

## บทที่ 2

### ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น : บททั่วไป

ในบทนี้จะได้กล่าวถึงแนวความคิดทางธุรกิจเกี่ยวกับการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ความหมายโดยทั่วไปของ “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” ลักษณะของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น โดยจะพิจารณาถึงลักษณะโดยทั่วไปและพิจารณาเปรียบเทียบลักษณะของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นกับตราสารทางการเงินประเภทอื่น ได้แก่ สิทธิในการจองซื้อหุ้น (Rights) ใบสำคัญแสดงสิทธิ (Warrants) และ สิทธิที่จะซื้อหรือขายหุ้น (Options) เพื่อให้ทราบถึงความแตกต่างกับตราสารทางการเงินประเภทอื่นที่มีลักษณะเดียวกันกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ศึกษาถึงลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างผู้ออก ผู้ถือ และผู้รับฝากหุ้นพื้นฐาน ศึกษาประเภทของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น และศึกษาความหมายในทางกฎหมายของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ตลอดจนศึกษาถึงประโยชน์ของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น เพื่อเป็นพื้นฐานความรู้ความเข้าใจสำหรับใช้ประกอบการศึกษาและวิเคราะห์ในบทต่อไป

#### 2.1 แนวความคิดในทางธุรกิจเกี่ยวกับการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

ในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนโดยตรง (Direct Financing) ของธุรกิจในรูปแบบของการออกตราสารทางการเงินสามารถทำได้หลายรูปแบบ ไม่ว่าจะเป็นการออกตราสารทุน (Equity Instrument) ได้แก่ หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ หรือการออกตราสารหนี้ (Debt Instrument) ได้แก่ หุ้นกู้ ตั๋วเงิน ตลอดจนการออกตราสารกึ่งหนี้กึ่งทุน (Hybrid Instrument) ได้แก่ หุ้นกู้แปลงสภาพ หุ้นกู้ควบใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น<sup>1</sup> เป็นต้น ทั้งนี้สิ่งที่ธุรกิจจะต้องคำนึงถึง ก็คือ ต้นทุนของเงินที่จัดหา และความเสี่ยงทางการเงิน<sup>2</sup> โดยทั่วไปแล้วธุรกิจที่จัดหาเงินทุนโดยวิธีการออกตราสารหนี้ หรือการกู้ยืมเงินจะมีความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Risk) สูงกว่าธุรกิจที่จัดหาเงินทุนโดยวิธีการออกหุ้นสามัญหรือหุ้นบุริมสิทธิ แต่ธุรกิจที่จัดหาเงินทุนโดยวิธีการออกตราสารหนี้จะสามารถทำ

---

<sup>1</sup> มนตรี ศรีไพศาล, ตราสารทางการเงินใหม่ ๆ (กรุงเทพมหานคร : บมจ.ธนาชาติ, n.d.), หน้า 5.

<sup>2</sup> เพชร ชุมทรัพย์, หลักการบริหารการเงิน (กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2536), หน้า 9.

กำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นสูงกว่าธุรกิจที่จัดหาเงินทุนโดยวิธีการออกหุ้นทุน นอกจากนี้ในขณะที่ออกตราสาร ผู้ออกจะต้องคำนึงถึงสถานะเศรษฐกิจโดยรวมด้วย ถ้าในขณะที่ออกสถานะเศรษฐกิจโดยรวมชบเซา การออกหุ้นทุนจะมีความเสี่ยงและไม่พอใจผู้ลงทุน เนื่องจากผลประกอบการของธุรกิจอาจประสบกับการขาดทุนตามสถานะเศรษฐกิจด้วย ทำให้ผู้ลงทุนอาจขาดทุนจากการซื้อหุ้นทุน ตลอดจนอาจจะไม่ได้รับเงินปันผล จึงทำให้ผู้ลงทุนไม่มีความมั่นใจในธุรกิจที่เข้าไปลงทุน ดังนั้นธุรกิจจึงเปลี่ยนมาระดมเงินทุนโดยการออกตราสารหนี้ เช่น หุ้นกู้ โดยใช้อัตราดอกเบี้ยซึ่งเป็นผลตอบแทนที่แน่นอนพอใจแก่นักลงทุนแทน แต่อย่างไรก็ตามการระดมเงินทุนโดยหุ้นกู้ธุรกิจอาจต้องแข่งขันกับสถาบันการเงินโดยการกำหนดอัตราดอกเบี้ยให้แก่ผู้ลงทุนในอัตราที่สูงซึ่งมีผลทำให้ธุรกิจมีค่าใช้จ่ายในการระดมเงินทุนสูง จึงได้มีการคิดค้นรูปแบบของตราสารที่ใช้ในการระดมเงินทุนรูปแบบใหม่ๆ ขึ้น และใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นจึงได้เกิดขึ้น เนื่องจากความต้องการในการพัฒนารูปแบบของการระดมเงินทุนในสถานะที่เศรษฐกิจชบเซา โดยใช้เป็นเครื่องมือทางการเงินที่ใช้ในการระดมเงินทุนและใช้ในการจูงใจ (Sweetener)<sup>3</sup> ให้ผู้ลงทุนสนใจลงทุนในตราสารที่ออกมาควบคู่กับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น

การออกใบสำคัญแสดงสิทธิในระยะแรกจะอยู่ในรูปแบบของ “หุ้นกู้ควบใบสำคัญแสดงสิทธิ” ซึ่งประโยชน์ของการออกตราสารประเภทนี้คือ จะไม่ก่อให้เกิดผลกระทบจากการเจ็ลยของจำนวนหุ้น (Dilution Effect)<sup>\*</sup> โดยทันทีเหมือนกับกรออกตราสารทุน แต่เมื่อใดก็ตามที่ผู้ลงทุนได้มาใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิธุรกิจที่ออกตราสารก็จะได้รับผลกระทบจากการเจ็ลยของจำนวนหุ้น ดังนั้นใบสำคัญแสดงสิทธิจึงเป็นเพียงตราสารที่ช่วยขยายระยะเวลาให้ธุรกิจได้รับผลกระทบจากการเจ็ลยของจำนวนหุ้นช้าลงเท่านั้น อย่างไรก็ตาม ในการออกหุ้นกู้ควบใบสำคัญแสดงสิทธินี้จะทำให้ธุรกิจได้รับประโยชน์จากการจ่ายดอกเบี้ยในอัตราที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยของการออกหุ้นกู้เพียงอย่างเดียว เช่น บริษัท ก. ออกหุ้นกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยร้อยละ 7 ต่อปี (ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยทั่วไปอยู่ในอัตราร้อยละ 9 ต่อปี) ควบคู่กับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น โดยขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นหน่วยละ 10 บาท และกำหนดอัตราการใช้สิทธิ ใบสำคัญแสดงสิทธิ 1

<sup>3</sup> Lawrence J. Gitman, Principles of Managerial Finance (n.p. : Harper & Row, 19 )p.556.

<sup>\*</sup> ผลกระทบจากการเจ็ลยของจำนวนหุ้นนี้จะเกิดขึ้นเมื่อบริษัทมีหุ้นที่ออกใหม่เพิ่มมากขึ้น ซึ่งมีผลทำให้กำไรต่อหุ้นไม่ว่าจะเป็นการเพิ่มทุนโดยตรงหรือการเพิ่มทุนเพื่อรองรับการใช้สิทธิตามหลักทรัพย์แปลงสภาพ (Earning Per Share หรือ EPS) และมูลค่าหุ้นในทางบัญชี (Book Value) ของหุ้นทุนนั้นลดลง

หน่วยสามารถใช้สิทธิซื้อหุ้นสามัญของบริษัท ก. ได้ 1 หุ้น และมีราคาการใช้สิทธิ 20 บาท ซึ่งราคาหุ้นบริษัท ก. ในขณะที่ออกไปสำคัญแสดงสิทธิมีราคา 30 บาท และต่อมาราคาหุ้นบริษัท ก. มีราคา 40 บาท ถ้าผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิได้ใช้สิทธิซื้อหุ้นของบริษัท ก. ตามสิทธิในใบสำคัญแสดงสิทธิ โดยจ่ายเงินเพิ่มอีก 20 บาท ต่อหุ้น ผู้ถือก็จะมีกำไรจากการใช้สิทธิจำนวน 10 บาท จึงแสดงให้เห็นว่า สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นนั้นมีมูลค่าโดยผู้ลงทุนสามารถใช้สิทธิตามสัญญาซื้อหุ้นสามัญในราคาที่กำหนดไว้ได้ เมื่อราคาของหุ้นสามัญสูงกว่าราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิรวมกับราคาการใช้สิทธิ ซึ่งประโยชน์จากใบสำคัญแสดงสิทธิดังกล่าวนี้ ผู้ลงทุนสามารถนำไปชดเชยกับอัตราดอกเบี้ยที่ต่ำของหุ้นก็ได้ จึงเป็นสิ่งจูงใจให้ผู้ลงทุนหันมาสนใจลงทุนในตราสารที่ออกควบคู่กับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นเพิ่มมากขึ้น

ในการพัฒนารูปแบบของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นต่อมานั้น ได้มีการเปลี่ยนแปลงรูปแบบใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือในการซื้อหลักทรัพย์ของผู้ออกมาเป็นรูปแบบของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือในการซื้อหลักทรัพย์ของผู้อื่นที่ไม่ใช่หลักทรัพย์ของผู้ออก หรือที่เรียกว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” (Stock Covered Warrant) ซึ่งตราสารประเภทนี้จะให้สิทธิแก่ผู้ถือในการซื้อหุ้นของบริษัทที่ผู้ออกได้กำหนดไว้ในสัญญาใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ซึ่งใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทนี้เป็นตราสารที่ใช้เป็นเครื่องมือในการระดมเงินทุนให้แก่ธุรกิจซึ่งเป็นบริษัทผู้ออกเช่นเดียวกับการออกไปสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นโดยทั่วไปที่ให้สิทธิซื้อหุ้นของผู้ออก และเป็นเครื่องมือที่ช่วยป้องกันความเสี่ยงให้แก่ผู้ลงทุนอีกด้วย อย่างไรก็ตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นนั้นจะไม่ก่อให้เกิดผลกระทบจากการเฉลี่ยของจำนวนหุ้นกับธุรกิจที่ออก จึงไม่ทำให้ผลกำไรของหุ้นทุนในธุรกิจที่ออกตราสารลดลงเนื่องจากธุรกิจที่ออก “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” นี้จะเป็นบุคคลที่สาม ซึ่งให้สิทธิแก่ผู้ลงทุนในการซื้อหุ้นของธุรกิจอื่น<sup>4</sup> และในต่างประเทศส่วนใหญ่ผู้ออกตราสารใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นนี้เป็นธนาคารเพื่อการลงทุน (Investment Bank)\*

<sup>4</sup> Julian Redmayne, *Equity Warrants* (Rochester : Euromoney Publication PLC, n.d.), p.7.

