

## 📖 เกร็ดความรู้ : หุ้นกู้ประเภทไถ่คืนได้ก่อนกำหนด

หุ้นกู้ประเภทไถ่คืนได้ก่อนกำหนด (Callable bond) เป็นหุ้นกู้ที่มีคุณสมบัติเฉพาะ โดยได้รับการออกแบบเพื่อให้โอกาสกับผู้ระดมเงินทุน หรือผู้ออกหุ้นกู้ในการบริหารโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนของเงินให้มีความเหมาะสม และได้ประโยชน์สูงสุด

หุ้นกู้ประเภทนี้มีคุณลักษณะเหมือนหุ้นกู้ปกติทุกประการ กล่าวคือ มีการจ่ายดอกเบี้ยเป็นงวดๆ และมีการกำหนดอายุของหุ้นกู้ไว้ตายตัว แต่มีลักษณะเพิ่มเติมคือ **ตราสารประเภทนี้จะให้สิทธิแก่ผู้ออกในการที่จะไถ่คืนหุ้นกู้ก่อนที่จะถึงกำหนดวันหมดอายุของหุ้นกุนั้น**

เรามาลองทำความรู้จักกับคำศัพท์ที่ควรรู้ในการศึกษาเรื่อง หุ้นกู้ประเภทไถ่คืนได้ก่อนกำหนดกันก่อน

1. **ช่วงที่ปลอดการไถ่คืน (Call protection period)** ชื่อก็สื่อให้เราเข้าใจได้ชัดเจนอยู่แล้ว คือโดยปกติเพื่อความยุติธรรมทั้งในแง่ผู้ซื้อและผู้ขาย หุ้นกู้ประเภทนี้จะมีการกำหนดช่วงที่ปลอดการไถ่คืน กล่าวคือ ในช่วงแรกที่หุ้นกู้ออกจำหน่ายนั้นจะยังไม่อนุญาตให้บริษัทผู้ออกใช้สิทธิในการไถ่คืนหุ้นกูดังกล่าว เพื่อให้ผู้ซื้อสามารถวางแผนการลงทุนของตนได้อย่างเหมาะสมและไม่ถูกกระทบจากการเรียกคืนดังกล่าว
2. **ราคาไถ่คืน (Call price)** เป็นราคาที่ต้องจ่ายหากต้องการซื้อคืนหุ้นกุนั้นก่อนกำหนด ซึ่งโดยปกติราคาดังกล่าวจะมีการกำหนดล่วงหน้า โดยราคาไถ่คืนนี้มักกำหนดให้สูงกว่าหรือเท่ากับราคาที่ตราไว้ของหุ้นกู้ และเราเรียกส่วนต่างระหว่างราคาไถ่คืนที่สูงกว่าราคาตราไว้ของหุ้นกู้ว่า *Call premium*

เราทราบถึงลักษณะและคุณสมบัติของหุ้นกู้ประเภทไถ่คืนได้ก่อนกำหนด มาถึงจุดนี้เรามาลองมาพิจารณาประโยชน์ที่ได้รับจากการออกหุ้นกู้ประเภทนี้ ที่เราสังเกตได้ชัดเจน คือ การเพิ่มความคล่องตัวให้กับแกผู้ออกหุ้นกู้ในการบริหารโครงสร้างเงินทุนและต้นทุนในการระดมเงินทุน พูดอย่างนี้หลายคนยังอาจไม่เข้าใจ แต่ถ้าเรามาสวมตีสถานการณ์ต่างๆกัน กล่าวคือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยในตลาดอยู่ในระดับต่ำ และมีแนวโน้มลดลง ในขณะที่หุ้นกู้ของบริษัท A ที่อยู่ในตลาดนั้นมีอัตราดอกเบี้ยหน้าตัว (Coupon rate) สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยปัจจุบัน ถ้าหุ้นกู้ของบริษัท A เป็นหุ้นกู้ปกติ ไม่มีสิทธิใดๆเพิ่มเติม บริษัท A ก็จะต้องแบกรับภาระต้นทุนเท่ากับภาระดอกเบี้ยที่ตราไว้หน้าตัว และเมื่อพิจารณาอีกบริษัท คือ บริษัท B ออกหุ้นกู้ที่มีคุณลักษณะเหมือน A ทุกประการ แต่มีสิทธิในการไถ่คืนได้ก่อนกำหนด เมื่อเกิดสถานการณ์ดังกล่าวข้างต้น คือ อัตราดอกเบี้ยในตลาดลดต่ำลงและมีแนวโน้มลดลงต่อไป โดยลดต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยหน้าตัว

