

# Structured Note

## หุ้นกู้อนุพันธ์

### กับผลตอบแทนที่ออกแบบได้

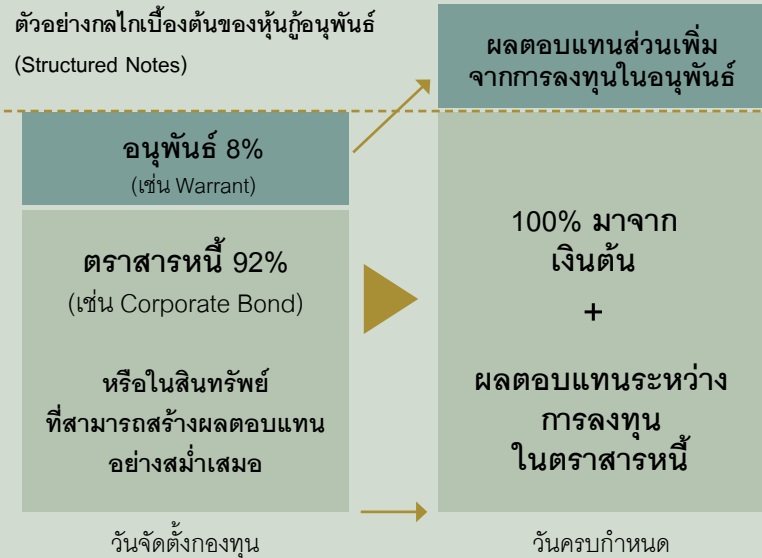
เข้าสู่ไตรมาสสุดท้ายของปี 2560 แล้ว เป็นอีกปีแห่งความท้าทายจากความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจโลกที่ทวีความซับซ้อนมากขึ้น

เริ่มจากต้นปีด้วยผลการเลือกตั้งในฝรั่งเศสที่พลิกความคาดหมาย ต่อด้วยการก่อการร้ายและความไม่สงบในหลายภูมิภาคทั่วโลกอย่างต่อเนื่อง และที่สำคัญนโยบายที่ไม่เป็นรูปธรรมของประธานาธิบดีทรัมป์ ส่งผลให้ดอลลาร์สหรัฐสกุลเงินที่ได้รับการยอมรับมากที่สุดในโลกอ่อนค่าลงกว่าร้อยละ 8 นับตั้งแต่ต้นปีเมื่อเทียบกับสกุลเงินหลักอื่นๆ นับได้ว่านักพากกานักวิเคราะห์หลายสำนัก เพราะส่วนใหญ่ต่างเห็นพ้องกันว่าแนวโน้มดอลลาร์สหรัฐน่าจะแข็งค่าขึ้นจากแนวคิด "ผลประโยชน์ของสหรัฐฯ ต้องมาก่อน" ที่ทีมเศรษฐกิจของประธานาธิบดีทรัมป์ ชูนโยบายปกป้องทางการค้า รวมทั้งกล่าวหาประเทศคู่ค้าสำคัญเรื่องการใช้ค่าเงินเป็นเครื่องมือ นอกจากนี้จากความคาดหวังของตลาดว่าเฟดจะขึ้นดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่อง ถึงวันนี้โอกาสการขึ้นดอกเบี้ยของเฟดในเดือนธันวาคมนี้ที่ลดลงเหลือเพียงร้อยละ 78.5 จากร้อยละ 94 เมื่อต้นปี แต่ยังคงสวนทางกับธนาคารกลางยุโรปและญี่ปุ่นที่ส่งสัญญาณอัตราดอกเบี้ยนโยบายในแดนลบเพื่อหวังกระตุ้นเศรษฐกิจต่อไป