\* คือ สถาบันการเงินที่แนะนำ จัดการ รับประกันการจำหน่ายหุ้นของบริษัทที่ระดมทุนหรือเพิ่มทุนด้วยการขายหุ้น ด้วยการซื้อหุ้นมาทั้งหมด และมาขายให้นักลงทุนรายย่อย โดยตนเองได้กำหนดจากค่าธรรมเนียม นอกจากนี้ยังทำหน้าที่จัดหาแหล่งเงินทุนระยะยาวในรูปแบบอื่นด้วย

จากลักษณะของการเป็นตราสารที่ไม่ก่อให้เกิดผลกระทบจากการเฉลี่ยของจำนวนหุ้นที่ได้กล่าวมาในช่วงต้นนั้น จะเห็นได้ว่าการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้ถือหุ้นนี้จะไม่เกี่ยวข้องกับหุ้นของธุรกิจที่ออกตราสาร ในขณะที่การออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของบริษัทที่ออกจะเกี่ยวข้องกับหุ้นหรือโครงสร้างทุนของธุรกิจที่ออกใบสำคัญแสดงสิทธิ ดังนั้นหากธุรกิจต้องการออกใบสำคัญแสดงสิทธิแต่ไม่ต้องการให้มีการออกหุ้นในขณะนั้นก็จะทำการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้ถือหุ้น ส่วนธุรกิจที่ต้องการออกใบสำคัญแสดงสิทธิและไม่ต้องการให้มีการออกหุ้นทั้งในขณะที่ยังออกใบสำคัญแสดงสิทธิและในอนาคตก็จะต้องออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้ถือหุ้น โดยตนเองมีหุ้นของบริษัทอื่นอยู่ในครอบครองที่จะจัดหาได้ในอนาคตเมื่อมีการใช้สิทธิ

ในการระดมเงินทุนของธุรกิจโดยการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้ถือหุ้นนี้ ธุรกิจที่ออกจะมีความเสี่ยงในสิทธิของความเป็นเจ้าของหุ้นของบริษัทผู้ออกที่รองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ ในขณะที่ผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้ถือหุ้นจะมีความเสี่ยงในสิทธิของความเป็นเจ้าของหุ้นของบริษัทอื่นที่ตนเป็นเจ้าของอยู่ ส่วนผู้ลงทุนจะมีความเสี่ยงในหุ้นหรือหลักทรัพย์ที่รองรับตามสิทธิในใบสำคัญแสดงสิทธิเป็นจำนวนมากที่สุดเท่ากับจำนวนเงินที่ได้ลงทุนในหุ้นหรือหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงเป็นการจำกัดความเสียหายของผู้ลงทุน (Limit Lost)

## 2.2 ความหมายของ “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้ถือหุ้น”

เนื่องจากใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้ถือหุ้น (Stock Covered Warrant) เป็นใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น (Stock Warrant) ชนิดหนึ่ง ดังนั้นในการพิจารณาความหมายของคำว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้ถือหุ้น” จะทำการพิจารณาความหมายของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นโดยทั่วไปก่อนแล้วจึงพิจารณาความหมายของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้ถือหุ้นเป็นลำดับต่อไป ทั้งนี้จะพิจารณาทั้งความหมายในทางการเงินและความหมายในทางกฎหมายของต่างประเทศ เพื่อทำความเข้าใจตราสารดังกล่าว

### 2.2.1 ความหมายของ “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น”

Eugene F. Brigham ได้ให้ความหมายเกี่ยวกับ “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น” ซึ่งพอสรุปใจความได้ว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น” คือ สิทธิในการเลือกซื้อหุ้นที่ออกโดยบริษัท ซึ่งให้สิทธิแก่เจ้าของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของบริษัทตามจำนวนที่ได้กำหนดไว้ ตามราคา



ที่ระบุไว้<sup>5</sup> และโดยทั่วไปการจำหน่ายใบสำคัญแสดงสิทธิดังกล่าวจะออกควบคู่กับตราสารหนี้ และเพื่อจูงใจให้นักลงทุนซื้อตราสารหนี้ระยะยาวที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำของบริษัท<sup>6</sup> นอกจากนี้ยังได้กล่าวว่า ใบสำคัญแสดงสิทธิเป็นสิทธิที่จะซื้อ (Call Option) ระยะยาวซึ่งมีมูลค่า<sup>7</sup>

J. Fred Weston และ Thomas E. Copeland ได้ให้ความหมายคำว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น” ไว้ว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น” คือ สิทธิในการเลือกที่จะซื้อหุ้นสามัญในจำนวนที่แน่นอนตามราคาใช้สิทธิที่ได้กำหนดไว้ และกล่าวต่อไปอีกว่าใบสำคัญแสดงสิทธิดังกล่าวจะใช้เป็นเครื่องจูงใจ(Sweeteners) และใบสำคัญแสดงสิทธิเหมือนกับสิทธิที่จะซื้อหรือขาย (Option) ชนิดสิทธิที่จะซื้อ (Call Option)<sup>8</sup> เพื่อวัตถุประสงค์ในการขายหลักทรัพย์ที่ออกมาด้วยกันให้ง่ายขึ้น

ศาสตราจารย์เพชรี ชุมทรัพย์ ได้เรียกใบสำคัญแสดงสิทธิดังกล่าวว่า “สิทธิซื้อหุ้นสามัญ” และได้ให้ความหมายว่าเป็นสัญญาที่ผู้ออกสิทธิซื้อหุ้นสามัญให้แก่ผู้ถือ เพื่อให้ใช้สิทธิซื้อหลักทรัพย์ของธุรกิจผู้ออกสิทธิซื้อหุ้นสามัญของบริษัทนั้น ตามราคาเมื่อใช้สิทธิ และจะต้องใช้สิทธิภายในระยะเวลาที่กำหนด<sup>9</sup> นอกจากนี้ได้กล่าวต่อไปว่า สิทธิซื้อหุ้นสามัญจะออกควบคู่ไปกับหลักทรัพย์ประเภทหุ้นกู้ หรือ หุ้นบุริมสิทธิ ทั้งนี้ เพื่อให้หลักทรัพย์ดังกล่าวขายได้ง่ายขึ้น<sup>10</sup> ก็ได้

จากความหมายที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นได้ว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น” หรือ “Stock Warrant” คือ สิทธิในการเลือกซื้อหุ้นซึ่งผู้ออกได้ให้สิทธิดังกล่าวแก่ผู้ถือในการที่จะซื้อหลักทรัพย์ประเภทหุ้น หรือหลักทรัพย์ประเภทอื่นๆ ตลอดจนทรัพย์สินต่างๆ ที่ผู้ออกได้กำหนดไว้ในตราสาร ทั้งนี้ ตามจำนวน ราคา และระยะเวลา ที่ได้ระบุไว้ในใบสำคัญแสดงสิทธิดังกล่าว โดยผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธินั้นจะเลือกใช้สิทธิหรือไม่ใช้สิทธิดังกล่าวก็ได้ และการออกตราสารประเภทนี้โดย

<sup>5</sup> Brigham, Eugene F., *Financial Management Theory and Practice*, 6th. ed. (Chicago : Dryden Press, 1991), p.702.

<sup>6</sup> Ibid.

<sup>7</sup> Ibid.

<sup>8</sup> Weston, J. Fred., *Managerial Finance*, 9th. ed. (Chicago : Dryden Press, n.d.), p.1019.

<sup>9</sup> เพชรี ชุมทรัพย์, *หลักการบริหารการเงิน*, หน้า 358.

<sup>10</sup> เรื่องเดียวกัน, หน้า 359.

