

ปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับ หุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ไทย

Factors Affecting Changes in Credit Spreads between Government Bonds and Corporate Debentures in Thai Bond Markets

วารางครัตน์ รัตนพันธุ์ (Warangrat Ratapan)^{1*} ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย (Chaiwuth Tangsomchai)²
ชานนท์ ชิงชยานุรักษ์ (Chanon Chingchayanrak)³

^{1*,2,3} สาขาวิชาการเงิน หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิตกิตติมศักดิ์ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

อีเมลผู้แต่งหลัก : Warangrat_nat@hotmail.com เบอร์โทร : 084-406-1828

วันที่รับบทความ 7 มิถุนายน 2561

วันที่แก้ไขบทความ 28 มกราคม 2562

วันที่ตอบรับบทความ 11 กุมภาพันธ์ 2562

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ไทย โดยปัจจัยที่นำมาศึกษาประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนดัชนีตราสารหนี้ การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี การเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี กับอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี การเปลี่ยนแปลงความผันผวนของดัชนีตราสารหนี้ และการเปลี่ยนแปลงของ Leverage Ratio ของธนาคารและสถาบันการเงิน โดยช่วงเวลาที่ทำการศึกษาอยู่ในระหว่างปี 2558 -2560 รวมระยะเวลา 3 ปี ใช้สมการถดถอยพหุคูณในการวิเคราะห์ข้อมูล ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนมี 3 ปัจจัย คือ การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี การเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี กับอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญกับส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชน และอัตราผลตอบแทนดัชนีตราสารหนี้ ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญกับส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชน

คำสำคัญ : ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชน; ตราสารหนี้

Abstract

This research aimed at exploring factors associating with credit spreads in Thailand's Bond Market. Corporates bond return index, changes in the 10-year government bond yield, changes in the 3-year government bond yield, changes in the yield of 10-year government bonds minus the yield of 3-year government bonds, changes in the volatility implied by corporates bond index and changes in leverage ratio of banks and financial institutions were taken in to account. The study adopted multiple linear regression analysis by using data from 2015 - 2017. The data were collected daily. The findings revealed that factors affecting with credit spreads were changes in the yield of 10-year government bonds, changes in the yield of 10-year government bonds minus the yield of 3-year government bonds. These factors affected significantly in different direction with credit spreads. On the contrary, corporates bond return index showed a significant effect in the same direction with credit spreads.

Keywords : Credit Spreads; Bond

บทนำ

ตราสารหนี้ (Bond) คือ ตราสารทางการเงินซึ่งเป็นสัญญาแสดงความเป็นหนี้ระหว่างผู้ออกตราสารหนี้และนักลงทุน ตราสารหนี้เป็นหนึ่งในช่องทางในการลงทุนในตลาดการเงินของประเทศไทย ผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในตราสารหนี้จะสูงกว่าการฝากเงินกับธนาคาร มีความเสี่ยงสูงกว่าการฝากเงินกับธนาคารแต่ไม่มากเท่าความเสี่ยงจากการลงทุนในตราสารทุน สามารถคาดการณ์รายได้จากการลงทุน และเป็นเงินลงทุนที่มั่นคงปลอดภัย การที่นักลงทุนจะตัดสินใจลงทุนในตราสารหนี้ได้นั้นสองสิ่งที่จะต้องนำมาพิจารณาจะประกอบด้วย อัตราผลตอบแทน และความเสี่ยงทางด้านเครดิต ตราสารหนี้มีทั้งพันธบัตรรัฐบาล ที่ถือว่าเป็นตราสารทางการเงินที่ไม่มีความเสี่ยงด้านเครดิต และหุ้นกู้ภาคเอกชนที่มีความเสี่ยงด้านเครดิตต่ำ เมื่อหุ้นกู้ภาคเอกชนมีความเสี่ยงมากกว่าพันธบัตรรัฐบาล ผลตอบแทนจากการลงทุนจึงต้องมากกว่า ทั้งนี้อันดับเครดิตของบริษัทที่ออกหุ้นกู้ หรืออันดับเครดิตของตัวหุ้นกู้เองเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญในการพิจารณาเลือกลงทุนในหุ้นกู้ แล้วในแต่ละอันดับเครดิตนั้นมีความเสี่ยงแตกต่างกันเล็กน้อยเพียงใด สามารถพิจารณาตัวเลขได้จาก ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชน (Credit Spreads) ซึ่งหมายถึง ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยหรืออัตราผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นจากพันธบัตรรัฐบาลเพื่อชดเชยความเสี่ยงด้านเครดิตที่เพิ่มขึ้นโดยหุ้นกู้ที่มีอันดับเครดิตต่ำจะมีส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชน สูงกว่า

