสารหนี้

ประการที่สอง การที่มีข้อจำกัดในเรื่องการลงทุนได้ไม่เกิน 50,000 บาทต่อบริษัทและทุกบริษัทรวมกันไม่เกิน 5 แสนบาท ในรอบ 12 เดือน ทำให้ระดมทุนได้น้อย

ประการที่สาม ในเรื่องความเสี่ยงในการลงทุนกับธุรกิจสตาร์ทอัพปัจจัยภายในและภายนอกทางธุรกิจ แต่มีความเสี่ยงมากกว่าเนื่องจากมักเป็นบริษัทก่อตั้งใหม่และเพิ่งเริ่มดำเนินการย่อมมีความเสี่ยงที่ต้องเผชิญ ได้แก่

1) กิจการล้มเหลว/ไม่ประสบความสำเร็จในการดำเนินธุรกิจ ทำให้ผู้ลงทุนสูญเสียเงินลงทุนทั้งหมด

2) ด้านสภาพคล่อง เนื่องจากยังไม่มีตลาดรองมารองรับ การเปลี่ยนมือการลงทุนทำได้ยาก อาจต้องถือยาวจนกว่ากิจการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือต้องขายด้วยวิธี OTC

ในกรณีที่เป็นบริษัทมหาชนจำกัด (listed & non-listed) ผู้ถือหุ้นที่ขายหุ้นได้รับยกเว้น filing ในกรณีขายหุ้นให้ผู้ลงทุนรายบุคคลมีมูลค่าไม่เกิน 20 ล้านบาทในรอบ 12 เดือนแรก และไม่เกิน 40 ล้านบาทนับแต่วันที่เสนอขายหุ้นครั้งแรก และขายหุ้นให้ผู้ลงทุนรายบุคคลแต่ละรายไม่เกิน 5 หมื่นบาท หรือขายหุ้นให้ผู้ลงทุนสถาบัน/กิจการร่วมลงทุน/นิติบุคคลร่วมลงทุน/ผู้ลงทุนที่มีลักษณะเฉพาะ

หากเป็นบริษัทจำกัด ผู้ถือหุ้นที่ขายหุ้นได้รับยกเว้น filing ในกรณีขายหุ้นให้แก่บุคคลอื่นไม่เกิน 50 รายในรอบ 12 เดือน หรือขายให้ผู้ลงทุนสถาบัน หรือขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของบริษัท

3) การไม่มีข้อมูลที่เพียงพอสำหรับใช้ตัดสินใจ เนื่องจากข้อตกลงเรื่องการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทผู้ออกหุ้น กำหนดไว้เพียงว่าข้อมูลต้องเพียงพอ ชัดเจน และไม่ทำให้ผู้ลงทุนสำคัญผิดในสาระสำคัญ (fair clear and not misleading) เป็นข้อมูลของโครงการ/บริษัท เช่น ใครเป็นกรรมการ ลักษณะการประกอบธุรกิจ ฯลฯ

ประการที่สี่ ด้านกลโกง การลงทุนผ่าน crowdfunding เป็นการซื้อขายหุ้นผ่าน platform บนระบบอินเตอร์เน็ต/เว็บไซต์ ทำให้มีโอกาสสูงที่จะเจอกับกลโกงต่างๆ เช่น เว็บไซต์เถื่อนที่แอบอ้างเป็น FP และความไม่ปลอดภัยจาก cyber-attack

ประการที่ห้า ความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนอาจอาจจะไม่ได้รับเงินปันผลของกิจการ เนื่องจากเป็นธุรกิจที่เพิ่งเริ่มก่อตั้ง อาจไม่มีกำไรมาจ่ายเงินปันผล และถ้ามีกำไรมักนำไปใช้ในการลงทุน/ขยายธุรกิจ มากกว่าจ่ายเงินปันผล

ประการที่หก ผู้ลงทุนในธุรกิจสตาร์ทอัพโดย Crowdfunding ที่ยอมรับได้ในข้อจำกัดของสิทธิฟ้องร้องและเรียกร้องกรณีเกิดความเสียหาย เนื่องจากกิจการไม่ต้องขออนุญาตและผ่านการพิจารณาคุณสมบัติจากสำนักงาน ก.ล.ต. รวมทั้งได้รับยกเว้นในบางเรื่องที่บริษัทที่ระดมทุนด้วยวิธีปกติต้องปฏิบัติ เช่น การรายงานการถือครองหุ้นของกรรมการและผู้บริหาร การทำคำเสนอซื้อหุ้นของกิจการเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงอำนาจการบริหาร เป็นต้น อย่างไรก็ดี กิจการที่ระดมทุนด้วย Crowdfunding ยังคงมีหน้าที่ต่อผู้ถือหุ้นตามเกณฑ์ที่ใช้กำกับดูแลบริษัทมหาชนจำกัด และบริษัทจำกัด (แล้วแต่กรณี) เช่น การแต่งตั้งกรรมการ การประชุมผู้ถือหุ้น และการจัดทำงบการเงิน เป็นต้น

