

นายพงศธร ปริญญาวุฒิชัย
ฝ่ายวิจัย

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ หรือ Derivative Warrants (DW) เป็นตราสารที่มีการเติบโตของมูลค่าการซื้อขายเพิ่มมากขึ้นทุกปี เนื่องจากผู้ลงทุนสามารถเข้าถึงได้ง่าย ใช้เงินลงทุนน้อย และมีอัตราทด (gearing) สูง ประกอบกับสภาวะตลาดหุ้นที่มีความผันผวนสูงมากจากสถานการณ์ COVID-19 ทำให้มูลค่าการซื้อขาย DW เมื่อปี 2563 อยู่ที่ 1.65 ล้านล้านบาท ทำสถิติสูงที่สุดในรอบ 11 ปี

การเติบโตของ DW และการซื้อขายของผู้ลงทุน

จากการศึกษาพฤติกรรมและลักษณะการซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูล big data ของการซื้อขายรายการธุรกรรม (transaction data) จากสมุดบันทึกรายการจับคู่คำสั่งเสนอซื้อหรือเสนอขาย (trade book) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่เดือนมกราคม 2559 ถึง ธันวาคม 2563 พบว่า นอกจากมูลค่าซื้อขายที่เพิ่มขึ้นแล้ว จำนวนบัญชีที่มีซื้อขาย (active account) ก็เพิ่มมากขึ้นเช่นกัน โดยในปี 2559-2562 มีจำนวนบัญชีที่มีซื้อขาย DW อยู่ประมาณ 40,000 – 50,000 บัญชี แต่ในปี 2563 จำนวนบัญชีซื้อขายเพิ่มขึ้นไปถึง 97,933 บัญชี หรือเพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัวจากปี 2562

เมื่อแบ่งสัดส่วนจำนวนบัญชีตามประเภทของผู้ลงทุนจะพบว่า 99% เป็นบัญชีผู้ลงทุนบุคคล (retail investor) และส่วนใหญ่มีการซื้อขายหุ้นอยู่ด้วย ส่วนจำนวนบัญชีที่เพิ่มขึ้นในปี 2563 นั้น กว่าครึ่งหนึ่งเป็นบัญชีของผู้ลงทุนรายใหม่ที่ไม่เคยมีการซื้อขายใน DW มาก่อน

จำนวนบัญชีแบ่งตามประเภทของผู้ลงทุน

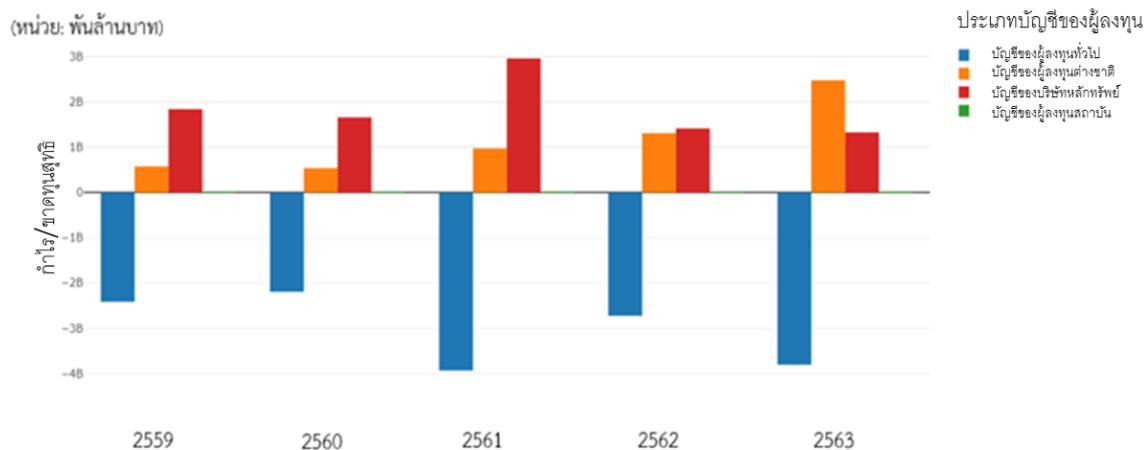
จำนวนบัญชี	2559	2560	2561	2562	2563	2564
ผู้ลงทุนบุคคล	51,763	46,609	57,157	51,812	97,618	114,805
บริษัทหลักทรัพย์	89	54	97	78	59	43
ผู้ลงทุนต่างประเทศ	202	172	170	215	256	210
รวม	52,054	46,835	57,424	52,105	97,933	115,058