หุ้นกู้ที่มีอันดับเครดิตสูงๆ เนื่องจากเมื่อสิ่งทีลงทุนมีความเสี่ยงสูงขึ้น (อันดับเครดิตต่ำลง) นักลงทุนย่อมต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงที่สูงขึ้น (สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย, 2561) ดังนั้นตราสารหนี้ภาคเอกชนจึงให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าพันธบัตรรัฐบาลเสมอ ซึ่งนอกจากหุ้นกู้ที่มีอันดับเครดิตต่างกัน จะมีค่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนไม่เท่ากันแล้ว หุ้นกู้ที่มีอันดับเครดิตเดียวกันแต่อายุสั้นยาวต่างกันก็อาจมีส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนไม่เท่ากันด้วย โดยปกติแล้ว เมื่อหุ้นกู้มีอันดับเครดิตต่ำลง ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนจะเพิ่มขึ้น และหุ้นกู้มีอายุยิ่งยาวส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนก็จะยิ่งเพิ่ม

ในการศึกษานี้จึงจะลงลึกในรายละเอียดของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนว่ามีปัจจัยใดที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนในแต่ละอันดับเครดิต เพื่อเป็นแนวทางในการพิจารณาเลือกลงทุนในหุ้นกู้ที่กว้างขึ้น จากงานวิจัยของ Andrew Leone และ Brad Wong (2009) ซึ่งศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ของประเทศออสเตรเลีย โดยมุ่งการพิจารณาความเสี่ยง 2 ด้าน คือ ความเสี่ยงจากการผิดนัดชำระหนี้ และความเสี่ยงจากสภาพคล่องของตราสารหนี้ จากการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนและการเปลี่ยนแปลงค่าความชันของ เส้นอัตราผลตอบแทน มีผลอย่างยิ่งต่อการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชน และจากงานวิจัยหลายงานในต่างประเทศ มีการศึกษาถึงปัจจัยต่างๆที่อาจส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนของตราสารหนี้ ผลตอบแทนของดัชนีตราสารหนี้ ความผันผวนของดัชนีตราสารหนี้ Leverage Ratio ของสถาบันการเงิน อัตราการผิดนัดชำระหนี้ เป็นต้นดังนั้นผู้ศึกษาจึงสนใจว่าเหตุใด ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชน จึงมีการเปลี่ยนแปลงในทุกๆ วัน และในประเทศไทยมีปัจจัยใดที่ส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลง ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชน

วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ไทย

ขอบเขต

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นการศึกษาวิจัยเชิงประจักษ์ในการหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชน และปัจจัยทั้ง 6 ปัจจัย ประกอบด้วย การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ใช้ข้อมูลเป็นเปอร์เซ็นต์ (%) การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี ใช้ข้อมูลเป็นเปอร์เซ็นต์ (%) การเปลี่ยนแปลงระหว่างผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีลบอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี ใช้ข้อมูลเป็นเปอร์เซ็นต์ (%) การเปลี่ยนแปลง Leverage Ratioของธนาคารและสถาบันการเงิน ใช้ข้อมูลเป็นเปอร์เซ็นต์ (%) ความผันผวนของดัชนีตราสารหนี้ ใช้ข้อมูลเป็นเปอร์เซ็นต์ (%) อัตราผลตอบแทนในดัชนีตราสารหนี้ ใช้ข้อมูลเป็นเปอร์เซ็นต์ (%) ระยะเวลาที่ใช้อยู่ระหว่างปี พ.ศ.2558 – พ.ศ.2560 เป็นข้อมูลรายวัน รวมทั้งสิ้น 732 วัน

กรอบความคิด/สมมติฐานการวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้มีการตั้งสมมติฐานอ้างอิงจากความเสี่ยง 3 ความเสี่ยง คือปัจจัยจากความเสี่ยงทางด้านเครดิต และ ปัจจัยจากความเสี่ยงด้านการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของตราสารหนี้

ซึ่งปัจจัยที่ใช้ในการศึกษาวิจัยนี้อ้างอิงมาจากการศึกษาของ Collin-Dufresene, P., R. S. Goldstein และ J. S. Martin (2001) และ Andrew Leone และ Brad Wong (2009) โดยปัจจัยแรกคือ อัตราผลตอบแทนดัชนีตราสารหนี้ กล่าวคือผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดสามารถบ่งบอกถึงสภาพของธุรกิจ และความคาดหวังต่ออัตราเรียกคืนสินทรัพย์จากการเกิดการผลิตซ้ำระหนึ่งได้ นั่นคือ อัตราผลตอบแทนดัชนีตราสารหนี้สามารถใช้เป็นตัวแทนในการแสดงความสามารถของตลาด เมื่ออัตราผลตอบแทนดัชนีตราสารหนี้เพิ่มขึ้น แต่อัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลเท่าเดิม แสดงถึงความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นกู้เอกชนเพิ่มขึ้น ส่วนชดเชยความเสี่ยงต้องมากขึ้น หมายถึง ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนต้องเพิ่มขึ้นในการศึกษา ผู้ศึกษาเลือกใช้ อัตราผลตอบแทนดัชนีหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับน่าลงทุน (Investment Grade Corporate Bond Index) กลุ่มหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือตั้งแต่ BBB+ ขึ้นไป

