

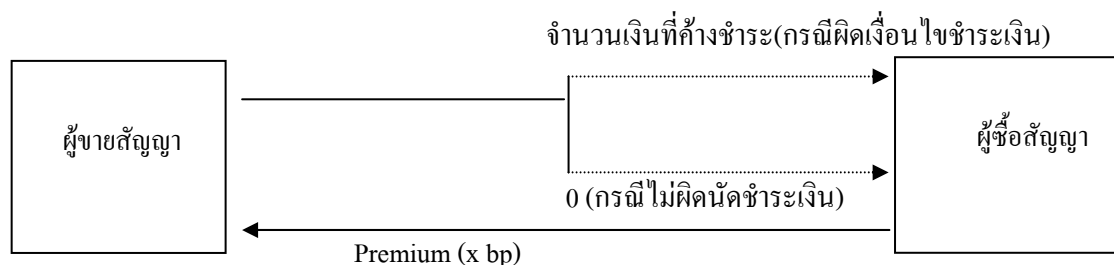
Credit Derivatives

Credit derivatives เป็นเครื่องมือทางการเงิน เพื่อใช้สำหรับป้องกันการเปลี่ยนแปลงความเสี่ยง (Credit Spreads) ของหลักทรัพย์หรือตราสารทางการเงินที่ถืออยู่ซึ่งอาจเกิดจากการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ ของผู้ออกตราสารหรือหลักทรัพย์ หรือการผิดนัดชำระดอกเบี้ยตราสาร และอาจส่งผลให้มูลค่าตราสารหรือหลักทรัพย์มีความผันผวนได้ ทั้งนี้ผู้ใช้ credit derivatives ส่วนใหญ่จะเป็น ธนาคารหรือสถาบันการเงินใหญ่ ๆ โดยการป้องกันความเสี่ยง

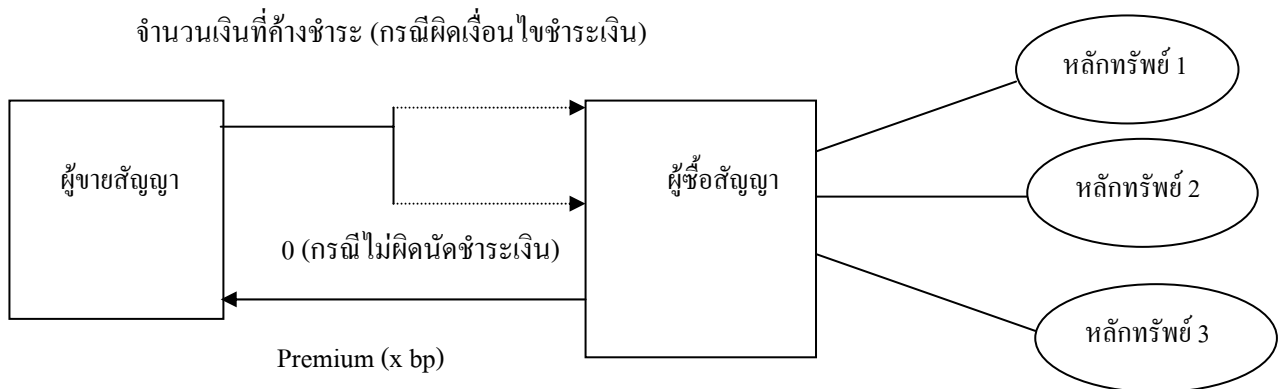
คู่สัญญาจะส่งผ่านความเสี่ยง (Credit risks) โดยการซื้อขาย Credit derivatives บนหลักทรัพย์หรือตราสารทางการเงินที่ต้องการป้องกันความเสี่ยง ทั้งนี้รูปแบบของ Credit derivatives มีหลายประเภท ตั้งแต่รูปแบบพื้นฐานทั่วไปที่อยู่ในรูปของสัญญา Option หรือ Futures ที่มีการกำหนดให้เหมาะสมกับการป้องกันความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละประเภท ไปจนถึงการแลกเปลี่ยนหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม Credit derivatives ที่มีการใช้โดยทั่วไปได้แก่