จากที่กล่าวมาข้างต้น จะเห็นได้ว่า ธุรกิจสตาร์ทอัพมีการต่อยอดธุรกิจหรือขยายธุรกิจเดิมโดยใช้เงินของผู้ก่อตั้งธุรกิจเอง หรือผู้ร่วมก่อตั้งเอง ก็สามารถดำเนินการได้โดยอิสระ ซึ่งจะดำเนินการในรูปแบบของวิสาหกิจขนาดกลางหรือขนาดย่อม (SMEs) ซึ่งต้องมีฐานะเป็นนิติบุคคลตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์เท่านั้น ซึ่งได้แก่ ห้างหุ้นส่วนสามัญจดทะเบียน ห้างหุ้นส่วนจำกัด บริษัทจำกัด ส่วนสมาคมและมูลนิธิ โดยสภาพแล้วไม่สามารถดำเนินการในทางธุรกิจได้ เนื่องจากเป็นองค์กรที่ไม่แสวงหากำไรในทางการค้า จึงไม่สามารถดำเนินกิจการในลักษณะ

วิสาหกิจขนาดกลางหรือขนาดย่อมได้ ทั้งนี้วิสาหกิจขนาดกลางหรือขนาดย่อมดังกล่าว ต้องดำเนินกิจการผลิตสินค้า กิจการให้บริการ กิจการค้าส่ง กิจการค้าปลีก[6] และหากแนวคิดในการจัดตั้งสตาร์ทอัพเพื่อขยายธุรกิจของผู้ก่อตั้งเป็นที่พอใจของกลุ่มทุน อาจจะได้รับการสนับสนุนจากนักลงทุนอิสระ (Angel Investor) ผู้ร่วมลงทุน (Venture Capital) การระดมทุนจากบุคคลทั่วไป (Crowd funding) ก็ได้

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาบทบัญญัติในประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1229 ซึ่งบัญญัติไว้ว่า “บริษัทจะออกหุ้นกู้ไม่ได้” ก็จะเห็นได้ว่า แม้จะจัดตั้งบริษัท เพื่อทำกิจการผลิตสินค้า กิจการให้บริการ หรือกิจการค้าส่ง หรือกิจการค้าปลีก และมีแนวคิดที่จะต่อยอดทางธุรกิจหรือขยายธุรกิจ โดยใช้นวัตกรรม (IDE : Innovation Driven Entrepreneur) หรือเทคโนโลยีสารสนเทศเข้ามาช่วยในการขยายกิจการ ขยายฐานลูกค้าในทางธุรกิจ หรือเชื่อมโยงธุรกิจในประเทศกับต่างประเทศผ่านเทคโนโลยีสารสนเทศ หรือใช้นวัตกรรมเพื่อการดึงดูดการลงทุนจากต่างประเทศ สิ่งเหล่านี้จะต้องอาศัยทุนทรัพย์หรือเงินทุนในการบริหารจัดการเพิ่มขึ้น ซึ่งเมื่อประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์กำหนดห้ามบริษัทออกหุ้นกู้ ดังนั้นหากบริษัทนั้น ซึ่งมีฐานะเป็นกลุ่มวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม จะขยายธุรกิจให้สอดคล้องกับแนวทางสตาร์ทอัพในปัจจุบัน ก็จะทำได้เพียงโดยใช้เงินของผู้ก่อตั้ง หรือผู้ร่วมก่อตั้ง หรือขอรับการสนับสนุนจากนักลงทุนอิสระ (Angel Investor) หรือผู้ร่วมลงทุน (Venture Capital) หรือการระดมทุนจากบุคคลทั่วไป (Crowd funding) ได้เท่านั้น ซึ่งในจุดนี้จะเห็นได้ว่า โอกาสที่ประชาชนโดยทั่วไป หรือกลุ่มบุคคลโดยทั่วไปจะเข้ามามีส่วนร่วมในการดำเนินธุรกิจ หรือมีส่วนแบ่งทางการตลาดในเชิงธุรกิจที่ขยายตัวสอดรับกับความต้องการใหม่ๆ ของตลาด ในธุรกิจสตาร์ทอัพ ผ่านการเป็นผู้ถือหุ้นในลักษณะหุ้นกู้นั้น ไม่สามารถกระทำได้ในปัจจุบัน ซึ่งในจุดนี้แตกต่างจากกฎหมายของสาธารณรัฐอินเดีย หรือสาธารณรัฐประชาชนจีน (เขตบริหารพิเศษฮ่องกง แห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน) สาธารณรัฐสิงคโปร์ และสหพันธ์สาธารณรัฐเยอรมันซึ่งยินยอมให้บริษัทจำกัด สามารถดำเนินการระดมทุนด้วยวิธีการออกหุ้นกู้ เพื่อระดมทุนในการขยายธุรกิจ หรือขยายกิจการเพื่อก้าวเข้าสู่การนำบริษัทเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ได้ ซึ่งในจุดนี้จะเห็นได้ว่า ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ของไทยยังไม่มีบทบัญญัติในการสนับสนุนในการดำเนินกิจการของธุรกิจสตาร์ทอัพในประเทศไทยอย่างเห็นได้ชัด และถือเป็นปัญหาทางกฎหมายที่เป็นอุปสรรคต่อการค้า การลงทุน การพัฒนาประเทศ และการปฏิรูปประเทศในทางเศรษฐกิจอย่างเห็นได้ชัดอีกประการหนึ่งด้วย