ทำให้บริษัท B สามารถเลือกที่จะใช้สิทธิในการไถ่คืนหุ้นกู้ก่อนกำหนด และออกหุ้นกู้ทดแทนโดยกำหนดอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำกว่าเดิม ซึ่งการไถ่คืนในลักษณะนี้ ทำให้บริษัท B สามารถที่จะลดต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายได้

มาลองมองในแง่ผู้ลงทุนบ้าง หลายคนอาจจะรู้สึกว่าผู้ลงทุนมีแต่ข้อเสียหรือเปล่า เนื่องจาก ถ้าผู้ลงทุนถูกไถ่ก่อนคืนก่อนกำหนด การวางแผนการลงทุนของผู้ลงทุนก็ย่อมได้รับผลกระทบ กล่าวคือ ผู้ลงทุนอาจจะยังไม่อยากได้เงินก้อนใหญ่ตามราคาไถ่คืนก็เป็นได้ การได้รับเงินมาเขาก็มีภาระที่จะต้องนำเงินนั้นไปลงทุน หรือหาประโยชน์จากเงินที่ได้รับ ซึ่งแน่นอนว่าเงินดังกล่าวจะถูกนำไปลงทุนต่อโดยได้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าเดิม แต่อย่างไรก็ตามหุ้นกู้ประเภทนี้ยังคงมีข้อดีสำหรับผู้ลงทุน เนื่องจาก หุ้นกู้ประเภทนี้จะมีการกำหนดอัตราดอกเบี้ยสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยที่จ่ายในหุ้นกู้ปกติที่มีคุณลักษณะอื่นเหมือนกันทุกประการ ดังนั้นหากนักลงทุนคาดการณ์ว่าอัตราผลตอบแทนในตลาดจะมีการแกว่งตัวในช่วงแคบๆ ผู้ลงทุนจะไม่เสี่ยงต่อการขาดทุนจากส่วนต่างของราคาหรือต่อการไถ่คืนหุ้นกู้ก่อนกำหนด ก็เป็นโอกาสอันดีสำหรับผู้ลงทุนที่จะได้รับดอกเบี้ยสูงกว่าหุ้นกู้อื่นในตลาด

ในทางปฏิบัติผู้ออกหุ้นกู้จะเปรียบเทียบตลอดเวลาว่าการไถ่คืนหุ้นกู้ ณ ราคาไถ่คืนและออกหุ้นกู้ฉบับใหม่โดยให้ดอกเบี้ยตามอัตราดอกเบี้ยตลาด กับอีกทางเลือก คือ การไม่ไถ่คืนหุ้นกู้ ซึ่งผู้ออกก็ต้องแบกรับภาระดอกเบี้ยตามอัตราดอกเบี้ยหน้าตัวต่อไป ซึ่งผู้ออกจะตัดสินใจว่าทางเลือกใดมีต้นทุนถูกกว่าผู้ออกก็จะเลือกทางนั้น

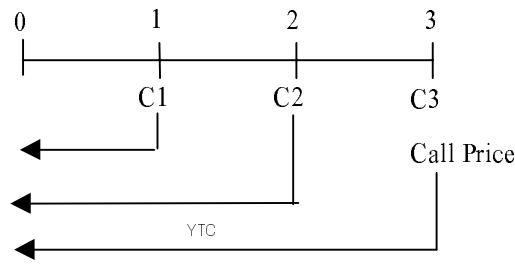
#### การคำนวณราคาหุ้นกู้ประเภทไถ่คืนได้ก่อนกำหนด

