



ABN AMRO



ASIA
SECURITIES
TRADING

หุ้นกู้ วอร์เรนต์ และ หุ้นกุดอกวอร์เรนต์

**ABN AMRO ASIA SECURITIES PLC.
INVESTOR'S EDUCATIONAL SERIES**

Contents

บทที่ 1: โหมโรง	1
บทที่ 2: หุ้นกู้ (Debentures)	3
• ปัจจัยที่มีผลกระทบในการกำหนดราคาหุ้นกู้	4
• Odd-Period	5
• อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงควรจะเป็นเท่าไรดี	5
• การคำนวณราคาหุ้นกู้	6
• การคำนวณ Yield to Maturity	8
• การคำนวณในกรณีที่มี Odd-Period	9
บทที่ 3: วอร์แรนต์ (Warrants)	11
• Warrants กับ Options	11
• Warrants ในฐานะเครื่องมือป้องกันความเสี่ยง	11
• Warrants ในฐานะเครื่องมือเก็งกำไร	12
• ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคา Warrants	13
• คุณสมบัติบางประการของ Warrants ที่ท่านควรทราบ	14
• การคำนวณมูลค่าของ Warrants ตามทฤษฎี	18
• การคำนวณค่า Volatility	19
• ภาคผนวก: การคำนวณมูลค่าของ Warrants โดยวิธีของ Black-Scholes	21
• ตารางผนวกที่ 3.1: Cumulative Normal Distribution Function	25
บทที่ 4: การปรับอัตราการใช้สิทธิและราคาใช้สิทธิเมื่อมีการออกหุ้นใหม่ หรือ การจ่ายเงินปันผล	26
• กรณีที่มีการแตกหุ้น (Split Par)	26
• กรณีที่มีการให้สิทธิ (Right) หรือออกหุ้นใหม่ (P.O.) ในราคาต่ำกว่าราคาตลาดมาก	27
• การจ่ายเงินปันผลในรูปของหุ้น (Stock Dividend)	28
• การจ่ายเงินปันผล (Cash Dividend) ในอัตราที่เกิดกว่าที่กำหนดเอาไว้	28
บทที่ 5: หุ้นกู้ควบวอร์แรนต์และสิทธิในการจองวอร์แรนต์หรือหุ้นกู้ควบวอร์แรนต์	30
• การคำนวณมูลค่าหุ้นกู้ควบวอร์แรนต์	30
• Warrants ที่ให้ในรูปของ Rights	32
• หุ้นกู้ควบ Warrant ที่ให้ในรูปของสิทธิ	33

บทที่ 1

โหมโรง

ในอดีต การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ จะเป็นการลงทุนในหุ้นทุกเกือบทั้งหมด ซึ่งผู้ลงทุนจะต้องศึกษาเกี่ยวกับแนวโน้มด้านปัจจัยพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียน ที่จะเลือกลงทุน นอกเหนือจากปัจจัยทางด้านเทคนิค เพื่อตัดสินใจในการเข้าซื้อหรือขาย แต่นอกจากการลงทุนในหุ้นแล้ว ยังมีเครื่องมือทางการเงินอื่นๆ ที่สามารถใช้เป็นทางเลือกในการลงทุนได้ เช่น หุ้นกู้ (Debentures) และ วอร์แรนท์ (Warrants) ซึ่งแม้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีเครื่องมือทางการเงินเหล่านี้ อยู่ในตลาด มาเป็นระยะเวลาพอสมควรแล้ว แต่ก็เพิ่งจะได้รับความนิยม และการตื่นตัว อย่างกว้างขวาง ในช่วงไม่นานมานี้เอง

หุ้นกู้ เป็นสิ่งที่มีในประเทศไทยมาเป็นเวลานาน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก็มีหุ้นกู้ของบริษัทจดทะเบียนทำการซื้อขายกันมาเป็นเวลานานเช่นกัน เพียงแต่ไม่ค่อยได้รับความนิยมและมีปริมาณการซื้อขายที่น้อยมาก จนแทบจะไม่มีเลยก็ว่าได้ นอกจากหุ้นกู้แล้ว ก็ยังมีพันธบัตรรัฐบาล ที่มีแนวทางในการคำนวณมูลค่าคล้ายคลึงกับหุ้นกู้ แต่มีตลาดที่แม้จะยังบางตาอยู่มาก แต่ก็ยังมีการซื้อขายอยู่บ้าง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในหมู่นักสถาบันการเงินด้วยกัน

สำหรับ วอร์แรนท์ ซึ่งเป็นตราสาร ที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือในการที่จะซื้อลูกหุ้น จากบริษัทในราคาที่กำหนด นั้น ก็มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมาหลายปีแล้วเช่นกัน แม้ว่าจะมีมาไม่นานเหมือนหุ้นกู้ แต่ก็ได้รับความนิยมมากกว่าหุ้นกู้ เพียงแต่จำนวนของวอร์แรนท์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในยุคแรกๆ ยังคงมีอยู่น้อยมากเท่านั้น เนื่องจากรายได้จากการขายวอร์แรนท์นั้นค่อนข้างน้อย ในขณะที่บริษัทสามารถควบคุมสภาพคล่อง (โดยเปรียบเทียบกับความต้องการใช้เงินของบริษัทในระยะเวลาต่างๆกัน) ได้ยาก เนื่องจากไม่ทราบว่าจะมีคนที่ถือวอร์แรนท์ มาใช้สิทธิที่จะซื้อลูกหุ้นเมื่อใดบ้าง

ดังนั้น บางบริษัทในยุคแรกๆ จึงออกเครื่องมือทางการเงิน ที่จะช่วยให้ได้เงินมาพัฒนาธุรกิจของบริษัทมากขึ้น ในขณะที่เดียวกันก็สามารถควบคุมสภาพคล่องของตนเองได้ดี เครื่องมือดังกล่าวก็คือ หุ้นกู้แปลงสภาพ ซึ่งในขณะที่ยังไม่มีการแปลงสภาพเป็นหุ้นกู้ ก็จะมีสภาพเป็นหุ้นกู้ โดยที่ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพ มีสิทธิที่จะขอแปลงหุ้นกู้ ให้กลายเป็นหุ้นกู้ได้ (หมายความว่า จะเปลี่ยนสภาพตัวเองจากเจ้าหนี้ เป็นผู้ถือหุ้นได้) ในอัตราส่วนที่กำหนด อย่างไรก็ตาม เนื่องจากตลาดของหุ้นกู้ในประเทศไทย ค่อนข้างจะแคบ ประกอบกับในแง่ของผู้ซื้อแล้ว การซื้อหุ้นกู้แปลงสภาพจะต้องใช้เงินจำนวนมากกว่าการซื้อวอร์แรนท์ ดังนั้น หุ้นกู้แปลงสภาพ จึงยังคงไม่ค่อยได้รับความนิยมมากนัก

ทางออกที่น่าสนใจในช่วงไม่นานมานี้ ได้แก่การออกหุ้นกู้ควบวอร์แรนท์ มาเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป โดยที่ผู้ซื้อหุ้นกู้จะได้วอร์แรนท์แถมพ่วงมาด้วย ลักษณะของการขายพ่วงดังกล่าว ช่วยให้บริษัทได้เงินมาใช้ในกิจการมากขึ้น กล่าวคือจำนวนเงินที่ได้ไม่น้อยกว่าการออกหุ้นกู้แปลงสภาพ ในขณะเดียวกัน ความที่วอร์แรนท์เป็นเครื่องมือที่ให้

อัตราผลตอบแทน (ทั้งบวกและลบ) สูง โดยใช้เงินลงทุนน้อยกว่าหุ้น ทำให้ได้รับความนิยมจากนักลงทุน แม้ว่าตลาดหุ้นก็จะยังคงบางเบาอยู่เหมือนเดิม แต่ผู้ประกอบการจำหน่ายหุ้นกู้ควอร์เรนธ์หลายบริษัท ก็ได้ทำหน้าที่เป็นตัวกลางซื้อขายหุ้นกู้ที่ตัวเองประกอบการจำหน่าย ซึ่งส่งผลให้การซื้อขายหุ้นกู้ทำได้สะดวกขึ้นกว่าเดิม ปัจจัยเหล่านี้ทำให้ผู้ซื้อให้ความสนใจกับนวัตกรรมรุ่นใหม่ (ในเมืองไทย แต่ต่างประเทศมีมานานแล้วค่ะ) นี้กันอย่างหนาแน่น

ข้อดีอีกอันหนึ่งของการออกหุ้นกู้ควอร์เรนธ์ในทัศนะของบริษัทก็คือ การขายหุ้นกู้ควอร์เรนธ์ จะดำรงสภาพของหุ้นกู้ได้จนหมดอายุหุ้นกู้ เพราะหุ้นกู้ควอร์เรนธ์ ก็คือ หุ้นกู้ และควอร์เรนธ์ ซึ่งแยกออกจากกันอย่างเด็ดขาด (แม้ว่าตอนเสนอขาย จะติดกันเป็นปาท่องโก๋ก็ตาม) ดังนั้น ต่อให้ผู้ถือควอร์เรนธ์มาใช้สิทธิขอซื้อลูกหุ้นจากบริษัท หุ้นกู้ส่วนที่ออกไปแล้วก็ยังดำรงความเป็นหุ้นกู้อยู่ ส่งผลให้บริษัทสามารถนำเงินกู้อัตราดอกเบี้ยต่ำจากการออกหุ้นกู้ได้อย่างเต็มเม็ดเต็มหน่วย ในขณะที่การออกหุ้นกู้แปลงสภาพนั้น แม้ว่าจะได้เงินมาเท่าๆกัน แต่เมื่อใดก็ตามที่ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพขอใช้สิทธิแปลงสภาพเป็นหุ้นทุน ส่วนที่เป็นหุ้นกุนั้นก็จะหมดไปทันที ซึ่งหมายความว่าเงินกู้อัตราดอกเบี้ยถูกๆจะหายวับไปกับตาทันทีที่ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพขอใช้สิทธิ

หนังสือเล่มนี้ เขียนขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นแนวทางในการวิเคราะห์หุ้นกู้ และควอร์เรนธ์ในขั้นพื้นฐาน เพื่อให้สามารถใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจในการลงทุนในเครื่องมือเหล่านี้ได้ดียิ่งขึ้น โดยในบทที่ 2 เราจะพูดถึงถึงเรื่องของหุ้นกู้ ว่ามีปัจจัยอะไรที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นกู้บ้าง และจะคำนวณมูลค่าของหุ้นกู้ได้อย่างไร บทที่ 3 จะเป็นเรื่องของควอร์เรนธ์ ซึ่งจะอธิบายถึงปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาของควอร์เรนธ์ และลักษณะหรือคุณสมบัติบางประการของควอร์เรนธ์ ที่นักลงทุนทั่วไปควรจะทราบไว้ เพื่อที่จะได้ระมัดระวังเวลาที่มีการเก็งกำไรในควอร์เรนธ์มากเกินไป นอกจากนี้ ก็จะพูดถึงวิธีการคำนวณมูลค่าของควอร์เรนธ์ด้วยค่ะ

บทสุดท้าย เป็นการนำเอาเครื่องมือทั้งสองอันนี้ และสิ่งที่ได้คลอบคลุมมาในบทที่ 2 และ 3 มาผนวกรวมกัน โดยการนำตัวอย่างมาประกอบค่ะ ซึ่งหวังว่าท่านผู้อ่านจะได้รับประโยชน์จากหนังสือเล่มเล็กๆเล่มนี้ บ้างพอสมควร

บทที่ 2

หุ้นกู้ (Debentures)

หุ้นกู้ เป็นตราสารแสดงสิทธิในหนี้ ซึ่งผู้ถือตราสารนี้มีสิทธิในความเป็นเจ้าหนี้ ของบริษัทผู้ออกตราสาร โดยบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ มีพันธะผูกพันที่จะต้องชำระ

1. เงินต้น ซึ่งกำหนดไว้แน่นอน เรียกว่ามูลค่าหน้าตั๋ว (face value) การจ่ายเงินต้น จะจ่าย ณ วันหมดอายุตราสาร (Maturity Date)
2. ดอกเบี้ย (Coupon) ซึ่งมีการกำหนดอัตราไว้ล่วงหน้า อัตราดังกล่าว อาจจะเป็นอัตราคงที่ (fixed) ซึ่งหมายถึงเป็นอัตราที่กำหนดไว้ตายตัวแน่นอน เช่น ร้อยละ 7 ของเงินต้น หรือ อาจจะเป็นอัตราลอยตัว (float) ซึ่งจะลอยตัวตามอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงมาตรฐาน เช่น จ่ายดอกเบี้ยเท่ากับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือน ของธนาคารกรุงเทพ บวก 0.5% ซึ่งหมายความว่า อัตราดอกเบี้ยที่บริษัทจ่าย จะเคลื่อนไหวขึ้นลงตามอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำระยะเวลา 3 เดือน ของธนาคารกรุงเทพ แต่จะสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 3 เดือนอยู่ 0.5% เสมอ เป็นต้น

การจ่ายดอกเบี้ยนี้ จะจ่ายเป็นงวดๆ ซึ่งจะกำหนดไว้ล่วงหน้า เช่น จ่ายปีละครั้ง จ่ายทุก 6 เดือน หรือจ่ายทุกไตรมาส เป็นต้น ซึ่งเงินที่จะจ่ายให้แต่ละครั้ง ก็จะคิดตามอัตราดอกเบี้ยจ่ายหารด้วยจำนวนครั้งที่จ่ายดอกเบี้ยต่อปี เช่น ถ้าอัตราดอกเบี้ยจ่าย (Coupon Rate) เท่ากับ ร้อยละ 10 จ่ายทุกๆไตรมาส ก็หมายความว่าจ่ายดอกเบี้ยปีละ 4 ครั้ง ครั้งละ $10/4 = 2.5\%$ เป็นต้น

ดังนั้น ถ้าจะว่าไปแล้ว การซื้อหุ้นกู้ก็เหมือนกับการปล่อยเงินกู้ให้บริษัทนั้นแหละค่ะ จำนวนเงินที่ปล่อยกู้ก็เท่ากับมูลค่าหน้าตั๋วของหุ้นกู้ ส่วนอัตราดอกเบี้ยที่ได้รับก็คืออัตราดอกเบี้ยจ่าย (Coupon Rate) ที่กำหนดไว้นั่นเอง แต่เงินปล่อยกู้ที่ว่าเป็นเงินปล่อยกู้ที่ไม่มีหลักทรัพย์อะไรค้ำประกันค่ะ เรียกว่าไว้เนื้อเชื่อใจในบริษัทผู้ออกตั๋วเงินกู้นั้นแหละ แต่ตามปกติแล้ว บริษัทที่ออกหุ้นกู้ ก็มักจะเป็นบริษัทที่มีชื่อเสียง มีฐานะทางการเงินและกิจการที่มั่นคง และส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ค่ะ ดังนั้น ก็พอจะไว้เนื้อเชื่อใจกันได้หรอก แต่ก็อยากจะให้ทราบเอาไว้แหละค่ะ ว่าการซื้อหุ้นกู้ก็เหมือนกับการปล่อยกู้ที่ไม่มีอะไรค้ำประกัน เพราะฉะนั้น ถ้าเกิดจับพลัดจับพลู บริษัทมันเกิดเจ๊งขึ้นมาจริงๆ (ถึงจะเกิดขึ้นได้ยากก็เถอะ) คุณในฐานะผู้ถือหุ้นกู้ ก็จะเข้าคิวเป็นคนสุดท้ายในบรรดาเจ้าหนี้ด้วยกัน ที่จะรอรับเงิน ซึ่งหมายความว่า เจ้าหนี้อื่นๆที่เค้าปล่อยกู้ให้บริษัทแต่มีหลักทรัพย์ค้ำประกัน จะได้เงินคืนก่อน หรือไม่ก็ยึดหลักทรัพย์ค้ำประกันไป เหลือติดกันถุงมาเท่าไร ค่อยถึงตาคุณเก็บเงินมั่ง แต่ก็ยังดีนิดนึง ที่คุณยังยืนอยู่ข้างหน้าพวกที่ถือหุ้นบริษัท เพราะพวกนี้จะยืนอยู่แถวหลังสุดเลยละ

ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อในการกำหนดราคาหุ้นกู้

1. มูลค่าหน้าตั๋ว (Face Value) แนนอนค่ะ เพราะการซื้อหุ้นกู้ สามารถมองเหมือนกับการปล่อยเงินกู้ให้บริษัท ดังนั้น ถ้ามูลค่าหน้าตั๋ว (ซึ่งก็คือจำนวนเงินที่คุณปล่อยกู้ให้กับบริษัทนั้นแหละ) สูง มูลค่าของหุ้นกู้ก็สูงตามไปด้วย
2. อัตราดอกเบี้ยจ่าย (Coupon Rate) ถ้าจ่ายดอกเบี้ยเยอะๆ มูลค่าของหุ้นกู้ก็สูงตามค่ะ
3. อายุของหุ้นกู้ (Time to Maturity) อันที่จริงอันนี้อาจจะไม่เห็นชัดเจนนักค่ะ ตามปกติแล้ว ถ้าอายุหุ้นกู้นาน ดอกเบี้ยจ่าย (Coupon Rate) ก็ควรอย่างยิ่งสูง ทำไมเหรอคะ ก็แห่ม เล่นเอาเงินคุณไปดองตั้งนาน ก็ต้องจ่ายดอกเบี้ยเยอะหน่อย จะได้เป็นแรงจูงใจ

อีกประเด็นหนึ่งที่อายุหุ้นกู้จะมีผลต่อราคาหุ้นกู้ก็คือ กรณีที่หุ้นกู้นั้นซื้อขายกันที่ราคาสูงกว่าหรือต่ำกว่า มูลค่าหน้าตั๋ว (แล้วทำไมถึงซื้อขายกันสูงกว่าหรือต่ำกว่ามูลค่าหน้าตั๋วละ อันนี้ขอเม้มเอาไว้อธิบายในข้อ 4. ถัดไปนี้แล้วกันค่ะ) ซึ่งกรณีที่หุ้นกู้นั้นซื้อขายที่ราคาต่ำกว่าราคาหน้าตั๋ว นั้น เราเรียกว่า ซื้อขายกันที่ discount ค่ะ ส่วนกรณีที่ซื้อขายที่ราคาสูงกว่าราคาหน้าตั๋ว นั้น เราเรียกว่า ซื้อขายกันที่ premium ค่ะ อายุหุ้นกู้ที่ยาวกว่าจะมีผลทำให้ discount หรือ premium นั้น เป็น discount หรือ premium มากขึ้น

