

บทที่ 5

สรุป อภิปรายผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

ในการศึกษาการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้ศึกษาได้ใช้ทฤษฎีการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิของ Black-Scholes เป็นแนวคิดหลักในการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิ สามารถสรุปผลการศึกษาได้ดังนี้

จากการที่ผู้ศึกษาได้ทำการเก็บรวบรวมใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีการซื้อ-ขายในตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ 3 มกราคม 2549 พบว่า ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะสามารถนำมาประเมินราคาตามทฤษฎีของ Black-Scholes จะมีขอบเขตดังต่อไปนี้

1. วันหมดอายุในการใช้สิทธิของใบสำคัญแสดงสิทธิ ต้องไม่หมดภายในปี พ.ศ. 2549
2. หลักทรัพย์อ้างอิงต้องไม่มีการจ่ายเงินปันผล ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานของทฤษฎี Black-Scholes
3. หลักทรัพย์อ้างอิงต้องไม่ถูกขึ้นเครื่องหมายห้ามซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาที่ต้องการศึกษา คือ ปี พ.ศ. 2549

ดังนั้นใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ 3 มกราคม 2549 ที่ศึกษาครั้งนี้จึงมีจำนวนทั้งสิ้น 16 หลักทรัพย์ ประกอบด้วย BTC-W1 BTC-W2 CWT-W1 ESTAR-W1 ESTAR-W2 EWC-W1 GEN-W1 JAS-W2 KMC-W1 MATCH-W1 NEP-W1 NMG-W2 NSM-W1 PICNI-W1 SKR-W1 และ WIN-W ซึ่งสามารถแบ่งสถานะของใบสำคัญแสดงสิทธิเป็นแบบสถานะได้ประโยชน์จำนวน 4 หลักทรัพย์ และสถานะเสียประโยชน์จำนวน 12 หลักทรัพย์

ใบสำคัญแสดงสิทธิที่ศึกษาครั้งนี้โดยเฉลี่ยแล้วมีระยะเวลาที่สามารถใช้สิทธิได้เท่ากับ 4.5 ปี ส่วนระยะเวลาสูงสุดได้แก่ CWT-W1 เท่ากับ 6.87 ปี และระยะเวลาน้อยที่สุดได้แก่ BTC-W1 เท่ากับ 1.89 ปี ส่วนค่า Premium ซึ่งแสดงถึงความยากในการใช้สิทธิโดยเฉลี่ยแล้วมีค่าเท่ากับ 169.45% ใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีค่า Premium สูงสุดได้แก่ NSM-W1 เท่ากับ 564.20% และใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีค่า Premium ต่ำสุดได้แก่ NEP-W1 ส่วนค่า Gearing ซึ่งแสดงถึงการขึ้น-ลงของราคาใบสำคัญแสดงสิทธิตามหุ้นแม่ โดยเฉลี่ยแล้วมีค่าเท่ากับ 3.65 ใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีค่า Gearing สูงสุด ได้แก่ NMG-W2 และใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีค่า Gearing น้อยที่สุด ได้แก่ PICNI-W1

การประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิโดยใช้ทฤษฎี Black-Scholes ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 วิธี

1. การประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิโดยใช้ค่าความผันผวนที่คำนวณจากราคาปิดรายวันของหุ้นย้อนหลังในอดีต ผู้ศึกษาได้ใช้ราคาหลักทรัพย์อ้างอิงย้อนหลัง 1 ปี ในการคำนวณหาค่าความผันผวน
2. การประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิโดยใช้ค่าความผันผวนที่คำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ ผู้ศึกษาได้ใช้ราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์ ในวันก่อนหน้า 1 วัน เพื่อคำนวณหาค่าความผันผวนที่ใช้ในวันซื้อขายปัจจุบัน

ส่วนปัจจัยอื่นๆ ที่ใช้สำหรับการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิตามทฤษฎี Black-Scholes จะประกอบด้วยปัจจัยดังต่อไปนี้