ที่มา: ข้อมูลจาก trade book ของ SET ปี2559-2563 คำนวณโดยฝ่ายวิจัย ก.ล.ต.

นอกจากนี้ ยังพบอีกว่าบัญชีที่เข้ามาซื้อขายใน DW มีการหมุนเวียนค่อนข้างสูง เนื่องจากบัญชีประมาณครึ่งหนึ่งจะหยุดซื้อขาย DW ในปีถัดไป และเจาะลึกลงไปดูบัญชีที่หยุดซื้อขายว่า ในปีก่อนที่จะหยุดซื้อขายนั้น มีกำไรหรือขาดทุนอย่างไร ซึ่งพบว่า มากกว่าครึ่งหนึ่งจะขาดทุน และอีกประมาณ 25% มีกำไรไม่เกิน 25,000 บาท โดยเป็นกำไรก่อนหักค่าธรรมเนียม (commission)

เมื่อศึกษาภาพรวมกำไรและขาดทุนก่อนหักค่าใช้จ่ายในการซื้อขายของผู้ลงทุนใน DW ตั้งแต่ปี 2559 – 2563 พบว่า จำนวนบัญชีมากกว่า 80% ขาดทุนสุทธิ โดยขาดทุนเฉลี่ย (mean) บัญชีละ 78,718 บาท และค่ามัธยฐาน (median) ขาดทุนบัญชีละ 4,905 บาท และเมื่อจำแนกตามประเภทผู้ลงทุนพบว่า บัญชีผู้ลงทุนบุคคลจะขาดทุนสุทธิทุกปี ส่วนบัญชีหลักทรัพย์และบัญชีผู้ลงทุนต่างชาติได้กำไรสุทธิทุกปี โดยบัญชีผู้ลงทุนต่างชาติมีแนวโน้มกำไรเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

กำไรและขาดทุนสุทธิก่อนหักค่าใช้จ่ายในการซื้อขายของผู้ลงทุนจากการซื้อขาย DW
ปี 2559-2563 จำแนกตามประเภทผู้ลงทุน



ที่มา : ข้อมูลจาก trade book ของ SET ปี2559-2563 คำนวณโดยฝ่ายวิจัย ก.ล.ต.

