

📖 **เกร็ดความรู้ : ตราสารหนี้ที่ให้สิทธิในการแปลงสภาพ (Convertible Bond)**

ตราสารหนี้ที่ให้สิทธิในการแปลงสภาพ (Convertible Bond) หรือที่เราคุ้นเคยกันในชื่อ หุ้นกู้แปลงสภาพ เป็นหุ้นกู้ซึ่งคล้ายกับหุ้นกู้ปกติมาก คือ ในเรื่องของการกำหนดอัตราดอกเบี้ยและราคาที่เราไว้นั้นเหมือนกัน แต่มีลักษณะพิเศษที่เสริมเข้ามาตามชื่อ คือ ให้สิทธิในการแปลงสภาพจากหุ้นกู้เป็นหุ้นสามัญของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้ นั้น ตามสัดส่วนการแปลงสภาพที่ได้กำหนดเอาไว้ล่วงหน้า

ด้วยลักษณะของหุ้นกู้แปลงสภาพที่มีลักษณะ 2 อย่างผสมกันอยู่ คือ พฤติกรรมด้านหนึ่งเป็นหุ้นกู้ซึ่งราคาจะเปลี่ยนแปลงไปตามสภาวะอัตราผลตอบแทนที่เปลี่ยนแปลงไป ส่วนอีกด้านหนึ่งเป็นส่วนของหุ้นสามัญ เพราะสิทธิในการแปลงสภาพผูกหุ้นกู้กับหุ้นสามัญไว้ด้วยกัน โดยถ้าหากผู้ถือหุ้นกู้ใช้สิทธิในการแปลงสภาพ สถานะของผู้ถือหุ้นกู้นั้นก็จะกลายเป็นผู้ถือหุ้นสามัญไปทันที

ด้วยสิทธิที่เหนือกว่าหุ้นกู้ปกตินี้เองทำให้ หุ้นกู้แปลงสภาพนั้นมีราคาสูงกว่าหุ้นกู้ปกติ หรือถ้าหากมีการซื้อขายกันก็จะสามารถซื้อขายที่อัตราผลตอบแทน (Yield to maturity) ที่ต่ำกว่า เมื่อคุณลักษณะอื่นๆเหมือนกัน

● **มารู้จักกับการวิเคราะห์หุ้นกู้แปลงสภาพ**

ก่อนที่จะเราเข้าสู่ถึงส่วนวิเคราะห์นั้น อยากแนะนำให้นักลงทุนรู้จักกับคำศัพท์ที่เกี่ยวข้องกับหุ้นกู้แปลงสภาพ

- **อัตราส่วนการแปลงสภาพ (Conversion ratio)** อัตราส่วนนี้จะกำหนดว่าการแปลงสภาพหุ้นกู้ 1 หุ้น ไปเป็นหุ้นสามัญได้จำนวนกี่หุ้น
- **ราคาแปลงสภาพ (Conversion price)** เป็นราคาของหุ้นสามัญที่ผู้ถือหุ้นกู้แปลงสภาพมีสิทธิในการซื้อหุ้นสามัญ
- **มูลค่าหน้าตัวของหุ้นกู้แปลงสภาพ (Face value)** เป็นราคาที่เราไว้มูลค่าของหุ้นกู้แปลงสภาพ ซึ่งปกติจะเท่ากับ 1,000 บาทต่อหน่วย

หลังจากที่เราได้รู้จักคำศัพท์พื้นฐานเกี่ยวกับหุ้นกู้แปลงสภาพกันไปแล้ว เรามาลองดูหลักการคำนวณมูลค่าหุ้นกู้แปลงสภาพ

$$\text{อัตราส่วนการแปลงสภาพ} = \frac{\text{มูลค่าหน้าตัวของหุ้นกู้แปลงสภาพ}}{\text{ราคาแปลงสภาพ}}$$

ตามที่เรากล่าวไปแล้วในตอนต้น เนื่องจากหุ้นกู้แปลงสภาพก็มีสถานะเหมือนกับหุ้นกู้ปกติ เพียงแต่มีสิทธิในการแปลงสภาพเพิ่มเติมมาด้วยเท่านั้น ดังนั้น มูลค่าหุ้นกู้แปลงสภาพจึงประกอบด้วย 2 ส่วน ได้แก่ มูลค่าส่วนหุ้นกู้ปกติ (Straight Value) และ สิทธิในการแปลงสภาพ ถ้าหากราคาหุ้นสามัญในตลาดมีราคาต่ำกว่าราคาแปลงสภาพ จะทำให้หุ้นกู้แปลงสภาพมีราคาใกล้เคียง หรือเท่ากับมูลค่าส่วนหุ้นกู้ปกติ แต่ถ้าหากราคาหุ้นสามัญในตลาดมีราคาสูงกว่าราคาแปลงสภาพ แนวโน้มที่ผู้ลงทุนจะใช้สิทธิแปลงสภาพก็สูงขึ้น ราคาหุ้นกู้แปลงสภาพก็มีแนวโน้มเข้าใกล้ราคาหุ้นสามัญในตลาดคูณด้วยจำนวนหุ้นสามัญที่สามารถได้รับจากการแปลงสภาพหุ้นกู้ 1 หน่วย

หลังจากที่เราได้ทราบรายละเอียดต่างๆเกี่ยวกับหุ้นกู้แปลงสภาพแล้ว เรามาลองวิเคราะห์หุ้นกู้แปลงสภาพกัน

1. มูลค่าขั้นต่ำของหุ้นกู้แปลงสภาพ

- ราคาหุ้นกู้แปลงสภาพจะโดยปกติแล้วราคาตลาดหุ้นกู้แปลงสภาพ จะมีมูลค่าขั้นต่ำเท่ากับมูลค่าส่วนหุ้นกู้ปกติซึ่งเทียบเคียงกันได้ (Straight Value) กล่าวคือ ถ้าหากราคาตลาดขณะนั้นต่ำกว่าราคาแปลงสภาพ ผู้ถือหุ้นกู้ก็จะไม่ใช่สิทธิในการแปลงสภาพ ก็จะทำให้หุ้นกู้แปลงสภาพนั้นมีมูลค่าเท่ากับมูลค่าส่วนหุ้นกู้ปกติ (Straight Value)
- ถ้าเราสมมติให้หุ้นกู้แปลงสภาพนั้นสามารถแปลงสภาพได้ทันที โดยหุ้นกู้ 1 หุ้น สามารถแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญได้ R หุ้น ถ้าหากสมมติราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทผู้ออกเท่ากับ S บาท ถ้าผู้ถือหุ้นกู้ใช้สิทธิ จะทำให้ผู้ถือหุ้นกู้เปลี่ยนสถานะตัวเองจากเจ้าหนี้เป็นเจ้าของทันที โดยมีมูลค่าแปลงสภาพ = $R*S$ ซึ่งจากจุดนี้จะพบว่าราคาหุ้นกู้แปลงสภาพจะไม่ต่ำกว่ามูลค่าแปลงสภาพ (Conversion Value) เพราะถ้าหากราคาหุ้นกู้แปลงสภาพต่ำกว่ามูลค่าแปลงสภาพ ผู้ลงทุนก็จะสามารถทำกำไรได้ โดยการซื้อหุ้นกู้แปลงสภาพและใช้สิทธิแปลงเป็นหุ้นสามัญเพื่อขายในตลาดทันที แต่ในความเป็นจริงหุ้นกู้แปลงสภาพที่ซื้อขายกันในตลาดนั้นจะไม่ได้มีสมมติฐานในเรื่องการแปลงสภาพได้ทันที แต่จะมีการกำหนดวันที่ผู้ลงทุนสามารถใช้สิทธิในการแปลงสภาพได้ โดยผู้ลงทุนจะไม่สามารถแปลงสภาพได้ทุกวัน ดังนั้นในวันที่ราคาตลาดหุ้นสามัญสูงกว่าราคาแปลงสภาพ ผู้ลงทุนอาจจะไม่สามารถใช้สิทธิแปลงสภาพได้ ราคาหุ้นกู้แปลงสภาพจึงอาจต่ำกว่ามูลค่าแปลงสภาพก็เป็นไปได้
- ราคาขั้นต่ำของหุ้นกู้แปลงสภาพจะต้องพิจารณาจากเงื่อนไข 2 ประการข้างต้น แล้วแต่ว่าค่าใดจะสูงกว่า ดังนั้น ราคาหุ้นกู้แปลงสภาพ จะมากกว่าหรือเท่ากับ มูลค่าส่วนหุ้นกู้ปกติซึ่งเทียบเคียงกันได้ (Straight Value) หรือ มูลค่าแปลงสภาพ (Conversion Value) แล้วแต่ว่าค่าใดจะสูงกว่า

