

หุ้นกู้อนุพันธ์...ทางเลือกใหม่ในการบริหารความเสี่ยง

โดย สำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1. ความเป็นมา

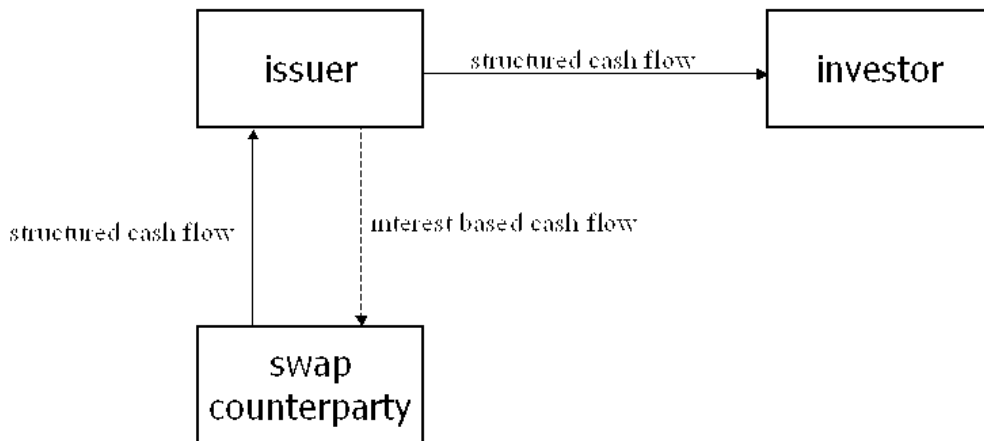
แนวคิดในการเกิดตราสารที่เราเรียกกันว่า หุ้นกู้อนุพันธ์ นี้เกิดจากความต้องการร่วมกันของทางการและภาคเอกชน ที่จะหาตราสารที่ตอบสนองความต้องการทั้งผู้ที่ต้องการระดมทุน และผู้ลงทุน โดยเฉพาะผู้ลงทุนที่เดิมคือผู้ฝากเงินในระบบธนาคารพาณิชย์ ซึ่งปัจจุบันยังได้รับการคุ้มครองเงินต้นอยู่ และประสงค์จะหันมาลงทุนในตลาดทุน ซึ่งอาจมีทั้งความเสี่ยงและผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น ดังนั้น หากจะให้ประชาชนที่เคยออมเงินในรูปแบบเงินฝาก ซึ่งยังไม่คุ้นเคยกับความเสี่ยงที่อาจสูญเสียเงินต้น ตราสารที่มีอยู่ในปัจจุบันจึงอาจไม่เหมาะกับผู้ลงทุนกลุ่มนี้ที่ยังเป็นห่วงเรื่องการสูญเสียเงินต้น ในขณะที่ต้องการผลตอบแทนของตราสารทุน ซึ่งในปัจจุบันมีแนวโน้มจะสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่ค่อนข้างต่ำมาก

การจะให้ผู้ลงทุนใหม่คุ้นเคยและยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนได้ จึงน่าจะเริ่มต้นจากตราสารที่มีลักษณะกึ่งกลางระหว่างตราสารหนี้กับตราสารทุน ซึ่งมีลักษณะเป็นตราสารที่มีลักษณะเป็นลูกผสมโดยมีความเป็นหนี้ที่ยังคุ้มครองเงินต้นบางส่วน เช่น 80 % ของเงินต้นที่ลงทุนไป แต่มีผลตอบแทนแปรตามอัตราผลตอบแทนในตราสารทุน เช่น ดัชนีหลักทรัพย์ หุ้นกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งเป็นต้น ในขณะที่เดียวกันในส่วนของผู้ที่ออกตราสารเหล่านี้ก็อาจเป็นสถาบันการเงินที่มีความต้องการหารายได้เพิ่ม โดยอาจมีการลงทุนในตราสารทุนที่มาทำเป็น underlying อยู่แล้วก็ได้ หรืออาจเป็นบริษัทที่ต้องการเงินในการระดมทุนในธุรกิจปกติ แต่ไม่อยากจะเสี่ยงกับความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย จึงออกตราสารนี้โดยกำหนดผลตอบแทนตามผลประกอบการ เช่น การไฟฟ้าออกหุ้นกู้อนุพันธ์เพื่อใช้ในการระดมทุน โดยกำหนดผลตอบแทนตามอัตราการใช้ไฟซึ่งเป็นรายได้หลักของการไฟฟ้า เป็นต้น

