

ชื่อเรื่องวิทยานิพนธ์

การวิเคราะห์ทางเศรษฐศาสตร์เกี่ยวกับการออก หุ้นสามัญ
หุ้นกู้ หุ้นกู้ควบวอร์เรนท และหุ้นกู้แปลงสภาพ

ชื่อผู้เขียน

นายณรงค์ศักดิ์ วงศ์สิทธิกร

เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ :

อาจารย์ ดร. ทรงศักดิ์ ศรีบุญจิตต์ ประธานกรรมการ
รองศาสตราจารย์ ดร. อารี วิบูลย์พงศ์ กรรมการ
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ พงศา วิบูลสันติ กรรมการ

บทคัดย่อ

การวิเคราะห์ทางเศรษฐศาสตร์เกี่ยวกับการออกหุ้นสามัญ หุ้นกู้ หุ้นกู้ควบวอร์เรนท และหุ้นกู้แปลงสภาพ มีวัตถุประสงค์ 3 ประการ คือ (1) เพื่อศึกษาถึงหลักเกณฑ์ที่มีผลต่อการตัดสินใจเลือกจัดหาเงินทุนในแต่ละวิธี (2) เพื่อคำนวณราคาหุ้นกู้ วอร์เรนท และ หุ้นกู้แปลงสภาพ และ (3) เพื่อทดสอบความสามารถในการพยากรณ์ราคาของแบบจำลองต่างๆ

เพื่อที่จะบรรลุวัตถุประสงค์ดังกล่าว การศึกษานี้จะครอบคลุมหลักทรัพย์เฉพาะหมวดธนาคารพาณิชย์และหมวดบริษัทเงินทุนและหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2536-2538 กรณีศึกษาทั้งหมดมี 24 กรณี โดยได้แบ่งออกเป็น 2 ส่วนคือ 1) การวิเคราะห์ทางเลือกในการจัดหาเงินทุนของกิจการ และ 2) การประเมินราคาหลักทรัพย์ประเภทหนี้และกึ่งทุน

ในส่วนแรก ได้ทำการศึกษาถึงลักษณะของกิจการที่ต้องการเงินทุนและหลักเกณฑ์ที่มีผลต่อการตัดสินใจเลือกจัดหาเงินทุนแต่ละวิธี ผลการศึกษาพบว่าลักษณะของกิจการที่ต้องการเงินทุนเป็นดังนี้คือ กิจการต้องมีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง มีอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นและมีอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม สำหรับหลักเกณฑ์ทางด้านขนาดของกิจการและจำนวนเงินทุนที่ต้องการเป็นตัวกำหนดวิธีจัดหาเงินทุนที่เป็นไปได้ หลังจากนั้นจึงนำปัจจัยภายในของกิจการทางด้าน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น อัตราดอกเบี้ยที่จ่ายจริง ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย และ กำไรสุทธิต่อหุ้น และปัจจัยภายนอกของกิจการ ทางด้านภาวะตลาดหลักทรัพย์ฯ และภาวะอัตราดอกเบี้ย มาร่วมพิจารณา เพื่อเลือกวิธีการจัดหาเงินทุนที่เหมาะสมกับกิจการในขณะนั้นมากที่สุด จากการศึกษาพบว่าในการจัดหาเงินทุนแต่ละวิธีให้ความสำคัญกับหลักเกณฑ์ในการตัดสินใจแตกต่างกัน ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้คือ (1) หลักเกณฑ์ที่มีผลต่อการตัดสินใจจัดหาเงินทุนโดยออกเป็นหุ้นสามัญควบวอร์เรนทหรือวอร์เรนท ประกอบด้วย

