

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษาและวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

แนวคิด ทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย 8 ทฤษฎี ดังนี้ มาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศฉบับที่ 32 เรื่อง Financial Instruments: Disclosure and Presentation มาตรฐานการบัญชีของสหรัฐอเมริกาฉบับที่ 150 เรื่อง Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of both Liabilities and Equity มาตรฐานการบัญชีไทยฉบับที่ 48 เรื่องการแสดงรายการและการเปิดเผยข้อมูลสำหรับเครื่องมือทางการเงิน หลักเกณฑ์ทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาและ Rule 144A เรื่อง บริษัทเอกชนขายหุ้นต่อสถาบันการเงิน (Private Resales of Securities to Institutions) ความเป็นมาของตราสารหนี้ในประเทศไทย ความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับหุ้นกู้แปลงสภาพ การวิเคราะห์กำไรจากการมีเจ้าหนี้ (Financial Leverage หรือ Leverage Factor) และ Trading on Equity

วรรณกรรมที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย 13 วรรณกรรม ที่ศึกษาและวิจัยโดย Kuhlman Bruce Robert (2531), Caldis, Grant Henry (2533), Sorensson, Tomas (2536), Chan, Wing Ho Alex (2544), Taylor, Don A (2542), Jung, Mookwon (2544), Taksler, Glen Barry (2545), Golembiewski, Christopher Allan (2545), Shivers, Marc Andreas (2546), Sahingur, Yusuf Emre (2546), Michael, Timothy Brian (2546), Gosselin, Guillaume (2546) และ Sirbu, Mihai (2547)

2.1 มาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศฉบับที่ 32 เรื่อง **Financial Instruments: Disclosure and Presentation**

มาตรฐานฉบับนี้เป็นมาตรฐานที่ประกาศใช้โดยคณะกรรมการมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ (International Accounting Standard Committee: IASC) ในปี 2541 และ 2543 ได้มีการแก้ไขโดยมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ ฉบับที่ 39 เรื่อง การรับรู้และการวัดมูลค่าเครื่องมือทางการเงิน (Amended by IAS No. 39, “Financial Instruments: Recognition and Measurement”) โดยทำการแก้ไขย่อหน้าที่ 5, 52, 81, 83 และ 94 และได้เพิ่มเติมย่อหน้า 43A เข้าไป รวมทั้งได้ยกเลิกย่อหน้าที่ 91-93 เพื่อให้สอดคล้องกับมาตรฐาน IAS No. 39 ซึ่งมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศเป็นมาตรฐานที่กำหนดทางเลือกปฏิบัติทางบัญชีไว้หลายทางเพื่อให้ประเทศต่างๆ สามารถเลือกใช้วิธีปฏิบัติที่เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมของประเทศนั้นๆ ได้

มาตรฐานการบัญชีฉบับนี้ได้กล่าวถึงหัวข้อต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับเครื่องมือทางการเงินที่มีลักษณะเป็นทั้งหนี้สินและทุน ได้แก่ การจัดประเภทเครื่องมือทางการเงินที่มีลักษณะเป็นทั้งหนี้สินและทุนเริ่มแรก การแสดงรายการ การวัดมูลค่าเริ่มแรก การวัดมูลค่าภายหลังการได้มา และการเปิดเผยข้อมูล โดยให้ถือปฏิบัติกับงบการเงินสำหรับรอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม 2539 เป็นต้นไป

2.2 มาตรฐานการบัญชีของสหรัฐอเมริกาฉบับที่ 150 เรื่อง Accounting for Certain Financial Instruments with Characteristics of both Liabilities and Equity

มาตรฐานฉบับนี้ออกโดยคณะกรรมการเพื่อการศึกษาและจัดทำมาตรฐานการบัญชี (Financial Accounting Standard Board: FASB) เป็นมาตรฐานแรกๆ ที่จัดทำขึ้นเพื่อกำหนดวิธีปฏิบัติเกี่ยวกับการจัดประเภทและวิธีปฏิบัติทางบัญชีที่เหมาะสมสำหรับเครื่องมือทางการเงินที่มีลักษณะเป็นทั้งหนี้สินและทุน เช่น หนี้แปลงสภาพ (convertible debt) และหุ้นที่สามารถขายคืน (puttable stock) ได้ โดยเลือกกล่าวถึงเครื่องมือทางการเงินบางประเภทเท่านั้น

มาตรฐานการบัญชีฉบับนี้ได้กล่าวถึงหัวข้อต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับเครื่องมือทางการเงินที่มีลักษณะเป็นทั้งหนี้สินและทุน ได้แก่ การจัดประเภทเครื่องมือทางการเงินที่มีลักษณะเป็นทั้งหนี้สินและทุนเริ่มแรก การแสดงรายการ การวัดมูลค่าเริ่มแรก การวัดมูลค่าภายหลังการได้มา และการเปิดเผยข้อมูล โดยให้ถือปฏิบัติกับงบการเงินสำหรับรอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 15 ธันวาคม 2546 เป็นต้นไป

2.3 มาตรฐานการบัญชีไทยฉบับที่ 48 เรื่องการแสดงผลรายการและการเปิดเผยข้อมูลสำหรับเครื่องมือทางการเงิน

มาตรฐานการบัญชีฉบับนี้เป็นมาตรฐานที่ประกาศใช้โดยสมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย เพื่อใช้แทนมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 28 เรื่อง การบัญชีสำหรับหนี้แปลงสภาพและหนี้ที่ออกพร้อมใบสำคัญแสดงสิทธิซื้อหุ้น

มาตรฐานการบัญชีฉบับนี้เป็นไปตามเกณฑ์ที่กำหนดขึ้นโดยมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ ฉบับที่ 32 เรื่อง การแสดงผลรายการและการเปิดเผยข้อมูลสำหรับเครื่องมือทางการเงิน (IAS No. 32, "Financial Instrument: Disclosure and Presentation") ซึ่งมีการแก้ไขโดยมาตรฐานการบัญชีระหว่างประเทศ ฉบับที่ 39 เรื่อง การรับรู้และการวัดมูลค่าเครื่องมือทางการเงิน (Amended by

IAS No. 39, “Financial Instruments: Recognition and Measurement”) โดยมีเนื้อหาสาระสำคัญไม่แตกต่างกัน

มาตรฐานการบัญชีฉบับนี้ได้กล่าวถึงหัวข้อต่างๆ ได้แก่ วัตถุประสงค์ ขอบเขต คำนิยาม การแสดงรายการ การจัดประเภทเครื่องมือทางการเงิน และการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับเครื่องมือทางการเงิน โดยให้ถือปฏิบัติกับงบการเงินสำหรับรอบระยะเวลาบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม 2543 เป็นต้นไป

2.4 หลักเกณฑ์ทั่วไปในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา และ Rule 144A เรื่อง บริษัทเอกชนขายหุ้นต่อสถาบันการเงิน (Private Resales of Securities to Institutions)