2. หุ้นกู้อนุพันธ์คืออะไร มีลักษณะและความเสี่ยงอย่างไร

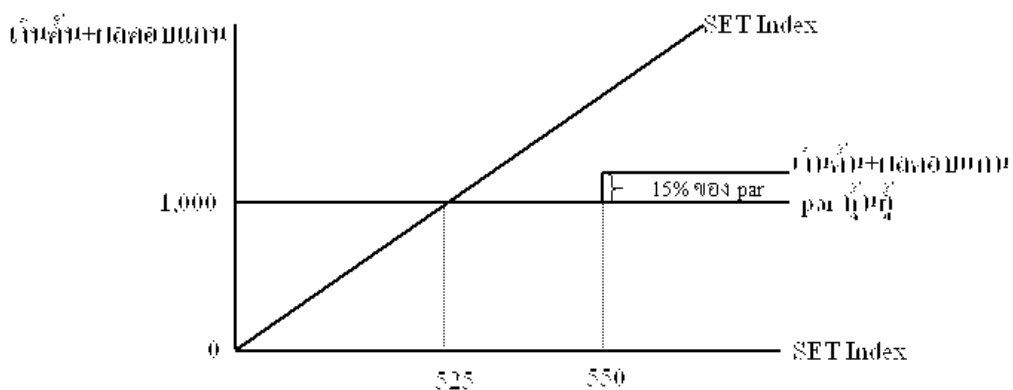
หลังจากที่ทราบความเป็นมาของแนวคิดในการเกิดหุ้นกู้อนุพันธ์ที่กล่าวข้างต้นแล้ว เรายามาดูความหมายว่า แล้วหุ้นกู้อนุพันธ์ที่ว่ามานี้ คืออะไร หุ้นกู้อนุพันธ์ คือหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นตราสารหนี้ประเภทหนึ่งที่มีการจ่ายผลตอบแทนหรือชำระคืนเงินต้นทั้งหมดหรือบางส่วน โดยอ้างอิงกับตัวแปรที่กำหนดไว้ล่วงหน้า เช่น ราคาหลักทรัพย์ ดัชนีหลักทรัพย์ เป็นต้น และนอกจากการจ่ายคืนเป็นเงินสดแล้ว ในบางกรณีอาจชำระคืนเงินต้นหรือจ่ายดอกเบี้ยเป็นหลักทรัพย์ก็ได้ด้วย

หุ้นกู้อนุพันธ์จึงเป็นตราสารหนี้ที่ผู้ออกสามารถออกแบบตราสารให้เหมาะสมกับ Flow รายได้ของผู้ออก หรือจัดโครงสร้างให้เหมาะสมกับความต้องการความเสี่ยง (risk profile) ของผู้ลงทุน จึงนับได้ว่าหุ้นกู้อนุพันธ์เป็นนวัตกรรมทางการเงินรูปแบบใหม่ที่น่าจะถือได้ว่าเป็น financial engineering รูปแบบหนึ่ง ซึ่งอาจเป็นที่รู้จักกันในชื่อ structured notes โดยรูปแบบพื้นฐานของหุ้นกู้อนุพันธ์ เป็นตามแผนภาพ ดังนี้



