

## รู้จัก...ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์



กวี นัพาเจริญ , CFA, FRM

รองผู้จัดการฝ่ายธุรกิจอนุพันธ์

บมจ. หลักทรัพย์ บัวหลวง

20 มีนาคม 2552

### ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์คืออะไร

ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์เป็นผลิตภัณฑ์ที่มีชื่อภาษาอังกฤษเป็นทางการว่า Derivative Warrant หรือย่อว่า DW โดยในต่างประเทศอาจจะใช้คำว่า Covered Warrant เป็นส่วนใหญ่ อย่างไรก็ตาม ไม่ใช่เพียงประเทศไทยเพียงประเทศเดียวที่เรียกว่า Derivative Warrant เท่านั้น ยังมีฮ่องกงอีกหนึ่งแห่งที่ใช้คำนี้ ยิ่งไปกว่านี้ ประเทศอื่น ๆ ในเอเชียก็มีการเรียกผลิตภัณฑ์นี้แตกต่างกันออกไปอีก อาทิเช่น ในสิงคโปร์เรียกผลิตภัณฑ์นี้ว่า Structured Warrant ในเกาหลีใต้เรียกผลิตภัณฑ์นี้ว่า Equity-Link Warrant (ELW) และในไต้หวันกับมาเลเซียเรียกผลิตภัณฑ์นี้ว่า Call Warrant หรือ Put Warrant เป็นต้น

แม้กระทั่งชื่อผลิตภัณฑ์ยังมีการเรียกไม่เหมือนกัน จึงไม่น่าแปลกใจเลยว่าทำไมนักลงทุนถึงอาจจะมีคำถามหรือความสับสนเกี่ยวกับ DW นี้มากกว่าผลิตภัณฑ์อื่น ๆ ถึงแม้จะมีชื่อเรียกแตกต่างกันในแต่ละสถานที่ แต่ทว่า Derivative Warrant (DW) นี้มีความหมายแทบจะเหมือนกันหมด โดยเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีลักษณะสำคัญดังนี้

- DW เป็นหลักทรัพย์ที่ออกโดยสถาบันการเงินเป็นส่วนมาก และบริษัทผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ต้องไม่ใช่บริษัทผู้ออกหุ้นสามัญซึ่งเป็นสินค้าอ้างอิง
- สินค้าอ้างอิงส่วนใหญ่เป็นหุ้นหรือดัชนีหุ้น แต่ก็อาจจะเป็นสินค้าอ้างอิงอื่นได้ ขึ้นอยู่กับกฎข้อบังคับในแต่ละตลาด
- ปกติ DW จะมีประเภทสิทธิ 2 ประเภทด้วยกัน ได้แก่ สิทธิในการซื้อ (Call) และสิทธิในการขายสินค้าอ้างอิง (Put) แต่ทว่า ณ ปัจจุบันตามกฎหมายของ ก.ล.ต. DW ที่สามารถออกและเสนอขายได้ จะมีเฉพาะสิทธิในการซื้อสินค้าอ้างอิงเท่านั้น
- ผู้ออก DW สามารถกำหนดวิธีการส่งมอบให้เป็นแบบส่งมอบจริง (Physical Delivery) หรือชำระราคาเป็นเงินสด (Cash Settlement)
- อายุของหลักทรัพย์นับจากวันเสนอขายครั้งแรกมักจะไม่เกิน 2 ปี

### วอร์แรนท์และอปชั่นคืออะไร

ใบสำคัญแสดงสิทธิ หรือที่เราเรียกสั้น ๆ ตามชื่อภาษาอังกฤษว่า วอร์แรนท์ (Warrant) เป็นหลักทรัพย์ที่ให้สิทธิผู้ถือในการซื้อหลักทรัพย์อ้างอิงซึ่งโดยส่วนใหญ่เป็นหุ้น โดยเมื่อผู้ถือวอร์แรนท์ใช้สิทธิซื้อแล้ว บริษัทจะมีการออกหลักทรัพย์ใหม่ให้ ถ้าหลักทรัพย์อ้างอิงเป็นหุ้น บริษัทผู้ออกก็จะทำการออกหุ้นใหม่ให้ ดังนั้น ผู้ถือวอร์แรนท์และหลักทรัพย์อ้างอิงจึงต้องเป็นบุคคลเดียวกันเท่านั้น นอกจากนี้ วอร์แรนท์มักจะไม่

การเสนอขายตรง ๆ จากบริษัทผู้ออกแต่จะเป็นการแจกให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม หรือแถมให้พร้อมกับตราสารหนี้ที่บริษัทเป็นผู้ออก โดยอายุของหลักทรัพย์นี้มักจะค่อนข้างยาวเมื่อเทียบกับ DW หรือ ออปชั่น

ออปชั่น เป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้าประเภทหนึ่ง ซึ่งตามกฎหมายแล้วออปชั่นอยู่ภายใต้ พรบ. สัญญาซื้อขายล่วงหน้า จึงไม่ใช่หลักทรัพย์เหมือนกับ DW และ วอร์แรนท์ การซื้อขายออปชั่นจึงไม่ได้มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ด้วย แต่จะปรากฏให้เห็นในตลาด Over-the-Counter (OTC) ที่เรียกว่า OTC Option หรือการซื้อขายในตลาดอนุพันธ์ที่จัดตั้งอย่างเป็นทางการที่เรียกว่า Exchange-Traded Option ซึ่งมีข้อแตกต่างระหว่างออปชั่นทั้ง 2 ประเภทแสดงในตารางที่ 1

ตารางที่ 1: เปรียบเทียบข้อแตกต่างระหว่าง OTC Option และ Exchange-Traded Option

|                                  | OTC Option    | Exchange-Traded Option            |
|----------------------------------|---------------|-----------------------------------|
| การซื้อขาย                       | ผ่านตลาดตอรอง | ผ่านตลาดทางการ                    |
| ขนาดสัญญา                        | ตามแต่ตกลง    | มีขนาดมาตรฐาน                     |
| อายุสัญญา                        | ตามแต่ตกลง    | ส่วนมากไม่เกิน 1 ปี               |
| คู่สัญญา                         | คู่สัญญาตรง   | สำนักหักบัญชี                     |
| ความเสี่ยงของคู่สัญญา            | สูงกว่า       | ต่ำกว่า                           |
| การปิดสัญญา                      | ยากกว่า       | ง่ายกว่า                          |
| การวางหลักประกันของผู้ขายออปชั่น | ไม่จำเป็น     | มี (ผ่านกระบวนการ Mark-to-Market) |

สำหรับนักลงทุนไทยทั่วไป เราคงต้องยอมรับว่าวอร์แรนท์ยังเป็นผลิตภัณฑ์ที่นักลงทุนไทยมีความคุ้นเคยมากที่สุดเมื่อเทียบกับออปชั่น เพราะมีบริษัทจำนวนมากได้ออกวอร์แรนท์และมีปริมาณการซื้อขายกันอย่างคึกคัก ในขณะที่ OTC Option นั้นจะซื้อขายกันส่วนใหญ่ระหว่างนักลงทุนสถาบันเท่านั้น และ Exchange-Traded Option ก็มีเพียง SET50 Index Options เท่านั้น ซึ่งถือว่ายังมีปริมาณการซื้อขายไม่มากเท่าไรนัก

## DW ต่างกับวอร์แรนท์และออปชั่นอย่างไร

ในบรรดาผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่ซื้อขายผ่านตลาดทางการทั้งหมด อันได้แก่ DW วอร์แรนท์ และ Exchange-Traded Options เราจะพบว่าผลิตภัณฑ์เหล่านี้อาจจะมีความเหมือนและความแตกต่างกันในบางจุด ซึ่งอาจจะทำให้หลายคนสับสนได้ ยกตัวอย่างเช่น

- DW กับ วอร์แรนท์ต่างเป็นหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในขณะที่ Exchange-Traded Option มีลักษณะเป็นสัญญาซื้อขายล่วงหน้า จึงจะต้องซื้อขายผ่านตลาดอนุพันธ์ที่จัดตั้งอย่างเป็นทางการ
- นักลงทุนสามารถมีฐานะซื้อและฐานะขาย Exchange-Traded Option ได้ แต่สามารถมีฐานะซื้อ DW หรือ วอร์แรนท์ได้เท่านั้น เพราะทั้ง DW และ วอร์แรนท์เป็นหลักทรัพย์ที่ไม่สามารถขายชอร์ตได้ (Short Sell)
- วอร์แรนท์เป็นหลักทรัพย์ที่ให้สิทธิซื้อสินค้าอ้างอิงเท่านั้น แต่ DW หรือ Exchange-Traded Option นั้นเป็นได้ทั้งสิทธิซื้อ (Call) และสิทธิขาย (Put)
- ปกติวอร์แรนท์จะมีอายุค่อนข้างยาวเทียบกับ DW และ Exchange-Traded Option

- ผู้ออก DW มักจะเป็นสถาบันการเงิน ในขณะที่ผู้ออกวอร์แรนทนั้นก็มีหลากหลายมาก
- ผู้ซื้อวอร์แรนทที่ไม่มีความเสี่ยงของคู่สัญญา เพราะผู้ออกวอร์แรนทที่ไม่มีปัญหาหรือข้อติดขัดในการออกหุ้นใหม่ ส่วนผู้ซื้อ Exchange-Traded Option จะมีสำนักหักบัญชีเป็นตัวกลางซึ่งถือว่ามีความเสี่ยงของคู่สัญญาเข้าใกล้ศูนย์ แต่ทว่า ผู้ซื้อ DW ถือว่ามีความเสี่ยงของคู่สัญญาเพราะว่าผู้ออก DW อาจจะไม่สามารถหาหุ้นมาส่งมอบหรือไม่มีเงินสดจ่ายเมื่อผู้ถือ DW ใช้สิทธิ ด้วยเหตุนี้ ผู้ซื้อ DW จึงควรที่จะพิจารณาเรื่องของอันดับความน่าเชื่อถือ หรือ เครดิตเรตติ้ง (Credit Rating) ด้วย
- การใช้สิทธิของ DW และ Exchange-Traded Option ที่มีสินค้าอ้างอิงเป็นหลักทรัพย์และส่งมอบจริงจะไม่มีผลกระทบต่อจำนวนสินค้าอ้างอิงเพราะไม่มีการออกหลักทรัพย์ใหม่เหมือนกับการใช้สิทธิของวอร์แรนท ดังนั้นจำนวนของหลักทรัพย์เดิม (Outstanding Quantity) จึงไม่เปลี่ยนแปลง

นอกจากนี้ เรายังสามารถดูความเหมือนและความแตกต่างของผลิตภัณฑ์ทั้งสามโดยสรุปได้ในตารางที่ 2

ตารางที่ 2: เปรียบเทียบ DW วอร์แรนท และ Exchange Traded Option

|                                         | <b>Derivative Warrant</b>              | <b>Warrant</b>                | <b>Exchange-Traded Option</b> |
|-----------------------------------------|----------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
| รูปแบบทางกฎหมาย                         | หลักทรัพย์                             | หลักทรัพย์                    | สัญญาซื้อขายล่วงหน้า          |
| ศูนย์ซื้อขาย                            | ตลาดหลักทรัพย์                         | ตลาดหลักทรัพย์                | ตลาดอนุพันธ์                  |
| ลักษณะสิทธิ                             | Call หรือ Put*                         | Call เท่านั้น                 | Call หรือ Put                 |
| อายุของสัญญา                            | ปกติไม่เกิน 2 ปี                       | ประมาณ 5 – 10 ปี              | ปกติไม่เกิน 1 ปี              |
| วิธีชำระราคา                            | เงินสดหรือส่งมอบจริง                   | ส่งมอบจริงเท่านั้น            | ปกติเป็นเงินสด                |
| การมีฐานะขาย หรือ ขายชอร์ต (Short sell) | ไม่ได้                                 | ไม่ได้                        | ได้                           |
| คู่สัญญา                                | บริษัทผู้ออก (โดยมากเป็นสถาบันการเงิน) | บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อ้างอิง | สำนักหักบัญชี                 |
| ความเสี่ยงของคู่สัญญา                   | ขึ้นกับผู้ออก DW                       | ไม่มี                         | แทบจะเป็นศูนย์                |
| จำนวนของหลักทรัพย์ หรือสัญญา            | ตามการจดทะเบียน                        | ตามการจดทะเบียน               | ถูกกำหนดโดยตลาดอนุพันธ์       |
| หลักทรัพย์ที่ส่งมอบ                     | หลักทรัพย์เดิม                         | หลักทรัพย์ที่ออกใหม่          | หลักทรัพย์เดิม                |

\* ปัจจุบัน คณะกรรมการ ก.ล.ด อนุญาตให้ DW มีได้เฉพาะประเภท Call เท่านั้น

## DW แบบไทย ๆ

เนื่องจาก DW นี้กำลังเป็นผลิตภัณฑ์ที่ได้รับการผลักดันจากตลาดหลักทรัพย์ฯ ให้เป็นผลิตภัณฑ์ที่เป็นสินค้าใหม่แห่งปี พ.ศ. 2552 และน่าจะนำมาซึ่งการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบต่าง ๆ เกี่ยวกับการออกและเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (DW) แต่ในขณะนี้ ประเภทของ DW ที่กำลังได้รับความสนใจก็คือ DW แบบไม่ต้องการฝากหลักทรัพย์เป็นหลักประกัน (Non-Collateralized) ซึ่งเป็นจุดที่แตกต่างสำคัญจาก SCIB-C1 และ SCB-C1 ที่เป็น DW ที่เคยออกมาแล้วในอดีตโดยกองทุนฟื้นฟูและพัฒนาสถาบันการเงิน (FIDF) แต่ทว่าหลักทรัพย์ทั้งสองได้หมดอายุลงไปแล้ว

การที่ผู้ออก DW ไม่ต้องฝากหลักทรัพย์เป็นหลักประกันนั้นทำให้ผู้ออก DW อาจจะไม่มียุทธวิธีส่งมอบให้ผู้ซื้อสิทธิได้ กรณีนี้ถือว่าเป็นความเสี่ยงของนักลงทุนผู้ซื้อ DW ดังนั้นคุณสมบัติที่สำคัญข้อหนึ่งของผู้ออก DW ที่จะเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปก็คือ จะต้องเป็นผู้ที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ในสื่อนับสูงสุด หรือได้รับการค้ำประกันจากผู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ในสื่อนับสูงสุด หรือพูดง่าย ๆ คือ ผู้ออก DW หรือ ผู้ค้ำประกัน DW อย่างใดอย่างหนึ่งจะต้องมีอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) ตั้งแต่ระดับ BBB- ขึ้นไป

นอกจากนี้ บริษัทที่ต้องการออกและเสนอขาย DW จะต้องได้รับการอนุมัติเป็นมติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น พร้อมทั้งรับทราบความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องและนโยบายบริหารความเสี่ยงด้วย ดังนั้น ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2551 ถึงปัจจุบัน นักลงทุนหลาย ๆ คนอาจจะเริ่มสังเกตว่ามีบริษัทหลักทรัพย์บางแห่งได้รับการอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นแล้ว และอีกหลายแห่งกำลังเริ่มสนใจในการเป็นผู้ออกผลิตภัณฑ์นี้เช่นเดียวกัน หลาย ๆ คนรวมทั้งตัวผมเองตั้งความหวังว่าการออก DW โดยบริษัทหลักทรัพย์เหล่านี้จะมีผลทำให้ตลาดหลักทรัพย์กลับมามีความคึกคักได้อีกครั้ง ด้วยเหตุที่ว่าการซื้อขาย DW นั้นจะมีลักษณะคล้ายกับวอร์เรนเทรดที่นักลงทุนมักจะมี การซื้อขายหุ้นอ้างอิงควบคู่ไปด้วย แต่จุดเด่นของ DW ก็คือ ผู้ออก DW มักจะเป็นผู้ดูแลสภาพคล่องเพื่อสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนที่เข้ามาซื้อขาย DW ของตนเอง

