

# บทที่ 13

## การวิเคราะห์หุ้นกู้

### (BOND ANALYSIS)

โดยทั่วไปหุ้นกู้ถูกจัดให้เป็นหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำเนื่องจากผู้ลงทุนได้รับดอกเบี้ยเป็นจำนวนที่แน่นอนตามสัญญา การคำนวณผลตอบแทนการถือหุ้นกู้ใช้วิธีการเดียวกันกับหุ้นสามัญคือวัด HPR (Holding Period Return) แต่การคาดคะเนผลตอบแทนการถือหุ้นกู้สามารถทำได้ค่อนข้างง่ายและถูกต้องมากกว่าการคาดคะเนผลตอบแทนจากหุ้นสามัญ ทั้งนี้เนื่องจากดอกเบี้ยที่คาดว่าจะได้รับนั้นไม่ผันแปร ขณะที่เงินปันผลหุ้นสามัญอาจผันแปรเปลี่ยนแปลงไปได้ HPR ของหุ้นกู้สามารถหาได้ดังนี้

$$HPR = \frac{I + P_1}{P_0}$$

- โดยให้ HPR = ผลตอบแทนการถือหุ้นกู้  
 I = จำนวนดอกเบี้ยประจำงวด  
 P<sub>0</sub> = ราคาหุ้นกู้ตอนต้นงวด  
 P<sub>1</sub> = ราคาหุ้นกู้ปลายงวด

จากสูตร HPR ของหุ้นกู้ข้างต้นจะเห็นได้ว่าเนื่องจาก จำนวนดอกเบี้ย (I) จะมีจำนวนที่คงที่ไม่เปลี่ยนแปลง ดังนั้นการที่ HPR ของหุ้นกู้จะเปลี่ยนแปลงไปย่อมเกิดขึ้นจากราคาหุ้นกู้ในตอนปลายงวดการลงทุน (P<sub>1</sub>) เปลี่ยนแปลงเท่านั้น ขณะที่การเปลี่ยนแปลงของ HPR ของหุ้นสามัญอาจเกิดขึ้นได้จากเงินปันผลเปลี่ยนแปลงหรือราคาหุ้นสามัญในตอนปลายงวดเปลี่ยนแปลงไปจากที่คาดคะเนก็ได้

จากเหตุผลข้างต้นปัญหาสำคัญในการวิเคราะห์หุ้นกู้ก็คือการพยายามคาดคะเนราคาหุ้นกู้ในอนาคต ดังนั้นผู้วิเคราะห์จึงจำเป็นต้องศึกษาถึงสาเหตุและปัจจัยต่าง ๆ ที่จะมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหุ้นกู้ในอนาคต เพื่อการพยากรณ์ HPR และความเสี่ยงของหุ้นกู้จะได้เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งจะมีผลต่อการตัดสินใจเลือกหลักทรัพย์ที่จะลงทุน

การที่หุ้นกู้ที่ผู้ลงทุนถืออยู่นั้นจะมีราคาในอนาคตเปลี่ยนแปลงไปมากน้อยเพียงใด ย่อมขึ้นอยู่กับความเสี่ยงภัย 2 ประเภทเช่นเดียวกับหุ้นสามัญคือ

1. ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk)
2. ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ (Unsystematic Risk)

แต่จะต่างกันที่ความรุนแรงของผลกระทบจะมากน้อยต่างกัน

### **ความเสี่ยงที่เป็นระบบ (SYSTEMATIC RISK) : ผลกระทบต่อราคาหุ้นกู้**

แหล่งที่มาของความเสี่ยงที่เป็นระบบที่จะมีผลกระทบต่อราคาหุ้นกู้ที่ผู้ลงทุนถืออยู่ ที่สำคัญได้แก่

1. ความเสี่ยงจากอำนาจซื้อ (Purchasing Power Risk)
2. ความเสี่ยงจากอัตราดอกเบี้ยของตลาดจะเปลี่ยนแปลงไป (Interest Rate Risk)

#### **ความเสี่ยงจากอำนาจซื้อ**

กล่าวโดยทั่วไปแล้ว ผลตอบแทนของหลักทรัพย์รัฐบาลในขณะใดขณะหนึ่ง จะสะท้อนให้เห็นถึงอัตราเงินเฟ้อในระบบเศรษฐกิจขณะนั้น เนื่องจากอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รัฐบาลนั้นส่วนหนึ่งเป็นอัตราผลตอบแทน ที่ไม่มีความเสี่ยงภัยที่จะไม่ได้ดอกเบี้ยและเงินต้นคืน (risk free rate) และอีกส่วนหนึ่งเป็นค่าเบี่ยงเบนความเสี่ยงที่จะเกิดจากอำนาจซื้อ การที่กล่าวว่าหลักทรัพย์รัฐบาลเป็นหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยงภัย (risk free) นั้นหมายถึง ปลอดภัยจากความเสี่ยงทางด้านธุรกิจ (business risk) และความเสี่ยงทางการเงิน (financial risk) เท่านั้น ทั้งนี้ เพราะรัฐบาลผู้ออกหลักทรัพย์นั้นมีอำนาจผูกขาดที่จะจัดเก็บภาษีซึ่งทำให้เป็นเครื่องยืนยันได้ว่ารัฐบาลสามารถที่จะชำระหนี้และดอกเบี้ยได้ แต่การที่กล่าวว่าปลอดภัยจากความเสี่ยง (risk free) นั้น ไม่ได้หมายความว่ารวมถึงความเสี่ยงจากอำนาจซื้อด้วย