1. Credit default swap
2. Total return swap
3. Credit spread derivatives
4. Asset swap
5. Credit linked notes

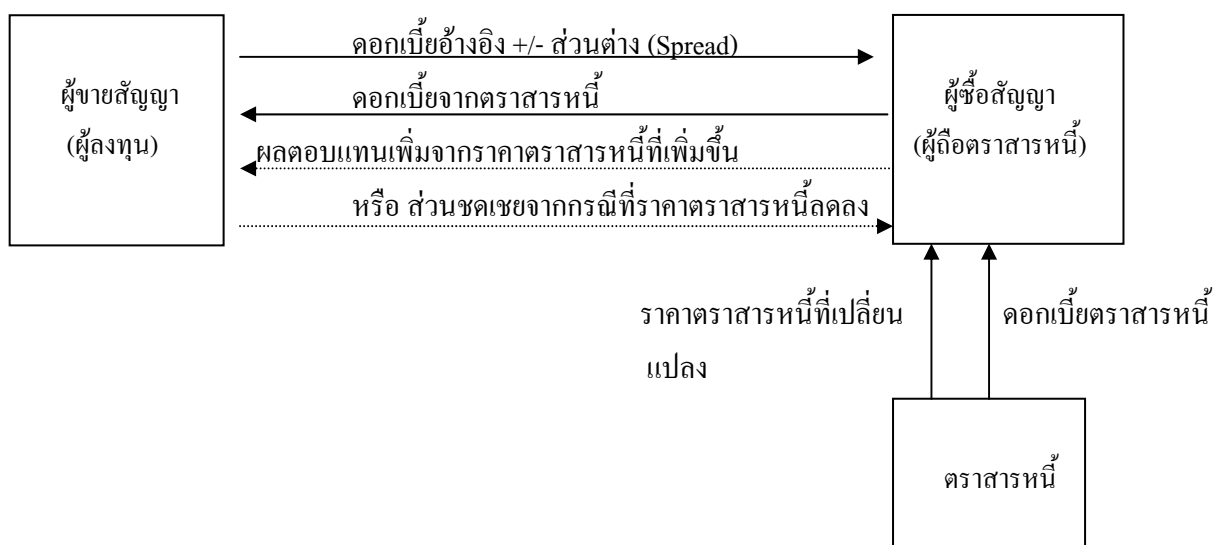
1. Credit default swap (CDS) เป็นเครื่องมือทางการเงินที่มีรูปแบบค่อนข้างยืดหยุ่นในการกำหนดหรือออกแบบให้สอดคล้องกับการป้องกันความเสี่ยงของหลักทรัพย์หรือตราสารทางการเงินหลายๆ รูปแบบได้ ทั้งนี้ลักษณะของ Credit default swap จะเป็นการซื้อสัญญาที่ตกลงที่จะมีการจ่ายกระแสเงิน ตามระยะเวลาที่กำหนด โดยผู้ขายสัญญาจะจ่ายกระแสเงินให้ผู้ซื้อสัญญาในกรณีที่ผู้ซื้อสัญญาไม่ได้รับหรือรับดอกเบี้ยหรือเงินต้นตามเงื่อนไขของตราสารหนี้หรือตราสารทางการเงินที่ผู้ซื้อสัญญาถืออยู่ไม่ครบ โดยผู้ขายสัญญาจะจ่ายเงินส่วนที่ขาดไปให้แก่ผู้ถือสัญญา ขณะที่ผู้ซื้อสัญญาจะจ่ายเงินค่า Premium เป็นการตอบแทนแก่ผู้ขายสัญญาทุกงวดการจ่ายไม่ว่าจะมีการผิดนัดชำระเงินหรือไม่ เป็นการตอบแทน ซึ่งโดยปกติจะระบุเป็นจำนวน basis point บนค่าจำนวนเงินที่ทำสัญญา



นอกจากรูปแบบ Credit default swap ข้างต้นแล้ว บางครั้งจะมีการทำรูปแบบ Credit default swap สำหรับผู้ที่ถือตราสารหนี้หรือหลักทรัพย์หลายตัวที่ต้องการป้องกันความเสี่ยงด้านเครดิตจากหลักทรัพย์เหล่านี้ โดยที่ผู้ขายสัญญาจะจ่ายกระแสเงินให้กับผู้ซื้อตามที่ตกลงกันได้ ในกรณีที่หลักทรัพย์หรือตราสารหนี้ที่ผู้ซื้อถืออยู่ตัวใดตัวหนึ่งมีการผิดนัดชำระดอกเบี้ยหรือเงินต้น สัญญาจะเป็นที่รู้จักกันในชื่อ First to default ซึ่งจะหมายถึงสัญญาจะหมดอายุเมื่อหลักทรัพย์ตัวใดตัวหนึ่งที่อยู่ในตราสารที่ผู้ซื้อสัญญาระบุไว้ เกิดการผิดนัดชำระดอกเบี้ยหรือเงินต้น



Total Return SWAP (TRS) เป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการที่ผลตอบแทนรวมของหลักทรัพย์ที่ถืออยู่มีการเปลี่ยนแปลงไป เช่น ในกรณีที่หลักทรัพย์เป็นตราสารหนี้ ผลตอบแทนอาจลดลงจากการที่ราคาตราสารหนี้ปรับตัวลดลงหรือจากการที่ผู้ออกตราสารหนี้ผิดนัดชำระหรือจ่ายดอกเบี้ยไม่ครบตามกำหนด โดยหลักการการทำ total return swap จะอนุญาตให้ผู้ซื้อสัญญา (เช่น ธนาคาร หรือ บริษัทประกัน) เปลี่ยนผลตอบแทนรวมที่ได้จากสินทรัพย์หรือหลักทรัพย์ เป็นผลตอบแทนในรูปแบบของดอกเบี้ยอ้างอิงในตลาดที่อาจจะกำหนดให้เป็นแบบคงที่หรือลอยตัวก็ได้ (โดยที่อาจมีการบวกลบส่วนต่างเพิ่มเติม) บวกกับ ผลตอบแทนชดเชยในกรณีที่สินทรัพย์อ้างอิงมีผลตอบแทนลดลง กับผู้ขายสัญญา (ผู้ลงทุน) ตามรูปต่อไปนี้



