

ส่วนต่างอัตราผลตอบแทน (Yield spread)

โดย อภินันท์ จินศิริวานิชย์

Yield spread คือ ส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนตราสารหนี้ที่นำมาพิจารณา กับระดับอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ที่ใช้เทียบเคียง ณ ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง ซึ่งโดยทั่วไปตราสารหนี้ที่ใช้เปรียบเทียบ ก็คือ พันธบัตรรัฐบาล ซึ่งถือว่าไม่มีความเสี่ยงด้านเครดิต หรือ มีความเสี่ยงในเรื่องของการผิดนัดชำระเงินต้นหรือดอกเบี้ยที่ต่ำสุด (ทั้งนี้อยู่บนพื้นฐานการประเมินความเสี่ยงด้านเครดิตในกรณีของรัฐบาลที่ออกพันธบัตรเป็นเงินสกุลเดียวกันกับสกุลเงินประเทศนั้น ซึ่งจะถือว่าความเสี่ยงในด้านเครดิตต่ำสุดเนื่องจากเมื่อถึงเวลาไถ่คืนพันธบัตรหรือวันกำหนดจ่ายดอกเบี้ยรัฐบาลจะมีความสามารถบริหารจัดการเงินของสกุลตนเองได้ดีที่สุด)

เมื่อเป็นเช่นนี้แล้ว Yield spread ในเบื้องต้นจึงเป็นตัวที่มุ่งสะท้อนให้เห็นถึงค่าชดเชยความเสี่ยงต่างๆที่อาจเกิดขึ้นกับผู้ลงทุนได้ เช่น ระดับความเสี่ยงในด้านเครดิต (Credit risk) หรือความเสี่ยงในเรื่องของการผิดนัดชำระเงินต้นหรือดอกเบี้ย (Default risk) เป็นสำคัญ จากที่เราถือตราสารหนี้นั้นๆ เมื่อเทียบกับการถือพันธบัตรรัฐบาลที่ใช้เทียบเคียงซึ่งมีความเสี่ยงด้านเครดิตเป็นศูนย์ ข้อเท็จจริงดังกล่าวนี้จึงได้ถูกชดเชยด้วยระดับอัตราดอกเบี้ยหรืออัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้นั้นๆ ให้แก่ผู้ลงทุนสูงกว่าพันธบัตรรัฐบาล เพื่อเป็นค่าชดเชยความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นกับผู้ลงทุน

สำหรับหุ้นกู้ภาคเอกชนนั้น อันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating) จะมีส่วนสำคัญต่อการกำหนดส่วนต่างในด้านเครดิต (Credit spread) ให้มีความแตกต่างกันออกไป เพราะสามารถสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงในด้านเครดิตได้ดี ยิ่งหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำๆ Credit Spread จะยิ่งห่างส่งผลต่อ Yield spread ให้เกิดส่วนต่างที่มากตามไปด้วย อันเป็นการสะท้อนถึงความเสี่ยงด้านเครดิตจากการถือหุ้นกู้นั้นๆ มากกว่าหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือสูงๆ หรือที่มี Credit Spread แคบกว่า

สำหรับในเรื่องของอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ โดยทั่วไปแล้วหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating) ตั้งแต่ BBB ขึ้นไป จะถือว่าเป็นหุ้นกู้ที่มีคุณภาพเครดิตอยู่ในข่ายนำลงทุน (Investment grade) แต่ทั้งนี้ก็ไม่ได้หมายความว่า หุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำๆ จะถูกมองข้ามจากนักลงทุนโดยสิ้นเชิง เพราะความไม่แน่นอนในด้านความเสี่ยงนี้เอง ก็มักถูกจูงใจด้วยการให้ผลตอบแทนที่สูงให้ชวนหลงใหลแก่กลุ่มนักลงทุนที่ชอบความเสี่ยง โดยหวังกำไรหรือผลตอบแทนจากการลงทุนมากกว่าการลงทุนในหุ้นกู้กลุ่มที่มีความเสี่ยงต่ำ

นอกจากปัจจัยด้านความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ หรือจะเป็นเรื่องอันดับความน่าเชื่อถือที่มีอิทธิพลต่อส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนแล้ว ยังมีปัจจัยอื่นๆอีกที่ส่งผลกระทบต่อ Yield Spread ให้เกิดส่วนต่างที่กว้างหรือแคบแตกต่างกันออกไปได้ อาทิเช่น ลักษณะของตราสาร (Bond feature) อาจ