ปัจจัยที่สองคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เป็นตัวแทนของ Spot Rate โดยที่ Spot Rate นั้นเป็นตัวแปรพื้นฐานในโครงสร้างการผลิตซ้ำระหนึ่ง ส่วนชดเชยความเสี่ยง (Spreads) และอัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง (The risk free rate) มีความสัมพันธ์กันในเชิงลบ การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง จะนำไปสู่การลดความน่าจะเป็นในการผลิตซ้ำระหนึ่งของบริษัทได้

ปัจจัยที่สามคือ พันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี เป็นตราสารหนี้ที่มีปราศจากความเสียง อัตราผลตอบแทนจะไม่สูงมากนัก หากการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรเพิ่มสูงขึ้น หมายถึง อรรถประโยชน์เพิ่มขึ้น จะช่วยลดความน่าจะเป็นที่จะผิดนัดชำระหนี้ ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนก็จะลดน้อยลง

ปัจจัยที่สี่คือ ความชันของผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลสามารถบ่งบอกถึงสถานะเศรษฐกิจได้ โดยความชันมีหลายรูปแบบด้วยกันคือแบบปกติ (Normal Yield Curve or Upward Sloping Yield Curve) มีลักษณะเป็นเส้นลาดชันขึ้นจากซ้ายไปขวา คือ Yield ของพันธบัตรที่มีอายุคงเหลือสั้นจะต่ำกว่า Yield ของพันธบัตรที่มีอายุคงเหลือยาว แสดงให้เห็นว่า ผู้ลงทุนต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นเมื่อลงทุนในตราสารหนี้ที่มีอายุยาวขึ้น แบบหลังเขา (Humped Yield Curve) เส้นจะลาดชันขึ้นจากซ้ายไปขวาและวกต่ำลงเมื่ออายุคงเหลือของตราสารหนี้เพิ่มขึ้นแบบแบนราบ (Flatted Yield Curve) เป็นลักษณะของอัตราผลตอบแทนที่เท่ากันทุกช่วงอายุของตราสารหนี้ และสุดท้ายแบบลาดลง (Inverted Yield Curve or Downward Sloping Yield Curve) มีลักษณะตรงข้ามกับแบบปกติ คือ เป็นเส้นกราฟลาดลงจากซ้ายไปขวา พันธบัตรที่มีอายุคงเหลือยาวจะมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าพันธบัตรที่มีอายุสั้น ซึ่ง Yield curve ลักษณะนี้จะพบเมื่อตลาดคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดมีแนวโน้มลดลงดังนั้นหากความชันของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลลดลง ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนก็จะเพิ่มสูงขึ้น

ปัจจัยที่ห้าคือ ความผันผวนดัชนีตราสารหนี้ หากอัตราผลตอบแทนของดัชนีตราสารหนี้มีความผันผวนสูง ความเสี่ยงด้านผลตอบแทนของนักลงทุนจะสูงตามไปด้วย ดังนั้นค่าชดเชยความเสี่ยงหรือส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนจะต้องสูงตามไปด้วย

และปัจจัยสุดท้ายคือ Leverage Ratio ซึ่งความเสี่ยงด้านเครดิตเป็นความเสี่ยงที่สำคัญที่สุดที่นักลงทุนต้องคำนึงถึงก่อนการลงทุน และในการลงทุนในหุ้นกุนั้นจะมีความเสี่ยงทางด้านเครดิตมากกว่าตราสารที่รัฐบาลออกหรือพันธบัตรรัฐบาล ข้อมูลที่สามารถช่วยในการพิจารณาฐานะและความมั่นคงทางการเงินของบริษัทผู้ออกตราสารได้ง่ายขึ้น ก็คือ การจัดอันดับความน่าเชื่อถือหรือ Credit Rating ของตราสารหนี้ หรือของบริษัทผู้ออกตราสารหนี้ นอกจากนี้ยังสามารถใช้อัตราการผิดนัดชำระหนี้เป็นส่วนสำคัญในการพิจารณาความน่าเชื่อถือของบริษัทและการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัทสามารถใช้ Leverage Ratio เป็นปัจจัยในการพิจารณาได้ (Andrew Lepone and Brad Wong, 2009) ซึ่งหากหุ้นกุนั้นมีอัตราการผิดนัดชำระหนี้สูง แสดงว่ามีความเสี่ยงด้านเครดิต ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนก็จะสูงตามเพื่อมาชดเชยความเสี่ยงที่หุ้นกุนั้นมี จากการศึกษที่ผ่านมาพบว่า ในหลายประเทศได้ใช้ Leverage Ratio ของธนาคารและสถาบัน

การเงินเป็นหนึ่งในปัจจัยที่ใช้หาความสัมพันธ์ว่ามีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนอีกด้วย

ตารางที่ 1 แสดงตัวแปรและทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวังระหว่างปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ไทยกับส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชน

สัญลักษณ์	ตัวแปร	ทิศทางความสัมพันธ์ที่คาดหวัง	แหล่งอ้างอิง
R_{it}	อัตราผลตอบแทนดัชนีตราสารหนี้	+	งานวิจัยของ Collin-Dufresene, P., R. S. Goldstein และ J. S. Martin (2001) และ Jing-Zhi Huand และ Weipeng Kong (2003)
$\Delta Y_{3Y_{it}}$	อัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี	-	งานวิจัยของ Collin-Dufresene, P., R. S. Goldstein และ J. S. Martin (2001) และ Andrew Lepone และ Brad Wong (2009)
$\Delta Y_{10Y_{it}}$	อัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี	-	งานวิจัยของ Collin-Dufresene, P., R. S. Goldstein และ J. S. Martin (2001) และ Andrew Lepone และ Brad Wong (2009)
$\Delta Slope_{it}$	การเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี กับอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี	-	งานวิจัยของ Collin-Dufresene, P., R. S. Goldstein และ J. S. Martin (2001) และ Andrew Lepone และ Brad Wong (2009)
ΔCV_{it}	การเปลี่ยนแปลงความผันผวนดัชนีตราสารหนี้	+	งานวิจัยของ Collin-Dufresene, P., R. S. Goldstein และ J. S. Martin (2001)
ΔLEV_{it}	การเปลี่ยนแปลง Leverage Ratio ของธนาคารและสถาบันการเงิน	+	งานวิจัยของ Collin-Dufresene, P., R. S. Goldstein และ J. S. Martin (2001)

วิธีดำเนินการวิจัยและระเบียบวิจัย

การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อนำเสนอผลการวิจัยเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างในมุมมองต่างๆ ทำให้เกิดความเข้าใจภาพรวมของข้อมูลที่เก็บรวบรวมประกอบด้วย ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation) จากนั้น ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) เพื่อหาความสัมพันธ์ของตัวแปร ซึ่งประกอบด้วย ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) เพื่อบ่งชี้ความสัมพันธ์ของตัวแปรว่ามีความสัมพันธ์กันมากน้อยเพียงใด ในทิศทางเดียวกันหรือตรงกันข้าม จากนั้นทดสอบปัญหาทางสถิติ ซึ่งได้แก่ปัญหา Autocorrelation, Multicollinearity และ Heteroscedasticity และใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) สร้างแบบจำลองในการทำนายตัวแปรตาม และคำนวณโดยใช้โปรแกรม E-Views

โดยตัวแบบและสมการที่ใช้คำนวณมีดังนี้

$$\Delta CS_{it} = \alpha + \beta_1 R_{it} + \beta_2 \Delta Y3Y_{it} + \beta_3 \Delta Y10Y_{it} + \beta_4 \Delta Slope_{it} + \beta_5 \Delta CV_{it} + \beta_6 \Delta LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

ในการศึกษาวิจัยนี้จะทำการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณทั้งหมด 22 สมการ จะคำนวณผลแยกตามอันดับความน่าเชื่อถือ 4 อันดับคือ อันดับความน่าเชื่อถือ AAA, อันดับความน่าเชื่อถือ AA, อันดับความน่าเชื่อถือ A และ อันดับความน่าเชื่อถือ BBB ในแต่ละอันดับความน่าเชื่อถือจะแบ่งเป็นอันดับความน่าเชื่อถือที่ขึ้นอยู่กับอายุเฉลี่ยของตราสารหนี้โดยให้น้ำหนักตามมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินในแต่ละงวด (DU) กับอันดับความน่าเชื่อถือขึ้นอยู่กับระยะเวลาที่เหลืออยู่จนถึงวันครบกำหนดไถ่ถอนของตราสารหนี้ (TMM) โดยในแต่ละอันดับความน่าเชื่อถือจะแยกคำนวณตามช่วงอายุของตราสารหนี้ 3 ช่วง คือ อายุต่ำกว่า 3 ปี, อายุระหว่าง 3-5 ปี และอายุมากกว่า 5 ปี

ผลการวิจัย

จากการทดสอบปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ไทย ด้วยวิธีทดสอบสมการถดถอยพหุคูณ ซึ่งได้ทำการทดสอบปัญหาของกลุ่มข้อมูลตัวอย่างได้แก่ ปัญหา Multicollinearity ปัญหา Series Correlation และปัญหา Heteroskedasticity จากการทดสอบพบว่า กลุ่มข้อมูลตัวอย่าง ไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ (Multicollinearity) แต่มีปัญหา Series Correlation และปัญหา Heteroskedasticity จึงได้แก้ปัญหาโดยใช้วิธี HAC Newey-West ผลการศึกษาพบว่า

ที่อันดับความน่าเชื่อถือ AAA – BBB อายุน้อยกว่า 3 ปี ซึ่งขึ้นอยู่กับอายุเฉลี่ยของตราสารหนี้ โดยให้นำน้ำหนักตามมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินในแต่ละงวด และที่อันดับความน่าเชื่อถือ AAA - BBB อายุมากกว่า 3 ปีซึ่งขึ้นอยู่กับระยะเวลาที่เหลืออยู่จนถึงวันครบกำหนดไถ่ถอนของตราสารหนี้ พบว่า ปัจจัยการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี กับอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี และดัชนีตราสารหนี้มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ไทยในทิศทางที่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

