



## Hybrid Tier I Bond: โอกาสเพิ่มผลตอบแทน หรือการลงทุนที่ควรหลีกเลี่ยง

โดย ธนภรณ์ สุชาติปัทมกุล

สิ่งที่ทฤษฎีการลงทุนได้สอนอยู่เสมอคือความเสี่ยงกับผลตอบแทนเป็นสิ่งที่แยกจากกันไม่ได้ นักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยงจึงเลือกที่จะลงทุนในตราสารหนี้ภาครัฐหรือฝากเงินกับธนาคาร อย่างไรก็ตาม ผู้ออมเงินส่วนใหญ่มักลืมไปว่าการลงทุนประเภทดังกล่าวก็ยังมีความเสี่ยง นั่นคือความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อ (inflation risk) ซึ่งทำให้กำลังซื้อในอนาคตลดลง หากเงินเฟ้อสูงกว่าผลตอบแทนจากการลงทุน ตัวอย่างเช่น ณ สิ้นปี 2550 หากผู้ออมเงินลงทุนในตราสารหนี้ภาครัฐระยะเวลา 1 ปี จะได้รับผลตอบแทน 3.55% แต่เงินเฟ้อในช่วง 11 เดือนที่ผ่านมาสูงถึง 5.9% ไม่ว่าเดือนสุดท้ายเงินเฟ้อจะลดลงอย่างไร คงไม่สามารถทำให้เงินเฟ้อทั้งปีต่ำกว่า 3.55% ได้ ดังนั้น ผู้ออมเงินย่อมสูญเสียอำนาจซื้อไป อย่างไรก็ตาม การลงทุนด้านอื่นที่หวังว่าเป็นการลงทุนเพื่อให้ทันเงินเฟ้อ โดยเฉพาะการลงทุนในหุ้นสามัญแม้จะให้ผลตอบแทนที่คาดหวังสูงกว่า แต่ความเสี่ยงย่อมมีมากกว่าเช่นเดียวกัน (High Risk, High Expected Return) เห็นได้จากนับตั้งแต่ต้นปีถึงสิ้นเดือนพฤศจิกายนที่ผ่านมา ตลาดหุ้นได้ปรับตัวลดลงจากต้นปีประมาณ 53.17% ถึงตรงนี้ ดูเหมือนว่าไม่ว่าการลงทุนในรูปแบบใดก็ตาม จำต้องเผชิญกับความเสี่ยงที่นักลงทุนไม่อยากพบเจอแทบทั้งสิ้น คำถามคือแล้วจะมีทางเลือกอื่นๆ ที่สร้างสมดุลระหว่างความเสี่ยงเหล่านี้ได้อย่างไร

คำตอบก็คือ การลงทุนในตราสารหรือหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่าการลงทุนในตราสารหนี้ภาครัฐ แต่ไม่ต้องรับความเสี่ยงเท่ากับการลงทุนในหุ้นสามัญ ซึ่งทางเลือกที่เป็นไปได้คือ ลงทุนในตราสารหนี้ภาคเอกชน อย่างไรก็ตาม ตราสารหนี้ภาคเอกชนทั่วไปจะมีลักษณะโครงสร้างผลตอบแทนที่ค่อนข้างจะใกล้เคียงกับตราสารหนี้ภาครัฐ (ในแง่ความเสี่ยงและผลตอบแทนที่มากกว่าตราสารทุน) แต่ถ้าจะสร้างสมดุลระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทนที่อยู่ระหว่างตราสารหนี้และตราสารทุนให้มากขึ้นไปอีก คำตอบที่น่าสนใจน่าจะเป็นตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน ปัจจุบันที่เห็นได้ชัด ได้แก่ หุ้นกู้ด้อยสิทธิของธนาคารพาณิชย์ ซึ่งตามประกาศของธนาคารแห่งประเทศไทยระบุว่า หากธนาคารพาณิชย์จะนำหุ้นกู้ด้อยสิทธิที่ออกจำหน่ายเข้าเป็นเงินกองทุนชั้นที่ 1 (tier 1) ต้องเป็นประเภทที่ไม่สะสมดอกเบี้ยจ่าย และไม่ชำระดอกเบี้ยในปีที่ธนาคารไม่มีผลกำไร ตรงนี้เป็นประเด็นที่ผู้ออมจะนำหุ้นกู้ด้อยสิทธินั้นเข้าเป็นเงินกองทุนเพื่อใช้วัดระดับความพอเพียงในการขยายสินเชื่อหรือลงทุนในสินทรัพย์ต่างๆ ของธนาคาร สำหรับประเด็นของผู้ออมเงินนั้น ผู้ออมจะได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้นว่าการลงทุนในตราสารหนี้พอสมควร เพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่มากขึ้นจากกรณีที่ธนาคารขาดทุนจนไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยในปีนั้นได้ เนื่องจากไม่ได้สะสมดอกเบี้ยจ่ายในปีถัดไป นอกจากนี้ ในกรณีที่ธนาคารต้องชำระบัญชี ผู้ถือหุ้นกู้ด้อยสิทธิคล้ายๆ นี้ ก็จะได้รับชำระหนี้หลังจากการจ่ายคืนเจ้าหนี้สามัญและเจ้าหนี้บุริมสิทธิก่อนแล้ว แต่จะได้รับชำระหนี้ก่อนผู้ถือหุ้นสามัญ