---

[6] พระราชบัญญัติส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม พ.ศ. 2543. มาตรา 3.

4.2 ความสัมพันธ์ระหว่างปัญหาตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ กับพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535

โดยที่เป้าหมายในการพัฒนาตลาดทุนประการหนึ่งก็คือ การสร้างโอกาสให้กิจการที่ต้องการทุนและมีศักยภาพ สามารถระดมทุนได้ โดยมีเครื่องมือหรือช่องทางระดมทุนที่หลากหลายเหมาะสมกับขนาดของกิจการ ตัวอย่างเช่น Startup การระดมทุนอาจ ไม่ใช่เรื่องง่ายนัก จะกู้เงินทุนจากธนาคาร ธนาคารอาจจะถูกปฏิเสธสถาบันทางการเงินต่าง ๆ ได้

เนื่องจากกิจการยังไม่มีประวัติการดำเนินการ (track record) รายได้ก็ยังไม่แน่นอน สินทรัพย์ที่จะมาใช้เป็นหลักประกันก็อาจจะน้อย หรือหากจะระดม ทุน จากตลาดทุนด้วยวิธีการออกเสนอขายหลักทรัพย์และนำหุ้นของบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ก็จะไม่เหมาะกับขนาดของกิจการและยุ่งยาก ต้องมีการเตรียมความพร้อมอีกหลายเรื่อง เช่น ความพร้อมใน ระบบบริหารจัดการ ระบบบัญชี ระบบควบคุมภายใน[7]

การออกหุ้นกู้จึงเป็นทางเลือกที่เหมาะสมสำหรับกับธุรกิจ Startup แต่กฎหมายไทยนั้นได้มีข้อห้ามในการออกหุ้นกู้โดยบริษัทจำกัดไว้ในประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มาตรา 1229 ซึ่งบัญญัติไว้ว่า “บริษัทจะออกหุ้นกู้ไม่ได้” ซึ่งส่งผลให้ บริษัทจำกัดไม่สามารถออกหุ้นกู้ได้ตามบทบัญญัติดังกล่าว แต่ก็ได้มีการออกบทบัญญัติที่เป็นข้อยกเว้นต่าง ๆ ในการออกหุ้นกู้ไว้ภายใต้กฎหมายอื่น

โดยที่ข้อยกเว้นดังกล่าวนั้น จะอยู่ภายใต้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ มาตรา 33 ซึ่งบัญญัติไว้ว่า

“ห้ามมิให้บริษัทเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ ประเภทหุ้น หุ้นกู้ ตั๋วเงิน ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นกู้ และหลักทรัพย์อื่นใดที่คณะกรรมการ ก.ล.ต. กำหนด เว้นแต่

(1) เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เข้าลักษณะตามมาตรา 63

(2) ได้รับอนุญาตจากสำนักงานและปฏิบัติตามมาตรา 65 หรือ

(3) เป็นการเสนอขายหลักทรัพย์ที่ออกใหม่ทั้งหมดโดยบริษัทมหาชนจำกัดต่อผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนการถือหุ้นโดยได้รับชำระราคาเต็มมูลค่าที่เสนอขายจากผู้ถือหุ้น” และ

---

[7] ปริย เตชะมวลไววิทย์. (2558). ***โอกาสของ SMEs และ Startup***. (ออนไลน์). เข้าถึงได้จาก: http://www.sec.or.th/TH/Documents/Information/Interviews-Articles/posttoday_231258.pdf. [2562, 4 พฤษภาคม].