คงเหลือ (Time to maturity) หรือ ความมีสภาพคล่องของตราสาร (Liquidity) เป็นต้น เหล่านี้ก็เป็นปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนให้มีความแตกต่างกันได้อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งผมจะขออธิบายในรายละเอียดต่อไป

ส่วนในเรื่องของการที่จะหา Yield spread จากส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนตราสารหนี้ใด ๆ กับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลโดยตรงนั้น เราก็สามารถหาส่วนต่างนี้ได้จากการนำอัตราผลตอบแทนของตราสารทั้งสองชนิดที่มีอายุคงเหลือเท่ากัน หรือ duration เท่ากันก็ได้ มาเทียบ (duration มีหน่วยเป็นปี หมายถึง อายุเฉลี่ยของตราสารที่ให้น้ำหนักตามมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดหวังในแต่ละงวด) แล้วแต่ว่านักลงทุนจะใช้เกณฑ์อะไร (Duration or TTM?) ในการเปรียบเทียบหาความต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ทั้งสอง แต่ทั้งนี้ต้องอยู่บนพื้นฐานที่ว่า ลักษณะของตราสารหนี้ทั้งสองนั้นจะต้องสามารถใช้เทียบเคียงกันได้ ยกตัวอย่างเช่น เราจะไม่หา Yield spread จากการเปรียบเทียบระหว่างอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลซึ่งมีลักษณะการจ่ายดอกเบี้ยคงที่ตามปกติ (Bullet bond) กับอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ภาคเอกชนที่มีลักษณะแฝงสิทธิ (Embedded option) หรือ มีการจ่ายอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว (Floating rate) อะไรอย่างนี้เป็นต้น ซึ่งเราไม่สามารถเปรียบเทียบหาส่วนต่างกันแบบตรงๆได้ อาจจะต้องมีการปรับส่วนต่างขึ้นลงอีกชั้นหนึ่ง เพื่อให้สามารถสะท้อนลักษณะของหุ้นกู้ชนิดนั้นๆได้ อย่างเช่น การใช้ส่วนต่างที่คำนวณจากโครงสร้างการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทน หรือ ส่วนต่าง OAS (Option adjusted spread) ของหุ้นกู้ประเภท Call option ที่ปรับเข้าเพื่อเป็นค่าชดเชยความเสี่ยงแบบถัวเฉลี่ยตลอดอายุของหุ้นกู้ จากการที่ผู้ออกอาจไถ่ถอนหุ้นกู้คืนก่อนกำหนด เป็นต้น นอกจากนี้การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่นำมาเทียบกันนั้นยังต้องอยู่บนพื้นฐานเดียวกัน คือ ถ้าอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลเป็นการคำนวณแบบทบต้นทุกครึ่งปีแล้ว (semi-annualized compounded yield) ทางด้านอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ภาคเอกชนก็จะต้องเป็นการคำนวณแบบทบต้นทุกครึ่งปีด้วยเหมือนกัน

จากที่ได้เกริ่นไว้แล้วว่า นอกจากเรื่องส่วนต่างเครดิต (Credit spread) ที่เป็นปัจจัยหลักในการกำหนด Yield spread เพื่อกำหนดราคาซื้อขายตราสารหนี้ก็อีกหนึ่งนั้น ยังมีปัจจัยควบคู่อื่นๆอีกที่นักลงทุนจำเป็นต้องนำมาพิจารณาต่อความต่างของอัตราผลตอบแทนเพื่อใช้ในการกำหนดราคาซื้อขายกันแล้วปัจจัยอื่นๆที่ว่ามีอะไรบ้างนั้น คงต้องอดใจรอติดตามต่อในสัปดาห์หน้าครับ

ส่วนต่างอัตราผลตอบแทน Yield spread (2)