ที่อันดับความน่าเชื่อถือ AAA – BBB อายุระหว่าง 3-5 ปี ซึ่งขึ้นอยู่กับอายุเฉลี่ยของตราสารหนี้โดยให้นำน้ำหนักตามมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินในแต่ละงวด และ ที่อันดับความน่าเชื่อถือ AAA – BBB อายุระหว่าง 3-5 ปีซึ่งขึ้นอยู่กับระยะเวลาที่เหลืออยู่จนถึงวันครบกำหนดไถ่ถอนของตราสารหนี้พบว่า ปัจจัยการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี และการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี กับอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี และดัชนีตราสารหนี้ มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ไทยในทิศทางที่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ในขณะที่ปัจจัยตัวอื่นพบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญเช่นกันแต่ไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้

ที่อันดับความน่าเชื่อถือ AAA - BBB อายุมากกว่า 5 ปี ซึ่งขึ้นอยู่กับอายุเฉลี่ยของตราสารหนี้ โดยให้นำน้ำหนักตามมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินในแต่ละงวด และ ที่อันดับความน่าเชื่อถือ AAA - BBB อายุมากกว่า 5 ปีซึ่งขึ้นอยู่กับระยะเวลาที่เหลืออยู่จนถึงวันครบกำหนดไถ่ถอนของตราสารหนี้พบว่า การเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี กับอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ไทยและสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้มากที่สุด รองลงมาคือ อัตราผลตอบแทนดัชนีตราสารหนี้ จะสรุปได้ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 2 แสดงผลทดสอบสมการถดถอยพหุคูณหาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่างๆ กับส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ไทย

Coefficient	DU	TTM	DU	TTM	DU	TTM	DU	TTM	
	AAA		AA		A		BBB		
$\Delta Y_{3Y_{it}}$	24.25	26.29**	7.31	3.00	9.38	9.38	-18.65	-3.25	
	(1.44)	(1.65)	(0.76)	(0.41)	(0.58)	(0.58)	(-0.37)	(-0.05)	
อายุ น้อย กว่า 3 ปี	$\Delta Y_{10Y_{it}}$	-82.97*	-73.83*	-27.93*	-23.85	-56.82*	-56.82*	145.20**	125.87
		(-2.75)	(-2.65)	(-1.75)	(-1.63)	(-2.60)	(-2.61)	(1.98)	(1.64)
$\Delta Slope_{it}$	-12.21*	-11.77*	1.39	1.81	-12.20*	-12.21*	20.82**	20.96**	
	(-4.02)	(-4.10)	(1.11)	(1.43)	(-6.77)	(-6.72)	(3.03)	(2.91)	
R_{it}	0.73*	0.81*	1.07*	1.06*	1.39*	1.39*	-0.16	-0.03**	
	(7.98)	(11.65)	(21.99)	(21.70)	(22.67)	(22.67)	(-0.87)	(-0.19)	
ΔCV_{it}	6.85	-1.29	0.31	0.13	-0.84	-0.84	-4.27	-0.26	
	(0.80)	(0.74)	(0.16)	(0.07)	(-0.48)	(-0.48)	(-0.66)	(-0.05)	
ΔLEV_{it}	-93.00**	-80.42**	-36.41**	-36.24**	-133.94**	-133.95**	53.51	27.35	
	(-3.27)	(-3.22)	(-2.57)	(-2.54)	(-4.56)	(-4.56)	(0.98)	(0.46)	
$\Delta Y_{3Y_{it}}$	15.65	14.65	-6.24	2.66	4.64	21.37	65.25	64.39	
	(0.55)	(0.55)	(-0.13)	(0.14)	(0.32)	(1.34)	(1.32)	(1.28)	
อายุ 3-5 ปี	$\Delta Y_{10Y_{it}}$	-104.76*	-103.76*	-51.74*	-55.92*	-27.52	-55.27*	72.36	105.59
		(-2.21)	(-2.21)	(-1.86)	(-1.94)	(-1.17)	(-2.10)	(0.82)	(1.22)
$\Delta Slope_{it}$	-12.49*	-12.96*	-6.91*	-8.01*	-6.05*	-14.25*	13.50	7.58	
	(-2.63)	(-2.63)	(3.00)	(-3.26)	(-3.47)	(-6.29)	(1.75)	(1.22)	
R_{it}	0.99*	1.99*	0.63*	0.66*	0.61*	0.62*	1.85*	1.17*	
	(6.55)	(6.55)	(9.27)	(8.63)	(8.93)	(7.71)	(10.25)	(6.16)	
ΔCV_{it}	8.41	9.41	0.41	-0.33	0.57	-0.39	-1.29	-0.41	
	(0.83)	(0.83)	(0.17)	(-0.14)	(0.23)	(-0.14)	(-0.25)	(-0.07)	
ΔLEV_{it}	-109.67**	-100.67**	-23.58	-58.33**	89.03*	-44.33	-214.84**	40.16	
	(-2.02)	(-2.02)	(0.96)	(-2.12)	(2.83)	(-1.26)	(-1.76)	(0.48)	
อายุ มาก กว่า 5 ปี	$\Delta Y_{3Y_{it}}$	121.34**	40.11	13.25	33.39**	35.81**	30.20**	n/a	n/a
		(2.75)	(1.07)	(0.95)	(2.17)	(2.57)	(2.22)		
$\Delta Y_{10Y_{it}}$	-94.53	-91.48	-18.29	-33.14	-45.31*	-27.52	n/a	n/a	
	(-1.36)	(-1.55)	(-0.74)	(-1.46)	(-2.16)	(-1.49)			
$\Delta Slope_{it}$	-27.83*	-29.47*	-5.09*	-5.92*	-9.32*	-8.28*	n/a	n/a	
	(-3.95)	(-4.76)	(-3.21)	(-3.55)	(-4.67)	(4.22)			
R_{it}	0.89*	0.51*	0.32*	0.35*	0.28**	0.31*	n/a	n/a	
	(5.31)	(3.43)	5.36	5.73	(-3.84)	(4.72)			
ΔCV_{it}	9.83	-2.41	-0.60	0.05	0.94	0.65	n/a	n/a	
	(0.81)	(-2.30)	(-0.24)	(0.02)	(0.38)	(0.75)			
ΔLEV_{it}	-69.63	-115.36**	45.12*	-31.14**	-66.35*	-24.42	n/a	n/a	
	(-1.58)	(-2.30)	(2.86)	(-1.72)	(-3.00)	(-1.38)			

