

ดร.อาณัติ ลิ้มคเดช

รองศาสตราจารย์ประจำภาควิชาการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

กลยุทธ์การขายชอร์ตโดยไม่เตรียมหุ้น (Naked Short Selling): กรณีศึกษาพี่น้อง Wolfson* Naked Short Selling Strategy: Case Study of the Wolfsons

บทคัดย่อ

สองพี่น้องตระกูล Wolfson ถูกหน่วยงานกำกับดูแลตลาดหุ้นสหรัฐปรับเงินกว่า 14.5 ล้านดอลลาร์ในข้อหาการขายชอร์ตหุ้นโดยไม่เตรียมหุ้นไว้ก่อน อย่างไรก็ตาม ข้อกล่าวหาในกรณีนี้ค่อนข้างซับซ้อนเนื่องจากสองพี่น้องได้ใช้กลยุทธ์ Reverse Conversion ในการป้องกันความเสี่ยง ตลอดจนใช้กลยุทธ์ Reset Transaction เพื่อหลีกเลี่ยงกฎของตลาด ซึ่งจัดว่าเป็นนวัตกรรมทางการเงินที่น่าสนใจ กรณีศึกษานี้ทำให้เห็นแง่มุมของการกำกับดูแลตลาดหุ้นด้วยกฎระเบียบที่ไม่ทันกับนวัตกรรมทางการเงินที่เกิดขึ้น ตลอดจนอภิปรายประเด็นจริยธรรมของผู้ที่เกี่ยวข้องในแง่มุมใหม่ พร้อมทั้งวิเคราะห์ความเป็นไปได้ที่จะเกิดโอกาสในการสร้างกลยุทธ์ Reverse Conversion ในประเทศไทย

คำสำคัญ : ชอร์ตหุ้น นวัตกรรมทางการเงิน ตราสารอนุพันธ์ จริยธรรม

*ผู้เขียนขอขอบคุณ ศาสตราจารย์ ดร.อัญญา ชันฉวีวิทย์ ที่กรุณาให้ข้อคิดเห็นเพื่อปรับปรุงบทความให้สมบูรณ์ และคุณศักดา ภิระโสภณ ในฐานะผู้ช่วยวิจัย ข้อคิดเห็นที่แสดงในบทความนี้เป็นความคิดเห็นส่วนตัวของผู้วิจัย โดยไม่เกี่ยวข้องกับภาควิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ABSTRACT

The Wolfson brothers have been fined over 14.5 million dollars recently by the US Securities Exchange Commission on the allegation of naked short selling. However, the issue is more complicated thanks to the use of financial derivatives in the “reverse conversion” strategy by the Wolfsons. The brothers also used the innovative strategy called “reset transaction” to avoid the regulations. The case discusses how the regulations cannot catch up with innovations in the market. It sheds more light on the ethical aspect of all relevant parties. The case ends with the analysis of how the reverse conversion strategy possibly exists in Thai market.

Keywords: Short Selling, Financial Innovation, Financial Derivative, Ethics

1. บทนำ

การขายชอร์ต หรือ Short Selling เป็นธุรกรรมที่เกิดขึ้นเมื่อนักลงทุนคาดการณ์ว่าราคาหุ้นตัวใดตัวหนึ่งจะลดต่ำลง เขาสามารถขายโดยที่ตนเองไม่ได้มีหุ้นนั้นอยู่ในมือ อย่างไรก็ตาม หากนักลงทุนเก็งทิศทางผิดพลาด แทนที่ราคาหุ้นจะลดลงกลับเพิ่มสูงขึ้นเขาก็จะขาดทุน ในทางปฏิบัตินักลงทุนอีกฝ่ายหนึ่งที่ซื้อหุ้นที่เกิดจากการขายชอร์ตจะไม่ทราบว่าหุ้นที่ตนซื้อนั้นเกิดจากการขายชอร์ตหรือจากการขายปกติที่นักลงทุนมีหุ้นอยู่ในมืออยู่แล้ว โบรกเกอร์ของผู้ขายชอร์ตจะทราบว่าคำสั่งขายนั้นเป็นการขายชอร์ตหรือไม่เนื่องจากทราบว่าลูกค้าของตนมีหุ้นอยู่ในมือขณะนั้นหรือไม่ ในกรณีที่ไม่มีหุ้นแต่ประสงค์จะขายชอร์ต โบรกเกอร์จะทำหน้าที่ให้ยืมหุ้นโดยคิดอัตราดอกเบี้ย (ในประเทศไทยอยู่ในช่วง 5-8% ต่อปี ขึ้นกับจำนวนหุ้นที่โบรกเกอร์สามารถหามาให้ยืมได้) และเรียกธุรกรรมนี้ว่า SBL หรือ Stock Borrowing and Lending นั่นคือ โบรกเกอร์จะทำการยืมหุ้นจากลูกค้าอีกฝ่ายหนึ่งมาให้ลูกค้าที่ต้องการชอร์ตนำไปส่งมอบ ผู้ให้ยืมหุ้นจะได้รับส่วนแบ่งของอัตราดอกเบี้ยตอบแทน ดังนั้นนักลงทุนฝั่งที่ซื้อหุ้นจึงไม่มีความเสี่ยงว่าการซื้อของตนจะมาจากการขายโดยวิธีใด เพราะจะได้รับหุ้นไปตามปกติ ความเสี่ยงจะตกอยู่เฉพาะในฝั่งผู้ขายชอร์ตและผู้ให้ยืมหุ้นไปขายเท่านั้น ผู้ที่ขายชอร์ตจะรอจนราคาหุ้นตกตามที่คาดการณ์แล้วค่อยซื้อหุ้นไปคืนโดยชำระอัตราดอกเบี้ยแก่โบรกเกอร์ตามจำนวนวันที่ชอร์ตไป อย่างไรก็ตามเพื่อจำกัดความเสี่ยงโบรกเกอร์สามารถบังคับลูกค้าให้ซื้อหุ้นคืนได้หากเห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นเป็นไปในทางขาขึ้น ซึ่งหากทั้งไว้อาจทำให้ลูกค้าที่ขายชอร์ตขาดทุนมากจนไม่สามารถชำระคืนได้