คงเป็นที่แน่นอนว่า บริษัทผู้ออก DW ก็ต้องได้รับผลประโยชน์เช่นเดียวกัน ไม่เช่นนั้นคงไม่มีใครสนใจเข้ามาทำธุรกิจตรงนี้ การออก DW นั้นจะทำให้บริษัทหลักทรัพย์ซึ่งเป็นผู้สนใจหลักในปัจจุบันสามารถสร้างสินค้าทางการเงินใหม่เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าของตนได้ดียิ่งขึ้น อีกทั้งยังถือเป็นการทำธุรกิจต่อเนื่องเพิ่มเติมจากธุรกิจหลักด้วย และบริษัทผู้ออกยังอาจจะสามารถสร้างกำไรจากการบริหารความเสี่ยงได้อีกด้วย

ส่วนรูปร่างหน้าตา DW ที่แต่ละบริษัทจะทำการออกจะมีรูปร่างหน้าตาเป็นอย่างไรนั้น เราคงจะได้เห็นในไม่ช้า จากการประมาณคร่าว ๆ ด้วยความเห็นส่วนตัวแล้ว สิ่งที่นักลงทุนน่าจะได้เห็นคือ DW ประเภทที่ให้สิทธิซื้อหุ้นอ้างอิงหนึ่งตัว หรือที่เรียกว่า DW Call แต่สิ่งที่นักลงทุนสนใจที่สุดก็คงจะหนีไม่พ้นว่าสินค้าอ้างอิงจะเป็นอะไร ซึ่งผมเชื่อว่าสินค้าอ้างอิงที่น่าจะเป็นไปได้มากที่สุดก็คือ หุ้นซึ่งเป็นองค์ประกอบของดัชนี SET50 นั่นเอง ทั้งนี้การเลือกหุ้นก็คงขึ้นกับจังหวะและเวลาซึ่งรวมถึงกลยุทธ์ของผู้ออก DW แต่ละคนด้วย อนึ่ง การเลือกกว่าหุ้นใดจะมาเป็นหุ้นอ้างอิงนั้นไม่จำเป็นต้องได้รับอนุญาตจากบริษัทผู้ออกหุ้นนั้น ทำให้ผู้ออก DW นั้นมีความเป็นอิสระในการเลือกหุ้นอ้างอิงเพื่อตอบสนองความต้องการของนักลงทุนได้อย่างเต็มที่

### แหล่งข้อมูลอ้างอิง

1. **Investor Education**, [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก [www.hkex.com.hk](http://www.hkex.com.hk), (วันที่ค้นข้อมูล 12 มี.ค. 2552)
2. **Structured Warrants**, [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก [www.sgx.com](http://www.sgx.com), (วันที่ค้นข้อมูล 12 มี.ค. 2552)
3. **ELW**, [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก [www.krx.co.kr](http://www.krx.co.kr), (วันที่ค้นข้อมูล 12 มี.ค. 2552)
4. **Listed Securities**, [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก [www.twse.com.tw](http://www.twse.com.tw), (วันที่ค้นข้อมูล 12 มี.ค. 2552)
5. **Product & Services**, [ออนไลน์], เข้าถึงได้จาก [www.klse.com.my](http://www.klse.com.my), (วันที่ค้นข้อมูล 12 มี.ค. 2552)