2. มูลค่าขั้นต่ำของหุ้นกู้แปลงสภาพ (Minimum value)

- ราคาหุ้นกู้แปลงสภาพจะ โดยปกติแล้วราคาตลาดหุ้นกู้แปลงสภาพ จะมีมูลค่าขั้นต่ำเท่ากับมูลค่ามูลค่าส่วนหุ้นกู้ปกติซึ่งเทียบเคียงกันได้ (Straight Value)
- ถ้าเราสมมติให้หุ้นกู้แปลงสภาพนั้นสามารถแปลงสภาพได้ทันที ราคาหุ้นกู้แปลงสภาพจะไม่ต่ำกว่ามูลค่าแปลงสภาพ (Conversion Value)
- ราคาขั้นต่ำของหุ้นกู้แปลงสภาพจะต้องพิจารณาจากเงื่อนไข 2 ประการข้างต้น แล้วแต่ว่าค่าใดจะสูงกว่า ดังนั้น ราคาหุ้นกู้แปลงสภาพ จะมากกว่าหรือเท่ากับ มูลค่าส่วนหุ้นกู้ปกติซึ่งเทียบเคียงกันได้ (Straight Value) หรือ มูลค่าแปลงสภาพ (Conversion Value) แล้วแต่ว่าค่าใดจะสูงกว่า

3. ค่าพรีเมียมสำหรับการแปลงสภาพ (Conversion premium)

หมายถึง ส่วนแตกต่างระหว่างราคาที่จะแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญและราคาตลาดของหุ้นสามัญในขณะนั้น ถ้าราคาตลาดหุ้นสามัญเพิ่มสูงขึ้นจนเกือบจะเท่ากับราคาแปลงสภาพ ส่วนเกินมูลค่าแปลงสภาพจะต่ำลงเรื่อยๆ โดยปกติมีวิธีการหาส่วนเกินมูลค่าแปลงสภาพ 2 วิธี ได้แก่

- ใช้มูลค่าของหุ้นกู้เป็นหลัก
$$\text{ส่วนเกินมูลค่าแปลงสภาพ (Conversion Premium)} = \text{ราคาตลาดของหุ้นกู้แปลงสภาพ} - \text{มูลค่าแปลงสภาพ}$$
- ใช้มูลค่าหุ้นสามัญเป็นหลัก
$$\text{ส่วนเกินมูลค่าแปลงสภาพ (Conversion Premium)} = [(\text{ราคาตลาดของหุ้นกู้แปลงสภาพ} / \text{อัตราส่วนการแปลงสภาพ} - \text{มูลค่าแปลงสภาพ}) - \text{ราคาหุ้นสามัญ ณ วันออกหุ้นกู้แปลงสภาพ}] * \text{อัตราส่วนการแปลงสภาพ}$$