มาตรา 65 แห่งพระราชบัญญัติเดียวกัน ได้บัญญัติไว้ว่า

“การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนหรือบุคคลใด ๆ จะกระทำได้ต่อเมื่อผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทมหาชนจำกัดบริษัทหรือเจ้าของหลักทรัพย์ได้ยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนต่อ สำนักงานและแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ และร่างหนังสือชี้ชวนดังกล่าวมีผลใช้บังคับแล้ว”

แม้โดยพื้นฐานประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ของไทยจะไม่ได้รองรับหลักการของตราสารหนี้ หรือกรณีหุ้นกู้ เหมือนพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจะเห็นได้ว่ากฎหมายทั้ง 2 ฉบับนั้นมีความขัดแย้งกันอยู่ ซึ่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ไม่อนุญาตให้บริษัทออกหุ้นกู้ได้ แต่ในทางกลับกันพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กลับอนุญาตให้บริษัทออกหุ้นกู้ได้

4.3 ความเป็นไปได้ในการที่ธุรกิจ Startup สามารถออกหุ้นกู้

4.3.1 เครื่องมือทางกฎหมาย ยังไม่เป็นไปตามมาตรฐานสากล

ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ไม่อนุญาตให้บริษัทออกหุ้นกู้ได้ตามมาตรา 1229 ถึงแม้ว่าตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มาตรา 33 จะมีบทบัญญัติที่เป็นข้อยกเว้น อนุญาตให้บริษัทจำกัดสามารถออกหุ้นกู้ภายใต้ข้อบังคับของคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ได้

อย่างก็ไรตาม ข้อยกเว้นดังกล่าวยังคงไม่ส่งดีต่อการดึงดูดนักลงทุนอย่างเต็มที่ ด้วยเหตุนี้จึงควรจะมีการแก้ไขเพิ่มเติมหรือออกข้อยกเว้นประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มาตรา 1229 และกฎหมายเกี่ยวกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้อง เพื่อเปิดโอกาสให้บริษัทจำกัดที่ประกอบธุรกิจ Startup สามารถออกหุ้นกู้ต่อนักลงทุนได้

4.3.2 เพื่อให้เกิดความสะดวก และความคล่องตัวในการประกอบธุรกิจ

การที่ธุรกิจ Startup ที่จดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัดยังมีทางเลือกในการหาทุนที่จำกัด และไม่สามารถกำหนดรูปแบบต่าง ๆ ให้เหมาะสมกับความต้องการของบริษัทได้ เพราะจะต้องยึดติดกับการกู้ยืมเงินจากสถาบันทางการเงินเป็นสำคัญ เมื่อทางเลือกในการหาทุนเพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้กับธุรกิจนั้นมีจำกัด ก็อาจก่อให้เกิดความยุ่งยาก และความล่าช้าต่อการดำเนินธุรกิจ

ดังนั้น ผู้วิจัยเห็นว่าควรจะมีการเพิ่มทางเลือกที่เหมาะสมให้กับธุรกิจ Startup ที่จดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัด อย่างเช่น การออกหุ้นกู้ ที่จะทำให้ธุรกิจสามารถกำหนดรูปแบบต่าง ๆ ให้เหมาะสมกับความต้องการของบริษัทได้ อาทิเช่น การกำหนดลักษณะหุ้นกู้ การกำหนดอัตราดอกเบี้ย การกำหนดได้ว่าการออกหุ้นกู้ในครั้งนั้น ๆ จะมีหลักประกัน หรือไม่ นอกจากนี้ยัง

สามารถกำหนดงวดในการจ่ายดอกเบี้ยmuที่แน่นอนได้ และช่วยให้เอกชนสามารถทราบต้นทุนการกู้ยืมของตนเองได้อย่างแน่นอนมากกว่าการกู้เงินกับสถาบันทางการเงินที่มักจะอ้างอิงกับอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัวตามสภาวะตลาด

4.3.3 การให้ความช่วยเหลือผู้ประกอบธุรกิจ Startup

เงินทุนนั้นเป็นสิ่งที่มีความสำคัญตลอดการประกอบธุรกิจตั้งแต่ช่วงแรกเริ่ม จนไปถึงช่วงเวลาที่ประสบปัญหาในการประกอบธุรกิจ เมื่อเงินทุนนั้นมีความสำคัญในทุกช่วงเวลาของการประกอบธุรกิจ จึงเกิดประเด็นคำถามที่ว่า จะหาเงินทุนดังกล่าวได้อย่างไรและจากแหล่งไหนได้บ้าง