จากรูปจะเห็นว่า ในกรณีที่ราคาตราสารหนี้มีการปรับตัวเพิ่มขึ้น ผู้ซื้อสัญญาจะส่งผ่านผลตอบแทนรวมซึ่งได้แก่ ผลตอบแทนที่ได้จากการปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาตราสารหนี้กับดอกเบี้ยที่ได้รับจากตราสารหนี้ ไปให้แก่ผู้ลงทุน เพื่อแลกกับผลตอบแทนที่ได้รับจากผู้ขายสัญญาหรือผู้ลงทุนในรูปของอัตราดอกเบี้ยบวกกลับส่วนต่างตามที่ได้ตกลงกันไว้ ในทางกลับกันหากราคาตราสารหนี้มีการปรับตัวลดลง ผู้ซื้อสัญญายังสามารถรักษาระดับมูลค่าตราสารที่ถืออยู่ได้จากการได้รับมูลค่าชดเชยจากผู้ลงทุน และยังคงได้รับรายรับในอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงอยู่เหมือนเดิม ขณะที่ผู้ลงทุนจะได้รับรายได้จากดอกเบี้ยของตราสารหนี้ที่ถูกลงผ่านมาจากผู้ซื้อสัญญา เพื่อให้เข้าใจง่ายขึ้นลองมาดูตัวอย่างกัน

สมมติว่าบริษัท A ถือหุ้นกู้ C จำนวน 10,000 หน่วย ราคาหน้าตัวต่อหน่วยเท่ากับ 1,000 บาท จ่ายดอกเบี้ยด้วยอัตราดอกเบี้ย ร้อยละ 6.4 ต่อปี และทำการจ่ายปีละสองครั้งเท่าๆ กัน เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาและความเสี่ยงของหุ้นกู้ C บริษัท A จึงซื้อสัญญา credit derivatives กับบริษัท B โดยกำหนดให้บริษัท A จ่ายผลตอบแทนรวมที่ได้รับจากหุ้นกู้ทั้งหมดให้แก่บริษัท B ทุกวันที่ครบกำหนดชำระดอกเบี้ยของพันธบัตร โดยบริษัท B จะจ่ายดอกเบี้ยด้วยอัตราดอกเบี้ย MLR + 0.02 % ต่อมูลค่าหน้าตัวของตราสารหนี้ทั้งหมด และเงินชดเชยหากราคาของหุ้นกู้ C มีการปรับตัวลดลงหรือมีการจ่ายดอกเบี้ยไม่ครบเป็นการตอบแทน สมมติว่า ราคาร้อยละของหุ้นกู้ C ณ วันเริ่มสัญญา เท่ากับ 120.525 และราคาร้อยละ ณ วันครบกำหนดจ่ายดอกเบี้ยเท่ากับร้อยละ 115.25 อัตราดอกเบี้ย MLR ณ วันชำระดอกเบี้ยเท่ากับร้อยละ 6.6 จะสามารถคำนวณหากระแสเงิน ณ วันชำระดอกเบี้ยที่ส่งผ่านระหว่าง บริษัททั้งสองได้เท่ากับ

บริษัท A : กระแสเงินที่จ่ายออกให้แก่ บริษัท B

$$\begin{aligned} \text{ดอกเบี้ยที่ได้รับจากหุ้นกู้ C} &= 1,000 \times 10,000 \times (6.4/2)\% \\ &= 320,000 \text{ บาท} \end{aligned}$$

บริษัท B : กระแสเงินที่จ่ายออกให้แก่ บริษัท A

$$\begin{aligned} 1. \text{ กระแสดอกเบี้ยจากอัตราดอกเบี้ย MLR} &= 1,000 \times 10,000 \times (6.62/2)\% \\ &= 332,000 \text{ บาท} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} 2. \text{ เงินชดเชยจากการที่ราคาหุ้นกู้ C ปรับตัวลดลง} & \\ &= (120.525 - 115.25) \times 1,000 \times 10,000/100 \\ &= 527,500 \text{ บาท} \end{aligned}$$

$$\text{กระแสเงินรวมที่บริษัท B จ่าย เท่ากับ} = 527,500 + 320,000 = 847,500 \text{ บาท}$$

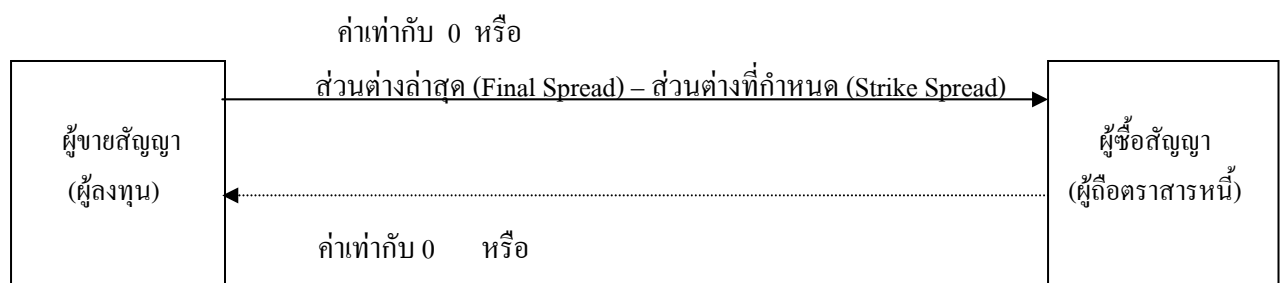
ดังนั้นกระแสเงินรวมที่บริษัท A จะได้รับเท่ากับ