การขายชอร์ตเป็นกลไกสำคัญเพื่อทำให้ตลาดหุ้นทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ เพราะหากมีนักลงทุนกลุ่มใดที่เก็งกำไรจนอาจทำให้ราคาหุ้นสูงผิดปกติอันอาจนำไปสู่สภาวะฟองสบู่ ก็จะมีนักลงทุนอีกกลุ่มหนึ่งที่เห็นว่าราคาหุ้นสูงกว่าพื้นฐานที่เป็นจริงสามารถทำการขายชอร์ตสวนทาง และดึงให้ราคาหุ้นลดลงมาอยู่ในระดับที่ควรเป็นได้

อย่างไรก็ตามจะเห็นว่าในทางปฏิบัตินั้น ผู้ที่จะขายชอร์ตได้จะต้องมีการเตรียมหุ้นด้วยการยืมผ่านโบรกเกอร์มาเตรียมไว้เพื่อการส่งมอบแก่ผู้ซื้อ ดังนั้นหากจำนวนหุ้นที่หมุนเวียนในตลาดมีจำนวนน้อยที่จะนำมาให้ยืมเพื่อขายชอร์ตได้กลไกการขายชอร์ตก็จะทำงานไม่เต็มที่ หน่วยงานกำกับดูแลตลาดหุ้นส่วนใหญ่จะไม่อนุญาตให้มีการขายชอร์ตโดยไม่มีการเตรียมหุ้นหรือ Naked Short Selling ด้วยเกรงว่าอาจเป็นช่องทางให้ผู้เก็งกำไรขายชอร์ตมากจนราคาหุ้นต่ำกว่าความเป็นจริง สร้างความตื่นตระหนกแก่นักลงทุนรายอื่น

กรณีศึกษานี้เป็นเรื่องของการสร้างกลยุทธ์การลงทุนที่ใช้ตราสารอนุพันธ์เพื่อทำกำไรและหลีกเลี่ยงกฎของตลาด แต่ในที่สุดผู้กำกับดูแลตลาดพิจารณาว่าพฤติกรรมเป็นการขายหุ้นโดยที่ไม่ได้เตรียมหุ้นไว้ก่อนหรือ Naked Short Selling และปรับผู้ทำธุรกรรมดังกล่าว ผู้อ่านจะได้เรียนรู้ประเด็นต่าง ๆ ได้แก่กลไกการขายชอร์ตและประสิทธิภาพตลาด นวัตกรรมทางการเงินโดยใช้ตราสารอนุพันธ์ และจริยธรรมของผู้ที่เกี่ยวข้อง

วันที่ 17 กรกฎาคม 2012 คณะกรรมการกำกับดูแลการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐ หรือ ก.ล.ต. ประกาศการปรับเงินจำนวนกว่า 14.5 ล้านดอลลาร์กับสองพี่น้องตระกูล Wolfson โดยกล่าวหาว่าทั้งสองทำการขายชอร์ต (Short Selling) หลักทรัพย์โดยไม่เตรียมหลักทรัพย์หรือทำ "Naked Short Selling" ซึ่งผิดกฎของตลาด ธุรกรรมดังกล่าวเกิดขึ้นในช่วงเดือนกรกฎาคม 2006 ถึงกรกฎาคม 2007 สองพี่น้องได้กำไรรวมกันประมาณ 9.5 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ธุรกรรมของสองพี่น้องเป็นสิ่งที่น่าสนใจเพราะมีการใช้นวัตกรรมทางการเงินที่เรียกว่ากลยุทธ์ "Reverse Conversion" และ "Reset Transaction" โดยใช้สัญญาอนุพันธ์ทางการเงินเป็นเครื่องมือเพื่อป้องกันความเสี่ยงและเลี่ยงกฎตลาด

2. ความเป็นมา

Jeffrey A. Wolfson เป็นผู้ค้าหลักทรัพย์อิสระในรัฐ Illinois ระหว่างวันที่ 1 มกราคม 2005 ถึงวันที่ 8 พฤษภาคม 2007 J. Wolfson ขึ้นทะเบียนกับตลาดซื้อขายสัญญาสิทธิแห่งชิคาโก หรือ Chicago Board Option Exchange (CBOE) ในฐานะผู้ทำหน้าที่เสนอราคาซื้อขายเพื่อเพิ่มสภาพคล่องในตลาดหรือเรียกว่า Market Maker ในนามของบริษัท Wol Corporation ปัจจุบัน J. Wolfson เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท Saller-Troob นอกจากนั้นแล้วเขายังเป็นผู้ก่อตั้งบริษัท Pax Clearing Corporation ซึ่งต่อมาถูก Merrill Lynch Professional Clearing ซื้อไปในเดือนเมษายนปี 2005