ลักษณะของ Structured notes เกิดขึ้นโดยมีการทำสัญญา swap รองรับเพื่อป้องกันความเสี่ยงโดย issuer ส่วนใหญ่จะทำการป้องกันความเสี่ยงด้วยการทำสัญญา swap กับ counterparty อื่นโดยสามารถออกแบบหุ้นกู้อนุพันธ์ให้มีลักษณะการจ่ายผลตอบแทนที่หลากหลายเพื่อสนองความต้องการของผู้ลงทุน จากภาพข้างต้นผู้ออกทำสัญญา swap กับ third party โดยจะได้รับผลตอบแทนในลักษณะเดียวกับที่ต้องชำระให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้อนุพันธ์ สำหรับ Swap counterparty จะได้รับผลตอบแทนที่อิงกับอัตราดอกเบี้ยที่ issuer สามารถรับความเสี่ยงได้

ตัวอย่างที่ 1: หุ้นกู้อนุพันธ์ที่จ่ายคืนเงินต้น อ้างอิงกับ SET Index



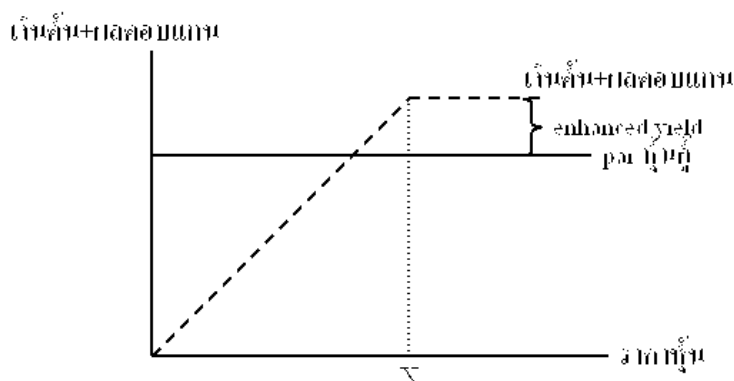
เงินต้น+ผลตอบแทน

ถ้า Index \geq 550 จะจ่ายเงินต้น + ผลตอบแทน 15% ของเงินต้น

ถ้า Index $<$ 550 จ่ายคืนเงินต้น 1,000 บาท

ประโยชน์ : ผู้ถือตราสารจะได้รับผลตอบแทนอ้างอิงกับ SET Index โดยมีการคุ้มครองเงินต้น

ตัวอย่างที่ 2: หุ้นกู้พันธบัตรที่จ่ายเงินต้นทั้งหมดหรือบางส่วนเป็นหลักทรัพย์



ผลตอบแทน MLR + 1%

เงื่อนไข: จำหน่ายเดิมสูงกว่า ส่วนเกินที่ผู้ถือพันธบัตรมีมูลค่าต่ำกว่า X บาท
จะจำหน่ายเป็นเงินสด (Cash or Share)

ประโยชน์ : ผู้ลงทุนได้ enhanced yield แต่ต้องรับความเสี่ยงถ้าราคาหุ้นลงเหมือนซื้อหุ้นกู้ + write put option ในกรณีนี้ ผู้ถือเป็นผู้ซื้อ option จึงไม่ต้องบริหารความเสี่ยง

ตัวอย่างที่ 3: หุ้นกู้พันธบัตรที่กำหนดผลตอบแทนโดยอ้างอิงกับตัวแปรที่เป็นรายได้หรือรายจ่ายในการประกอบธุรกิจหลักของผู้ถือ เช่น บริษัทน้ำมันออกหุ้นกู้พันธบัตรที่กำหนดจ่ายเงินต้น ผันแปรตามราคาน้ำมัน เป็นต้น

ประโยชน์: ผู้ถือสามารถใช้หุ้นกู้พันธบัตรเป็นเครื่องมือในการบริหารความเสี่ยง
ในธุรกิจ ส่วนผู้ลงทุนก็จะมีลักษณะตราสารให้เลือกลงทุนมากขึ้น

ตัวอย่างที่ 4: ธนาคารพาณิชย์ออกหุ้นกู้พันธบัตรโดยใช้อัตราแลกเปลี่ยน THB/USD เป็นตัวแปรอ้างอิง มี feature ดังนี้