1. ระยะเวลาครบกำหนดอายุสัญญาต่อปีของใบสำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งผู้ศึกษาได้คำนวณจากการนำเอาวันหมดอายุของสัญญาลบวันที่ ณ ปัจจุบัน ซึ่งจะได้ผลลัพธ์ออกมาเป็นจำนวนวัน หลังจากนั้นก็นำมาหารด้วยจำนวนวันที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ตลอดทั้งปี ซึ่งก็จะมีค่าเท่ากับ 243 วัน ผลลัพธ์ที่ได้ก็คือ ระยะเวลาครบกำหนดอายุสัญญาต่อปี
2. ราคาหลักทรัพย์อ้างอิง ณ เวลาปัจจุบัน
3. ราคาใช้สิทธิที่กำหนดในใบสำคัญแสดงสิทธิ
4. อัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง ซึ่งผู้ศึกษาได้ใช้ค่าเฉลี่ยของอัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลังอายุ 1 ปี

จากการที่ผู้ศึกษาได้ทำการวัดค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนแบบสัมบูรณ์ของราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์กับราคาใบสำคัญแสดงสิทธิที่ได้ประเมินจากทฤษฎี Black-Scholes ที่ค่าความผันผวนคำนวณจากราคาปิดรายวันของหุ้นย้อนหลังในอดีต ซึ่งมีค่าเท่ากับ 49.529% และวัดค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนแบบสัมบูรณ์ของราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์กับราคาใบสำคัญแสดงสิทธิที่ได้ประเมินจากทฤษฎี Black-Scholes ที่ค่าความผันผวนคำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งมีค่าเท่ากับ 19.613% จากผลการศึกษาค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนแบบสัมบูรณ์แสดงให้เห็นว่า การประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิโดยทฤษฎีแบบจำลอง Black-Scholes ควรจะใช้ค่าความผันผวนที่คำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ เพื่อจะทำให้การประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิได้ค่าที่ใกล้เคียงกับราคาตลาดมากที่สุด

ส่วนผลการศึกษาค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนของราคาใบสำคัญแสดงสิทธิที่ได้ประเมินจากทฤษฎี Black-Scholes ที่ค่าความผันผวนคำนวณจากราคาปิดรายวันของหุ้นย้อนหลังในอดีต ซึ่งมีค่าเท่ากับ 11.99% และที่ค่าความผันผวนคำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งมีค่าเท่ากับ 12.700% การที่ค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนของราคาใบสำคัญแสดงสิทธิที่ได้ประเมิน

จากทฤษฎี Black-Scholes จากทั้งสองวิธีมีค่ามากกว่าศูนย์ แสดงให้เห็นว่าแนวโน้มหรือทิศทางของราคาใบสำคัญแสดงสิทธิที่ซื้อ-ขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีแนวโน้มที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของใบสำคัญแสดงสิทธิ

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

จากการศึกษาการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผลการศึกษาดังนี้

การประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิโดยใช้แบบจำลอง Black-Scholes โดยใช้ค่าความผันผวนที่คำนวณจากราคาปิดรายวันของหุ้นย้อนหลังในอดีตจำนวน 245 วัน จะมีราคาสูงกว่าราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ ฉวรา สกุด ณ มรรคา (2540) ในเรื่องความสามารถในการพยากรณ์ใบสำคัญแสดงสิทธิ โดยใช้แบบจำลอง Black-Scholes เนื่องจากการใช้จำนวนวันของราคาปิดของหุ้นย้อนหลังในการคำนวณค่าความผันผวนที่แตกต่างกัน จึงเป็นผลให้ความแม่นยำของการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิแตกต่างกัน