ถ้าอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (RFR) มีค่าประมาณ 3% ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยหลักทรัพย์รัฐบาลในระยะยาวหรือพันธบัตรรัฐบาล (Government Bond) จะตกประมาณ 3% บวกอัตราเงินเฟ้อต่อปี

อัตราเงินเฟ้อนั้นหมายถึงอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาสินค้าต่อปี ตัวอย่างเช่น ถ้าให้ดัชนีราคาในปีแรกเท่ากับ 100 และในตอนสิ้นปีดัชนีราคาเท่ากับ 103 เรากล่าวว่ามีอัตราการเปลี่ยนแปลงราคาหรือเงินเฟ้อเท่ากับ 3%  $(103 - 100)/100$  ดังนั้นถ้าในตอนสิ้นปีที่ 2 ดัชนีราคาเป็น 109 อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหรือเงินเฟ้อในปีที่ 2 จะเท่ากับ 5.8%  $(109-103)/103$

ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลในแต่ละปีที่ออกมาใหม่จะต้องสะท้อนถึงอัตราเงินเฟ้อที่คาดคะเนว่าจะเกิดขึ้น

ความจำเป็นที่จะต้องปรับอัตราดอกเบี้ยให้สะท้อนถึงอัตราเงินเฟ้อ สามารถอธิบายให้เห็นได้ชัดโดยตัวอย่างง่าย ๆ เช่น สมมติว่าท่านให้ยืมเงิน 100 บาท เดียวนี้ โดยได้รับสัญญาว่าจะได้รับเงินคืน 105 บาท ในตอนสิ้นปี อัตราดอกเบี้ยเท่ากับ 5% อย่างไรก็ตามสมมติต่อไปว่าในปีหน้าดัชนีราคาจะขึ้นอีก 6% ดังนั้นเงิน 105 บาทที่จะได้รับจะมีอำนาจซื้อเพียง 99.05 บาท ( $100 \times 105/106$ ) เท่ากับว่าการที่ท่านยอมเลื่อนการใช้เงินออกไปอีก 1 ปี ท่านกลับมีอำนาจซื้อลดลงจาก 100 บาท เหลือเพียง 99.05 บาท โดยไม่ได้รับค่าเสียโอกาสการใช้เงินเดี่ยวนี้อย่างแน่นอนเพื่อที่จะมีอำนาจซื้อเพิ่มขึ้นจริง ๆ อีก 5% เป็นค่าชดเชยค่าเสียโอกาสอัตราดอกเบี้ยที่ท่านต้องการควรจะประมาณเท่ากับ 5% บวกด้วยค่าชดเชยเงินเฟ้อ 6% คือ 11%

ดังนั้นถ้าเป็นกรณีการกู้ยืมระยะยาว อัตราผลตอบแทนที่ต้องการจะต้องไม่สะท้อนเพียงแต่อัตราเงินเฟ้อที่คาดว่าจะเกิดขึ้นเท่านั้น แต่ยังคงสะท้อนถึงความไม่แน่นอนเกี่ยวกับเงินเฟ้ออีก

### ความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ย (INTEREST RATE RISK)

ความเสี่ยงเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยจัดว่าเป็นความเสี่ยงที่จะมีผลกระทบโดยตรงต่อหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำอย่างแท้จริง โดยเนื้อแท้แล้วอัตราดอกเบี้ยก็คือราคาของเงินนั่นเอง และผู้ที่สามารถซื้อเงินหรือยืมเงินได้ในราคาถูกที่สุดคือรัฐบาล เพราะถือว่ารัฐบาลเป็นเจ้าของหนี้ที่มีความปลอดภัยมากที่สุด ดังนั้นดอกเบี้ยที่หลักทรัพย์รัฐบาลจ่ายจึงเป็นอัตราดอกเบี้ยที่ปลอดภัยจากความเสี่ยง