- Principal = 1,000 บาท อายุ 3 เดือน
- Payment: ถ้า THB/USD \geq 41 ผู้ลงทุนจะได้ return 4 %
ถ้า THB/USD < 41 ผู้ลงทุนจะได้ 0 %
- วันครบกำหนดอายุ THB/USD = 42.10
- ผู้ลงทุนได้รับเงินต้น + ดอกเบี้ย 4%

ประโยชน์ : ผู้ลงทุนอาจจะเป็นบริษัทที่มี position ใน THB/USD อยู่แล้วและต้องการ hedge position ที่มีอยู่ โดยยังได้รับเงินต้นครบ
เงินต้น + ผลตอบแทน



ตัวอย่างที่ 5: ธนาคารพาณิชย์ออก credit linked notes โดยใช้ credit ของหุ้นกู้ไทย (XYZ) เป็นตัวแปรอ้างอิง โดยมี feature ดังนี้

- Principal = 1,000 บาท อายุ 6 เดือน
- Payment: ถ้าหุ้นกู้ XYZ ไม่ default ผู้ลงทุนจะได้รับเงินต้น + 4 %
ถ้ามี Event of default ผู้ลงทุนอาจจะได้หุ้นกู้ XYZ ที่ default หรือได้รับเงินต้นไม่ครบ
- วันครบกำหนดอายุ หากไม่มีการ default ผู้ลงทุนได้รับเงินต้น + ดอกเบี้ย 4%

ประโยชน์: ผู้ลงทุนได้รับ enhanced yield อย่างไรก็ดี หากหุ้นกู้ XYZ default ผู้ลงทุนอาจได้รับหุ้นกู้ที่ default นั้น

3. ทำไมหุ้นกู้อนุพันธ์จึงน่าสนใจ

ในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยในตลาดต่ำมาก ผู้ฝากเงินที่เคยรับผลตอบแทนจากดอกเบี้ยเงินฝากในภาวะที่อัตราดอกเบี้ยสูง เช่น 8-10 % อาจจำเป็นต้องมองหาแหล่งลงทุนใหม่ที่มีผลตอบแทนมากขึ้น ในขณะเดียวกัน ก็อาจยังไม่สามารถรับได้หากการลงทุนนั้นจะทำให้ต้องสูญเสียเงินต้นจำนวนมาก หุ้นกู้อนุพันธ์จึงเป็นทางเลือกใหม่ของผู้ลงทุนโดยเฉพาะผู้ลงทุนที่เพิ่งเริ่มต้นการลงทุนในตลาดทุน เท่ากับเป็นการเริ่มรับรู้ความเสี่ยงจากการลงทุนที่เพิ่มขึ้นจากเดิมที่เคยฝากเงินหรือลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล นอกจากการเริ่มรับรู้ความเสี่ยงดังกล่าวแล้ว ในส่วนของการรับผลตอบแทนจากการลงทุนในภาวะที่ดัชนีหลักทรัพย์น่าจะมีแนวโน้มที่ดีขึ้นบ้าง การกำหนดจ่ายดอกเบี้ยอ้างอิงกับดัชนีหลักทรัพย์ก็น่าจะเป็นโอกาสดีสำหรับผู้ลงทุนที่จะได้มีโอกาสรับรู้ผลตอบแทนตามดัชนีหลักทรัพย์เสมือนได้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เองด้วย

ในส่วนของผู้ลงทุนจากที่กล่าวมา หุ้นกู้อนุพันธ์จึงน่าจะเป็นตราสารใหม่ที่น่าสนใจตราสารหนึ่งในภาวะปัจจุบัน และเป็นการเริ่มต้นการจูงใจให้เกิดการเคลื่อนย้ายผู้ออมในตลาดเงินให้เข้าสู่ตลาดทุนได้โดยไม่เสี่ยงจนเกินไป เป็นการเรียนรู้จักความเสี่ยงแบบค่อยเป็นค่อยไป