* = มีความสัมพันธ์กันและสอดคล้องกับสมมติฐาน, ** = มีความสัมพันธ์กันแต่ไม่สอดคล้องกับสมมติฐาน, n/a = ไม่มีข้อมูล, DU = อันดับความน่าเชื่อถือขึ้นอยู่กับอายุเฉลี่ยของตราสารหนี้โดยให้น้ำหนักตามมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินในแต่ละงวด, TTM = อันดับความน่าเชื่อถือขึ้นอยู่กับระยะเวลาที่เหลืออยู่จนถึงวันครบกำหนดไถ่ถอนของตราสารหนี้, ค่า () คือ ค่า t-statistic

อภิปรายผล

ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ไทย ช่วงระหว่างปี พ.ศ.2558 ถึง พ.ศ. 2560 นั้น โดยสรุปพบว่า ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชน มี 3 ปัจจัย คือ การเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีกับอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี อัตราผลตอบแทนดัชนีตราสารหนี้และการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี

การเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีกับอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี นั้นคือค่าความชันของเส้น Yield Curve ซึ่งการเพิ่มขึ้นของความชันจะทำให้เส้น Yield Curve ปรับสูงขึ้น ความกว้างของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนจะลดลงในทางกลับกัน การลดลงของความชันจะทำให้เส้น Yield Curve ปรับลดความกว้างของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนจะเพิ่มขึ้นจากสมมติฐานที่ตั้งไว้ ความชันของผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลสามารถบ่งบอกถึงสถานะเศรษฐกิจได้ โดยเฉพาะแบบลาดลง (Inverted Yield Curve or Downward Sloping Yield Curve) ซึ่งมีลักษณะเป็นเส้นกราฟลาดลงจากซ้ายไปขวา พันธบัตรที่มีอายุคงเหลือยาวจะมีอัตราผลตอบแทนต่ำกว่าพันธบัตรที่มีอายุสั้น ซึ่ง Yield curve ลักษณะนี้จะพบเมื่อตลาดคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยในตลาดมีแนวโน้มลดลงดังนั้นหากความชันของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลลดลง ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนก็จะเพิ่มสูงขึ้นและยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ ของ Andrew Lepone และ Brad Wong (2009) ที่ได้ศึกษาเรื่อง Determinants of Credit Spread Change : Evidence from the Australian Bond Market ในงานวิจัยของ Andrew Lepone และ Brad Wong (2009) ปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลและหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ออสเตรเลีย ซึ่งปัจจัยการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี กับอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี นั้นมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลในประเทศออสเตรเลีย และจากงานวิจัยของ Andrew Lepone และ Brad Wong (2009) บอกถึงการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตร

รัฐบาลอายุ 10 ปี กับอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี สามารถบ่งบอกได้ถึงสถานะเศรษฐกิจ หากค่าความชันมีแนวโน้มลดลง จะหมายถึงแนวโน้มคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยในตลาดจะลดต่ำลง ราคาตราสารหนี้ก็จะเพิ่มสูงขึ้น เป็นผลดีต่อนักลงทุนที่ถือครองตราสารหนี้ไว้อยู่แล้ว แต่เป็นผลเสียต่อนักลงทุนที่เริ่มเข้ามาลงทุนในตราสารหนี้เนื่องจากจะได้รับผลตอบแทนที่ต่ำลง