น้องของ Jeffrey คือ Robert A. Wolfson พำนักอยู่ในมลรัฐ New Jersey และทำงานเป็น Market Maker ให้กับบริษัทหลักทรัพย์ Golden Anchor ในช่วงวันที่ 21 มีนาคม ปี 2007 ถึง 31 ธันวาคม ปี 2007 เขาทำการซื้อขายหลักทรัพย์ด้วยบัญชีตัวเองโดยใช้เงินทุนของบริษัท ด้วยข้อตกลงแบ่งปันกำไร-ขาดทุนกัน 50-50 จากผลกำไรที่เขาสามารถสร้างได้

3. กฎเกณฑ์การส่งมอบหลักทรัพย์

Regulation SHO of the Securities Exchange Act of 1934 (Reg.SHO) เป็นกฎหมายหลักที่เกี่ยวข้องกับการขายหุ้นโดยไม่มีหุ้นอยู่ในมือขณะทำการที่ ก.ล.ต. ใช้ในการกล่าวหาว่าทั้งสองพี่น้องตระกูล Wolfson จงใจฝ่าฝืนกฎดังกล่าวโดยใช้ช่องโหว่จากข้อยกเว้นตามกฎหมายโดยที่ไม่มีสิทธิใช้ และทำธุรกรรมเพื่อหลีกเลี่ยงการส่งมอบหลักทรัพย์ การไม่มีหลักทรัพย์ส่งมอบหรือ Fail to Deliver จะเกิดขึ้นเมื่อผู้ทำการขายหลักทรัพย์ไม่มีหลักทรัพย์ให้กับผู้ที่ซื้อเมื่อถึงกำหนดส่งมอบ ซึ่งโดยปกติแล้วจะเป็นสามวันนับจากวันที่ตกลงซื้อขาย ในวงการหลักทรัพย์เรียกวางจรดังกล่าวว่า T+3 หรือเรียกอีกอย่างว่า Settlement Day ซึ่งในประเทศไทยก็ใช้วงจรเดียวกันนี้ อย่างไรก็ตามกฎข้อนี้เปิดช่องให้ Market Maker มีเวลาเพิ่มอีก 13 วันก่อนที่สำนักหักบัญชีจะแจ้ง Fail to Deliver ซึ่งมีรายละเอียดที่เกี่ยวข้องกับประเด็นที่พิจารณาดังนี้

1. กฎ 203(b)(1) กำหนดไว้ว่าการขายชอร์ตต้องมีการจัดหาหุ้นมาหรือมีเหตุผลที่เชื่อได้ว่าจะสามารถจัดยืมได้ทันวันส่งมอบจึงจะสามารถทำธุรกรรมขายชอร์ตได้ เรียกว่าการจัดหานี้ว่า “Locate Requirement” อย่างไรก็ตามกฎดังกล่าวนี้มีข้อยกเว้นสำหรับ Market Maker โดยกำหนดให้สามารถทำธุรกรรมขายชอร์ตได้โดยไม่ต้องทำการจัดหาหลักทรัพย์ก่อน ทั้งนี้ต้องเป็นไปตามการทำตลาดโดยสุจริต (Bona-fide Market Making)

2. กฎ 203(b)(3) กำหนดว่าถ้าบริษัทหักบัญชีพบว่าผู้ขายชอร์ตไม่มีหลักทรัพย์ส่งมอบหรือ Fail to Deliver ภายในวันที่ 13 นับจากวัน Settlement (T+3) ผู้ขายจะถูกปิดสถานะดังกล่าวโดยการบังคับซื้อหลักทรัพย์ในตลาดหรือสินทรัพย์ที่มีลักษณะใกล้เคียงกัน

4. รูปแบบกลยุทธ์ของพี่น้อง Wolfson

กลยุทธ์การซื้อขายหลักของพี่น้อง Wolfson นั่นคือ การขาย Reverse Conversion ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่เรียกว่า Threshold Security ซึ่งหมายถึงหลักทรัพย์ที่ถูกระบุว่าผู้ขายชอร์ตนั้น Fail to Deliver¹ แม้ราคาหุ้นในกลุ่มนี้จะสูงเกินจริง แต่ยากที่จะขายชอร์ตเพราะหุ้นส่วนใหญ่อยู่ในมือของกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ที่ไม่ประสงค์จะขาย ทำให้มีหุ้นหมุนเวียนในตลาดน้อย การยืมหุ้นเพื่อไปขายชอร์ตจะเสียดอกเบี้ยในอัตราที่สูงมาก กลยุทธ์ของ Wolfson เน้นการทำกำไรจากการขายชอร์ตหุ้นดังกล่าวนี้โดยเป็นธุร

¹ดูลิงก์ไปสู่รายชื่อหุ้นในกลุ่มนี้ของแต่ละตลาดหลักทรัพย์ที่ <http://www.regsho.com/faq/tsbasics.php>

กลยุทธ์การขายชอร์ตโดยไม่เตรียมหุ้น (Naked Short Selling): กรณีศึกษาพี่น้อง Wolfson