การหาทุนของ ธุรกิจ Startup ที่จดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัดนั้น ยังถูกจำกัดการหาทุนให้อยู่ในรูปแบบของการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินเป็นหลัก ซึ่งผู้วิจัยมองว่า เป็นการจำกัดช่องทางในการดำเนินธุรกิจ Startup มากเกินไป จึงควรให้ความสนใจกับการหาทุนในการประกอบธุรกิจในรูปแบบของการออกหุ้นกู้ หรืออาจกล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่าหุ้นกู้นั้นอาจมีประโยชน์ต่อ ธุรกิจ Startup ที่จดทะเบียนเป็นบริษัทจำกัด ไม่มากก็น้อย

ทั้งนี้ การที่ให้ธุรกิจสตาร์ทอัพสามารถออกหุ้นกู้ย่อมจะก่อให้เกิดประโยชน์ดังนี้

1) การเพิ่มช่องทางในการหาแหล่งเงินกู้ นอกเหนือจากการกู้เงินจากสถาบันการเงิน ทำให้เกิดสภาพคล่องในการดำเนินการ

เมื่อเทียบกับการระดมทุนรูปแบบอื่น ๆ ของธุรกิจ Startup ซึ่งรูปแบบที่นิยมคงจะเป็นการระดมเงินทุนจากคนรอบข้างที่อาจจะเป็นญาติพี่น้อง หรือเพื่อนฝูงที่สนใจลงทุนด้วย แต่ทางเลือกนี้อาจจะเป็นจำนวนเงินที่ไม่มากพอสำหรับการพัฒนาธุรกิจแบบก้าวกระโดด การระดมทุนที่สำคัญจึงหนีไม่พ้นการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงิน ทั้งนี้มองว่าการออกหุ้นกู้มีข้อได้เปรียบอยู่หลายประการ โดย ประโยชน์หลักๆ คือเรื่องของต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่า มีข้อกำหนดและหลักเกณฑ์ที่ค่อนข้างผ่อนปรนมากกว่าการกู้ยืมกับธนาคารพาณิชย์ เช่นไม่ต้องวางหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน หรือการที่ธนาคารพาณิชย์สามารถเรียกคืนเงินกู้ได้ตลอดเวลาหากเห็นว่าเอกชนรายนั้นๆ ไม่ปฏิบัติตามข้อกำหนด แต่การออกหุ้นกู้สามารถลดความกังวลในประเด็นดังกล่าว และ

การออกหุ้นกู้ทำให้บริษัทสามารถบริหารความสมดุล ได้ดี ทำให้มีสภาพคล่องทางการเงินสูงเพียงพอที่จะดำเนินนโยบายต่าง ๆ ได้ทันความต้องการทางธุรกิจ โดยไม่ต้องพึ่งพิงและรอการอนุมัติโครงการจากสถาบันการเงิน

2) ทำให้บริษัทเป็นที่รู้จักของนักลงทุนทั้งในรูปแบบ บุคคลธรรมดา กองทุน สถาบัน ตลอดจนนักลงทุนต่างประเทศ

การออกหุ้นกู้ถือเป็นการสร้างภาพลักษณ์ที่ดี และยังช่วยสื่อสารให้ตลาดรวมไปถึงนักลงทุนมีความรู้จักในตัวองค์กร ซึ่งจะมีประโยชน์ในอนาคตหากบริษัทต้องการระดมทุน หรือต้องการหาช่องทางการระดมทุนใหม่ หากผู้ประกอบธุรกิจ Startup ได้รับการสนับสนุน และมองเห็นทางเลือกในการพัฒนาธุรกิจของตนเองได้อย่างคล่องตัว และกำหนดได้เอง เพราะการออกหุ้นกู้นั้น ก็จะเป็นแรงจูงใจให้เกิดความสนใจในการออกหุ้นกู้มากขึ้น และเมื่อมีธุรกิจรายเล็กที่อาจจะพัฒนาไปได้อีกมากมาย ก็จะส่งผลให้นักลงทุนเริ่มหันมาจับจ่าย เข้าซื้อหุ้นกู้เพื่อหวังผลกำไรแบบก้าวกระโดด อันจะเป็นผลดีต่อระบบเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ

ดังนั้น การออกหุ้นกู้จึงสามารถใช้ในการตลาดเพื่อบริษัท ซึ่งการออกหุ้นกู้นั้นสามารถเลือกขายในกรณีทั่วไปต่อประชาชน เพื่อเป็นการขยายฐานของนักลงทุน และอาจจะทำให้บริษัทที่ออกหุ้นกู้เป็นที่รู้จักในวงกว้างมากขึ้นได้ ซึ่งการที่บริษัทเป็นที่รู้จักในวงกว้างจะช่วยให้บริษัทสามารถออกหุ้นกู้ได้ง่ายขึ้น และมีต้นทุนที่ถูกลงด้วย

