

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ที่มาและความสำคัญของการศึกษา

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจัดตั้งขึ้นครั้งแรกในปี 2518 โดยในช่วง 2 ปีแรก ของการจัดตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ประชาชนทั่วไปยังมีความรู้ความเข้าใจในด้านตลาดทุนน้อย ประกอบกับภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยในช่วงนั้นยังอยู่ในช่วงที่เริ่มฟื้นตัว จึงส่งผลทำให้การซื้อขายหลักทรัพย์มีปริมาณน้อยตามไปด้วย ตลอดระยะเวลา 30 ปี ที่ก่อตั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยขึ้นมา ประเทศไทยได้ผ่านช่วงของวิกฤตเศรษฐกิจ และช่วงระยะเวลาเศรษฐกิจรุ่งเรืองมาหลายยุคสมัย ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์จึงขยายตัวเพิ่มขึ้น และลดลงตามภาวะเศรษฐกิจของประเทศ โดยที่ดัชนีหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเคยสูงสุดที่ระดับ 1780 จุด ในเดือนตุลาคม ปี 2536 และเคยต่ำสุดที่ระดับ 76 จุด ในเดือนมีนาคม ปี 2519 แต่ในช่วงหลังปี 2545 เป็นต้นมา เศรษฐกิจของประเทศไทยเริ่มฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ส่งผลทำให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นจากที่ระดับ 260 จุด ในเดือนธันวาคม 2543 ไปอยู่ที่ระดับ 678 จุด ในเดือนธันวาคม 2547

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นมีบทบาทที่สำคัญประการหนึ่ง คือเป็นศูนย์กลางระดมทุนจากภาคประชาชนไปสู่ภาคธุรกิจที่ต้องการเงินทุน โดยธุรกิจที่ต้องการเงินทุน จะทำการขายสินค้าหรือที่เรียกว่าหลักทรัพย์จดทะเบียน (listed securities) ให้แก่ประชาชนที่ต้องการลงทุน แล้วนำเงินที่ได้จากประชาชนนั้น ไปใช้เป็นเงินทุนของธุรกิจต่อไป สำหรับหลักทรัพย์จดทะเบียนนั้นแต่เดิมจะมีการซื้อขายเพียงแค่หุ้นสามัญ แต่ในปัจจุบัน ได้มีการพัฒนาตราสารทางการเงินใหม่ๆ ขึ้นมา เพื่อรองรับความต้องการในการลงทุนที่มากขึ้น ตราสารทางการเงินชนิดหนึ่งที่เป็นที่นิยมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและมีแนวโน้มว่าจะขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วก็คือ ตราสารทางการเงินที่เรียกว่า ใบสำคัญแสดงสิทธิ (warrant)

ในปี 2533 เริ่มมีใบสำคัญแสดงสิทธิเข้ามาทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นครั้งแรกจำนวน 1 หลักทรัพย์ ต่อมาในปี 2535 และปี 2536 มีใบสำคัญแสดงสิทธิเข้ามาทำการซื้อขายเพิ่มขึ้นอีก 6 และ 21 หลักทรัพย์ตามลำดับ ปัจจุบัน มีใบสำคัญแสดงสิทธิที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรวมทั้งสิ้น 82 หลักทรัพย์ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2547) จะเห็นได้ว่า จำนวนใบสำคัญแสดงสิทธิที่เข้ามาทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น มีจำนวนเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆอย่างรวดเร็ว

ตาราง 1.1 จำนวนใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ปี พ.ศ.	จำนวนใบสำคัญแสดงสิทธิ ที่ซื้อ-ขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2533	1
2534	1
2535	3
2536	6
2537	21
2538	31
2539	39
2545	62
2546	77
2547	82

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2547)

การซื้อขายใบสำคัญแสดงสิทธิจะทำการซื้อขายโดยวิธีเดียวกันกับ การซื้อขายหุ้นสามัญของบริษัทยจดทะเบียนโดยทั่วไป ปัจจุบันนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ส่วนใหญ่ได้ทำการประเมินราคาใบสำคัญสิทธิต่างๆที่ซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้นักลงทุนโดยทั่วไปทราบกันเป็นประจำอยู่แล้ว แต่ราคาที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์แต่ละคนประเมิน มักจะมีค่าไม่เท่ากัน ทั้งนี้ก็เป็นเพราะว่า แบบจำลองที่ใช้ในการประเมินราคานั้น มีความแตกต่างกัน การเลือกใช้แบบจำลองที่ไม่เหมาะสมจะทำให้การประเมินราคาหรือการพยากรณ์ราคาใบสำคัญแสดงสิทธินั้นผิดพลาด จะเกิดเป็นความเสี่ยง และผลเสียด้านนักลงทุนเอง การศึกษาแบบจำลองในการประเมินราคาภายใต้เงื่อนไขต่างๆ จึงเป็นประโยชน์แก่ผู้ลงทุน ให้ทราบถึงปัจจัยที่อาจเกิดให้ความคลาดเคลื่อน และขนาดของความคลาดเคลื่อนเหล่านั้น ประกอบกับในปัจจุบันได้มีการนำเอาวิธีการต่างๆที่ใช้วิเคราะห์เพื่อช่วยในการหาจังหวะซื้อขายหลักทรัพย์และช่วยในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์มาใช้กันอย่างแพร่หลาย การนำเอาความรู้ในการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิมาพิจารณาร่วมกันกับการวิเคราะห์แบบอื่นๆจะสามารถทำให้เกิดความมั่นใจในการลงทุน อีกทั้งยังช่วยลดความเสี่ยงหรือความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนได้