4. อัตราดอกเบี้ยซื้อลด (Discount Rate) อันนี้เป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดเลยคะ คุณจะเล่นหุ้นกู้ขาดทุนหรือกำไรมากน้อยแค่ไหน ขึ้นอยู่กับปัจจัยนี้เป็นสำคัญเสียละคะ ทีนี้ ใจเจ้าอัตราดอกเบี้ยซื้อลดนี่คืออะไร พุดง่าย ๆ มันก็คือค่าเสียโอกาสของเงินของคุณนั่นแหละคะ เช่น ถ้าคุณไม่ไปซื้อหุ้นกู้ แต่เอาเงินไปฝากธนาคารจะได้ดอกเบี้ยเท่าไร แต่ไม่ใช่เฉพาะค่าเสียโอกาสของเงินเท่านั้นนะคะ ยังต้องปรับค่านี้ด้วยอัตราความเสี่ยงของบริษัทที่ออกหุ้นกู้ด้วย ถ้าบริษัทนั้นมีความเสี่ยงสูง ทำท่าจะพังพาบเองง่าย ๆ คุณก็ต้องเรียกดอกเบี้ยแพงๆไว้ก่อน จริงไหมคะ แต่ถ้าบริษัทมีความมั่นคงสูง คุณก็อาจจะเรียกดอกเบี้ยน้อยหน่อย ซึ่งดอกเบี้ยอันนี้ อาจจะไม่เท่ากับอัตราดอกเบี้ยจ่าย (Coupon Rate) ที่บริษัทจะจ่ายแก่ผู้ถือหุ้นกู้ก็ได้

และก็เพราะอัตราดอกเบี้ยซื้อลด (Discount Rate) มันไม่เท่ากับอัตราดอกเบี้ยจ่าย (Coupon Rate) นี้แหละคะ ทำให้หุ้นกู้ซื้อขายกันที่ discount หรือ premium กล่าวคือ ถ้าหากอัตราดอกเบี้ยซื้อลด สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยจ่าย ก็หมายความว่า คุณได้รับดอกเบี้ยน้อยกว่าที่คุณควรจะได้ ดังนั้น คุณจะยอมจ่ายราคาเต็มแน่นอน หุ้นกู้นั้นก็ต้องขายกันที่ราคา discount คือต่ำกว่าราคาหน้าตั๋ว

ในทางตรงกันข้าม ถ้าอัตราดอกเบี้ยซื้อลด ต่ำกว่า อัตราดอกเบี้ยจ่าย ก็หมายความว่า คุณได้สัมผัส เพราะดอกเบี้ยที่บริษัทจ่ายให้คุณ มันมากกว่าที่คุณควรจะได้ ดังนั้น ถ้าใครจะมาขอซื้อหุ้นกู้นี้จากคุณ คุณก็จะต้องขายที่ราคาสูงกว่าราคาหน้าตั๋ว (ของดีที่ยังงี้ ให้กันง่ายๆได้ยังงี้) และถ้าคุณจะไปซื้อจากคนอื่น เขาก็ต้องขายให้คุณที่ราคา premium เหมือนกันแหละ

ทีนี้ คงจะยังพอลำบากกันได้เนาะคะ ว่าในข้อ 3. ตะกี้ เราบอกว่า ถ้าอายุหุ้นกู้นาน discount และ premium ก็จะมีมากขึ้นตามอายุ ทั้งนี้ก็เพราะยังงี้คะ สมมุติว่าอัตราดอกเบี้ยซื้อลด สูงกว่า อัตราดอกเบี้ยจ่าย ดังนั้น หุ้นกู้นั้นก็จะขายที่ discount แต่เนื่องจากอายุหุ้นกู้นานยาว ก็หมายความว่า คุณจะต้องเก็บดอกเบี้ยน้อยกว่าที่คุณควรจะได้

กว่าปกติ ดังนั้น ถ้าจะให้คุณซื้อหุ้นกู้นี้ คุณก็ต้องกดราคาลงมาอีก นั่นก็คือ หุ้นกู้จะต้องขายที่ discount มากขึ้นกว่าเดิมอีก จริงไหมคะ

Odd-Period

ที่นี้ ถ้าอัตราดอกเบี้ยซื้อลด เท่ากับ อัตราดอกเบี้ยจ่ายพอดีพอดีเลยละ เราก็ควรจะซื้อขายกันที่ราคาหน้าตัวไขใหม่ เก่งมาก ถูกต้องแล้วค่ะ แต่มันก็ไม่ถูกเสมอไปหรอกนะคะ เอ๊ะยังไง คือยังงี้ค่ะ มันจะถูกต้อง ก็ต่อเมื่อคุณซื้อหุ้นกู้ ณ วันที่จ่ายดอกเบี้ยพอดีเท่านั้น

ปัญหามันเกิดจากไอ้เจ้าสิ่งที่วงการซื้อขายตราสารหนี้เรียกกันว่า Odd-Period นี้ละค่ะ สมมุติว่าหุ้นกู้นี้จ่ายดอกเบี้ยทุกไตรมาส (3 เดือน) และครั้งล่าสุดเพิ่งจ่ายดอกเบี้ยไปเมื่อเดือนที่แล้ว โดยที่อัตราดอกเบี้ยซื้อลด เท่ากับ อัตราดอกเบี้ยจ่ายพอดี ทีนี้มีคนมาขอซื้อหุ้นกู้นี้ต่อจากคุณแล้วคุณก็ได้ถือหุ้นกู้นี้มาตั้งเดือนหนึ่ง (นับจากการจ่ายดอกเบี้ยครั้งที่แล้ว) ดังนั้นคุณควรจะได้ออกเบี้ยจากการถือหุ้นกู้มีเดือนหนึ่ง จริงไหมคะ แต่บริษัทผู้ออกหุ้นกู้จะยังไม่จ่ายดอกเบี้ย จนกว่าจะถึงงวดหน้า คุณจะยอมขายที่ราคาหน้าตัวไขใหม่

เรื่องอะไร จริงไม่คะ คุณควรจะได้ออกเบี้ยจากการถือหุ้นกู้มาตั้งเดือนหนึ่งสิ ไม่งั้นคนที่มาซื้อต่อจากคุณก็ได้กำไรฟรีๆ เพราะถือต่อไปอีกแค่ 2 เดือน ก็จะได้ดอกเบี้ยเต็ม 3 เดือน ไม่ได้จะไม่ได้ เสียเชิงแยเลย ดังนั้น คุณต้องขายให้เขาที่ราคาหน้าตัว บวกด้วยดอกเบี้ยอีก 1 เดือนที่คุณควรจะได้นั้น ดังนั้น หุ้นกู้นี้ก็ขายที่ ราคาสูงกว่าหน้าตัว (premium) เพราะต้องบวกดอกเบี้ยที่เข้าไปด้วย

ดังนั้น คุณควรจะทำความเข้าใจเกี่ยวกับเรื่อง Odd-Period เอาไว้ด้วย เพราะมันเป็นผลประโยชน์ที่ไม่ควรจะเสียไปง่ายๆ หรือในทางกลับกัน ถ้าคุณไปซื้อหุ้นกู้ต่อจากคนอื่นเค้า จะได้ไม่บ่ล่อยไปบ่ไวยวายว่าเค้าขายของเกินราคาละ

อัตราดอกเบี้ยซื้อลดควรจะเป็นเท่าไรดี

คะ ไอ้ตัวที่มันมองไม่ค่อยจะเห็นนี่ก็คือ อัตราดอกเบี้ยซื้อลดนี่แหละ ว่ามันควรจะเป็นเท่าไร เพราะอย่างอื่นนี่มันก็กำหนดกันมาหมดแล้ว ไม่ว่าจะป็นราคาหน้าตัว อัตราดอกเบี้ยจ่าย หรือ อายุหุ้นกู้ อย่างที่ได้เรียนให้ทราบไปแล้วนะคะ ว่าอัตราดอกเบี้ยซื้อลดนี้เป็นเหมือนกับค่าเสียโอกาสของเงินของคุณ ปรับด้วยค่าตอบแทนจากความเสี่ยงของกิจการบริษัท ในทางทฤษฎีแล้ว นักวิชาการเค้าบอกว่า อัตราดอกเบี้ยซื้อลดนี้แบ่งออกได้เป็น 2 ส่วน คือ อัตราดอกเบี้ยที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk-free Rate) กับอัตราดอกเบี้ยที่ตอบแทนให้กับความเสี่ยง (ถ้าบริษัทมันเกิดเจ๊งขึ้นมา)

ไอ้เจ้าอัตราดอกเบี้ยที่ไม่มีความเสี่ยงนี่ยังพอมองเห็นได้กลางๆ เช่นอาจจะใช้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรรัฐบาลรุ่นล่าสุด (หรืออัตราดอกเบี้ยซื้อลดของพันธบัตรรัฐบาลที่เค้าซื้อขายกันในตลาดก็ได้ค่ะ) เพราะรัฐบาลคงจะไม่เจ๊งง่ายๆ (ยกเว้นรัฐบาล

ลาวสมัยเปลี่ยนแปลงการปกครอง ที่ต้องเอาเงินก็มาพับจรวดเล่นแก๊งลุ่ม) แต่ไอ้เจ้าอัตราดอกเบี้ยที่ตอบแทนให้กับ ความเสี่ยงของบริษัทนี่สิ มันหายากกันอยู่น่า สรุปแล้วก็เก็บทฤษฎีไว้ดูเล่นในลิ้นชักไปก่อน

แต่ยังไม่หมดหวังค่ะ อย่างน้อยเราก็พอจะกะๆเอาได้บ้างหรอกน่า ว่าบริษัทเนี่ยเค้าไปกู้สถาบันการเงินที่อัตราดอกเบี้ยเท่า ไหร่ ไม่ยากหรอกค่ะ เพราะส่วนใหญ่ก็เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งนั้น หรือถ้าไม่จดทะเบียนในตลาดหลัก ทรัพย์ อย่างน้อยตอนออกตราสารหุ้นกู้ ก็ต้องมีหนังสือชี้ชวน ซึ่งจะมึงบการเงินอยู่ในนั่นด้วย (ถ้าบริษัทไหนออกหุ้นกู้มา ขายแก่ประชาชนทั่วไป แล้วไม่มีหนังสือชี้ชวน ฟ้อง กต. ได้เลยค่ะ)

ในงบกำไรขาดทุน จะมีรายการหนึ่งที่เรียกว่าดอกเบี้ยจ่าย รายการนี้คือเงินที่บริษัทจ่ายเป็นค่าดอกเบี้ยจากเงินกู้ของบริษัท ที่นี้เราจะรู้ได้ยังไงว่าบริษัทกู้เงินเท่าไร ก็ดูจากงบดุลไงคะ ในงบดุลจะมีส่วนของเงินกู้ระยะยาว (ส่วนนี้อยู่ในหนี้สินระยะ ยาวค่ะ) ส่วนของเงินกู้ระยะยาวที่ถึงกำหนดชำระภายใน 1 ปี (ส่วนนี้จะอยู่ในหนี้สินระยะสั้นค่ะ) และเงินกู้ประเภท O/D (อยู่ในหนี้สินระยะสั้นเหมือนกันค่ะ) เราก็คงจะพอจะกะๆเอาได้ ว่าอัตราดอกเบี้ยที่บริษัทจ่ายให้แก่สถาบันการเงิน (ธนาคาร หรือ บงล.) นี้ประมาณซักเท่าไร? มันก็ไม่ถูกต้องร้อยเปอร์เซ็นต์หรอกค่ะ เพราะจริงๆแล้ว ยอดหนี้สินในงบดุลเป็นยอด ณ วันสิ้นสุดงวดบัญชี ซึ่งบริษัทอาจจะเพิ่งกู้มา 1 วันก่อนปิดงวดก็ได้ (ทำให้เราคำนวณอัตราดอกเบี้ยต่ำเกินความจริง) หรือ บริษัทอาจจะเพิ่งจ่ายคืนเงินกู้ไป 1 วันก่อนปิดงวดก็ได้ (ทำให้เราคำนวณสูงเกินความจริง) แต่เราก็สามารถซึ่งบหลายๆปี เข้าช่วยค่ะ จะใกล้เคียงดีขึ้น แม้จะไม่สมบูรณ์ แต่อย่างน้อยเราก็มีอะไรเป็นหลักยึดได้บ้าง

การคำนวณราคาหุ้นกู้

บทความส่วนนี้ ไม่เหมาะสำหรับท่านที่ไม่ชอบคำนวณค่ะ ดังนั้น ถ้าคุณเกลียดการคำนวณ ขอแนะนำให้กระโดดข้ามไป อ่านบทที่ 3 ได้เลยคะ เพราะการคำนวณราคาหุ้นกู้นี้ เครื่องคิดเลขสมัยใหม่มันคำนวณให้ได้อยู่แล้ว หรือถ้าคุณมีเครื่อง คอมพิวเตอร์ ก็สามารถใช้โปรแกรมสำเร็จรูป ช่วยคำนวณได้อยู่ดี แต่ถ้าคุณไม่ถึงกับเกลียดการคำนวณ ขนาดเห็นตัวเลข แล้วผื่นขึ้นคันเนื้อคันตัว ก็อ่านต่อไปได้ค่ะ

เพื่อความเข้าใจ ลองมาคิดกันเล่นๆดูนะคะ ว่าถ้าคุณซื้อหุ้นกู้แล้วคุณจะได้อะไรบ้าง วันแรกที่ซื้อหุ้นกู้ คุณต้องควักเงิน ออกมาซื้อใช่ไหมคะ แล้วคุณได้อะไรตอบแทนมั่ง สมมติว่าราคาหน้าตั๋วเท่ากับ F บาท (ซึ่งก็เปรียบเสมือนเงินต้นนั่นเอง ยังจำได้ไหมคะ) และอัตราดอกเบี้ยจ่ายเท่ากับ $r\%$ ต่อปี จ่าย n ครั้งต่อปี โดยที่หุ้นกุนี้มีอายุ T ปี ดังนั้น คุณจะได้สิ่งตอบ แทนจากการซื้อหุ้นกุนีที่ว่านี้ ดังต่อไปนี้คะ

1. คุณได้ดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งจะจ่ายออกมาให้คุณเป็นงวดๆ อย่างที่ได้พูดไปแล้ว ที่นี้ เงินต้น F บาท ดอกเบี้ยจ่าย $r\%$ ดังนั้น ควรจะได้ดอกเบี้ย rF บาทต่อปี แต่จ่าย n ครั้งต่อปี ดังนั้น ดอกเบี้ยจ่ายต่องวด จึงมีค่าเท่ากับ rF/n บาท
2. คุณได้เงินต้นคืน จำนวน F บาท เมื่อวันที่หุ้นกุนีหมดอายุ

ทั้งสองอย่างนี้ คุณไม่ได้เดี๋ยวนี้วันนี้เลย จริงไหมคะ คุณจะไปได้ในอนาคตข้างหน้า (สมมติว่าบริษัทไม่เจ๊งจ่ายให้คุณครบถ้วนแน่ๆ) ที่นี้ เงินในอนาคตมันก็ต้องมีค่าน้อยกว่าเงินในปัจจุบัน ไซ้ไหมคะ (ถ้าใครตอบว่าไม่ใช่ สามารถเอาเงินมาให้ผู้เขียนวันนี้ แล้วมาเอาคืนจากผู้เขียนวันหลัง โดยห้ามคิดดอกเบี้ย ได้ตลอดเวลาเลยคะ) น้อยกว่าแค่ไหนล่ะ อันนี้ก็ขึ้นอยู่กับค่าเสียโอกาสของเงินของเรา ซึ่งก็คืออัตราดอกเบี้ยขี้ลด หรือ discount rate นั้นแหละ

เอาล่ะเรามาดูกันต่อ สมมติว่าอัตราดอกเบี้ยขี้ลดเท่ากับ $k\%$ ต่อปี เราก็มาคิดบรรณัติไตรยางค์อย่างง่าย ที่เราเรียนกันมาสมัย ป.3-ป.4 ถ้าเรามีเงิน 100 บาท สามารถได้ดอกเบี้ย $k\%$ ต่อปี ดังนั้น ในอีก 1 ปีข้างหน้า เราจะมีเงินเท่ากับ $100+k$ บาท ถูกไหมคะ ดังนั้น

$$\begin{array}{l} \text{เงิน } 100+k \text{ บาท ในอนาคต จะมีค่าเพียง} \\ \text{เงิน } 1 \text{ บาทในอนาคต ก็จะมีค่า} \end{array} \quad \begin{array}{l} 100 \\ \frac{100}{100+k} = \frac{100}{100(1+\frac{k}{100})} = \frac{1}{(1+\frac{k}{100})} \end{array} \quad \begin{array}{l} \text{บาทในวันนี้} \\ \text{บาทในวันนี้} \end{array}$$

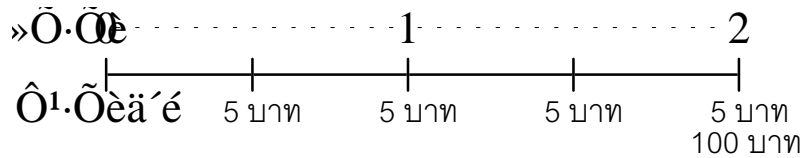
เราเรียก $1/(1+k/100)$ ว่า discount factor ระยะเวลา 1 งวด ซึ่งก็คือส่วนที่จะต้องมาลดทอนจากเงินในอีก 1 ปีในอนาคต เพื่อให้ได้เป็นมูลค่าของเงินในปัจจุบัน

ที่นี้ ถ้าเงินในอนาคต T ปีข้างหน้าล่ะ เราก็เทียบบรรณัติไตรยางค์แบบเดิมคะ จะได้ว่าเงิน 1 บาทในอนาคตอีก T ปีข้างหน้า มีค่าเท่ากับ $1/(1+k/100)^T$ บาทในปัจจุบัน

เอาล่ะคะ ตอนนี้อะไรก็รู้แล้วว่า เราจะตีมูลค่าของเงินในอนาคต มาเป็นมูลค่าของเงินปัจจุบันได้ยังไงแล้ว คราวนี้เราก็แค่ตีมูลค่าของดอกเบี้ยจ่ายและมูลค่าหน้าตัวที่เราจะได้รับในอนาคตทั้งหมด มาเป็นมูลค่าปัจจุบันซะ นั่นก็จะเป็นราคาหุ้นกู้ที่เราควรจะจ่ายคะ อันที่จริงมีสูตรนะคะ แต่อย่าเขียนเลยคะ มันดูยุ่งๆ แล้วก็ไม่ใช่ช่วยให้เข้าใจดีขึ้นซักเท่าไรหรอก เอาเป็นตัวอย่างคำนวณของจริงกันเลยดีกว่าคะ

สมมติว่าหุ้นกู้ของบริษัท คฤธร จำกัด (ชื่อบริษัทเป็นชื่อสมมุติคะ เชื่อว่าจะไม่ไปคล้องกับใครเข้า เพราะความหมายค่อนข้างจะอับมงคลพอสมควรทีเดียว) มีอายุเหลืออีก 2 ปีเต็มพอดี จ่ายดอกเบี้ย 10% ปีละ 2 ครั้ง (ทุก 6 เดือน) ราคาหน้าตัวเท่ากับ 100 บาท โดยเราจะประมาณดูแล้วว่า บริษัท คฤธร นี้เคยกู้เงินจากธนาคารที่อัตราดอกเบี้ยเท่ากับ 12% และเราก็คาดหวังผลตอบแทน 12% จากการซื้อหุ้นกู้ของบริษัท คฤธร นี้เหมือนกัน ที่นี้ เราจะซื้อที่ราคาเท่าไรดี

เรามาดูกันก่อนนะคะ ว่าเราจะได้เงินกี่งวด งวดละกี่สตางค์ ทุกๆครั้งปี เราจะได้ดอกเบี้ยจ่ายเท่ากับ $100 \times 0.10 / 2 = 5$ บาท (ดอกเบี้ย 10% จ่ายปีละ 2 ครั้ง ก็ตกครั้งละ 5% เงินต้น 100 บาท ก็ได้ดอกเบี้ยจ่ายต่องวดเท่ากับ 5 บาท) จนครบ 2 ปี เราจะได้ดอกเบี้ยจ่ายงวดสุดท้าย 5 บาท บวกกับเงินต้นตามราคาหน้าตัวคือ 100 บาท เป็นเงิน 105 บาท ดังรูปข้างล่างนี้คะ



ทีนี้ เราก็มาคำนวณมูลค่าปัจจุบันของเงินเหล่านี้เสียก่อนดังนี้ (จะมีการจ่ายดอกเบี้ยทั้งหมด 4 งวด เพราะจ่ายดอกเบี้ยปีละ 2 ครั้ง และหุ้นกู้อายุ 2 ปี) ดังนี้

ปีที่	งวดที่	มูลค่าในอนาคต	มูลค่าปัจจุบัน
1	1	5.00 บาท	$5.00/(1+0.12/2) = 4.7170$ บาท
	2	5.00 บาท	$5.00/(1+0.12/2)^2 = 4.4500$ บาท
2	3	5.00 บาท	$5.00/(1+0.12/2)^3 = 4.1981$ บาท
	4	$5.00+100.00 = 105.00$ บาท	$105.00/(1+0.12/2)^4 = 83.1698$ บาท

เมื่อรวมกันแล้ว จะได้มูลค่าของเงินในอนาคตเหล่านี้ เป็นมูลค่าปัจจุบันรวมเท่ากับ $4.7170 + 4.4500 + 4.1981 + 83.1698 = 96.5349$ บาท นี้แหละจะเป็นราคาที่ผู้ลงทุนควรจ่ายเพื่อซื้อหุ้นกู้

บางท่านอาจจะสงสัยว่า ทำไมถึงต้องเอา 2 ไปหาร 0.12 ในการคำนวณมูลค่าปัจจุบัน ทำไมไม่ใช้ $1/(1+0.12)$ ซึ่งเป็น discount factor ไปเลย คำตอบก็คือ นี่เรากำลังเป็นงวดละ งวดละ ครึ่งปี ดังนั้น อัตราดอกเบี้ยก็ต้องคิดเป็นครึ่งปีด้วย ก็เลยต้องหารด้วย 2 ค่ะ

การคำนวณ Yield to Maturity

ถ้าท่านอ่านมาถึงจุดนี้ แสดงว่าท่านคงชอบคำนวณอยู่บ้าง (ไม่จำเป็นต้องอ่านบทที่ 3 นานแล้ว) ในส่วนนี้ เราจะคุยกันถึงเรื่อง yield กันค่ะ ใจค้ำว่า yield ในวงการนี้มีอยู่หลายแบบค่ะ เช่น current yield หมายถึงดอกเบี้ยจ่ายหารด้วยราคาหุ้นกู้ เช่น หุ้นกู้หน้าตัว 100 บาท ให้ดอกเบี้ย 10% ต่อปี ขายที่ราคา 95 บาท จะมี current yield เท่ากับ $10 \times 100 / 95 = 10.5263\%$ ต่อปี ซึ่งเป็นการคำนวณกันอย่างง่าย ๆ ค่ะ

แต่ที่เราจะพูดกัน คือ yield to maturity ซึ่งหมายถึงอัตราดอกเบี้ยซื้อลด (discount rate) ที่จะทำให้ หุ้นกู้มีราคาเท่ากับราคาตลาด (หรือราคาที่คุณต้องการ) พอดี ในตัวอย่างหุ้นกู้ของบริษัท คุรุร จำกัด ที่เพิ่งพูดไปก่อนหน้านี้ yield to maturity ที่จะทำให้ราคาหุ้นกู้เท่ากับ 96.5349 บาทนั้น เท่ากับ 12% ซึ่งก็คืออัตราดอกเบี้ยซื้อลดที่เราใช้คำนวณนั่นเอง

การคำนวณ yield to maturity นี้ ช่วยให้คุณรู้ว่า คนที่จะเสนอซื้อ หรือ เสนอขายหุ้นกู้ ที่ราคาเท่าโน้นเท่านี้บาทนั้น เขาใช้อัตราดอกเบี้ยซื้อลดเท่าไร เพราะบางครั้ง (ส่วนใหญ่ด้วยซ้ำไปค่ะ) เวลาคุณจะซื้อ (หรือขาย) หุ้นกู้ คนที่รับซื้อขายเค้าจะ

บอกราคามาเลยว่าจะรับซื้อที่ราคาเท่าไร หรือ ขายที่ราคาเท่าไร แต่เค้าอาจจะไม่บอกคุณหรือบอกว่าเค้าใช้อัตราดอกเบี้ยซื้อลดเท่ากับที่บาท คุณต้องมานั่งคิดเอาเอง ว่าถ้าซื้อหุ้นกู้ที่ราคาที่คุณเสนอมา จะได้ผลตอบแทนที่เปอร์เซ็นต์ ซึ่งต้องใช้การคำนวณ yield to maturity ค่ะ

วิธีการคำนวณ yield to maturity จะต้องใช้การเดาค่ะ เช่น เริ่มจากอัตราดอกเบี้ยซื้อลดที่กะๆเอาจำนวนหนึ่ง แล้วคำนวณมูลค่าของหุ้นกู้ดูว่าออกมาได้สูงกว่าหรือต่ำกว่าราคาที่คุณเสนอมา ถ้าต่ำกว่าแสดงว่า yield to maturity ที่คุณเดาเมื่อตะกี้มันสูงเกินไป (ถ้าอัตราซื้อลดยิ่งสูง ราคาที่คำนวณได้ก็จะยิ่งต่ำ) แต่ถ้าคำนวณแล้วราคาสูงกว่าที่คุณเสนอมา ก็แสดงว่า yield to maturity ที่คุณเดานั้นต่ำไป แล้วก็ลองไปเรื่อยๆ จนได้ราคาใกล้เคียงหรือเท่ากับราคาที่คุณเสนอมา

โอ้โฮ ยิ่งก็คำนวณกันตายนะสิ ค่ะก็คงยังงั้นมั้งคะ คุณทดลองค่าเดาไปจนได้ค่าใกล้เคียงก็พอคะ แต่มันไม่มีทางเลือกอื่นเลยจริงๆนอกจากลองเดาเอา ต่อให้คุณใช้เครื่องคิดเลขที่สามารถคำนวณค่าพวกนี้ได้ หรือใช้โปรแกรมคอมพิวเตอร์ก็ตาม คอมพิวเตอร์ก็ต้องลองเดาเหมือนกันล่ะคะ เพียงแต่ว่ามันคิดเลขเร็ว และใช้วิธีการเดา (หรือการประมาณการ) แบบมีหลักการหน่อย ก็เลยได้คำตอบที่ค่อนข้างจะถูกต้องและรวดเร็วค่ะ

การคำนวณในกรณีที่มี Odd-Period

ในกรณีที่มี Odd-Period กล่าวคือวันที่คุณซื้อหุ้นกู้ ไม่ใช่วันจ่ายดอกเบี้ย (ซึ่งการซื้อขายส่วนใหญ่จะเป็นกรณีที่มี Odd-Period จริงๆนั่นแหละค่ะ) เราก็ต้องนำเอาระยะเวลาที่เป็น Odd-Period มาคำนวณด้วย ใช้ตัวอย่างเดิม คือ ตัวอย่างของบริษัท คฤธร จำกัด เมื่อตะกี้นั้นคะ แต่สมมุติว่า คุณไปซื้อเอา 3 เดือนหลังจากการจ่ายดอกเบี้ยครั้งล่าสุด ดังนั้น ระยะเวลาจากวันที่คุณซื้อ จนถึงวันจ่ายดอกเบี้ยครั้งหน้า ก็จะไม่ใช่ 1 งวดเต็ม แต่จะเป็น 1/2 งวด (เพราะงวดละ 6 เดือน แต่เหลือเวลาอีกแค่ 3 เดือนก็จะจ่ายดอกเบี้ยครั้งหน้าแล้ว) และการจ่ายดอกเบี้ยงวดที่ 2 ก็จะไม่ใช่อีก 2 งวดข้างหน้า แต่จะเป็น 1.5 (1 + 1/2) งวด อะไรทำนองนี้แหละคะ จนถึงงวดสุดท้าย ซึ่งคุณจะได้เงินต้นคืนด้วย ก็จะกินระยะเวลาไม่ถึง 4 งวด แต่จะเป็น 3.5 งวด ดังนั้น เราจึงคำนวณมูลค่าปัจจุบันของเงินในอนาคตได้เป็น

ปีที่	งวดที่	มูลค่าในอนาคต	มูลค่าปัจจุบัน
1	1	5.00 บาท	$5.00/(1+0.12/2)^{0.5} = 4.8564$ บาท
	2	5.00 บาท	$5.00/(1+0.12/2)^{1.5} = 4.5815$ บาท
2	3	5.00 บาท	$5.00/(1+0.12/2)^{2.5} = 4.3222$ บาท
	4	$5.00+100.00 = 105.00$ บาท	$105.00/(1+0.12/2)^{3.5} = 85.6286$ บาท

ซึ่งมูลค่าปัจจุบันรวมเท่ากับ $4.8564+4.5815+4.3222+85.6286=99.3888$ บาท ซึ่งมากกว่าในกรณีที่ไม่มี Odd-Period (ที่เราคำนวณได้ 96.5349 บาท) ส่วนต่าง $(99.3888-96.5349=2.8539)$ บาท ที่คุณต้องจ่ายเพิ่มนั้น เป็นดอกเบี้ยที่ต้องจ่ายคนที่เค้าขายให้คุณ เนื่องจากเค้าถือหุ้นกู้ขึ้นมา 3 เดือนแล้วนั่นเอง

ถึงตรงนี้ คุณอาจจะถามว่า อ้าว ถ้าเค้าถือมาแล้ว 3 เดือน โดยที่อัตราซื้อลดเท่ากับ 12% เค้าก็ควรจะได้ดอกเบี้ย 3 บาท (12/4) สิถึงจะถูก ไหงได้แค่ 2.8539 บาทล่ะ ไม่ใช่ 3 บาทหรือคะ 2.8539 บาทนะถูกแล้ว ที่ไม่ใช่ 3 บาท เพราะว่าเงินลงทุนของเค้าจริงๆก็ไม่ถึง 100 บาท ตามราคาหน้าตัว แต่ต่ำกว่านั้น (เพราะหุ้นนี้ขายที่ discount) นอกจากนี้ ถ้าเขาถือหุ้นนี้ต่อไป กว่าจะได้เงินค่าดอกเบี้ยจริงก็อีก 3 เดือนข้างหน้า แต่พอเค้าขาย เค้าก็ได้เงินค่าดอกเบี้ยเลยวันนี้ ซึ่งมันจะต้องมีค่าน้อยกว่าเงินในอีก 3 เดือนข้างหน้าอย่างแน่นอนค่ะ

วิธีการคำนวณในกรณีที่มี Odd Period แบบนี้ เป็นวิธีที่ถูกต้องตามทฤษฎีค่ะ ในทางปฏิบัติ บางแห่งอาจจะใช้วิธีอื่น เช่น การตัดระยะเวลาของ Odd Period เป็นเส้นตรง แล้วคำนวณแบบที่เราเคยเรียนกันสมัย ป. 6 - ป. 7 คือ $\text{ปตอ.} / 100$ (จำนวนปี x เงินต้น x อัตราดอกเบี้ย / 100) อะไรทำนองนั้นแหละค่ะ ซึ่งข้อปลีกย่อยในการคำนวณที่ต่างกันในแต่ละสถาบันการเงิน ได้ก่อให้เกิดความสับสนกันพอสมควร เพราะออกมาแล้วไม่ตรงกันพอดีเป๊ะ แต่ในปัจจุบัน สถาบันการเงินต่างๆ ก็เริ่มหันกลับมาใช้วิธีการคำนวณทางทฤษฎี (ที่เราใช้กันในที่นี้) กันมากขึ้นแล้วละค่ะ เพื่อให้เป็นมาตรฐานเดียวกัน

วอร์แรนท์ (Warrant)

วอร์แรนท์ (Warrant) คือตราสารที่บริษัทใดบริษัทหนึ่งออก เพื่อให้สิทธิแก่ผู้ถือ ในการที่จะซื้อหุ้นของบริษัทผู้ออกได้ ในราคาที่กำหนดไว้ล่วงหน้า ซึ่งเรียกว่า ราคาใช้สิทธิ หรือ Exercise Price ภายในระยะเวลาที่กำหนด

จะเห็นได้ว่า Warrant ให้สิทธิแก่ผู้ถือ แต่ไม่ใช่เป็นข้อผูกพัน ซึ่งหมายความว่าผู้ซื้อมีสิทธิที่จะซื้อ หรือไม่ซื้อก็ได้ ถ้าไม่ซื้อก็ปล่อยให้สิทธินั้นหมดอายุไป แต่ถ้าซื้อก็ต้องเอาเงินจำนวนเท่ากับราคาที่กำหนด คือ Exercise Price ไปแลกซื้อหุ้นมา หุ้นที่ได้นี้ จะเป็นหุ้นที่บริษัทออกมาใหม่ ดังนั้น จะมีผล dilution ที่เกิดจากหุ้นใหม่ที่ออกมาด้วย

Warrant ที่ออกในประเทศไทย ส่วนใหญ่จะมีระยะเวลาใช้สิทธิได้หลายงวด เช่น ทุกๆ 3 เดือน หรือ ทุกๆ 6 เดือน แต่เมื่อใช้สิทธิแล้วก็นำมาใช้สิทธิในงวดต่อไปอีกไม่ได้ (เพราะบริษัทจะเอาใบ warrant กลับคืนไปพร้อมกับเงินที่คุณจ่ายเพื่อแลกซื้อหุ้น)

Warrants กับ Options

บางท่านอาจจะเคยได้ยินคำว่า Options ซึ่งจริงๆแล้ว ก็มีคุณสมบัติใกล้เคียงกับ Warrants มากทีเดียวค่ะ เพียงแต่ว่าในบ้านเรา ยังไม่มี Options ขายเท่านั้นเอง เจ้าตัว Options นี้ก็เป็นสิทธิที่จะแลกซื้อหุ้นเหมือนกับ Warrants เลยค่ะ แตกต่างตรงที่ว่า Options ออกโดยคนทั่วไป ซึ่งถ้าคุณจะใช้สิทธิ คนๆนั้นก็จะต้องเตรียมหุ้น (ถ้ายังไม่ได้เตรียมก็ต้องไปซื้อจากตลาด) ไว้ให้คุณ ซึ่งหุ้นที่เค้านำมาให้คุณนั้น เค้ายก็ต้องไปหาเอามาจากตลาด แต่ Warrants นั้นออกโดยบริษัทเจ้าของหุ้น ดังนั้น ถ้าคุณใช้สิทธิ บริษัทก็ออกหุ้นใหม่มาให้คุณ ซึ่งจะมี dilution เพราะจำนวนหุ้นในตลาดจะเพิ่มขึ้น

ข้อแตกต่างอีกประการหนึ่งก็คือ Options จะมีอายุค่อนข้างสั้น ส่วนใหญ่จะไม่เกิน 6 เดือน แต่ Warrants จะมีอายุยาวกว่า คือตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไป บางทีอาจจะยาวถึง 10 ปี แต่ส่วนใหญ่จะอยู่ในช่วง 2-5 ปี

Warrant ในฐานะเครื่องมือป้องกันความเสี่ยง

Warrant สามารถใช้เครื่องมือป้องกันความเสี่ยงได้ดี เช่น ถ้าคุณได้ยินมาจากเพื่อนของคุณว่าหุ้นของบริษัท ระเบิดศรี (ชื่อย่อว่า RMS เป็นนามสมมุติอีกเหมือนกันค่ะ ความหมายค่อนข้างอุบาทว์ ดังนั้น เชื่อว่าจะไม่ไปพ้องกับใคร) กำลังจะ

ฟังก์ชัน เนื่องจากกำลังจะไป joint venture กับบริษัทต่างประเทศ ผลิตรถยนต์มือถือรุ่น discomfort 3000 ที่มีความจุมากกว่า comfort 100 ถึง 3 เท่า และยังสามารถใช้เป็นโทรศัพท์มือถือระบบ 850 ได้อีกด้วย

ในขณะเดียวกัน คุณไม่ค่อยเชื่อข่าวลือนี้เท่าไร เพราะยังงงๆ คนก็คงจะรู้สึกตะขิดตะขวงใจบ้างหรอก เวลายกกระทาไปทอดทอด (ถึงจะเป็นกระทาทอดก็เถอะ) นอกจากนี้คุณยังรู้ด้วยว่ากิจการของ RMS ก็ทำมาไม่ค่อยจะดีเท่าไร อันที่จริงคุณกำลังคิดจะขายอยู่รอมร่อแล้วด้วยซ้ำ แต่ไอ้จะขายทิ้งไปเลย คุณก็ไม่อยากเสี่ยง เพราะถ้าเกิดราคาหุ้นมันกระโดดจริงๆ อย่างข่าวลือที่เพื่อนคุณบอก แล้วคุณไม่มีหุ้นตัวนี้ คุณก็จะโดนเพื่อนฝูงถากถางเยาะเย้ย แถมเวลาเค้าคุยเรื่องกำไรกัน คุณก็ต้องนั่งเจิบจนน้ำลายบูดกลายเป็นน้ำล้นสายชูไป

แต่ถ้าหุ้น RMS มี warrant ออกมาขาย คุณก็สามารถขายหุ้น RMS แล้วไปซื้อ warrant มาแทนได้ (ในวงการเค้าเรียกการทำแบบนี้ว่าเป็น synthetic put ค่ะ แต่อย่าเพิ่งสนใจเลยว่ามันเป็นยังไง) คุณก็ได้รับการประกันความเสี่ยงไปเรียบร้อยแล้ว เพราะถ้าหุ้น RMS ขึ้นอย่างที่คุณว่า แม้คุณจะขายหุ้นมันไปแล้ว แต่คุณยังมี warrant อยู่ ซึ่งราคาของมันก็จะขึ้นตามราคาหุ้นไปด้วย ดังนั้น คุณก็ยังคงได้เงินอยู่ แต่ถ้าราคาหุ้น RMS ตก เพราะข่าวลือของเพื่อนคุณก็ยังคงเป็นเพียงข่าวโคมลอย คุณก็สบายใจได้ว่าคุณขายหุ้นไปแล้ว และไม่ว่ามันจะตกไปอีกที่ลิปก็ร้อยพลอร์ หรือบริษัท RMS จะเจ๊งกะบิงคาตลาด อย่างเก่งคุณก็เสียเงินเท่ากับราคา Warrant เท่านั้น (แถมคุณยังอาจจะสามารถ หัวเราะเยาะเพื่อนคุณได้อีกต่างหาก แต่ถ้าเพื่อนคุณอารมณ์ร้อนก็ไม่ต้องหัวเราะเยาะก็ได้ค่ะ กำไรที่ได้อาจไม่คุ้มค่าพยาบาล)

Warrant ในฐานะเครื่องมือเก็งกำไร

ในขณะเดียวกัน Warrant ก็สามารถใช้เป็นเครื่องมือเก็งกำไรได้ดีเช่นเดียวกัน ยกตัวอย่างของหุ้นบริษัท ระเบิดศรี (RMS) อีกทีค่ะ สมมติว่าคุณเชื่อเพื่อนคุณว่าราคาหุ้นมันต้องพุ่งกระโดดอย่างแน่นอน แต่พอถ่วงลงไปในระยะเป่าสตางค์แล้ว ก็บอจี้ ไม่มีเงินมากพอ คุณก็สามารถซื้อ Warrant แทนหุ้นได้เหมือนกัน เพราะ Warrant จะมีราคาถูกกว่าหุ้นเสมอ (อย่างน้อยก็ในทางทฤษฎีนะค่ะ ในตลาดบ้านเรา เคยมีบางช่วงสั้นๆ ที่ตลาดไม่มีประสิทธิภาพมาก จนราคา warrant กลับพุ่งสูงกว่าราคาหุ้นซะอีก ซึ่งเป็นเรื่องเหลือเชื่อจริงๆ ค่ะ)

เนื่องจากราคา warrant จะต่ำกว่าราคาหุ้น แต่การเคลื่อนไหวของราคาจะไปในทิศทางเดียวกัน และใกล้เคียงกัน (ตามทฤษฎีแล้ว การเคลื่อนไหวของราคา warrant ที่คิดเป็นจำนวนเงินจริงๆ จะน้อยกว่าหรืออย่างมากที่สุดก็ไม่เกินการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นค่ะ) ดังนั้น คุณลงทุนเงินแต่น้อย แต่ได้กำไรเป็นเงินพอกๆ กับซื้อหุ้น ผลตอบแทนเมื่อคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ จะสูงกว่าการซื้อหุ้นไปอย่างมหาศาลเชียวนะ ลักษณะของการลงทุนที่ใช้เงินน้อยกว่า แต่ได้กำไรที่เป็นตัวเงินพอกๆ กันนี้แหละ เราจึงเรียกว่า warrant มี gearing ค่ะ เพราะลักษณะของมันจะคล้ายๆ กับคุณกู้เงินมาเล่นหุ้น (ถ้าคุณกู้เงินบางส่วนมาเล่นหุ้น ต้นทุนคุณก็น้อยเหมือนกัน แต่ได้เงินกำไรหรือขาดทุนเท่ากับเล่นหุ้นโดยใช้เงินตัวเองทั้งหมด)

แต่ gearing นี้มันก็เป็นดาบสองคมนะค่ะ เพราะถ้าหุ้นไม่ขึ้น แต่กลับตกลงมาแทน คุณก็จะขาดทุนพอกๆ กับซื้อหุ้นเหมือนกัน คิดเป็นเปอร์เซ็นต์ขาดทุนแล้วก็จะน่าใจหายได้เหมือนกันค่ะ

ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อราคาของ Warrant

1. ราคาหุ้น เมื่อเทียบกับราคาใช้สิทธิ (Exercise Price) กล่าวคือ ถ้าราคาหุ้นสูงขึ้นมากๆ ราคาของ warrant ก็จะสูงขึ้นด้วย โดยเฉพาะอย่างยิ่ง เมื่อราคาหุ้น ณ เวลานั้น สูงกว่าราคาใช้สิทธิ เพราะคุณสามารถที่จะใช้ warrant ไปแลกซื้อหุ้นได้ในราคาใช้สิทธิ แล้วเอาหุ้นนั้นมาขายในราคาตลาด (ซึ่งสูงกว่า) และได้กำไรจากส่วนต่างดังกล่าว ดังนั้น ถ้ามี warrant ของบริษัทเดียวกัน แต่มีราคาใช้สิทธิต่างกัน ตัวที่มีราคาใช้สิทธิต่ำกว่าจะมีค่ามากกว่า
2. อายุของ warrant กล่าวคือ warrant ที่มีอายุยาว จะมีราคาสูงกว่าที่มีอายุสั้น ทั้งนี้เพราะ warrant ให้สิทธิกับคุณที่จะแลกซื้อหุ้นได้ในราคาตามสิทธิ ถ้าอายุ warrant ยาว คุณก็มีโอกาสสูงที่จะทำกำไรนานขึ้น
3. อัตราเงินปันผลจ่ายของหุ้น เมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผลออกมา หลังวันที่ปิดทะเบียน (XD) ราคาหุ้นก็จะตกลงมา (ตามทฤษฎีจะเท่ากับราคาหุ้นเมื่อวันก่อน XD หักด้วยเงินปันผลจ่ายต่อหุ้น) ซึ่งเรารู้มาจากข้อ 1. แล้วว่าถ้าราคาหุ้นตกลง ราคา warrant ก็จะตกลงด้วย ทั้งนี้ถ้าหากบริษัทจ่ายเงินปันผลเยอะๆ แล้วก็บ่อยๆ ราคาหุ้นก็ตกลงบ่อยๆ เยอะๆ ยิ่งงี้ก็แย่นะซี ก็นั่นสิคะ ด้วยเหตุนี้แหละ ถ้าบริษัทมีพฤติกรรมชอบจ่ายเงินปันผลหนักๆ ก็จะมีผลทำให้ราคา warrant ของบริษัทนั้นลดลงไปด้วยค่ะ
4. ความแกว่งตัวของราคาหุ้น (Volatility) ถ้าหุ้นมันเคลื่อนไหวรุนแรง ราคาของ warrant ก็จะสูงขึ้นค่ะ เพราะเราสามารถมอง warrant เป็นเครื่องมือประกันความเสี่ยงได้ ดังนั้น ถ้าการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นมันรุนแรง ความเสี่ยงจากการผันผวนของราคาก็สูง ดังนั้น เราก็ยินดีที่จะจ่ายแพงหน่อยเพื่อประกันความเสี่ยงที่สูงขึ้น เจ้าตัว Volatility นี้แหละ เป็นปัจจัยสำคัญที่เดี่ยวๆ ที่มีผลกระทบต่อราคาของ warrant
5. อัตราดอกเบี้ย ซึ่งนักวิชาการท่านเรียกว่า Risk-Free Rate ซึ่งหมายถึงอัตราดอกเบี้ยที่ไม่มีความเสี่ยง ที่เราเคยพูดกันไปในบทที่แล้วไงคะ (จำได้ป) ถ้าอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น (สมมติว่าราคาหุ้นไม่เปลี่ยนแปลง) มูลค่าของ warrant จะสูงขึ้นค่ะ ถ้าถามว่าทำไม อันนี้อธิบายยากหน่อยค่ะ เพราะมันยาว โยงไปถึงวิธีการป้องกันความเสี่ยงของคนที่ขาย Options ซึ่งเกินกว่าขอบเขตของบทความนี้ (และเกินขอบเขตความรู้ของผู้เขียนด้วยค่ะ) เขาเป็นการอธิบายแบบรวบรัดแล้วกันนะคะ สาเหตุมันเป็นเพราะว่า เราสามารถเลียนแบบการถือ Warrant ได้ด้วยการกู้เงินบางส่วน แล้วมาซื้อหุ้นค่ะ พุดง่ายก็คือ ถ้าหุ้นนั้นๆไม่มี warrant ออกมาขาย เราก็พอจะสร้างอะไรที่มันคล้ายๆ warrant ขึ้นมาเองได้ โดยการกู้เงินมาส่วนหนึ่ง ใช้เงินตัวเองส่วนหนึ่ง แล้วมาซื้อหุ้นค่ะ (ท่านที่ชอบเล่น margin ทั้งหลาย ทราบหรือไม่ว่าการเล่นหุ้นแบบ margin นั้นก็คล้ายๆกับการเล่น warrant แหละค่ะ แม้จะไม่เหมือนกัน 100% ก็ตาม แต่ก็คล้ายๆละค่ะ)

ยังจำได้ไหมคะ เราได้พูดไปแล้วว่า warrant มันมีคุณสมบัติของ gearing ดังนั้น เราก็ทำให้เกิด gearing คล้ายๆกันกับ warrant ได้ โดยการกู้ยืมค่ะ ทั้งนี้ถ้าอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ต้นทุนการกู้ยืมเพื่อมาทำ gearing ก็สูงขึ้น ดังนั้น ต้นทุนการสร้าง warrant เทียมก็จะสูงขึ้น และนั่นเป็นสาเหตุที่ว่า ทำไมถ้าอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ราคา warrant ถึงสูงขึ้น

อย่างไรก็ดี อันนี้เราสมมุติว่าราคาหุ้นมันคงที่นะคะ แต่ในโลกของความเป็นจริง เมื่ออัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนไป ราคาหุ้นมันจะเปลี่ยนไปด้วย กล่าวคือ ถ้าอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น ราคาหุ้นมักจะลดลง เพราะเงินส่วนหนึ่งจะไปไหลจากตลาดหุ้นไปยังตลาดเงิน ด้วยการเอาเงินไปฝากสถาบันการเงิน (เพราะอัตราดอกเบี้ยมันดี) หรือซื้อพันธบัตรหรือหุ้นกู้มากขึ้น นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นก็หมายถึงต้นทุนการกู้ยืมของบริษัทจดทะเบียนจะต้องสูงขึ้นไปด้วย นั่นหมายถึงผลกำไรจะลดลง (ยกเว้นแต่ถ้าบริษัทไม่กู้เลย) ซึ่งราคาหุ้นจะลดลงมากน้อยเท่าไร? เมื่ออัตราดอกเบี้ยสูงขึ้นนั้น ขึ้นอยู่กับความอ่อนไหวของผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นนั้นๆ เมื่อเทียบกับอัตราดอกเบี้ยคะ ทีนี้ถ้าราคาหุ้นลดลง มูลค่าของ warrant ก็ลดลงไปด้วย ดังนั้น มันจึงมีผลกระทบต่อ 2 ประการซึ่งหักล้างกันคะ

ดังนั้น ถ้าจะพูดถึงผลรวมๆจริงๆแล้ว ก็ยังไม่แน่ว่า ถ้าอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น จะมีผลยังไงกับราคา warrant เราพูดได้แค่ว่า ถ้าอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น โดยไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นแล้ว ราคา warrant จะต้องสูงขึ้นไป แต่ทั้งนี้และทั้งนั้น มันก็ขึ้นอยู่กับว่า ในโลกของความเป็นจริงแล้ว อัตราดอกเบี้ยมีผลกระทบต่อราคาหุ้นอย่างไรด้วย

คุณสมบัติบางประการของ Warrant ที่ท่านควรทราบ

Warrant มีคุณสมบัติบางอย่างที่ท่านควรทราบ เพราะจะช่วยให้คุณหลีกเลี่ยงภัยพิบัติ ที่อาจเกิดขึ้นจากการเล่น warrant เพื่อเก็งกำไรอย่างไม่ลืมหืมตาได้ ในตลาดเมืองไทย เคยมีปรากฏการณ์ที่ราคา warrant แหกกฎว่าด้วยคุณสมบัติของ warrant เหล่านี้มาแล้ว และแน่นอนคะ มีคนเจ็บตัวไปไม่น้อยทีเดียวคะ

1. ราคาของ Warrant จะไม่มีวันติดลบ (ต่ำกว่า 0 บาท) เป็นอันขาด ทั้งนี้เนื่องจาก warrant เป็นสิทธิ แต่ไม่ใช่พันธะผูกพัน ดังนั้น ในกรณีที่สถานะการล้มละลาย (สมมุติว่าบริษัทเจ๊งแล้ว) คุณก็ไม่ใช้สิทธิที่จะแลกซื้อหุ้นนั้น ปล่อยให้ warrant หมดอายุไปเฉยๆ (บริษัทไม่มีสิทธิที่จะเอาปืนมาจี้คุณ แล้วบอกว่าคุณต้องซื้อหุ้นของบริษัทนะ เพราะมันเป็นสิทธิของคุณ) แต่ถ้าสถานะการดี (กล่าวคือราคาหุ้นสูงกว่าราคาใช้สิทธิ) คุณก็ใช้สิทธิแล้วก็เอาหุ้นที่แลกมาได้ขายทอดตลาด เก็บกำไรเข้ากระเป๋าสบายแฮ ดังนั้น อย่างเลวสุดคุณก็เสมอตัว แต่ถ้าโชคดีมีสิทธิลุ้นรับกำไร ของดีๆแบบนี้ จะไม่มีทางมีราคาต่ำกว่า 0 บาท เป็นอันขาด
2. ณ วันหมดอายุ (Expiration Date) ของ warrant ซึ่งก็คือวันสุดท้ายที่คุณสามารถใช้สิทธิได้ มูลค่าของ warrant จะขึ้นอยู่กับราคาหุ้นในตลาด เมื่อเทียบกับราคาใช้สิทธิ กล่าวคือ
 - 2.1 ถ้าหากราคาหุ้นในตลาดสูงกว่าราคาใช้สิทธิ มูลค่าของ Warrant จะเท่ากับ ราคาหุ้น - ราคาใช้สิทธิ ทั้งนี้ เพราะคุณสามารถใช้สิทธิแลกซื้อหุ้นได้ในราคาใช้สิทธิ (ซึ่งต่ำกว่าที่จะไปซื้อในตลาด) แล้วเอาหุ้นที่แลกมาได้ มาขายในตลาด แล้วก็เก็บกำไรส่วนต่างเข้ากระเป๋าได้ ส่วนต่างระหว่างราคาของหุ้นในตลาด กับราคาใช้สิทธินี้ เราเรียกว่า Intrinsic Value ของ warrant ค่ะ เพราะมันเป็นมูลค่าที่เห็นกันแจ่มๆว่า ถ้าใช้สิทธิตอนนี้ เดียวนี้ จะได้กำไรกี่บาท

2.2 แต่ถ้าหากในวันหมดอายุ ราคาหุ้นในตลาดต่ำกว่าราคาใช้สิทธิล่ะ คุณก็ไม่ใช้สิทธิสิคะ เรื่องอะไร ไปซื้อหุ้นเอา
ในตลาดถูกกว่า ในกรณีนี้ราคาของ warrant ก็จะเท่ากับ 0 บาท เพราะสิทธิที่คุณไม่มีโอกาสได้ใช้ก็ย่อมจะไม่มี
ค่า จริงไหมคะ

อันนี้เป็นคุณสมบัติที่ควรจะต้องจำใส่ใจไว้เลยคะ เพราะเมื่อ warrant เข้าใกล้วันหมดอายุ ราคาของ warrant
ตามทฤษฎี ก็จะเข้าใกล้ intrinsic value มาก ดังนั้น ถ้าราคา warrant ในตลาดสูงกว่า intrinsic value มากๆ
ในขณะที่ warrant ใกล้จะหมดอายุ (เช่น อีกเดือนเดียวจะหมดอายุแล้ว) ก็แสดงว่าราคาในตลาดมันแพงเกินไป
แล้ว รีบขายทิ้งซะ แล้วก็อย่าทะเลาะอะไรว่าเข้าไปซื้อช้อนคือเป็นอันขาดเชียวนะคะ อย่าไปคิดว่า "เฮ้ เมื่อ 6 เดือนก่อน
ราคามันยังเคยสูงกว่านี้ตั้งเยอะเลยนี่นา ต่ำๆอย่างนี้ต้องรีบช้อนซื้อ" อย่าซื้อเชียวนะคะ เพราะราคาเมื่อ 6 เดือน
ก่อนนะ มันยังมี time value เหลืออยู่เยอะ (หัวข้อต่อไปเราจะอธิบายถึงเรื่อง time value ค่ะ) แต่ตอนนี้แทบไม่
เหลือแล้ว จะเอาราคาในอดีต มาใช้ตอน warrant ใกล้หมดอายุไม่ได้ อย่างเด็ดขาดคะ

บางท่านที่เล่นหุ้นมานาน คงจะยังพอจำได้ว่า warrant ของ BBC ในช่วงที่ใกล้จะหมดอายุ ได้ทำความเจ็บปวด
รวดร้าว ให้กับคนที่เล่นเก็งกำไรแบบไม่ลืมหูลืมตากันยังไปบ้าง จริงคะ ประวัติศาสตร์มันอาจจะซ้ำรอยได้ แต่ไม่
ควรจะให้มันมาซ้ำรอยกับเรานะคะ ให้ไปซ้ำรอยกับคนอื่นดีกว่า

3. ราคาของ warrant ณ เวลาใดๆ จะไม่มีวันต่ำกว่า Intrinsic Value เป็นอันขาด (อย่างเก่งก็เท่ากับเท่านั้น) สมมติว่า
วันนี้ราคาหุ้น RMS เท่ากับ 100 บาท ในขณะที่ราคาใช้สิทธิของ warrant ของบริษัท RMS เท่ากับ 95 บาท Intrinsic
value ก็เท่ากับ $100 - 95 = 5$ บาท หมายความว่า ถ้าคุณใช้สิทธิเดี๋ยวนี้แล้วขายหุ้นไปเลย จะได้กำไร 5 บาท เพราะ
ฉะนั้นยิ่งไงๆ ราคา warrant ก็ไม่น่าจะต่ำกว่า 5 บาทแน่นอน

แต่ถ้าคุณไม่ใช้สิทธิเดี๋ยวนี้ คุณยังมีโอกาสลุ้นต่อไปอีกว่า บางทีราคาหุ้น RMS อาจจะขึ้นไปสูงกว่า 100 บาทก็ได้
แล้วกำไรก็อาจจะมากกว่า 5 บาทได้ トラバドที่ warrant ของคุณยังไม่หมดอายุ คุณยังมีโอกาสลุ้นอยู่ได้เรื่อยๆ ดังนั้น
ราคา warrant อาจจะมากกว่า 5 บาทก็ได้ (แต่ไม่น้อยกว่านี้แน่) ส่วนของราคาที่สูงกว่า Intrinsic value นี้เราเรียกว่า
Time Value ของ warrant ค่ะ

ดังนั้น เราจึงสรุปได้ว่า ราคาของ warrant แบ่งออกได้เป็น 2 ส่วน ส่วนแรกคือ Intrinsic Value ซึ่งก็คือส่วนต่าง
ระหว่างราคาตลาดกับราคาใช้สิทธิ (ถ้าราคาตลาดสูงกว่าราคาใช้สิทธิ) หรือ 0 (ถ้าราคาตลาดต่ำกว่าราคาใช้สิทธิ)
และส่วนที่สองคือ Time Value ซึ่งก็คือมูลค่าปัจจุบันของ Intrinsic value ที่อาจจะเกิดขึ้นได้ในอนาคต (ใครจะไปรู้
วันนี้พรุ่งนี้ ราคามันอาจจะขยับไปสูงกว่าราคาใช้สิทธิมากก็ได้) ในวันที่ warrant หมดอายุพอดี Time Value จะเท่า
กับ 0 เพราะมันจะหมดอายุวันแล้ว คุณมีทางเลือกแค่จะใช้สิทธิหรือไม่เท่านั้น แต่เก็บไว้ลุ้นไม่ได้อีกแล้ว

4. ราคาของ Warrant จะไม่มีทางสูงกว่าราคาหุ้นเป็นอันขาด ถ้าหาก Warrant 1 หน่วย สามารถแลกซื้อหุ้นได้ 1 หุ้น
(ยกเว้นแต่ถ้าราคาใช้สิทธิติดลบ ซึ่งนั่นหมายความว่า คุณเอา warrant ไปแลกหุ้น แล้วบริษัทต้องแถมเงินคุณอีกต่าง
หาก ซึ่งคงไม่มีบริษัทไหนบ้าทำอย่างนั้นแน่นอน) อันนี้เข้าใจยากนิดนึง แต่สำคัญมากเชียวนะ เราสามารถมองหุ้นว่า
เหมือนกับเป็น warrant ที่มีราคาใช้สิทธิเท่ากับ 0 บาท และไม่มีวันหมดอายุได้ ทั้งนี้เพราะ เราสามารถเอาหุ้นไปแลก
เป็นหุ้น เมื่อไหร่ก็ได้ โดยไม่ต้องใช้เงินเพิ่มเลยแม้แต่สตึงเดียว (ก็เอาตัวมันเองไปเปลี่ยนเป็นตัวมันเอง ทำไม่จะไม่ได้อะ
ละคะ) แถมคุณอยากจะทำเมื่อไหร่ก็ได้ตลอดกาล ดังนั้น หุ้นก็เป็น warrant ที่มี exercise price เท่ากับ 0 (เพราะเอา

หุ้นไปเปลี่ยนเป็นหุ้นตัวเดิม ไม่ต้องใช้เงินเลยคะ) และมีอายุตลอดกาล (เพราะอยากจะเปลี่ยนเมื่อไหร่ก็ได้) และดียิ่งไปกว่านั้นอีก การเปลี่ยนจากหุ้นเป็นหุ้น ก็ไม่จำเป็นต้องเพิ่มหุ้นใหม่ออกมาในตลาด เพราะฉะนั้นก็ไม่มี dilution effect เหมือน warrant อีกด้วย

ที่นี้เรารู้มาแล้วว่า ราคาใช้สิทธิยิ่งต่ำราคาของ warrant ก็ยิ่งสูง และอายุ warrant ยิ่งยาว ราคา warrant ก็ยิ่งสูงเช่นกัน ดังนั้น ราคาหุ้น ซึ่งเป็นเหมือน warrant ที่มีราคาใช้สิทธิเท่ากับ 0 (ต่ำที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้แล้วคะ) และมีอายุนานตลอดกาล (นานที่สุดแล้วเหมือนกัน) จะต้องมียุทธศาสตร์มากกว่า warrant ใดๆเสมอ

แต่ทั้งนี้ก็มีข้อยกเว้นบ้างนะคะ คือ ตามปกติ Warrant 1 หน่วย จะสามารถแลกซื้อหุ้นได้ 1 หุ้น แต่ก็ไม่เสมอไป เพราะบางทีเวลาบริษัทเพิ่มทุน หรือ split par หรือ จ่ายเงินปันผลขนาดมโหฬารออกมา ซึ่งในกรณีเหล่านี้ จะต้องมีการปรับอัตราการแลกซื้อ และราคาใช้สิทธิ ซึ่งเราจะได้พูดถึงต่อไปคะ ที่นี้ ถ้าเกิดกรณีแบบนี้ขึ้นแล้ว Warrant 1 หน่วย จะสามารถใช้แลกซื้อหุ้นได้มากกว่า 1 หุ้น ซึ่งก็เป็นไปได้ที่ Warrant ชนิดที่ตัวมันเองแลกได้มากกว่า 1 หุ้นนี้ จะมีราคาสูงกว่าตัวหุ้นเอง 1 หุ้น

ดังนั้น ถ้าเมื่อไหร่ที่คุณเห็นราคา Warrant ที่สามารถแลกซื้อได้ 1 หุ้น (คือ Warrant แบบปกตินั่นแหละคะ) สูงกว่าราคาหุ้นของมันเป็นเองละก็ ได้ศุภฤกษ์มิ่งมงคลอันดียิ่ง ที่จะขาย warrant ทิ้งได้แล้วละคะ แต่ถ้าไม่มี warrant นั้นอยู่ในพอร์ต ก็อย่าได้ไปซื้อมันเป็นอันขาด ถ้าอยากจะทำจริงๆเอาเงินไปซื้อหุ้นจะดีกว่าหลายเท่า แล้วอย่าคิดว่าเหตุการณ์แบบนี้จะไม่เกิดนะคะ เพราะมันเคยเกิดขึ้นมาแล้วกับ warrant ของกองทุนบางกอง ที่ราคา warrant ซื้อขายกันที่ระดับสูงกว่าราคาหุ้นซะอีก ซึ่งเป็นเรื่องเหลือเชื่อสมหทัยจรรยา สมควรขายทิ้งเป็นอย่างยิ่ง แต่เหตุการณ์แบบนี้ไม่เกิดขึ้นบ่อยหรอกคะ แปล็บเดียว เพราะฉะนั้นต้องเร็วคะ

5. เมื่อวัดกันเป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคา warrant จะให้อัตราผลตอบแทน (ไม่นับเครื่องหมาย) มากกว่าอัตราผลตอบแทนจากหุ้น ดังที่ได้กล่าวไว้ตั้งแต่ตอนก่อน ว่า warrant มี gearing effect เนื่องจากใช้เงินน้อยแต่ให้กำไรใกล้เคียงกับหุ้น ดังนั้น ถ้าวัดกันเป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคา (ไม่นับเครื่องหมายบวกลบ) warrant จะให้อัตราการเปลี่ยนแปลงของราคามากกว่าหุ้นเสมอ เช่น ถ้าหุ้นตกฟลอร์ 10% ราคาของ warrant จะตกมากกว่า 10%

แต่เมื่อวัดกันเป็นจำนวนเงิน การเปลี่ยนแปลงของราคา warrant (ไม่นับเครื่องหมายบวกลบ) จะต่ำกว่าหรืออย่างมากที่สุดก็ไม่เกินไปกว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น เช่นถ้าหุ้นบวก 3 บาท ราคา warrant ก็ไม่ควรจะบวกเกิน 3 บาท (สมมุติว่าก่อนหน้านี้ ราคาหุ้นและราคา warrant เป็นราคาที่สมเหตุสมผลตามทฤษฎีอยู่แล้ว)

ดังนั้น ถ้าคุณเห็นราคา warrant ชยับตัวขึ้นเอาจัง แต่ราคาหุ้นนิ่งๆ ขึ้นไปได้หนึ่งก็โดนทุบลงมา หรือกลับปักหัวดิ่งลงไปละก็ เตือนตัวเองไว้ได้เลย มีอะไรบางอย่างผิดปกติแล้วคะ อาจจะเป็นไปได้ 2 ทางคือ

- 5.1. ก่อนหน้าที่ warrant จะชยับตัวขึ้นมานั้น ราคา warrant มันต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้น คนจึงเข้ามาซื้อทำให้ราคาสูงขึ้น ตามที่มันควรจะเป็น
- 5.2. หรืออย่างที่สองก็คือ คนเข้ามาซื้อกันแบบไม่ดูตาม้าตาเรือ เก่งกำไรกันไม่ลืมหูลืมตาจนราคา warrant ณ ขณะนี้มันแพงจนเกินกว่าเหตุ

ซึ่งคุณอาจจะตรวจสอบดูว่าเป็นกรณีไหนได้ โดยการคำนวณมูลค่าของ warrant ที่ควรจะเป็นตามทฤษฎี ว่าควรจะมีราคาเท่าไร จากนั้นก็เปรียบเทียบกับราคาในตลาดดู ถ้าเป็นกรณีแรก และราคา warrant ในตลาดยังต่ำกว่าราคา

ทางทฤษฎีอยู่ คุณก็ควรจะซื้อ แต่ถ้าเป็นกรณีที่สอง กล่าวคือ คุณคำนวณยังไง ราคาตามทฤษฎีก็ยิ่งต่ำกว่าราคาตลาดอยู่หลายขุม ก็สมควรจะรีบขายทำกำไรได้แล้วละ ปล่อยให้พวกเขาไม่ดูตาม้าตาเรือเจ็บตัวเสียให้เซ็ด

ในการทำงานกลับกัน ถ้าราคาหุ้นติดตัวสูงขึ้นไม่หยุดยั้ง แต่ราคา warrant กลับไม่ขยับเลย หรือ ราคา warrant ร่วงเป็นนิกปิกหัก แต่ราคาหุ้นแน่นบึ้ง ก็ต้องมาคิดกันอีกว่า อะไรมันผิดปกติไปแล้วละ อาจจะเป็นเพราะ ราคา warrant เมื่อตอนก่อนหน้ามันแพงเกินไป ในขณะที่หุ้นมันถูกเกินไป ดังนั้น ราคาจึงปรับตัวให้มาอยู่ในระดับสมเหตุสมผล หรือ อาจจะเป็นเพราะคนเผลอเธอ ปล่อยให้ราคา warrant มันในตอนนั้นมันต่ำเกินไป มัวแต่ดันหุ้นเพลินไปหน่อย ลืมนึกถึง warrant ไปก็ได้ ซึ่งคุณจะต้องคำนวณดูว่าเป็นกรณีไหน จะได้เลือกเล่นถูกค่ะ

6. ถ้าหุ้นไม่มีกำไรจ่ายปันผลออกมาเลย (หรือถ้าจ่ายเงินปันผลออกมาน้อยมาก) คุณก็ไม่ควรใช้สิทธิใน warrant ก่อนวันหมดอายุ (ยกเว้นแต่กรณีพิเศษที่คุณถือ Warrant ของบริษัทนั้นๆ ไว้เยอะมากจนเกือบหมดตลาด) เพราะอย่างที่ได้อธิบายให้ทราบแล้วนะค่ะ ว่ามูลค่าของ warrant ประกอบด้วย 2 ส่วน คือ intrinsic value และ time value การที่คุณใช้สิทธิวันนี้ คุณจะได้แต่ intrinsic value กล่าวคือ เมื่อคุณใช้สิทธิ คุณก็จะได้หุ้น เอาไปขายในตลาดทำกำไร หมดแล้วก็หมดกัน แต่ขณะเดียวกัน การใช้สิทธิวันนี้ก็เป็นการโยนเอา time value ที่ยังไปอย่างน่าเสียดาย

จะเห็นได้ว่า warrant ที่ยังมีอายุอีกนาน จะซื้อขายกันที่ราคาสูงกว่า intrinsic value เสมอ ทั้งนี้ก็เพราะมันยังมี time value อยู่ ดังนั้น คุณจะได้เงินมากกว่าถ้าคุณขาย warrant ไปในตลาด แทนที่จะใช้สิทธิ นอกจากนี้ ถ้าคุณยังถือติดไปใช้สิทธิอยู่ดี มันก็จะเกิดผลดีกับคนที่ถือ Warrant คนอื่นๆ ที่ยังไม่ใช้สิทธิ เพราะว่าราคาที่คนไปใช้สิทธิทั้งๆที่ยังไม่ควรใช้ จะส่งผลให้สิทธิของคนอื่นที่ถือ Warrant อยู่ มีค่ามากขึ้น

กรณีหนึ่ง ที่การใช้สิทธิก่อนหมดอายุ warrant เป็นการกระทำที่สมเหตุสมผล ก็คือกรณีที่บริษัทจ่ายเงินปันผลออกมาขนาดมหึมา ชนิดที่เรียกว่าหลัง XD ไปแล้ว ราคาหุ้นตกกราวรู๊ด ชนิดอีกหลายปีทีเดียว กว่าจะกุกกลับมาที่เดิมได้ (และแน่นอนราคา warrant ของคุณก็ร่วงตามไปด้วย โดยที่คุณไม่ได้เงินปันผลเลยซักสตางค์เดียว เพราะคุณถือแต่ warrant ซึ่งไม่ใช่หุ้น) ในกรณีนี้ ถ้าคุณรู้ล่วงหน้าว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลขนาดยักษ์ให้แก่ผู้ถือหุ้น ก็สมควรรีบๆ ไปใช้สิทธิแลกเป็นหุ้นซะ จะได้เก็บเงินปันผลขนาดมหึมาเข้ากระเป๋า ซึ่งจะคุ้มกว่า

อย่างไรก็ดี กรณีการจ่ายเงินปันผลขนาดยักษ์แบบนี้ ไม่ค่อย (หรือแทบจะไม่มี) เกิดขึ้นในตลาดเมืองไทย เพราะอัตราเงินปันผลจ่าย (dividend yield) ของหุ้นในตลาดค่อนข้างต่ำ และมีผลไม่มากพอที่จะทำให้ราคาตกกราวรู๊ดลงไปได้ นอกจากนี้ Warrant ของหลายๆบริษัทก็ยังมีกรอบป้องกันผู้ถือ Warrant ไว้ด้วยการกำหนดไว้ว่า ถ้าหากจ่ายเงินปันผลเกินกว่าที่เปอร์เซ็นต์ของกำไรต่อหุ้น จะต้องมีการปรับอัตราแลกซื้อ (Exercise Ratio) และ ราคาใช้สิทธิใหม่ ดังนั้น อาจกล่าวได้ว่า โดยทั่วไปแล้ว คุณควรจะเก็บเป็น warrant เอาไว้ดีกว่าที่จะรีบใช้สิทธิก่อนวันหมดอายุ หรือถ้าอยากทำกำไรก็ขายเป็น warrant ไปในตลาดจะได้เงินมากกว่า

อีกกรณีหนึ่ง ที่การใช้สิทธิก่อนหมดอายุ warrant เป็นการกระทำที่สมควร ก็คือกรณีที่คุณมี Warrant ของบริษัทนั้น เยอะมากๆ เรียกว่าเกินกว่าครึ่งของจำนวน warrant ทั้งหมดที่มีอยู่ในตลาด ในกรณีนี้ คุณอาจจะใช้สิทธิในบางส่วนของ Warrant ที่คุณมีอยู่ เพื่อให้ส่วนของ Warrant ที่คุณยังไม่ได้ใช้สิทธิ มีมูลค่ามากขึ้น

ยังจำได้ไหมคะ เราเคยพูดกันไปแล้วว่า ถ้าคุณใช้สิทธิทุกๆ ที่ warrant ยังไม่หมดอายุ จะส่งผลให้คนที่ถือ Warrant คนอื่นๆ ได้ล้มหล่น เพราะมูลค่าของ warrant ที่คนเหล่านั้นถืออยู่จะสูงขึ้น อันที่จริงมันสามารถพิสูจน์ได้ว่าเป็นยังงั้นจริงๆ แต่การพิสูจน์มันค่อนข้างจะยุ่งยากค่ะ เลยขอไม่พิสูจน์ให้ดู ทีนี้ ถ้าเรามี warrant ของบริษัทนั้นอยู่เป็นจำนวนมาก เมื่อเราเลือกที่จะใช้สิทธิแค่บางส่วนของ warrant ที่เราถือ จริงอยู่ที่เราเสียประโยชน์ไปจากส่วนนั้น แต่เราก็จะได้ประโยชน์จากมูลค่าที่เพิ่มขึ้นของ warrant ในส่วนที่เราถืออยู่ ซึ่งมูลค่าที่เพิ่มขึ้นนี้อาจจะมากกว่าผลประโยชน์ที่เสียไปก็ได้ค่ะ อย่างไรก็ตาม นี่ก็เป็นเพียงเฉพาะกรณีที่คุณมี warrant อยู่มากจริงๆ ซึ่งในความเป็นจริงแล้ว ค่อนข้างยากค่ะที่ใครจะมี warrant มากขนาดนั้น

การคำนวณมูลค่าของ Warrant ตามทฤษฎี

วิธีการคำนวณมูลค่าของ Warrant มีหลายวิธี แต่ส่วนใหญ่จะเป็นการใช้วิธีการคำนวณมูลค่าของ Options มาดัดแปลง โดยปรับผลของ dilution ที่เกิดจากการที่บริษัทต้องออกลูกหุ้นใหม่มาให้คนที่ใช้สิทธิ ซึ่งวิธีในการคำนวณ Options เองก็มีอีกหลายวิธี ขึ้นอยู่กับข้อสมมุติต่างๆ แต่วิธีที่นิยมใช้กันมาก คงจะหนีไม่พ้นวิธีของ Black-Scholes ซึ่งคิดค้นโดย Fisher Black และ Myron Scholes สูตรการคำนวณออกจะดูยุ่งเหยิงอยู่บ้าง แต่ความจริงแล้ว การคำนวณก็ไม่ได้ยากเย็นอย่างที่เห็นจากสูตรหรอกค่ะ

เนื่องจากบทความนี้ พยายามหลีกเลี่ยงส่วนของการคำนวณ เพราะผู้อ่านบางท่านอาจจะไม่ค่อยชอบเรื่องคำนวณมากนัก ดังนั้น วิธีการคำนวณมูลค่าของ Warrant โดยวิธีของ Black-Scholes นี้ จะขอไปพูดในภาคผนวกของบทที่ 3 นี้ ท่านที่สนใจสามารถอ่านได้ค่ะ ส่วนท่านที่ไม่สนใจก็กระโดดข้ามภาคผนวกของบทนี้ไปได้เลยค่ะ

สำหรับท่านที่เป็นโรคภูมิแพ้การคำนวณ ก็สามารถใช้โปรแกรมสำเร็จรูปในการคำนวณมูลค่า Warrants ได้ค่ะ ซึ่ง บล. เอเชีย ก็มีไว้แจกให้ลูกค้าเหมือนกัน (แน่นอนค่ะ ฟรีอยู่แล้ว) ชื่อ WASE (Warrant Analyser, Special Edition) สามารถขอถือปี่ได้จากฝ่ายวิจัย บล. เอเชีย ตลอดเวลาทำการค่ะ โปรแกรมเหล่านี้สามารถคำนวณ มูลค่าของ Warrant ให้ท่านได้ โดยท่านไม่ต้องกดเครื่องคิดเลข และเปิดตารางการกระจายแบบปกติให้ยุ่งยากค่ะ

บางท่านที่มีโปรแกรม MetaStock ตั้งแต่ version 2.5 เป็นต้นไป MetaStock จะมีส่วนของการคำนวณมูลค่าของ Options ให้อยู่แล้ว ซึ่งท่านสามารถนำมาใช้กับ Warrants ได้ โดยการปรับปรุงตัวเลขแค่นิดเดียวค่ะ เริ่มต้นโดยการใส่ค่าต่างๆ ลงไป (วิธีการใช้ หาอ่านเอาจากคู่มือ MetaStock นะคะ ส่วนที่เป็น Option Pricing จะอยู่ในเมนู Indicator ค่ะ) ซึ่ง MetaStock จะให้มูลค่าของ Options ออกมา (ถ้าท่านใช้ MetaStock รุ่นก่อน version 3.5 มูลค่าของ Options จะแสดงในรูปแบบฟลอร์ ท่านต้องเข้าไปอยู่ใน Pointer mode โดยการกดปุ่ม P ก่อน แล้วจึงอ่านมูลค่าของ Option ล้ำสุดได้โดยการกดปุ่ม D อีกที เพื่อเรียก Data Window เข้ามาค่ะ มูลค่าของ Option จะแสดงในส่วนของ Indicator แต่ถ้าท่านใช้ version 3.5 ขึ้นไป MetaStock จะมีส่วนที่เรียกว่า Option Worksheet ซึ่งจะเป็นตารางคำนวณให้เลย เห็นค่าคำนวณกันแจ่มๆ เลยทีเดียว) ทีนี้เมื่อเราได้มูลค่า Option มาจาก MetaStock แล้ว เราก็เอาตัวนี้มาคำนวณค่า Warrant อีกที โดย