3) สามารถเปรียบเทียบต้นทุนการกู้เงิน ได้ว่าบริษัทควรที่จะกู้จากที่ไหนที่มีต้นทุนที่ต่ำและเหมาะสมกับบริษัทมากที่สุด

ในการออกหุ้นกู้ สามารถกำหนดรูปแบบต่าง ๆ ให้เหมาะสมกับความต้องการของบริษัทได้ อาทิเช่น การกำหนดลักษณะหุ้นกู้เป็นแบบชำระคืนเงินต้นทั้งจำนวนเมื่อครบกำหนดอายุ (Bullet) การกำหนดอัตราดอกเบี้ยเป็นแบบคงที่ (Fixed Rate) ทำให้รู้ต้นทุนดอกเบี้ยที่แน่นอน การกำหนดได้ว่าการออกหุ้นกู้ในครั้งนั้น ๆ จะมีหลักประกัน(Collateral) หรือไม่มีหลักประกัน (Non-Collateral) นอกจากนี้ยังสามารถกำหนดงวดในการจ่ายดอกเบี้ยได้ เช่น จ่ายทุก 3 เดือน หรือทุก 6 เดือน เป็นต้น และช่วยให้เอกชนสามารถทราบต้นทุนการกู้ยืมของตนเองได้อย่าง แน่นอนมากกว่าการกู้เงินกับธนาคารพาณิชย์ที่มักจะอ้างอิงกับอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัวซึ่งปรับขึ้นลงตามสภาวะตลาด

4) การออกหุ้นกู้ถือเป็นการกระจายความเสี่ยงในการระดมทุน นอกเหนือจากการกู้เงินจากธนาคาร เวลาเกิดวิกฤตทางการเงิน

การออกหุ้นกู้ช่วยลดการพึ่งพาแหล่งเงินทุนจากธนาคารพาณิชย์เพียงอย่างเดียว และช่วยลดความเสี่ยงของกิจการ หากมีเหตุให้ต้องถูกเรียกคืนเงินกู้ หรือเกิดปัญหากับธนาคารพาณิชย์ที่เป็นเจ้าหนี้

นอกจากนี้การออกหุ้นกู้ ยังนับเป็นการเปลี่ยนแปลงที่ดี ช่วยให้บริษัท มีแหล่งของการระดมทุนที่หลากหลาย ไม่ผูกติดอยู่กับรูปแบบใดเพียงรูปแบบเดียว ซึ่งหากวันใดวันหนึ่งหน้าต่างของช่องทางใดปิด ก็ยังมีช่องทางอื่นในการระดมทุน

5) เป็นการลดช่องว่างระหว่างคนที่มีเงินมาลงทุน กับบริษัทที่ต้องการเงินลงทุน อันมีผลทำให้ต้นทุนทางการเงินของบริษัทถูกลง

หากจะมองการซื้อขายหุ้นกู้เป็นการซื้อขายสินค้าทั่วไป ก็คงไม่ต่างกับการซื้อขายสินค้าสินค้าทั่วไปโดยปราศจากพ่อค้าคนกลางอันส่งผลให้ ผู้ถือหุ้นกู้ได้รับอัตราดอกเบี้ยที่มากกว่าการฝากเงินกับสถาบันการเงิน และบริษัทที่ออกหุ้นกู้ก็ไม่ต้องไปเสียต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการกู้ยืมเงินจากสถาบันทางการเงิน จึงเป็นการตัดทอนต้นทุนของทั้งสองฝ่ายให้ถูกลง

การออกหุ้นกู้นั้นจะไม่ทำให้เสียสิทธิในการควบคุม หรือสัดส่วนการถือหุ้นทุนเปลี่ยนแปลงไป และอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้ที่จ่ายปกติแล้วจะมีจำนวนน้อยกว่าเงินปันผลที่จ่ายให้หุ้นทุน ซึ่งจะเป็นอัตราดอกเบี้ยที่คงที่และแน่นอน

6) ช่วยส่งเสริมการประกอบธุรกิจ Startup ในประเทศไทย

หากเป็นบริษัทที่ยังไม่ได้จดทะเบียนในตลาดฯ สิ่งสำคัญลำดับแรก คืองบการเงินของบริษัทต้องถูกต้องน่าเชื่อถือ ต้องใช้ผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. เพื่อให้ผู้ลงทุนที่สนใจ เชื่อมั่นได้ว่าฐานะทางการเงินของกิจการเป็นไปตามงบการเงิน สำหรับบริษัทที่เตรียมตัวมาแล้วในระดับหนึ่ง และมีความพร้อมที่จะออกหุ้นกู้แล้ว ซึ่งเป็นไปได้ยากสำหรับธุรกิจ Startup หรือธุรกิจที่เพิ่งเริ่มต้นได้ไม่นาน