ภาพเดียวกันกับประเทศไทยของเรา ท่ามกลางอัตราดอกเบี้ยที่ทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ ศูนย์วิจัยกสิกรไทยคาดการณ์ว่าประเทศไทยคงดอกเบี้ยนโยบายถึงไตรมาส 2 ปีหน้าที่ระดับร้อยละ 1.5 ก่อนเริ่มปรับขึ้นในไตรมาส 3 ซึ่งดอกเบี้ยระดับนี้เรียกได้ว่าต่างอย่างสิ้นเชิงจากเมื่อ 20 ปีก่อน ที่ผู้ฝากเงินเคยได้รับอัตราดอกเบี้ยถึงร้อยละ 8 - 10 ต่อปี ผู้ลงทุนส่วนใหญ่คงรู้สึก อึดอัดหากจะหันไปลงทุนในกองทุนรวมตราสารหนี้หรือหุ้นกู้ เพราะระยะเวลาที่ลงทุนต้องยาวขึ้น ประกอบกับความเสียดูเหมือนจะเพิ่มขึ้นจากการลงทุนในตราสารหนี้เอกชน และก็ยังให้ผลตอบแทนเพียงร้อยละ 2 - 3 ครั้นจะหันไป ลงทุนในตลาดหุ้นก็ยิ่งกล้า ๆ กลัว ๆ แม้ตลาดหุ้นจะสร้างผลตอบแทนที่ดีไม่ใช่น้อยที่เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ประมาณร้อยละ 10 แต่ยังไม่ไหวกับความผันผวนที่สูงถึงขั้นบวกลบร้อยละ 20

ดังนั้น ในปัจจุบันผู้ลงทุนจึงแสวงหาผลิตภัณฑ์การลงทุนใหม่ๆ ที่ให้ ผลตอบแทนสูงกว่าดอกเบี้ยที่ต่ำเตี้ยติดดินอย่างทุกวันนี้ ด้วยข้อกำหนดว่าความเสี่ยงต้องไม่สูงกว่าเงินฝากมากนักและไม่ผันผวนเหมือนหุ้น แต่ผลิตภัณฑ์อะไรจะตอบโจทย์เหล่านี้ได้ ถ้าพูดกันง่าย ๆ การเดินสายกลางคงเป็นคำตอบที่ดีที่สุด นั่นก็คือลงทุนในผลิตภัณฑ์ที่มีการผสมผสานระหว่างตราสารหนี้กับหุ้น และเป็นตราสารที่มีสภาพคล่อง มีความยืดหยุ่นสามารถออกแบบให้เข้ากับผู้ลงทุนได้ตามต้องการ กล่าวคือสามารถเพิ่มหรือลดความเสี่ยงและผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนแต่ละคนจะยอมรับกันได้ หรืออีกทางเลือกหนึ่งก็คือการใช้ผลิตภัณฑ์ที่มีลักษณะกึ่งหนึ่งกึ่งหุ้น ที่จะให้ผลตอบแทนและมีความเสี่ยงอยู่ระหว่างกลางพอดี ผลิตภัณฑ์เหล่านี้มีได้หลายรูปแบบ เช่น หุ้นกู้อนุพันธ์ หรือ Structured Notes ซึ่งถือเป็นหนึ่งในเครื่องมือที่สามารถใช้ในการบริหารพอร์ตการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

ตัวอย่างกลไกเบื้องต้นของหุ้นกู้อนุพันธ์ (Structured Notes)



หลายท่านอาจยังสงสัยว่าหุ้นกู้อนุพันธ์โดดเด่นหรือสร้างผลตอบแทนดีกว่าหุ้นกู้ปกติ หรือ Plain Vanilla Bond อย่างไร ถ้าอธิบายง่าย ๆ หุ้นกู้อนุพันธ์คือหุ้นกู้ปกติบวกอนุพันธ์ หรือ Derivatives เช่น วอร์แรนท์ หรือออปชั่น เป็นต้น เพื่อให้ผลตอบแทนสูงขึ้นกว่าเงินฝากและหุ้นกู้ปกติ ภายใต้ความเสี่ยงที่ต่ำกว่าหุ้นนั่นเอง ผู้ลงทุนอาจมองว่า **หุ้นกู้อนุพันธ์เป็นตราสารที่ “ซับซ้อน” “เสี่ยง” หรือ “เข้าใจยาก”** ซึ่งไม่ผิดทั้งหมด เพราะระดับความ “ซับซ้อน” ของตราสารมีหลายด็กิริ ดังนั้นกฎเกณฑ์ในประเทศไทยจึงจำกัดให้ผลิตภัณฑ์บางรูปแบบที่ยากต่อการเข้าใจกำหนดให้เสนอขายเฉพาะผู้ลงทุนที่ไม่ใช่รายย่อยและ/หรือกลุ่มบุคคลผู้มีสินทรัพย์สูงเท่านั้น