หลักเกณฑ์ในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาที่ประกาศใช้โดยคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (SEC) ของสหรัฐอเมริกาเกี่ยวกับเครื่องมือทางการเงินที่มีลักษณะเป็นทั้งหนี้สินและทุน และ Rule 144A ซึ่งเป็นกฎเกณฑ์ที่อนุญาตให้สถาบันการเงินที่จดทะเบียนสามารถซื้อ-ขายหลักทรัพย์ที่ไม่ได้จดทะเบียนได้ ซึ่งทำให้หลักทรัพย์มีสภาพคล่องสูงขึ้น

2.5 ความเป็นมาของตราสารหนี้ในประเทศไทย

ตราสารหนี้เกิดขึ้นในประเทศไทยครั้งแรกในปี พ.ศ. 2448 ซึ่งเป็นรัชสมัยของพระบาทสมเด็จพระจุลจอมเกล้าเจ้าอยู่หัวรัชกาลที่ 5 ซึ่งรัฐบาลในขณะนั้นได้มีการออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อระดมเงินทุนจากประเทศอังกฤษและประเทศฝรั่งเศส โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเงินทุนมาใช้ในการพัฒนาทางรถไฟ และปรับปรุงสถานะทางเศรษฐกิจของประเทศ

ต่อมาในปี พ.ศ. 2476 กระทรวงการคลังได้ออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อระดมทุนภายในประเทศเป็นครั้งแรก จากนั้นเป็นต้นมากระทรวงการคลังก็ได้เสนอขายพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวอย่างต่อเนื่อง โดยธนาคารแห่งประเทศไทยมีหน้าที่ในการกำกับดูแลการออกพันธบัตรรัฐบาล และจากการทิ้งบประมาณของรัฐบาลเป็นงบประมาณขาดดุลมาโดยตลอดนับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2523-2526 ทำให้รัฐบาลต้องออกพันธบัตรเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ และนำเงินทุนที่ได้นั้นไปใช้ในพัฒนาประเทศ

ในปี พ.ศ. 2533 รัฐบาลเริ่มสามารถดำเนินนโยบายงบประมาณเกินดุลได้ จึงไม่มีการออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณอีก ทำให้สภาพคล่องของตลาดรองพันธบัตรอยู่ในระดับต่ำมาก เนื่องจากผู้ถือพันธบัตรไม่ต้องการที่จะนำพันธบัตรที่ตนเองมีในครอบครอง ออก

มาทำการซื้อขายเปลี่ยนมือในตลาดรอง นอกจากนี้ธนาคารแห่งประเทศไทยยังกำหนดให้สถาบันการเงินต่างๆ เช่น ธนาคารพาณิชย์ และบริษัทเงินทุน ต้องถือครองพันธบัตรไว้เป็นทุนสำรองตามกฎหมาย สถาบันการเงินเหล่านั้นจึงไม่นำพันธบัตรออกมาขายในตลาดรอง

ในปี พ.ศ. 2535 มีการประกาศใช้พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ขึ้น เป็นการเปิดโอกาสให้บริษัทเอกชนต่างๆ สามารถระดมทุนได้โดยตรงจากประชาชน ไม่ว่าจะเป็นการระดมเงินทุนจากส่วนของเจ้าของและการก่อหนี้ โดยใช้เครื่องมือทางการเงินในรูปแบบต่างๆ ได้แก่ การออกตราสารทุน เช่น หุ้นสามัญ และการออกตราสารหนี้ เช่น หุ้นกู้ เป็นต้น ซึ่งจากเดิมนั้นเฉพาะบริษัทมหาชนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้นที่สามารถออกตราสารหนี้ได้

ในช่วงที่ภาวะตลาดหลักทรัพย์ซบเซาทางเลือกในการจัดหาเงินทุนระยะยาวของบริษัทมหาชนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อีกทางเลือกหนึ่งคือการออกหุ้นกู้แปลงสภาพซึ่งจะช่วยจูงใจนักลงทุนได้มากกว่าการออกหุ้นสามัญ หรือการออกหุ้นกู้ธรรมดา เพราะถ้าในอนาคตบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพก็จะใช้สิทธิแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ ซึ่งจะทำให้ได้ประโยชน์มากขึ้น แต่ถ้าหากในอนาคตผลการดำเนินงานของกิจการไม่ดี ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพก็จะไม่ใช่สิทธิแปลงสภาพ แต่จะเลือกถือหุ้นกู้แปลงสภาพต่อไป และรับผลตอบแทนในรูปแบบของดอกเบี้ยในอัตราที่คงที่แทน และแม้ว่าในปัจจุบันการระดมทุนโดยการออกหุ้นกู้แปลงสภาพจะยังไม่ค่อยเป็นที่นิยมในประเทศไทยเท่าใดนัก แต่การออกหุ้นกู้แปลงสภาพก็เป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการระดมทุนสำหรับกิจการที่ต้องการระดมทุนแต่ยังไม่พร้อมที่จะออกหุ้นสามัญเนื่องจากการออกหุ้นสามัญจำนวนมากเนื่องจากหุ้นสามัญมีราคาต่ำอาจส่งผลให้กำไรต่อหุ้นมีค่าลดลง (Dilution Effect)

2.6 ความรู้ทั่วไปเกี่ยวกับหุ้นกู้แปลงสภาพ

2.6.1 ความหมายของหุ้นกู้แปลงสภาพ

หุ้นกู้แปลงสภาพเป็นเครื่องมือทางการเงินที่มีลักษณะสองลักษณะผสมกันอยู่ คือ ผู้ถือหุ้นกู้มีฐานะเป็นเจ้าหนี้ของบริษัท แต่เมื่อผู้ถือหุ้นกู้ใช้สิทธิแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญตามอัตราแปลงสภาพและช่วงเวลาที่สามารถแปลงสภาพได้ สถานะของผู้ถือหุ้นกุนั้นจะกลายเป็นเจ้าของบริษัททันที ผู้ถือหุ้นกู้จะได้รับดอกเบี้ยตลอดอายุของตราสารก่อนการแปลงสภาพแต่เมื่อมีการแปลงสภาพแล้วก็จะได้รับเงินปันผลแทน ลักษณะเด่นที่สำคัญของหุ้นกู้แปลงสภาพในแง่ผู้ออก คือ บริษัทผู้ออกสามารถออกหุ้นกู้ได้ในอัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าหุ้นกู้ธรรมดา และขายหุ้นสามัญได้ในราคาที่สูงกว่าราคาตลาด ส่วนในแง่ของผู้ลงทุนนั้นการลงทุนในหุ้นกู้แปลงสภาพทำให้ผู้ลงทุนมี

ส่วนร่วมในราคาหุ้นสามัญที่สูงขึ้นด้วย ขณะเดียวกันก็สามารถหลีกเลี่ยงราคาหุ้นที่ลดลงโดยเลือกที่จะไม่แปลงสภาพก็ได้