กรรมการกำกับหรือ Arbitrage และพยายามหลีกเลี่ยงการยืมหุ้นโดยตรง เพราะจะต้องเสียดอกเบี้ยในอัตราสูงมาก แต่กฎของ ก.ล.ต. สหรัฐฯ ไม่อนุญาตให้ทำการขายชอร์ตหลักทรัพย์โดยไม่มีหลักทรัพย์ (Naked Short Selling) ทั้งสองพี่น้องจึงใช้นวัตกรรมกลยุทธ์ที่เรียกว่า Reset Transaction ประกอบเพื่อให้มีการระบุนการเตรียมหุ้นขณะชอร์ตตามกฎ 203(b)(1) ได้ โดยรายละเอียดของกลยุทธ์ทั้งหมดมีดังนี้

4.1 กลยุทธ์ Reverse Conversion

กลยุทธ์ Reverse Conversion นั้นประกอบด้วย 3 ธุรกรรม ได้แก่ การขายชอร์ตหุ้น การขายสัญญาสิทธิที่จะขาย (Put Option) และการซื้อสัญญาสิทธิที่จะซื้อ (Call Option) โดยทั้งสองสัญญามีราคาใช้สิทธิและวันหมดอายุเท่ากัน และมีสิทธิอ้างอิงเป็นหุ้นตัวเดียวกับที่ขายชอร์ต เมื่อรวมธุรกรรมข้างต้นเข้าด้วยกันแล้ว การขายชอร์ตหลักทรัพย์จะถูกป้องกันความเสี่ยงโดยการผสมสัญญาสิทธิ เพราะการผสมของสัญญาอนุพันธ์สองสัญญานั้นจะเสมือนการสร้างหุ้นเทียม (Synthetic Stock) ดังนั้นสถานะทั้งหมดของ Reverse Conversion จะถูกป้องกันความเสี่ยงด้านราคาอยู่แล้ว ถ้าราคาของหลักทรัพย์ขึ้น ผลคือการขาดทุนจากการขายชอร์ตหลักทรัพย์จะถูกหักล้างโดยผลกำไรจากหลักทรัพย์เทียม และหากราคาลงก็ให้ผลในทางตรงกันข้าม เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดกำไรแบบ Arbitrage มูลค่าสุทธิของพอร์ตนี้จะต้องไม่เป็นบวกในทุกระดับราคา แต่ J. Wolfson พบโอกาสในการค้ากำไรเนื่องจากเมื่อพิจารณาราคาหุ้น ราคาสัญญาสิทธิในเวลานั้น พบว่าสถานะสุทธิจะมีค่าเป็นบวกและไม่มีโอกาสขาดทุน ตัวอย่างเช่น การใช้ Reverse conversion กับหุ้น iMergent (IIG) สามารถแสดงได้ดังนี้

ตัวอย่าง

1 กุมภาพันธ์ 2007

- : J. Wolfson ทำการขายชอร์ตหุ้น IIG จำนวน 35,000 หุ้นที่ราคา 19.45 เหรียญสหรัฐต่อหุ้น
- : J. Wolfson ขายสัญญาสิทธิที่จะขาย (Put Option) ของ IIG จำนวน 350 หน่วย (แต่ละหน่วยมีขนาดสัญญาเท่ากับ 100 หุ้น) ด้วยค่าพรีเมียม 3.75 เหรียญต่อหุ้น และราคาใช้สิทธิ 20 เหรียญต่อหุ้น สัญญาหมดอายุในเดือนเมษายน
- : J. Wolfson ซื้อสัญญาสิทธิที่จะซื้อ (Call Option) ของ IIG จำนวน 350 หน่วย (แต่ละหน่วยมีขนาดสัญญาเท่ากับ 100 หุ้น) ด้วยค่าพรีเมียม 2.67 เหรียญต่อหุ้นจำนวน 175 หน่วย และอีก 175 หน่วยที่ค่าพรีเมียม 2.68 เหรียญต่อหุ้น และราคาใช้สิทธิ 20 เหรียญต่อหุ้น สัญญาทั้งสองหมดอายุในเดือนเมษายน

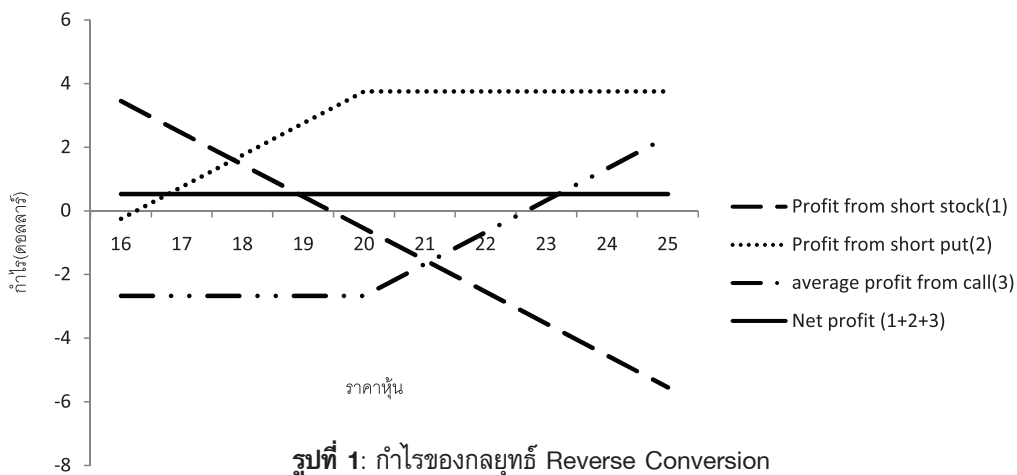
J. Wolfson ได้รับกำไรจากสถานะดังกล่าวทั้งสิ้น 18,375 เหรียญ โดยแบ่งเป็นกำไรจากส่วนต่างของ Put/Call Option 1.08 เหรียญต่อหุ้นจำนวน 17,500 หุ้น และ 1.07 เหรียญต่อหุ้นต่อจำนวน 17,500 หุ้นที่เหลือ และขาดทุน 0.55 เหรียญต่อหุ้นเมื่อ Call Option ที่เขาซื้อและมีราคาใช้สิทธิที่ 20 เหรียญต่อหุ้น (\$20.00 - \$19.45) โดย 19.45 เหรียญเป็นราคาที่เขาชอร์ตหุ้นไว้ เมื่อราคาขึ้นไปเป็น 20 เหรียญจะพบผลขาดทุนเท่ากับ 0.55 เหรียญต่อหุ้นจากการขายชอร์ตหลักทรัพย์นั่นเอง สุทธิแล้ว