หลักเกณฑ์ภายในได้แก่ กำไรสุทธิต่อหุ้นและอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น ส่วนหลักเกณฑ์ภายนอก ได้แก่ ภาวะตลาดหลักทรัพย์ฯ เฟื่องฟู (2) หลักเกณฑ์ที่มีผลต่อการตัดสินใจจัดหาเงินทุนโดยออกเป็นหุ้นกู้ พบว่าหลักเกณฑ์ภายในไม่มีผลต่อการตัดสินใจ ส่วนหลักเกณฑ์ภายนอกได้แก่ ภาวะตลาดหลักทรัพย์ฯ ชบเซา มีผลต่อการตัดสินใจทุกกรณี (100%) (3) หลักเกณฑ์ที่มีผลต่อการตัดสินใจจัดหาเงินทุนโดยออกเป็นหุ้นกู้ควอเตอร์แรนท์ประกอบด้วย หลักเกณฑ์ภายในซึ่งได้แก่ ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น กำไรสุทธิต่อหุ้น และอัตราดอกเบี้ยที่จ่ายจริง ส่วนหลักเกณฑ์ภายนอกได้แก่ ภาวะตลาดหลักทรัพย์ฯ เฟื่องฟู และภาวะอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ และ (4) หลักเกณฑ์ที่มีผลต่อการตัดสินใจจัดหาเงินทุนโดยออกเป็นหุ้นกู้แปลงสภาพประกอบด้วย หลักเกณฑ์ภายในได้แก่ อัตราดอกเบี้ยที่จ่ายจริง ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย กำไรสุทธิต่อหุ้น และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น ส่วนหลักเกณฑ์ภายนอกได้แก่ ภาวะตลาดหลักทรัพย์ฯ เฟื่องฟู และ ภาวะอัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ

ในส่วนที่ 2 ทำการศึกษาการประเมินราคาหลักทรัพย์ประเภทหนี้และกึ่งทุน โดยแบ่งเป็น 3 กรณีคือ 1. การประเมินราคาหุ้นกู้ 2. การประเมินราคาควอเตอร์แรนท์ และ 3. การประเมินราคาหุ้นกู้แปลงสภาพสกุลเงินต่างประเทศ กรณีที่ 1 การประเมินราคาหุ้นกู้ พบว่า เมื่อคำนวณราคาโดยใช้แบบจำลอง Present Value จะทำให้ความคลาดเคลื่อนในการคำนวณราคาน้อยที่สุด คือ โดยเฉลี่ยแล้วราคาตลาดของหุ้นกู้จะสูงกว่าราคาที่คำนวณได้จากแบบจำลองเพียงเล็กน้อย กรณีที่ 2 การประเมินราคาควอเตอร์แรนท์ พบว่า โดยเฉลี่ยแล้วราคาตลาดของควอเตอร์แรนท์โดยรวมสูงกว่าราคาที่คำนวณจากแบบจำลอง Original Black & Scholes และ แบบจำลอง Adjusted Black & Scholes ในการคำนวณราคาควอเตอร์แรนท์เมื่อใช้แบบจำลอง Original Black & Scholes และใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่คำนวณจากราคาปิดรายวันของหุ้นสามัญในช่วงวันก่อนหน้าอย่างน้อย 180 วัน มาคำนวณราคาจะทำให้สามารถพยากรณ์ราคาควอเตอร์แรนท์ได้ดียิ่งขึ้น และ กรณีที่ 3 การประเมินราคาหุ้นกู้แปลงสภาพสกุลเงินต่างประเทศ พบว่า โดยเฉลี่ยราคาตลาดของหุ้นกู้แปลงสภาพต่ำกว่าราคาที่คำนวณได้จากแบบจำลอง ในการคำนวณราคาหุ้นกู้แปลงสภาพ เมื่อใช้แบบจำลอง Adjusted Contingent Claims ใช้ government bond yields แทนอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง และ ใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญที่คำนวณจากราคาปิดรายวันของหุ้นสามัญในช่วงวันก่อนหน้า 30 วัน มาคำนวณราคาทำให้สามารถพยากรณ์ราคาหุ้นกู้แปลงสภาพสกุลเงินต่างประเทศได้ดียิ่งขึ้น