2.6.2 วัตถุประสงค์ของการออกหุ้นกู้แปลงสภาพ

1. เพื่อชะลอการออกหุ้นสามัญ บริษัทที่มีวัตถุประสงค์จะระดมทุนแต่เนื่องจากในขณะที่ต้องการ เงินทุนนั้นสภาพของตลาดไม่เอื้ออำนวยให้ออกหุ้นสามัญซึ่งอาจเนื่องมาจากขณะนั้นนักลงทุนไม่มีความมั่นใจที่จะลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัท เพราะว่าให้ผลตอบแทนต่ำ หากออกหุ้นสามัญอาจจะจำหน่ายไม่หมด หรือหากออกก็ต้องขายในราคาต่ำ ทำให้ต้องออกหุ้นสามัญจำนวนมาก ซึ่งจะมีผลกระทบต่อกำไรต่อหุ้น เงินปันผล และราคาหุ้นสามัญ ดังนั้นบริษัทจึงชะลอการออกหุ้นสามัญไว้ก่อน โดยออกหุ้นแปลงสภาพแทน ซึ่งจะให้ผลตอบแทนในรูปแบบของดอกเบี้ยที่มีอัตราที่แน่นอน

2. ช่วยดึงดูดใจนักลงทุน หุ้นกู้แปลงสภาพน่าสนใจมากกว่าหุ้นกู้ธรรมดา เพราะสามารถเปลี่ยนสภาพจากเจ้าหนี้เป็นเจ้าของได้ โดยหุ้นกู้แปลงสภาพให้สิทธิผู้ลงทุนในการพิจารณาฐานะและผลการดำเนินงานของบริษัทก่อนที่จะตัดสินใจเลือกว่าจะลงทุนแบบใด หากผลการดำเนินงานไม่ดีก็จะเลือกรับดอกเบี้ย โดยถือหุ้นกู้ต่อไปโดยไม่แปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ แต่หากผลการดำเนินงานของบริษัทดีก็จะเลือกแปลงสภาพหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญเพื่อรับเงินปันผล

3. ช่วยลดต้นทุนในการระดมทุน โดยปกติแล้วต้นทุนของการออกหุ้นกู้ธรรมดาจะต่ำกว่าต้นทุนของการออกหุ้นสามัญ และต้นทุนของการออกหุ้นกู้แปลงสภาพจะต่ำกว่าต้นทุนของการออกหุ้นกู้ธรรมดา เนื่องจากหุ้นกู้แปลงสภาพน่าสนใจมากกว่าหุ้นกู้ธรรมดาทำให้อัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้แปลงสภาพต้องน้อยกว่าหุ้นกู้ธรรมดาที่ออกโดยบริษัทเดียวกัน

2.6.3 ลักษณะของหุ้นกู้แปลงสภาพ

หุ้นกู้แปลงสภาพเป็นหลักทรัพย์ที่จะต้องมีการกำหนดอัตราแปลงสภาพ ระยะเวลาแปลงสภาพ มูลค่าแปลงสภาพ และส่วนเกินมูลค่าแปลงสภาพไว้ล่วงหน้า

1. อัตราแปลงสภาพ (Conversion Ratio) เป็นอัตราแลกเปลี่ยนระหว่างหุ้นกู้กับหุ้นสามัญ หรือเป็นอัตราที่กำหนดว่าหุ้นกู้ 1 หุ้นสามารถแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญได้กี่หุ้น อัตราแปลงสภาพจะมากหรือน้อย ขึ้นอยู่กับ 2 ปัจจัยคือ มูลค่าตามหน้าตัวของหุ้นกู้และราคาแปลงสภาพ ถ้าราคาแปลงสภาพที่บริษัทกำหนดไว้สูง อัตราแปลงสภาพก็จะต่ำ ทำให้หุ้นกู้แปลงสภาพ 1 หุ้น แปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญได้น้อยลง สูตรในการคำนวณอัตราแปลงสภาพคือ

$$\text{อัตราแปลงสภาพ} = \frac{\text{มูลค่าตามหน้าตัว}}{\text{ราคาแปลงสภาพ}}$$

ราคาแปลงสภาพ (Conversion or Strike Price) คือ ราคาหุ้นสามัญที่ใช้หาอัตราแลกเปลี่ยนหุ้นกู้แปลงสภาพ

อัตราแปลงสภาพ และราคาแปลงสภาพสามารถมีได้หลายอัตราตลอดอายุของหุ้นกู้แปลงสภาพ เช่น หากผลการดำเนินงานของกิจการดี ราคาตลาดของหุ้นสามัญก็จะสูงขึ้นราคาแปลงสภาพก็ควรจะสูงขึ้นด้วย หรือในกรณีที่เกิด Dilution Effect จากการแตกหุ้น การจ่ายปันผลเป็นหุ้นสามัญ ซึ่งตามปกติแล้วราคาที่แปลงสภาพจะถูกกำหนดไว้สูงกว่าราคาตลาดของหุ้นสามัญอยู่ประมาณร้อยละ 10-20

ตัวอย่างเช่น บริษัทหนึ่งออกหุ้นกู้แปลงสภาพจำหน่ายตามราคาตราไว้หุ้นละ 1,000 บาท โดยกำหนดราคาแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญหุ้นละ 50 บาท

$$\begin{aligned} \text{อัตราแปลงสภาพ} &= \frac{\text{มูลค่าตามหน้าตั๋ว}}{\text{ราคาแปลงสภาพ}} \\ &= \frac{1,000}{50} \\ &= 20 \text{ หุ้น} \end{aligned}$$

หมายความว่าหุ้นกู้ 1 หุ้น สามารถแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญได้ 20 หุ้น

2. **มูลค่าแปลงสภาพ (Conversion Value)** เป็นมูลค่าของหุ้นกู้แปลงสภาพ ณ เวลาที่แปลงสภาพไปเป็นหุ้นสามัญเทียบกับราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทในช่วงเวลานั้น ถ้าราคาตลาดของหุ้นสามัญเพิ่มสูงขึ้นจะทำให้หุ้นกู้แปลงสภาพมีมูลค่าสูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งในทางทฤษฎีแล้วมูลค่าแปลงสภาพ ณ ขณะใดขณะหนึ่งจะเป็นมูลค่าขั้นต่ำสุดของหุ้นกู้แปลงสภาพ มูลค่าแปลงสภาพจะขึ้นอยู่กับอัตราแปลงสภาพ และราคาตลาดของหุ้นสามัญ สูตรในการคำนวณมูลค่าแปลงสภาพคือ

$$\text{มูลค่าแปลงสภาพ} = \text{อัตราแปลงสภาพ} \times \text{ราคาตลาดของหุ้นสามัญ}$$

3. **ส่วนเกินมูลค่าแปลงสภาพ (Conversion Premium)** คือผลต่างระหว่างราคาตลาดของหุ้นกู้แปลงสภาพกับมูลค่าแปลงสภาพ สูตรในการคำนวณคือ

$$\text{ส่วนเกินมูลค่าแปลงสภาพ} = \text{ราคาตลาดของหุ้นกู้แปลงสภาพ} - \text{มูลค่าแปลงสภาพ}$$