การที่หุ้นกู้ประเภทไถ่คืนได้ก่อนกำหนดอนุญาตให้ผู้ออกไถ่คืนก่อนกำหนดได้ จะมีผลกระทบต่อกระแสเงินสดซึ่งผู้ลงทุนคาดหวังจะได้รับจากหุ้นกู้ เช่น สมมติผู้ออกไถ่คืนหุ้นกู้ ณ วันแรกที่สามรถไถ่คืนได้ (First call date) กระแสเงินสดซึ่งผู้ลงทุนคาดหวังก็จะมีเพียงดอกเบี้ยรายงวด ตั้งแต่วันปัจจุบันจนถึงวันไถ่คืนวันแรก บวกราคาไถ่คืนซึ่งระบุไว้ แต่ถ้าหากผู้ออกไม่ไถ่คืนหุ้นกู้ก่อนกำหนดปล่อยให้หุ้นกู้มีอายุต่อไปจนครบกำหนด กระแสเงินสดซึ่งผู้ลงทุนคาดหวังจะมีลักษณะเช่นเดียวกับการคำนวณหุ้นกู้ทั่วไป โดยจะประกอบด้วยดอกเบี้ยรายงวดจนถึงวันครบกำหนดไถ่ก่อน บวกด้วยราคาที่ตราไว้

เราลองมาดูแผนภาพจะเข้าใจชัดเจนขึ้น กล่าวคือ ผู้ออกจะเปรียบเทียบราคาหุ้นกู้ในกรณีที่มีการไถ่คืนก่อนกำหนด กับกรณีที่ปล่อยให้ครบกำหนด

#### 1. กรณีไถ่คืนก่อนกำหนด

การประเมินราคาหุ้นกู้กรณีนี้ก็ยังคงเหมือนกับกรณีหุ้นกู้ปกติ กล่าวคือ จะต้องสามารถกำหนดกระแสเงินสดในอนาคตที่จะได้รับจากหุ้นกุนั้นๆ ให้ได้ ซึ่งก็จะประกอบด้วย 2 ส่วน ด้วยกัน คือ ดอกเบี้ยที่จะได้รับเป็นรายงวด และราคาไถ่คืน ดังรูป

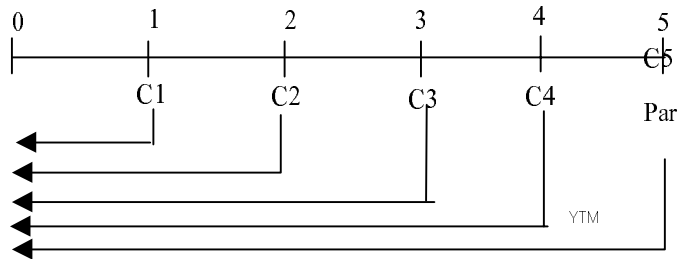


เราเรียกอัตราผลตอบแทนที่นำมาคิดลดกระแสเงินสดกรณีที่ผู้ออกจะไถ่คืนก่อนกำหนดว่า

**Yield to call**

**2. กรณีไม่ไถ่คืนก่อนกำหนด**

การประเมินราคาหุ้นกู้กรณีนี้จะเป็นเหมือนกับกรณีหุ้นกู้ปกติทุกประการ ถ้าหากผู้ออกไม่ใช้สิทธิในการไถ่คืน การคำนวณราคาที่จะคำนวณตามกระแสเงินสดที่ได้รับจนถึงวันครบกำหนด ซึ่งก็จะประกอบด้วย 2 ส่วน ด้วยกัน คือ ดอกเบี้ยที่จะได้รับเป็นรายงวด และเงินต้นที่จะได้รับคืนเมื่อหมดอายุหุ้นกู้ (ในที่นี้สมมติว่าหุ้นกู้มีอายุ 5 ปี) ดังรูป



เราเรียกอัตราผลตอบแทนที่นำมาคิดลดกระแสเงินสดกรณีที่ผู้ออกจะไม่ไถ่คืนก่อนกำหนดว่า

**Yield to maturity**

การคำนวณ **Yield to Worst** นั้นเป็นอัตราผลตอบแทนที่ต่ำสุดระหว่าง Yield to Maturity และ Yield to Call ซึ่งปกติผู้ออกจะใช้ Yield to Worst ในการพิจารณาว่าตนเองจะไถ่คืนหุ้นกู้ก่อนกำหนดหรือไม่

ตัวอย่างหุ้นกู้ประเภทไถ่คืนได้ก่อนกำหนดที่มีอยู่ในตลาด ได้แก่ AITCO#1 BAY#1 BAY#2 CK#1 CPN#1 IFCT098A IFCT099A IFCT099B KK#7 TMB#4 และ TMB07NA เป็นต้น