ราคาเฉลี่ยของใบสำคัญแสดงสิทธิโดยใช้แบบจำลอง Black-Scholes ทั้งโดยวิธีการหาค่าความผันผวนที่คำนวณจากราคาปิดรายวันของหุ้นย้อนหลังในอดีต และที่คำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ สูงกว่าราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของสันติ ธิรพัฒน์ (2536) ในเรื่องของพฤติกรรมของราคาออร์เรนที่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เนื่องจาก ณ ปี 2533-2536 เป็นช่วงเวลาที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการจำหน่ายใบสำคัญแสดงสิทธิเพียง 6 หลักทรัพย์ และในปี 2537 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการเพิ่มจำนวนใบสำคัญแสดงสิทธิเป็น 22 หลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่ามีผู้สนใจที่จะลงทุนในใบสำคัญแสดงสิทธิเป็นจำนวนมาก จึงเป็นผลทำให้ราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีราคาสูงกว่าราคาตามทฤษฎี

การประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิโดยใช้แบบจำลอง Black-Scholes ที่ค่าความผันผวนคำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ จะให้ค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนแบบสัมบูรณ์น้อยกว่าการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิโดยใช้แบบจำลอง Black-Scholes ที่ค่าความผันผวนคำนวณจากราคาปิดรายวันของหุ้นย้อนหลังในอดีต จากค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนแบบสัมบูรณ์แสดงให้เห็นว่า การประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิโดยใช้แบบจำลอง Black-Scholes ที่ค่าความผันผวนคำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ จะมีค่าใกล้เคียงกับราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Becker (1981) ที่พบว่าการใช้ค่าความผันผวนที่คำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ จะสามารถทำนายราคาหุ้นในอนาคตได้ดีกว่าใช้ค่าความผัน

ผวนที่คำนวณจากราคาปิดรายวันของหุ้นย้อนหลังในอดีต เนื่องจากค่าความผันผวนที่คำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ เป็นการสะท้อนถึงความผันผวนที่แท้จริงของตลาด ณ เวลาปัจจุบัน

ราคาใบสำคัญแสดงสิทธิโดยเฉลี่ยที่มีสถานะเป็นแบบได้ประโยชน์ (In the Money) ตามแบบจำลอง Black-Scholes ทั้งโดยการหาค่าความผันผวนที่คำนวณจากราคาปิดรายวันของหุ้นย้อนหลังในอดีต และที่คำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ จะมีราคาสูงกว่าใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์

ส่วนราคาใบสำคัญแสดงสิทธิโดยเฉลี่ยที่มีสถานะเป็นแบบเสียประโยชน์ (Out of the Money) ตามแบบจำลอง Black-Scholes ทั้งโดยการหาค่าความผันผวนที่คำนวณจากราคาปิดรายวันของหุ้นย้อนหลังในอดีต และที่คำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ จะมีราคาต่ำกว่าใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์

ซึ่งผลการทดสอบของใบสำคัญแสดงสิทธิทั้งที่มีสถานะเป็นแบบได้ประโยชน์ และแบบเสียประโยชน์ จะขัดแย้งกับการวิจัยของ MacBeth and Larry (1979) ที่พบว่าราคาอนุพันธ์ประเภทซื้อที่มีสถานะเป็นแบบได้ประโยชน์ตามแบบจำลอง Black-Scholes โดยใช้ค่าความผันผวนที่คำนวณจากราคาตลาดของอนุพันธ์ประเภทซื้อ จะมีราคาต่ำกว่าราคาตลาด (Undervalued) และราคาอนุพันธ์ประเภทซื้อที่มีสถานะเป็นแบบเสียประโยชน์ตามแบบจำลอง Black-Scholes โดยใช้ค่าความผันผวนที่คำนวณจากราคาตลาดของอนุพันธ์ประเภทซื้อ จะมีราคาสูงกว่าราคาตลาด (Overvalued) เนื่องจากหุ้นสามัญของใบสำคัญแสดงสิทธิ PICNI-W1 มีความผันผวนสูงมากในช่วงปี พ.ศ. 2549 จึงทำให้นักลงทุนสนใจซื้อขายหุ้นบริษัทนี้เป็นจำนวนมาก ทำให้กระทบต่อราคาเฉลี่ยของใบสำคัญแสดงสิทธิที่ประเมินตามแบบจำลอง Black-Scholes

5.3 ข้อค้นพบ

จากการศึกษาการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ค้นพบสิ่งที่น่าสนใจดังนี้