จากตัวอย่างข้างต้น ถ้าราคาตลาดของหุ้นกู้แปลงสภาพขณะนั้นคือ 1,100 บาท และราคาตลาดของหุ้นสามัญเท่ากับ 45 บาท สามารถคำนวณมูลค่าแปลงสภาพได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{มูลค่าแปลงสภาพ} &= \text{อัตราแปลงสภาพ} \times \text{ราคาตลาดของหุ้นสามัญ} \\ &= 20 \times 45 \\ &= 900 \text{ บาท} \end{aligned}$$

มูลค่าแปลงสภาพเท่ากับ 900 บาท ขณะที่มูลค่าตลาดของหุ้นกู้แปลงสภาพเท่ากับ 1,100 บาท ถ้าทำการแปลงสภาพหุ้นกู้ขณะนี้ เท่ากับว่าผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพนำหุ้นกู้แปลงสภาพราคา 1,100 บาท ไปแลกเปลี่ยนเป็นหุ้นสามัญราคาเพียง 900 บาท ซึ่งทำให้เกิดส่วนเกินมูลค่าแปลงสภาพ (conversion premium) เท่ากับ 200 บาท สามารถคำนวณส่วนเกินมูลค่าแปลงสภาพได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{ส่วนเกินมูลค่าแปลงสภาพ} &= \text{ราคาตลาดของหุ้นกู้แปลงสภาพ} - \text{มูลค่าแปลงสภาพ} \\ &= 1,100 - 900 \\ &= 200 \text{ บาท} \end{aligned}$$

แต่จากตัวอย่างข้างต้นผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพจะไม่ใช้สิทธิแปลงสภาพแต่อาจขายหุ้นกู้แปลงสภาพไปเพราะจะได้ราคาที่สูงกว่าการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญและขายหุ้นสามัญในตลาด เนื่องจากมูลค่าของหุ้นสามัญที่ควรจะเป็นคือ 55 บาท ($1,100 / 20$ หุ้น = 55 บาท) แต่ราคาตลาดของหุ้นสามัญเท่ากับ 45 บาท ซึ่งต่ำกว่าราคาของหุ้นสามัญที่ควรจะเป็นถึง 10 บาท

สาเหตุที่ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพจะทำการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญมีดังนี้

1. มูลค่าแปลงสภาพสูงกว่าราคาตลาดของหุ้นกู้
2. ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพต้องการเป็นเจ้าของกิจการ
3. ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพอาจถูกบังคับให้เลือกที่จะแปลงสภาพเพราะหาก

ไม่ทำการแปลงสภาพบริษัทอาจจะไถ่ถอนหุ้นกู้แปลงสภาพได้ โดยปกติแล้วราคาไถ่ถอนหุ้นกู้แปลงสภาพจะต่ำกว่ามูลค่าแปลงสภาพ ซึ่งจะทำให้ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพเสียประโยชน์ได้

4. วิธีการแปลงสภาพ

วิธีการแปลงสภาพแบ่งได้เป็น 2 วิธีดังนี้

1. Voluntary Conversion คือ การแปลงสภาพด้วยความสมัครใจ โดยผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพยินดีที่จะใช้สิทธิตามที่กำหนดในสัญญา กรณีนี้มักเกิดขึ้นเมื่อผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพเห็นว่าเงินปันผลที่จะได้จากหุ้นสามัญมีผลตอบแทนสูงกว่าดอกเบี้ยที่จะได้รับจากหุ้นกู้แปลงสภาพ ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพอาจจะพิจารณาเลือกใช้สิทธิทันที

2. Call Policy คือ การถูกบังคับให้แปลงสภาพ หรือการเรียกคืน ซึ่งหุ้นกู้แปลงสภาพส่วนมากมักจะกำหนด Call Option หรือสิทธิที่ผู้ออกสามารถไถ่ถอนก่อนกำหนดได้ภายในเวลาและราคาที่กำหนดไว้เพื่อให้เกิดความคล่องตัวในการไถ่ถอนเมื่อเกิดความต้องการ และเมื่อผู้ออกต้องการทำ Refinancing หรือ Refunding ซึ่งในกรณีนี้บริษัทจะมีข้อบังคับกำหนดให้ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพทำการแปลงสภาพตามที่บริษัทตั้งเป้าหมายไว้ในเวลาและราคาที่กำหนด มิฉะนั้นบริษัทจะเรียกคืนตามราคาเรียกคืนที่กำหนดไว้

5. ระยะเวลาแปลงสภาพ คือ ช่วงเวลาที่ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพสามารถแปลงสภาพหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญได้ แบ่งได้ 2 ลักษณะดังนี้

1. การให้สิทธิแปลงสภาพตลอดอายุของหุ้นกู้ กรณีนี้ผู้ถือหุ้นกู้สามารถแปลงสภาพได้ทุกเวลาตลอดอายุของหุ้นกู้ เพราะบริษัทผู้ออกจะไม่ได้กำหนดเวลาแน่นอนว่าจะให้แปลงสภาพเมื่อใด

2. การกำหนดช่วงเวลาปลอดจากการแปลงสภาพ คือการกำหนดช่วงเวลาหนึ่งที่จะไม่มีการแปลงสภาพไว้ ซึ่งส่วนมากจะเป็นช่วงนับตั้งแต่วันที่ออกหุ้นกู้แปลงสภาพ เป็นต้นไปอาจเป็นเวลา 3 ปี หรือ 4 ปี ที่จะไม่มีการแปลงสภาพ หลังจากนั้นแล้วจึงจะอนุญาตให้แปลงสภาพได้จนครบกำหนดไถ่ถอนหุ้นกู้

2.6.4 ระยะเวลาคืนทุนของหุ้นกู้แปลงสภาพ

ระยะเวลาคืนทุน (Payback Period) คือ ระยะเวลาที่นักลงทุนจะได้รับรายได้จากดอกเบี้ยจนสามารถชดเชยส่วนเกินมูลค่าแปลงสภาพที่ต้องขายไป ซึ่งก็คือส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยรับจากหุ้นกู้แปลงสภาพ กับเงินปันผลจากหุ้นสามัญ ในการคำนวณหาระยะเวลาคืนทุนสามารถคำนวณได้ 2 วิธี ดังนี้

1. วิธีตามทฤษฎี มีสูตรการคำนวณดังนี้

$$\text{ระยะเวลาคืนทุน} = \frac{\text{ราคาหุ้นกู้แปลงสภาพ} - \text{มูลค่าแปลงสภาพ}}{(\text{ราคาหุ้นกู้แปลงสภาพ} \times \text{อัตราดอกเบี้ย}) - (\text{อัตราแปลงสภาพ} \times \text{อัตราปันผลต่อหุ้น})}$$

2. วิธีในทางปฏิบัติ มีสูตรการคำนวณดังนี้

$$\text{ระยะเวลาคืนทุน} = \frac{\text{ส่วนเกินมูลค่าแปลงสภาพ}}{\text{ดอกเบี้ย} - \text{เงินปันผล}}$$