ซึ่งจุดเริ่มต้นของการประกอบธุรกิจ Startup นั้นมักถูกจัดตั้งในรูปของบุคคลธรรมดา และอาจจะพัฒนาขึ้นไปยังรูปแบบขององค์กรธุรกิจประเภทจดทะเบียนอย่างบริษัทจำกัด เนื่องจากเป็นธุรกิจที่เพิ่งจะเริ่มต้นได้ไม่นาน จึงยังไม่สามารถขยับไปถึงบริษัทมหาชนจำกัดได้ การหาทุนเพื่อประกอบธุรกิจ หรือพัฒนาธุรกิจจึงเป็นสิ่งที่สำคัญมาก ธุรกิจดังที่กล่าวมาอาจจะต้องพึ่งพาสถาบันทางการเงินที่มีต้นทุนสูงและความยืดหยุ่นต่ำกว่าการออกหุ้นกู้

เมื่อการประกอบธุรกิจเป็นการกระทำเพื่อแสวงหาผลกำไร การลดต้นทุนบางสิ่งบางอย่างได้ ก็ควรจะเป็นทางเลือกที่ดีกว่า การออกหุ้นกู้โดยบริษัทจำกัด จึงเป็นทางเลือกที่น่าสนใจในการพัฒนาธุรกิจ แต่การออกหุ้นกู้โดยบริษัทจำกัดภายใต้บทบัญญัติกฎหมายของไทยนั้น ยังคงมีข้อจำกัด ความยาก และความซับซ้อน อยู่มาก ซึ่งส่งผลให้การออกหุ้นกู้โดยบริษัทจำกัดนั้นไม่สามารถทำได้เป็นการทั่วไป ดังนั้น หากธุรกิจ Startup สามารถที่จะออกหุ้นกู้ได้เอง ก็อาจจะทำให้เกิดความสนใจในแวดวงธุรกิจ Startup ในวงกว้าง และทำให้มีผู้ประกอบธุรกิจอาจหันมาออกหุ้นกู้แทนการกู้ยืมสถาบันทางการเงินมากขึ้นก็เป็นได้

4.4 ปัญหาที่อาจเกิดขึ้นเมื่อธุรกิจ Startup สามารถออกหุ้นกู้ได้

การที่บริษัทจำกัดจะสามารถออกหุ้นกู้ได้นั้น ตัวบริษัทที่จะออกหุ้นกู้เอง จะต้องมีกิจการที่มีฐานะมั่นคง มีชื่อเสียงในระดับหนึ่ง และได้รับความไว้วางใจจากบุคคลโดยทั่วไป หรืออาจจะต้องมีหลักทรัพย์ค้ำประกัน ซึ่งบริษัททั่วไปที่มีขนาดใหญ่ อย่างเช่นบริษัทมหาชนจำกัดนั้น อาจจะมีคุณสมบัติต่าง ๆ ครบถ้วนดีแล้ว ทำให้ความเสี่ยงที่จะเกิดปัญหาก็แทบจะไม่มีเลย ต่างกับบริษัทจำกัดขนาดเล็ก ที่อาจจะมีความเสี่ยงอยู่บ้าง ไม่มากก็น้อย

โดยปัญหาที่อาจเกิดขึ้นสำหรับการออกหุ้นกู้ของบริษัทจำกัดขนาดเล็ก ที่เราต้องพิจารณาให้ดีก่อนตัดสินใจซื้อหุ้นกู้ ซึ่งปัญหาที่สามารถเกิดขึ้นได้ อาจมีผลกระทบทำให้ไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ย หรือเงินต้นคืนเต็มจำนวน หรือผู้ถืออาจได้รับผลขาดทุนจากการลงทุนเมื่อเทียบกับการลงทุนในรูปแบบอื่น ๆ โดยปัญหาดังกล่าวจะมีปัญหาหลัก ๆอยู่ 3 ประการ ดังนี้

