

Static Spread

โดย อภินันท์ จินศิริวานิชย์

สวัสดีครับท่านผู้อ่าน เจอกันอีกครั้งแล้วนะครับจากที่เมื่อไม่นานมานี้ ผมได้เขียนถึงเรื่องส่วนต่างของอัตราผลตอบแทน (Yield spread) ไปนั้น ได้มีผู้อ่านบางท่านสอบถามมาแล้วว่า Static spread ที่เคยได้ยินมานั้นคืออะไร หามาได้อย่างไร...? และมีความต่างกันอย่างไร กับ Yield spread ในสัปดาห์นี้ผมจึงถือโอกาสเขียนถึงเรื่อง Static Spread ทั้งนี้เพื่อให้เข้าใจได้ง่ายขึ้นทำให้น้องๆ บางส่วนมีเรื่อง Yield spread ที่เคยกล่าวไปแล้วเข้ามาเกี่ยวข้องบ้าง สำหรับผู้ที่เคยติดตามมาก่อนแล้ว ครั้งนี้ถือว่าเรามารีวิวไปพร้อมๆ กันเลยครับ

ถ้ากล่าวถึง Static spread หรือในอเมริกาใช้ชื่อว่า “Zero volatility spread” ก็คือการหาส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ โดยเทียบจากโครงสร้างอัตราผลตอบแทนแบบสปอต นั่นเอง (Spot rate) เห็นอย่างนี้คงพอจะมองเห็นภาพกันบ้างแล้วใช่ไหมครับว่า Static spread ต่างกับ Yield spread อย่างไร คำตอบก็คือว่าฐานของอัตราผลตอบแทนที่ใช้เทียบหาส่วนต่างนั้นไม่เหมือนกัน กล่าวคือ Yield spread คือส่วนต่างที่ได้จากการนำอัตราผลตอบแทนจนครบอายุ (YTM) ของตราสารหนี้ที่นำมาพิจารณา มาหักลบกับอัตราผลตอบแทนจนครบอายุ (YTM) ของตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุด โดยทั่วไปคือพันธบัตรรัฐบาล ที่มีอายุเท่ากัน หรือ duration เท่ากันก็ได้ ส่วนต่างที่ได้้นอกจากจะสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงด้านเครดิตเป็นสำคัญแล้ว ยังได้รวมถึงปัจจัยแฝงอื่นๆ อาทิ สภาพคล่องของตราสาร, สิทธิแฝงของตราสารหนี้ หรือมุมมองการลงทุนของนักลงทุนแต่ละราย เป็นต้น ในขณะที่วิธีการหา Static spread เป็นการเทียบหาส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่นำมาพิจารณา กับโครงสร้างอัตราผลตอบแทนแบบสปอต (อัตราผลตอบแทนแบบสปอต คือ อัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยง “Risk-free rate” โดยปราศจากความเสี่ยงในด้านเครดิต และเป็นอัตราผลตอบแทนที่สามารถสะท้อนต้นทุนในการกู้ยืมเงินในแต่ละช่วงระยะเวลาหนึ่งได้จริง อีกทั้งโครงสร้างอัตราผลตอบแทนแบบสปอต ยังเป็นอัตราผลตอบแทนที่ไม่มีอิทธิพลในเรื่องของความเสี่ยงจากการนำดอกเบียไปลงทุนต่อ “Re-investment risk” เข้ามาเกี่ยวข้อง) ดังนั้น Static spread จึงเป็นส่วนต่างที่สะท้อนให้เห็นถึงระดับความเสี่ยงของตราสารหนี้ที่นำมาพิจารณาว่าอยู่เหนือโครงสร้างอัตราผลตอบแทนแบบสปอตซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนแบบไร้ความเสี่ยงเป็นเท่าใด

เมื่อได้ทราบถึงความหมายและวิธีการเทียบหา Static spread กันแล้ว ทีนี้ผมขอยกตัวอย่างการคำนวณหา Static spread อย่างง่ายกันบ้าง... มาดูกันเลยครับ อย่างเช่น หุ้นกู้ A จ่ายดอกเบี้ยคงที่ทุกๆ 6 เดือน อายุคงเหลือ 2 ปี จ่ายอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 5 ต่อปี ราคาเสนอขายต่อร้อยละ 120 วันที่ 12

พฤศจิกายน 2547 เท่ากับ 103 บาท/หน่วย โดยที่โครงสร้างอัตราผลตอบแทนแบบสปอต (ThaiBDC Zero Coupon Yield Curve) ณ วันที่ 11 พฤศจิกายน เป็นดังนี้

ThaiBDC Zero Coupon Yield Curve				
TTM (Yr.)	0.5	1	1.5	2
Spot rate (%)	2.05	2.33	2.47	2.61

$$103 = \frac{2.5}{(1.0205 + SS)^{0.5}} + \frac{2.5}{(1.0233 + SS)^1} + \frac{2.5}{(1.0247 + SS)^{1.5}} + \frac{102.5}{(1.0261 + SS)^2}$$

จากการแก้สมการเราจะได้ค่า Static spread เท่ากับร้อยละ 0.86 จากตัวอย่างจะเห็นว่า Static spread ก็คือ ส่วนต่างที่เป็นค่าคงที่ของทุกกระแสเงินสดอายุหุ้นกู้ A เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนแบบสปอต เป็นการสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงแบบถัวเฉลี่ยที่ผู้ลงทุนจะได้รับ เมื่อซื้อหุ้นกู้ A แล้วถือจนครบกำหนด ซึ่งก็เป็นการอธิบายได้อีกว่า ถึงแม้วิธีการหา Static spread จะเป็นวิธีการที่คำนึงถึงอัตราผลตอบแทนและกระแสเงินที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงระยะเวลาของตราสารหนี้ก็จริง แต่ส่วนต่างที่ได้นี้ยังไม่สามารถอธิบายครอบคลุมไปถึงตราสารหนี้ที่มีลักษณะแฝงสิทธิอื่นๆ อย่างเช่น หุ้นกู้ประเภท Call option เป็นต้น ในกรณีที่ผู้ออกตราสารอาจเรียกไถ่ก่อนคืนก่อนกำหนด ทำให้โครงสร้างของกระแสเงินลดลง การที่หาส่วนต่างด้วยวิธี Static spread หรือ Yield spread ในกรณีที่หุ้นกู้ อาจถูกไถ่ก่อนกำหนดจึงเป็นวิธีการที่ไม่ถูกต้องนัก ผู้ลงทุนอาจต้องมีการปรับส่วนต่างด้วยวิธี Option adjusted spread เพื่อให้ได้ค่าส่วนต่างที่ใกล้เคียงกับโครงสร้างของกระแสเงินที่อาจเปลี่ยนแปลงไปมากที่สุด

ประการสุดท้ายที่ไม่ควรมองข้ามไป ก็คือกรณีที่ผู้ลงทุนใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนอ้างอิงของ ThaiBDC นั่นก็คือส่วนต่างที่ได้จากการเทียบแบบธรรมดา (Yield spread) จะเป็นลักษณะแบบ Semi-annualized compounded yield แต่ทางด้านอัตราผลตอบแทนแบบสปอต (ThaiBDC Zero Coupon Yield Curve) เป็นลักษณะทบต้นต่อปี (Annualized compounded yield) ดังนั้นส่วนต่างที่ได้ (Static spread) ก็จะเป็นส่วนต่างบน Annualized compounded yield ด้วยเช่นกัน