1. จากการวิจัยจะพบว่าราคาใบสำคัญแสดงสิทธิตามทฤษฎี Black-Scholes ที่ค่าความผันผวนคำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ จะให้ค่าที่ใกล้เคียงกับราคาตลาด แต่การหาค่าความผันผวนที่คำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ ในบางครั้งก็ไม่สามารถหาค่าที่ถูกต้องได้ เนื่องจากไม่สามารถหาค่าความผันผวนที่ทำให้ราคาใบสำคัญแสดงสิทธิตามทฤษฎีของ Black-Scholes มีค่าเท่ากับราคาตลาดได้

2. จากการวิจัยจะพบว่าการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิโดยใช้แบบจำลอง Black-Scholes ที่ค่าความผันผวนคำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ เป็นวิธีการประเมินราคาที่ไม่ใกล้เคียงกับราคาตลาดมากที่สุด ทั้งใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีสถานะเป็นแบบได้ประโยชน์ และแบบเสียประโยชน์
3. จากผลการวิจัยค่าเฉลี่ยความคลาดเคลื่อนของราคาใบสำคัญแสดงสิทธิโดยแบ่งแยกตามสถานะของใบสำคัญแสดงสิทธิจะพบว่าใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีสถานะแบบได้ประโยชน์ แนวโน้มหรือทิศทางของราคาใบสำคัญแสดงสิทธิที่ซื้อ-ขาย ในตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง แต่ถ้าเป็นใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีสถานะเป็นแบบเสียประโยชน์ แนวโน้มหรือทิศทางของราคาใบสำคัญแสดงสิทธิที่ซื้อ-ขาย ในตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง

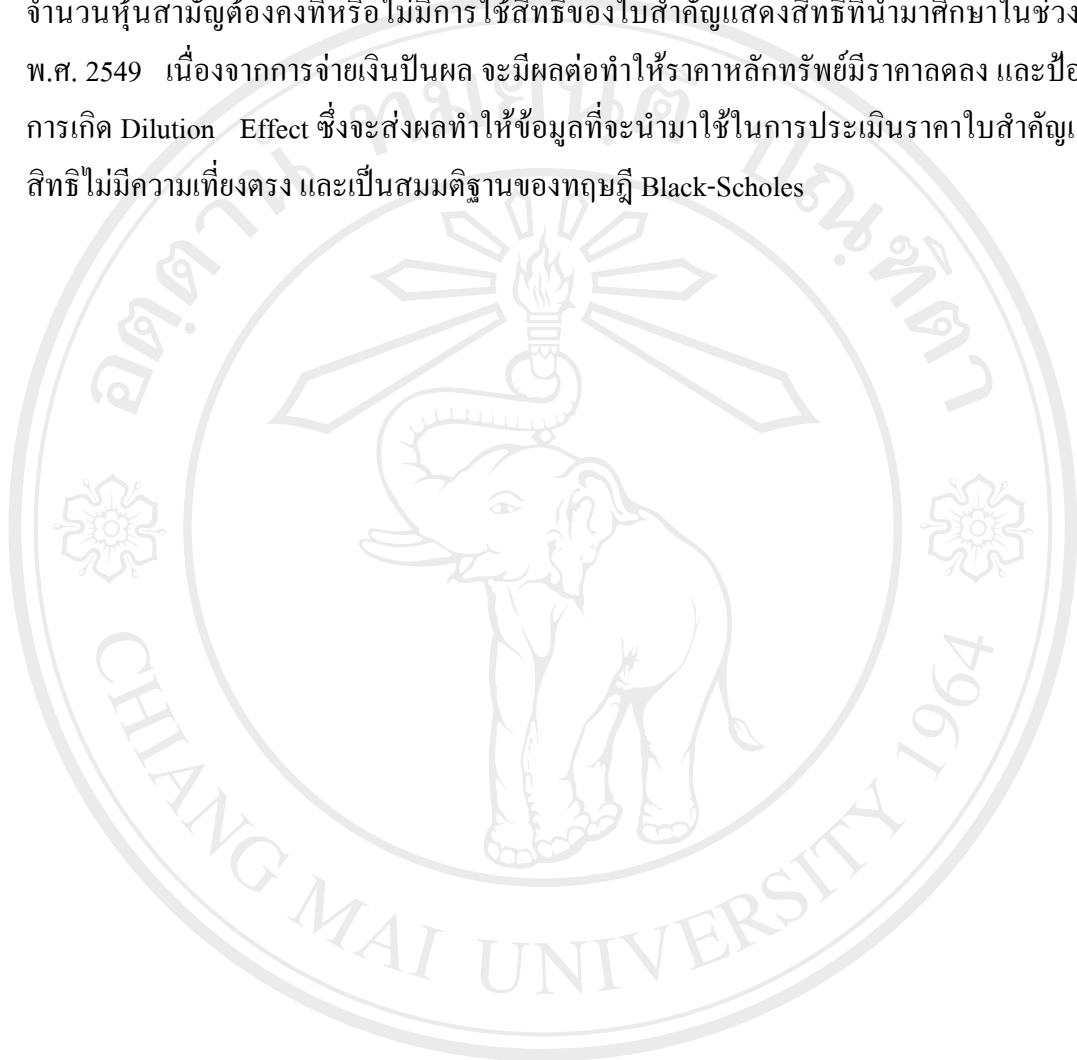
5.4 ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้พบข้อเสนอแนะสำหรับนักลงทุน และสำหรับแนวทางการศึกษาต่อไปนี้

