

บทที่ 1

บทนำ

1.1 หลักการและเหตุผล

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้พัฒนาตราสารทางการเงินขึ้นมาหลากหลายตราสาร เพื่อรองรับความต้องการในการลงทุนจากนักลงทุน ใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้นสามัญ (Stock Warrant) เป็นตราสารทางการเงินประเภทอนุพันธ์ชนิดหนึ่งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเริ่มทำการซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2537 มีทั้งหมด 21 ตราสาร สิทธิและมีมูลค่าการซื้อขาย 52,104.87 ล้านบาท จนกระทั่งปัจจุบันมีการออกใบสำคัญแสดงสิทธิ มาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มากถึง 85 ตราสารสิทธิ และมีมูลค่าการซื้อขายถึง 207,117.33 ล้านบาทในปี พ.ศ. 2548 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549: ออนไลน์) แสดงถึงความนิยมของนักลงทุนจำนวนมากที่สนใจในการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้นสามัญ (Stock Warrant) เป็นหลักทรัพย์ที่บริษัทเป็นผู้ออก เพื่อให้สิทธิแก่ผู้ถือที่จะจองซื้อหุ้นสามัญจากบริษัทได้ในจำนวน ราคา และภายในระยะเวลาที่กำหนดไว้ ทั้งนี้บริษัทที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้นสามัญ จะต้องเป็นบริษัทแม่ของหุ้นสามัญที่ ใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้นสามัญ อ้างอิงถึง และการใช้สิทธิของผู้ถือ ใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้นสามัญ จะทำให้บริษัทต้องจดทะเบียนหุ้นเพิ่มทุน ส่งผลให้จำนวนหุ้นสามัญในตลาดมีจำนวนมาก ขึ้น บริษัทมักนำใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้นสามัญ เข้าจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดย ตลาดหลักทรัพย์ กำหนดเงื่อนไขว่า ใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้นสามัญ ที่จะจดทะเบียนซื้อขายต้องมี อายุไม่น้อยกว่าหนึ่งปี แต่ไม่เกินสิบปี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549: ออนไลน์)

ใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้นสามัญมีความสำคัญทั้งต่อบริษัทผู้ออก และนักลงทุน บริษัทผู้ ออก ใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้นสามัญ จะได้ประโยชน์โดยที่ ใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้นสามัญ เป็นช่องทางหนึ่งในการระดมทุน ซึ่งจะไม่ทำให้จำนวนหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้นในทันทีจนกว่าจะถึง กำหนดให้ใช้สิทธิในการจองซื้อหุ้น เป็นการทำให้มูลค่าทรัพย์สินสุทธิต่อหุ้นสามัญสูงขึ้น เพราะ เป็นการเพิ่มเงินทุนแต่จำนวนหุ้นสามัญไม่เพิ่ม สำหรับนักลงทุนจะได้ประโยชน์จาก ใบสำคัญแสดง สิทธิในหุ้นสามัญ ในแง่ที่เป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการลงทุนและนักลงทุนอาจได้ประโยชน์จาก อัตราเปลี่ยนแปลงราคาที่สูงกว่าหุ้นสามัญ แต่เมื่อหุ้นราคาลดลงความเสียหายของนักลงทุนจะจำกัด อยู่ที่ราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิ

เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิมีอัตราการขึ้นลงที่สูงกว่าราคาหุ้นสามัญที่อ้างอิง ในการลงทุนในใบสำคัญแสดงสิทธินี้ นักลงทุนจึงต้องหาจังหวะเวลาที่เหมาะสมในการเข้าไปซื้อหรือขายใบสำคัญแสดงสิทธิ โดยการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิเปรียบเทียบกับราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เพื่อการตัดสินใจ เพราะเป้าหมายของนักลงทุนนั้นคือ ต้องการได้ผลตอบแทนมากที่สุด โดยที่มีความเสี่ยงต่ำที่สุด

ใบสำคัญแสดงสิทธิจัดเป็น Option ประเภทสิทธิในการซื้อ (Call Option) ซึ่งวิธีที่จะสามารถทำการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิมีอยู่หลายทฤษฎี แต่ทฤษฎีที่ได้รับความนิยมในการนำมาประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิคือ ทฤษฎีของ Black-Scholes Model เนื่องจากความเรียบง่ายของแบบจำลอง แบบจำลองมีลักษณะเวลาแบบต่อเนื่อง (Continuous Time Model) ซึ่งเหมาะกับ Option ที่อ้างอิงจากราคาหุ้นสามัญอย่างใบสำคัญแสดงสิทธิ และสามารถให้คำตอบได้ในเวลาอันรวดเร็ว นักลงทุนสามารถทำความเข้าใจและนำไปใช้ในการประเมินด้วยตนเองได้(สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548: 71)