ส่วนใหญ่จะออกมาควบคู่กับตราสารทางการเงินประเภทอื่นๆ เช่น หุ้น หุ้นกู้ หรือหุ้นบริมสิทธิ เป็นต้น เพื่อใช้ในการจูงใจให้ผู้ลงทุนสนใจลงทุนในตราสารที่ผูกติดอยู่กับใบสำคัญแสดงสิทธิที่ออก

## 2.2.2 ความหมายของ “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น”

### 2.2.2.1 ความหมายในทางการเงิน

Mark Horton ได้ให้ความหมายเกี่ยวกับ “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” ซึ่งสรุปได้ว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” หมายถึง ใบสำคัญแสดงสิทธิซึ่งผู้ออกเป็นเจ้าของหุ้นพื้นฐาน ซึ่งเป็นหุ้นที่เกี่ยวข้องกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่ถูกกำหนดให้อยู่ในความดูแลของผู้รับฝากอิสระ (Independent Trustee) ซึ่งทำหน้าที่เป็นผู้รักษาสถิติประโยชน์ของผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิ และยังได้ให้ความหมายขยายไปถึงใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีหุ้นพื้นฐาน\* ที่อยู่ในความครอบครองของบุคคลที่สามและได้กำหนดให้ผู้ออกนำหุ้นพื้นฐานไปอยู่ในความดูแลของผู้รับฝากหุ้นพื้นฐาน เพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิ<sup>11</sup> นอกจากนี้ Horton ได้กล่าวถึง “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” ไว้ว่า มีลักษณะเป็นใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อ (Call Warrant) ที่ให้สิทธิ แต่ไม่ใช่ข้อผูกพันแก่ผู้ถือในการซื้อหุ้นจากผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิตามราคาที่ได้กำหนดไว้ ทั้งนี้ผู้ออกหรือบุคคลที่สามจะเป็นเจ้าของหุ้นพื้นฐานตามที่กำหนดในใบสำคัญแสดงสิทธิทั้งหมดหรือถือหุ้นพื้นฐานในสถานะที่จะนำมาให้ได้ เมื่อมีการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ ทั้งในกรณีที่หุ้นพื้นฐานดังกล่าวยังไม่ได้ออก หรือถือหุ้นพื้นฐานในสถานะของสิทธิในการแลกซื้อหุ้นจากบุคคลที่สาม หรือการถือหุ้นพื้นฐานทั้งสองกรณีดังกล่าวรวมกัน<sup>12</sup>

Citicorp Scrimgeour Vickers ได้กล่าวถึงคำว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” ไว้ว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” เป็นใบสำคัญซึ่งให้สิทธิแก่เจ้าของในการจองซื้อหุ้นที่มีอยู่แล้วของบริษัทอื่น (คือหุ้นพื้นฐาน หรือ Underlying Stocks) ซึ่งได้

---

\* หุ้นพื้นฐาน (Underlying Stocks หรือ Underlying Shares) คือหลักทรัพย์ประเภทหุ้นที่ผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิได้กำหนดให้ผู้ถือตราสารมีสิทธิในการซื้อหุ้นดังกล่าว ตามจำนวน ราคา และภายในระยะเวลาที่ได้รับระบุในสัญญา

<sup>11</sup> Mark Horton, “Equity Warrants and Other Derivatives Securities” in *The Practitioner’s to the Listing Rules*, (Hong Kong : International Securities Institute, 1994), p.250.

<sup>12</sup> Ibid, p.251.

จดทะเบียนซื้อขายอยู่ในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง และยังได้กล่าวต่อไปอีกว่า การใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิชนิดนี้จะไม่ทำให้เกิดผลจากการเจือจางของจำนวนหุ้น (Dilution) และในการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นนี้ ผู้ออกสามารถได้รับเงินจากการขายทันที สำหรับนำไปลงทุนทางด้านอื่น ๆ<sup>13</sup>

Julian Redmayne ได้กล่าวถึง “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” ไว้ว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” เป็นการพัฒนารูปแบบของใบสำคัญแสดงสิทธิทั่วไป โดยใบสำคัญแสดงสิทธิชนิดนี้จะออกโดยบุคคลที่สาม ส่วนใหญ่จะเป็นธนาคารเพื่อการลงทุน (Investment Bank) ซึ่งให้สิทธิในหุ้นของบริษัทหรือหุ้นของกลุ่มบริษัท และอายุของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นนี้จะมีอายุสั้นกว่าใบสำคัญแสดงสิทธิแบบเดิม (Traditional Warrant)<sup>14</sup> และได้กล่าวต่อไปอีกว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” ออกโดยบริษัทผู้ออก (Issuing Company) ซึ่งให้สิทธิในหุ้นของบริษัทอื่นซึ่งผู้ออกเป็นเจ้าของ โดยความเสี่ยงของผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิชนิดนี้ คือ สิทธิของความเป็นเจ้าของหุ้นจะถูกควบคุมดูแล และเช่นเดียวกับผู้ลงทุนจะมีความเสี่ยงจากการจัดหาข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่ออกหุ้นสำหรับรองรับการใช้สิทธิ นอกจากนี้ยังได้กล่าวว่าการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นของบริษัทอื่นจะไม่ก่อให้เกิดผลกระทบจากการเจือจางของจำนวนหุ้น (Dilution) ทั้งในบริษัทผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิและในบริษัทผู้ออกหุ้นสำหรับรองรับการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ<sup>15</sup>

จากความหมายดังกล่าวข้างต้น สรุปได้ว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” (Stock Covered Warrant) คือ ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นประเภทหนึ่งที่พัฒนารูปแบบมาจากใบสำคัญแสดงสิทธิทั่วไปที่มีทรัพย์สินพื้นฐานเป็นหุ้น หรือหลักทรัพย์ใดๆ หรือทรัพย์สินอื่น ๆ นอกเหนือจากหุ้นและหลักทรัพย์ก็ได้ ดังนั้นใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นจึงมีลักษณะที่ต่างกับใบสำคัญแสดงสิทธิทั่วไปคือ ตราสารประเภทนี้จะมีข้อกำหนดให้ผู้ถือสามารถใช้สิทธิซื้อหุ้นของผู้อื่นแทนการใช้สิทธิซื้อหุ้นของผู้ออกเอง จึงทำให้ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นมีความเสี่ยงจากการได้รับชำระหนี้จากผู้ออกสูงกว่าผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิทั่วไป ดังนั้นในการกำหนดคุณสมบัติของผู้ออกมักจะกำหนดให้ผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทนี้ส่วนใหญ่เป็นสถาบันการเงินที่มั่นคง และต้องเป็นเจ้าของหลักทรัพย์พื้นฐาน (หุ้นที่มารองรับการใช้

<sup>13</sup> Citicorp Scrimgeour Vickers Equity Warrant (Hong Kong : n.p., 1990), p.13.

<sup>14</sup> Julian Redmayne, Equity Warrant, p.7.

<sup>15</sup> Ibid, p.22.

สิทธิ) หรืออยู่ในฐานะที่จะนำหลักทรัพย์พื้นฐานส่งมอบให้แก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิได้เมื่อมีการใช้สิทธิ และจะมีการนำหลักทรัพย์พื้นฐานที่จะส่งมอบให้แก่ผู้ถือมาให้อยู่ในความดูแลของผู้รับฝากอิสระ (Independent Trustee) ซึ่งไม่มีผลประโยชน์เกี่ยวข้องกับผู้ออกหรือผู้ถือ ใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทนี้มีลักษณะเป็น Call Option คือให้สิทธิผู้ถือเป็นใช้สิทธิในหุ้นภายใต้เงื่อนไขที่ตกลงกันตามจำนวน ราคา และระยะเวลาที่ได้กำหนดไว้ ซึ่งการใช้สิทธิของผู้ถือนี้จะไม่ทำให้เกิดผลการเจือจางของจำนวนหุ้น (Dilution) ทั้งในบริษัทผู้ออกและบริษัทพื้นฐานที่เป็นผู้ออกหุ้นพื้นฐานที่ใช้รองรับการใช้สิทธิ

#### 2.2.2.2 ความหมายในทางกฎหมายของต่างประเทศ

สำหรับความหมายในทางกฎหมายนั้น เนื่องจากในประเทศไทยยังไม่มีกฎหมายหรือหลักเกณฑ์วางแนวทางในเรื่องการออกและเสนอขายที่เกี่ยวกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นไว้โดยตรง จึงขอความหมายตามกฎหมายหลักทรัพย์ของต่างประเทศมาพิจารณาดังนี้

ในประเทศฮ่องกงมี Rules Governing the Listing of Securities หรือที่เรียกว่า Listing Rules ซึ่งในกฎข้อ 15.07 พอสรุปได้ว่าใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivatives Warrant) ตาม Listing Rules มี 2 ชนิด คือ ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีหุ้นรองรับการใช้สิทธิ (Covered Warrant) และใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นที่ไม่มีหุ้นรองรับการใช้สิทธิ (Non-Collateralised Warrant) โดยได้ให้ความหมายคำว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีหุ้นรองรับการใช้สิทธิ” ไว้ว่า “เป็นใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ประเภทหนึ่งซึ่งผู้ออกเป็นเจ้าของหุ้นพื้นฐานตามใบสำคัญแสดงสิทธิทั้งหมด และผู้ออกยอมให้หุ้นดังกล่าวอยู่ในความดูแลของผู้รับฝากอิสระ (Independent Trustee) ซึ่งทำหน้าที่ดูแลทรัพย์สินพื้นฐานเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิ” นั้น

ในการพิจารณาความหมาย จึงต้องพิจารณาความหมายของ “ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์” ด้วย เนื่องจากใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นเป็นหลักทรัพย์ประเภทอนุพันธ์ที่กำหนดไว้ตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง พอจะสรุปความหมายได้ว่า

“ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ คือ ใบสำคัญแสดงสิทธิซึ่งให้สิทธิแก่ผู้ถือ (ไม่ใช่ภาระผูกพัน) อย่างใดอย่างหนึ่ง<sup>16</sup> ดังต่อไปนี้

(1) ซื้อจากหรือขายให้แก่ผู้ออกตามราคาที่ได้กำหนดไว้ตามจำนวนหุ้นของบริษัทอื่นที่ไม่ใช่ผู้ออกหรือสาขาของผู้ออก (หรือเพื่อรับชำระเป็นเงินสดโดยการคำนวณ) หรือ

(2) ได้รับการชำระส่วนที่เพิ่มขึ้น (ถ้ามี) เป็นเงินสดจากผู้ออก

(2.1) ในกรณีของใบสำคัญแสดงสิทธิชนิดให้สิทธิซื้อ (Call Warrant) มูลค่าของหุ้น ณ วันใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิสูงกว่าราคาใช้สิทธิ หรือ

(2.2) ในกรณีของใบสำคัญแสดงสิทธิชนิดให้สิทธิขาย (Put Warrants) ณ วันใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ ราคาใช้สิทธิของใบสำคัญแสดงสิทธิสูงกว่ามูลค่าของหุ้น ในระหว่างระยะเวลาการใช้สิทธิ หรือ ณ วันที่กำหนดให้ใช้สิทธิ หรือแล้วแต่ประเภทของตราสาร”