$$= 847,500 - 320,000 = 527,500 \text{ บาท}$$

จะเห็นว่าการทำสัญญา TRS จะเป็นการส่งผ่านความเสี่ยงจากผู้ซื้อสัญญาไปสู่ผู้ขายสัญญาที่อาจจะยินดีรับความเสี่ยงจากการที่ราคาดราสารหนี้ลดลงหรือมีการผิณัดชำระดอกเบี้ยเพื่อแลกกลับ โอกาสที่จะได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นจากการเพิ่มขึ้นของราคา ทั้งนี้อายุของ TRS ในต่างประเทศ ส่วนใหญ่จะเป็นสัญญาระยะสั้น 6 เดือนถึง 1 ปี แต่ก็มีบางสัญญาอายุ ถึง 3 ปี นอกจากนี้วันจ่ายดอกเบี้ยอ้างอิง จากผู้ลงทุนและวันส่งผ่านกระแสเงินจากหลักทรัพย์ที่ผู้ซื้อถือครองอยู่อาจไม่ตรงกัน เช่น กรณีที่หลักทรัพย์หรือสินทรัพย์อ้างอิงเป็นรายรับจากสินเชื่อ อาจกำหนดให้วันส่งผ่านดอกเบี้ยสินเชื่อ เป็นวันที่ใกล้เคียงที่สุดกับวันจริงจะได้รับดอกเบี้ยสินเชื่อ ขณะที่วันจ่ายดอกเบี้ยจากอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงจากผู้ลงทุนอาจกำหนดให้เป็นทุกไตรมาสแทน

Credit Spread Derivatives เป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการที่ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่ถืออยู่เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่ใช้เทียบเคียงมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงจากระดับที่นักลงทุนหรือผู้ถือต้องการ ตัวอย่างเช่น ผู้ถือหุ้นกู้เอกชนอาจมีความคาดหวังว่าอัตราผลตอบแทน(Yield)ซื้อขายของหุ้นกู้ที่ถืออยู่ไม่ควรจะสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลที่มีลักษณะใกล้เคียงกัน(เช่น อายุคงเหลือเท่ากัน) เกินกว่า 50 bp (0.50%) ทั้งนี้เนื่องจากหากอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ปรับตัวสูงมากกว่าอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลมากนอกจากจะทำให้ราคาของหุ้นกู้มีการปรับตัวลดลงแล้ว ยังสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงของหุ้นกู้ที่มีมากขึ้นเมื่อเทียบกับพันธบัตรรัฐบาล (ซึ่งถือว่าไม่มีความเสี่ยงจากการผิณัดชำระ) ด้วย ทั้งนี้ credit spread derivatives อาจแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภทใหญ่ ได้แก่

1. Forward Credit Spread เป็นการทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงล่วงหน้าจากการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างที่อาจเพิ่มขึ้นหรือลดลงระหว่างอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่ถืออยู่เทียบกับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้อ้างอิง ทั้งนี้ผู้ถือตราสารหนี้ซึ่งส่วนใหญ่มักจะเป็น ธนาคารหรือสถาบันการเงินจะทำสัญญากับผู้ลงทุน โดยภายใต้สัญญาที่ทำหากส่วนต่าง(spread) ระหว่างอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่ถืออยู่กับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้มีการปรับตัวลดลงจากระดับที่กำหนดไว้ ธนาคารก็จะจ่ายเงินให้แก่ผู้ลงทุนตามอัตราต่อการเปลี่ยนแปลงของ spread ที่เกิดขึ้น ขณะที่หาก spread มีการปรับตัวเพิ่มขึ้น ทิศทางการจ่ายเงินจะเป็นการจ่ายจากผู้ลงทุนไปสู่ธนาคารแทน



ส่วนต่างที่กำหนด (Strike Spread) – ส่วนต่างล่าสุด (Final Spread)

เพื่อให้เข้าใจง่ายขึ้นลองมาคิดตัวอย่างกัน สมมติว่าธนาคาร A ถือหุ้นกู้ B จำนวน 10,000 หน่วย ซึ่งหุ้นกู้ B มีการซื้อขายในตลาดตราสารหนี้ที่อัตราผลตอบแทนร้อยละ 7 ทั้งนี้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุคงเหลือเท่ากันมีการซื้อขายที่อัตราผลตอบแทนร้อยละ 6.5 ซึ่งทำให้มีส่วนต่างระหว่างตราสารหนี้ทั้ง 2 เท่ากับ 0.5% หรือ 50 bp ทั้งนี้ธนาคาร A ได้ทำสัญญา forward credit spread กับนักลงทุน C เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการที่ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนดังกล่าวจะปรับเปลี่ยนไปในปัจจุบันโดยเป็นสัญญาที่ระยะเวลา 1 ปีข้างหน้า โดยกำหนด Strike Spread ไว้ที่ 50 bp และกำหนดให้ชำระเงินเป็น 2 เท่าของทุก ๆ 1 bp ของส่วนต่างที่เพิ่มจากระดับที่กำหนด