ปัญหาที่พบในการนำทฤษฎีของ Black-Scholes Model มาประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิคือ แม้ว่าใบสำคัญแสดงสิทธิจะเป็น Call Option ประเภทหนึ่ง แต่มีข้อที่แตกต่างจาก Call Option โดยทั่วไป เนื่องจากบริษัทที่เป็นเจ้าของหลักทรัพย์เป็นผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิ เมื่อมีการใช้สิทธิจะทำให้จำนวนหุ้นสามัญของบริษัทนั้นเพิ่มขึ้นมีผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัท (Dilution Effect) และถ้าบริษัทมีการจ่ายเงินปันผล (Dividends) ก็จะมีผลกระทบต่อราคาหุ้นสามัญของบริษัทนั้น ทำให้ราคาหุ้นลดลง ซึ่งก็มีผลให้ราคาใบสำคัญแสดงสิทธิลดลงด้วย(โชติชัย สุวรรณภรณ์, 2537: 20 - 27) ดังนั้นในการใช้แบบจำลอง Black-Scholes จึงต้องมีการปรับปรุงแบบจำลองให้มีความเหมาะสมในการหาค่าของใบสำคัญแสดงสิทธิ เช่น ปรับปรุงสำหรับผลกระทบจากการที่มีจำนวนหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น(Dilution Effect) หรือ Dilution Black-Scholes model และการปรับปรุงผลกระทบจากการจ่ายเงินปันผล ร่วมกับ Dilution Effect หรือ Modified Black-Scholes model

ผู้ศึกษาจึงสนใจที่จะศึกษาการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิโดยใช้ทฤษฎี Black-Scholes Model แบบ Original Black-Scholes Model, Dilution Black-Scholes Model และ Modified Black-Scholes Model เปรียบเทียบกับราคาใบสำคัญแสดงสิทธิที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อหาแบบจำลองที่เหมาะสมในการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ โดยจะทำการศึกษาใบสำคัญแสดงสิทธิ ในกลุ่ม SET100

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในหุ้นสามัญกลุ่ม SET 100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเปรียบเทียบกับราคาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แบบจำลอง Original Black-Scholes แบบจำลอง Dilution Black-Scholes และ แบบจำลอง Modified Black-Scholes

1.3 ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา

1. ทำให้ทราบมูลค่าของใบสำคัญแสดงสิทธิที่อ้างอิงจากราคาหุ้นสามัญในกลุ่ม SET 100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้จากการคำนวณโดยใช้แบบจำลอง Original Black-Scholes แบบจำลอง Dilution Black-Scholes และ แบบจำลอง Modified Black-Scholes เปรียบเทียบกับราคาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อให้ให้นักลงทุนมีความรู้ ความเข้าใจในการเลือกใช้แบบจำลอง Black-Scholes Model ที่เหมาะสม ในการประเมินราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิ ที่อ้างอิงจากราคาหุ้นสามัญในกลุ่ม SET 100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. สามารถนำข้อมูลไปใช้เป็นประโยชน์แก่นักลงทุนในการประเมินมูลค่าใบสำคัญแสดงสิทธิที่อ้างอิงจากราคาหุ้นสามัญในกลุ่ม SET 100 ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในอนาคตต่อไป

1.4 นิยามศัพท์

ใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrant) คือ สิทธิในการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ โดยผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิมีสิทธิที่จะเลือกแปลงสภาพ หรือไม่แปลงสภาพเมื่อถึงกำหนดเวลา โดยผู้ถือสิทธิสามารถขายสิทธิในตลาดซื้อขายใบสำคัญแสดงสิทธิ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549: ออนไลน์)

Original Black – Scholes Model คือ แบบจำลอง Black – Scholes ที่คำนวณราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในกรณีที่หุ้นสามัญไม่มีการจ่ายเงินปันผลและไม่มีผลกระทบจากการที่มีจำนวนหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น (Dilution Effect)(F. Black and M. Scholes, 1973: 637)

Dilution Black – Scholes Model คือ แบบจำลอง Black – Scholes ที่คำนวณราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในกรณีที่หุ้นสามัญไม่มีการจ่ายเงินปันผล แต่มีผลกระทบจากการที่มีจำนวนหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น (Dilution Effect) (เกษม พันธุ์รัตนมาลาและวิยดา ประทุมสุวรรณ, 2537: 7)

Modified Black – Scholes Model คือ แบบจำลอง Black – Scholes ที่คำนวณราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในกรณีที่หุ้นสามัญมีการจ่ายเงินปันผล (Dividend) และมีผลกระทบจากการที่มีจำนวนหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น (Dilution Effect) (เกษม พันธุ์รัตนมาลาและวิยดา ประทุมสุวรรณ, 2537: 12)

SET100 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ หลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติดังนี้ (1) มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดเฉลี่ยต่อวันย้อนหลัง 12 เดือนสูงสุด 200 อันดับแรก (2) เป็นหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่น้อยกว่า 6 เดือน (3) มีสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายบนกระดานหลักสูงกว่าเมื่อเทียบกับมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อหุ้นของหุ้นสามัญทั้งตลาดในเดือนเดียวกัน นอกจากนี้ยังพิจารณาคุณสมบัติตามเกณฑ์อื่น ๆ ประกอบ ได้แก่ การมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free-Float) ไม่น้อยกว่าร้อยละ 20 และต้องไม่เป็นหลักทรัพย์ที่เข้าข่ายถูกเพิกถอนตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในเวลาอันใกล้ รวมทั้ง ไม่อยู่ในระหว่างการห้ามซื้อขายเป็นเวลานานหรือไม่เป็น หลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มที่จะถูกพักการซื้อขายเป็นเวลานานอีกด้วย (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549: ออนไลน์)