โดย อภินันท์ จินศิริวานิชย์

พบกันอีกครั้งแล้วนะครับ หลังจากที่สัปดาห์ก่อนผมได้พูดคุยถึงเรื่องส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนว่าคืออะไร และสามารถหามาได้อย่างไรกันบ้างแล้ว สำหรับในสัปดาห์นี้เราจะมาคุยกันต่อว่ามีปัจจัยที่สำคัญอะไรบ้างที่มีอิทธิพลต่อ Yield spread ให้มีขนาดที่แตกต่างกันออกไป โดยปัจจัยหลักสำคัญที่เป็นตัวกำหนดขนาดของ Yield spread คงหนีไม่พ้นปัจจัยในเรื่องของความเสี่ยง

ด้านเครดิต (Credit spread) เป็นสำคัญ ซึ่งถือว่าเป็นค่าชดเชยความเสี่ยงในด้านเครดิตให้แก่ผู้ลงทุนถือตราสารหนี้ แต่ถึงอย่างไรก็ตามระดับของ Yield spread นั้นก็ไม่ได้ขึ้นอยู่กับปัจจัยเรื่องความเสี่ยงในด้านเครดิตเพียงอย่างเดียว แต่ทว่ายังมีปัจจัยอะไรอีกบ้างนั้น เรามาดูไปพร้อมๆ กันเลยดีกว่า

1. ผู้ออกตราสารหนี้ (Issuers)

เป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างหนึ่งต่อการพิจารณากระดับของ Yield spread ให้มีความแตกต่างกันออกไป ซึ่งเกี่ยวข้องกับมากกับการประเมิน หรือคาดการณ์จากนักลงทุนในด้านความสามารถของการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยเมื่อถึงกำหนดของผู้ออกตราสารหนี้ ทำให้เกิดเป็นค่าชดเชยความเสี่ยงที่แตกต่างกันออกไป ยกตัวอย่างเช่น ระดับอัตราผลตอบแทนระหว่างผู้ที่เป็นภาครัฐบาล กับ ภาคเอกชน หรือแม้แต่ผู้ที่เป็นภาคเอกชนเหมือนกันก็ตาม นักลงทุนจะพิจารณาด้วยว่าในขณะนั้นภาคธุรกิจใดกำลังอยู่ในช่วงขาขึ้นหรือขาลง ถ้าผู้ออกหุ้นกู้อยู่ในภาคธุรกิจที่กำลังอยู่ในช่วงขาขึ้นหรืออยู่ในช่วงภาวะถดถอย ย่อมเป็นธรรมดาของหุ้นกู้ที่อยู่ในภาคธุรกิจดังกล่าวย่อมถูกตลาดเพิ่ม spread เพื่อชดเชยกับระดับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนจะต้องเผชิญ มากกว่าหุ้นกู้ที่อยู่ในภาคธุรกิจที่กำลังเติบโตหรือมีเสถียรภาพ ซึ่งมีแนวโน้มการชำระคืนดอกเบี้ยและเงินต้นเมื่อถึงกำหนดได้ดีกว่า อย่างไรก็ตามเราอาจจะพิจารณาให้ลึกซึ้งไปกว่านี้อีกคือ ถึงแม้ว่าหุ้นกู้ที่ผู้ออกอยู่ในกลุ่มธุรกิจเดียวกันก็ตาม ก็ไม่ได้หมายความว่าระดับความเสี่ยงจะต้องใกล้เคียงกัน เพราะแต่ละบริษัทหรือแต่ละองค์กรขนาดของความเสี่ยงย่อมไม่เท่ากัน ดังนั้นจึงส่งผลให้ตลาดเกิดการเรียก spread จากหุ้นกู้ของแต่ละบริษัทไม่เท่ากันได้

2. อันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating)