J. Wolfson ได้กำไรเท่ากับ 0.53 เหรียญต่อหุ้น (คำนวณจาก \$1.08 - \$0.55) จำนวน 17,500 หุ้นและ 0.52 (คำนวณจาก \$1.07 - \$0.55) อีกจำนวน 17,500 หุ้น รวมทั้งหมดเท่ากับ 18,375 เหรียญ เราสามารถแสดงผลกำไรสุทธิของธุรกรรมดังกล่าว ณ ระดับราคาหุ้นต่าง ๆ ได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1: ผลกำไร-ขาดทุนจากส่วนประกอบต่าง ๆ ของกลยุทธ์ Reverse Conversion

ราคาหุ้น (เหรียญ)	กำไรจากการชอร์ตหุ้น (1)	กำไรจากการขาย Put (2)	กำไรจากการซื้อ Call ตัวที่ 1	กำไรจากการซื้อ Call ตัวที่ 2	กำไรเฉลี่ยจากการซื้อ Call (3)	กำไรสุทธิ (1+2+3)
25	-5.55	3.75	2.33	2.32	2.325	0.525
24	-4.55	3.75	1.33	1.32	1.325	0.525
23	-3.55	3.75	0.33	0.32	0.325	0.525
22	-2.55	3.75	-0.67	-0.68	-0.675	0.525
21	-1.55	3.75	-1.67	-1.68	-1.675	0.525
20	-0.55	3.75	-2.67	-2.68	-2.675	0.525
19	0.45	2.75	-2.67	-2.68	-2.675	0.525
18	1.45	1.75	-2.67	-2.68	-2.675	0.525
17	2.45	0.75	-2.67	-2.68	-2.675	0.525
16	3.45	-0.25	-2.67	-2.68	-2.675	0.525

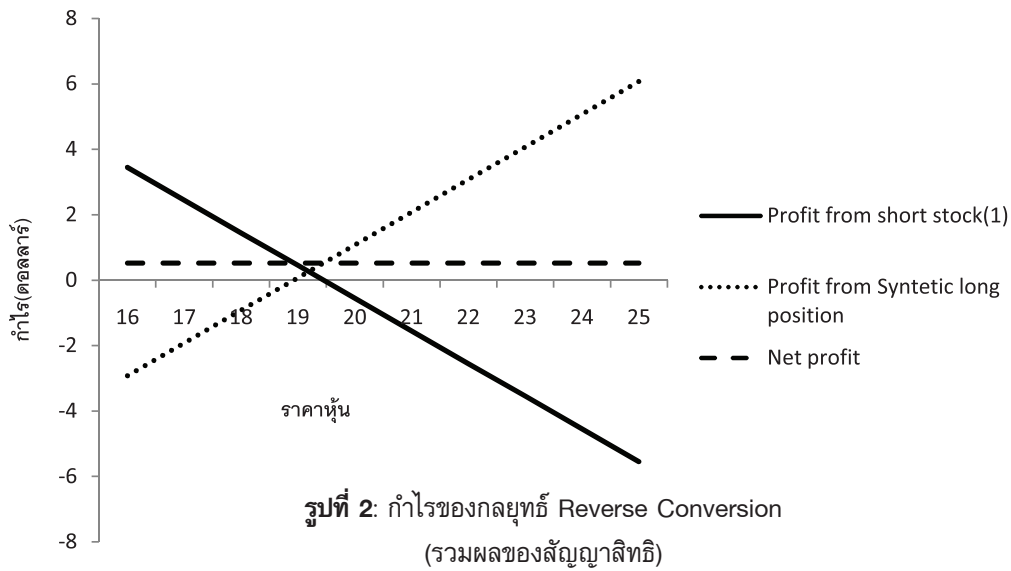
xx กำไรสุทธิ = 0.525 x 35,000 = \$18,375



รูปที่ 1: กำไรของกลยุทธ์ Reverse Conversion (แยกแสดงผลของสัญญาสิทธิ)

การผสมกันระหว่างขาย Put Option และซื้อ Call Option ที่ราคาใช้สิทธิและอายุคงเหลือเท่ากันมีสถานะเท่ากับการซื้อสินทรัพย์อย่างอิงสามารถแสดงได้รูปที่ 1 และ 2 สังเกตว่ากำไรจากการใช้กลยุทธ์นี้จะไม่มีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นเลย ในทุกระดับราคาผู้ขาย Reverse Conversion จะได้กำไร 0.525 เหรียญต่อหุ้น