2.6.5 ข้อพิจารณาก่อนการลงทุนในหุ้นกู้แปลงสภาพ

ในการลงทุนในหุ้นกู้แปลงสภาพ นักลงทุนควรพิจารณาในประเด็นต่างๆ ดังนี้

1. พิจารณาจากความเสี่ยงในการจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ย ตลอดจนความน่าเชื่อถือของบริษัทผู้ออกและผู้ค้ำประกัน
2. พิจารณาถึงความเคลื่อนไหวของอัตราดอกเบี้ย เนื่องจากหุ้นกู้แปลงสภาพมีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ย
3. ราคาของหุ้นกู้ธรรมดาไม่ควรจะต่ำกว่าราคาตลาดปัจจุบันเกิน 15%
4. พิจารณาผลตอบแทนที่จะได้รับในอนาคต รวมถึงแนวโน้มทางธุรกิจและผลประกอบการ เนื่องจากการลงทุนในหุ้นกู้แปลงสภาพถือเป็นการซื้ออนาคตของกิจการ ดังนั้นช่วงระยะเวลาการคืนทุนควรเหมาะสมผล
5. พิจารณาถึงปัจจัยต่างๆ ที่จะมีผลต่ออัตราผลตอบแทน เช่น อัตราดอกเบี้ยอัตราเงินเฟ้อ ถ้าอัตราเหล่านี้สูงขึ้น อัตราผลตอบแทนที่เราควรจะได้รับก็ต้องสูงขึ้นด้วยเช่นกัน

2.6.6 ข้อดีของการออกหุ้นกู้แปลงสภาพ

1. การออกหุ้นกู้แปลงสภาพจะช่วยชะลอผลกระทบจากการลดลงของกำไรต่อหุ้น (Dilution Effect) ซึ่งเป็นผลมาจากการเพิ่มหุ้นสามัญ
2. การออกหุ้นกู้แปลงสภาพสามารถกำหนดอัตราดอกเบี้ยได้ในอัตราต่ำกว่าหุ้นกู้ธรรมดา เนื่องจากมีการให้สิทธิในการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ ทำให้ต้นทุนในการระดมทุนของกิจการต่ำลง
3. การออกหุ้นกู้โดยให้สิทธิในการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญจะทำให้การเสนอขายหลักทรัพย์ทำได้ง่ายขึ้น และเป็นที่น่าสนใจมากกว่าการเสนอขายหุ้นสามัญเพียงอย่างเดียว
4. ในช่วงที่ตลาดหุ้นซบเซา นักลงทุนส่วนใหญ่มักสนใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนในอัตราคงที่ เช่น หุ้นกู้ หุ้นบุริมสิทธิ มากกว่าการลงทุนในหุ้นสามัญ

2.7 การวิเคราะห์กำไรจากการมีเจ้าหนี้ (Financial Leverage หรือ Leverage Factor)

การวิเคราะห์กำไรจากการมีเจ้าหนี้ คือ การที่กิจการได้มีการหาเงินทุนบางส่วนจากเจ้าหนี้ หรือคือการดำเนินงานโดยมีเจ้าหนี้มาร่วมลงทุน ซึ่ง Financial Leverage สามารถคำนวณได้จาก หนี้สินทั้งหมดหารด้วยสินทรัพย์รวมทั้งหมดของกิจการ

ตัวอย่างเช่น ถ้ากิจการมีสินทรัพย์รวม 10 ล้านบาท และมีหนี้สินรวม 3 ล้านบาท Financial Leverage ของกิจการมีค่าเท่ากับ 30% หมายความว่ากิจการนี้ได้ดำเนินงานโดยนำเงินจากเจ้าหนี้มา ลงทุนประมาณ 30% ของเงินทุนทั้งหมดหรือเจ้าหนี้มีส่วนในสินทรัพย์รวมของกิจการประมาณ 30%

ในการหาเงินทุนบางส่วนจากเจ้าหนี้ทำให้กิจการมีภาระต้องจ่ายดอกเบี้ยตามระยะเวลาที่ตกลงกันได้ และเมื่อครบกำหนดตามสัญญากิจการต้องจ่ายคืนเงินต้นด้วย ซึ่งการที่ธุรกิจดำเนินงาน โดยมีการระดมทุนจากเจ้าหนี้ นั้น อาจมีผลเกิดขึ้นได้ 2 กรณี ดังนี้

1. Favorable financial leverage หมายถึง การที่ธุรกิจมีการจัดหาเงินทุนบางส่วนจาก เจ้าหนี้ และสามารถนำเงินทุนจากเจ้าหนี้ไปหาผลกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) ได้ใน อัตราที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ย ซึ่งจะมีทำให้ผู้เป็นเจ้าของได้รับผลตอบแทนสูงขึ้น
2. Unfavorable financial leverage หมายถึง การที่ธุรกิจมีการจัดหาเงินทุนบางส่วนจาก เจ้าหนี้ แต่ธุรกิจได้รับกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) ในอัตราที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่ต้อง จ่ายแก่เจ้าหนี้ ทำให้กำไรที่จะจัดสรรแก่ผู้ถือหุ้นสามัญน้อยลง ทำให้ผู้เป็นเจ้าของกิจการได้รับผล ตอบแทนลดลง (สุมาลี (อุณหะนันท์) จิระมิตร, 2545)

2.8 การใช้เงินทุนจากการกู้ยืมมากกว่าหุ้นสามัญ (Trading on Equity)

การออกหุ้นสามัญ และการกู้ยืม (หรือออกหุ้นกู้) ธุรกิจมีภาระในการจ่ายดอกเบี้ยเป็น ประจำ และมีการส่งคืนเงินต้นตามเงื่อนไขสัญญาเงินกู้ต่างๆ ดังนั้นถ้ากำไรต่ำก็ไม่สามารถจ่าย ดอกเบี้ยและคืนเงินต้นได้ การกู้ยืมเงินจึงมีความเสี่ยงภัยมากกว่า แต่ถ้าธุรกิจสามารถทำอัตรากำไร จากการลงทุนได้สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายแก่เจ้าหนี้ ซึ่งเรียกว่า ธุรกิจใช้นโยบายการเงินแบบ “Trading on Equity” ในลักษณะที่ประสบผลสำเร็จ หรือ “Favorable Leverage” ธุรกิจสามารถหา กำไรได้มากขึ้น โดยไม่เสียอำนาจในการควบคุมการดำเนินธุรกิจ ดังนั้นหากใช้เงินทุนจากการกู้ยืม ธุรกิจจะต้องพยายามใช้เงินทุนจากการกู้ยืมเงินให้ได้ผลตอบแทนในอัตราที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ย จ่ายเพราะถ้าอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยจ่ายแล้ว จะก่อให้เกิดผลเสียแก่ธุรกิจหมายความว่า

ว่าจะใช้ “Trading on Equity” ล้มเหลว หรือ “Unfavorable Leverage” (รศ.นภาพร ณ เชียงใหม่, 2548)