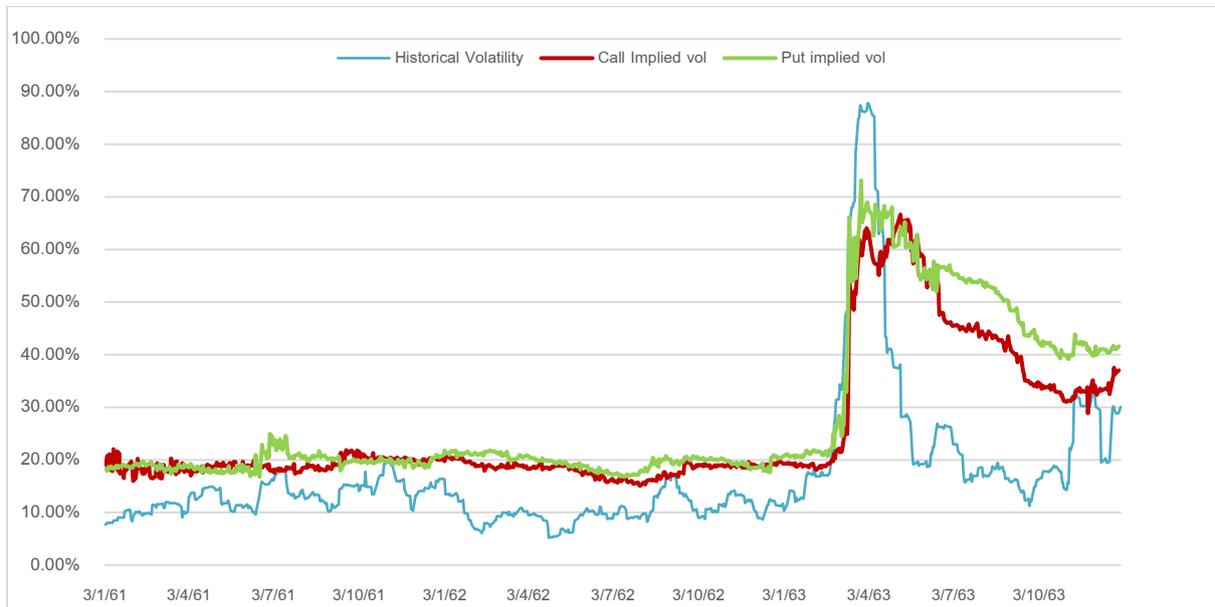
Implied Volatility: ค่าความผันผวนแฝง แทรกในราคา

Volatility หรือ ความผันผวน เป็นเครื่องมือวัดระดับการเคลื่อนไหวของราคาในช่วงเวลาหนึ่งว่า ระดับราคาขึ้นลงมากน้อยเพียงใดโดยค่า volatility นั้นเป็นหนึ่งในตัวแปรที่ถูกใส่ลงไปในสูตรการคำนวณ เพื่อกำหนดราคา DW ซึ่งจะเรียกกันว่า implied volatility หรือ “ความผันผวนแฝง” นั่นเอง ซึ่งค่าความผันผวนแฝงนี้ มักจะใช้ค่าที่อ้างอิงกับความผันผวนในอดีต (historical volatility) โดยทิศทางของราคาของ DW นั้นจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับค่า implied volatility ดังนั้น เมื่อค่า implied Volatility ยิ่งสูงแปลว่าราคาของ DW นั้นจะยิ่งแพงขึ้นตาม ผลที่ตามมาคือ จะทำให้ time value หรือมูลค่าเวลาของ DW สูงขึ้น ซึ่งมูลค่าเวลานี้เองที่จะปรับลดลงเรื่อย ๆ ตามอายุของ DW ที่ลดน้อยลง ทำให้ DW ที่มีค่า implied volatility สูง จะต้องเจอกับค่าเสื่อมเวลา (time decay) ที่สูงตามไปด้วย

ในช่วงที่ผ่านมา ผู้ออก DW มักจะดูแลสภาพคล่องโดยการตั้งราคาเสนอซื้อและเสนอขาย โดยใช้ราคา กำหนดค่า implied volatility ไว้ในระดับที่สูงกว่า historical volatility ซึ่งช่วยในการบริหารความเสี่ยงของผู้ออก จากการวิเคราะห์เชิงเปรียบเทียบระหว่างค่า historical volatility กับ implied volatility ในช่วงปี 2561-2563 ของ DW ที่มี SET 50 futures เป็นหลักทรัพย์อ้างอิง จะเห็นว่าในช่วงที่สภาวะตลาดไม่ได้

มีความผันผวนสูงนั้น (ช่วงปี 2561 - 2562) ค่า historical volatility จะแกว่งตัวเฉลี่ยอยู่ในช่วง 10%-20% และค่า implied volatility เฉลี่ยอยู่ที่ 20% หรือคิดเป็นประมาณ 2 เท่าเมื่อเทียบกับ historical volatility

เปรียบเทียบค่า historical volatility และ implied volatility ของ DW ที่อ้างอิงจากดัชนี SET50



ที่มา : ข้อมูลจาก trade book ของ SET ปี 2559-2563 คำนวณโดยฝ่ายวิจัย ก.ล.ต.

หมายเหตุ : ข้อมูลที่นำมาคำนวณค่า implied Volatility คือ DW ที่มี SET50 เป็น underlying ซึ่งใช้เกณฑ์กรองตัวราคาขั้นต่ำกว่า 0.05 บาท และ ระยะเวลาคงเหลือของ DW ไม่น้อยกว่า 14 วัน

อย่างไรก็ดี ในปี 2563 ได้มีเหตุการณ์การระบาดของโรค COVID-19 ในประเทศไทย ซึ่งเริ่มมีการระบาดหนักในช่วงเดือนมีนาคม จะเห็นได้ว่าค่า historical volatility พุ่งสูงขึ้นแตะในระดับ 90% โดยในช่วงนั้นผู้ออก DW ไม่สามารถประเมินความผันผวนที่จะเกิดขึ้นได้ ทำให้ค่า implied volatility มีค่าที่ต่ำกว่าค่า historical volatility และหลังจากที่สภาวะตลาดมีการผ่อนคลายลง ค่า historical volatility มีแนวโน้มที่ลดต่ำลงตามความผันผวนในตลาด แต่เนื่องด้วยสถานการณ์ COVID-19 ที่ยังมีความไม่แน่นอน ทำให้ผู้ออก DW ยังคงระดับค่า implied volatility ไว้ในระดับที่สูงกว่าในอดีต เพื่อช่วยบริหารความเสี่ยงของผู้ออกจากการเผื่อค่าความผันผวนที่อาจสูงขึ้นในช่วงเวลานี้ แต่ทำให้ต้นทุนของผู้ลงทุนสูงขึ้น โดยอย่างยิ่งในกรณีที่ผู้ลงทุนมีการถือ DW ข้ามวัน

นอกจากนี้ ยังพบอีกหนึ่งข้อสังเกต คือ ในช่วงที่ตลาดมีความผันผวนสูงและทิศทางของตลาดอยู่ในช่วงขาลง DW ประเภท put ได้รับความนิยมสูงขึ้น เห็นได้จากมูลค่าซื้อขายที่เพิ่มขึ้นในปี 2563 ในขณะที่ put DW มีการกำหนดราคา that implied volatility ไว้ในระดับที่สูงกว่า call DW

Moneyess สถานะที่น่ารู้

Moneyess หรือ ค่าสถานะ หมายถึงความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นหรือดัชนีอ้างอิงกับราคาใช้สิทธิของตราสารอนุพันธ์ โดยสถานะ moneyess มีอยู่ 3 สถานะคือ In-the-money (ITM) At-the-money (ATM) และ Out-of-the-money (OTM) ซึ่งการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นหรือดัชนีอ้างอิงจะส่งผลถึงสถานะนี้ ดังนั้นสถานะของ DW แต่ละตัวจะสามารถเปลี่ยนแปลงได้ตลอดช่วงอายุของ DW โดยลักษณะและความสัมพันธ์ของแต่ละสถานะสามารถสรุปได้ตามตาราง

เปรียบเทียบลักษณะของ DW ในแต่ละสถานะ (moneyess)

	In-the-money (ITM)	At-the-money (ATM)	Out-of-the-money (OTM)
ราคาใช้สิทธิ	Call: ราคาใช้สิทธิ < ราคาตลาด Put: ราคาใช้สิทธิ > ราคาตลาด	Call: ราคาใช้สิทธิ = ราคาตลาด Put: ราคาใช้สิทธิ = ราคาตลาด	Call: ราคาใช้สิทธิ > ราคาตลาด Put: ราคาใช้สิทธิ < ราคาตลาด
ราคา DW	มากที่สุด	ปานกลาง	น้อยที่สุด
ความเสี่ยง (Gearing)	ต่ำสุด	ปานกลาง	สูงสุด
มูลค่าเวลา (Time value)	มี	มี	มี
มูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic value)	มี	ไม่มี	ไม่มี
ตัวอย่างของ Call DW ที่มีราคาใช้สิทธิเท่ากับ 1 บาท	กรณีราคาหุ้นอ้างอิงราคา 2 บาท ราคา DW 1.20 บาท Time value 0.20 บาท Intrinsic value 1.00 บาท	กรณีราคาหุ้นอ้างอิงราคา 1 บาท ราคา 0.50 บาท Time value 0.50 บาท	กรณีราคาหุ้นอ้างอิงราคา 0.5 บาท ราคา 0.25 บาท Time value 0.25 บาท