เป็นอีกหนึ่งปัจจัยหลักที่มีอิทธิพลต่อ Yield spread อย่างแท้จริง เนื่องจากโดยทั่วไปแล้วหุ้นกู้ที่ถูกจัดให้อันดับความน่าเชื่อถือต่ำๆ ซึ่งหมายความว่าความสามารถในการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยของผู้ออกอยู่ในเกณฑ์ต่ำ ส่งผลให้ตลาดมักกำหนดส่วนต่างที่สูงทำให้อัตราผลตอบแทนที่ซื้อขายของหุ้นกู้ดังกล่าวอยู่ในระดับที่สูงด้วยเช่นกัน จึงเท่ากับว่าเป็นการชดเชยความเสี่ยงในด้านคุณภาพเครดิตของผู้ออก ซึ่งค่าชดเชยดังกล่าวเราเรียกว่า “Credit spread หรือ Quality spread” นั่นเอง อย่างไรก็ตาม อันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้นั้นอาจมีการปรับเปลี่ยนได้เหมือนกัน จากตัวอย่างข้างต้น ถ้าบริษัทผู้ออกหุ้นกุดังกล่าวเริ่มมีกำไรดี ผลประกอบการดี หรือมีการดำเนินงานที่ดีขึ้นแล้ว ก็ย่อมมีโอกาสที่อันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกุดังกล่าวจะถูกปรับให้อยู่ในอันดับที่สูงขึ้นก็เป็นได้ ย่อมสะท้อนว่าความสามารถในการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยของผู้ออกมีแนวโน้มที่ดีขึ้น เมื่อเป็นเช่นนี้แล้วตลาดอาจจะลด spread ลง เพื่อให้สอดคล้องกับระดับความเสี่ยงในด้านเครดิตที่ต่ำลง ส่งผลต่อ Yield spread ให้มีส่วนต่างที่แคบลงตามไปด้วย

3. สภาพคล่องของตราสาร (Liquidity)

การซื้อขายคล่องก็เป็นอีกปัจจัยที่นักลงทุนให้ความสำคัญต่อการพิจารณาส่วนต่างพอสมควร เนื่องจากความมีสภาพคล่องในตัวตราสารนั้นจัดเป็นปัจจัยอย่างหนึ่งที่นักลงทุนให้

ความสำคัญ ถ้าตราสารหนี้ใดไม่ค่อยมีสภาพคล่องหรือซื้อขายกันยากแล้ว จะส่งผลให้ผู้ลงทุนในตราสารดังกล่าวต้องเผชิญกับความเสี่ยงในด้านสภาพคล่องของตราสารนั้นๆ (Liquidity risk) นั้นหมายความว่าตลาดจะกำหนด spread เพิ่มขึ้น เพื่อชดเชยกับความเสี่ยงในกรณีที่ผู้ลงทุนต้องการจะขายตราสารดังกล่าวแล้วไม่สามารถขายตราสารออกไปได้ในขณะนั้น ดังนั้นความมีสภาพคล่องที่ไม่เท่ากันของตราสารหนี้แต่ละรุ่นจึงมีส่วนสำคัญที่ทำให้ Yield spread มีขนาดแตกต่างกัน ทั้งนี้ความมีสภาพคล่องของตราสารหนี้จะขึ้นอยู่กับองค์ประกอบหลายอย่างด้วยกัน เช่น ขนาดของการออก (Issue size), อันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating), ประเภทของตราสารหนี้, การขึ้นทะเบียนกับศูนย์ซื้อขายตราสารหนี้ไทย เหล่านี้เป็นต้น

เนื่องจากพื้นที่มีจำกัดครับ..ในสัปดาห์นี้ผมคงต้องขอหยุดไว้ที่ปัจจัยด้านสภาพคล่องของตราสารหนี้ที่มีส่วนสำคัญต่อการพิจารณา Yield spread ไว้เพียงเท่านี้ก่อน และในสัปดาห์หน้าเราจะมาคุยกันต่อว่ามีปัจจัยสำคัญอะไรอีกบ้าง ที่นักลงทุนก็ให้ความสำคัญต่อการพิจารณา Yield spread เพื่อนำไปกำหนดอัตราผลตอบแทนไว้ซื้อขายตราสารหนี้กันนอกจากปัจจัยที่ว่ามาทั้งหมดนี้ ติดตามตอนจบได้ในสัปดาห์หน้าครับ

ส่วนต่างอัตราผลตอบแทน Yield spread (3)

โดย อภินันท์ จินศิริวานิชย์

หลังจากสัปดาห์ที่แล้วผมได้กล่าวถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อส่วนต่างของอัตราผลตอบแทน ซึ่งได้แก่ ประเภทของผู้ออกตราสารหนี้, อันดับความน่าเชื่อถือ และความมีสภาพคล่องของตราสารหนี้ กันไปแล้ว ในสัปดาห์นี้เราจะมาคุยกันต่อว่ายังมีปัจจัยอะไรอีกบ้าง ที่นักลงทุนก็ให้ความสำคัญต่อการพิจารณา Yield spread กันต่อเลยครับ

4. สิทธิแฝงของตราสารหนี้ (Embedded option)