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1.2.1 เพื่อคำนวณหาค่าของใบสำคัญแสดงสิทธิ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่เป็นจริงตามทฤษฎีของ Black & Scholes Model ภายใต้เงื่อนไขต่างๆที่เปลี่ยนแปลงไป

1.2.2 เพื่อศึกษาความสามารถในการพยากรณ์ราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ ภายใต้เงื่อนไขที่เปลี่ยนแปลงไปนั้น

## 1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษา

1.3.1 ทำให้นักลงทุนทราบถึงผลกระทบของปัจจัยต่างๆที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงในราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิ

1.3.2 เพื่อเป็นประโยชน์ให้กับนักลงทุนและผู้สนใจ ที่จะเข้าใจถึงวิธีการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ

1.3.3 เพื่อเป็นประโยชน์ให้กับนักลงทุนและผู้สนใจ ที่จะทราบถึงเหตุผลของความคลาดเคลื่อนระหว่างราคาตลาดกับราคาที่ประเมินได้ตามทฤษฎี และสามารถนำไปประกอบการพิจารณาตัดสินใจในการลงทุน

## 1.4 ขอบเขตการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้ ทำการศึกษาใบสำคัญแสดงสิทธิซื้อหุ้นสามัญที่ทำการจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 10 บริษัท ข้อมูลที่ใช้ จะใช้เป็นข้อมูลรายวัน ระยะเวลาทั้งสิ้น 3 ปี ใบสำคัญแสดงสิทธิที่ใช้ในการศึกษาจะเลือกจากใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีมูลค่าตลาด (market capitalization) สูงสุด 10 อันดับแรก คือ

ตารางที่ 1.2 รายชื่อบริษัทและชื่อย่อใบสำคัญแสดงสิทธิของบริษัทที่จะทำการศึกษา

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อใบสำคัญแสดงสิทธิ	จำนวนตัวอย่าง
1	ชินคอร์ปอเรชั่น	SHIN-W1	637
2	แลนด์ แอนด์ เฮาส์	LH-W2	737
3	ธนาคารกรุงศรีอยุธยา	BAY-W1	325
4	เจริญโภคภัณฑ์อาหาร	CPF-W2	590
5	เดลต้าอิเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย)	DELTA-W	737

ตารางที่ 1.2 (ต่อ)

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ชื่อย่อใบสำคัญแสดงสิทธิ	จำนวนตัวอย่าง
6	ปิคนิคแก๊ส แอนด์เอเนจียี่ริง	PICNI-W1	251
7	นครไทยสตรีปมิล	NSM-W1	274
8	ทีทีแอนด์ที	TT&T-W1	737
9	ช. การช่าง	CK-W1	173
10	วนชัย กรู๊ป	VNG-W1	481

ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2547)

### 1.5 นิยามศัพท์เฉพาะ

**American type** คือลักษณะของ option ที่ผู้ถือ option นั้นสามารถใช้สิทธิเพื่อแลกซื้อหรือขาย หุ้นสามัญ ณ เวลาใดเวลาหนึ่งก่อนหมดอายุก็ได้ ไม่จำเป็นต้องใช้สิทธิเฉพาะในวันที่หมดอายุ

**European type** คือลักษณะของ option ที่ผู้ถือ option นั้นสามารถใช้สิทธิเพื่อแลกซื้อหรือขายหุ้นสามัญได้เฉพาะในวันที่หมดอายุการใช้สิทธิของ option เท่านั้น

**Pseudo type** คือ option ที่มีลักษณะก้ำกึ่งระหว่าง American type และ European type โดยที่ ผู้ถือ option นั้น สามารถใช้สิทธิเพื่อแลกซื้อหรือขายหุ้นสามัญ ณ เวลาใดเวลาหนึ่ง ที่ถูกกำหนดไว้ล่วงหน้า ก่อนถึงวันหมดอายุการใช้สิทธิ