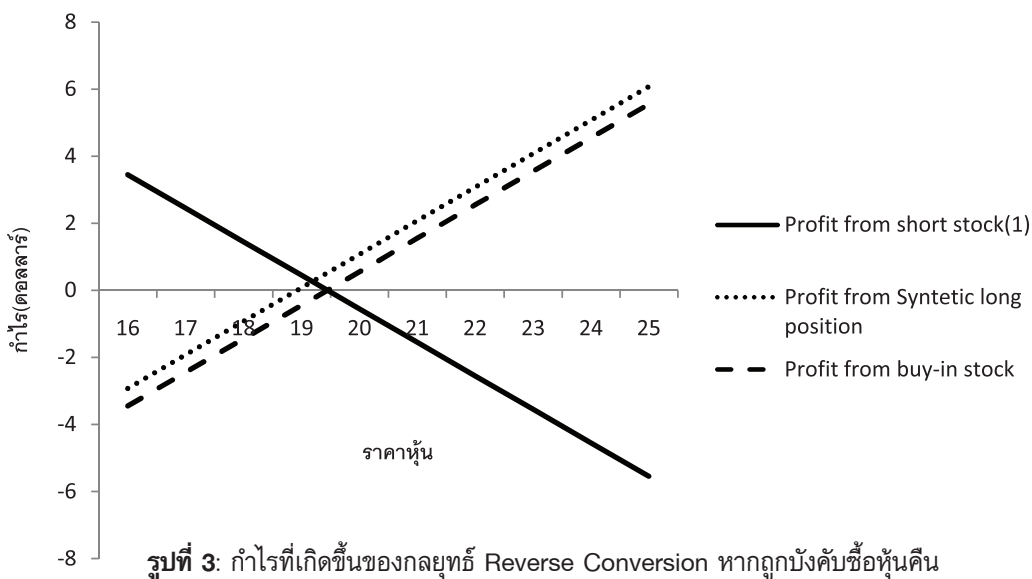
กลยุทธ์การขายชอร์ตโดยไม่เตรียมหุ้น (Naked Short Selling): กรณีศึกษาพี่น้อง Wolfson



4.2 กลยุทธ์ Reset Transaction

การทำธุรกรรม Reverse Conversion ของ Wolfson ช่วงต้นนั้นไม่มีการซื้อหุ้นหรือยืมหุ้นของ IIG มาแต่อย่างใด เพื่อหลีกเลี่ยงการละเมิดกฎการไม่มีหลักทรัพย์เพื่อขายหรือสถานะ Fail to Deliver ในหุ้น IIG ซึ่งสำหรับนักลงทุนทั่วไปจะถูกบันทึกไปยังบริษัทหลักทรัพย์ ณ สิ้นวันทำการที่สามนับจากที่เกิดธุรกรรม (T+3) แต่พี่น้อง Wolfson ใช้ประโยชน์จากสถานะ Market Maker ของตนทำให้ได้เวลาเพิ่มอีก 13 วันนับจาก T+3 ก่อนที่บริษัทหลักทรัพย์จะแจ้งไปยัง Wolfson ให้จัดหาหุ้น IIG มาเพื่อทำการล้างสถานะ Fail to Deliver เมื่อถึงเวลานั้นหาก Wolfson ไม่ทำการจัดหาหุ้น IIG ด้วยตัวเอง บริษัทหลักทรัพย์จะทำการซื้อหุ้น IIG ในตลาดและเรียกเก็บเงินไปยัง Wolfson กระบวนการนี้เรียกว่าการ “Buy-In”

แน่นอนว่าพี่น้อง Wolfson ไม่ต้องการให้เกิดการ Buy-In ของบริษัทหลักทรัพย์เพราะเท่ากับว่าพวกเขาต้องเปิดรับความเสี่ยงด้านตลาดจากการเปลี่ยนแปลงด้านราคา และหุ้นที่บริษัทหลักทรัพย์ซื้อมานั้นก็เป็นราคาที่เป็นไปตามตลาดซึ่งอาจยังคงสูงอยู่ หากเป็นเช่นนั้นเท่ากับว่าพี่น้อง Wolfson จะคงเหลือเพียงแต่สถานะถือหุ้นเทียมเพราะการขายชอร์ตถูกป้องกันความเสี่ยงโดยกระบวนการ Buy-In แล้ว แสดงได้ดังรูปที่ 3



จากรูปที่ 3 จะเห็นว่าภาวะการขายชอร์ตจะถูกหักล้างไปโดยการถูกบังคับซื้อคืน (Buy-In) ซึ่งตัวอย่างจากรูปสมมติให้ราคาของหลักทรัพย์ไม่เปลี่ยนคือ ราคา Buy-In เท่ากับราคาซื้อขายชอร์ต ในขณะที่ความเป็นจริงอาจไม่เป็นเช่นนั้น ราคาอาจเกิดการเปลี่ยนแปลงเพราะความเสี่ยงด้านตลาด อย่างไรก็ตามสถานะนี้ไม่ได้ทำให้สองพี่น้องได้กำไรจากการ Arbitrage โดยไม่มีความเสี่ยงด้านราคา แต่มีความเสี่ยงหากราคาหุ้นลดลง