● ประโยชน์ของการระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้แปลงสภาพในมุมมองของผู้ออกหุ้นกู้

1. เป็นการระดมการออกหุ้นสามัญ การออกหุ้นกู้แปลงสภาพนั้น ไม่ว่าจะในมุมมองของผู้ออกหรือของผู้ลงทุนก็ตาม ต่างคาดหวังว่าจะทำการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ ณ เวลาใดเวลาหนึ่งในช่วงอายุของหุ้นกู้ นั่น แต่ด้วยภาวะที่ไม่อำนวยการออกหุ้นสามัญจะเสี่ยงต่อการจำหน่ายไม่หมด หรือธุรกิจยังไม่ถึงจุดเงินลงทุนอาจจะไม่สามารถจำหน่ายหมดได้ หรือต้องขายในราคาต่ำและต้องออกเป็นจำนวนมาก ซึ่งมีผลกระทบต่อกำไรต่อหุ้นและราคาหุ้นสามัญ (Dilution effect)

2. **ช่วยดึงดูดใจนักลงทุนและลดต้นทุนในการระดมเงินทุน** หุ้นกู้แปลงสภาพน่าสนใจกว่าหุ้นกู้ธรรมดา เพราะสามารถเปลี่ยนสถานะตัวเองจากเจ้าหนี้เป็นเจ้าของได้ ดังนั้นเมื่อความน่าสนใจมากกว่า บริษัทผู้ออกก็สามารถระดมทุนด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่าการออกหุ้นกู้ปกติได้

หัวข้อสุดท้ายในเรื่องนี้ จะมาดูตัวอย่างจริงในตลาดกัน ได้แก่ หุ้นกู้ด้อยสิทธิแปลงสภาพ ที่ออกโดยธนาคารไทยพาณิชย์ (SCB@2) อายุ 7 ปี จำนวน 6,000,000 หน่วย หน่วยละ 1,000 บาท รวมมูลค่า 6,000,000,000 บาท โดยมีจำนวนหุ้นสามัญที่จัดสรรไว้รองรับการแปลงสภาพ 200,000,000 หุ้น ราคาแปลงสภาพเท่ากับ 30 บาท โดยใช้สิทธิได้ทุกๆวันที่ 16 มกราคม เมษายน กรกฎาคม และตุลาคม จากตัวอย่างนี้เราสามารถคำนวณหาค่าต่างๆ ตามที่เคยคุยกันไปแล้วดังนี้

1. **อัตราส่วนการแปลงสภาพ**

$$\begin{aligned}\text{อัตราส่วนการแปลงสภาพ} &= \frac{\text{มูลค่าหน้าตัวของหุ้นกู้แปลงสภาพ}}{\text{ราคาแปลงสภาพ}} \\ &= \frac{1,000}{30} = 33.33\end{aligned}$$

นั่นคือ หุ้นกู้ธนาคารไทยพาณิชย์ 1 หุ้น สามารถแลกเปลี่ยนเป็นหุ้นสามัญได้ 33.33 หุ้น

2. **มูลค่าแปลงสภาพ** (กำหนดข้อมูลเพิ่มเติม คือ ราคาหุ้น SCB ณ วันที่ 1 มิถุนายน 2543 = 22 บาท)

$$\begin{aligned}\text{มูลค่าแปลงสภาพ} &= \text{อัตราส่วนการแปลงสภาพ} * \text{ราคาตลาดหุ้นสามัญ} \\ &= 33.33 * 22 = 733.33 \text{ บาท}\end{aligned}$$

เราคงจบเรื่องหุ้นกู้แปลงสภาพไว้ตรงนี้ ซึ่งแม้ว่าปัจจุบันยังไม่เป็นที่นิยมในประเทศไทยเท่าใดนัก ก็หวังว่านักลงทุนคงได้รับทราบหลักการ และเข้าใจคุณลักษณะของหุ้นกู้แปลงสภาพมากขึ้น