ในส่วนของผู้ที่ต้องการระดมทุนหรือก็คือผู้ออกหุ้นกู้อนุพันธ์ ก็จะมีทางเลือกในการระดมทุนมากขึ้น สามารถกำหนดผลตอบแทนจากรายได้หลัก ป้องกันความเสี่ยงจากการผันผวนของอัตราดอกเบี้ยได้ทางหนึ่ง นอกจากนี้ ในบางกรณีผู้ออกอาจมี Portfolio การลงทุนอยู่ แต่ไม่ยอมรับความเสี่ยงจากตราสารบางตัวที่ถืออยู่ก็สามารถโอนความเสี่ยงนั้นไปให้กับผู้ออกหุ้นกู้อนุพันธ์ที่อ้างอิงผลตอบแทนหรือส่งมอบเป็นตราสารนั้นก็ได้ ซึ่งจะทำให้สามารถโอนความเสี่ยงจากคนหนึ่งไปที่อีกคนหนึ่งซึ่งอาจต้องการรับผลตอบแทนตามความเสี่ยงจากตราสารซึ่งตนไม่ได้ถืออยู่ ในขณะที่ผู้ออกก็อาจยังไม่ต้องการขายตราสารนั้นก็ได้

ในส่วนของบริษัทหลักทรัพย์หรือธนาคารพาณิชย์ก็มีความคล่องตัวมากขึ้นในการจัดโครงสร้างทางการเงินให้กับลูกค้า และได้รับค่าธรรมเนียมการจัดการ หรือได้รับกำไรจากการซื้อขายหุ้นกู้อนุพันธ์ดังกล่าว โดยสรุปหุ้นกู้อนุพันธ์ก็จะมีประโยชน์ทั้งผู้ลงทุนมีทางเลือกลงทุนมากขึ้น ไม่เสี่ยงจนเกินไป และผู้ที่ต้องการระดมทุนก็สามารถออกตราสารที่ Match กันระหว่างรายได้ที่ได้รับกับต้นทุน



ในการระดมทุนที่ต้องจ่าย มีความคล่องตัวมากขึ้นในการระดมทุน ในขณะที่บริษัทหลักทรัพย์หรือธนาคารพาณิชย์ก็จะมีตราสารที่หลากหลายให้เลือกในการจัดโครงสร้างทางการเงิน มีตราสารให้ซื้อขายเพื่อทำกำไรมากขึ้น

4. รูปแบบหุ้นกู้อนุพันธ์ที่คาดว่าจะเกิดในประเทศไทย

เนื่องจากปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยเงินฝากค่อนข้างต่ำมาก ในขณะที่การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์กลับเป็นที่น่าสนใจ จะเห็นได้ว่านับตั้งแต่ต้นปี 2546 เป็นต้นมา SET Index เพิ่มขึ้นจาก 351.52 จุด ณ วันที่ 2/01/46 เป็น 525.94 จุด ณ วันที่ 19/8/46 เพิ่มขึ้นถึงร้อยละ 49.62 ผู้ลงทุนที่เคยฝากเงินก็คงอยากได้ผลตอบแทนจากตลาดทุน แต่คงยังไม่อยากสูญเสียเงินต้น ดังนั้น หุ้นกู้อนุพันธ์ที่จะเสนอขายประชาชน จึงน่าจะเป็นหุ้นกู้อนุพันธ์ที่อ้างอิงผลตอบแทนกับดัชนีหลักทรัพย์ โดยคุ้มครองเงินต้นไว้ไม่ต่ำกว่า 80 % ของมูลค่าตราสารที่ตราไว้