การที่อัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์รัฐบาลเปลี่ยนแปลงย่อมมีผลจากอุปทานและอุปสงค์ของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเช่นเดียวกับสินค้าประเภทอื่น ๆ ดังนั้นเมื่อรัฐบาลต้องการเงินไปใช้จ่ายเพิ่มเติมโดยการออกพันธบัตรรัฐบาลก็จะทำให้อุปทานหลักทรัพย์รัฐบาลเพิ่มขึ้น ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรใหม่ต้องสูงขึ้นเพื่อดึงดูดใจให้ผู้ลงทุนซื้อ ผลที่ตามมาคือ พันธบัตรรัฐบาลที่ออกมาอยู่ก่อนแล้วแต่จ่ายดอกเบี้ยในอัตราต่ำกว่าพันธบัตรที่ออกมาใหม่ย่อมเป็นที่สนใจน้อยลง ถ้าจะให้ผู้ลงทุนยอมซื้อพันธบัตรฉบับเก่า พันธบัตรรัฐบาลฉบับเก่าจะต้องมีราคาต่ำลงเพื่อให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนที่แท้จริงสูงเท่ากับอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรใหม่ ส่วนหลักทรัพย์อื่นที่ไม่ใช่พันธบัตรรัฐบาลที่ออกมาอยู่ก่อนแล้วก็จะได้รับผลกระทบเช่นเดียวกัน เช่น

หุ้นกู้ หุ้นบริมสิทธิ และหุ้นสามัญ ดังที่ได้เคยอธิบายแล้วถึงผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมที่จะมีต่อหลักทรัพย์อื่น ๆ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงในอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรรัฐบาลที่ออกมาใหม่ในบทที่ 6 เรื่องความเสี่ยงภัย

ตัวอย่างเช่น เมื่อวานนี้ผู้ลงทุนซื้อพันธบัตรรัฐบาลอายุครบกำหนดไถ่ถอน 1 ปี ในราคา 1,000 บาท ดอกเบี้ยจะจ่าย 60 บาท เมื่อครบกำหนด ดังนั้น HPY ของพันธบัตรฉบับนี้จะเท่ากับ

$$\text{HPY} = \frac{60 + (1,000 - 1,000)}{1,000} = .06\% = 6\%$$

สมมุติว่าในวันต่อมาถึงวันนี้โดยไม่ได้คาดไว้ รัฐบาลออกพันธบัตรรัฐบาลฉบับใหม่อายุไถ่ถอน 1 ปีเช่นกันราคา 1,000 บาท จ่ายดอกเบี้ย 65 บาท เมื่อครบกำหนด นั่นคือ HPY ของพันธบัตรรัฐบาลฉบับใหม่เท่ากับ 6.5% ในขณะที่ฉบับเก่าได้เพียง 6% นั่นคือลงทุน 1,000 บาท เท่ากับพันธบัตรฉบับเก่าจ่ายดอกเบี้ย 60 บาท ขณะที่ฉบับใหม่จ่าย 65 บาท ดังนั้น ถ้าจะขายพันธบัตรที่จ่ายดอกเบี้ย 60 บาท ให้ผู้อื่นคนอื่น ๆ จะต้องขายในราคาต่ำกว่า 1,000 บาท เพื่อให้ผู้ที่ซื้อได้รับผลตอบแทนเท่ากับ 6.5% ผู้ซื้อคนใหม่จึงจะยอมซื้อ

ราคาของพันธบัตรรัฐบาลฉบับเก่าที่จะทำให้ผู้ลงทุนได้  $\text{HPY} = 6.5\%$  จะหาได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{HPY} &= \frac{(P_t - P_0) + I}{P_0} \\ .065 &= \frac{(1,000 - P_0) + 60}{P_0} \\ P_0 &= 995.29 \end{aligned}$$

จากตัวอย่างข้างต้นแสดงให้เห็นความจริงว่าเมื่ออัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ใหม่เพิ่มสูงขึ้น จะเป็นสาเหตุทำให้ราคาหลักทรัพย์เก่าต่ำลง และทำให้ผู้ถือหลักทรัพย์เก่าจะต้องเผชิญกับความสูญเสียไม่ทางใดก็ทางหนึ่งในสองทางนี้คือ

1. ถ้าเขาขายก่อนที่หลักทรัพย์จะครบกำหนดไถ่ถอนเขาจะขายได้ในราคาต่ำกว่าที่ซื้อมา เพราะฉะนั้นเกิดการขาดทุนเกิดขึ้น (Capital loss)

2. ถ้าเขาไม่ขาย แต่ถือไว้จนครบกำหนดไถ่ถอน เขาจะสูญเสียค่าเสียโอกาสที่จะนำเงินนั้นไปลงทุนในหลักทรัพย์ใหม่ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าหลักทรัพย์เก่า ทั้งที่หลักทรัพย์ใหม่มีอายุการไถ่ถอนและความเสี่ยงเท่ากับหลักทรัพย์เก่า