- 1 การศึกษาเรื่องการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิมีประโยชน์ต่อนักลงทุนโดยทำให้นักลงทุนสามารถทราบราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิเมื่อเริ่มทำการซื้อขายในตลาดควรเป็นเท่าใด โดยทำการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิที่ควรจะเป็นตามทฤษฎี และเมื่อเปรียบเทียบกับต้นทุนในการที่จะได้ใบสำคัญแสดงสิทธินั้นมา จะทำให้สามารถตัดสินใจได้ว่าควรลงทุนในใบสำคัญแสดงสิทธินั้นหรือไม่ โดยผลของการศึกษานี้พบว่า เมื่อนักลงทุนต้องการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิควรใช้แบบจำลอง Black-Scholes ที่ค่าความผันผวนคำนวณจากราคาตลาดของใบสำคัญแสดงสิทธิ เพื่อให้ความสามารถในการพยากรณ์ของแบบจำลองใกล้เคียงกับราคาตลาดมากที่สุด
- 2 การคำนวณค่าอัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยงในการศึกษาได้ใช้ค่าจากอัตราดอกเบี้ยตัวเงินคลังอายุ 1 ปีมาเป็นตัวแทนในการคำนวณ ซึ่งในความเป็นจริงค่าอัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยงอาจจะเป็นค่าอื่นๆ ก็ได้เช่น อัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ พันธบัตรรัฐบาล พันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่รัฐบาลค้ำประกัน เป็นต้น โดยพิจารณาว่าอายุของใบสำคัญแสดงสิทธิเหลือเท่าไร ก็หาอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรอายุเท่า นั้น หรือใกล้เคียง เป็นอัตราอัตราดอกเบี้ยที่ปราศจากความเสี่ยง

5.5 ข้อจำกัด

หลักทรัพย์อ้างอิงในใบสำคัญแสดงสิทธิต้องเป็นหลักทรัพย์ที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล และจำนวนหุ้นสามัญต้องคงที่หรือไม่มีการใช้สิทธิของใบสำคัญแสดงสิทธิที่นำมาศึกษาในช่วงเวลา พ.ศ. 2549 เนื่องจากการจ่ายเงินปันผล จะมีผลต่อทำให้ราคาหลักทรัพย์มีราคาลดลง และป้องกันการเกิด Dilution Effect ซึ่งจะส่งผลทำให้ข้อมูลที่จะนำมาใช้ในการประเมินราคาใบสำคัญแสดงสิทธิไม่มีความเที่ยงตรง และเป็นสมมติฐานของทฤษฎี Black-Scholes



ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved