

บทที่ 4

ใบสำคัญแสดงสิทธิ

4.1 ใบสำคัญแสดงสิทธิ หรือ Warrant

ใบสำคัญแสดงสิทธิ คือ ตราสารประเภทหนึ่ง ซึ่งแสดงถึง สิทธิของผู้ครองตราสาร ก็เป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการลงทุน ใบสำคัญแสดงสิทธิ หรือ Warrant

(แต่ไม่บังคับการใช้สิทธิ) ในการซื้อหุ้น หรือ underlying assets อื่นๆ เช่น หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ และอื่นๆ ในราคาที่กำหนด (strike price หรือ exercise price) เมื่อถึงเวลาที่กำหนดไว้ (expiry date)

ตัวอย่างเช่น Warrant A กำหนดราคาในการจองซื้อหุ้น A ที่ราคา 120 บาท (strike price) โดยกำหนดการใช้สิทธิ ในวันที่ 31 มีนาคม 2547 (expiry date) เมื่อถึงวันที่ 31 มีนาคม นักลงทุนที่ถือ warrant A สามารถใช้สิทธิในการซื้อหุ้น A ที่ราคา 120 บาท ไม่ว่าหุ้น A ในขณะนั้น จะมีราคาเท่าไร ถ้าหุ้น A มีราคา 130 บาท นักลงทุนจะได้กำไร เพราะสามารถซื้อหุ้นได้ที่ราคา 120 บาท จากการใช้สิทธิ Warrant และนำมาขายในตลาดที่ราคา 130 บาท แต่ถ้าราคาหุ้นในตลาด ณ วันนั้น อยู่ที่ 110 บาท นักลงทุนอาจเลือกไม่ใช้สิทธิในการซื้อหุ้น A

นอกจากนี้ Warrant ยังมีหลายรูปแบบ ตัวอย่างเช่น Warrant ที่อนุญาตให้ผู้ถือสามารถใช้สิทธิในการซื้อหุ้นในวันใดก็ได้ ก่อนวันครบกำหนด ซึ่งเป็นรูปแบบที่นิยมใช้ในประเทศอเมริกา (american style warrant) และ Warrant ที่จะอนุญาตให้ผู้ถือสามารถใช้สิทธิในการซื้อหุ้น เฉพาะในวันทีครบกำหนดเท่านั้น เป็นรูปแบบที่นิยมใช้ในยุโรป (european style warrant)

Warrant ยังมีประเภทที่มีหลักทรัพย์รับรองที่แน่นอน ออกโดยบริษัทจดทะเบียนรายนั้นๆ เมื่อ ผู้ถือ Warrant ใช้สิทธิ บริษัทซึ่งได้ทำการจดทะเบียนเพิ่มทุนรองรับไว้ก่อนหน้านี้แล้ว จะส่งมอบหุ้นให้แก่ผู้ถือ Warrant ความเสี่ยงที่ผู้ถือ Warrant จะไม่ได้รับหุ้น เมื่อใช้สิทธิจึงไม่มี

ในขณะที่ Warrant อีกประเภทหนึ่งที่ไม่ใช่หลักทรัพย์ที่รับรองที่แน่นอน ออกโดยนักลงทุนหรือสถาบันการลงทุนต่างๆ เมื่อผู้ถือ warrant ใช้สิทธิ ผู้ที่ทำการออก Warrant จะต้องทำการหาซื้อหุ้นในตลาดมาส่งมอบให้แก่ นักลงทุนผู้ใช้สิทธิ ความเสี่ยงที่ผู้ถือ Warrant จะไม่สามารถได้รับหุ้น ในราคาที่กำหนดไว้จึงเกิดขึ้น Warrant ประเภทนี้จะเรียกว่า call option

Warrant ที่มีพร้อมกับการเพิ่มทุน ของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนใหญ่ จะเป็น Warrant ที่มีหลักทรัพย์รับรองที่แน่นอน เพราะเมื่อบริษัทออก Warrant บริษัทได้ทำการจดทะเบียนเพิ่มทุน (แต่ยังไม่ชำระ) เพื่อรองรับการใช้สิทธิของนักลงทุน ไว้เป็นที่เรียบร้อยแล้ว