เพื่อหลีกเลี่ยงภาวะดังกล่าว พี่น้อง Wolfson ได้ใช้นวัตกรรมทางการเงิน Reset Transaction โดยมีส่วนผสมเป็นตราสารทางการเงิน 2 ชนิด ได้แก่การซื้อ Put Option พร้อมกับซื้อหุ้นที่ขายชอร์ตไว้โดยทำสัญญากับคู่สัญญาคนเดียวกัน การซื้อหุ้นที่ชอร์ตไว้จะทำให้สถานะ Fail to Deliver ไม่ปรากฏในระบบเมื่อครบระยะเวลา T+3 เสมือนว่าพี่น้อง Wolfson ได้เตรียมหุ้นสำหรับการขายชอร์ตแล้ว ส่วน Put Option ที่ซื้อจากคู่สัญญาคนเดียวกันนั้นเป็น Option ที่ซื้อขายกันนอกตลาด โดยผู้ซื้อผู้ขายตกลงกันเอง เหตุนี้จึงทำให้พี่น้อง Wolfson สามารถเลือกทำธุรกรรมกับผู้ขายหุ้นให้แก่เขาได้ Option ดังกล่าวเรียกว่า FLEX ซึ่งมาจากคำว่า Flexible เนื่องจากกำหนดให้ผู้ซื้อและผู้ขายตกลงราคาใช้สิทธิ์และอายุของสัญญาสิทธิได้ตามใจชอบ ในกรณีนี้ FLEX ที่ Wolfson ซื้อไว้มักเป็นสัญญาสิทธิที่มีอายุเพียง 1 วันและอยู่ในสถานะ In-the Money มาก ๆ โดยกำหนดราคาใช้สิทธิ์ในการขายไว้สูงมาก เพื่อองใจให้มีการใช้สิทธิ์เมื่อครบอายุ ซึ่งผลที่เกิดขึ้นก็คือ หุ้นที่ซื้อเอาไว้จะถูกคืนกลับไปสู่คู่สัญญาคนเดิมหลังจากที่ Wolfson ใช้สิทธิ์ Put Option เพื่อเอาหุ้นเหล่านั้นมาทำธุรกรรม Reset Transaction ให้แก่ Wolfson ใหม่ได้จนกว่าอายุของสัญญาสิทธิที่ Wolfson ทำไว้ใน Reverse Conversion จะหมดอายุ การที่คู่สัญญาที่ร่วมมือด้วยไม่ต้องขายหุ้นให้ Wolfson จริง เขาจึงไม่มีความเสี่ยงที่จะสูญเสียต้นทุนที่เกิดจาก Reset Transaction ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่จะคิดจาก Wolfson หากเป็นการยืมหุ้นเพื่อขายชอร์ตดังแสดงในตัวอย่าง

ตัวอย่าง

23 กุมภาพันธ์ 2007

: J. Wolfson ได้รับคำสั่งจากบริษัทหักบัญชีของตน ตามกฎ Reg.SHO ให้จัดหาหุ้น IIG จำนวน 35,000 หุ้น

: J. Wolfson ทำการซื้อหุ้น IIG จำนวน 35,000 หุ้นที่ราคา 18.83 เหรียญต่อหุ้นกับคู่สัญญาที่รู้จักกัน การทำเช่นนี้เหมือนกับเขาซื้อหุ้นมาตามคำสั่งของบริษัทหักบัญชีแล้ว

: J. Wolfson ทำการซื้อ Put Option ชนิด FLEX นอกตลาดจากคู่สัญญาคนเดียวกับที่ขายหุ้นให้ จำนวน 350 หน่วย หน่วยละ 100 หุ้น หมดอายุในวันที่ 26 กุมภาพันธ์ 2007 (อายุ 1 วัน เพราะวันที่ 24 และ 25 กุมภาพันธ์เป็นวันเสาร์-อาทิตย์) ที่ราคาใช้สิทธิ์ 30 เหรียญ ซึ่งในขณะนั้นราคา IIG อยู่ที่ 18.83 เหรียญ จะเห็นว่าอยู่ในสถานะ In-the-Money มาก ที่ราคาพรีเมียม 11.20 เหรียญต่อหุ้น

26 กุมภาพันธ์ 2007

: J. Wolfson ใช้สิทธิ์ Put Option เพื่อขายหุ้นคืนไปยังคู่สัญญาที่รู้จักกัน จำนวน 35,000 หุ้น หุ้นที่ขายนี้ก็คือ หุ้นที่เพิ่งซื้อ มาในวันที่ 23 กุมภาพันธ์นั่นเอง อย่างไรก็ตามการขายหุ้นจากการใช้สิทธิ์ Put Option ในวันนี้ (T) จะเป็นการสร้างพันธะในการขายหุ้นจำนวน 35,000 หุ้นอีกครั้งในอีก 3 วันต่อมา แต่ผลจากการซื้อหุ้นในวันที่ 23 กุมภาพันธ์จะไปหักล้างคำสั่งจากบริษัทหักบัญชีเรียบร้อยแล้ว และพันธะการขายหุ้นจาก Put Option นี้จะมีคำสั่งจากบริษัทหักบัญชีให้จัดหาหุ้นอีกครั้งในอีก 13 วันทำการนับจาก T+3

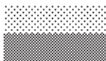
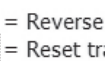
จำนวนเงินทั้งหมดที่จ่ายสำหรับ 35,000 หุ้นและ Put Option จำนวน 350 หน่วย เท่ากับ 30.03 เหรียญต่อหุ้น (18.83 เหรียญสำหรับค่าหุ้นและ 11.20 เหรียญสำหรับค่า Put Option) ซึ่ง J. Wolfson จะใช้สิทธิ์ Put ขายหุ้นกลับที่ราคา 30 เหรียญ ในอีก 1 วันต่อมา เท่ากับเหลือต้นทุน 0.03 เหรียญต่อหุ้นหรือเท่ากับ 1,050 เหรียญต่อจำนวนหุ้นทั้งหมด เพื่อหลีกเลี่ยงกฎของ Reg. SHO