แล้วหุ้นกู้อนุพันธ์มีโอกาสสร้างผลตอบแทนสูงกว่าเงินฝากหรือหุ้นกู้โดยทั่วไปอย่างไร ผลตอบแทนของหุ้นกู้อนุพันธ์มาจาก 2 ส่วนด้วยกัน คือ 1. ลักษณะของตัวตราสารเองที่ **มีองค์ประกอบหลักเป็นหุ้นกู้ที่จ่ายดอกเบี้ยเป็นงวด ๆ** และ 2. ผลตอบแทนที่เกิดจาก **ผลการดำเนินงานของสินทรัพย์อ้างอิง** ซึ่งอาจมีเพียงหนึ่งสินทรัพย์หรือมากกว่าก็ได้ และสามารถเป็นได้ทั้ง **ดัชนีหุ้น อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยน ทองคำ น้ำมัน และสินค้าโภคภัณฑ์อื่น ๆ** โดยปัจจุบัน ผู้ลงทุนนิยมลงทุนในตราสารที่สามารถรับเงินต้นคืนได้ร้อยละ 100 เมื่อครบกำหนดอายุ ซึ่งจะเห็นได้ว่าไม่ได้อีกจากการฝากเงินไปมากนัก และอยู่บนกรอบความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนรับได้

และเพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าธนาคารกสิกรไทยร่วมกับ บลจ.ชั้นนำของประเทศ เดินหน้าเสนอหุ้นกู้อนุพันธ์ในหลายรูปแบบ เป็นทางเลือกการลงทุนและยกระดับผลิตภัณฑ์ให้หลากหลายมิติมากขึ้น ยกตัวอย่างเช่น

1. **Knock-in / Knock-out (KIKO) จากมุมมองราคาน้ำมันที่มีเสถียรภาพมากขึ้น:** ผู้ลงทุนหลายท่านอาจยังขาดทุนในกองทุนหรือหุ้นที่เกี่ยวข้องกับน้ำมัน เนื่องจากราคาปรับตัวลดลงจาก 107 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล เมื่อกลางปี 2014 เหลือเพียง 26 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล หรือลดลงราวร้อยละ 76 ในเวลาหนึ่งปีครึ่ง KIKO เป็นอีกเครื่องมือหนึ่งซึ่งช่วยเพิ่มผลตอบแทนมาชดเชยผลขาดทุนในอดีต เหมาะสำหรับผู้ลงทุนที่มองว่าราคาน้ำมันในระยะนี้จะวิ่งในกรอบใกล้เคียงระดับปัจจุบัน หลักการง่าย ๆ คือ ผู้ลงทุนจะได้รับเงินต้นคืนร้อยละ 100 ถ้าราคาสินทรัพย์อ้างอิงซึ่งก็คือน้ำมันไม่ปรับลดลงมากถึงระดับ Knock-in หรือเพิ่มขึ้นมากกว่าระดับ Knock-out หรือ Barrier ที่กำหนดไว้ และจะได้ผลตอบแทนที่น่าสนใจ และอาจสูงกว่าร้อยละ 10 ต่อปีในบางช่วงเวลา ด้วยระยะเวลาลงทุนในผลิตภัณฑ์นี้ไม่ยาวมากโดยเฉลี่ยเพียง 3 - 6 เดือน ซึ่งสามารถออกแบบกรอบราคา KI หรือ KO ได้ตามความต้องการของผู้ลงทุน