เอามูลค่าของ Options ที่ได้จาก MetaStock มาคูณด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด แล้วหารด้วยผลรวมของจำนวนหุ้นทั้งหมดกับจำนวน Warrants ทั้งหมด อีกที เขียนเป็นสูตรได้ดังนี้ค่ะ

$$\text{มูลค่า Warrant} = \text{มูลค่า Option} \times N/(N+n)$$

โดยที่ N คือ จำนวนหุ้นทั้งหมด และ n คือจำนวน Warrants ทั้งหมด สาเหตุที่เราต้องมาปรับค่านี้ ก็เพราะ Warrants จะมีผลของ dilution เนื่องจากบริษัทจะต้องออกหุ้นใหม่มามอบให้แก่คนที่ใช้สิทธิ ดังนั้น จำนวนหุ้นในท้องตลาดจะเพิ่มขึ้น ส่งผลให้มูลค่าหุ้นแต่ละหุ้นลดลง ดังนั้น Warrants จะมีค่าน้อยกว่า Options (สังเกตได้จาก N มีค่าน้อยกว่า N+n ดังนั้น $N/(N+n)$ จะต่อน้อยกว่า 1)

การคำนวณค่า Volatility

ดังที่ได้กล่าวไปแล้วนะคะ ว่าความแกว่งไหวของราคาหุ้น (Volatility) เป็นปัจจัยหนึ่ง ซึ่งมีผลกระทบต่ออย่างมาก ต่อราคาของ Warrant ปัญหาก็คือ ใจ้เจ้า Volatility นี้เราจะวัดกันอย่างไร ก่อนอื่นคงต้องเรียนให้ทราบก่อนว่า การวัดค่า Volatility นี้ จะต้องใช้การคำนวณอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ซึ่งต้องอาศัยความรู้สถิติเบื้องต้น พวกการหาค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) อะไรพวกนี้บ้างเล็กน้อยค่ะ

Volatility เป็นตัววัดว่าราคาหุ้นมีการเคลื่อนไหวที่รุนแรงมากน้อยเพียงใด หรือถ้าจะพูดให้เจาะจงลงไป ค่า Volatility ก็คือค่าความเบี่ยงเบนของการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ซึ่งวัดได้จาก ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นนั้นแหละค่ะ ราคาหุ้นที่ใช้ ควรจะใช้ข้อมูลรายวัน (อันที่จริงยิ่งถ้าเป็นข้อมูลระหว่างวันจะยิ่งดีค่ะ) มากกว่ารายสัปดาห์หรือรายเดือน ทั้งนี้เนื่องจากถ้าเราใช้ข้อมูลรายเดือนสิ่งที่เรามองเห็น อาจจะเป็นเพียงแค่ช่วงเวลาหนึ่งเวลาใดของเดือน (เช่นสิ้นเดือน) เท่านั้น ราคาอาจจะดูเหมือนกับไม่เปลี่ยนแปลงมากนักจากเดือนหนึ่งไปยังอีกเดือนหนึ่ง แต่ภายในแต่ละเดือน ราคาอาจจะเคลื่อนไหวหรือหวามากก็ได้ เพียงแต่เรามองไม่เห็นจากข้อมูลรายเดือนเท่านั้นเอง

การวัดอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคา สามารถ (และควรจะ) วัดจากสูตร

$$R_t = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1})$$

โดยที่ R_t คืออัตราการเปลี่ยนแปลงของราคา ณ วันที่ t
 P_t คือราคาปิดในวันที่ t
 P_{t-1} คือราคาปิดในวันที่ t-1

พอถึงจุดนี้ เราก็จะได้อนุกรมเวลา (Time Series) ของอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นแล้ว เราก็เอาตัวนี้มาคำนวณ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) เท่านั้น โดยใช้สูตร

$$Volatility = \sqrt{\sum_{t=1}^N \frac{(R_t - \bar{R})^2}{N-1}}$$

โดยที่ N คือ จำนวนวันที่ใช้ในการคำนวณ เช่น ถ้าใช้ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของราคา จำนวน 200 วัน N ก็เท่ากับ 200

ยังคง ยังไม่จบ เพราะ Volatility ที่คำนวณได้จนถึงจุดนี้ เป็น Volatility ต่อวัน (ก็เราใช้ข้อมูลรายวันนี้คะ) ซึ่งเราจะต้องนำมาแปลงเป็น Volatility ต่อปีเสียก่อน ทีนี้เราก็จะประมาณเอาว่า ปีหนึ่งมีวันซื้อขายสักกี่วัน ก็ประมาณ 256 วันคะ ดังนั้น เราก็คูณค่าที่คำนวณได้ด้วย $\sqrt{256}$ ก็จะได้คำตอบคะ

ปัญหาที่ตามมา (บางท่านอาจจะสงสัย) ก็คือ ควรจะใช้ข้อมูลจำนวนวันสักกี่วัน พุดง่ายๆก็คือ N ควรจะเท่ากับเท่าไรดี อันนี้ก็แล้วแต่คะ แต่ไม่ควรจะสั้นเกินไป ในขณะที่เดียวกัน แม้ว่าการใช้จำนวนวันมากๆในการคำนวณจะทำให้การวัดค่ามีประสิทธิภาพมากขึ้นในทางสถิติ แต่ในทางปฏิบัติแล้ว Volatility อาจจะไม่คงที่ก็ได้ ดังนั้น ในกรณีที่ความเบี่ยงเบนไม่คงที่ ถ้าใช้จำนวนวันมากเกินไปอาจจะทำให้วัดค่าผิดพลาดได้ คิดว่าประมาณ 250 ถึง 500 วัน (ประมาณ 1 ถึง 2 ปี สมมุติว่า ปีหนึ่งมีประมาณ 250 วัน) น่าจะกำลังดี แต่ทั้งนี้ก็แล้วแต่ว่า ตัว Volatility นี้จะเปลี่ยนแปลงรวดเร็วแค่ไหนคะ

ภาคผนวกบทที่ 3

การคำนวณมูลค่าของ Warrants โดยวิธีของ Black-Scholes

ดังที่ได้เรียนให้ท่านทราบไปแล้วนะคะ ว่าการคำนวณมูลค่าของ Warrants มีหลายวิธี วิธีที่เราจะพูดถึงในที่นี้ เป็นวิธีที่ดัดแปลงมาจากการคำนวณมูลค่า Options ของ Black-Scholes ค่ะ ที่บอกว่าดัดแปลง คือเราดัดแปลงไป 2 ส่วนด้วยกัน ส่วนแรกคือเราดัดแปลงให้วิธีการคำนวณ คำนึงถึงผลกระทบของการจ่ายเงินปันผล (ซึ่งจะทำให้ราคาหุ้นตกลงหลัง XD) ด้วย การดัดแปลงส่วนที่ 2 เป็นการปรับมูลค่าของ Options ให้เป็นมูลค่าของ Warrants โดยคำนึงถึงผลของ dilution ที่จะเกิดจาก Warrants ด้วย ซึ่งการดัดแปลงทั้งสองส่วนนี้ จะช่วยให้ค่าที่คำนวณได้ มีความถูกต้องมากขึ้นค่ะ

สูตรการคำนวณมูลค่าทางทฤษฎีของ Warrants เขียนได้ดังนี้ค่ะ

$$W = \frac{N}{(N+n)} [Se^{-\delta T} N(d_1) - Ee^{-rT} N(d_2)]$$

โดยที่

$$d_1 = \frac{\ln(S/E) + (r + 0.5\sigma^2 - \delta)T}{\sigma\sqrt{T}}$$
$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

ซึ่งตัวแปรต่างๆมีดังนี้ค่ะ

- S คือราคาหุ้น ณ เวลาปัจจุบัน (Stock Price)
- E คือราคาที่สามารถใช้สิทธิแลกซื้อหุ้นใหม่ได้ (Exercise Price)
- σ คือ Volatility ของหุ้น
- T คืออายุของ Warrant ที่เหลืออยู่
- r คืออัตราดอกเบี้ยไม่มีความเสี่ยง ตามปกติจะใช้ yield ของพันธบัตรหรือตัวของรัฐบาล หรือ Effective Federal Fund Rate แต่ในกรณีของเมืองไทย t-bill นี้ไม่ได้ออกมานานแล้ว ส่วน G-bond ก็มีแต่สถาบันการเงินที่ซื้อขายกัน ก็เลยใช้ได้ไม่ค่อยดีเท่าไร แต่ก็คงพอจะกะๆเอาจากอัตราดอกเบี้ย fix หรือ yield ของพันธบัตรรัฐวิสาหกิจที่กระทรวงการคลังค้าประกันก็ได้ค่ะ (ถ้ากระทรวงการคลังค้าแล้วยังเสี่ยงอีกก็แย่แล้ววะมังคะ) ก็คงตกอยู่ในช่วงประมาณ 8-9% ละคะ
- δ คืออัตราเงินปันผลจ่าย คิดจากเงินปันผลจ่ายหารด้วยราคาปัจจุบัน
- N คือจำนวนหุ้นจดทะเบียนทั้งหมด ไม่นับส่วนที่จะเกิดขึ้นจากการใช้สิทธิของ Warrant
- n คือจำนวน Warrant ทั้งหมด
- N(.) คือ Cumulative Normal Distribution Function ซึ่งเราจะต้องเปิดเอาจากตารางค่ะ

ln(.) คือ Natural Logarithm

e คือ exponent ค่าเท่ากับ 2.71828182

สูตรนี้อาจจะดูยุ่งๆไปหน่อย เพราะคำนวณมาจากคณิตศาสตร์ประเภท Stochastic Calculus ที่ดูแล้วปวดหัว แต่มันยังเป็นสิ่งที่ไม่น่าสนใจอย่างยิ่งสำหรับนักลงทุนทั่วไป (ยกเว้นแต่จะเป็นอาจารย์คณิตศาสตร์ หรืออาจารย์ Physics) ปลอ่ยให้เป็นเรื่องของนักวิชาการเขาเถิดค่ะ เขาเป็นว่า เวลาเขาสูตรข้างบนนี้มาคำนวณจริงๆแล้ว ก็ไม่ยุ่งอย่างที่คิดหรอกค่ะ มาลองดูตัวอย่างกันเลยนะคะ

Warrant ของบริษัท ระมาตศรี (RMS) จำกัด มีอายุเหลืออยู่อีก 4 ปี 9 เดือน ราคาใช้สิทธิอยู่ที่ 100 บาท ส่วนราคาหุ้น RMS ตอนนี้อยู่ที่ 110 บาท จากประวัติข้อมูลที่ผ่านมา หุ้น RMS มี dividend yield เท่ากับ 2% และท่านคำนวณ Volatility ของหุ้น RMS ได้เท่ากับ 35% ต่อปี

บริษัท ระมาตศรี มีหุ้นจดทะเบียนทั้งสิ้น 20 ล้านหุ้น และออก Warrant มา 2 ล้านหุ้น อัตราดอกเบี้ยไม่มีความเสี่ยง (Risk-Free Rate) ในท้องตลาดเท่ากับ 6% ท่านจะซื้อ Warrant นี้ ที่ราคาเท่าใด

จากตัวอย่างนี้ เราจะได้ $S = 110$, $E = 100$, $N = 20$, $n = 2$, $r = 0.06$, $T = 4.75$ $\sigma = 0.35$, และ $\delta = 0.02$ สังเกตดูนะคะว่า เราใช้ $N=20$ และ $n=2$ ก็ได้ ไม่จำเป็นต้องใช้หน่วยเป็นล้านจริงๆ เพราะสุดท้ายมันจะหักล้างกันไปเองค่ะ สำหรับอายุของ Warrant 4 ปี 9 เดือน เราแปลงให้เป็นทศนิยมของปี เป็น 4.75 ปี และส่วนตัวเลขที่เป็นเปอร์เซ็นต์ เช่น อัตราดอกเบี้ย หรือ Dividend Yield อะไรพวกนั้น เราทำให้อยู่ในรูปของทศนิยมหมดค่ะ เช่น 2% ก็เป็น 0.02 หรือ 35% ก็เป็น 0.35

ก่อนอื่น เราก็ต้องคำนวณค่า d_1 และ d_2 เสียก่อนค่ะ เริ่มจาก d_1 ก่อนนะคะ เพราะเราต้องเอา d_1 มาคำนวณหา d_2 อีกที

$$\begin{aligned}d_1 &= \frac{\ln(S/E) + (r + 0.5\sigma^2 - \delta)T}{\sigma\sqrt{T}} \\&= \frac{\ln(110/100) + (0.06 + 0.5 \times 0.35^2 - 0.02) \times 4.75}{0.35\sqrt{4.75}} \\&= \frac{\ln(1.1) + 0.10125 \times 4.75}{0.76280731} \\&= \frac{0.09531017 + 0.4809375}{0.76280731} \\&= \frac{0.57624767}{0.76280731} \\&= 0.75543019\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 d_2 &= d_1 - \sigma\sqrt{T} \\
 &= 0.75543019 - 0.35\sqrt{4.75} \\
 &= -0.0073771
 \end{aligned}$$

จากนั้น เราก็คำนวณหาค่า $N(d_1)$ และ $N(d_2)$ เพื่อจะเอามาแทนค่าในสูตรค่ะ ที่นี้การหาค่า $N(d_1)$ และ $N(d_2)$ นี้เราต้องหามาจากพื้นที่ใต้ Normal Distribution Function ซึ่งต้องเปิดตารางเอา ตารางที่ว่านี้ แสดงอยู่ในตารางผนวกที่ 3.1 ทำียบทนี่ค่ะ เรามาเรียนวิธีการอ่านค่าจากตารางกันก่อนดีไหมคะ

แถวบนสุดของตาราง ที่เป็นตัวหนังสือทึบมีค่า 0.00, 1.00, 2.00 และ 3.00 นั้นแสดงส่วนที่เป็นจำนวนเต็มของค่า d_1 หรือ d_2 ค่ะ ส่วนคอลัมน์ที่เป็นตัวหนังสือทึบเหมือนกัน คือ คอลัมน์ที่ 1 และ คอลัมน์ที่ 6 นั้นแสดงส่วนที่เป็นทศนิยมของค่า d_1 และ d_2 ค่ะ คอลัมน์ที่ 1 แสดงทศนิยมจาก 0.00 ไปจนถึง 0.49 ส่วนคอลัมน์ที่ 6 แสดงทศนิยมจาก 0.50 ไปจนถึง 0.99 ค่ะ

วิธีการอ่านค่าจากตาราง เราก็ต้องแบ่งค่า d_1 หรือ d_2 ออกเป็นส่วนที่เป็นเลขจำนวนเต็ม กับส่วนที่เป็นทศนิยมเสียก่อน เช่น 2.5 ก็แบ่งเป็น 2 กับ 0.5 จากนั้นก็ดูจากตารางค่ะ เราเลือกคอลัมน์ที่มีแถวแรกเป็น 2.00 และเลือกแถวที่มีคอลัมน์ทึบ (ในกรณีนี้ใช้คอลัมน์ที่ 6) จะได้ค่าเท่ากับ 0.9938 นั่นคือค่า $N(2.5)$ ค่ะ

เอาอีกตัวอย่างหนึ่งเพื่อความเข้าใจ สมมติว่า $d_1=1.35$ เราก็แบ่งออกเป็น 1.00 กับ 0.35 จากนั้น เลือกแถวจากคอลัมน์ทึบ (กรณีนี้ใช้คอลัมน์ที่ 1) ที่มีค่าเท่ากับ 0.35 จากนั้น เลือกคอลัมน์จากแถวแรกของตารางที่มีค่าเท่ากับ 1.00 จะได้ค่าเท่ากับ 0.9115 พอเข้าใจแล้วนะคะ

แล้วถ้าค่า d_1 หรือ d_2 ติดลบละ จะทำยังไง ง่ายมากค่ะ เราก็ไม่ต้องสนใจเครื่องหมายลบก่อนค่ะ หาค่าออกมาก่อน จากนั้นเอา 1 ตั้ง แล้วหักด้วยค่าที่หาได้ สมมติจากตัวอย่างข้างบนตะกี้ละคะ สมมติว่า $d_1 = -1.35$ เราก็หาค่า จาก 1.35 (ไม่ต้องสนใจเครื่องหมายก่อน) จะได้ 0.9115 อย่างตัวอย่างตะกี้ละคะ จากนั้น เราก็หาค่า $N(-1.35)$ ได้โดยคำนวณจาก $1 - 0.9115 = 0.0885$ ค่ะ ง่ายมากใช่ไหมคะ

เอาละค่ะ กลับมาที่ตัวอย่างของเรากันต่อ เราหาค่า $d_1 = 0.75543019$ และ $d_2 = -0.0073771$ มาได้แล้ว คราวนี้ก็มาเปิดตารางกันค่ะ จะเห็นว่าตารางที่มีอยู่ มันมีแค่ทศนิยม 2 หลักเท่านั้น ดังนั้น เราต้องปัดเศษเอาค่ะ (ผลก็คือคำตอบจะไม่ตรงเป๊ะ แต่ก็ใกล้เคียงค่ะ) เริ่มจากการหา $N(d_1)$ ก่อนนะคะ เราแบ่ง d_1 ออกเป็น 0.00 กับ 0.76 (ปัดเศษค่ะ) จากนั้นเปิดตารางจะได้ค่า $N(0.76)$ เท่ากับ 0.7764 สำหรับค่า $N(d_2)$ ก็หาแบบเดียวกันได้เท่ากับ 0.4960

จวนจะเสร็จแล้วค่ะ จากนั้น เราก็แทนค่าสูตรหามูลค่าของ Warrant ได้เลยคะ

$$\begin{aligned}
W &= \frac{N}{(N+n)} [Se^{-\delta T} N(d_1) - Ee^{-rT} N(d_2)] \\
&= \frac{20}{(20+2)} [110 \times 2.71828182^{-0.02 \times 4.75} \times 0.7764 - 100 \times 2.71828182^{-0.06 \times 4.75} \times 0.4960] \\
&= \frac{20}{22} [110 \times 0.90937293 \times 0.7764 - 100 \times 0.75201425 \times 0.4960] \\
&= \frac{20}{22} [77.6640860 - 37.2999070] \\
&= 36.6947082
\end{aligned}$$