ปัจจัยต่อมาคือ อัตราผลตอบแทนดัชนีตราสารหนี้ ตราสารหนี้เป็นเครื่องมือมูลค่าตลาดตราสารหนี้ โดยเปรียบเทียบกับมูลค่าตลาดตราสารหนี้ ณ. วันฐาน สามารถใช้ดัชนีเป็นเครื่องมือในการติดตามภาวะความเคลื่อนไหวของตลาดตราสารหนี้ โดยดัชนีจะเป็นตัวชี้การเคลื่อนไหวของราคาและดอกเบี้ยที่จะได้รับ เพราะราคาของตราสารหนี้จะเป็นตัวสะท้อนภาวะอัตราดอกเบี้ยในตลาด ดังนั้น หากอัตราดอกเบี้ยมีการปรับตัวลดลง ราคาของตราสารหนี้ก็จะเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งจะทำให้ดัชนีปรับตัวสูงขึ้นเช่นกันนอกจากนี้แล้วยังสามารถใช้เป็นส่วนประกอบหนึ่งในการเลือกกองทุนที่จะเข้าไปลงทุน โดยการเปรียบเทียบผลตอบแทนจากกองทุน กับผลตอบแทนที่คำนวณได้จากค่าดัชนี ซึ่งต้องพิจารณาควบคู่ไปกับวัตถุประสงค์การลงทุน และความเสี่ยงที่อาจแตกต่างกันในแต่ละกองทุน ด้วยดัชนีตราสารหนี้จะแบ่งตามประเภทของตราสารหนี้ อีกทั้งผลการวิจัยยังสอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ซึ่งอ้างอิงสมมติฐานจากงานวิจัยของ Collin-Dufresene, P., R. S. Goldstein และ J. S. Martin (2001), Jing-Zhi Huand และ Weipeng Kong (2003) Andrew Lepone และ Brad Wong (2009) ว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดสามารถบ่งบอกถึงสภาพของธุรกิจ และความคาดหวังต่ออัตราเรียกคืนสินทรัพย์จากการเกิดการผลิตชำระหนี้ได้ นั่นคือ อัตราผลตอบแทนดัชนีตราสารหนี้สามารถใช้เป็นตัวแทนในการแสดงความสามารถของตลาด เมื่ออัตราผลตอบแทนดัชนีตราสารหนี้เพิ่มขึ้น แต่อัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลเท่าเดิม แสดงถึงความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นกู้เอกชนเพิ่มขึ้น ส่วนชดเชยความเสี่ยงต้องมากขึ้น หมายถึง ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนต้องเพิ่มขึ้น

สุดท้ายคือ ปัจจัยการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เป็นตราสารที่รัฐบาลโดยกระทรวงการคลังเป็นผู้ออก ซึ่งสัญญาว่าจะจ่ายดอกเบี้ยพร้อมเงินต้นให้แก่ผู้ถือเมื่อครบกำหนดหรือจ่ายดอกเบี้ยเป็นงวดๆแล้วแต่จะตกลงกัน รัฐบาลจะออกพันธบัตรรัฐบาลเพื่อกู้ยืมเงินจากประชาชนและ ผู้ซื้อพันธบัตรจะมีฐานะเป็นเจ้าของหนี้รัฐบาลตามกฎหมาย มีความเสี่ยงในการผิดชำระหนี้้น้อยมากดังนั้นพันธบัตรรัฐบาลจึงเปรียบเสมือนสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงจากสมมติฐานการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีเป็นตัวแทนของ Spot Rate โดยที่ Spot Rate นั้นเป็นตัวแปรพื้นฐานในโครงการการผลิตชำระหนี้ ส่วนชดเชยความเสี่ยง (Spreads) และอัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง (The risk free rate) มีความสัมพันธ์กันในเชิงลบ การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง จะนำไปสู่การลดความน่าจะเป็นในการผิดชำระหนี้ของบริษัทได้ ดังนั้น เมื่อการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ

10 ปีเพิ่มขึ้น ความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัทจะลดลง ส่วนชดเชยความเสี่ยงหรือส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลและหุ้นกู้ภาคเอกชนก็จะลดลงไปด้วยอีกทั้งผลการวิจัยนี้ยังสอดคล้องกับการวิจัยของ Andrew Lepone และ Brad Wong ซึ่งได้ข้อสรุปว่าการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เป็นปัจจัยที่มีความสำคัญที่สุดในการเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนในตลาดตราสารหนี้ออสเตรเลีย

ข้อเสนอแนะการนำไปใช้

การลงทุนในหุ้นกู้ นั้น สิ่งที่น่าสนใจลงทุนควรพิจารณาเพื่อดูความเหมาะสมของผลตอบแทนที่จะได้รับ นอกจากอายุคงเหลือของหุ้นกู้และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่อายุคงเหลือเท่ากันแล้ว ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้ภาคเอกชนกับพันธบัตรรัฐบาลก็เป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างหนึ่งที่ต้องพิจารณาเพื่อหาความเหมาะสมของผลตอบแทนและความเสี่ยงที่นักลงทุนจะได้รับ ซึ่งงานวิจัยนี้ศึกษาในรายละเอียดของปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนได้ข้อสรุปว่า ปัจจัยที่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชน มี 3 ปัจจัย คือ การเปลี่ยนแปลงของส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีกับอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 3 ปี หรือก็คือความชันของเส้น Yield Curve อัตราผลตอบแทนดัชนีตราสารหนี้ และการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ดังนั้นนอกจากจะพิจารณาการลงทุนในตราสารหนี้จากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนแล้วสามารถใช้ปัจจัยทั้ง 3 ปัจจัยนี้เป็นตัวพิจารณาเพิ่มขึ้นได้ ยกตัวอย่างเช่น หากความชันของเส้น Yield Curve ระหว่างพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีกับ 3 ปี ลดลง ความกว้างของส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนจะเพิ่มขึ้น อัตราผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนในหุ้นกู้จะมากขึ้น ในขณะที่ราคาของหุ้นกู่ลดลง เป็นผลดีต่อผู้ที่สนใจจะเริ่มลงทุนในหุ้นกู้