2. **Structured Notes - สำหรับผู้ลงทุนที่แสวงหาผลตอบแทนสม่ำเสมอ:** จากความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลก การลงทุนในสินทรัพย์ที่สามารถสร้างกระแสเงินสดได้สม่ำเสมอยังคงตอบโจทย์ผู้ลงทุน จึงเพิ่มความน่าสนใจให้ Structured Notes เป็นอีกหนึ่งผลิตภัณฑ์ที่ตอบโจทย์ผู้ลงทุน โดยกลยุทธ์การลงทุนประกอบด้วย 2 ส่วนหลัก ส่วนแรกลงทุนในตราสารหนี้ที่มีอันดับความเชื่อถืออยู่ในระดับที่สามารถลงทุนได้ (Investment Grade) ส่วนที่สองลงทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้าที่มีการจ่ายผลตอบแทนอ้างอิงกับสินทรัพย์อ้างอิงที่กำหนดไว้ เพื่อให้เห็นภาพที่ง่ายขึ้น เริ่มต้นจากผู้ลงทุนที่มีเงินลงทุน 100 บาท มีระยะเวลาลงทุน 3 ปี ปัจจุบันดอกเบี้ยที่ได้รับจากตราสารหนี้ปกติอยู่ที่ร้อยละ 3 ต่อปี ให้ผู้ลงทุนนำเงินส่วนแรกจำนวนประมาณ 91 - 92 บาทไปลงทุนในตราสารหนี้ และเมื่อครบ 3 ปี เงินจำนวนนี้จะโตขึ้นไปเป็น 100 บาท (เงินต้น + ดอกเบี้ย) ส่วนเงินจำนวนที่สองอีกประมาณ 8-9 บาทจะลงทุนในสัญญาซื้อขายล่วงหน้ามีการจ่ายผลตอบแทนอ้างอิงกับสินทรัพย์ที่กำหนดไว้ เพื่อเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการเพิ่มขึ้นของราคาสินทรัพย์อ้างอิง และไม่ขาดทุนหากราคาสินทรัพย์อ้างอิงไม่เคลื่อนไหวตามที่คาด เพราะเมื่อสิ้นปีที่ 3 ก็ได้รับเงินต้น 100 บาทคืน จากกลไกดังกล่าว จะเห็นได้ว่า Structured Notes เป็นผลิตภัณฑ์ที่ช่วยจำกัดความเสี่ยงได้ดี เพราะเป็นการลงทุนแบบที่ไม่ให้ผลตอบแทนไม่จำกัด แต่จำกัดการขาดทุน “Open Upside But Limit Downside” ซึ่งเหมาะกับสภาวะตลาดที่มีความผันผวนอย่างในปัจจุบัน

“**หุ้นกู้อนุพันธ์เหมาะสำหรับผู้ลงทุนที่ไม่มีเวลาจำเป็นต้องใช้เงินก้อนนี้ตลอดเวลาที่ลงทุน นอกจากนี้หุ้นกู้อนุพันธ์ยังมี ความเสี่ยงของความสามารถในการจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยของหุ้นกู้ที่ผู้ลงทุนนำเงินส่วนแรกไปลงทุน**”

แม้ว่าการลงทุนในหุ้นกู้อนุพันธ์ดูเหมือนจะสร้างผลตอบแทนที่น่าพึงพอใจ แต่อย่าลืมว่าการลงทุนย่อมมีความเสี่ยง **ข้อจำกัดหลัก ๆ ของหุ้นกู้อนุพันธ์คือ สภาพคล่อง** เพราะไม่มีการซื้อขายในตลาดรอง ส่วนใหญ่แล้วเม็ดเงินที่ลงทุนจะถูกล็อกตามระยะเวลาของตราสารนั้น ๆ ต่างจากกองทุนเปิดทั่วไปที่สามารถซื้อขายได้ทุกวันทำการ ดังนั้นหุ้นกู้อนุพันธ์จึงเหมาะสำหรับผู้ลงทุนที่ไม่มีเวลาจำเป็นต้องใช้เงินก้อนนี้ตลอดเวลาที่ลงทุน นอกจากนี้หุ้นกู้อนุพันธ์ยังมี **ความเสี่ยงของความสามารถในการจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยของหุ้นกู้ที่ผู้ลงทุนนำเงินส่วนแรกไปลงทุน อีกด้วย**

เป็นที่ทราบกันดีถึงความยากของการคาดการณ์สถานการณ์เศรษฐกิจให้แม่นยำเหมือนในอดีต เพราะในปัจจุบันมีความท้าทายในการลงทุนที่เพิ่มขึ้น จากสภาวะการเมืองทั่วโลกที่มีความผันผวน ประกอบกับการแทรกแซงของธนาคารต่าง ๆ เครื่องมือการลงทุนอย่าง “หุ้นกู้อนุพันธ์” จึงเป็นสิ่งที่ผู้ลงทุนไม่ควรมองข้าม เพราะสามารถตอบโจทย์ในเรื่องผลตอบแทนที่ดีกว่าหลาย ๆ สินทรัพย์แต่ยังคำนึงถึงความเสี่ยง โดยผู้ลงทุนสามารถออกแบบเองได้ตาม Risk Profile ที่เหมาะสม และสามารถเลือกตราสารที่มีกลไกควบคุมการสูญเสียเงินต้นอย่างมีประสิทธิภาพอีกด้วย **เรียกได้ว่าผลตอบแทนน่าสนใจกว่าเงินฝากทีเดียว** 