**Dilution effect** คือการที่กำไรต่อหุ้น (earning per share) และมูลค่าหุ้นทางบัญชี (book value) ของหุ้นสามัญนั้นลดลง เนื่องจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น ทำให้จำนวนหุ้นสามัญรวมทั้งหมดของบริษัทเพิ่มขึ้นในขณะที่ผลกำไรและสินทรัพย์ของบริษัทเพิ่มขึ้นตามไม่ทัน

**Dividend หรือ เงินปันผล** คือส่วนของกำไรสุทธิจากการดำเนินงานของบริษัท ที่จะนำมาจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญและผู้ถือหุ้นบุริมสิทธิ เงินปันผลจะมากหรือน้อย ขึ้นอยู่กับกำไรสุทธิ ฐานะทางการเงิน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท เงินปันผลจะถูกจ่ายออกมาเป็นจำนวนเงินต่อหุ้น

**Dividend yield หรือ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล** คืออัตราร้อยละของเงินปันผล เมื่อเทียบกับราคาหุ้น หาได้จากสมการ

$$\text{dividend yield } (\delta) = \frac{\text{dividend (D)}}{\text{stock price (P)}} \times 100$$

**Exercise price หรือ ราคาใช้สิทธิ** คือราคาที่กำหนดไว้ ตั้งแต่วันที่ที่มีการออก option เพื่อให้ทราบว่า ผู้ที่ถือ option นี้ สามารถแลกเปลี่ยนหรือขายหุ้นสามัญ ได้ในราคาเท่าใด

**Exercise ratio หรือ อัตราการใช้สิทธิ** คืออัตราที่กำหนดไว้ว่า 1 หน่วยของ option สามารถจะแลกเปลี่ยนหรือขายหุ้นสามัญได้เป็นจำนวนเท่าใด

**Expiration date หรือ วันหมดอายุการใช้สิทธิ** คือวันครบกำหนด และเป็นวันสุดท้ายที่ผู้ถือ option สามารถใช้สิทธิในการแลกเปลี่ยนหรือขายหุ้นสามัญได้

**Intrinsic value หรือ มูลค่าที่แท้จริง** คือมูลค่าที่ได้จากผลต่างระหว่างราคาหุ้นสามัญกับราคาใช้สิทธิ

**Option** คือสิทธิในการซื้อหรือขายหุ้น ถือเป็นหลักทรัพย์ชนิดหนึ่ง โดยแบ่งออกเป็น 2 ประเภทคือ call option และ put option ซึ่ง call option หมายถึงสิทธิในการซื้อหุ้นสามัญ ส่วน put option หมายถึงสิทธิในการขายหุ้นสามัญ ทั้งนี้ ผู้ที่ออก option จะต้องมีการกำหนดราคาใช้สิทธิ วันหมดอายุการใช้สิทธิ และอัตราการใช้สิทธิไว้ตั้งแต่วันที่ออก option

**Over value** คือการที่ราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงในตลาด มีค่าสูงเกินกว่าราคาที่ควรจะเป็นในทางทฤษฎี หรือกล่าวอีกนัยก็คือ ราคาหลักทรัพย์ในตลาดขณะนั้น มีราคาแพง

**Under value** คือการที่ราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริงในตลาด มีค่าต่ำกว่าราคาที่ควรจะเป็นในทางทฤษฎี หรือกล่าวอีกนัยก็คือ ราคาหลักทรัพย์ในตลาดขณะนั้น มีราคาถูก

**Time to maturity หรือ ระยะเวลาที่เหลือจนหมดอายุการใช้สิทธิ** คือระยะเวลา นับตั้งแต่ปัจจุบัน จนกระทั่งถึงวันหมดอายุการใช้สิทธิ

**Time value หรือ มูลค่าทางเวลา** คือมูลค่าที่เกิดขึ้นเนื่องจากโอกาสในการทำกำไรของผู้ถือ option โดย option ที่มีอายุคงเหลือมาก จะมีโอกาสในการทำกำไรมาก ทำให้มีมูลค่าทางเวลาสูงกว่า option ที่มีอายุคงเหลือน้อย เพราะจะมีโอกาสในการทำกำไรน้อยกว่า

**Volatility** คือค่าที่แสดงให้เห็นว่า ในอดีตที่ผ่านมา หุ้นสามัญมีการเคลื่อนไหวขึ้นลงรวดเร็วและรุนแรงเพียงใด

**Warrant หรือ ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นสามัญ** คือตราสารทางการเงินชนิดหนึ่งที่ออกโดยบริษัทจดทะเบียน เป็นตราสารที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือ ในการที่จะซื้อหุ้นสามัญของบริษัท ในระดับราคา และภายในระยะเวลาที่ตกลงกันได้