สมมติว่าอีก 1 ปีข้างหน้าอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ B มีการปรับตัวเพิ่มขึ้นจากเดิมเป็นร้อยละ 7.1 ขณะที่อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลที่ใช้อ้างอิงไม่เปลี่ยนแปลง ซึ่งทำให้ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ทั้ง 2 รุ่นขยายตัวเป็น 60 bp นักลงทุน C จะต้องจ่ายเงินให้กับธนาคาร A เท่ากับ

$$= 2 \times (60 - 50) \times 10,000 = 200,000 \text{ บาท}$$

สมมติว่าอีก 1 ปีข้างหน้าอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้เอกชนมีการเคลื่อนไหวในทิศทางตรงกันข้าม โดยมีการปรับตัวลดลงเป็นร้อยละ 6.9 ขณะที่อัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลที่ใช้อ้างอิงมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 6.6 ทำให้ Final Spread ใหม่เท่ากับ 30 bp (6.9-6.6) ดังนั้นทิศทางการจ่ายเงินจะเป็นทิศตรงกันข้าม โดยธนาคาร A จะต้องจ่ายเงินให้กับนักลงทุน C เท่ากับ

$$= 2 \times (50 - 30) \times 10,000 = 400,000 \text{ บาท}$$

Credit Spread Options มีจุดประสงค์เช่นเดียวกับ Forward Credit Spread คือใช้เป็นเครื่องมือป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการที่ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่ถืออยู่เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่ใช้เทียบเคียงมีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นหรือลดลงจากระดับที่นักลงทุนหรือผู้ถือต้องการ แต่ทั้งนี้ Credit Spread Options จะอยู่ในรูปของสิทธิ (Options) ที่เปิดโอกาสให้ผู้ซื้อ Options เลือกใช้สิทธิตาม Options ที่กำหนดเมื่อระดับของ Spread มีความเคลื่อนไหวในระดับที่สามารถให้ผลตอบแทนที่ผู้ซื้อ Options พอใจ ทั้งนี้อาจแบ่ง Options ของ Credit Spread ออกเป็น 2 รูปแบบได้แก่

1. Call Options: เป็น Options ที่ให้สิทธิผู้ซื้อที่จะซื้อส่วนต่างหรือผลประโยชน์ที่เกิดจากการที่ Spread ของอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่ถืออยู่เทียบกับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้อ้างอิงมีการปรับตัวแคบลงจากระดับที่กำหนดไว้ใน Options (Strike) ซึ่งทำให้มูลค่าหรือราคาของตราสารหนี้มีการปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้งนี้กระแสเงินที่ผู้ซื้อจะได้รับจากการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะคำนวณจากค่าสูงสุดระหว่าง 0 กับส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนที่เปลี่ยนไป (Strike – Spread)

2. Put Options เป็น options ที่ให้สิทธิผู้ซื้อในการขายส่วนต่างหรือผลประโยชน์ที่ได้รับจากการที่ Spread มีการปรับตัวสูงกว่าระดับของ Strike ที่ได้กำหนดไว้ ซึ่งทำให้ตราสารหนี้ที่ถืออยู่มีมูลค่าลดลง ทั้งนี้กระแสเงินที่จ่ายออกจะคำนวณจากค่าสูงสุดระหว่าง 0 กับ Spread – Strike เพื่อให้เข้าใจง่ายขึ้นลองมาคิดตัวอย่างต่อไปนี้กัน

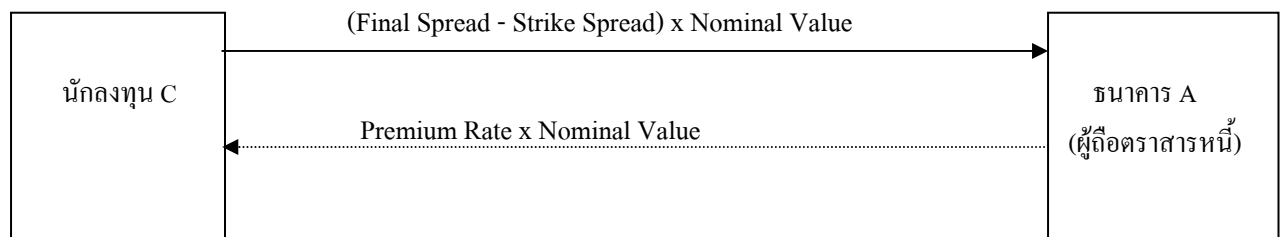
สมมติว่าธนาคาร A ถือหุ้นกู้ B จำนวน 100,000 หน่วย รวมมีมูลค่าหน้าตั๋วทั้งหมด 100,000,000 บาท โดยปัจจุบันหุ้นกู้ B มีอัตราผลตอบแทนที่ซื้อขายอยู่ในตลาดมากกว่าอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุคงเหลือเท่ากันเท่ากับ 200 bp ทั้งนี้ธนาคาร A คาดการณ์ว่า อัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้เอกชน B อาจปรับตัวขึ้นในอีก 6 เดือนข้างหน้า จึงได้ตกลงทำสัญญาซื้อ Put Option กับนักลงทุน C เพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการลดลงของราคาของหุ้นกู้ B โดยกำหนดอัตราผลตอบแทนที่ใช้สิทธิ (Strike Spread) ไว้ที่ 220 bp โดย นักลงทุน C จะได้รับค่า Premium ในอัตราเท่ากับ 20 bp ของ มูลค่าหุ้นกู้
กรณีที่ส่วนต่างปรับตัวเพิ่มขึ้น