ถ้าอัตราดอกเบี้ยลดต่ำลงผลจะเกิดขึ้นในทำนองตรงกันข้าม

เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงในทิศทางและระดับของอัตราดอกเบี้ยจะมีผลต่อราคาของหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำหรือหุ้นกู้อย่างมาก ดังนั้นการพยากรณ์ทิศทางและระดับอัตราดอกเบี้ยจึงเป็นงานสำคัญที่ผู้วิเคราะห์จะต้องดำเนินการ

### การพยากรณ์ทิศทางและระดับอัตราดอกเบี้ย

การเปลี่ยนแปลงทิศทางและระดับอัตราดอกเบี้ยจะมีผลกระทบต่อราคาหุ้นกู้อย่างมาก ดังที่ได้อธิบายในหัวข้อก่อน ดังนั้นจึงจำเป็นที่ผู้วิเคราะห์จะต้องทำการพยากรณ์การเปลี่ยนแปลงทิศทางและระดับอัตราดอกเบี้ย โดยการพยากรณ์นั้นจะต้องพิจารณาถึงปัจจัยต่าง ๆ ที่จะมีอิทธิพลต่อทิศทางและระดับอัตราดอกเบี้ย การเปลี่ยนแปลงทางสังคม เศรษฐกิจ และอำนาจทางการเมืองล้วนแล้วแต่มีผลกระทบต่อระดับและทิศทางของอัตราดอกเบี้ย และมีผลกระทบต่อหุ้นกู้กว้างขวาง อย่างไรก็ตามจากการเฝ้าสังเกตดูการเปลี่ยนแปลงได้ข้อสรุปว่า

1. หลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำชนิดเดียวกัน อัตราดอกเบี้ยจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกันแต่อย่างน้อยต่างกันขึ้นอยู่กับระยะเวลาครบกำหนดไถ่ถอน

2. หลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำที่มีความเสี่ยงที่จะได้รับชำระเงินต้นพร้อมดอกเบี้ยต่างกัน แต่มีระยะเวลาไถ่ถอนเท่ากัน อัตราดอกเบี้ยก็จะเปลี่ยนแปลงไม่เท่ากัน

ดังนั้นการวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำ นักวิเคราะห์จะต้องทำการพยากรณ์อัตราดอกเบี้ยในอนาคตและพิจารณาชนิดของหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจําในแง่อายุการไถ่ถอนและความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับเงินคืน เพื่อจะคาดคะเนถึงขนาดของผลกระทบที่จะเกิดขึ้นอันมีผลต่อราคาหลักทรัพย์นั้นในอนาคต

ในการพยากรณ์ระดับและทิศทางของอัตราดอกเบี้ยในตลาด ผู้วิเคราะห์จะต้องเป็นทั้งนักวิเคราะห์จิตวิทยาและนักวิเคราะห์ประเมินค่า ทั้งนี้เพราะอัตราดอกเบี้ยไม่ได้ถูกกำหนดโดยสิ่งที่กำลังเกิดขึ้นเพียงอย่างเดียว แต่ยังขึ้นอยู่กับสิ่งที่ประชาชนคิดว่าอะไรจะเกิด

การพยากรณ์ระดับและทิศทางของอัตราดอกเบี้ยในอนาคตนั้น นักวิเคราะห์จะต้องคาดคะเนและพยากรณ์เกี่ยวกับ

1. ภาวะเศรษฐกิจ
2. อัตราเงินเฟ้อและอัตราการว่างงาน
3. อุปทานและอุปสงค์ของสินเชื่อ

#### การพยากรณ์ภาวะเศรษฐกิจ

ก่อนอื่นที่นักวิเคราะห์จะพยากรณ์ระดับและทิศทางของอัตราดอกเบี้ย นักวิเคราะห์จะต้องประเมินเกี่ยวกับสถานะการณ์ทางเศรษฐกิจในอนาคตให้ได้ก่อนโดยพิจารณาถึงสถานการณ์ปัจจุบันและนโยบายของรัฐบาล เมื่อประเมินสถานการณ์ทางเศรษฐกิจได้แล้วผู้วิเคราะห์ต้องสามารถบอกได้ขณะนี้กำลังอยู่ในช่วงใดของวงจรเศรษฐกิจ และกำลังจะไปทางไหน เร็วเท่าใด

โดยทั่วไปการเคลื่อนไหวของภาวะเศรษฐกิจและของอัตราดอกเบี้ยได้มีบทบาทสำคัญอย่างมากในการตัดสินใจซื้อหลักทรัพย์ที่ให้รายได้ประจำ นักการเงินทั่วไปได้สรุปเป็นความเชื่อไว้ว่า

1. ในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ อัตราดอกเบี้ยจะต่ำ ดังนั้นหุ้นกู้ที่ออกมาก่อนหน้านี้จะมีราคาสูงขึ้น และในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจเจริญรุ่งเรือง อัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้น ดังนั้นหุ้นกู้ที่ออกมาก่อนหน้านี้จะมีราคาต่ำลง เพราะฉะนั้นถ้าพยากรณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยจะมีแนวโน้มสูงขึ้นก็บอกได้ว่าไม่ควรจะลงทุนซื้อหุ้นกู้ในขณะนี้ และถ้าภายหลังที่ซื้อหุ้นกู้แล้วอัตราดอกเบี้ยลดต่ำลง ผู้ลงทุนก็จะได้กำไรจากการที่ราคาหุ้นกู้จะสูงขึ้น

2. โดยทั่วไปอัตราดอกเบี้ยและภาวะเศรษฐกิจมักจะเคลื่อนไหวไปพร้อม ๆ กัน และถึงจุดสูงสุดและต่ำสุดพร้อม ๆ กัน เรียกว่าเป็นดัชนีทางเศรษฐกิจประเภทตัวตาม (Coincident economic indicator)

อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ดังกล่าวก็อาจผันแปรบ้าง และบางครั้งก็ยากที่จะกำหนดจุดหรือช่วงเวลาที่ภาวะเศรษฐกิจจะถึงจุดเปลี่ยนแนวโน้ม จึงทำให้การพยากรณ์ระดับและทิศทางของอัตราดอกเบี้ยยุ่งยากขึ้น และนอกเหนือจากปัญหาและข้อยุ่งยากเกี่ยวกับการพยากรณ์จุดเปลี่ยนแนวโน้มแล้ว ยังมีปัญหาอื่น ๆ เกิดขึ้นอีก โดยเฉพาะอย่างยิ่งการผันแปรขึ้น ๆ ลง ๆ ของกิจกรรมทางธุรกิจ และการเปลี่ยนแปลงทางการเมืองที่เกิดขึ้นในระหว่างวงจรเศรษฐกิจ (short

cycle) จะมีผลกระทบต่อทิศทางและระดับอัตราดอกเบี้ยอย่างมาก ดังนั้นจึงเป็นการเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนเข้าไปลงทุนเพื่อเก็งกำไรในระยะสั้นจากการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงในระยะสั้น ๆ นี้

อย่างไรก็ตามถ้ามั่นใจว่าทิศทางและระดับอัตราดอกเบี้ยจะลดลงกินระยะเวลานานแล้ว การลงทุนระยะยาวโดยการซื้อหุ้นก็ก็เป็นสิ่งที่ควรทำ

### **อัตราเงินเฟ้อและการว่างงาน**

นอกเหนือจากการพยากรณ์ภาวะเศรษฐกิจแล้ว ผู้วิเคราะห์จะได้พยากรณ์เกี่ยวกับอัตราเงินเฟ้อและการว่างงาน เพราะปัจจัยทั้งสองนี้จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในระดับและทิศทางของอัตราดอกเบี้ย โดยเฉพาะอย่างยิ่งอัตราเงินเฟ้อและอัตราการว่างงานจะมีอิทธิพลต่อนโยบายของรัฐบาลเกี่ยวกับนโยบายการเงินและการคลัง ถ้ามีอัตราเงินเฟ้อคงที่ติดตามด้วยอัตราการว่างงานสูงก็อาจจะชี้ได้ว่ารัฐบาลต้องใช้นโยบายการเงินและการคลังเพื่อที่จะทำให้เศรษฐกิจขยายตัว ประชาชนมีงานทำมากขึ้นโดยไม่กลัวว่าจะเกิดภาวะเงินเฟ้อสูงขึ้นติดตตามมา การที่เศรษฐกิจมีการเจริญเติบโตขยายตัวอย่างรวดเร็วภายใต้เงื่อนไขดังกล่าวอาจทำให้ผลตอบแทนของหุ้นกู้คงที่หรือลดต่ำลงก็ได้ หรือถ้าขณะนั้นอัตราการว่างงานต่ำและภาวะเงินเฟ้อถึบตัวสูงขึ้นก็อาจจะเป็นเครื่องชี้ว่ารัฐจะต้องใช้นโยบายการเงินและการคลังเพื่อกดอัตราเงินเฟ้อ มีผลทำให้อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น

### **อุปทานและอุปสงค์ของสินเชื่อ**

อุปทานและอุปสงค์ของสินเชื่อเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญที่จะกำหนดทิศทางและระดับของอัตราดอกเบี้ย ถ้าอุปทานของสินเชื่อเพิ่มขึ้นระดับของอัตราดอกเบี้ยลดต่ำลง และในทำนองตรงกันข้ามถ้าอุปสงค์ของสินเชื่อเพิ่มสูงขึ้น ระดับอัตราดอกเบี้ยจะเพิ่มสูงขึ้น การเปลี่ยนแปลงทางด้านอุปทานอาจเกิดจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของธนาคารชาติที่มีผลถึงการเพิ่มขึ้นหรือลดของปริมาณเงิน นโยบายการจำกัดสินเชื่อ การเพิ่มลดอัตราเงินสดสำรองของธนาคารพาณิชย์ นโยบายการลงทุนของสถาบันต่าง ๆ