2.9 ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

Kuhlman Bruce Robert (2531) ศึกษาถึงองค์ประกอบที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นผู้แปลงสภาพ ณ วันที่ประกาศขายและวันที่ออกจำหน่าย โดยคำนวณจากอัตราแปลงสภาพ (conversion price ratio) ผลการศึกษาพบว่าจำนวนหุ้นผู้แปลงสภาพที่ขาย (issue size) และจำนวนวันระหว่างวันประกาศขายและวันที่ออกจำหน่ายจะแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่าลักษณะของการออกหุ้น (convertible issue) หรือ ลักษณะของกิจการที่ออกหุ้น (the issuing firm) มีผลกระทบต่อราคาหุ้นสามัญ ณ วันประกาศขาย และวันที่ออกจำหน่าย

Caldis, Grant Henry (2533) ศึกษาถึงการกำหนดราคา การทดสอบประสิทธิภาพของตลาด และความสัมพันธ์ในปัจจุบันระหว่างราคาตลาดกับราคาตามโมเดล โดยใช้ Ingersoll convertible bond pricing model ในการกำหนดราคาหุ้นผู้แปลงสภาพ และใช้ Brennan and Schwartz numerical procedure กำหนดราคากลุ่มตัวอย่างกลุ่มเดียวกัน พบว่าผลที่ได้มีความสอดคล้องกัน และสอดคล้องกับราคาตลาดด้วย นอกจากนี้ยังได้ทำการทดสอบโมเดลในการกำหนดราคา (pricing models) ทั้ง 2 แบบข้างต้นและประสิทธิภาพของตลาดหุ้นผู้แปลงสภาพ พบว่า pricing models ทั้งคู่สามารถทำนายการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นในตลาดได้

Sorensson, Tomas (2536) ศึกษาเกี่ยวกับหุ้นผู้แปลงสภาพของประเทศสวีเดนและการประเมินมูลค่าของหุ้นผู้ดังกล่าว ศึกษาโดยใช้โมเดลต่างๆ เพื่อตรวจสอบเปรียบเทียบว่าการเลือกโมเดลในการประเมินมูลค่าหุ้นผู้แปลงสภาพเป็นสิ่งสำคัญหรือไม่ โมเดลทั้งหมดอยู่ในกรอบของ Contingent Claims Analysis จากการศึกษาพบว่า การเลือกโมเดลในการกำหนดราคามีความสำคัญต่อมูลค่าของหุ้นผู้แปลงสภาพ

Chan, Wing Ho Alex (2540) ศึกษาการวัดมูลค่าและพฤติกรรมของราคาหุ้นผู้แปลงสภาพของยุโรป โดยใช้ตัวอย่างหุ้นผู้แปลงสภาพของยุโรป จำนวน 34 ตัวอย่างที่ออกโดยบริษัทในประเทศอังกฤษและสหรัฐอเมริกา ซึ่งมีราคาซื้อขายในแต่ละวันมากกว่า 40,000 ราคา และได้ใช้ทฤษฎีใหม่ในการวัดมูลค่าของหุ้นผู้แปลงสภาพรวมทั้งกำไรที่ได้รับจากการป้องกันความเสี่ยงจากการให้สินเชื่อ ซึ่งทฤษฎีใหม่นี้ดีกว่าโมเดลของ McConnell Schwartz (26) และไม่เกี่ยวข้องกับ Contingent Claim Approach ของ Merton (ซึ่งเป็นโมเดล ที่ไม่เหมาะสมที่จะนำมาใช้ปฏิบัติเกี่ยวกับกำไรที่ได้รับจากความเสี่ยงจากการให้สินเชื่อในชีวิตจริงได้) และได้ใช้โมเดลที่คิดขึ้นมาใหม่ในการประมาณ

ค่ากำไรที่ได้รับจากความเสี่ยงจากการให้สินเชื่อ (ICRP: Implied Credit Risk Premium) ของหุ้นกู้แปลงสภาพในแต่ละตัว โดยเปรียบเทียบกำไรที่ได้รับจากความเสี่ยงจากการให้สินเชื่อของหุ้นกู้แปลงสภาพ กับกำไรที่ได้รับจากความเสี่ยงจากการให้สินเชื่อของหุ้นกู้ของบริษัท ภายใต้ระดับความน่าเชื่อถือเดียวกันเพื่อทดสอบประสิทธิผลของตลาดหุ้นกู้แปลงสภาพ นอกจากนี้ยังได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเคลื่อนไหวของกำไรที่ได้รับจากความเสี่ยงจากการให้สินเชื่อกับเศรษฐศาสตร์มหภาค (macro-economic) และปัจจัยของแต่ละองค์กร พบว่าการจัดอันดับความน่าเชื่อถือขอ S&P และ Moody มีผลอย่างสำคัญต่อกำไรที่ได้รับจากความเสี่ยงจากการให้สินเชื่อของหุ้นกู้แปลงสภาพ ซึ่งในความเป็นจริงแล้วกำไรที่ได้รับจากความเสี่ยงจากการให้สินเชื่อของหุ้นกู้แปลงสภาพและหุ้นกู้ของบริษัทภายใต้ระดับความน่าเชื่อถือเดียวกันจะมีค่าเท่ากัน นอกจากนี้ความเสี่ยงจากการให้สินเชื่อของหุ้นกู้แปลงสภาพที่ต้องการจะมีค่าเปลี่ยนแปลงไปเพราะเศรษฐศาสตร์มหภาค (macro-economic) และปัจจัยของแต่ละองค์กร

Taylor, Don A (2542) ศึกษาประสิทธิผลของราคาในการเสนอขายตราสารหนี้แปลงสภาพ มีการประเมินความสัมพันธ์ของประสิทธิผลของราคาหนี้แปลงสภาพที่เสนอขาย โดยการเปรียบเทียบกำไรจากการออกหุ้นกู้แปลงสภาพ ณ วันครบอายุ กับกำไรจากการออกตราสารหนี้ที่ไม่มีสิทธิแปลงสภาพ ณ วันครบอายุ โดยมีความเสี่ยงและอายุตราสารเช่นเดียวกัน การเปรียบเทียบทำผ่านโครงสร้างของ performance ratio (อัตราผลการดำเนินงาน) ลักษณะของ aggregate ratio ของกลุ่มตัวอย่าง เปรียบเทียบกับมูลค่าที่คาดหวังของ ratio ซึ่งทำให้การตั้งราคาหุ้นกู้แปลงสภาพมีประสิทธิผล และจัดหานโยบายที่จะนำไปสู่ผลที่ได้รับจากการศึกษา ในการจัดการด้านการเงินเกี่ยวกับหุ้นกู้แปลงสภาพ การศึกษานับนี้สรุปผลการศึกษาโดยการแสดงผลที่ได้จากการศึกษาและทิศทางการทำวิจัยในอนาคตเกี่ยวกับเรื่องนี้โดยเฉพาะ ซึ่งผลการศึกษาปรากฏว่า การตั้งราคาหุ้นกู้แปลงสภาพจะเป็นไปในทางที่เอื้อประโยชน์ให้นักลงทุนในหุ้นกู้แปลงสภาพ และไม่เอื้อประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้นสามัญ