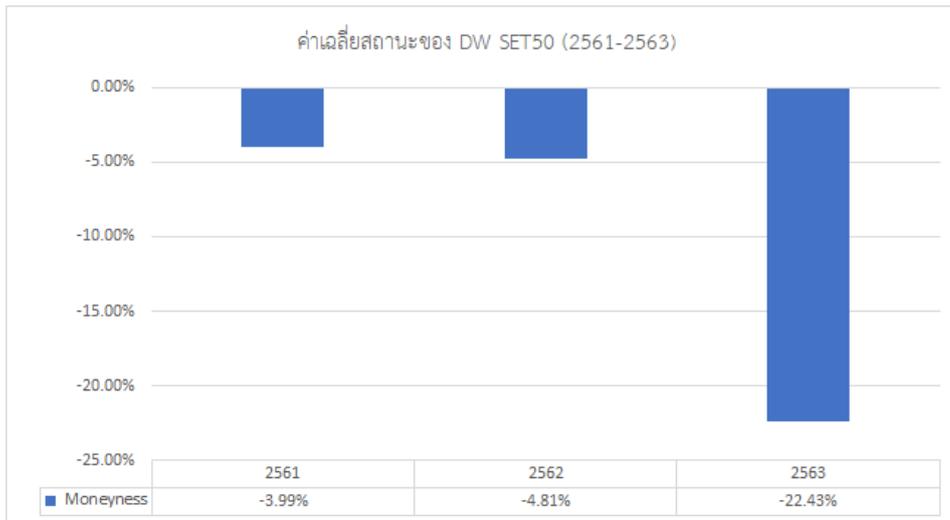
จากความสัมพันธ์ของ moneyess ของ DW ในแต่ละสถานะ สามารถสรุปได้ว่า DW ที่มีสถานะเป็น OTM จะมีราคาที่น้อยที่สุด เนื่องจากราคาของ DW นั้นจะเหลือเพียงแค่มูลค่าเวลาและยิ่งราคาของหุ้นอ้างอิงห่างกับราคาใช้สิทธิมากเท่าใด (ในสถานะ OTM) ราคา DW ก็จะมียิ่งลดลง โดยจะเรียกสถานะนี้ว่า deep OTM ซึ่งเกิดจากราคาหลักทรัพย์อ้างอิงต่ำกว่าราคาใช้สิทธิเป็นจำนวนมาก (ในกรณี call) หรือ ราคาใช้สิทธิต่ำกว่าราคาหลักทรัพย์อ้างอิงเป็นจำนวนมาก (ในกรณี put) มีผลคือ นอกจากราคาที่ถูกลงแล้วยังมีอัตราผลตอบแทนที่สูงอีกด้วย ซึ่งด้วยลักษณะของ DW ประเภทนี้ทำให้เป็นที่ชื่นชอบของนักลงทุน

อย่างไรก็ดี ด้วยลักษณะของ DW ที่เป็นแบบ deep OTM แม้จะมีอัตราผลตอบแทนที่สูง แต่ต้องแลกกับความเสี่ยงที่สูงด้วยเช่นกัน ความเสี่ยงที่ว่านั่นคือ การที่ราคาของ DW นั้นไม่ขยับตามหุ้นอ้างอิง ซึ่งเกิดได้จากราคาของหุ้นอ้างอิงมีการแกว่งตัวอยู่ในกรอบแคบ หรือมีความผันผวนที่ต่ำ จะทำให้มีโอกาสที่จะขาดทุนมากกว่ากำไร เนื่องจากมูลค่าของ DW จะลดลงตามค่า time decay ซึ่งมีค่าที่ลดลงในแต่ละวันที่สูงถ้าหากผู้ลงทุนมีการถือข้ามวัน