4.2 ประโยชน์ที่ได้จากการถือใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrant)

โดยหลักการแล้ว ข้อดีของการถือ Warrant คือ เมื่อหุ้นมีราคาสูงขึ้น นักลงทุนสามารถได้รับอัตราผลตอบแทนที่สูงกว่าการซื้อหุ้น ในขณะที่ เมื่อหุ้นราคาลดลง ความเสียหายของนักลงทุนจะจำกัดอยู่ที่ราคาของ Warrant

ตัวอย่างเช่น Warrant ของหุ้น A ราคา 5 บาท ต่อ 1 Warrant กำหนดสิทธิในการซื้อหุ้น A ได้ที่ราคา 100 บาท (strike price) โดยกำหนดการใช้สิทธิในวันที่ 31 มีนาคม 2547 (expiry date) และ 1 Warrant ใช้เป็นสิทธิในการซื้อหุ้นได้ 1 หุ้น (converting ratio = 1 ต่อ 1)

สมมติ ณ วันที่ 6 มกราคม 2547 ราคาของหุ้น A อยู่ที่ 100 บาท ในขณะเดียวกัน นักลงทุนประมาณว่า ราคาของหุ้นจะสูงขึ้นเป็น 120 บาท ภายใน 2-3 เดือนข้างหน้า

นักลงทุนสามารถเลือกทำได้ 2 ทาง คือ (1) เลือกลงทุนในการซื้อหุ้น A โดยตรง หรือ (2) เลือก ลงทุนโดยการซื้อ Warrant ของหุ้น A

กรณีที่ 1: เลือกลงทุนโดยการซื้อหุ้น A โดย ซื้อหุ้นจำนวน 1,000 หุ้น ในราคาหุ้นละ 100 บาท ในวันที่ 6 มกราคม โดยนักลงทุนต้องจ่ายเงินจำนวนถึง 100,000 บาท ($1,000 \times 100$) และต่อมาในวันที่ 31 มีนาคม นักลงทุนขายหุ้น สมมติในราคา 120 บาท นักลงทุนได้กำไร 20,000 บาท อัตราผลตอบแทนคือ 20% [20,000หารด้วย 100,000]

กรณีที่ 2: เลือกลงทุนโดยการซื้อ Warrant ของหุ้น A โดยซื้อ Warrant จำนวน 1,000 ใบ สมมติในราคา 5 บาท ในวันที่ 6 มกราคม ในทางเลือกนี้ นักลงทุนจะจ่ายเงินจำนวนเพียง 5,000 บาท ($1,000 \times 5$) และต่อมาในวันที่ 31 มีนาคม ราคาหุ้น A อยู่ที่ 120 บาท นักลงทุนใช้สิทธิในการซื้อหุ้น A ที่ราคา 100 บาท และขายทำกำไรที่ราคา 120 บาท ดังนั้น นักลงทุนได้กำไร 20,000 บาท อัตราผลตอบแทนคือ 400% [20,000หารด้วย 5,000]

อย่างไรก็ตาม ถ้าในวันที่ 31 มีนาคม ราคาของหุ้น A เกิดลดลง โดยลดลงมาอยู่ที่ 90 บาท นักลงทุนที่เลือกลงทุนโดยการซื้อหุ้น A โดยตรงจะขาดทุน 10,000 บาท ในขณะที่การซื้อ Warrant นักลงทุนจะขาดทุนเพียง 5,000 บาท เท่ากับจำนวนเงินที่ใช้ในการซื้อ Warrant นั่นคือ นักลงทุนเลือกที่จะไม่ใช่สิทธิในการซื้อหุ้น

และถ้าหุ้น A ราคาลดลงมาอยู่ที่ 50 บาท นักลงทุนที่ซื้อหุ้น A โดยตรงจะขาดทุนสูงถึง 50,000 บาท ในขณะที่การซื้อ Warrant นักลงทุนจะขาดทุนเท่าเดิมคือ 5,000 บาท

(นักลงทุนเลือกไม่ใช่สิทธิ)

นั่นคือการซื้อ Warrant เมื่อทำกำไร จะมีผลตอบแทนที่ไม่จำกัด ขึ้นอยู่กับราคาของหุ้น แต่เมื่อขาดทุน นักลงทุนสามารถจำกัดความเสียหายได้

อย่างไรก็ตาม ราคาของ Warrant ที่มีการซื้อขายในตลาด มักมีอัตราค่าเปลี่ยนแปลงที่สูง จากตัวอย่างข้างต้น เมื่อหุ้น A มีราคาเพิ่มขึ้น 1 บาท โดยเพิ่มจากราคา 100 บาท เป็น 101 บาท (เพิ่มขึ้นเพียง 1%) ราคาของ Warrant ที่ทำการซื้อขายในตลาด อาจเพิ่มขึ้น 1 บาท เช่นกัน โดยเพิ่มจากราคา 5 บาท เป็น 6 บาท (เพิ่มขึ้น 20%) และเมื่อราคาหุ้น A ลดลง เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของ Warrant จะลดลงมากกว่าหุ้น เช่นกัน

4.3 ปัจจัยที่มีผลต่อราคาของ Warrant

ปัจจัยที่มีผลต่อราคาของ Warrant มีหลายอย่าง โดยปัจจัยที่สำคัญที่นักลงทุนควรเข้าใจ ประกอบด้วย มูลค่าของ Warrant และ ระยะเวลา

มูลค่าของ Warrant คือ ราคาของหุ้น – ราคาใช้สิทธิ (strike price หรือ exercise price)

ตัวอย่างเช่น หุ้น A ณ ปัจจุบัน มีราคาอยู่ที่ 120 บาท และ Warrant ของหุ้น A มีราคาใช้สิทธิในการซื้อหุ้น A อยู่ที่ 100 บาท ดังนั้น มูลค่าของ Warrant คือ

$$\text{มูลค่า Warrant} = 120 - 100 = 20 \text{ บาท}$$

นั่นคือ ถ้านักลงทุนคิดว่า ราคาของหุ้น หลัง วันใช้สิทธิ จะอยู่ที่ 120 บาท นักลงทุนจะยอมจ่ายเงินสูงสุดในการซื้อ Warrant ไม่เกิน 20 บาท เพราะถ้านักลงทุนสามารถซื้อ Warrant ได้ที่ราคา 15 บาท จะทำให้นักลงทุนได้กำไร 5 บาท (ถ้าไรจากการใช้สิทธิ 20 บาท หักออกจากราคาของ Warrant ที่ซื้อมาในราคา 15 บาท)

อย่างไรก็ตาม ราคาของหุ้น หลัง วันใช้สิทธิ จะมีราคาเท่าใด ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของนักลงทุนแต่ละราย สำหรับนักลงทุนที่คิดว่า ราคาหุ้น จะอยู่ที่ 130 บาท นักลงทุนรายนั้นจะยอมจ่ายเงินสูงสุดไม่เกิน 30 บาท เพื่อซื้อ Warrant และในทำนองเดียวกันนักลงทุนที่คิดว่า ราคาหุ้น จะอยู่ที่ 110 บาท นักลงทุนรายนั้นจะยอมจ่ายเงินสูงสุดไม่เกิน 10 บาท เพื่อซื้อ Warrant

ระยะเวลาในการใช้สิทธิ เมื่อระยะเวลาในการใช้สิทธิเข้ามาใกล้ ราคาของ Warrant จะผันผวนน้อยลง เนื่องจากโอกาสที่ราคาของหุ้นจะเปลี่ยนแปลงไปจากราคาปัจจุบัน (Spot Price) เป็นไปได้ก็น้อย ความน่าสนใจในการลงทุนใน Warrant ตัวนั้นจึงน้อยลง เพราะโอกาสในการทำกำไร เมื่อมีการใช้สิทธิ เป็นไปได้น้อย

ตัวอย่างเช่น ถ้าราคาหุ้นตอนนี้อยู่ที่ 120 บาท (spot price) ราคาใช้สิทธิของ Warrant อยู่ที่ 100 บาท (Strike Price) และระยะเวลาในการใช้สิทธิคือ วันพรุ่งนี้ ดังนั้นจะมีนักลงทุนน้อยราย ที่จะขาย Warrant ในราคาที่ต่ำกว่า 20 บาท

4.4 Warrant กับการเพิ่มทุน (warrant kicker)

การออก Warrant ควบคู่ไปกับการออกหุ้นเพิ่มทุน เป็นเทคนิคทางการตลาดอย่างหนึ่งของบริษัทจดทะเบียน ในการเพิ่มทุน

วัตถุประสงค์ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ เช่น เพื่อเป็นการจูงใจให้กับนักลงทุนรายใหญ่ จองซื้อหุ้น ในระหว่างที่มีการออก road show และเป็นการจูงใจนักลงทุนรายย่อยให้มาลงทุนในหลักทรัพย์ใหม่

ตัวอย่างเช่น บริษัท A ตัดสินใจที่จะออกหุ้นกู้ ควบคู่กับ Warrant เนื่องจากบริษัท A คิดว่าการออกหุ้นกู้โดยตรง อาจไม่สามารถทำได้ เนื่องจากเกรงว่า เมื่อนำบริษัทไปให้มีการจัดอันดับ (credit rating) บริษัท A อาจถูกจัดอันดับ ในอันดับที่ต่ำกว่า การลงทุน เช่น rating B ทำให้ การออกหุ้นกู้ นั้น บริษัท A จะต้องให้อัตราดอกเบี้ยที่สูง เพื่อดึงดูดนักลงทุน ซึ่งจะทำให้เป็นภาระต่อบริษัท

ดังนั้น อีกทางเลือกของบริษัท คือ 1.) การออกหุ้นกู้แปลงสภาพ หรือ 2.) การออกหุ้นกู้ ควบคู่กับการออก Warrant ซึ่งทั้ง 2 ทางเลือก จะทำให้นักลงทุนสามารถมีรายได้จากการแปลงสภาพ หรือการใช้สิทธิ Warrant

ดังนั้น บริษัท A จึงสามารถกำหนดอัตราดอกเบี้ยของหุ้นกู้ ในอัตราที่ต่ำกว่า การออกหุ้นกู้โดยตรงได้ อย่างไรก็ตามผลกระทบต่อบริษัท A คือ dilution ของผู้ถือหุ้น ซึ่งเกิดจากการแปลงสภาพ หรือการใช้สิทธิของ Warrant

สำหรับกรณีของหุ้นกู้แปลงสภาพ การซื้อขายเปลี่ยนมือ มักทำกันในวงที่จำกัด ในขณะที่ Warrant นักลงทุนสามารถเลือกนำมาขายทำกำไรในตลาดได้ ดังนั้น เพื่อเป็นการจูงใจนักลงทุน บริษัท A จึงเลือกที่จะออกหุ้นกู้ ควบคู่กับ Warrant แทนการออกหุ้นกู้แปลงสภาพ

นอกจากนี้ ในภาวะที่ตลาดซบเซา การออกหุ้นเพียงอย่างเดียว อาจจะไม่สามารถเสนอขายได้ในราคาที่ดี ในปริมาณที่เหมาะสม ตัวอย่างเช่น ถ้าบริษัทต้องการเงินทุน 1,000 ล้านบาท การเสนอขายหุ้นที่ราคาพาร์ 10 บาท จำนวน 100 ล้านหุ้น อาจไม่สามารถทำได้ เนื่องจากความสามารถในการซื้อ ของ นักลงทุนมีไม่เพียงพอ และบริษัทยังไม่สามารถขายหุ้นได้ ในราคาที่เหมาะสม

ทางเลือกหนึ่งคือ การเสนอขายหุ้นพร้อมกับ Warrant โดยในตัวอย่างนี้ บริษัทจะนำหุ้นออกขายในราคาพาร์ 10 บาท จำนวนเพียง 30 ล้านหุ้น พร้อมกับ Warrant ที่มีราคาใช้สิทธิ (strike price) อยู่ที่ 24 บาท ดังนั้นในการเพิ่มทุนวันแรก บริษัทจะสามารถขายหุ้นได้หมด และได้เงินจากการระดมทุน 300 ล้านบาท (สมมติว่าการระดมทุนจากตลาดจำนวน 300 ล้านบาท สามารถทำได้ง่ายกว่า การระดมทุนจำนวน 1,000 ล้านบาท)

สมมุติสถานะของตลาดดีขึ้น และผลการดำเนินงานของบริษัทอยู่ในเกณฑ์ที่ดี เป็นไปตามที่คาดการณ์ร่วมกันไว้ ระหว่าง บริษัท และ Investment bank จึงทำให้ ราคาของหุ้น ณ วันใช้สิทธิ อยู่ที่ 30 บาท ดังนั้นนักลงทุนจึงเลือกใช้สิทธิ Warrant โดยทำการซื้อหุ้นในราคา 24 บาท ซึ่งจะทำให้บริษัท สามารถระดมทุนได้อีก 720 ล้านบาท (24 บาท x 30 ล้านหุ้น) ซึ่งรวมแล้วทำให้บริษัทสามารถระดมทุนได้ 1,050 ล้านบาท ในจำนวนที่ต้องการ

ผลกระทบต่อราคาของหุ้นภายหลังการใช้สิทธิ

การใช้สิทธิจะทำให้จำนวนหุ้นเพิ่มมากขึ้น อาจส่งผล dilution แก่ผู้ถือหุ้น และรายได้ต่อหุ้น ของบริษัท อย่างไรก็ตาม โดยทั่วไปแล้วราคาของหุ้นขึ้นอยู่กับการใช้เงินของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ในตัวอย่างนี้ จำนวนเงินทุนที่ระดมได้จากการใช้สิทธิ Warrant ของนักลงทุน บริษัทอาจนำไปใช้ชำระหนี้จากการกู้ยืม ช่วยลดภาระดอกเบี้ย เนื่องจากการระดมทุนครั้งแรก บริษัทได้เงินจำนวนเพียง 300 ล้านบาท ทำให้ต้องกู้ยืมจากสถาบันการเงินอีก 700 ล้าน

บาท เพื่อนำไปลงทุนตามโครงการที่กำหนด หรือ บริษัทอาจนำเงินที่ได้ไปใช้ในโครงการอื่นๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อบริษัท และต่อนักลงทุนต่อไป เป็นต้น

นักลงทุนบางราย กังวลต่อราคาของหุ้นภายหลังที่มีการใช้สิทธิ เนื่องจากราคาของหุ้นภายหลังการใช้สิทธิ จะส่งผลต่อกำไรหรือขาดทุน จากการซื้อ Warrant

วิธีการหนึ่งที่นักลงทุนใช้ ในการประเมินราคาของ Warrant คือ การนำ Factor คูณเข้ากับมูลค่าของ Warrant โดย Factor ที่ใช้คือ

$$\text{Factor} = \frac{\text{จำนวนหุ้นปัจจุบัน}}{\text{จำนวนหุ้นปัจจุบัน} + \text{จำนวนหุ้นจาก Warrant}}$$

ตัวอย่างเช่น ราคาหุ้นปัจจุบันเท่ากับ 120 บาท (Spot Price) ราคาการใช้สิทธิ Warrant อยู่ที่ 100 บาท (Strike Price) ดังนั้น มูลค่า Warrant เท่ากับ 20 บาท (120-100)

สมมติ จำนวนหุ้นปัจจุบันมีอยู่ 100 ล้านหุ้น และจำนวนหุ้นจากการใช้สิทธิ Warrant อีก 20 ล้านหุ้น ดังนั้น Factor คือ

$$\text{Factor} = \frac{100}{100 + 20} \quad \text{ดังนั้นมูลค่า Warrant ที่เปลี่ยนไปคือ} \\ 20 \times 0.833 \text{ คือ } 16.67 \text{ บาท}$$

$$= \frac{100}{100 + 20} \\ = 0.833$$