คะเราก็ได้คำตอบแล้วว่า เราควรซื้อที่ราคา 36.69 บาท เห็นไหมคะ ไม่ยากเท่าไรเลย

ตารางผนวกที่ 3.1: Cumulative Normal Distribution Function

	0.00	1.00	2.00	3.00		0.00	1.00	2.00	3.00
0.00	0.5000	0.8413	0.9772	0.9987	0.50	0.6915	0.9332	0.9938	0.9998
0.01	0.5040	0.8438	0.9778	0.9987	0.51	0.6950	0.9345	0.9940	0.9998
0.02	0.5080	0.8461	0.9783	0.9987	0.52	0.6985	0.9357	0.9941	0.9998
0.03	0.5120	0.8485	0.9788	0.9988	0.53	0.7019	0.9370	0.9943	0.9998
0.04	0.5160	0.8508	0.9793	0.9988	0.54	0.7054	0.9382	0.9945	0.9998
0.05	0.5199	0.8531	0.9798	0.9989	0.55	0.7088	0.9394	0.9946	0.9998
0.06	0.5239	0.8554	0.9803	0.9989	0.56	0.7123	0.9406	0.9948	0.9998
0.07	0.5279	0.8577	0.9808	0.9989	0.57	0.7157	0.9418	0.9949	0.9998
0.08	0.5319	0.8599	0.9812	0.9990	0.58	0.7190	0.9429	0.9951	0.9998
0.09	0.5359	0.8621	0.9817	0.9990	0.59	0.7224	0.9441	0.9952	0.9998
0.10	0.5398	0.8643	0.9821	0.9990	0.60	0.7257	0.9452	0.9953	0.9998
0.11	0.5438	0.8665	0.9826	0.9991	0.61	0.7291	0.9463	0.9955	0.9998
0.12	0.5478	0.8686	0.9830	0.9991	0.62	0.7324	0.9474	0.9956	0.9999
0.13	0.5517	0.8708	0.9834	0.9991	0.63	0.7357	0.9484	0.9957	0.9999
0.14	0.5557	0.8729	0.9838	0.9992	0.64	0.7389	0.9495	0.9959	0.9999
0.15	0.5596	0.8749	0.9842	0.9992	0.65	0.7422	0.9505	0.9960	0.9999
0.16	0.5636	0.8770	0.9846	0.9992	0.66	0.7454	0.9515	0.9961	0.9999
0.17	0.5675	0.8790	0.9850	0.9992	0.67	0.7486	0.9525	0.9962	0.9999
0.18	0.5714	0.8810	0.9854	0.9993	0.68	0.7517	0.9535	0.9963	0.9999
0.19	0.5753	0.8830	0.9857	0.9993	0.69	0.7549	0.9545	0.9964	0.9999
0.20	0.5793	0.8849	0.9861	0.9993	0.70	0.7580	0.9554	0.9965	0.9999
0.21	0.5832	0.8869	0.9864	0.9993	0.71	0.7611	0.9564	0.9966	0.9999
0.22	0.5871	0.8888	0.9868	0.9994	0.72	0.7642	0.9573	0.9967	0.9999
0.23	0.5910	0.8907	0.9871	0.9994	0.73	0.7673	0.9582	0.9968	0.9999
0.24	0.5948	0.8925	0.9875	0.9994	0.74	0.7704	0.9591	0.9969	0.9999
0.25	0.5987	0.8944	0.9878	0.9994	0.75	0.7734	0.9599	0.9970	0.9999
0.26	0.6026	0.8962	0.9881	0.9994	0.76	0.7764	0.9608	0.9971	0.9999
0.27	0.6064	0.8980	0.9884	0.9995	0.77	0.7794	0.9616	0.9972	0.9999
0.28	0.6103	0.8997	0.9887	0.9995	0.78	0.7823	0.9625	0.9973	0.9999
0.29	0.6141	0.9015	0.9890	0.9995	0.79	0.7852	0.9633	0.9974	0.9999
0.30	0.6179	0.9032	0.9893	0.9995	0.80	0.7881	0.9641	0.9974	0.9999
0.31	0.6217	0.9049	0.9896	0.9995	0.81	0.7910	0.9649	0.9975	0.9999
0.32	0.6255	0.9066	0.9898	0.9995	0.82	0.7939	0.9656	0.9976	0.9999
0.33	0.6293	0.9082	0.9901	0.9996	0.83	0.7967	0.9664	0.9977	0.9999
0.34	0.6331	0.9099	0.9904	0.9996	0.84	0.7995	0.9671	0.9977	0.9999
0.35	0.6368	0.9115	0.9906	0.9996	0.85	0.8023	0.9678	0.9978	0.9999
0.36	0.6406	0.9131	0.9909	0.9996	0.86	0.8051	0.9686	0.9979	0.9999
0.37	0.6443	0.9147	0.9911	0.9996	0.87	0.8078	0.9693	0.9979	0.9999
0.38	0.6480	0.9162	0.9913	0.9996	0.88	0.8106	0.9699	0.9980	0.9999
0.39	0.6517	0.9177	0.9916	0.9997	0.89	0.8133	0.9706	0.9981	0.9999
0.40	0.6554	0.9192	0.9918	0.9997	0.90	0.8159	0.9713	0.9981	1.0000
0.41	0.6591	0.9207	0.9920	0.9997	0.91	0.8186	0.9719	0.9982	1.0000
0.42	0.6628	0.9222	0.9922	0.9997	0.92	0.8212	0.9726	0.9982	1.0000
0.43	0.6664	0.9236	0.9925	0.9997	0.93	0.8238	0.9732	0.9983	1.0000
0.44	0.6700	0.9251	0.9927	0.9997	0.94	0.8264	0.9738	0.9984	1.0000
0.45	0.6736	0.9265	0.9929	0.9997	0.95	0.8289	0.9744	0.9984	1.0000
0.46	0.6772	0.9279	0.9931	0.9997	0.96	0.8315	0.9750	0.9985	1.0000
0.47	0.6808	0.9292	0.9932	0.9997	0.97	0.8340	0.9756	0.9985	1.0000
0.48	0.6844	0.9306	0.9934	0.9997	0.98	0.8365	0.9761	0.9986	1.0000
0.49	0.6879	0.9319	0.9936	0.9998	0.99	0.8389	0.9767	0.9986	1.0000

หมายเหตุ: ในกรณีที่ค่า d_1 หรือ d_2 น้อยกว่า 0 ให้ใช้ค่า Cumulative Normal Distribution เท่ากับ 1 หักด้วยค่าที่ได้จากตาราง ตัวอย่างเช่น ถ้า $d_1 = -2.00$ เราสามารถหาค่า $N(d_1) = N(-2.00) = 1 - 0.9772 = 0.0228$

การปรับอัตราการใช้สิทธิและราคาใช้สิทธิ เมื่อมีการออกหุ้นใหม่ หรือ การจ่ายเงินปันผล

โดยทั่วไปแล้ว Warrant ที่ออกในเมืองไทย จะมีการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือ Warrant ไว้พอสมควร กล่าวคือในกรณีที่บริษัทออกหุ้นใหม่ (ไม่ว่าจะขายให้แก่ประชาชนทั่วไป หรือ ให้เป็นลูกหุ้นแก่ผู้ถือหุ้นเดิมก็ตาม) ที่ราคาต่ำกว่าราคาตลาดพอสมควร ก็จะต้องปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือ Warrant ด้วยการ ปรับอัตราการใช้สิทธิ (Exercise Ratio) และราคาใช้สิทธิ (Exercise Price) ให้สอดคล้องกับ Dilution Effect ที่เกิดขึ้นจากการออกหุ้นใหม่ด้วย นอกจากนี้ ถ้ามีการจ่ายเงินปันผลออกมามากเกินไป ก็จะต้องมีการปรับอัตราการใช้สิทธิและราคาใช้สิทธิเช่นเดียวกัน ซึ่งจะขออธิบายแยกเป็นกรณีๆ ไป ดังนี้ค่ะ

กรณีที่มีการแตกหุ้น (Split Par)

ราคาใช้สิทธิ (E) และสัดส่วนการใช้สิทธิ (R) จะถูกคำนวณใหม่ดังนี้

$$E^* = E \times \frac{\text{NewPar}}{\text{OldPar}}$$

$$R^* = R \times \frac{\text{OldPar}}{\text{NewPar}}$$

โดยที่ OldPar คือราคาพาร์เดิม และ NewPar คือราคาพาร์ใหม่

ตัวอย่าง: Warrant ของบริษัทตัมตัม (DUMDUM) จำกัด (มหาชน) มีราคาใช้สิทธิ์ที่ 100 บาทต่อหุ้น โดย 1 Warrant สามารถใช้สิทธิแลกซื้อหุ้น DUMDUM ได้ 1 หุ้น ต่อมาบริษัท Split จาก Par 50 บาท เป็น Par 10 บาท

ราคาใช้สิทธิใหม่	=	$100 \times 10/50$	= 20 บาท
สัดส่วนการใช้สิทธิใหม่	=	$1 \times 50/10$	= 5 หุ้นใหม่ ต่อ 1 Warrant

ดังนั้น Warrant ของ DUMDUM จะมีราคาใช้สิทธิใหม่เท่ากับ 20 บาทต่อหุ้น โดย 1 Warrant สามารถใช้สิทธิแลกซื้อหุ้น DUMDUM ใหม่ (คือหุ้น DUMDUM หลังแตกพาร์แล้ว) ได้ 5 หุ้น

กรณีที่มีการให้สิทธิ (Right) หรือออกหุ้นใหม่ (P.O.) ในราคาต่ำกว่าราคาตลาดมาก

ตามปกติแล้ว Warrant ที่ออกโดยทั่วไปจะปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือ Warrant จากการให้สิทธิ (หรือแม้แต่ P.O. ถ้าหาก P.O. ที่ว่านั้นราคาต่ำกว่าตลาดมาก) ซึ่งจะทำให้เกิด Dilution แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งส่งผลให้ผู้ถือ Warrant เสียประโยชน์ไปด้วย ทั้งนี้ เมื่อมีการให้ Right จะมีการคำนวณผลกระทบจาก Dilution ว่ามากน้อยเพียงใด และเอาผลจาก Dilution นั้นมาปรับราคาใช้สิทธิและสัดส่วนการให้สิทธิเสียใหม่

เวลาคำนวณผลกระทบจาก Dilution จะเปรียบเทียบจากราคาหุ้นก่อนที่จะ Ex Right และราคา Right โดยราคาหุ้นก่อนที่จะ Ex Right นั้น ส่วนมากจะใช้ราคาเฉลี่ยของหลายวันก่อนวัน Ex Right เพื่อป้องกันไม่ให้มีการทำราคาหุ้น สูตรการคำนวณผลกระทบจาก Dilution คือ

$$A = \frac{\bar{P}N + nO - C}{\bar{P}(N + n)}$$

โดยที่	A	คือผลกระทบจาก Dilution
	\bar{P}	คือราคาเฉลี่ยของหุ้นก่อนวัน Ex Right (จำนวนวันแล้วแต่กำหนดไว้ในหนังสือชี้ชวน)
	N	คือจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทก่อนที่จะมี Right หรือ P.O.
	O	คือราคาของลูกหุ้น หรือ ราคาของหุ้น P.O.
	n	คือจำนวนลูกหุ้นหรือหุ้นออกทั้งหมด
	C	คือค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นเนื่องจากการออกลูกหุ้นหรือการทำ P.O.

จากนั้นก็นำเอาค่า Dilution (A) ที่คำนวณได้มาคำนวณราคาใช้สิทธิใหม่ และสัดส่วนการให้สิทธิใหม่ ดังนี้

$$E^* = E \times A$$

$$R^* = R / A$$

ตัวอย่าง: Warrant ของ DUMDUM มีราคาใช้สิทธิเท่ากับ 100 บาท โดย 1 Warrant ใช้สิทธิแลกซื้อหุ้น DUMDUM ได้ 1 หุ้น เดิมบริษัทมีจำนวนหุ้นทั้งสิ้น 10 ล้านหุ้น ต่อมาบริษัทให้ Right ในสัดส่วน 1:1 ที่ 10 บาท โดยมีค่าใช้จ่ายในการออก Right นี้เท่ากับ 500,000 บาท ราคาหุ้นในตลาดก่อนวัน Ex Right เฉลี่ยอยู่ที่ 120 บาทต่อหุ้น

ในที่นี้ $\bar{P} = 120$ บาท, $E = 100$ บาท, $N = 10$ ล้านหุ้น, $O = 10$, $n = 10$ ล้านหุ้น, $C = 0.5$ ล้านบาท

$$\begin{aligned} A &= \frac{\bar{P}N + nO - C}{\bar{P}(N + n)} \\ &= \frac{120 \times 10 + 10 \times 10 - 0.5}{120 \times (10 + 10)} \\ &= 0.541458 \end{aligned}$$

ดังนั้น	ราคาใช้สิทธิใหม่	=	100 × 0.541458	=	54.1458 บาท
	สัดส่วนการให้สิทธิใหม่	=	1/0.541458	=	1.8469 หุ้นต่อ 1 Warrant

การจ่ายเงินปันผลในรูปของหุ้น (Stock Dividend)

การจ่ายเงินปันผลในรูปของหุ้นจะก่อให้เกิด Dilution โดยเราสามารถคำนวณผลกระทบจาก Dilution ได้จาก

$$Df = \frac{N}{N+n}$$

โดยที่	Df	คือผลกระทบจาก Dilution ที่เกิดขึ้นเนื่องจากการจ่ายหุ้นปันผล
	N	คือจำนวนหุ้นทั้งหมดเดิม ก่อนมีการจ่ายหุ้นปันผล
	n	คือจำนวนหุ้นใหม่ที่จะเกิดขึ้นจากการจ่ายหุ้นปันผล

จากนั้น เราก็สามารถคำนวณราคาใช้สิทธิใหม่ และสัดส่วนการใช้สิทธิใหม่ได้จาก

$$E^* = E \times Df$$

$$R^* = R / Df$$

ตัวอย่าง: ใช้ตัวอย่างของบริษัท DUMDUM ข้างต้น สมมติว่า DUMDUM จ่ายหุ้นปันผล โดยผู้ถือหุ้นเดิม 10 หุ้น จะได้รับหุ้นปันผลจำนวน 1 หุ้น

$$\begin{aligned} Df &= \frac{N}{N+n} \\ &= \frac{10}{10+1} \\ &= 0.909091 \end{aligned}$$

ราคาใช้สิทธิใหม่	=	100 × 0.90909	= 9.0909 บาทต่อหุ้น
สัดส่วนการใช้สิทธิใหม่	=	1/0.909091	= 1.1 หุ้นต่อ 1 Warrant

การจ่ายเงินปันผลในอัตราที่เกินกว่าที่กำหนดเอาไว้

ตามปกติแล้ว Warrant ที่ออกกันทั่วไปจะไม่มีกัณฑ์การเสียผลประโยชน์เนื่องจากเงินปันผลให้แก่ผู้ลงทุน โดยทั่วไปเงินปันผลจ่ายเมื่อเทียบราคาหุ้นก็มักจะเป็นเปอร์เซ็นต์ที่ไม่สูงนักอยู่แล้ว ดังนั้น ผลกระทบของเงินปันผลที่มีต่อราคาหุ้นก็มีไม่มากนัก อย่างไรก็ตาม Warrant ส่วนใหญ่จะป้องกันการเสียผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น Warrant ถ้าหากบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลมากเกินไปจนเกินความจำเป็น ทั้งนี้ เพราะถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลออกมามหาศาล ก็ย่อมจะมีผลทำให้ราคาหุ้นหลังวัน Ex Dividend (XD) ลดลงตามเงินปันผลที่จ่ายออกมา ตามปกติแล้วจะกำหนดกันไว้เลย

คะ ว่าถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลออกมาเกินกว่า X% ของกำไรสุทธิต่อหุ้นของปีนั้นๆ จะต้องมีการปรับราคาใช้สิทธิและสัดส่วนการใช้สิทธิให้แก่ผู้ถือ Warrant ด้วย ส่วนที่ X% จะเท่ากับที่เปอร์เซ็นต์ ก็ว่ากันไปตามแต่ละบริษัทจะกำหนดคะ

เราเริ่มการคำนวณตัวปรับค่า (A) โดยคำนวณจาก

$$A = \frac{\bar{P} - D + X \times EPS}{\bar{P}}$$

โดยที่	A	คือตัวปรับค่า (Adjustment Factor)
	\bar{P}	คือราคาเฉลี่ยของหุ้นก่อนวัน XD ซึ่งแล้วแต่จะกำหนดว่าจะใช้ราคาเฉลี่ยกี่วันก่อน XD
	D	คือเงินปันผลที่จ่ายต่อหุ้น
	X	คืออัตราเงินปันผลจ่ายที่แต่ละบริษัทกำหนดไว้
	EPS	คือกำไรสุทธิต่อหุ้น

จากนั้นก็คำนวณราคาใช้สิทธิใหม่ และสัดส่วนการใช้สิทธิใหม่ได้จาก

$$E^* = E \times A$$

$$R^* = R / A$$

ตัวอย่าง: ใช้ตัวอย่าง Warrant ของบริษัท DUMDUM เจ้าเก่าแล้วกันคะ สมมติว่าบริษัทประกาศไว้ในหนังสือชี้ชวนว่าถ้าหากบริษัทจ่ายเงินปันผลเกินกว่าร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิต่อหุ้นแล้ว จะมีการปรับราคาและสัดส่วนการใช้สิทธิให้ ปรากฏว่าในปีบริษัทจ่ายเงินปันผลออกมาถึง 8 บาทต่อหุ้น ในขณะที่มีกำไรสุทธิ 10 บาทต่อหุ้น กำหนดให้ราคาเฉลี่ยก่อนวัน XD เท่ากับ 120 บาทต่อหุ้น

ในกรณีนี้, $\bar{P} = 120$ บาท, $E = 100$ บาท, $D=8$, $X=0.5$, $EPS=10$

$$\begin{aligned} A &= \frac{\bar{P} - D + X \times EPS}{\bar{P}} \\ &= \frac{120 - 8 + 0.5 \times 10}{120} \\ &= 117 / 120 = 0.975 \end{aligned}$$

ดังนั้น	ราคาใช้สิทธิใหม่	=	100x0.975	=	97.50 บาท
	สัดส่วนการใช้สิทธิใหม่	=	1/0.975	=	1.0256 หุ้นต่อ 1 Warrant

หุ้นกู้ควบวอร์เรนธ์และสิทธิในการจอง วอร์เรนธ์หรือหุ้นกู้ควบวอร์เรนธ์

เราได้พูดถึงเรื่อง หุ้นกู้ และวอร์เรนธ์ ไปแล้วในบทก่อนๆ ซึ่งถึงตอนนี้ท่านก็คงจะรู้จักเครื่องมือทั้งสองชนิดนี้เป็นอย่างดีแล้วนะคะ ซึ่งถ้ามันแยกกันเด็ดขาดว่าหุ้นกู้คือหุ้นกู้ และวอร์เรนธ์คือวอร์เรนธ์ มันก็จบแค่นี้ แต่เผชิญพวกที่ทำทางด้านวณิชยกรรมเค้าไม่ค่อยอยากให้เราสับสนไปนัก เค้าก็เลยเอาไอ้เจ้า 2 เครื่องมือนี้มาผูกขายรวมกัน แต่พอเราซื้อแล้ว ก็สามารถแยกออกจากกันได้อีกคะ นั่นก็คือสิ่งที่เรียกกันว่า หุ้นกู้ควบวอร์เรนธ์ไงคะ

อันที่จริงมันก็ไม่ยากหรอกคะ เพราะความที่เราสามารถจะแยกมันออกจากกันได้ ภายหลังจากที่ซื้อมาแล้ว ดังนั้น มูลค่าของหุ้นกู้ควบวอร์เรนธ์ ก็คือมูลค่าของหุ้นกู้ รวมกับมูลค่าของวอร์เรนธ์ นั่นเอง แต่เนื่องจากเจ้าหุ้นกู้ควบวอร์เรนธ์นี่ ตอนขายครั้งแรก เขาจะถือเสมือนว่าเราซื้อหุ้นกู้ แล้วเค้าแถมวอร์เรนธ์มาให้ ดังนั้น หุ้นกู้ควบวอร์เรนธ์ส่วนใหญ่ (ก็ทั้งหมดตั้งแต่มีการเสนอขายกันมาในเมืองไทยละคะ) จะขายกันที่ราคาหน้าตั๋ว (Par Value) ของหุ้นกู้ เช่น ถ้าหุ้นกู้มูลค่า 10,000 บาท ก็ขายราคา 10,000 บาท แล้วแถมวอร์เรนธ์ (แล้วแต่ว่าเค้าจะแถมเท่าไร) ให้คุณฟรีๆคะ