เนื่องจากตราสารหนี้ที่มีสิทธิแฝง เช่น หุ้นกู้ประเภทไถ่ถอนคืนได้ก่อนกำหนด (Callable bond), หุ้นกู้แปลงสภาพ (Convertible bond) หรือ หุ้นกู้ที่เกิดจากการแปลงสินทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ (Securitization bond) นั้นต่างก็มีโครงสร้างของกระแสเงินที่แตกต่างกัน และต่างจากหุ้นกู้ปกติ เพื่อสะท้อนให้เห็นถึงลักษณะของความเสี่ยงที่เกิดจากโครงสร้างของกระแสเงินที่แตกต่างกันนั้น ทำให้ส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนที่ตลาดคาดการณ์หรือกำหนดมีขนาดมากขึ้นแตกต่างกันออกไปตามลักษณะของตราสารประเภทนั้นด้วย

ยกตัวอย่างเช่น หุ้นกู้ประเภทไถ่ถอนคืนได้ก่อนกำหนด ที่ให้สิทธิ์แก่ผู้ออกสามารถเรียกไถ่ถอนคืนได้ก่อนกำหนดเมื่อช่วงปลอดการไถ่คืน (Call protection period) ผ่านพ้นไป มักให้อัตราดอกเบี้ยหรืออัตราผลตอบแทนสูงกว่าตราสารหนี้ประเภทอื่นที่มีอายุใกล้เคียงกัน เพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่ผู้ออกสามารถใช้สิทธิ์ไถ่ถอนคืนได้ก่อนกำหนดอันเป็นเหตุทำให้การคาดการณ์ในกระแสเงินสดของนักลงทุนผิดพลาดไป โดยจะขออธิบายให้เห็นภาพมากขึ้น คือ ถ้าหากมีการไถ่ตราสารคืนก่อนครบกำหนด

จริง (โดยทั่วไปผู้ออกตราสารมักได้คืนตราสารก่อนครบกำหนดเมื่ออัตราดอกเบี้ยขณะนั้นอยู่ในระดับที่ต่ำและมีแนวโน้มลดลงเรื่อยๆ จนผู้ออกต้องใช้สิทธิ์ไถ่คืน เพื่อบริหารจัดการหนี้ใหม่ซึ่งจะสามารถใช้ต้นทุนการกู้ยืมเงินที่ต่ำกว่า) จะส่งผลให้แผนการลงทุนหรือการคาดหวังในกระแสเงินสดของผู้ลงทุนผิดพลาดไป เพราะช่วงสถานการณ์ที่อัตราผลตอบแทนอยู่ในระดับต่ำ เมื่อผู้ลงทุนได้รับเงินคืนก่อนกำหนด ผู้ลงทุนก็ต้องนำเงินไปลงทุนต่อโดยได้รับอัตราผลตอบแทนจากตลาดในขณะนั้นต่ำกว่าที่เคยได้จากหุ้นกู้ นั่นจึงเท่ากับว่าอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจริงตลอดแผนการลงทุนจะมีระดับต่ำกว่าระดับที่คาดหวังเอาไว้ จากความเสี่ยงดังกล่าวตลาดอาจชดเชยด้วยการปรับส่วนต่างที่คำนวณจากโครงสร้างการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนหรือส่วนต่าง OAS (Option adjusted spread) นั่นเอง เพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่หุ้นกู้มีคุณสมบัติคอลอพอซันแผลง ส่งผลให้ yield spread มีส่วนต่างที่มากตามไปด้วย (ส่วนต่าง OAS เป็นค่าคงที่ค่าหนึ่งที่เกิดจากการปรับเข้ากับโครงสร้างการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนตามทฤษฎีแล้วจะได้ราคาตามทฤษฎีเท่ากับราคาตลาดของตราสารหนี้ชนิดนั้นพอดี)

อีกตัวอย่างหนึ่ง ได้แก่ หุ้นกู้แปลงสภาพที่ให้ผู้ถือสามารถแปลงสภาพหุ้นกู้ไปเป็นหุ้นสามัญได้ (โดยทั่วไปผู้ลงทุนจะใช้สิทธิ์แปลงสภาพเมื่อราคาหุ้นสามัญในตลาดมีราคาสูงกว่าราคาแปลงสภาพ) ด้วยสิทธิ์ที่เหนือกว่าหุ้นกู้ปกตินี้เอง ราคาของหุ้นกู้แปลงสภาพโดยทั่วไปจึงมักมีราคาสูง นั่นคืออัตราผลตอบแทนที่ซื้อขายกันจะต่ำกว่าหุ้นกู้ปกติ เพราะตลาดจะกำหนดส่วนต่างให้ลดลง yield spread จึงมีขนาดแคบลงตามไปด้วย

5. อายุคงเหลือของตราสาร (Time to Maturity)

โดยทั่วไปเป็นที่ทราบกันดีอยู่แล้วว่า ตราสารหนี้ที่ยังมีอายุคงเหลือยาวนานมากขึ้นเท่าไรจะทำให้ราคามีความผันผวนมากขึ้นเท่านั้น เมื่อเป็นเช่นนี้แล้วตลาดจึงต้องชดเชยความเสี่ยงดังกล่าว (Price risk / Market risk) ด้วยการกำหนด spread สำหรับตราสารที่มีอายุคงเหลือยาวมากกว่าตราสารที่มีอายุคงเหลือสั้น

นอกจากปัจจัยที่กล่าวมาทั้งหมดนี้ก็ยังมีความเสี่ยงอื่นๆ ที่นักลงทุนก็ให้ความสำคัญด้วยเช่นกัน อย่างเรื่องโครงสร้างทางภาษีอากร ที่ผู้ลงทุนมักคาดหวังอัตราผลตอบแทนหลังจากที่เสียภาษีไปแล้ว คือ ถ้าหากมองด้านผู้ซื้อก็จะสนใจซื้อตราสารหนี้ที่อัตราผลตอบแทนหลังจากที่ต้องเสียภาษีอัตราดอกเบี้ยไปแล้ว และสำหรับผู้ขาย (กรณีได้ Capital gain) ก็จะคาดหวังจากการเสนอขายที่อัตราผลตอบแทนหลังจากที่ต้องเสียภาษีกำไรจากการขายด้วยเช่นกัน เมื่อผู้ลงทุนต่างคาดหวังอัตราผลตอบแทนเพื่อเสนอซื้อเสนอขายตราสารหนี้หลังที่ต้องเสียภาษีเช่นนี้แล้ว ดังนั้นผู้ลงทุนจึงต้องเพิ่มส่วนต่างขึ้นอีกเล็กน้อยให้ได้กับระดับอัตราผลตอบแทนตามคาดหวังเพื่อชดเชยกับภาษีที่ต้องเสียไป นอกจากนี้ปัจจัยในเรื่องของโครงสร้างภาษีแล้ว แผนการลงทุนก็เป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนจะนำมาพิจารณาควบคู่ไปกับการลงทุนด้วย เช่นถ้าหากว่ามีผู้มาเสนอขายตราสารหนี้เป็นจำนวนหรือรุ่นที่ไม่

สอดคล้องกับแผนการลงทุนของตนแล้ว สิ่งที่จะทำให้ให้นักลงทุนมาสนใจรับซื้อตราสารรุ่นดังกล่าวนั้นอาจต้องมีการบวกส่วนต่างเพิ่มเพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงจากการลงทุน

มาถึงตรงนี้อาจกล่าวได้ว่า *Yield spread* ก็คือส่วนที่ชดเชยความเสี่ยงในด้านต่างๆ จากการลงทุนในตราสารหนี้นั่นเอง หรืออาจเรียกได้ว่าเป็นส่วนต่างที่ทำให้อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้อยู่ในระดับที่นักลงทุนแต่ละรายคาดหวัง ซึ่งประกอบด้วยปัจจัยหลายด้านด้วยกัน ดังนั้นการนำเพียงปัจจัยใดปัจจัยหนึ่งมาพิจารณาเพื่อหาส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนนั้นคงเป็นวิธีการที่ไม่ถูกต้องนัก จำเป็นต้องพิจารณาถึงปัจจัยในด้านอื่นๆ ด้วย

📖 เกร็ดความรู้ : รู้จักกับ Spread ระหว่างอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ภาคเอกชนกับพันธบัตรรัฐบาล

เรามาคูกันในส่วนของเครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ภาคเอกชน คือ ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ภาคเอกชนกับพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งมีนักลงทุนที่เข้าไปในเว็บไซต์ของศูนย์ซื้อขายฯ ในส่วนของรายงานรายเดือน Monthly Summary และส่งคำถามมาเกี่ยวกับกราฟ Spread over government bond yield ว่ากราฟดังกล่าวบอกอะไรกับนักลงทุนได้บ้าง เรามาลองพิจารณากันเลย

เริ่มตั้งแต่คำถามแรก คือ เคยสังเกตกันบ้างหรือไม่ว่าอัตราผลตอบแทน (Yield to Maturity) ที่เราเห็นมีการซื้อขายกันนั้นของพันธบัตรรัฐบาลจะอยู่ในระดับต่ำที่สุด และสูงขึ้นสำหรับพันธบัตรรัฐวิสาหกิจ และที่สูงที่สุดคงจะเป็นหุ้นกู้ภาคเอกชน เมื่อเปรียบเทียบ ณ ระดับอายุคงเหลือ (Time to Maturity) หรือ Duration ที่ใกล้เคียงกัน และมีคุณลักษณะ (Feature) ที่คล้ายคลึงกัน

สาเหตุที่นักลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ภาคเอกชนสูงกว่าพันธบัตรรัฐบาล เนื่องจาก นักลงทุนมองถึงความเสี่ยงที่เขาจะต้องเผชิญจากการลงทุนในหุ้นกู้ภาคเอกชน และพันธบัตรรัฐบาลเปรียบเทียบกัน ซึ่งเราได้เคยกล่าวถึงเรื่องความเสี่ยงในการลงทุนในตราสารหนี้อย่างละเอียดมาแล้ว ในวันนี้เรามาลองทบทวนสั้นๆกัน

ความเสี่ยงที่เราเห็นกันบ่อยๆ คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยในตลาด ซึ่งส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงระดับราคา (Interest Rate Risk) ความเสี่ยงจากการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนต่อผิดพลาด (Reinvestment Risk) ความเสี่ยงจากการผิดชำระหนี้ (Default Risk) และความเสี่ยงจากตราสารหนี้ขาดสภาพคล่องในการซื้อขาย (Liquidity Risk) นอกจากนี้ยังมีความเสี่ยงประเภทอื่นๆ อีก แต่ในที่นี้ขอทบทวนเพียงเท่านี้ที่ต้องพูดถึงเรื่องความเสี่ยง เนื่องจากความเสี่ยงและอัตราผลตอบแทนนั้นมีความสัมพันธ์กันอยู่ กล่าวคือ ตราสารหนี้ใดมีความ

เสี่ยงสูง นักลงทุนก็ต้องการอัตราผลตอบแทนสูงตามไปด้วยเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่ตนจะต้องเผชิญ จากความเสี่ยงที่พูดถึง 4 เรื่องข้างต้นนั้น จะพบว่าความเสี่ยง 2 ประเภทแรกเป็นความเสี่ยงที่ตราสารหนี้ทุกประเภทไม่ว่าพันธบัตรรัฐบาลหรือหุ้นกู้ภาคเอกชนเผชิญอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกัน อาจจะสามารถกล่าวได้ว่าเป็นผลจากปัจจัยภายนอก กล่าวคือ หากอัตราดอกเบี้ยในตลาดมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ราคาตราสารหนี้ก็จะลดลง นั่นคือ นักลงทุนกำลังเผชิญกับ Interest Rate Risk แต่ในทางกลับกันอัตราดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นได้ส่งผลดีต่อนักลงทุนในการนำกระแสเงินที่ได้รับไปลงทุนต่อได้ในอัตราที่สูงขึ้น (Reinvestment Rate Risk)

ส่วนความเสี่ยง 2 ประเภทหลัง คือ Default Risk และ Liquidity Risk นั้นค่อนข้างจะเห็นชัดเจนว่าพันธบัตรรัฐบาลมีความเสี่ยงต่ำกว่าหุ้นกู้ภาคเอกชน โดยพันธบัตรรัฐบาลไม่มีความเสี่ยง Default Risk แต่หุ้นกู้ภาคเอกชนนั้นจะมีความเสี่ยงประเภทนี้โดยขึ้นอยู่กับผู้ออกว่ามีความสามารถในการชำระดอกเบี้ย และจ่ายเงินคืนได้ดีเพียงใด และ Liquidity Risk นั้นเกิดขึ้น เนื่องจากพันธบัตรรัฐบาลมีมูลค่าการออกค่อนข้างมากในแต่ละรุ่น และนักลงทุนให้ความสนใจซื้อขายมาก ทำให้มีสภาพคล่องการซื้อขายสูงกว่าหุ้นกู้ภาคเอกชนที่มีขนาดการออกขายในจำนวนที่น้อยกว่า จากความเสี่ยงทั้งสองประเภทที่หุ้นกู้ภาคเอกชนมีสูงกว่าพันธบัตรรัฐบาลทำให้นักลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าเพื่อชดเชยความเสี่ยงสองประเภทข้างต้น จากความเข้าใจตรงนี้เองนำไปสู่การศึกษาในเรื่องของส่วนต่างอัตราผล