สมมติว่า อีก 6 เดือนข้างหน้า ส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ B เหนืออัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 250 bp ทำให้ธนาคาร A ใช้สิทธิ Put กระแสเงินที่จ่ายจะเป็นดังต่อไปนี้

$$\begin{aligned} \text{นักลงทุน C จ่าย} &= (\text{Final Spread} - \text{Strike Spread}) \times \text{Nominal Value} \\ &= (2.50\% - 2.20\%) \times 100,000,000 = 300,000 \text{ บาท} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{ธนาคาร A จ่าย} &= \text{Premium} \times \text{Nominal Value} \\ &= (0.2\%) \times 100,000,000 = 200,000 \text{ บาท} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{กระแสเงินรวมเท่ากับนักลงทุน C จะต้องจ่ายเงินเท่ากับ} \\ &= 300,000 - 200,000 = 100,000 \text{ บาท} \end{aligned}$$



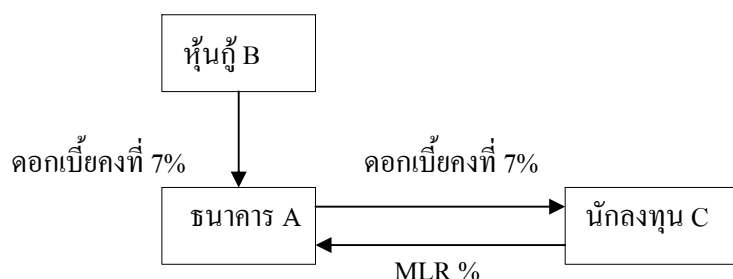
ในกรณีที่ Spread ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้และพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวลดลงต่ำกว่าระดับ Strike Spread ในอีก 6 เดือนข้างหน้า Option ก็จะหมดอายุโดย ธนาคาร A ไม่ได้ใช้สิทธิ อย่งไรก็ตามนักลงทุน C ยังจะคงได้รับค่า Premium 200,000 บาท จากธนาคาร A อยู่

ตัวอย่างข้างต้นเป็นการทำ Credit Spread Put Option แบบง่าย ๆ ทั้งนี้ Option จริงๆ แล้วอาจมีการถ่วงน้ำหนักกระแสการจ่ายเงินด้วยค่าตัวแปรบางตัวเช่น Duration เพื่อให้กระแสเงินที่จ่ายสะท้อนผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงของราคาตราสารหนี้จากการเปลี่ยนแปลงของ Spread ของอัตราผลตอบแทนได้ดีขึ้น

Asset swaps เป็นเครื่องมือการเงินที่ใช้ปรับเปลี่ยนผลตอบแทนจากการลงทุนตามความเสี่ยงจากผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยในตลาดต่อมูลค่าตราสารหนี้ที่จ่ายดอกเบี้ยคงที่ หรือป้องกันความเสี่ยงจากการผันผวนชำระดอกเบี้ย โดยเป็นการเปลี่ยนกระแสเงินรับจากอัตราดอกเบี้ยคงที่เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ซึ่งจะเห็นว่า Asset swaps จะมีลักษณะคล้าย Interest rate swaps ที่เราเคยกล่าวมาแล้ว ทั้งนี้ผู้ถือตราสารหนี้เช่น ธนาคาร จะทำสัญญาไว้กับ

ผู้ลงทุนที่จะแลกเปลี่ยนกระดาษรับจากดอกเบี้ยกัน โดยผู้ลงทุนจะจ่ายดอกเบี้ยในรูปแบบของดอกเบี้ยลอยตัวอิงตามอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ได้ตกลงกันไว้แลกกับการรับดอกเบี้ยในอัตราดอกเบี้ยคงที่ที่ธนาคารจะจ่ายให้เป็นการตอบแทน ทั้งนี้จะเห็นว่าหากตราสารหนี้ที่ธนาคารถืออยู่มีการผิดนัดชำระ ธนาคารก็จะยังคงมีรายรับจากดอกเบี้ยลอยตัวที่ได้รับจากผู้ลงทุน เนื่องจากโดยพฤติกรรมแล้วเสมือนกับว่าธนาคารได้ขายหรือแลกเปลี่ยนหุ้นกู้ดังกล่าวกับหุ้นกู้ตัวหนึ่ง ขณะที่ผู้ลงทุนจะมีโอกาสทำกำไรจากกรณีที่อัตราดอกเบี้ยอ้างอิงสำหรับการจ่ายดอกเบี้ยลอยตัวปรับต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยคงที่ที่ได้รับจากธนาคาร เพื่อให้เข้าใจง่ายลองมาดูตัวอย่างกัน

สมมติว่าธนาคาร A ถือหุ้นกู้เอกชน B ที่มีราคาหน้าตั๋ว 1,000 บาท จำนวน 10,000 หน่วย จ่ายดอกเบี้ยด้วยอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 7 ต่อปี ธนาคาร A กังวลว่าหุ้นกู้ B ที่ถืออาจมีการถูกปรับลดอันดับเครดิตหรืออาจผิดนัดชำระดอกเบี้ยได้ เพื่อเป็นการป้องกันความเสี่ยง ธนาคาร A จึงได้ทำสัญญากับนักลงทุน C ทำสัญญาแลกเปลี่ยนดอกเบี้ย โดยนำลงทุน C จะจ่ายดอกเบี้ยให้กับธนาคาร A ด้วยอัตราดอกเบี้ย MLR ขณะที่ธนาคาร A จะจ่ายดอกเบี้ยให้นักลงทุน C จากดอกเบี้ยที่ได้รับจากหุ้นกู้