ส่วนกฎหมายหลักทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในประเทศมาเลเซีย ได้เรียกใบสำคัญแสดงสิทธิชนิดนี้รวมไว้ในคำว่า “Call Warrant” และได้ให้ความหมายว่า หมายถึงสัญญาหรือตราสารซึ่งบุคคลใดบุคคลหนึ่งยอมให้เกิดขึ้นหรือซึ่งอาจเกิดขึ้น หรือในอนาคต<sup>17</sup>

(1) สิทธิในการซื้อหุ้นตามจำนวนและราคาที่ระบุไว้ในวันหรือระหว่างระยะเวลาที่ได้ระบุไว้ หรือ

(2) สิทธิในการได้รับเงินสดหรือทรัพย์สินอื่นใด ขึ้นอยู่กับข้อกำหนดของคู่สัญญาว่าการขึ้นลงของมูลค่าหรือราคาหุ้นและจำนวนที่คำนวณนั้น ได้กำหนดไว้ตามสัญญาหรือตราสารว่าอย่างไร

โดยสรุปจากความหมายทางกฎหมายของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในต่างประเทศดังกล่าวข้างต้น จะเห็นได้ว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” หมายถึงตราสารใบสำคัญแสดงสิทธิชนิดหนึ่งที่ออกโดยบริษัทผู้ออกซึ่งเป็นบุคคลที่สามให้สิทธิแก่ผู้ถือตราสารในการซื้อหุ้นของบริษัทอื่น ซึ่งหุ้นดังกล่าวผู้ถือตราสารจะต้องซื้อตามจำนวน ราคา

<sup>16</sup> Listing Rules, Rule 15.09.

<sup>17</sup> Guidelines for the issue of call warrants (Malaysia), p.1.

และในระยะเวลา ที่ได้กำหนดไว้ในสัญญาหรือในตราสาร ทั้งนี้ หุ้นพื้นฐานตามใบสำคัญแสดงสิทธิอาจเป็นหุ้นของบริษัทใดบริษัทหนึ่งหรือหุ้นของกลุ่มบริษัทก็ได้ ขึ้นอยู่กับรูปแบบของการออกตราสาร และเมื่อผู้ถือได้มีการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิผู้ถือจะได้รับผลประโยชน์ที่ได้จากตราสารในรูปของเงินสดหรือการรับมอบหุ้นพื้นฐานก็ได้ตามแต่ข้อตกลงที่ได้กำหนดไว้ล่วงหน้า นอกจากนี้กฎหมายในบางประเทศอาจจะมีข้อกำหนดให้ผู้ออกตราสารที่เป็นเจ้าของหุ้นพื้นฐานทั้งหมดในขณะที่ออกตราสารจะต้องนำทรัพย์สินพื้นฐานไปอยู่ในความดูแลของผู้รับฝาก (Trustee) ด้วย

### 2.2.2.3 ความหมายในทางกฎหมายของประเทศไทย

จากความหมายทางการเงินและทางกฎหมายของประเทศฮ่องกงและอังกฤษจะเห็นได้ว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” (Stock Covered Warrant สามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ประเภท คือ ใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีทรัพย์สินพื้นฐาน (Underlying Assets) เป็นหุ้นของบริษัทหนึ่งบริษัท (Single Company Stock Covered Warrant) หรือหุ้นของหลายบริษัทรวมกัน (Basket Stock Covered Warrant) ก็ได้ และเมื่อพิจารณาถึงลักษณะของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย คือ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ มาตรา 4(7) จะเห็นได้ว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” เป็นตราสารซึ่งให้สิทธิในการซื้อหลักทรัพย์ประเภทหุ้น และในกฎหมายดังกล่าวก็มีได้ระบุขยายความต่อไปอีกว่าเป็นหุ้นของบริษัทประเภทใด ดังนั้นจึงมีลักษณะเป็นหลักทรัพย์ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ

เมื่อพิจารณาถึงชนิดของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นซึ่งมีสถานะเป็นหลักทรัพย์ตามกฎหมายหลักทรัพย์ของไทย ก็อาจจำแนกได้เป็น ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของบริษัทหนึ่งบริษัท และใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของหลายบริษัทรวมกัน ซึ่งมีหลักทรัพย์ที่ใช้รองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นจะเป็นหุ้นเท่านั้น แม้ว่าเมื่อถึงเวลาส่งมอบอาจจะชำระเป็นตัวแทนกันได้ก็ตาม ดังนั้นหลักทรัพย์ดังกล่าวนี้จึงต้องตกอยู่ภายใต้บังคับของกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ คือพระราชบัญญัติหลักทรัพย์ฯ ประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. และประกาศของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. เป็นต้น ซึ่งเป็นกฎหมายที่มุ่งเน้นในเรื่องของการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุน หากกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ฯ ไม่ได้กำหนดไว้จะต้องตกอยู่ภายใต้บังคับของกฎหมายว่าด้วยนิติกรรมทั่วไปและหนี้ ตลอดจนภายใต้ข้อกำหนดต่างๆ ที่กำหนดไว้ในสัญญาที่สร้างขึ้น

อย่างไรก็ดีวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะกล่าวถึงใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีหลักทรัพย์พื้นฐานเป็นหุ้นซึ่งเป็นหลักทรัพย์ประเภทหนึ่งตามความหมายของกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ เท่านั้น และใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นนี้จะตกอยู่ภายใต้บังคับของกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ อันได้แก่ พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ซึ่งเป็นกฎหมายที่ให้ความคุ้มครองแก่ผู้ลงทุน ดังนั้นในงานวิจัยฉบับนี้จะศึกษาและวิเคราะห์ถึงกฎหมายดังกล่าวด้วย

## 2.3 ลักษณะของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

### 2.3.1 ลักษณะทั่วไปของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

จากความหมายของ “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น” ที่ได้กล่าวมาแล้วในหัวข้อ 2.2 ทำให้ทราบถึงลักษณะทั่วไปของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ดังนี้

(1) เป็นใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทหนึ่ง ซึ่งให้สิทธิแก่ผู้ถือในการที่จะซื้อหุ้น (Call Warrant) ของบริษัทอื่นซึ่งเป็นบริษัทที่ออกหุ้นที่ไ้รองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งต่อไปในงานวิจัยนี้จะเรียกว่า “บริษัทพื้นฐาน” (Underlying Company) ตามจำนวน (Number of Shares) และราคาที่ได้กำหนดไว้ (Exercise or Strike Price) ในระยะเวลาหรือวันที่ได้กำหนดไว้ (Predetermined Exercise Period or Date) ในสัญญาใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

(2) หุ้นของบริษัทอื่นที่รองรับสิทธิตามสัญญาใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ซึ่งต่อไปในงานวิจัยนี้เรียกว่า “หุ้นพื้นฐาน” (Underlying Stocks) นั้น ผู้ถือสามารถกำหนดให้เป็นหุ้นของบริษัทใดบริษัทหนึ่ง (Single Company Stock Covered Warrant) ที่ไม่ใช่หุ้นของบริษัทผู้ออก หรือหุ้นของหลายบริษัท (Basket Stock Covered Warrant) ที่ไม่ใช่หุ้นของบริษัทผู้ออกก็ได้

(3) ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นนี้จะได้รับผลประโยชน์จากราคาของหลักทรัพย์พื้นฐานที่สูงกว่าราคาการใช้สิทธิ และผู้ถือจะมีความเสี่ยงเท่ากับจำนวนเงินที่ได้ซื้อตราสารใบสำคัญแสดงสิทธิมา ซึ่งส่วนใหญ่ราคาจะต่ำกว่าราคาของหุ้นพื้นฐานที่รองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ จึงเป็นการจำกัดความเสียหายจากการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาหุ้นพื้นฐาน ดังนั้นตราสารประเภทนี้จึงมีลักษณะเป็นรูปแบบของเครื่องมือป้องกันความเสี่ยง (Hedging Instrument) จากความผันผวนของระดับราคาหลักทรัพย์ประเภทหนึ่ง



(4) มีข้อกำหนดเรื่องการชำระผลประโยชน์ในรูปแบบของการส่งมอบหลักทรัพย์พื้นฐาน (Physical Delivery) หรือกำหนดรูปแบบการชำระผลประโยชน์ในรูปแบบของเงินสดแทนการส่งมอบหลักทรัพย์ (Cash Settlement) แต่อย่างไรก็ดี ในกรณีที่มีหลักทรัพย์พื้นฐานตาม 2 รูปแบบแรกนั้น ผู้ออกและผู้ถืออาจมีข้อตกลงที่จะให้มีการชำระผลประโยชน์เป็นเงินสดได้ โดยกำหนดฐานของมูลค่าหรือราคาของหลักทรัพย์ในการคำนวณไว้ล่วงหน้าได้

(5) มีข้อกำหนดเรื่องอัตราการใช้สิทธิ (Exercise Ratio) หรือปริมาณการใช้สิทธิ ซึ่งอาจกำหนดให้ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิ จำนวน 1 หน่วย สามารถใช้สิทธิซื้อหลักทรัพย์หรือหุ้นพื้นฐานได้จำนวน 1 หุ้น หรือ 10 หุ้น เป็นต้น ทั้งนี้แล้วแต่เงื่อนไขที่ผู้ออกได้กำหนดไว้ในใบสำคัญแสดงสิทธิ

(6) มีข้อกำหนดเรื่องราคาใช้สิทธิ (Exercise or Strike Price) ซึ่งเป็นข้อกำหนดเกี่ยวกับการชำระราคาหลักทรัพย์หรือหุ้นพื้นฐานให้แก่บริษัทผู้ออก ซึ่งอาจกำหนดได้ 2 ลักษณะ คือ กำหนดราคาเดียวตลอดระยะเวลาการใช้สิทธิ (Fixed Exercise Price) หรือกำหนดราคาเพิ่มสูงขึ้นตามอายุของใบสำคัญแสดงสิทธิ (Stepped Up Exercise Price) ซึ่งในการกำหนดราคาไว้หลายราคานี้ เพื่อกระตุ้นให้ผู้ถือใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ และในการกำหนดราคาใช้สิทธิในขณะที่ยังออกมักจะกำหนดไว้สูงกว่าราคาตลาดของหุ้นพื้นฐาน

