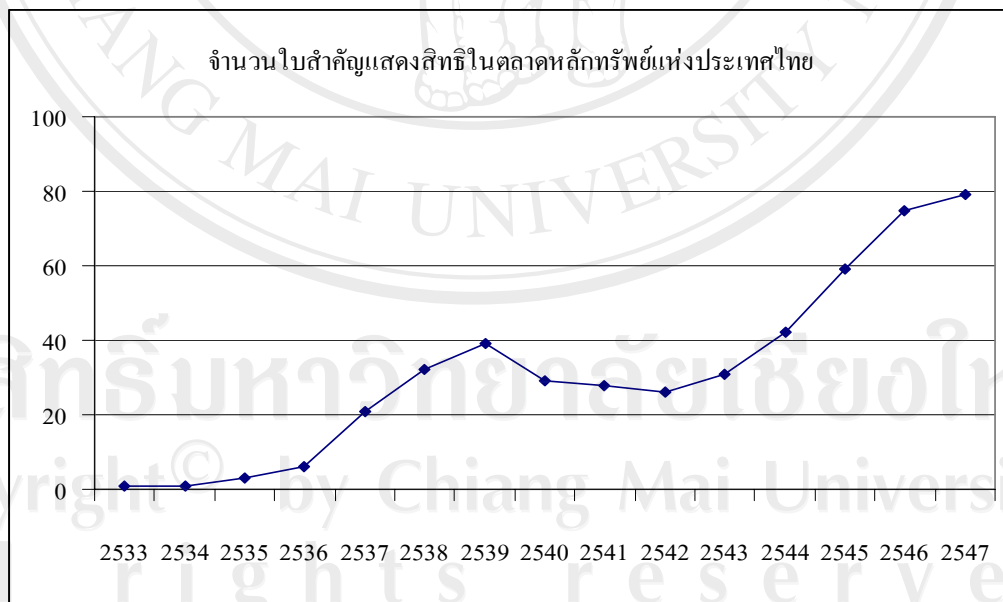


บทที่ 1

บทนำ

1.1 หลักการและเหตุผล

ในอดีตตั้งแต่ปี พ.ศ. 2518 เริ่มมีการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นครั้งแรกขึ้น ธุรกรรมทางการเงินที่มีการซื้อ-ขายกันก็มีเพียงหุ้นสามัญเท่านั้น ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้พิจารณาแล้วว่าควรจะมีการพัฒนาตราสารทางการเงินใหม่ๆ เพื่อรองรับความต้องการในการลงทุนจากนักลงทุน ธุรกรรมทางการเงินที่ตลาดหลักทรัพย์ได้ทำการพัฒนาขึ้นมานั้น ได้แก่ ตราสารทางการเงินประเภทอนุพันธ์ เช่น ใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrant) ซึ่งปัจจุบันมีการซื้อ-ขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และกำลังเป็นที่นิยมนักลงทุนเป็นอย่างมากโดยที่จำนวนใบสำคัญแสดงสิทธิมีปริมาณการซื้อ-ขายเพิ่มมากขึ้นในปัจจุบัน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2547) ประโยชน์ที่จะได้รับจากการลงทุนในใบสำคัญแสดงสิทธิคือ นักลงทุนสามารถได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าการซื้อหุ้น ในขณะที่เมื่อหุ้นราคาตกลง ความเสียหายของนักลงทุนจะจำกัดอยู่ที่ราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิ



ภาพที่ 1-1 แสดงการเพิ่มขึ้นของจำนวนใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่าง พ.ศ. 2533-2547