ส่วนการเปลี่ยนแปลงทางด้านอุปสงค์ของสินเชื่อก็อาจเกิดขึ้นจากความต้องการเงินทุนของรัฐบาลเพื่อนำไปชดเชยงบประมาณขาดดุล และความต้องการใช้เงินทุนของเอกชนในการขยายกิจการ

## ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ

นอกเหนือจากความเสี่ยงที่เป็นระบบซึ่งได้แก่ความเสี่ยงเกี่ยวกับเงินเฟ้อและความเสี่ยงเกี่ยวกับดอกเบี้ยที่จะมีผลกระทบต่อราคาของหุ้นกู้ทั้งตลาด ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ซึ่งเกิดขึ้นจากลักษณะของหุ้นกู้และผู้ออกหุ้นกู้ก็เป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่จะมีผลกระทบต่อราคาของหุ้นกู้นั้น ๆ เฉพาะราย องค์ประกอบที่ต้องพิจารณาในการกำหนดความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบ ประกอบด้วยสิ่งต่อไปนี้

1. ความเสี่ยงที่ไม่ได้รับเงินต้นและดอกเบี้ย (Default Risk)
2. ระยะเวลาครบกำหนดไถ่ถอน ซึ่งจะมีผลกระทบต่ออัตราความเสี่ยง ผลตอบแทน และการผันแปรของราคา
3. เงื่อนไขข้อกำหนดในใบหุ้นกู้

ปัจจัยประการแรกและที่สองเป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดที่จะกำหนดความเสี่ยงและค่าชดเชยความเสี่ยง

### ความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับเงินต้นและดอกเบี้ย (Default Risk)

ความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับเงินต้นและดอกเบี้ยจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับความสามารถของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ที่จะจ่ายชำระหนี้เมื่อถึงกำหนดเวลา ดังนั้น ถ้าบริษัทผู้ออกหุ้นกู้มีความสามารถในการชำระหนี้มาก ความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับชำระหนี้ก็มีน้อย การวิเคราะห์ดูความสามารถในการชำระหนี้ของบริษัทผู้ออกหุ้นจะต้องวิเคราะห์ทั้งความสามารถในการหาทำไรฐานการเงิน ลักษณะความเสี่ยงทางการเงิน ซึ่งเกี่ยวกับโครงสร้างการจัดหาเงินทุนของบริษัทผู้ออก นอกจากนั้นยังต้องพิจารณาถึงเงื่อนไขทางด้านภาวะเศรษฐกิจอีกด้วย

เทคนิคการวิเคราะห์วิธีหนึ่งที่นิยมใช้ในการประเมินความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับชำระเงินต้นและดอกเบี้ย คือการวิเคราะห์ดูการคุ้มครองดอกเบี้ยจ่าย (Interest Coverage) ว่าบริษัทผู้ออกหุ้นกู้มีกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีเป็นกี่เท่าของดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งสามารถหาได้ดังนี้

$$\text{Interest coverage} = \frac{\text{กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีหรือ EBIT}}{\text{ดอกเบี้ยจ่ายสำหรับหุ้นกู้ทั้งหมด}}$$



ในกรณีที่มีหุ้นกู้หลายประเภทและหุ้นกู้แต่ละประเภทก็ได้รับความคุ้มครองไม่เท่ากัน หรือในกรณีที่บริษัทต้องเลิกกิจการ สิทธิที่จะได้รับชำระเงินคืนก่อนหลังต่างกัน เช่นนี้ การหา Interest coverage ของหุ้นกู้จำแนกตามประเภทของหุ้นกู้เพิ่มเติมจากการหา Interest coverage ทั้งหมดจะเป็นการช่วยวิเคราะห์ดูคุณภาพของหุ้นกู้ประเภทนั้น ๆ ได้ดียิ่งขึ้น วิธีการหา Interest coverage ของหุ้นกู้แต่ละชนิดนิยมใช้วิธีที่เรียกว่า Cumulative Deduction Method โดยมีวิธีการหาดังนี้

$$\text{Interest coverage ของหุ้นกู้ชั้น 1} = \frac{\text{EBIT}}{\text{ดอกเบี้ยจ่ายของหุ้นกู้ชั้น 1}}$$

$$\text{Interest coverage ของหุ้นกู้ชั้น 2} = \frac{\text{EBIT}}{\text{ดอกเบี้ยจ่ายหุ้นกู้ชั้น 1} + \text{ดอกเบี้ยจ่ายหุ้นกู้ชั้น 2}}$$