(7) มีข้อกำหนดเรื่องระยะเวลาการใช้สิทธิในการซื้อหุ้นหรือหลักทรัพย์พื้นฐานไว้แน่นอนโดยอาจกำหนดให้ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นสามารถใช้สิทธิแลกซื้อหุ้นพื้นฐานได้เมื่อสิ้นอายุของใบสำคัญแสดงสิทธิ (European Type) หรือสามารถใช้สิทธิได้ตลอดเวลาภายในอายุของใบสำคัญแสดงสิทธิ (American Type) หรือสามารถใช้สิทธิตามช่วงเวลาที่กำหนดในแต่ละปีของอายุใบสำคัญแสดงสิทธิ (Pseudo American Type)

(8) มีข้อกำหนดอายุของใบสำคัญแสดงสิทธิ โดยส่วนใหญ่อายุของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น จะมีอายุไม่เกิน 2 ปี ซึ่งต่างจากอายุของใบสำคัญแสดงสิทธิทั่วไป ซึ่งจะมีอายุไม่เกิน 5 ปี หรือ 10 ปี แล้วแต่ข้อกำหนดตามกฎหมายใบสำคัญแสดงสิทธิของประเทศนั้น ๆ

(9) มีข้อกำหนดเรื่องการปรับอัตราการใช้สิทธิหรือราคาการใช้สิทธิ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างทุนของบริษัท เช่น เมื่อมีการเพิ่มทุน การแตกหุ้น หรือการออกหุ้นโบนัสให้แก่พนักงาน หรือกรณีอื่นใดที่จะมีผลกระทบต่อประโยชน์ของผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิ

(10) มีข้อกำหนดเกี่ยวกับหลักทรัพย์หรือหุ้นพื้นฐาน ที่กำหนดให้ผู้ออกนำหุ้นพื้นฐานทั้งหมดที่ผู้ออกเป็นเจ้าของหรืออยู่ในความครอบครองของบุคคลที่สามที่เกี่ยวข้องไปอยู่ในความดูแลของผู้รับฝาก (Trustee) ซึ่งข้อกำหนดนี้จะต้องมีกรณีที่จะออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นประเภทที่มีหุ้นไว้รองรับการใช้สิทธิ ส่วนในกรณีของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้ที่ยังไม่มีหุ้นไว้รองรับการใช้สิทธิในขณะที่ยังออก (Non-Collateralised Warrant) ผู้ออกจะต้องมีสัญญาหรือข้อตกลงกับบริษัทพื้นฐานผู้ออกหุ้นพื้นฐาน หรือบุคคลอื่นใดที่มีหลักทรัพย์อยู่ในความครอบครองว่าจะออกหุ้นใหม่หรือนำหุ้นที่อยู่ในความครอบครองของตนมาเป็นหุ้นพื้นฐานเพื่อรองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นนั้น

### 2.3.2 การเปรียบเทียบใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นกับตราสารประเภทอื่น

#### 2.3.2.1 การเปรียบเทียบใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น (Stock Covered Warrant) และใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น (Stock Warrant)

“ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น” เป็นตราสารที่ให้สิทธิในการซื้อหุ้น ตามจำนวน ราคาที่กำหนดไว้ และภายในระยะเวลาที่กำหนด ซึ่งหุ้นตามสิทธิของใบสำคัญแสดงสิทธิหรือที่เรียกว่า “หุ้นพื้นฐาน” นี้สามารถเป็นหุ้นของผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นนั้นเองหรือเป็นหุ้นของผู้อื่นที่ไม่ใช่หุ้นของผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นก็ได้ จากลักษณะของหุ้นพื้นฐานดังกล่าวนี้ จะเห็นได้ว่าใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นเป็นใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นประเภทหนึ่งที่ให้สิทธิในการจองซื้อหุ้นตามจำนวน ราคา และตามระยะเวลาที่ได้กำหนดไว้ในใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นนั้นเอง

#### 2.3.2.2 การเปรียบเทียบใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น (Stock Covered Warrant) และสิทธิการจองซื้อหุ้น (Rights)

“สิทธิการจองซื้อหุ้น” เป็นสิทธิประเภทหนึ่งให้ผู้ออกหุ้นให้สิทธิในการซื้อหุ้นใหม่ของผู้ถือหุ้นเดิม<sup>18</sup> ซึ่งมีลักษณะคล้ายกับตราสารใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะจองซื้อหุ้น (Subscription Warrant) ที่ผู้ออกให้สิทธิในการจองซื้อหุ้นใหม่ที่ยังไม่ได้ออก (New Unissued Shares)

<sup>18</sup> วิทยากร เชียงกุล ศัพท์เศรษฐกิจธุรกิจ การเงินและการธนาคาร (กรุงเทพมหานคร : สำนักพิมพ์เบียร์ฟ้า, 2534), หน้า 242.

<sup>19</sup> เช่นเดียวกัน แต่จะมีข้อแตกต่างที่สำคัญคือ สิทธิการจองซื้อหุ้นนั้นจะให้สิทธิตามอัตราส่วนของความเป็นเจ้าของ โดยการพิจารณาจากความเป็นเจ้าของในหุ้นเดิมที่ออกมาแล้ว<sup>20</sup> ในขณะที่ใบสำคัญแสดงสิทธิจะไม่มีลักษณะการให้สิทธิตามอัตราส่วน นอกจากนี้อายุของสิทธิการจองซื้อหุ้นโดยทั่วไปจะมีอายุประมาณ 1-2 เดือน ในขณะที่ใบสำคัญแสดงสิทธิมีระยะเวลาการใช้สิทธิเป็นปี และในการออกสิทธิการจองซื้อหุ้นผู้ออกจะกำหนดราคาใช้สิทธิต่ำกว่าราคาตลาดของหุ้นในขณะนั้น ส่วนการออกใบสำคัญแสดงสิทธิโดยทั่วไปจะกำหนดราคาใช้สิทธิสูงกว่าราคาตลาดของหุ้นในขณะนั้นประมาณร้อยละ 10-20<sup>21</sup>

และเมื่อพิจารณาเปรียบเทียบกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่ให้สิทธิในการซื้อหุ้นที่มีอยู่แล้วหรือได้ออกมาแล้ว (Issued Shares) ของบริษัทอื่นที่ไม่ใช่บริษัทผู้ออกหรือที่เรียกว่า “บริษัทพื้นฐาน” (Underlying Company)<sup>22</sup> ดังนั้นจะเห็นได้ว่า ลักษณะแตกต่างระหว่างสิทธิในการจองซื้อและใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น คือ หุ้นตามสิทธิของสิทธิในการจองซื้อหุ้น เป็นหุ้นที่ไม่ได้มีการออกและเป็นหุ้นของผู้ออกตราสารนั่นเอง ส่วนหุ้นตามสิทธิของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นเป็นหุ้นที่ได้มีการออกมาแล้ว และเป็นหุ้นของบริษัทอื่นที่ไม่ใช่บริษัทผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น ซึ่งผู้ออกอาจเป็นผู้ถือหุ้นอยู่ในบริษัทหุ้นพื้นฐานหรือผู้ออกมีสัญญากับบุคคลที่สามที่เป็นเจ้าของหุ้นว่าจะซื้อหุ้นดังกล่าวในอนาคตไว้เพื่อรองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ทั้งนี้ แล้วแต่รูปแบบและเงื่อนไขในการจัดหาหุ้นพื้นฐานสำหรับมารองรับการให้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ซึ่งในต่างประเทศส่วนใหญ่จะกำหนดมาตรการทางกฎหมายในการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นทั้ง 2 ประเภทนี้ไว้แตกต่างกัน ซึ่งจะได้กล่าวถึงในหัวข้อศึกษาเรื่องมาตรการทางกฎหมายในการให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศต่อไป

2.3.2.3 การเปรียบเทียบใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น (Covered Stock Warrant) และสิทธิที่จะซื้อหรือขายหุ้น (Stock Options)

<sup>19</sup> Horton, “Equity Warrants and Other Derivatives Securities” in *The Practitioner’s to the Listing Rules*, p.246.

<sup>20</sup> Gitman, “Principles of Managerial Finance”, p.257.

<sup>21</sup> Ibid.

<sup>22</sup> Ibid.

“สิทธิที่จะซื้อหรือจะขายหุ้น” เป็นสิทธิ (ไม่เป็นภาระ) ในการซื้อหรือขายหุ้นที่ ใต้ระบุไว้(Underlying Share) จำนวนหนึ่งในราคาที่ได้ระบุไว้(Exercise Price) ก่อนหรือในวันที่ระบุไว้ ในอนาคต หรือวันสิ้นสิทธิ (Exercise Date) ซึ่งสิทธิในการซื้อเรียกว่า Call ส่วนสิทธิในการขายเรียกว่า Put ถ้าสิทธินั้นใช้เมื่อใดก็ได้ก่อนหน้าวันสิ้นสิทธิ ก็เรียกว่าเป็นแบบอเมริกา ถ้าใช้สิทธิได้เฉพาะ วันสิ้นสิทธิก็เป็นแบบยุโรป<sup>23</sup> ผู้ที่ซื้อ Option เรียกว่าเป็นผู้ถือสิทธิ (Option Holder) จะจ่ายเงินค่าขาย Option หรือเรียกว่า Premium ให้แก่ผู้ขายหรือผู้ออกสิทธิ (Option Writer) เมื่อมีการซื้อขายสิทธิกัน

ส่วนใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นเป็นตราสารที่ให้สิทธิที่จะซื้อหุ้น เช่นเดียวกัน และมีลักษณะเหมือนกับสิทธิที่จะซื้อหุ้น (Call Options) ซึ่งเป็นประเภทหนึ่งของสิทธิที่จะซื้อหรือขายหุ้น (Options) ซึ่งแสดงให้เห็นว่าใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นเป็นสิทธิที่จะซื้อหรือขายหุ้นประเภทสิทธิที่จะซื้อหุ้น (Call Options) นั่นเอง ดังจะเห็นได้จากลักษณะของ ตราสารที่คล้ายกันดังต่อไปนี้