Jung, Mookwon (2544) ศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทผู้ออกหนี้แปลงสภาพ โดยแสดงความแตกต่างของทุนระยะยาวและการแสดงผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีหนี้สินทางตรงกับบริษัทที่มีหนี้แปลงสภาพ เนื่องจากผลกระทบของตลาดในช่วงที่ประกาศขาย ซึ่งสนับสนุนความเชื่อที่ว่านักลงทุนจะไม่ค่อยลงทุน (underreact) ในช่วงที่ออกขายหนี้แปลงสภาพ การทดสอบส่วนมากแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ออกหนี้แปลงสภาพจะมีผลตอบแทนจากหุ้นทุนต่ำ ในกรณีที่หุ้นกู้แปลงสภาพและหุ้นกู้ มีวันเสนอขาย ผู้เสนอขาย และลักษณะของหุ้น ที่ใกล้เคียงกัน พบว่าบริษัทผู้ออกหนี้แปลงสภาพจะมีผลการดำเนินงานต่ำกว่าบริษัทผู้ออกหนี้ทางตรง ซึ่งเป็นการสนับสนุนว่าทุนระยะยาว และผลการดำเนินงาน ขึ้นอยู่กับประเภทของหนี้สินที่บริษัทเสนอขาย นอกจากนี้ยังได้

ทำการประมาณอัตราการเจริญเติบโตของหุ้นทุนในอนาคตโดยใช้ราคาของหุ้นเปลี่ยนแปลงสภาพ โดยมูลค่าเปลี่ยนแปลงสภาพของผู้ซื้อมีค่าเท่ากับผลกำไรจากการขายหุ้นเปลี่ยนแปลงสภาพของผู้ขาย การทดสอบ พบว่าอัตราการเจริญเติบโตของหุ้นทุนในอนาคต (ซึ่งสัมพันธ์กับอัตราการเจริญเติบโตของหุ้นทุนในอดีต) มีความสัมพันธ์เป็นบวก ต่อการตอบสนองของตลาด ณ วันประกาศขายหุ้นเปลี่ยนแปลงสภาพ ซึ่งทำให้ทราบว่าราคาของหุ้นเปลี่ยนแปลงสภาพที่มีผลต่อการตัดสินใจของผู้จัดการและนักลงทุน ทำให้เกิดข้อมูลใหม่ๆ สำหรับนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

Taksler, Glen Barry (2545) ศึกษาเกี่ยวกับหุ้นกู้ของบริษัทและตลาดในอนาคต ได้ทำการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับเรื่องการซื้อและขายหุ้นทุนโดยบุคคลภายในบริษัทนั้นสามารถทำนายอัตราผลตอบแทนในหุ้นทุน (returns on equities) ในอนาคตได้ โดยใช้ข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2538 ถึง พ.ศ. 2542 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการขายหุ้นทุนของคนในบริษัทช่วยทำนายอัตราผลตอบแทนต่อหนี้สินของบริษัท (returns on firm's debt) ในอนาคตได้ นอกจากนี้ยังได้ศึกษาถึงความผิดปกติของหุ้นเปลี่ยนแปลงสภาพที่ออกขายโดยกลุ่มบริษัทประกันภัย โดยใช้ข้อมูลของธุรกิจประกันภัยระหว่างปี พ.ศ. 2538 ถึง พ.ศ. 2542 พบว่าโอกาสทำกำไรของหุ้นเปลี่ยนแปลงสภาพเท่ากับ 11% การรายงานแบบเจาะจงในแต่ละอุตสาหกรรมแสดงให้เห็นว่ากำไรลดลงอย่างเห็นได้ชัด และจากการทดสอบอย่างไม่เป็นทางการโดยนำราคาเสนอขายในปี พ.ศ. 2544 มาใช้พบว่าผลลัพธ์ที่ได้ไม่เหมือนกับผลการทดสอบก่อนๆ และยังได้ศึกษาเกี่ยวกับตลาดล่วงหน้า (future markets) ของอุตสาหกรรมน้ำมันดิบ พบว่าบริษัทผลิตน้ำมันรายใหญ่หลายๆ แห่ง มีอำนาจที่จะเปลี่ยนแปลงราคาน้ำมันดิบได้ ทั้งๆ ที่ผลกำไรจากการป้องกันความเสี่ยงจากราคาน้ำมันเห็นได้ชัด แต่ปรากฏว่าบริษัทผู้ผลิตน้ำมันมีส่วนร่วมในตลาดล่วงหน้าหรือมีการใช้สัญญาราคาที่แน่นอนล่วงหน้า (fixed-price forward) เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากราคาน้ำมันน้อยมาก

Golembiewski, Christopher Allan (2545) ศึกษาเกี่ยวกับการใช้ contingent claims approach ในการกำหนดราคาและการป้องกันความเสี่ยงจากการให้สินเชื่อ (credit risk) ของตลาดหุ้นเปลี่ยนแปลงสภาพในเอเชีย มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบประสิทธิภาพของ contingent claims approach ที่มีต่อการกำหนดราคาและการป้องกันความเสี่ยงจากการให้สินเชื่อ (credit risk) โดยได้นำทฤษฎี contingent claims approach มาวิเคราะห์ร่วมกับการทบทวนวรรณกรรมของการวิจัยที่มีมาก่อน และมีการทดสอบตัวแปรที่ต่างกัน 3 ตัวแปร คือ 1. Standard Approach 2. the Modified Recovery Value Approach 3. the Compound Option Approach กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ หุ้นเปลี่ยนแปลงสภาพในตลาดเอเชีย (ไม่รวมประเทศญี่ปุ่น) ซึ่งตลาดนี้มีมูลค่าการซื้อขายถึง 35,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐตั้งแต่ปี พ.ศ. 2530 เป็นต้นมา ได้ทำการศึกษาโดยทดสอบประสิทธิภาพของการกำหนดราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงสภาพโดยใช้ contingent claims approach โดยนำโมเดลที่ใช้ในการกำหนด

ราคามาวิเคราะห์เปรียบเทียบระหว่าง contingent claims spreads กับราคาตลาด และได้ทำการทดสอบประสิทธิภาพของกำไรที่ได้รับจากการจัดโครงสร้างเงินทุนเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการให้สินเชื่อ (credit risk) ของหุ้นกู้แปลงสภาพ ผลการศึกษาโดยสรุปพบว่า contingent claims approach เป็นเครื่องมือที่กำหนดราคาและการป้องกันความเสี่ยงจากการให้สินเชื่อ (credit risk) ของหุ้นกู้แปลงสภาพได้มีประสิทธิภาพ และพบว่า Compound Option Approach เป็นวิธีที่มีประสิทธิภาพที่สุดที่ใช้กำหนดราคาและป้องกันความเสี่ยงจากการให้สินเชื่อ (credit risk) ส่วนการทดสอบกำไรที่ได้รับจากการจัดโครงสร้างเงินทุนเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการให้สินเชื่อ (credit risk) พบว่าจะมีประสิทธิภาพในช่วงที่เศรษฐกิจของเอเชียกำลังซบเซาในช่วงต้นปี พ.ศ. 2540