กรณีที่ หุ้นกู้เอกชนผิดนัดชำระดอกเบี้ย และสมมติว่า MLR เท่ากับ ร้อยละ 6.25

$$\text{ดอกเบี้ยจากธนาคาร A} = 7\% \times 1,000 \times 10,000 = 700,000 \text{ บาท}$$

$$\text{ดอกเบี้ยจากนักลงทุน C} = 6.25\% \times 1,000 \times 10,000 = 625,000 \text{ บาท}$$

$$\text{ส่วนต่างที่ ธนาคาร A ต้องจ่าย} = 700,000 - 625,000 = 75,000 \text{ บาท}$$

ซึ่งจะเห็นว่าธนาคาร A จะจำกัดความเสี่ยงไว้ที่ส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ กับอัตราดอกเบี้ย MLR ในตลาด อย่างไรก็ตามสมมติว่า MLR ในตลาดมีการปรับตัวสูงขึ้นเป็นร้อยละ 8% และหุ้นกู้เอกชน ไม่ผิดนัดชำระดอกเบี้ย

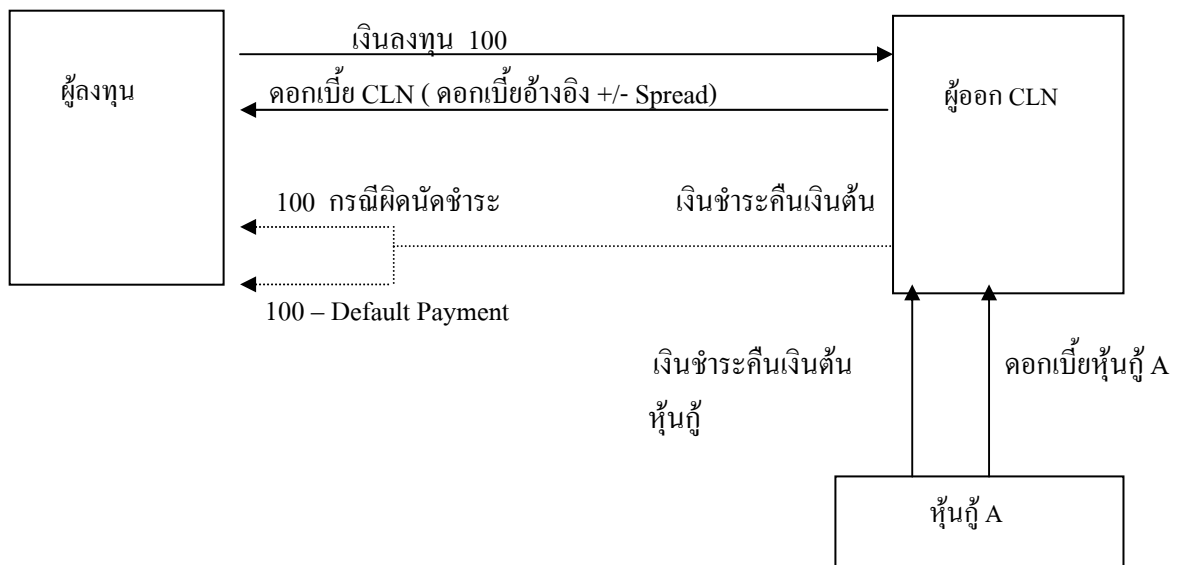
$$\text{ดอกเบี้ยจากธนาคาร A} = 7\% \times 1,000 \times 10,000 = 700,000 \text{ บาท}$$

$$\text{ดอกเบี้ยจากนักลงทุน C} = 8\% \times 1,000 \times 10,000 = 800,000 \text{ บาท}$$

$$\text{ส่วนต่างที่ ธนาคาร A ได้รับ} = 800,000 - 700,000 = 100,000 \text{ บาท}$$

ซึ่งจะเห็นว่ารายได้หรือรายจ่ายที่เกิดขึ้นกับธนาคาร A จะขึ้นอยู่กับส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ กับอัตราดอกเบี้ย MLR ในตลาด ทำให้ผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในหุ้นกู้ B สะท้อนความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงเมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงที่ธนาคาร A ต้องการใช้เป็นเกณฑ์