จากการวิเคราะห์ลักษณะสถานะของ DW ณ วันที่ยื่นขออนุญาตและวันซื้อขายวันแรก พบว่าในปี 2561 ถึง 2562 ค่าสถานะจะมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ -4 ถึง -5% อย่างไรก็ตามในช่วงที่เกิดการระบาดของ COVID-19 ทำให้

ค่าความผันผวนในตลาดเพิ่มสูงขึ้น มีการออก DW ในลักษณะ OTM ค่อนข้างสูงหากเทียบกับปีก่อนหน้า โดยค่าสถานะเฉลี่ยของ DW ในปี 2563 สูงถึง -22% ซึ่งมีผู้ออก DW บางรายที่ออก DW ที่มีค่าสถานะ Deep OTM สูงมาก เช่น มีการออก DW ประเภท call ที่มีหลักทรัพย์อ้างอิงคือ SET50 โดยกำหนดราคาใช้สิทธิอยู่ที่ 1,650 จุด ในขณะที่ ณ วันที่ออกนั้นราคาดัชนีอ้างอิงอยู่ที่ 767 จุดเมื่อคำนวณค่าสถานะออกมาพบว่า มีค่า OTM สูงถึง -114.90% ซึ่งเห็นได้ว่ามีโอกาที่จะขาดทุนจาก DW ตัวนี้สูงมาก

ค่าเฉลี่ยสถานะ ของ DW ที่อ้างอิงจากดัชนี SET50



ที่มา : ข้อมูลจาก trade book ของ SET ปี2559-2563 คำนวณโดยฝ่ายวิจัย ก.ล.ต

หมายเหตุ : ข้อมูลที่นำมาคำนวณค่าสถานะ คือ DW ที่มี SET50 เป็น underlying โดยใช้ underlying price และ exercise price ณ วันซื้อ-ขายวันแรกของ DW แต่ละตัว

การที่ผู้ลงทุนเข้าไปซื้อ Deep OTM ทำให้มีโอกาสสูงมากที่จะขาดทุน ซึ่งจากข้อมูลพบว่า ผู้ลงทุนประเภทบุคคลทั่วไป มีค่าเฉลี่ยในการลงทุนใน DW ที่มีลักษณะ OTM สูงที่สุด แสดงให้เห็นถึงพฤติกรรมของผู้ลงทุนกลุ่มนี้ที่มักซื้อ DW ที่มีความเสี่ยงสูงอันเป็นเหตุหนึ่งที่ทำให้ผู้ลงทุนส่วนใหญ่ในกลุ่มนี้มีผลลัพธ์ที่ขาดทุน ดังนั้น ผู้ลงทุนที่สนใจ DW ควรทำความเข้าใจลักษณะ ผลตอบแทน และความเสี่ยงของ DW ในแต่ละประเภทให้ดีก่อนที่จะเข้ามาซื้อขาย เนื่องจาก DW เป็นผลิตภัณฑ์ทางการเงินที่มีความซับซ้อนสูง

สำหรับผู้สนใจศึกษาข้อมูลเบื้องต้นสามารถรับชมคลิป “รู้จัก DW (Derivative Warrant) ใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ ให้มากขึ้น” ได้ที่ https://www.youtube.com/watch?v=F_b2Cx9760g หรือสอบถามข้อมูลที่ “ศูนย์บริการประชาชน ก.ล.ต.” โทร 1207 หรือผ่านช่องทางเฟซบุ๊กเพจ “สำนักงาน ก.ล.ต.” หรือ SEC Live Chat ที่เว็บไซต์ ก.ล.ต.

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

“ก.ล.ต. ดูแลตลาดทุน เพื่อให้คุณมั่นใจ”