

บทที่ 2 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

บทนี้เป็นกรทบทวนผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประเมินใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Kulpatra and Wuttipan (1992)

ได้ทำการศึกษา BBC-W โดยการทดสอบรูปแบบของราคาว่ามีลักษณะ UpWard- Sloping ตามทฤษฎีหรือไม่และยังศึกษาถึงค่า Premium, Gearing Ratio และศึกษาเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนใน Warrant กับผลตอบแทนในหุ้นสามัญของธนาคาร, ผลตอบแทนจากธุรกิจธนาคาร และผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์

ผลการศึกษาพบว่าผลตอบแทนจากการลงทุนใน Warrant มีค่าสูงสุดคือ 13.44% สูงกว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัท = 4.83% ผลตอบแทนจากธุรกิจธนาคาร 2.99% และผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์ 0.48%

เรณู บรรดาศักดิ์ (2536)

ได้ศึกษาปัจจัยที่กำหนดราคาและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนใน Warrants ของไทย โดยศึกษา Warrants ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ เดือน มิถุนายน 2536 ซึ่งมีอยู่ทั้งหมด 6 Warrants คือ BBC-W, ONE-G-W, SAN-W, STAR-W, FPL-W และ LH-W

ก๊กก้อง วิมุกตานนท์ (2536)

ได้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อราคาออร์เรนธ์ที่ศึกษาเปรียบเทียบในภาคเศรษฐกิจต่างๆ โดยทำการศึกษาใบสำคัญแสดงสิทธิบริษัท คือ STAR-W, FPL-W, LH-W

สันติ ธิรพัฒน์ (1993)

ได้ศึกษาพฤติกรรมราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อดูว่าราคาใบสำคัญแสดงสิทธิที่ซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเพื่อตรวจสอบดูว่าแบบจำลองของ ซึ่งเป็นแบบ Black and Scholes จำลองที่ใช้กันอย่างแพร่หลาย ในทางการเงินสามารถนำมาใช้ในการตั้งราคาใบสำคัญแสดงสิทธิได้ดีเพียงไร โดยทำการศึกษาใบสำคัญแสดงสิทธิ ที่มีอยู่ในขณะนั้น 6 หลักด้วยกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเพื่อตรวจสอบดูว่าแบบจำลองของ Black and Scholes ที่ปรับและไม่ปรับ Dilution Effect โดยใช้ราคาปิดรายวันของใบสำคัญแสดงสิทธิตั้งแต่เริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จนกระทั่งถึงวันที่ 13 สิงหาคม 2536 จำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 1.342 ตัวอย่าง

ได้นกำหนดให้อัตราส่วนระหว่างราคาหุ้นสามัญ (S) และราคาใช้สิทธิ (K)

$S/K \leq$	เรียกว่าช่วง	OUT-OF-THE-MONEY
$0.85 \leq S/K \leq 1.15$	เรียกว่าช่วง	AT-THE-MONEY
$S/K \geq 1.15$	เรียกว่าช่วง	IN-THE-MONEY

เปอร์เซ็นต์ความผิดพลาด (E) ที่ใช้วัดความเบี่ยงเบนของราคาตลาดกับแบบจำลอง Black and Scholes

$$E = \frac{(MV-BS)}{BS}$$

โดยที่ MV = ราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ

BS = ราคาตามแบบจำลอง Black and Scholes

ผลการศึกษาพบว่าราคาตลาด โดยเฉลี่ยของใบสำคัญแสดงสิทธิโดยรวมสูงกว่าราคาตามแบบจำลองแบบปรับและไม่ปรับ Dilution Effect ตามลำดับ และยังพบว่าราคาตลาดจะสูงกว่าราคาตามแบบจำลองมากที่สุด ในช่วงที่ใบสำคัญแสดงสิทธิ OUT-OF-THE-MONEY และจะต้องลดลงในช่วงที่ใบสำคัญแสดงสิทธิ AT-THE-MONEY หรือ IN-THE-MONEY

ราคาตลาดโดยเฉลี่ยของใบสำคัญแสดงสิทธิ โดยรวมสูงกว่าราคาตามแบบจำลองที่ได้ปรับ (ไม่ได้ปรับ Dilution Effect) ดังนี้