4.4.1 ปัญหาเกี่ยวกับตัวบริษัทผู้ออกหุ้นกู้

เมื่อธุรกิจที่มีขนาดเล็กสามารถออกหุ้นกู้ได้ทั้ง ๆที่ตัวกิจการยังไม่มีความมั่นคงทางด้านการเงิน หรือการบริหารจัดการมากนัก ก็อาจจะส่งผลกระทบในภายหลังที่ได้ออกหุ้นกู้ไปแล้ว โดยปัญหาที่อาจจะเกิดขึ้นได้นั้น อาจจะเกิดขึ้นได้จากสถานะทางการเงินของตัวบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ การบริหารการจัดการ ศักยภาพของบริษัท หรือผลการดำเนินงานที่ผ่านมา ซึ่งหากว่า สถานะทางการเงินของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้นั้นไม่มั่นคง หรือการบริหารจัดการของผู้บริหารยังไม่ดีพอ ไม่สามารถดำเนินบริษัทให้เป็นไปอย่างราบรื่น หรือแก้ไขปัญหาได้อย่างรวดเร็วและตรงจุด ก็อาจส่งผลให้มีปัญหาด้านสถานะทางการเงินได้ในภายหลังได้

เนื่องจากกิจการที่ออกหุ้นกู้นั้นมีภาระในการจ่ายดอกเบี้ยจ่ายประจำเมื่อถึงกำหนด ถึงแม้ว่ากิจการจะมีผลขาดทุนก็ตาม ดังนั้นหากกิจการเกิดประสบปัญหาในภายหลัง แล้วไม่สามารถแก้ไขได้ ผู้ออกหุ้นกู้ก็ยังคงมีภาระในการจ่ายดอกเบี้ยตามหน้าที่นั่นเอง

4.4.2 ปัญหาเกี่ยวกับธุรกิจ หรืออุตสาหกรรมของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้

จากที่ได้กล่าวไปแล้วนั้น ไม่ใช่เพียงปัญหาที่อาจจะเกิดขึ้นได้จากศักยภาพของตัวบริษัทเองเท่านั้น แต่ปัญหาที่เกิดขึ้นได้อาจหมายรวมถึง ปัญหาเกี่ยวกับธุรกิจ หรืออุตสาหกรรมของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้เช่นกัน โดยที่อาจจะเกิดผลกระทบขึ้นได้จาก ธุรกิจหรืออุตสาหกรรมที่ผู้ออกหุ้นกู้ทำอยู่เป็นธุรกิจหรืออุตสาหกรรมที่มีความเสี่ยงสูง มีความผันผวน หรืออาจจะเกิดปัญหาจากสภาพเศรษฐกิจ หรือการเมืองโดยรวมจะมีผลกระทบต่อธุรกิจของผู้ออกหุ้นกู้แค่ไหน แนวโน้มธุรกิจในอนาคตจะเป็นอย่างไร จะมีการแข่งขันสูงแค่ไหน

หากบริษัทผู้ออกหุ้นกู้เป็นกิจการขนาดเล็กที่ขาดภูมิต้านทาน หรือไม่เตรียมพร้อมที่จะรับมือปัญหาที่อาจเกิดขึ้นได้ โดยที่อาจจะไม่ใช่ปัญหาจากตัวบริษัทเอง ก็อาจจะเกิดปัญหาตามมาทีหลังได้

4.4.3 ปัญหาเกี่ยวกับตัวหุ้นกู้เอง

ปัญหาที่อาจจะเกิดขึ้นได้ตามลักษณะของหุ้นกู้เอง เช่น หุ้นกู้ด้อยสิทธิ หรือหุ้นกู้ไม่มีประกัน ย่อมมีความเสี่ยงต่อผู้ถือมากกว่าหุ้นกู้ประเภท ไม่ด้อยสิทธิ หรือหุ้นกู้มีประกัน หรือหากอายุหุ้นกู้ยิ่งนาน ความเสี่ยงก็ย่อมยาวนานออกไปตามลำดับด้วย นอกจากนี้ ความเสี่ยงอื่น ๆ ก็เช่น สภาพคล่องในตลาดรองของหุ้นกู้มีมากน้อยแค่ไหน ขายต่อได้คล่องตัว และได้ผลตอบแทนที่ดีในราคาที่ต้องการหรือไม่ ภาษีที่ต้องเสียจากผลตอบแทนการถือหุ้นกู้จะมีการเปลี่ยนแปลงหรือไม่

ปัญหาเหล่านี้อาจจะไม่ได้เกิดกับบริษัทผู้ออกหุ้นกู้โดยตรง แต่ปัญหาต่าง ๆที่อาจเกิดขึ้นกับผู้ถือหุ้นกู้นั้น ก็จะส่งผลกระทบต่อความน่าเชื่อถือของนักลงทุนรายอื่นด้วยเช่นกัน หากนักลงทุนสามารถมองเห็นได้ว่า ตัวหุ้นกู้นั้นมีความเสี่ยงสูง หรือเคยเกิดปัญหากับนักลงทุนรายอื่น ก็อาจส่งผลให้หุ้นกู้นั้นขาดความน่าเชื่อถือไม่น่าลงทุนนั่นเอง

\