Shivers, Marc Andreas (2546) ศึกษาการวัดมูลค่าและการตั้งราคาหุ้นกู้แปลงสภาพ โดยทำการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับการวัดมูลค่าและการกำหนดราคาหุ้นกู้แปลงสภาพในช่วง 40 ปีที่ผ่านมา ในหัวข้อที่เฉพาะเจาะจงรวมถึงทฤษฎีเกี่ยวกับการวัดมูลค่า นโยบายการเลือกแปลงสภาพเพื่อให้ได้ผลประโยชน์สูงสุด การวิจัยจากประสบการณ์ และการศึกษาเหตุการณ์ และได้ทำการดัดแปลง model ของ Cox-Ross-Rubinstein ซึ่งเป็น binomial model (โมเดลเส้นตรง) ร่วมกับความเสี่ยงในการให้สินเชื่อ (credit risk) และยังได้ใช้โมเดลในการค้นหาว่าราคาเสนอขายหุ้นกู้แปลงสภาพครั้งแรกอยู่ในขั้นต่ำกว่าปกติ โดยใช้ตัวอย่างหุ้นกู้แปลงสภาพที่เสนอขายในช่วงปี พ.ศ. 2537-2540 จำนวน 63 บริษัท พบว่า มีราคาขายต่ำกว่าปกติ ร้อยละ 2.18 และปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการตั้งราคาหุ้นกู้แปลงสภาพได้แก่ equity beta อัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ (coupon) และ อัตราร้อยละของ potential dilution

Sahingur, Yusuf Emre (2546) ศึกษาถึงสาเหตุที่บริษัทออกหลักทรัพย์แปลงสภาพแทนที่จะก่อหนี้โดยตรงหรือออกหุ้นทุน และทางเลือกในการกำหนดประเภทเพื่อเสนอขายหุ้นกู้แปลงสภาพในตลาด Rule144A ซึ่งได้ทดสอบข้อกำหนด Rule 144A เกี่ยวกับหลักทรัพย์แปลงสภาพแยกต่างหากจากข้อกำหนดเฉพาะของบริษัทเพื่อหาข้อแตกต่างอย่างเป็นระบบของทั้งสองตลาด นอกจากนี้ยังได้ทดสอบสมมติฐานที่ได้มีการจัดทำขึ้นแล้วโดยนักเศรษฐศาสตร์การเงินเพื่อที่จะอธิบายแรงจูงใจของบริษัทที่ออกหนี้แปลงสภาพโดยใช้ข้อกำหนดทั่วไป (public placement) ข้อกำหนดเฉพาะบริษัท (private placement) และข้อกำหนดของตลาด Rule144A ที่เกี่ยวกับหนี้แปลงสภาพ หุ้นทุน และหนี้ทางตรง รวมทั้งได้ใช้ limited-dependent-variable models เพื่อวิเคราะห์ทางเลือกทางการเงินที่เพิ่มขึ้นของบริษัทระหว่างการเลือกออกหนี้แปลงสภาพ หนี้ทางตรง และหุ้น

Michael, Timothy Brian (2546) ศึกษาเกี่ยวกับการซื้อคืนหุ้นกู้แปลงสภาพ โดยศึกษาตามทฤษฎีของ Ingersoll (2520a) และ Brennan และ Schwartz (2540) พบว่านโยบายการซื้อหุ้นกู้แปลงสภาพคืนเพื่อให้ได้ผลประโยชน์มากที่สุดในตลาดทุนสมบูรณ์คือ ซื้อคืนเร็วที่สุดเมื่อราคา

ตลาดของหุ้นกู้แปลงสภาพเพิ่มขึ้นเท่ากับราคาซื้อคืนตามสัญญา ซึ่งแรงจูงใจของนโยบายการซื้อคืนหุ้นกู้แปลงสภาพคือ ศักยภาพในการเปลี่ยนมูลค่าของผู้ถือหุ้นกู้เป็นผู้ถือหุ้นทุน

Gosselin, Guillaume (2546) ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลกระทบต่อตลาดจากการที่บริษัทของสหรัฐอเมริกาออกหุ้นกู้แปลงสภาพ โดยทดสอบผลกระทบที่มีต่อตลาดเนื่องจากการออกหุ้นกู้แปลงสภาพในปัจจุบันของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งการศึกษาได้มุ่งเน้นที่ปฏิริยาตอบสนองของตลาดในวันที่ประกาศขายและวันออกขายหุ้นกู้แปลงสภาพ จากการศึกษาพบว่าบริษัทได้รับผลตอบแทนที่ไม่ปกติในช่วงที่ประกาศว่าจะออกหุ้นกู้แปลงสภาพใหม่ ซึ่งตัวกำหนดผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้แก่ มูลค่าตลาดขององค์กร price-to-book ratio ช่วง 2000– 2100 และจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายแล้ว และจากการใช้กลยุทธ์การแปลงสภาพเพื่อค่ากำไร แสดงให้เห็นว่านักลงทุนจะได้รับประโยชน์จากผลตอบแทนที่ไม่ปกตินี้โดยลงทุนในหุ้นกู้แปลงสภาพของบริษัทในระยะยาวและลงทุนในหุ้นทุนของบริษัทในระยะสั้น ณ วันที่ออกหุ้นทุน

Sirbu, Mihai (2547) ศึกษาเกี่ยวกับเกมของคนสองคนในการกำหนดราคาหุ้นกู้แปลงสภาพ (A two-person game for pricing convertible bond) ได้ทำการศึกษาโดยตั้งสมมติฐานว่าการจ่ายเงินปันผลจะจ่ายในอัตราที่ต่ำกว่าอัตราในตลาดเงิน ซึ่งผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพจะต้องตัดสินใจเลือกที่จะทำให้มูลค่าของหุ้นกู้แปลงสภาพสูงที่สุด โดยการถือหุ้นกู้แปลงสภาพไว้เพื่อหวังผลกำไรจากการขายหรือเลือกที่จะแปลงสภาพหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญ ส่วนทางด้าน ผู้ออกหุ้นกู้แปลงสภาพจะสามารถซื้อคืนหุ้นกู้แปลงสภาพได้ เพื่อเพิ่มมูลค่าของหุ้นสามัญ และทำให้มูลค่าของหุ้นกู้แปลงสภาพลดลง ทำให้เกิด two-person game ขึ้น จากการศึกษาพบว่าระยะเวลาตั้งแต่วันออกหุ้นกู้แปลงสภาพจนถึงวันครบกำหนด มูลค่าของหุ้นกู้แปลงสภาพระยะสั้นจะมีมูลค่าใกล้เคียงกับมูลค่าของหุ้นกู้แปลงสภาพระยะยาว