สำหรับการหา Interest coverage ของหุ้นกู้ชั้นต่อ ๆ ไปก็ให้นำดอกเบี้ยจ่ายของหุ้นกู้ชั้นนั้นไปบวกเข้ากับดอกเบี้ยจ่ายของหุ้นกู้ชั้นก่อนหน้านั้น แล้วจึงนำไปหาร EBIT

ระยะเวลาที่จะครบกำหนดไถ่ถอน (Maturity)

ระยะเวลาที่จะครบกำหนดไถ่ถอน เป็นปัจจัยสำคัญอันหนึ่งที่จะกำหนดขนาดของความเสียหาย ทั้งนี้เนื่องจากระยะเวลาครบกำหนดไถ่ถอนจะมีผลกระทบต่อความไม่แน่นอนที่ผู้ลงทุนจะได้รับและการผันแปรของราคาและผลตอบแทนของหุ้นกู้

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระยะเวลาครบกำหนดไถ่ถอนกับผลตอบแทน การถือหุ้นกู้จนกระทั่งครบกำหนด (yield to maturity) หรือเรียกความสัมพันธ์นี้ว่า yield curve พบว่าลักษณะของ yield curve มีหลายรูปแบบดังรูปที่ 13-1

### รูปที่ 13-1 ลักษณะของ yield curve แบบต่างๆ

ก. Rising yield Curve

หุ้นกู้ที่มีอายุการไถ่ถอนสั้น YTM จะต่ำ และเมื่ออายุการไถ่ถอนนานขึ้น YTM จะสูงขึ้น และเมื่ออายุการไถ่ถอนยิ่งนานออกไป YTM จะเริ่มคงที่

ข. Declining Yield Curve

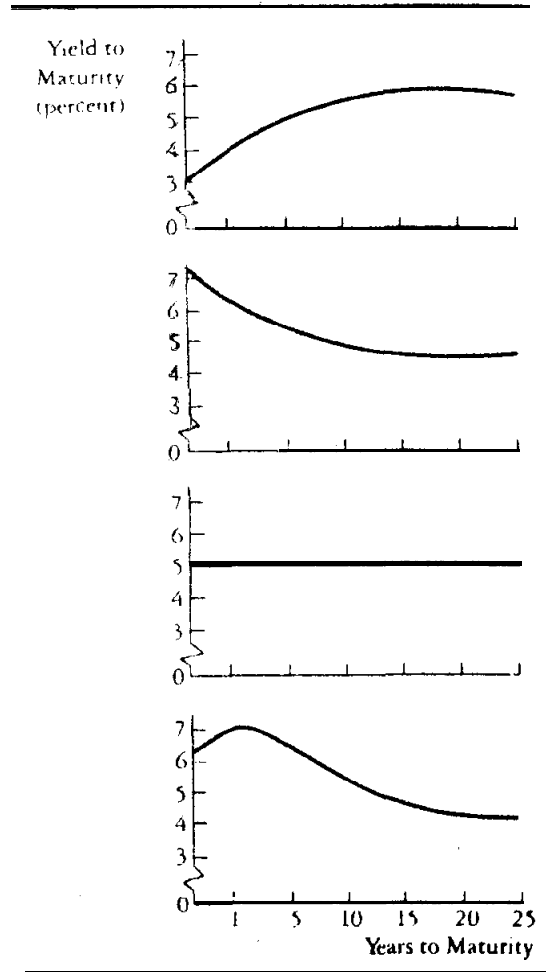
หุ้นกู้ที่มีอายุการไถ่ถอนสั้น YTM จะสูง และ YTM จะเริ่มลดลงเมื่ออายุการไถ่ถอนยาวออกไป

ค. Flat Yield Curve

YTM จะเท่ากันหมดไม่ว่าจะเป็นหุ้นกู้ที่มีกำหนดไถ่ถอนสั้นหรือยาว

ง. Humped Yield Curve

หุ้นกู้ที่มีกำหนดไถ่ถอนปานกลางจะมี YTM สูงสุดและหุ้นกู้ที่มีกำหนดไถ่ถอนยาวจะมี YTM ต่ำกว่า หุ้นกู้ที่มีระยะไถ่ถอนสั้น



สำหรับกรณี Rising Yield Curve มักจะเกิดขึ้นเมื่อระดับอัตราดอกเบี้ยในขณะนั้นต่ำหรือค่อนข้างต่ำ ส่วน Declining Yield Curve มักจะเกิดขึ้นเมื่ออัตราดอกเบี้ยในขณะนั้นอยู่ในระดับค่อนข้างสูง ส่วน Humped Yield Curve มักเกิดขึ้นเมื่อระดับของอัตราดอกเบี้ยในขณะนั้นสูงมาก ส่วน Flat Yield Curve แทบไม่เคยเกิดขึ้น