(1) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นและสิทธิที่จะซื้อหุ้น (Call Options) เป็นข้อตกลงระหว่างคู่สัญญาสองฝ่ายในการซื้อหรือขายหุ้นที่มีอยู่แล้ว (Issued Shares) ในขณะที่ ออก

(2) เมื่อมีการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิจะไม่มีผลกระทบของการเพิ่ม จำนวนหุ้นที่ออกมาเพื่อรองรับการใช้สิทธิตามตราสารเกิดขึ้นกับโครงสร้างทุนของบริษัทพื้นฐาน ทั้งนี้ เนื่องจากหุ้นที่รองรับการใช้สิทธิเป็นหุ้นของบริษัทพื้นฐานที่ได้ออกมาแล้ว

แต่อย่างไรก็ดี ตราสารทั้งสองชนิดนี้มีลักษณะที่สำคัญบางอย่างแตกต่างกัน ดังนี้<sup>24</sup>

(1) อายุของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นทั่วไปจะประมาณ 1-2 ปี และโดยทั่วไป แล้วจะประมาณ 2 ปี ในขณะที่อายุของสิทธิที่จะซื้อหุ้นจะประมาณ 9 เดือน ไม่เกิน 1 ปี

<sup>23</sup> พิชฌมน์ พิชยาอัจฉริยกุล, อนุพันธ์ทางการเงิน(กรุงเทพมหานคร: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัย ธรรมศาสตร์, 2538), หน้า 35.

<sup>24</sup> Donald T. Mesler, *Warrants : analysis and investment strategy* (Chicago : Probus Publishing Company, 1986), p.10.

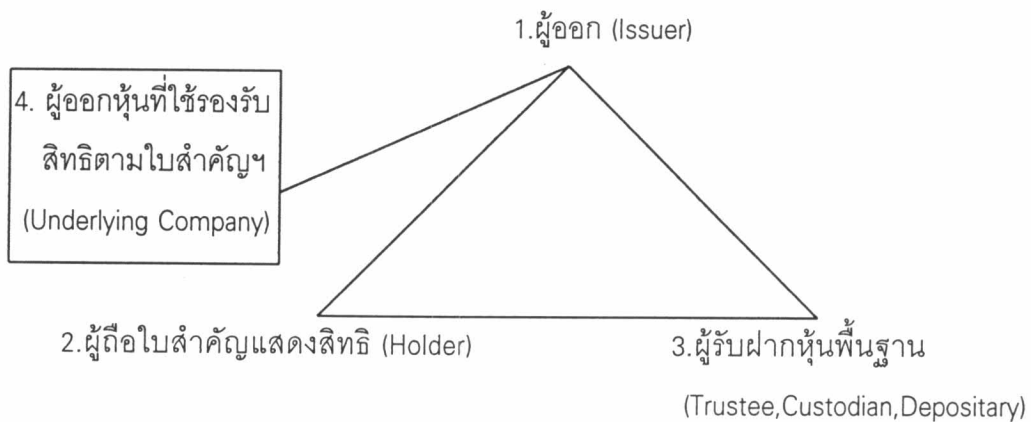
(2) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นเป็นข้อตกลงที่ผู้ออกให้สิทธิในการซื้อหลักทรัพย์ที่มีอยู่แล้ว หรือหลักทรัพย์ที่ยังไม่ได้ออกก็ได้ แล้วแต่ประเภทของตราสาร ส่วนสิทธิที่จะซื้อหุ้นเป็นข้อตกลงระหว่างคู่สัญญาสองฝ่ายในการซื้อหรือขายหุ้นที่มีอยู่แล้วเท่านั้น ถ้ามีการใช้สิทธิตามสิทธิที่จะซื้อจะมีผลทำให้มีการเปลี่ยนมือในหุ้นที่ออกมาแล้วมิได้มีผลในการเพิ่มจำนวนหุ้นในโครงสร้างทุนของบริษัท

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าลักษณะของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นกับสิทธิที่จะซื้อหุ้นมีลักษณะคล้ายกันมาก และในต่างประเทศจะถือว่าใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นเป็นสิทธิที่จะซื้อหุ้นประเภทหนึ่ง (Call Options)

2.3.3 ลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างผู้ออก ผู้ถือ และผู้ทำหน้าที่รับฝากหุ้นพื้นฐาน

จากลักษณะของสัญญาใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นนั้น จะเห็นได้ว่ามีบุคคลที่เกี่ยวข้องอยู่ 3 ฝ่าย คือ 1. ผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น 2. ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น และ 3. ผู้รับฝากหุ้นพื้นฐาน โดยมีความสัมพันธ์ทางกฎหมายดังนี้

**รูปภาพที่ 1.** ความสัมพันธ์ของบุคคลที่เกี่ยวข้องกับการออกและการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น



จากรูปภาพข้างต้นนี้จะเห็นได้ว่าผู้ที่เกี่ยวข้องกับการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่สำคัญ คือ ผู้ออกและผู้ถือ ซึ่งมีความสัมพันธ์กันตามสัญญาใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่ผู้ถือได้ซื้อมาจากผู้ออกและผู้ออกจะได้ค่าใบสำคัญแสดงสิทธิ (Premium) เป็นสิ่งตอบแทน ทั้งนี้ ผู้ออกได้ให้สัญญาแก่ผู้ถือว่าผู้ถือสามารถใช้สิทธิที่จะซื้อหุ้นของ 4. ซึ่งเป็นบริษัทผู้ออกหุ้นที่ใช้ในการรองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นได้ตามจำนวน ราคา และระยะเวลาการใช้สิทธิซึ่งผู้ออกได้กำหนดไว้ในสัญญา และในสัญญาดังกล่าวนี้ควรจะมี

ข้อกำหนดเกี่ยวกับการส่งมอบหุ้นพื้นฐานเป็นหุ้นหรือเป็นเงินสดก็ได้แล้วแต่ผู้ออกจะเป็นผู้กำหนด ตลอดจนควรมีข้อกำหนดเกี่ยวกับรายละเอียดที่เกี่ยวกับการปฏิบัติและการไม่ปฏิบัติตามสัญญา รวมถึงเรื่องอื่นๆ เพิ่มเติมก็ได้

และเพื่อเป็นหลักประกันว่าผู้ออกจะสามารถจัดหาและส่งมอบหุ้นพื้นฐานให้แก่ผู้ถือได้ จะมีการกำหนดให้ผู้ออกนำหุ้นพื้นฐานที่จะส่งมอบให้แก่ผู้ถือในอนาคตมาเป็นหลักประกันแก่ผู้ถือทั้งจำนวนหรือบางส่วน ทั้งนี้ แล้วแต่ว่าเป็นใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีหุ้นพื้นฐานเป็นหลักประกันทั้งจำนวนหรือที่มีหุ้นพื้นฐานเป็นหลักประกันบางส่วน ส่วนใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่ไม่มีหุ้นพื้นฐานเป็นหลักประกันทั้งจำนวนจะไม่มีข้อกำหนดนี้ ดังนั้น บุคคลที่จะเข้ามาเกี่ยวข้องกับใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีหุ้นพื้นฐานเป็นหลักประกัน คือ ผู้รับฝากหุ้นพื้นฐาน และลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างผู้ออกและผู้รับฝากหุ้นพื้นฐานเป็นไปตามสัญญาแต่งตั้งผู้รับฝากหุ้นพื้นฐาน โดยผู้รับฝากหุ้นพื้นฐานจะมีหน้าที่ดูแลหุ้นพื้นฐานและผลประโยชน์ต่างๆ ที่เกิดจากหุ้นพื้นฐานที่ผู้ออกได้นำมาฝากไว้เป็นหลักประกันในการใช้สิทธิ ตลอดจนดูแลให้ผู้ออกส่งมอบหุ้นพื้นฐานหรือจ่ายเงินส่วนต่างจากราคาใช้สิทธิ (หากกำหนดให้ส่งมอบเป็นเงินสด) เมื่อผู้ถือได้มาใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ และผู้ออกหุ้นพื้นฐานมีหน้าที่ในการนำหุ้นพื้นฐานที่ชำระรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิมาส่งมอบและให้อยู่ในความดูแลของผู้รับฝากหุ้นพื้นฐาน

ส่วนผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิจะไม่มีความสัมพันธ์กับผู้รับฝากหุ้นพื้นฐานโดยตรง แต่ผู้ถือสามารถเรียกร้องให้ผู้รับฝากหุ้นพื้นฐานส่งมอบหุ้นพื้นฐานหรือเงินสดให้ตนได้ตามข้อตกลงในสัญญาแต่งตั้งผู้รับฝากหุ้นพื้นฐานที่ผู้ออกได้ทำกับผู้รับฝากทรัพย์สิน ซึ่งจะเป็นไปตามหลักความซื่อสัตย์สุจริตแห่งการแสดงความเจตนาของคู่สัญญา อย่างไรก็ตาม หากผู้รับฝากทรัพย์สินไม่ส่งมอบหุ้นพื้นฐานหรือผลประโยชน์จากการใช้สิทธิในรูปของเงินสดเมื่อผู้ถือได้ใช้สิทธิตามสัญญาผู้ถือจะไม่มีสิทธิเรียกร้องค่าเสียหายหรือการกระทำใดๆ จากผู้รับฝากหุ้นพื้นฐานได้หากสัญญาแต่งตั้งผู้รับฝากทรัพย์สินมิได้ให้อำนาจแก่ผู้ถือในการกระทำดังกล่าว

จากลักษณะความสัมพันธ์ของบุคคลทั้ง 3 ฝ่ายที่เกี่ยวข้องจะเห็นได้ทุกฝ่ายจะมีความสัมพันธ์กันตามสัญญาและจะเห็นได้ว่าสัญญาต่างๆ โดยปกติผู้ออกจะเป็นผู้จัดทำขึ้น ดังนั้น หากสัญญาดังกล่าวมีลักษณะเป็นการเอาเปรียบคู่สัญญาอีกฝ่าย อาจทำให้ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นและผู้รับฝากหุ้นพื้นฐานไม่ได้รับความเป็นธรรม ตลอดจนผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นพื้นฐานไม่ได้รับความคุ้มครองอย่างเพียงพอ ดังนั้นในบทที่ 4 จะวิเคราะห์แนวทางในการกำหนดมาตรการทางกฎหมายเพื่อให้ความคุ้มครองแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิ

## 2.4 ชนิดของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

ในการแบ่งชนิดของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น สามารถแบ่งได้ตามลักษณะของหุ้นพื้นฐาน ซึ่งแบ่งออกเป็น 2 ประเภท<sup>25</sup> ดังนี้

(1) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีหลักทรัพย์พื้นฐานเป็นหลักทรัพย์ของบริษัทเดียว (Single Company Stock Covered Warrant) เป็นใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่ผู้ออกให้สิทธิในการซื้อหุ้นของบริษัทอื่นเพียงบริษัทเดียว ซึ่งใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทนี้จะมีลักษณะใกล้เคียงกับใบสำคัญแสดงสิทธิทั่วไปแบบดั้งเดิมมากกว่าใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่จะกล่าวถึงใน (2) และใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นประเภทนี้ส่วนใหญ่จะเป็นแบบอเมริกัน (American-Style Call Warrant)\* ซึ่งมีรูปแบบการใช้สิทธิเป็นเงินสดอย่างเดียว หรือเป็นหุ้นอย่างเดียว หรือเป็นทั้งจำนวนเงินและหุ้นรวมกันก็ได้<sup>26</sup>

(2) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีหลักทรัพย์พื้นฐานมากกว่า 1 บริษัท (Basket Stock Covered Warrant) เป็นใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่ผู้ออกอนุญาตให้

<sup>25</sup> Julian Redmayne, *Equity Warrants*, p.163.

\*ในการแบ่งประเภทของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นทั่วไปนั้น สามารถแบ่งตามระยะเวลาการใช้สิทธิได้ 3 ประเภท ดังนี้

(1) แบบยุโรป (European Type) คือ ใบสำคัญแสดงสิทธิซึ่งกำหนดวันที่ในการใช้สิทธิซื้อหลักทรัพย์ไว้อย่างแน่นอนและผู้ถือตราสารสามารถใช้สิทธิได้ในวันที่กำหนดไว้เท่านั้น

(2) แบบอเมริกัน (American Type) คือ ใบสำคัญแสดงสิทธิที่ผู้ถือสามารถใช้สิทธิในการซื้อหลักทรัพย์ได้ตลอดเวลาจนกว่าจะหมดอายุของตราสาร

(3) แบบผสม (Pseudo-American Type) เป็นใบสำคัญแสดงสิทธิแบบผสมระหว่างแบบ European และแบบ American โดยในใบสำคัญแสดงสิทธิจะมีการกำหนดวันที่ในการใช้สิทธิไว้หลายครั้งจนกว่าจะหมดอายุของตราสาร ผู้ออกตราสารประเภทนี้อาจกำหนดให้ใช้สิทธิปีละครั้ง หรือหกเดือนครั้ง หรือสามเดือนครั้ง ซึ่งตลอดอายุของตราสารผู้ถือสามารถใช้สิทธิได้มากกว่า 1 ครั้ง และผู้ถือสามารถเลือกใช้สิทธิในช่วงหนึ่งช่วงใดก็ได้ แต่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทนี้จะไม่สามารถที่ใช้สิทธิได้ตลอดทั้งปีเหมือนใบสำคัญแสดงสิทธิประเภท American Type

<sup>26</sup> Ibid, p.164.



ผู้ถือใช้สิทธิในการจองซื้อหุ้นของบริษัทกลุ่มหนึ่ง ตามจำนวนหุ้นที่กระจายอยู่ในแต่ละบริษัท<sup>27</sup> ที่ได้รับไว้ในสัญญา ซึ่งเป็นการพัฒนารูปแบบทางเลือกซื้อในใบสำคัญแสดงสิทธิแก่นักลงทุน และเป็นการกระจายความเสี่ยงแก่ผู้ลงทุน

แต่อย่างไรก็ดี หากพิจารณาประเภทของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหลักทรัพย์ของผู้อื่น (Stock Covered Warrant) จะเห็นได้ว่าการแบ่งประเภทของตราสารดังกล่าวตามลักษณะของหลักทรัพย์พื้นฐานเพิ่มอีกประเภทหนึ่งคือ ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีหลักทรัพย์พื้นฐานอิงอยู่กับดัชนี (Index Covered Warrant) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นประเภทนี้ โดยทั่วไปจะใช้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์เป็นพื้นฐานในการคำนวณ แต่บางครั้งผู้ออกอาจจะสร้างดัชนีขึ้นมาใช้เองโดยเฉพาะ<sup>28</sup> (โดยใช้วิธีการถ่วงน้ำหนัก) ซึ่งในการออกตราสารประเภทนี้ผู้ออกอาจออกเป็นชุดของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อ (Series of Call Warrant) หรือออกเป็นใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะขาย (Put Warrant) ก็ได้ แต่อย่างไรก็ดี ในการส่งมอบผลประโยชน์ที่ได้รับจากการซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิประเภทนี้ จะไม่มีทรัพย์สินในการส่งมอบ เนื่องจากทรัพย์สินพื้นฐานคือดัชนีตลาดหลักทรัพย์ซึ่งเป็นสิ่งที่เป็นนามธรรมผู้ออกจึงมีข้อกำหนดในการส่งมอบเป็นตัวเงินแทน โดยจะกำหนดหลักเกณฑ์ในการคำนวณไว้ในสัญญา

จึงเห็นได้ว่าการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหลักทรัพย์ของผู้อื่นในต่างประเทศ เช่นประเทศฮ่องกง และประเทศอังกฤษ ผู้ออกสามารถออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหลักทรัพย์ของผู้อื่นที่มีทรัพย์สินที่ผูกติดอยู่เป็นดัชนีของตลาดหลักทรัพย์ หรือที่เรียกว่า Index Covered Warrant ได้ ทั้งนี้เนื่องจากกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ของทั้งสองประเทศได้กำหนดให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์เป็นหลักทรัพย์ตามความหมายของกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์ ซึ่งในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะไม่ขอก้าวถึงใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหลักทรัพย์ของผู้อื่นประเภทนี้ เนื่องจากใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหลักทรัพย์ประเภทนี้จะไม่อยู่ในความหมายของคำว่า “ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น” และ “หลักทรัพย์” ตามความหมายของมาตรา 4 แห่ง พ.ร.บ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ฯ ดังนั้นใบสำคัญแสดงสิทธิประเภท Index Covered Warrant จึงไม่อยู่ในขอบเขตของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

<sup>27</sup> Ibid, p.168.

<sup>28</sup> Ibid, p.173.

นอกจากนี้ โดยปกติผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นจะนำหุ้นพื้นฐานที่จะส่งมอบให้แก่ผู้ถือในอนาคตนั้นทั้งหมด หรือบางส่วนไปอยู่ในความดูแลของผู้รับฝากหุ้นพื้นฐาน (Trustee) ซึ่งเป็นผู้ทำหน้าที่ดูแลทรัพย์สินและผลประโยชน์ที่เกิดจากหุ้นพื้นฐานแทนผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งจำนวนของหลักประกันที่อยู่ในความดูแลของผู้รับฝากหุ้นพื้นฐานจะทำให้ผู้ถือมีความเสี่ยงของการได้รับหุ้นพื้นฐานต่างกัน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับจำนวนของหุ้นพื้นฐานที่นำมาเป็นหลักประกัน และโดยทั่วไปสามารถแบ่งประเภทของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นตามจำนวนของหุ้นพื้นฐานที่นำมาเป็นหลักประกัน ออกเป็น 3 ประเภท ดังนี้

(1) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีหุ้นพื้นฐานเป็นหลักประกันเต็มจำนวน (Fully Stock Covered Warrant) เป็นใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่ออกเป็นเจ้าของของหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินพื้นฐานเต็มทั้งจำนวน หรือในกรณีที่ผู้ออกไม่ได้เป็นเจ้าของหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินพื้นฐาน ผู้ออกจะต้องมีอำนาจในการควบคุมหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินพื้นฐานทั้งหมดที่บุคคลที่สามเป็นเจ้าของ ทั้งนี้ กฎหมายของแต่ละประเทศส่วนใหญ่จะกำหนดให้ผู้ออกจะต้องนำหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินพื้นฐานทั้งหมดที่ตนเป็นเจ้าของหรือบุคคลอื่นเป็นเจ้าของ (แต่ผู้ออกมีอำนาจในการควบคุม) ให้อยู่ในความดูแลของผู้รับฝากหุ้นพื้นฐานเพื่อเป็นหลักประกันเต็มจำนวนแก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

(2) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีหุ้นพื้นฐานเป็นหลักประกันบางส่วน (Partially Stock Covered Warrant) เป็นใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่ผู้ออกเป็นเจ้าของหรือมีอำนาจในการควบคุมหุ้นหรือทรัพย์สินพื้นฐานแต่เพียงบางส่วน และผู้ออกยังไม่มีหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินพื้นฐานอีกส่วนในขณะที่ยื่นขอซื้อ ผู้ออกจะต้องนำหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินพื้นฐานบางส่วนที่มีอยู่แล้วให้อยู่ในความดูแลของผู้รับฝากหุ้นพื้นฐาน เช่นเดียวกับกรณีของผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีหลักทรัพย์พื้นฐานเป็นหลักประกันเต็มจำนวน (Fully Stock Covered Warrant)