ตอบแทนหุ้นกู้ภาคเอกชน และพันธบัตรรัฐบาล ซึ่งเราอาจจะพิจารณาเป็น 2 แนวทาง คือ ส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนเปรียบเทียบในหุ้นกู้ตัวนั้นๆ หรือจะเปรียบเทียบโดยรวมเหนือเส้น TBDC Government Bond Yield Curve ก็ได้

สำหรับส่วนต่างของอัตราผลตอบแทนเปรียบเทียบในหุ้นกู้ตัวนั้นๆ เราลองมายกตัวอย่างจากรายงานในเดือนที่ผ่านมา เช่น TAC050A หุ้นกู้ที่มี Rating A- นั้นมี Duration ที่ระดับ 2.747907 ปี ซึ่งอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับ LB046A ซึ่งมี Duration ที่ 3.035629 ปี และนำอัตราผลตอบแทน (Yield to Maturity) ของตราสารหนี้ทั้งสองมาคำนวณหาส่วนต่าง ส่วนต่างดังกล่าวนี้เองเป็นตัวเลขที่จะบอกคร่าวๆ ได้ว่า อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการจากการลงทุนในหุ้นกู้ภาคเอกชน TAC050A นั้นสูงกว่าพันธบัตรรัฐบาลที่มีคุณลักษณะใกล้เคียงกันเท่าใด เพื่อชดเชยความเสี่ยงที่สูงกว่า โดยส่วนต่างดังกล่าวในเดือนที่ผ่านมาเคลื่อนไหวอยู่ระหว่าง 2.20-2.56% และถ้าหากลองคิดกันดูต่อไปว่าถ้าหากเราเลือกหุ้นกู้ที่มี Rating ที่ต่ำกว่า TAC050A ส่วนต่างดังกล่าวควรจะกว้างขึ้น หรือแคบลง คำตอบที่หลายคนคงมีอยู่ในใจแล้วก็คือ ส่วนต่างดังกล่าวควรจะกว้างขึ้น เนื่องจากนักลงทุนต้องการอัตราผลตอบแทนจากหุ้นกู้ดังกล่าวเพื่อชดเชยความเสี่ยงด้าน Default Risk ที่สูงขึ้น ซึ่งสะท้อนให้เห็นจาก Rating ที่ต่ำกว่า

นอกจากนี้เรายังอาจนำอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ภาคเอกชนมาเปรียบเทียบกับเส้น Government Bond Yield Curve ซึ่งจะทำให้เห็นภาพของหุ้นกู้ได้หลากหลายตัวและมองเห็นถึงช่องว่างในการลงทุน โดยถ้าหากมีหุ้นกู้ที่มี Rating สูงกว่า (A) แต่กลับมีการซื้อขายที่อัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าหุ้นกู้ตัวที่มี Rating ต่ำกว่า (B) (ถ้าคุณลักษณะอื่นๆ ใกล้เคียงกัน หรือเหมือนกัน) นั่นแสดงว่า เราควรเข้าไปลงทุนในหุ้นกู้ A เพื่อได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าในขณะที่ความเสี่ยงต่ำกว่าหุ้นกู้ B เป็นต้น

เรายังสามารถใช้ประโยชน์จากการศึกษาและทำความเข้าใจเรื่อง Spread นี้เพื่อใช้วางกลยุทธ์ในการลงทุน และทำความเข้าใจกับภาวะความเคลื่อนไหวในตลาดตราสารหนี้ ได้อีกด้วย ลองดูตัวอย่างจริงจากรายงานรายเดือน และทำความเข้าใจเพิ่มเติมก็ได้