ดังนั้น การที่จะกำหนดความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้นเนื่องจากระยะเวลาครบกำหนดได้ก่อนเพื่อกำหนดค่าชดเชยความเสี่ยง ผู้วิเคราะห์จะต้องพิจารณาสถานการณ์ระดับอัตราดอกเบี้ยในขณะนั้นประกอบกับระยะเวลาครบกำหนดได้ก่อนเพื่อดูพฤติกรรมของผลตอบแทนจากการถือหุ้นจนครบกำหนดได้ก่อน (YTM) ว่าอยู่ในลักษณะใด

เงื่อนไขหรือข้อกำหนดในใบหุ้นกู้

เงื่อนไขหรือข้อกำหนดในใบหุ้นกู้ เป็นปัจจัยสำคัญที่จะกำหนดความเสี่ยง ลักษณะของเงื่อนไขหรือข้อกำหนดที่จะเกี่ยวข้องกับความเสี่ยงได้แก่ จำนวนหลักประกัน สิทธิเรียกคืนก่อนครบกำหนด และการกันเงินกู้เพื่อไถ่ถอน เป็นต้น จำนวนสินทรัพย์ค้ำประกันหุ้นกู้เป็นการช่วยคุ้มครองเงินทุนของผู้ลงทุนในกรณีที่บริษัทเกิดล้มละลายหรือเลิกกิจการ

สิทธิการเรียกคืนก่อนครบกำหนดเป็นลักษณะสำคัญอย่างหนึ่งที่จะมีอิทธิพลต่อความเสี่ยงภัยของหุ้นกุนั้น ๆ การที่บริษัทผู้ออกหุ้นกูกำหนดสิทธิการเรียกคืนก่อนครบกำหนดก็เพื่อเป็นการรักษาผลประโยชน์ของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ โดยเฉพาะบริษัทมักจะเรียกคืนในช่วงที่ภาวะอัตราดอกเบี้ยในท้องตลาดต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยในใบหุ้นกู้มาก ดังนั้นมองในแง่ของผู้ลงทุนแล้ว ข้อกำหนดเกี่ยวกับสิทธิเรียกคืนก่อนครบกำหนดจึงเป็นความเสี่ยงภัยของผู้ลงทุนที่จะสูญเสียผลประโยชน์คือ อัตราผลตอบแทนจะได้รับน้อยลงกว่าที่คาดไว้ ดังนั้นถ้าบริษัทผู้ออกหุ้นกูกำหนดเงื่อนไขเพื่อเรียกคืนเพื่อปกป้องผลประโยชน์ของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้มากเท่าใด ผู้ลงทุนก็จะมีความเสี่ยงภัยมากขึ้นเท่านั้น ดังนั้นค่าชดเชยความเสี่ยงภัยก็ควรจะสูงขึ้นด้วย

ลักษณะสำคัญประการสุดท้ายของเงื่อนไขหรือข้อกำหนดคือ การกันเงินไว้เพื่อไถ่ถอนหุ้นกู้ ซึ่งจะเป็นตัวกำหนดขนาดของความเสี่ยงภัยของหุ้นกุนั้น โดยปกติแล้วการมีเงื่อนไขให้บริษัทผู้ออกหุ้นกูกู้ต้องกันเงินจำนวนหนึ่งสะสมไว้ทุก ๆ ปี สำหรับช่วงระยะเวลาหนึ่ง จะเป็นการคุ้มครองความเสี่ยงของผู้ลงทุน ถ้ายิ่งข้อกำหนดนี้ช่วยคุ้มครองผู้ถือหุ้นกู้มากเท่าใด ขนาดของความเสี่ยงภัยย่อมลดลงมากเท่านั้น ดังนั้นค่าชดเชยความเสี่ยงภัยก็จะลดลงตามไปด้วย

การพิจารณาลักษณะของการนำสินทรัพย์ค้ำประกัน สิทธิในการเรียกคืนก่อนครบกำหนด การกันเงินทุนไว้เพื่อไถ่ถอน พร้อมกับการพิจารณาระยะเวลาที่จะครบกำหนดไถ่ถอนและความเสี่ยงที่จะไม่ได้รับเงินคืน เป็นสิ่งสำคัญอย่างยิ่งที่ผู้ลงทุนจะต้องพิจารณาอย่างรอบคอบ เพื่อนำไปเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากหุ้นกู้นั้น เพื่อพิจารณาว่าผลตอบแทนนั้นคุ้มกับความเสี่ยงที่จะได้รับหรือไม่ สมควรที่จะลงทุนหรือไม่ สำหรับวิธีการประเมินค่าหุ้นกู่ได้อธิบายไว้แล้วในบทที่ 7 ดังนั้นจึงไม่ขอนำมาอธิบายในที่นี้อีก