Credit linked note (CLN) เป็น structure note ที่รวมคุณสมบัติของ debt instrument และ credit derivative เข้าด้วยกัน กล่าวคือการลงทุนใน CLN จะเป็นการลงทุนใน note ที่อ้างอิงกับตราสารหนี้ที่ระบุไว้ โดยผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงที่เกิดขึ้น (credit performance) ของตราสารหนี้ที่ใช้อ้างอิง ซึ่งเสมือนเป็นการลงทุนในตราสารหนี้ในทางอ้อมโดยไม่ต้องถือครองตราสารหนี้จริงๆ ในทางปฏิบัติแล้ว CLN มีหลายรูปแบบขึ้นอยู่กับลักษณะและเงื่อนไขในการชำระเงินตลอดจนจุดประสงค์ของการลงทุน แต่ทั้งนี้หากแบ่งตามประเภทลักษณะของ credit derivatives ที่ผูกติดกับ CLN แล้วอาจแบ่งได้ออกเป็น 3 ประเภทได้แก่ 1. Total return swap embedded notes 2. Credit spread linked notes 3. Credit default linked notes สำหรับในที่นี้เราจะขอพูดถึง CLN แบบ credit default linked notes เพียงอย่างเดียว โดยการลงทุนใน credit default linked notes ผู้ลงทุนจะลงทุนซื้อ CLN ที่ใช้ตราสารหนี้ที่กำหนดเป็นหลักทรัพย์อ้างอิง (ซึ่งผู้ออก CLN อาจนำเงินที่ได้ไปลงทุนในตราสารหนี้ดังกล่าว) ทั้งนี้ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนใน CLN จะได้รับจะมาจากสองส่วนได้แก่ดอกเบี้ยที่กำหนดใน CLN และเงินชำระคืนเงินต้นที่ขึ้นอยู่กับสภาพการชำระคืนเงินต้นจากตราสารหนี้ใช้อ้างอิง โดยหากตราสารหนี้ไม่มีการผิดนัดชำระคืนเงินต้นผู้ลงทุนจะได้รับเงินชำระคืนเงินต้นจากผู้ออก CLN เต็มจำนวน แต่หากมีการผิดนัดชำระคืนเงินต้นหรือมีการชำระออกมาไม่ครบ ผู้ออกจะจ่ายเงินเป็นจำนวนเท่ากับส่วนต่างของราคาหน้าตั๋วกับเงินที่กำหนดไว้กรณีมีการผิดนัดชำระเงิน (Default payment) โดย Default payment อาจเป็นจำนวนเงินที่ได้รับคืนจากตราสารหนี้หรืออาจกำหนดในรูปแบบอื่นๆ เช่น ร้อยละ 40 ของราคาหน้าตั๋วหรือคำนวณจากราคาที่เปลี่ยนแปลงไปของตราสารหนี้ระหว่างวันออกถึงวันที่กำหนด



จากตัวอย่างในรูปแบบ สมมติว่า ผู้ลงทุนซื้อ CLN ที่ราคาหน้าตั๋วเท่ากับ 100 โดยผู้ออกได้นำเงินไปลงทุนในหุ้นกู้ A ต่อ ทั้งนี้ผู้ลงทุนใน CLN จะมีผลตอบแทนมาจากสองส่วนคือ ส่วนแรกจากดอกเบี้ยของ CLN ซึ่งโดยทั่วไปผู้ออก CLN อาจจ่ายในรูปแบบของอัตราดอกเบี้ยลอยตัวอ้างอิงกับอัตราดอกเบี้ยในตลาดประเภทใดประเภทหนึ่งบวกส่วนต่างที่กำหนด (spread) สำหรับ สำหรับรายได้ส่วนที่สองคือเงินชำระคืนเงินต้น ซึ่งจะมีอยู่สองกรณีคือ

1. กรณี ที่หุ้นกู้ไม่มีการผิดนัดชำระ ผู้ลงทุนจะได้รับเท่ากับ 100
2. กรณี ที่หุ้นกู้มีการผิดนัดชำระหรือจ่ายไม่ครบ ผู้ลงทุนจะได้รับเงินเท่ากับ 100 - Default Payment

จากตัวอย่างในข้างต้นจะเห็นว่าในส่วนของผู้ลงทุนแล้วการลงทุนใน CLN เหมือนกับเป็นการลงทุนทางอ้อมในหุ้นกู้ A แต่ทั้งนี้ ผลตอบแทนโดยรวมจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยง(default risk) ของหุ้นกู้ A โดยผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากดอกเบี้ยที่จาก CLN ซึ่งถือเป็นค่า premium ที่จ่ายให้จากการแบกรับความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ในส่วนของผู้ออก CLN แล้วจะเห็นว่าจะเป็นการออก CLN นอกจากจะเป็นการระดมทุนบางส่วนแล้วยังช่วยจำกัดความเสี่ยงของการผิดนัดชำระคืนเงินต้นจากหุ้นกู้ โดยผู้ออกสามารถจำกัดจำนวนเงินที่ต้องชำระไว้ที่ส่วนต่าง 100 – Default Payment ไม่ใช่เงินต้นในการลงทุนทั้งหมด นอกจากนี้ยังทำให้ผู้ออกสามารถประเมินและวางแผนทางการเงินในกรณีที่มีการผิดนัดชำระเงินได้ล่วงหน้า

จากกระบวนการทำ CLN ดังกล่าวข้างต้น จะเห็นว่านอกจากจะช่วยให้ผู้ลงทุนมีช่องทางลงทุนในตราสารหนี้ โดยไม่ต้องเข้าไปลงทุนโดยตรง รวมถึงการช่วยให้ผู้ออก CLN สามารถควบคุมความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารหนี้แล้ว อาจมองได้ว่าการทำ credit default linked notes สามารถนำไปใช้ในการปรับอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Enhancement) ของตราสารทางการเงินที่ไม่มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือหรือต้องการเพิ่มความมั่นใจในการลงทุนในตราสารมากขึ้น