(3) ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่ไม่มีหลักประกัน (Non-Collateralised Stock Warrant) เป็นใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นประเภทหนึ่ง ซึ่งผู้ออกไม่ได้เป็นเจ้าของหรือเป็นผู้มีอำนาจในการควบคุมหุ้นหรือทรัพย์สินพื้นฐานในขณะที่ยื่นขอซื้อ แต่ผู้ออกอาจมีข้อผูกพันที่จะจัดหาหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินพื้นฐานมาส่งมอบให้แก่ผู้ถือใบสำคัญแสดงสิทธิในอนาคต ดังนั้น

ข้อผูกพันเรื่องการส่งมอบหลักทรัพย์หรือทรัพย์สินพื้นฐานที่ผู้ออกมีต่อผู้ถือจะต้องได้รับการค้ำประกันจากผู้ค้ำประกันที่มีสถานะทางการเงินที่เหมาะสม<sup>29</sup>

## 2.5 ประโยชน์ของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น

ในการพิจารณาประโยชน์ของใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นนั้น จะแยกพิจารณาออกเป็นประโยชน์ต่อผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ประโยชน์ต่อผู้ลงทุน และประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดทุนของประเทศ โดยมีรายละเอียดดังนี้

### 2.5.1 ประโยชน์ต่อผู้ออก

(1) เป็นทางเลือกใหม่ในการระดมเงินของธุรกิจซึ่งผู้ออกสามารถใช้ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นเป็นเครื่องมือจูงใจ (Sweetener) ให้ผู้ลงทุนสนใจตราสารที่ออกควบคู่กับใบสำคัญแสดงสิทธิ เช่น หุ้นกู้ และทำให้ผู้ออกสามารถเสนอขายตราสารที่ออกมาควบคู่ได้ง่ายขึ้นและมีต้นทุนที่ต่ำลง ดังเช่นกรณีของ Fully Stock Covered Warrant ซึ่งเป็นใบสำคัญแสดงสิทธิที่มีหลักประกันทั้งจำนวน หากออกควบคู่กับหุ้นกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำจะช่วยให้ธุรกิจสามารถขายหุ้นกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยต่ำได้ง่าย เนื่องจากผู้ซื้อคาดหวังว่าจะได้รับประโยชน์จากใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นที่มีหลักประกันทั้งจำนวนซึ่งมีความเสี่ยงน้อย จึงทำให้ต้นทุนของการที่จะต้องจ่ายดอกเบี้ยให้แก่ผู้ถือหุ้นกู้ลดต่ำลง หรืออีกนัยหนึ่ง ทำให้หนี้สินของบริษัทมีต้นทุนต่ำ (Lower Cost of Debt)

(2) เป็นเครื่องมือช่วยบริหารความเสี่ยงของผู้ออก ทั้งนี้ เนื่องจากในการขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นผู้ออกจะได้ส่วนต่างของราคาขายและมูลค่าของใบสำคัญแสดงสิทธิที่ออก หรือ ค่าพรีเมียม (Premium) ไว้เมื่อทำการเสนอขายใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่น ผู้ออกสามารถนำค่าพรีเมียมดังกล่าวนี้มาลดผลขาดทุนจากการลดลงของระดับราคาหุ้นที่รองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นได้ จึงเป็นการจำกัดความเสี่ยงของผู้ออกโดยวิธีการจำกัดผลขาดทุนจากการลดลงของราคาหุ้นพื้นฐาน

<sup>29</sup> Horton, "Equity Warrants and Other Derivatives Securities" in *The Practitioner's to the Listing Rules*, p.275.

(3) ช่วยทำให้ธุรกิจระดมเงินทุนได้โดยไม่ต้องเพิ่มจำนวนหุ้นในธุรกิจ จึงไม่เกิดผลกระทบจากการเฉลี่ยของจำนวนหุ้นในธุรกิจที่ออกตราสาร และในบริษัทพื้นฐานที่ออกหลักทรัพย์สำหรับใช้ในการรองรับสิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิ ในกรณีที่หลักทรัพย์ที่รองรับตามใบสำคัญแสดงสิทธิเป็นหลักทรัพย์ที่ออกมาแล้ว (Existing Shares)

(4) ช่วยทำให้อำนาจในการบริหารบริษัทไม่เปลี่ยนแปลง เนื่องจากเมื่อมีการใช้สิทธิตามใบสำคัญแสดงสิทธิจะไม่มีผลกระทบต่อโครงสร้างของหุ้นทุนในบริษัทผู้ออก

### 2.5.2 ประโยชน์ต่อผู้ลงทุน<sup>30</sup>

(1) ช่วยให้ผู้ลงทุนมีเครื่องมือที่จะใช้ป้องกันความเสี่ยง (Hedge) ในการลงทุนของตน เช่น โดยการขายหุ้นซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิ เพราะผู้ลงทุนสามารถจำกัดผลขาดทุนของราคาหุ้นได้เท่ากับราคาซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิมา ซึ่งราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิที่ซื้อมาจะต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์พื้นฐานในขณะที่ออก หากในอนาคตราคาของหุ้นพื้นฐานที่ผู้ลงทุนสามารถใช้สิทธิซื้อหุ้นพื้นฐานนั้นกลับคืนมาได้ แต่หากในอนาคตราคาของหุ้นพื้นฐานลดต่ำลงก็จะเป็นการจำกัดความเสียหายของผู้ลงทุนได้เท่ากับราคาที่ได้ซื้อใบสำคัญแสดงสิทธินั้นมา

(2) ช่วยให้ผู้ลงทุนมีทางเลือกในการลงทุนเพิ่มมากขึ้น

(3) มีราคาที่มีอัตราเปลี่ยนแปลงสูงกว่าราคาของหลักทรัพย์พื้นฐาน ทำให้ผู้ลงทุนมีโอกาสที่จะได้รับผลประโยชน์จากราคาของใบสำคัญแสดงสิทธิ

(4) ช่วยให้ผู้ลงทุนที่ต้องการลงทุนในหลักทรัพย์พื้นฐานแต่ยังมีเงินไม่เพียงพอ สามารถลงทุนในบริษัทที่ต้องการได้โดยการเข้าไปซื้อใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นไว้ก่อน จึงทำให้ผู้ลงทุนใช้เงินลงทุนต่ำกว่าการเข้าไปซื้อหุ้นของบริษัทพื้นฐานโดยตรง

(5) เพื่อการเก็งกำไร เนื่องจากใบสำคัญแสดงสิทธิมีลักษณะขึ้นลงตามราคาหลักทรัพย์พื้นฐานและมีลักษณะของราคาที่สูงลงเร็วกว่าหลักทรัพย์พื้นฐาน จึงมีความเสี่ยงในการลงทุนสูง (High Risks High Returns) และในสภาวะที่ตลาดหลักทรัพย์ดีอาจได้รับผลตอบแทนสูงมากกว่าหุ้นพื้นฐาน อย่างไรก็ตามในสภาวะที่ตลาดหลักทรัพย์ไม่ดี การลงทุนใบสำคัญแสดงสิทธิจะเป็นผลขาดทุนมากกว่าการลงทุนในหุ้นพื้นฐาน

<sup>30</sup> เรื่องเดียวกัน.

### 2.5.3 ประโยชน์ต่อการพัฒนาตลาดทุนของประเทศ

(1) เป็นเครื่องมือที่ช่วยในการบริหารความเสี่ยงของการลงทุน ทั้งทางด้านผู้  
ออกและผู้ลงทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งกับผู้ลงทุนประเภทสถาบันที่มีการลงทุนในหุ้นสามัญเป็น  
จำนวนมาก เช่น กองทุนรวม บริษัทประกันภัย บริษัทเงินทุน บริษัทหลักทรัพย์ เป็นต้น สามารถใช้  
ใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นเป็นเครื่องมือป้องกันความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นจากความ  
ผันผวนของราคาหลักทรัพย์ได้

(2) เป็นเครื่องมือที่ช่วยในการระดมเงินออมระยะยาวสู่ตลาดทุนวิธีหนึ่ง นอก  
จากนี้หากผู้ลงทุนมีความรู้ความเข้าใจในตราสารดีพอ และใช้ตราสารชนิดนี้ช่วยในการบริหาร  
ความเสี่ยง จะทำให้ช่วยเพิ่มเสถียรภาพแก่ตลาดทุนได้

(3) เป็นเครื่องมือที่ช่วยลดผลกระทบต่อราคาค่าหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ เนื่อง  
จากการออกใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้นของผู้อื่นจะออกโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือบุคคลที่สาม  
ที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และมีข้อผูกพันกับผู้ออกที่จะนำหุ้นของตนมารองรับการใช้สิทธิตามใบ  
สำคัญแสดงสิทธิ ซึ่งเมื่อผู้ถือได้ใช้สิทธิจะทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ออกหรือบุคคลที่สามที่มีข้อ  
ผูกพันกับผู้ออกลดลง โดยมีผลกระทบต่อราคาค่าหุ้นในตลาดน้อยที่สุด

(4) ช่วยให้ตลาดทุนมีประเภทของตราสารหรือหลักทรัพย์ให้ผู้ลงทุนได้เลือก  
ลงทุนมากขึ้น

(5) ช่วยเปิดโอกาสให้ผู้ลงทุนชาวต่างประเทศสามารถเลือกลงทุนใน  
ใบสำคัญแสดงสิทธิได้โดยไม่ถูกจำกัดการถือหุ้นโดยกฎหมาย เพราะสามารถขายใบสำคัญแสดง  
สิทธิออกไปได้ (ในราคาสูง) เมื่อถึงกำหนดเวลาที่จะต้องใช้สิทธิในหุ้นพื้นฐานนั้น หรืออาจใช้สิทธิ  
ซื้อหุ้นพื้นฐานในอนาคตได้ ในกรณีที่สัดส่วนการถือหุ้นของชาวต่างประเทศลดลงหรือยังไม่ถึง  
เกณฑ์ที่กำหนด