แต่คำว่าฟรีนี่ ความจริงก็ไม่ฟรีหรอกคะ มันดูเหมือนกับฟรีเท่านั้นแหละ อย่าเพิ่งดีอกดีใจไป ของฟรีดีๆในโลกนี้ไม่มีหรอกคะ สิ่งที่เราวณิชยกรรมเค้าทำกันก็คือ เอามูลค่าของวอร์เรนธ์ที่คุณควรจะจ่าย ไปลดส่วนที่เป็นดอกเบี้ยที่คุณควรจะได้รับคะ ผลก็คือ หุ้นกู้ของคุณจะได้รับอัตราดอกเบี้ยจ่าย (Coupon Rate) ต่ำกว่าที่ควรจะเป็นคะ ทีนี้เราเรียนกันมาแล้ว ว่าถ้าหุ้นกู้ให้อัตราดอกเบี้ยต่ำกว่าที่มันควรจะเป็น หุ้นกู้ตัวนั้นก็ต้องขายที่ discount คือ ต่ำกว่าราคาหน้าตั๋วใหม่คะ ดังนั้น ถ้าคุณคำนวณมูลค่าของหุ้นกู้ โดย discount ที่อัตราดอกเบี้ยที่มันควรจะเป็น ราคาหุ้นกู้จะต้องต่ำกว่าราคาหน้าตั๋ว และถ้าคุณเอามูลค่าจำนวนนี้ บวกกับมูลค่าของวอร์เรนธ์ที่คุณจะได้ มันก็ควรจะได้เงินเท่ากับ 10,000 บาทพอดี มันถึงจะยุติธรรมคะ

ฟังแล้วอาจจะงง เรามาดูตัวอย่างกันดีกว่าคะ แล้ว (หวังว่า) คุณจะหายงงเป็นปลิดทิ้ง

การคำนวณมูลค่าหุ้นกู้ควบวอร์เรนธ์

เอาตัวอย่างกันเลยนะคะ สมมุติว่าบริษัท ระมาดศรี (RMS) ที่เราพูดถึงในบทที่แล้ว ออกหุ้นกู้ควบ warrant โดยหุ้นกุนี้มีอายุ 5 ปี ราคาหน้าตั๋ว 10,000 บาท อัตราดอกเบี้ยจ่าย (Coupon Rate) 10% จ่ายดอกเบี้ยปีละ 2 ครั้ง เมื่อซื้อหุ้นกู้หนึ่งหน่วย แถม warrant ควบมาให้ 100 หน่วย

วอร์เรนที่คุ้มมาขึ้น เหมือนกับวอร์เรนของบริษัท ระยะเวลาครี ที่เราพูดกันก่อนหน้านี้ในบทก่อนทุกประการ คือ มีอายุ 4 ปี 9 เดือน (ตามปกติอายุ warrant มักจะเท่ากับหุ้นกู้ แต่ก็ไม่เสมอไปค่ะ ในกรณีนี้ เราสมมุติให้มีอายุ 4 ปี 9 เดือน เท่ากับในบทก่อน เพื่อความสะดวกค่ะ) ราคาใช้สิทธิอยู่ที่ 100 บาท โดยราคาหุ้น RMS อยู่ที่ 110 บาท และหุ้น RMS มี dividend yield เท่ากับ 2% มี volatility เท่ากับ 35% ต่อปี ระยะเวลาครี มีจำนวนหุ้นรวม 20 ล้านหุ้น และจำนวน warrant ที่แถมมาทั้งหมดมี 2 ล้านหน่วย

เราได้คำนวณมูลค่าของ warrant นี้ในบทก่อนแล้ว (ไม่เชื่อลองพลิกไปดูสิคะ) ว่ามีมูลค่าตามทฤษฎีเท่ากับ 36.69 บาท ดังนั้น ถ้ามูลค่าของ warrant ที่แถมมาทั้งหมด 100 หน่วย ต่อหุ้นกู้หนึ่งใบ ก็เท่ากับ $100 \times 36.69 = 3,669$ บาท แต่เนื่องจากคุณจ่ายเงินซื้อหุ้นกู้ครบ warrant มาในราคาหน้าตั๋วคือ 10,000 บาท ดังนั้น มูลค่าของหุ้นกู้ (หลังจากหักส่วนของ warrant ออกไปแล้ว) ก็เท่ากับ $10,000 - 3,669 = 6,331$ บาท ที่นี้ คุณก็ต้องมาคิดว่า หุ้นกู้ของ RMS ที่ราคา 6,331 บาทนั้นมันน่าซื้อไหม

ก่อนที่จะตอบคำถามนี้ได้ คุณก็ต้องคำนวณมูลค่าของหุ้นกู้ตามทฤษฎีซะก่อน แล้วค่อยมาเทียบดูว่ามันถูกกว่าหรือแพงกว่า 6,331 บาท ถ้ามูลค่าหุ้นกู้ที่คุณคำนวณตามทฤษฎีต่ำกว่า 6,331 บาท ก็แสดงว่ารายการนี้แพงเกินไป แต่ถ้าที่คุณคำนวณได้สูงกว่า ก็แสดงว่ารายการนี้น่าซื้อค่ะ เรามาทำตัวอย่างกันต่อแล้วกันนะคะ สมมุติว่าคุณรู้ว่าในอดีต RMS เคยจ่ายเงินอยู่ที่อัตราดอกเบี้ยเท่ากับ 22% (แพงมากเพราะความเสี่ยงสูง เนื่องจากผลิตภัณฑ์ใหม่ ซึ่งยังมีความไม่แน่นอนสูง ว่าตลาดจะให้การต้อนรับมากน้อยแค่ไหน) และคุณก็คิดว่าอัตราดอกเบี้ยซื้อลดก็ควรจะอยู่ในราวๆ 22% เหมือนๆกับที่บริษัทกู่อยู่ที่นี่แหละ ดังนั้น คุณคำนวณมูลค่าหุ้นกู้ของ RMS ได้ดังนี้ (5 ปีแบ่งเป็น 10 งวด เนื่องจากจ่ายดอกเบี้ยปีละ 2 ครั้ง ครั้งละ 5% ก็เป็นเงิน 500 บาท เนื่องจากมูลค่าหน้าตั๋ว 10,000 บาท และอัตราดอกเบี้ยซื้อลดต่องวดก็เท่ากับ $22/2 = 11\%$ ต่องวด)

ปีที่	งวดที่	เงินที่ได้รับ	มูลค่าปัจจุบันของเงิน
1	1	500.00	$500/1.11 = 450.4504$
	2	500.00	$500/1.11^2 = 405.8112$
2	3	500.00	$500/1.11^3 = 365.5956$
	4	500.00	$500/1.11^4 = 329.3654$
3	5	500.00	$500/1.11^5 = 296.7256$
	6	500.00	$500/1.11^6 = 267.3204$
4	7	500.00	$500/1.11^7 = 240.8292$
	8	500.00	$500/1.11^8 = 216.9632$
5	9	500.00	$500/1.11^9 = 195.4623$
	10	10500.00	$500/1.11^{10} = 3697.9370$
มูลค่าของหุ้นกู้เท่ากับ			6466.4600

ซึ่งมูลค่าตามทฤษฎีของหุ้นกู้จากตารางข้างบน เท่ากับ 6,466.46 บาท ซึ่งสูงกว่า 6,331 บาท ดังนั้น ราคาที่เสนอขายมานี้ เรียกได้ว่าถูก ดังนั้น คุณจึงสมควรซื้อค่ะ

อย่างที่ได้อธิบายไปแล้วเมื่อตอนต้นบทนะคะ ว่ามูลค่าของหุ้นกู้ควม warrant ก็คือ มูลค่าของหุ้นกู้ บวกด้วยมูลค่าของ warrant ที่นี้ เราคำนวณมาเรียบร้อยแล้วว่า มูลค่าทางทฤษฎีของหุ้นกู้เท่ากับ 6,466.46 บาท และมูลค่าทางทฤษฎีของ warrant เท่ากับ 3,669 บาท ดังนั้น มูลค่าทางทฤษฎีของหุ้นกู้ที่ขายควบกับ warrant ก็ต้องเท่ากับ $6,466.46 + 3,669 = 10,135.46$ บาท แต่เนื่องจากราคาที่เค้าเสนอขายให้คุณจงบเท่ากับ 10,000 บาท ซึ่งก็ถูกกว่าราคาตามทฤษฎี ดังนั้น เราก็น่าจะซื้อค่ะ เห็นไหมคะ ง่ายจังเลย

Warrant ที่ให้ในรูปของ Right

ยังมีอีกกรณีหนึ่งคะ คือกรณีที่บริษัทออก warrant มา แต่ไม่ได้ขายให้กับประชาชนทั่วไป แต่ขายให้เฉพาะผู้ที่ถือหุ้นของบริษัทอยู่เท่านั้น ในอัตราที่กำหนด ยกตัวอย่างเช่น บริษัท ระเบิดศรี ออก warrant แต่เสนอขายให้กับผู้ถือหุ้นของ RMS เท่านั้น ในอัตราส่วน 10 หุ้นเก่าต่อ 1 warrant ที่ราคา 10 บาท ซึ่งหมายความว่า ถ้าคุณถือหุ้น RMS อยู่ 10 หุ้น คุณจะมียสิทธิของซื้อ warrant ของ RMS ได้ 1 หน่วย ในราคาหน่วยละ 10 บาท สมมุติว่า warrant ที่ออกมาเหมือนกับ warrant ที่เราใช้เป็นตัวอย่างกันมาตลอดนะคะ (ซึ่งเกี่ยจคำนวณใหม่คะ ใช้ตัวอย่างเก่า ง่ายดี)

สมมุติว่าราคาหุ้น RMS ก่อนที่จะมีการประกาศว่าจะให้สิทธิของซื้อ warrant ได้ อยู่ที่ระดับ 110 บาท ซึ่งคุณเชื่อว่าเป็นราคาที่เหมาะสมแล้ว แต่คุณยังไม่มีหุ้นตัวนี้หรือคะ พอประกาศข่าวออกมาตาม คุณก็ค้นไม้ค้นมืออยากจะทำไปซื้อ (อยากได้ warrant ว่ายังงั้นเหอะ) คำถามก็คือ คุณจะยอมจ่ายเงินเท่าไรที่จะซื้อหุ้น RMS เพื่อที่จะเอาสิทธิในการจองซื้อ warrant นี้

เราคำนวณกันมาแล้ว ตามตัวอย่างก่อนหน้านี้ ว่า warrant ของ RMS ตัวนี้ มีราคาเท่ากับ 36.69 บาท แต่ถ้าคุณมีหุ้น RMS อยู่ 10 หุ้น จะมีสิทธิของซื้อ warrant ได้ที่ราคา 10 บาท ซึ่งหมายถึงกำไรฟรีๆ (อันที่จริงไม่ฟรีหรือคะ) เท่ากับ $36.69 - 10 = 26.69$ บาท อันนี้ต่อ 10 หุ้น (เพราะคุณต้องมี 10 หุ้น ถึงจะซื้อ warrant ได้ 1 หน่วย) นะคะ เพราะฉะนั้น ถ้าคิดเป็นกำไรฟรีๆ ต่อหุ้น ก็เท่ากับ $26.69 / 10 = 2.669$ บาท ดังนั้น ถ้าจะให้คุณไปไล่ซื้อหุ้น RMS ในตลาด เพราะหวังจะได้ warrant อย่างเก่ง คุณก็ไม่น่าจะจ่ายเพิ่มเกินไปกว่า 2.669 บาทนี้ ดังนั้น ราคาหุ้นที่คุณน่าจะเข้าไปซื้อก็ไม่ควรเกิน $110 + 2.669 = 112.669$ บาทคะ

ทั้งนี้แหละทั้งนั้น เราสมมุติไว้ตั้งแต่ต้น ว่าราคาของหุ้น RMS ที่ 110 บาท ก่อนที่จะมีการประกาศข่าวการให้สิทธินั้น เป็นราคาที่สมเหตุสมผล (พูดอีกอย่างคือ เป็นราคาที่มันควรจะเป็น ตามปัจจัยพื้นฐาน) แล้วนะคะ เพราะถ้าราคาหุ้น 110 บาทมันต่ำหรือสูงไป อันนี้ก็มีผลด้วยตัวของมันเองอยู่แล้ว ที่จะปรับตัวเข้าหาปัจจัยพื้นฐาน แต่ที่จะไปอีกต่อหนึ่งก็คือ ถ้าเราเอาราคาที่มันไม่สมเหตุสมผลไปคำนวณมูลค่าของ warrant ก็จะทำให้การคำนวณผิดพลาดเพิ่มขึ้นไปอีก

แต่ที่มักจะเกิดขึ้นในตลาดบ้านเราก็คือ พอประกาศข่าวออกมาดูม ราคาที่วิ่งกันพรวดพราดน่ากลัวทีเดียว ส่วนหนึ่ง อาจจะเป็นเพราะคนอยากได้ warrant กันมากจนเกินเหตุกินผล อีกส่วนหนึ่ง (อาจจะเป็นส่วนใหญ่ด้วยสิคะ) เป็น เพราะการเก็งกำไร เพราะตามปกติตอนจะออก warrant กันนี้ จะมีการกำหนดราคาใช้สิทธิ (Exercise Price) เท่า กับราคาเฉลี่ยในรอบระยะเวลาที่กำหนด ก่อนถึงวันกำหนดราคาใช้สิทธิจริงๆ เช่น 15 วันก่อนถึงวันที่จะกำหนดราคา Exercise Price ซึ่งนักเก็งกำไรหลายคน มักจะเก็งว่า บริษัทจะเข้ามาทำราคา ทั้งนี้ เนื่องจากว่า ถ้า Exercise Price ยิ่งสูง ก็เป็นผลดีต่อบริษัทในแง่ที่ว่า โอกาสที่จะมีการใช้สิทธิก่อนหมดอายุ warrant จะน้อยลง แต่บางที บริษัทก็ไม่ได้ทำอะไรหรอกคะ นักเก็งกำไรทำกันเองทั้งนั้น กล่าวคือ คาดว่าจะมีการทำราคา เลยแหกกันเข้ามาซื้อ ราคามันก็เลย ขึ้นไปเอง บริษัทไม่ได้ออกแรงเลยด้วยซ้ำไป การเก็งกำไรไม่ค่อยจะลืมหูลืมตา มันก็น่าเป็นห่วงคะ เพราะต่อให้ที่คุณ คาดไว้ว่าบริษัทจะเข้ามาไล่ทำราคามันเป็นจริง แต่หลังจากวันกำหนดราคาใช้สิทธิแล้ว บริษัทก็ไม่มีแรงจูงใจอะไรอีก ที่จะมาทำราคาต่อ หรือ มิฉะนั้น หลังจากวัน XR มันก็จะไม่มีอะไรมากระตุ้นหุ้นตัวนี้อีก ดังนั้น อย่าจ่ายแพงเกินไป เพื่อการเก็งกำไรคะ ราคาหุ้นอาจจะหลุดไปนอกกรอบของปัจจัยพื้นฐานได้บ้างก็จริง แต่ในระยะยาวแล้ว มันก็ต้อง กลับไปหามูลค่าของมันตามปัจจัยพื้นฐานอยู่ดี ไม่มีวัฏไหนที่ลอยแล้วไม่มีวันหล่นคะ

บางท่านอาจให้ข้อคิดว่า การให้สิทธิของ warrant นั้น ส่งผลให้ราคาหุ้นสูงขึ้น เช่น ในกรณีของ RMS ช่วงต้นนั้น ราคาควรจะขยับจาก 110 บาท เป็น 112.669 บาท ทีนี้ พอราคาหุ้นมันขยับตัวขึ้น มูลค่าของ warrant ก็จะต้องสูงขึ้น (ยังจำได้ไหมคะ เราพูดกันไปแล้วในบทก่อน ว่าราคาหุ้นยิ่งสูง มูลค่าของ warrant ก็ยิ่งเพิ่มขึ้น)) และเมื่อมูลค่า warrant สูงขึ้น ราคาหุ้นก็ต้องขยับตัวขึ้นอีก เพราะมูลค่าของสิทธิมันสูงขึ้น เป็นวัฏจักรแบบนี้ ทำให้ราคามันวิ่งฉิวติด ลมไป ซึ่งแนวความคิดแบบนี้เป็นแนวความคิดที่ผิดคะ

ใช่! ผิดคะ ผิดมหาศาลเลยทีเดียว แม้ว่าจะฟังดูแล้วอาจเคลิ้มตามไปได้ ประเด็นของมันก็คือว่า มูลค่าหรือราคาของ หุ้นที่แท้จริง ไม่ได้เปลี่ยน (ถ้าปัจจัยพื้นฐานอื่นๆไม่เปลี่ยนแปลง) แต่ที่มันสามารถขยับขึ้นจาก 110 เป็น 112.669 บาทได้นั้น มันไม่ใช่เป็นมูลค่าของหุ้นอย่างเดียวนะ ราคาหุ้นจริงๆยังคงเป็น 110 บาทอยู่ อีก 2.669 บาทนั้น เป็นมูลค่าของกำไรที่คาดหวังที่เกิดจากสิทธิในการจองซื้อ warrant คะ มูลค่าของกำไรที่คาดหวังนี้ จะหมดไปหลังจากวัน XR เพราะหลังจาก XR แล้ว คุณก็ไม่ได้สิทธินี้อีก ดังนั้น คุณจะใช้ราคา 112.669 บาท เป็นราคาพื้นฐานของหุ้นไม่ได้

หุ้นกู้ควบ Warrant ที่ให้ในรูปแบบของสิทธิ

ยังไม่หมดคะ ยังมีอีกกรณีหนึ่ง ที่บริษัทออก หุ้นกู้ควบกับ warrant แต่ไม่ได้เสนอขายกับคนทั่วไป เสนอขาย ให้เฉพาะผู้ถือหุ้นเท่านั้น วิธีการก็จะเหมือนกันแหละคะ ก่อนอื่นคุณต้องคำนวณมูลค่าของ หุ้นกู้ควบ warrant ตัวนี้ เสียก่อน ว่าเป็นเท่าใด และคุณสามารถใช้สิทธิซื้อที่ราคาเท่าใด ถ้ามูลค่าที่คำนวณได้มากกว่าราคาที่คุณสามารถใช้ สิทธิ คุณก็มีโอกาสได้กำไร ถ้าคุณถือหุ้นของบริษัทนี้อยู่ คุณเอากำไรมาคำนวณเฉลี่ยต่อหุ้นตามอัตราส่วนการใช้ สิทธิ คุณก็พอจะรู้ได้ว่า คุณพอจะสามารถไล่ซื้อหุ้นบริษัทนี้ได้ถึงระดับราคาเท่าใด จึงจะสมเหตุผลผลคะ

This page is intentionally left blank