หุ้นกู้อนุพันธ์อีกรูปแบบหนึ่งที่น่าจะเกิด คือหุ้นกู้อนุพันธ์ที่อาจจะจ่ายเงินต้นเป็นหลักทรัพย์ก็ได้ เช่น ผู้ออกเป็นบริษัท A มี portfolio การลงทุนที่มีหุ้น B อยู่จำนวนหนึ่ง และต้องการกำหนดราคาขายขั้นต่ำของหุ้น B ไว้ที่ราคา X บาท จึงออกหุ้นกู้อนุพันธ์ที่อ้างอิงกับราคาหุ้น B โดยกำหนดว่าหากราคาหุ้น B มีราคาต่ำกว่า X บาท ผู้ถือหุ้นกู้อนุพันธ์จะต้องรับชำระคืนเป็นหุ้น B ซึ่งผลก็คือผู้ออกได้ขายหุ้น B ในราคาที่ต้องการ ในขณะที่ผู้ลงทุนในหุ้นกู้อนุพันธ์ก็จะมีความเสี่ยงว่าอาจต้องได้รับคืนเงินต้นเป็นหุ้น B แทนการรับคืนเป็นเงินสด นอกจากนี้ หุ้นกู้อนุพันธ์รูปแบบอื่น ๆ ที่อ้างอิงกับราคาหลักทรัพย์บางตัวหรือบางกลุ่มหลักทรัพย์ กระแสรายรับรายจ่ายของธุรกิจหลัก เช่น ค่าไฟฟ้าของการไฟฟ้า ค่าทางด่วนของการทางพิเศษ เป็นต้น

สรุปหลักเกณฑ์การออกและเสนอขายหุ้นกู้อนุพันธ์

1. เกณฑ์การอนุญาตให้ออกหุ้นกู้อนุพันธ์

หุ้นกู้อนุพันธ์มีลักษณะเป็นหุ้นกู้ประเภทหนึ่ง ดังนั้น เกณฑ์การอนุญาตจะมีลักษณะคล้ายกับเกณฑ์หุ้นกู้ ดังนี้

1.1 หุ้นกู้กรณีทั่วไป (รวมผู้ลงทุนสถาบัน 13 ประเภท)

การขออนุญาต: เพื่อความยืดหยุ่นในการออกตราสารนี้ เห็นควรเปิดให้ผู้ออกหุ้นกู้อนุพันธ์ เลือกขออนุญาตแบบใดก็ได้ ดังนี้

(ก) การอนุญาตเป็นโครงการ: สำหรับการออกหุ้นกู้อนุพันธ์ที่เป็นหุ้นกู้ระยะสั้น คือมีอายุไม่เกิน 270 วัน ออกเป็นประจำ ต่อเนื่อง มีระยะเวลาการอนุญาต 3 ปี โดยตราสารที่ออกแต่ละครั้งมีลักษณะและตัวแปรอ้างอิงเดียวกัน

(ข) การอนุญาตเป็นรายบริษัท: มีลักษณะทำนองเดียวกับหุ้นกู้ทั่วไป คือ ใช้ระบบการอนุญาตเป็นรายผู้ออก ผู้ได้รับอนุญาตสามารถออกหุ้นกู้อนุพันธ์ได้หลายครั้งภายใน 1 ปี โดยไม่จำกัดอายุหุ้นกู้อนุพันธ์ และสามารถออกโดยใช้ตัวแปรอ้างอิงได้หลายประเภท ตามประเภทที่ได้รับอนุญาต ทั้งนี้ ในการขออนุญาตให้เสนอขายแต่ละครั้ง ผู้ได้รับอนุญาตเพียงแต่ยื่นสำเนามติคณะกรรมการให้ออกหุ้นกู้อนุพันธ์และหนังสือขอจดข้อจำกัดการโอน (ถ้ามี) และหากมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ต้องส่งร่างข้อกำหนดสิทธิ ค่าขอความเห็นชอบบุคคลที่จะแต่งตั้งเป็นผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ และร่างสัญญาแต่งตั้งผู้แทนฯ จึงจะทำให้การอนุญาตมีผลสมบูรณ์ ในกรณีที่



การเสนอขายหุ้นกู้ธนบัตรที่มีตัวแปรอ้างอิงเป็นหุ้น ผู้ขออนุญาตต้องยื่นคำขอตรวจสอบการใช้หุ้นอ้างอิงและคุณสมบัติของหุ้นอ้างอิงต่อสำนักงานก่อน

(ค) การอนุญาตเป็นรายครั้ง: ผู้ออกจะต้องขออนุญาตทุกครั้งที่จะออกหุ้นกู้ธนบัตรโดยสำนักงานจะพิจารณาอนุญาตเป็นรายกรณี ทั้งนี้สำนักงานจะแจ้งผลการพิจารณาภายใน 30 วันนับแต่วันที่สำนักงานได้รับคำขอ

1.2 หุ้นกู้ธนบัตรกรณีขายในวงจำกัด: จะใช้ระบบการอนุญาตเป็นรายหุ้นกู้ (issue)

ลักษณะการเสนอขายที่เข้าข่ายกรณีขายในวงจำกัด ได้แก่ การขายให้ผู้ลงทุนรวม ณ ขณะใดขณะหนึ่งไม่เกิน 10 ราย หรือกรณีอื่นที่ได้รับการผ่อนผันจากสำนักงาน โดยผู้ขออนุญาตจะต้องจัดข้อจำกัดการโอนหุ้นกู้ธนบัตรไม่ว่าทอดใดๆ ไว้เฉพาะผู้ลงทุนไม่เกิน 10 ราย หรือผู้ลงทุนตามที่ได้รับการผ่อนผันจากสำนักงานแล้ว ทั้งนี้ สำนักงานจะแจ้งผลการพิจารณาภายใน 15 วันนับแต่วันที่ได้รับคำขอ

2. คุณสมบัติผู้ขออนุญาต

2.1 กรณีทั่วไป

- (1) เป็นบริษัทไทย หรือสาขาของธนาคารต่างประเทศ
- (2) ไม่ค้างส่งงบการเงินและรายงานการเปิดเผยข้อมูลตามมาตรา 56 57 58
- (3) ผู้บริหารไม่มีประวัติต้องห้าม
- (4) สามารถแสดงได้ว่าสามารถบริหารความเสี่ยงได้

2.2 กรณีขายในวงจำกัด

- (1) เป็นบริษัทไทย หรือสาขาของธนาคารต่างประเทศ
- (2) ไม่ค้างส่งงบการเงินและรายงานการเปิดเผยข้อมูลตามมาตรา 56 57 58
- (3) ได้จัดข้อจำกัดการโอนหุ้นกู้ธนบัตร

3. ตัวแปรอ้างอิง

- ราคาหุ้น หรือดัชนีหลักทรัพย์ไทย
- ราคาสินค้า หรือกระแสรายรับหรือรายจ่ายที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจหลักของผู้ขออนุญาต
- FX หรือราคาทองคำ เฉพาะกรณีที่ผู้ขออนุญาตเป็น ธพ.
- อันดับความน่าเชื่อถือ (credit rating) หรือเหตุการณ์ที่มีผลต่อการชำระหนี้ (credit events) ของตราสารหนี้ หรือผู้ออกตราสารหนี้ หรือลูกหนี้ของผู้ขออนุญาต



4. เกณฑ์การเปิดเผยข้อมูล

เนื่องจากตราสารนี้ยังใหม่ และมีความหลากหลาย ยังไม่มีแนวปฏิบัติที่เป็นที่ยอมรับกันอย่างชัดเจน จึงเห็นควรกำหนดหลักเกณฑ์การยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลไว้กว้าง ๆ โดยมีเกณฑ์เปิดเผยข้อมูลเป็นแบบ free form โดยข้อมูลในแบบแสดงรายการข้อมูล ถูกต้อง และเพียงพอที่จะทำให้ผู้ลงทุนทราบลักษณะที่สำคัญของหุ้นกู้อนุพันธ์ ประเภท ลักษณะของตัวแปรอ้างอิง รูปแบบและวิธีการบริหารความเสี่ยง ทั้งนี้ ระยะเวลา filing มีผลใช้บังคับ 30 วันอย่างไรก็ดี การเสนอขายหุ้นกู้อนุพันธ์ในวงจำกัดไม่ต้อง filing