อัตราผลตอบแทนดัชนีตราสารหนี้ เมื่ออัตราผลตอบแทนดัชนีตราสารหนี้เพิ่มขึ้น แต่อัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลเท่าเดิม แสดงถึงความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นกู้เอกชนก็ต้องเพิ่มขึ้น ส่วนชดเชยความเสี่ยงจึงต้องมากขึ้นกว่าเดิม นั่นคือส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยระหว่างพันธบัตรรัฐบาลกับหุ้นกู้ภาคเอกชนเพิ่มขึ้น ดังนั้นผู้ลงทุนจะต้องได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นกู่มากขึ้นเพื่อมาชดเชยความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนได้รับมากขึ้น

สุดท้ายคือ การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีซึ่งก็คือ เส้น Yield Curve ใช้สะท้อนอัตราผลตอบแทนของการลงทุนที่ปราศจากความเสี่ยงด้านเครดิตในระยะเวลาต่าง ๆ การเพิ่มขึ้นของอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง จะนำไปสู่การลดความน่าจะเป็นในการผิดนัดชำระหนี้ของบริษัทได้ โดยเส้น Yield Curve จะปรับเพิ่มขึ้นหรือลดลงได้ในแต่

ละวันขึ้นกับปัจจัยทางเศรษฐกิจต่างๆ ดังนั้นนักลงทุนจึงสามารถนำอัตราкупอง (หากซื้อในตลาดแรก) หรืออัตราผลตอบแทน (หากซื้อในตลาดรอง) ของตราสารหนี้ที่สนใจลงทุนไปเทียบเคียงกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนจากพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี เพื่อดูว่าอัตราผลตอบแทนหรือส่วนชดเชยความเสี่ยงที่ได้รับจากตราสารหนี้ นั้นเหมาะสมหรือคุ้มค่าที่จะลงทุนหรือไม่

ดังนั้นผู้ที่สนใจลงทุนไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนรายย่อยหรือนักลงทุนสถาบันก็สามารถนำผลจากการวิจัยในครั้งนี้ไปประยุกต์ใช้เพื่อพิจารณาการลงทุนในตราสารหนี้ได้อีกทางหนึ่ง

ข้อเสนอแนะเชิงวิชาการ

สำหรับการศึกษารั้งต่อไปควรเพิ่มตัวแปรของปัจจัยจากความเสี่ยงด้านการเปลี่ยนแปลงของอัตราดอกเบี้ยและความเสี่ยงด้านสภาพคล่องของตราสารหนี้และปัจจัยจากความเสี่ยงด้านเครดิตเพิ่มเติม อันได้แก่ ดัชนีพันธบัตรรัฐบาล ดัชนีหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับนำลงทุน อัตราการผิดนัดชำระหนี้ เป็นต้น ซึ่งในขณะที่นักศึกษาได้ศึกษาวิจัยในเรื่องนี้ ข้อมูลดังกล่าวยังไม่สามารถหาได้มากเพียงพอต่อการศึกษาวิจัย

เอกสารอ้างอิง

- ชรา พรหมโสภา. (2555). **ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนตราสารหนี้ภาคเอกชน**. ปริญญา นิพนธ์ บธ.ม. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยรามคำแหง.
- ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2556). **การลงทุนในตราสารหนี้**. (พิมพ์ครั้งที่ 3). กรุงเทพฯ: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- สมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย. (2561). **Credit Spread ผู้ช่วยของ Yield curve**. [ออนไลน์]. เข้าถึงได้จาก: <http://www.thaibma.or.th/EN/Investors/Investors/Individual/Blog/2018/16032018.aspx> สืบค้นเมื่อ 21 เมษายน 2561.
- Andrew Leone and Brad Wong. (2009). Determinants of Credit Spread Change: Evidence from the Australian Bond Market. **The Australasian Accounting Business & Finance Journal**, 3(2), 26-35.
- Collin-Dufresene, P., R. S. Goldstein and J. S. Martin. (2001). The Determinants of Credit Spread Changes. **Journal of Finance**, 56(6), 2177-2206.
- John C. Hull. (2015). **Risk Management and Financial Institutions**, 4th Edition. Wiley Finance Series,

Jing-Zhi Huand and Weipeng Kong. (2003). Explaining Credit Spread

Changes: New Evidence From Option-adjusted Bond Indexes. **Journal of Derivatives**, Fall 2003, 30-44.

Rangarajan Sundaram and SanjivDas. (2010). **Derivative Principles and Practice**, 1st Edition. ISBN-13: 978-0072949315, Graw-Hill Professional Publishing,

Lampang Rajabhat University Journal