คำถามสุดท้ายในใจผู้ออมเงินก็คือ แล้วจะประเมินอย่างไรว่าจะลงทุนในตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน ประเภทหุ้นกู้ด้อยสิทธิของธนาคาร และเมื่อไรที่ควรลงทุนในตราสารประเภทนี้ คำตอบของคำถามนี้อยู่ที่ ความสามารถในการยอมรับความเสี่ยง และการประเมินสถานะของกิจการที่ลงทุน กล่าวคือ ในสถานการณ์ทางเศรษฐกิจที่ตีสถานะการเงินของธนาคารพาณิชย์เข้มแข็ง แนวโน้มที่ผู้ออมเงินจะหัน



มาลงทุนในหุ้นกู้ด้อยสิทธิก็มีมากขึ้น ผลตอบแทนส่วนเพิ่มก็จะลดลง ในขณะที่ในช่วงที่เศรษฐกิจไม่ดี สถานะการเงินของธนาคารพาณิชย์ ย่ำแย่ แนวโน้มที่นักลงทุนผู้ออมเงินจะหันมาลงทุนในหุ้นกู้ด้อยสิทธิก็จะลดลง ผลตอบแทนส่วนเพิ่มก็จะปรับเพิ่มขึ้นเพื่อเพิ่มแรงจูงใจให้ผู้ออมเงินสนใจมากขึ้น ส่วนในประเด็นการประเมินความสามารถในการยอมรับความเสี่ยงนั้นขึ้นอยู่กับผู้ออมเงินเป็นสำคัญ ว่ามีขนาดเงินลงทุนที่จะตัดสินใจลงทุนในหุ้นกู้ด้อยสิทธิมากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับขนาดของเงินลงทุนทั้งหมด อาจลงทุนเพียง 5% เพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยง นอกจากนี้ยังต้องคำนึงถึงวัตถุประสงค์ของการลงทุน เช่นถ้าเป็นเงินออมระยะยาวที่มีเป้าหมายหลักในการเพิ่มผลตอบแทนเพื่อป้องกันเงินเฟ้อ แต่ไม่ต้องการแบกรับความเสี่ยงจนเกินไปนัก ผู้ออมเงินก็ควรลงทุนหุ้นกู้ด้อยสิทธิประเภทนี้

ก่อนจบบทความนี้ผู้เขียนขอส่งท้ายโดยการตอบคำถามต่อหัวข้อเรื่องที่ได้ตั้งขึ้น กล่าวคือ Hybrid Tier I Bond หรือที่เรียกว่าหุ้นกู้ด้อยสิทธิของธนาคารพาณิชย์ที่ได้รับอนุญาตให้นับรวมเป็นเงินกองทุนชั้นที่ 1 นี้ จะเป็นสิ่งที่เพิ่มผลตอบแทนและความเสี่ยงควบคู่กันไปอย่างไรก็ตาม ประเด็นในการตัดสินใจอยู่ที่การคาดการณ์ของนักลงทุนว่าธนาคารพาณิชย์จะมีหนี้เสียมากน้อยเพียงใด หากทำให้ธนาคารถึงขั้นขาดทุนจนไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยหุ้นกู้ด้อยสิทธินี้ได้ ผลตอบแทนส่วนเพิ่มที่อาจจะได้ในปีที่จะกลับมาจะมีกำไรจะคุ้มหรือไม่ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ อยู่ที่ว่าท่านเชื่อหรือไม่ว่าธนาคารจะยังมีกำไรภายใต้เงื่อนไขเศรษฐกิจในปี 2009 หรือถ้าขาดทุนจะขาดทุนมากน้อยเพียงใดนั่นเอง ถ้าจะเปรียบเทียบการลงทุนในหุ้นสามัญกับหุ้นกู้ด้อยสิทธินี้สามารถเปรียบเทียบได้คร่าว ๆ คือ ผู้ลงทุนในหุ้นสามัญจะสนใจมากขึ้นกว่าผู้ลงทุนในหุ้นกู้ด้อยสิทธิ คือ ถ้ากำไร สนใจด้วยว่าจะกำไรเท่าไร ในขณะที่ ผู้ลงทุนหุ้นกุดังกล่าวจะดูเพียงว่าธนาคารมีกระแสเงินสดพอจ่ายดอกเบี้ยนี้ลงทุนหรือไม่นั่นเอง

สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย

[www.thaibma.or.th](http://www.thaibma.or.th)

ธนภรณ์ สุชาติพิทมกุล

[thanaporn@thaibma.or.th](mailto:thanaporn@thaibma.or.th), 02-252-3336 # 216