ช่วง OUT-OF-THE-MONEY	=	191.43%(142.86%)
ช่วง AT-THE-MONEY	=	94.77%(53.95%)

ช่วง IN-THE-MONEY = 75.92%(75.2%)

และพบว่าค่าเฉลี่ยรวมราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิสูงกว่าราคาที่ได้จาก Original Black and Scholes (ไม่ได้ปรับ Dilution Effect) 46.3% ในกรณีที่มีการปรับปรุงโดยใช้ Dilution Effect = 88.3 % การศึกษานี้พบว่า ราคาตลาดจะสูงกว่าราคาตามแบบจำลอง Black and Scholes มากที่สุดในช่วงที่ใบสำคัญแสดงสิทธิอยู่ในช่วง OUT-OF-THE-MONEY และ IN-THE-MONEY

ทัศนัย วนรัตน์วิจิตร (2538)

ได้ศึกษาถึงวิธีการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ(Warrant) โดยเลือกศึกษาเฉพาะ ใบสำคัญแสดงสิทธิของหลักทรัพย์ในกลุ่มของธนาคารพาณิชย์และบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 18 หลักทรัพย์และแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาใช้ Black and Scholes ในการประเมินราคาทางทฤษฎีของใบสำคัญแสดงสิทธิ โดยแบ่งแบบจำลองออกเป็น 3 แบบจำลอง ดังนี้

- (1) ในกรณีที่หุ้นสามัญไม่มีการจ่ายเงินปันผล
- (2) ในกรณีที่หุ้นสามัญไม่มีการจ่ายเงินปันผลแต่มีผลกระทบจากการซึ่งมีจำนวนหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น (Dilution Effect)
- (3) ในกรณีที่หุ้นสามัญมีการจ่ายเงินปันผล และมีผลกระทบจากการที่มีจำนวนหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น

ณรา สกุล ณ มรรคา(2539)

เป็นการศึกษาถึงราคาที่เหมาะสมของใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrant) ที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 32 บริษัท โดยศึกษาถึง

- (1) การ OverValue และ UnderValue ของราคาออร์เรนจ์เมื่อใช้การประเมินราคาโดยแบบจำลองแบบต่างๆ
- (2) เปรียบเทียบเพื่อเลือก Volatility ที่เหมาะสมในการแทนค่าตัวแปรในแบบจำลอง
- (3) เปรียบเทียบผลของการปรับปรุงแบบจำลอง Black and Scholes
- (4) เปรียบเทียบเพื่อเลือกการปรับปรุงแบบจำลอง Black and Scholes ที่ทำให้ความสามารถในการพยากรณ์ราคาออร์เรนจ์ที่ดีที่สุดจากกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษา

(5) หาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราความคลาดเคลื่อนของแบบจำลองกับการ IN-THE-MONEY หรือ OUT-OF-THE-MONEY และระยะเวลาที่เหลือจนหมดอายุการใช้สิทธิ

เกรียงไกร ไชยศิริวงศ์สุข(2542)

เป็นการศึกษาการประเมินมูลค่าตราสารสิทธิโดยใช้ Black and Scholes Model และ Binomial Model จะแบ่งเนื้อหาการศึกษาเป็น 3 ส่วน ดังนี้

ส่วนที่ 1 จะศึกษาขอบเขตตราสารสิทธิทั้งตราสารสิทธิแบบอเมริกัน (American Option) และตราสารสิทธิแบบยุโรปซึ่งไม่ทำให้เกิดการทำกำไรได้

ส่วนที่ 2 จะศึกษาถึงทฤษฎีการประเมินมูลค่าของตราสารสิทธิ ตามสินทรัพย์ที่ไปอ้างอิง ในที่นี้จะศึกษาสินทรัพย์อ้างอิงจากอัตราแลกเปลี่ยน, อัตราดอกเบี้ย และราคาหุ้นสามัญ โดยใช้ Black and Scholes Model และ Binomial Model รวมไปถึงความสัมพันธ์ระหว่างทฤษฎีการประเมินมูลค่าตราสารสิทธิทั้งสองทฤษฎี

ส่วนที่ 3 จะศึกษาการวิเคราะห์ค่าคงตัวของตราสารสิทธิ ซึ่งได้แก่ Delta, Gamma, Lambda, Theta และ Rho