ใบสำคัญแสดงสิทธิคือ สิทธิในการซื้อหุ้นในอนาคตข้างหน้าในราคาที่กำหนด เช่น ใบสำคัญแสดงสิทธิ A (A-W) กำหนดราคาในการจองซื้อหุ้น A ที่ราคา 120 บาท โดยกำหนดการใช้สิทธิ ในวันที่ 31 มีนาคม 2547 เมื่อถึงวันที่ 31 มีนาคม นักลงทุนที่ถือ A-W สามารถใช้สิทธิในการซื้อหุ้น A ที่ราคา 120 บาท ไม่ว่าหุ้น A ในขณะนั้นจะมีราคาเท่าใดก็ตาม ถ้าหุ้น A มีราคา 130 บาท นักลงทุนจะได้กำไร เพราะสามารถซื้อหุ้นได้ที่ราคา 120 บาท จากการใช้สิทธิใบสำคัญแสดงสิทธิ และนำมาขายในตลาดที่ราคา 130 บาท แต่ถ้าราคาหุ้นในตลาด ณ วันนั้น อยู่ที่ 110 บาท นักลงทุนอาจเลือกไม่ใช้สิทธิในการซื้อหุ้น A ราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิ มีปัจจัยหลายประการที่มีผลต่อราคา แต่ปัจจัยที่สำคัญ ที่นักลงทุนควรเข้าใจประกอบด้วย มูลค่าของใบสำคัญแสดงสิทธิ และระยะเวลาในการใช้สิทธิ (แมลงเม่า นามแฝง, 2546)

มูลค่าของใบสำคัญแสดงสิทธิหมายถึง ราคาหุ้นลบกับราคาใช้สิทธิ เช่น หุ้น A ณ ปัจจุบันมีราคาอยู่ที่ 120 บาท และใบสำคัญแสดงสิทธิของหุ้น A มีราคาใช้สิทธิในการซื้อหุ้น A อยู่ที่ 100 บาท ดังนั้น มูลค่าของใบสำคัญแสดงสิทธิ คือ 20 บาท (120 - 100) นั่นคือ ถ้านักลงทุนคิดว่า ราคาของหุ้นหลังวันใช้สิทธิจะอยู่ที่ 120 บาท นักลงทุนจะยอมจ่ายเงินสูงสุดในการซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิไม่เกิน 20 บาท เพราะถ้านักลงทุนสามารถซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิได้ที่ราคา 15 บาท จะทำให้นักลงทุนได้กำไร 5 บาท กำไรจากการใช้สิทธิ 20 บาท หักออกจากราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิที่ซื้อมาในราคา 15 บาท

สำหรับระยะเวลาในการใช้สิทธิ เมื่อระยะเวลาในการใช้สิทธิเข้ามาใกล้วันหมดอายุ ราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิจะผันผวนน้อยลง เนื่องจากโอกาสที่ราคาของหุ้นจะเปลี่ยนแปลงไปจากราคาปัจจุบันเป็นไปได้น้อย ความน่าสนใจในการลงทุนในใบสำคัญแสดงสิทธิตัวนั้นจึงน้อยลง เพราะโอกาสในการทำกำไร เมื่อมีการใช้สิทธิ เป็นไปได้ยาก

ด้วยเหตุนี้ การประเมินราคาจึงมีความสำคัญต่อนักลงทุนในแง่ที่ทำให้ให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจก่อนที่จะทำการลงทุน เนื่องจากเป้าหมายในการลงทุนของนักลงทุนคือ การได้รับผลตอบแทนมากที่สุดโดยที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุด ก่อนที่นักลงทุนจะทำการลงทุนใดๆ ควรต้องมีความรู้ความเข้าใจในสิ่งที่จะลงทุน ดังนั้นการประเมินราคาจึงเป็นสิ่งจำเป็นที่นักลงทุนจะต้องทำก่อนการที่จะทำการตัดสินใจที่ลงทุน

เนื่องจากใบสำคัญแสดงสิทธิเป็นอปชันประเภทสิทธิในการซื้อ (Call Option) ซึ่งวิธีที่จะสามารถทำการประเมินราคาใบสำคัญสิทธิมีอยู่หลายทฤษฎี แต่ทฤษฎีที่ได้รับความนิยม และเป็นที่ยอมรับกันอย่างกว้างขวาง (Noble Prize, 1997: Online) ในการนำมาใช้ประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิได้แก่ ทฤษฎีแบบจำลอง Black-Scholes ซึ่งปัจจัยที่มีผลต่อราคาใบสำคัญแสดงสิทธิได้แก่ ราคาหุ้นสามัญ วันหมดอายุของใบสำคัญแสดงสิทธิ ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของ

สินทรัพย์ภายใต้สัญญา (Volatility) และอัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง อย่างไรก็ตาม ปัจจัยที่สำคัญที่สุดที่มีผลต่อการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ คือ ค่าความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ภายใต้สัญญา เนื่องจากทฤษฎีแบบจำลอง Black-Scholes ได้กำหนดไว้ว่าให้ค่าความผันผวนที่ต้องการจะต้องเป็นค่าความผันผวนสำหรับในอนาคตที่จะเกิดขึ้นในช่วงอายุของใบสำคัญแสดงสิทธิ ดังนั้นการหาค่าของความผันผวนจึงสามารถหาได้ 2 วิธี วิธีที่หนึ่งคือ การหาค่าความผันผวนที่เกิดขึ้นในอดีต (Historical Volatility) สามารถหาได้จากราคาปิดของหุ้นสามัญในช่วงระยะเวลาหนึ่งในอดีต ส่วนวิธีที่สองคือ การหาค่าความผันผวนจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ (Implied Volatility) สามารถหาได้โดยการนำเอาราคาปิดของใบสำคัญแสดงสิทธิในวันก่อนหน้ามาแทนค่าในสูตรของแบบจำลอง Black-Scholes เพื่อให้ได้ค่าความผันผวนจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ การประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิตามทฤษฎีแบบจำลอง Black-Scholes สามารถหาได้โดยใช้วิธีใดวิธีหนึ่งจาก 2 วิธีดังกล่าวข้างต้น

ปัญหาที่พบจากการหาค่าความผันผวนโดยใช้วิธี การหาค่าความผันผวนที่เกิดขึ้นในอดีต ก็คือ ระยะเวลาในอดีตที่จะนำมาคำนวณหาค่าความผันผวน ไม่สามารถระบุได้แน่นอนว่า จะต้องใช้ข้อมูลเป็นระยะเวลาที่วัน เพื่อให้ได้ค่าความผันผวนที่สะท้อนถึงความผันผวนในอนาคตได้อย่างแม่นยำที่สุด และการใช้ข้อมูลในอดีตมาคำนวณหาค่าความผันผวนในอนาคต เป็นการบ่งบอกว่าเหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคตสะท้อนมาจากข้อมูลในอดีต ซึ่งในความเป็นจริงแล้ว ค่าความผันผวนที่เกิดขึ้นในอนาคตไม่จำเป็นต้องเป็นไปตามข้อมูลในอดีตเสมอไป

จากปัญหาที่เกิดขึ้นข้างต้นทำให้ ผู้ศึกษาสนใจที่จะทำการทดสอบว่าการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิโดยใช้แบบจำลอง Black-Scholes เพื่อหาค่าความผันผวนของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ภายใต้สัญญาวิธีใดจะให้ค่าที่แม่นยำกว่ากัน ในการทดสอบนี้ ผู้ศึกษาจะทำการหาค่าความผันผวนจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ เพื่อให้ได้ค่าความผันผวนที่เป็นปัจจุบันที่สุดที่จะใช้เพื่อสะท้อนความผันผวนในอนาคตตามทฤษฎีแบบจำลอง Black-Scholes แล้วนำไปเปรียบเทียบกับค่าที่ได้จากการหาค่าความผันผวนที่เกิดขึ้นในอดีตเพื่อทำการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ และทำการศึกษาว่าราคาใบสำคัญแสดงสิทธิที่หาได้โดยวิธีใด จะให้ค่าที่ใกล้เคียงมากที่สุดเมื่อนำไปเปรียบเทียบกับราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ เพื่อให้ได้ประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนในใบสำคัญแสดงสิทธิ

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาวิธีการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้ทฤษฎีแบบจำลอง Black-Scholes โดยใช้วิธีการหาค่าความผันผวน 2 วิธี ได้แก่ ค่าความผันผวน

ที่คำนวณจากราคาปิดรายวันของหุ้นย้อนหลังในอดีต กับค่าความผันผวนที่คำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งจะนำราคาที่คำนวณได้ตามทฤษฎี ไปเปรียบเทียบกับราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ

1.3 ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา

1. เพื่อทราบวิธีการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยใช้ทฤษฎีแบบจำลอง Black-Scholes โดยใช้วิธีการหาค่าความผันผวน 2 วิธี ได้แก่ ค่าความผันผวนที่คำนวณจากราคาปิดรายวันของหุ้นย้อนหลังในอดีต กับค่าความผันผวนที่คำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งจะนำราคาที่คำนวณได้ตามทฤษฎี ไปเปรียบเทียบกับราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ
2. เพื่อเป็นข้อมูลให้แก่นักลงทุนสำหรับนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนในใบสำคัญแสดงสิทธิ

1.4 นิยามศัพท์

ใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrant) คือ สิทธิในการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ โดยผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิมีสิทธิที่จะเลือกแปลงสภาพ หรือไม่แปลงสภาพ เมื่อถึงกำหนดเวลา และผู้ถือสิทธิสามารถขายสิทธิในตลาดซื้อ-ขายใบแสดงสิทธิได้ เฉพาะใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีการซื้อ-ขายในช่วงปี 2549

ราคาใช้สิทธิ (Exercise Price) คือ ราคาที่ผู้แปลงสภาพใบสำคัญแสดงสิทธิจะต้องจ่ายเพื่อให้ได้มาซึ่ง 1 หุ้นสามัญ

วันหมดอายุ (Expired Date) คือ วันสุดท้ายในการใช้สิทธิของใบสำคัญแสดงสิทธิ

อัตราส่วนแปลงสภาพ (Conversion Ratio) คือ จำนวนหุ้นสามัญที่จะได้รับหลังจากใช้สิทธิแปลงสภาพใบสำคัญแสดงสิทธิ 1 ใบ เช่น อัตราส่วน 1:1.22 ถ้าแปลงใบสำคัญแสดงสิทธิจำนวน 10 ใบ จะต้องได้หุ้นสามัญ 12 หุ้น

หุ้นสามัญ (Common Stock) เป็นตราสารประเภทหุ้นทุน ซึ่งออกโดยบริษัทมหาชนจำกัดที่ต้องการระดมเงินทุนจากประชาชน เพื่อให้ประชาชนได้เข้าไปมีส่วนร่วมในธุรกิจนั้นๆ โดยตรงหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ ประชาชนมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการ มีสิทธิในการลงคะแนนเสียง ร่วมตัดสินใจในปัญหาสำคัญในที่ประชุมผู้ถือหุ้น เช่น การเพิ่มทุน การจ่ายเงินปันผล การควบรวมกิจการ ประชาชนจะมีสิทธิออกเสียง ตามสัดส่วนของหุ้นที่ประชาชนถืออยู่

พรีเมียม (All in Premium) แสดงถึงความยากในการใช้สิทธิเมื่อเปรียบเทียบ ราคาหลักทรัพย์อ้างอิง ราคาแปลงสภาพและราคาใบสำคัญแสดงสิทธิโดยถ้าค่า % พรีเมียมสูงก็แสดงถึงความยากในการใช้สิทธิ

เกียร์ริง (Gearing Ratio) อัตราส่วนของมูลค่าหลักทรัพย์อ้างอิงกับใบสำคัญแสดงสิทธิ โดยแสดงให้เห็นถึงความแรงของใบสำคัญแสดงสิทธิ โดยถ้า Gearing สูงจะแสดงให้เห็นถึงการที่ราคาใบสำคัญแสดงสิทธิจะขึ้นสูง ตามราคาของหลักทรัพย์อ้างอิง

มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) คือ มูลค่าโดยรวมของหุ้นสามัญของบริษัท ที่คำนวณโดยใช้ราคาตลาดของหุ้นนั้นคูณกับจำนวนหุ้นสามัญจดทะเบียนทั้งหมดของบริษัท

ผลกระทบต่อผู้ถือหุ้น (Dilution Effect) คือ การที่หุ้นสามัญมีมูลค่าต่อหุ้นลดลง เนื่องจากจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้น