การ Reset Transaction นี้ทำให้ J. Wolfson รอดพ้นจากคำสั่งของบริษัทหักบัญชีเพราะบริษัทหักบัญชีจะคิดว่า J. Wolfson ทำการซื้อหุ้นเพื่อป้องกันความเสี่ยงจากการขายชอร์ตเรียบร้อยแล้ว อย่างไรก็ตามสัญญาสิทธิที่ทำใน Reverse

กลยุทธ์การขายชอร์ตโดยไม่เตรียมหุ้น (Naked Short Selling): กรณีศึกษาพี่น้อง Wolfson

Conversion ตอนแรกนั้นหมดอายุในวันที่ 21 เมษายน 2007 J. Wolfson จะต้องทำ Reset Transaction เพิ่มอีกอย่างน้อย 1 ครั้งด้วยต้นทุน 0.03 เหรียญต่อหุ้นอีกครั้ง ในวันที่ 19 มีนาคม 2007 เพื่อรักษาสถานะ Fail to Deliver ในวันที่ 23 กุมภาพันธ์ไว้ จนกว่าจะถึงวันที่ 21 เมษายนนั่นเอง ดังนั้นจะเห็นว่า Reverse Conversion ที่ยังมีอายุยาวจะต้องมีการทำ Reset Transaction มากขึ้น การทำ Reset Transaction นั้นจะทำขึ้นทุก 13 วันนับจากวันที่ T+3 เมื่อเกิดธุรกรรมทั้งทำ Reverse Conversion ตอนเริ่มและทุก ๆ ครั้งที่ทำ Reset Transaction จนกว่า Reverse Conversion ที่ขายจะหมดอายุ วันสำคัญที่ Wolfson ต้องทำกลยุทธ์ Reset Transaction หากเขาเริ่มขาย Reverse Conversion ในวันที่ 1 กุมภาพันธ์ สามารถแสดงได้ดังรูปที่ 4

Mon	Tues	Wed	Thurs	Fri
February				
			1	2
5	6	7	8	9
12	13	14	15	16
19	20	21	22	23
26	27	28		
March				
			1	2
5	6	7	8	9
12	13	14	15	16
19	20	21	22	23
26	27	28	29	30
April				
2	3	4	5	6
9	10	11	12	13
16	17	18	19	20

 = Reverse conversion day
 = Reset transaction day

รูปที่ 4: ปฏิทินตัวอย่างการทำธุรกรรมของ J. Wolfson

จากปฏิทินในรูปที่ 4 จะเห็นว่านับจากวันที่ 1 กุมภาพันธ์ (วันที่ T) J. Wolfson ขาย Reverse Conversion ออกไป วันที่ 6 กุมภาพันธ์คือ วันที่ T+3 ที่เป็นวันส่งมอบ แต่ด้วยกฎ 203(b)(3) ในฐานะ Market Maker พี่น้อง Wolfson ยังมีเวลาอีก 13 วันก่อนสำนักหักบัญชีจะตรวจสอบคือ รอจนถึงวันที่ 23 กุมภาพันธ์ พี่น้อง Wolfson จึงทำ Reset Transaction ครั้งที่ 1 จากนั้นพันธะจากการใช้สิทธิขายหุ้นใน Put Option จะเกิดขึ้นวันที่ 26 ถึง 28 กุมภาพันธ์ซึ่งกลายเป็นวันที่ T ถึง T+3 อีกครั้งหนึ่ง และวันที่ 13 นับจาก T+3 ในกรณีนี้คือ วันที่ 19 มีนาคม พี่น้อง Wolfson ก็จะทำธุรกรรม Reset Transaction รอบที่สอง และวนรอบเช่นนี้ไปเรื่อย ๆ จนกว่าสัญญาสิทธิในการขายที่ออกตอนทำ Reverse Conversion ครั้งแรกจะหมดอายุ เช่นในรูปที่ 4 คือ ในวันที่ 20 เมษายนนั่นเอง ซึ่งพี่น้อง Wolfson ต้องทำ Reset Transaction ทั้งหมด 3 ครั้งในช่วงอายุ

ทั้งนี้ Wolfson อาจทำ Reset Transaction ด้วยการขาย Call Option แทนการซื้อ Put Option กับคู่สัญญาที่รู้จักก็ได้ โดยขาย FLEX Call Option ที่มีราคาใช้สิทธิต่ำมาก ให้คู่สัญญาที่ขายหุ้นให้ใช้สิทธิเพื่อซื้อหุ้นคืนกลับไปในราคาถูก ผลลัพธ์ที่ได้ก็จะเป็นเช่นเดียวกับกรณีซื้อ Put Option คือ หุ้นถูกวนกลับไปอยู่ในมือคู่สัญญาอีกครั้งหนึ่ง

ธุรกรรม Reset Transaction สามารถทำให้ J. Wolfson รักษาสถานะขายชอร์ตหุ้นจนหมดอายุของ Option ที่ทำตอนขาย Reverse Conversion ไว้ได้ และยังทำให้ J. Wolfson สามารถล็อกผลตอบแทนได้ตั้งแต่วันที่เริ่มทำธุรกรรม และด้วยธรรมชาติของ Reverse Conversion สัญญาสิทธิไม่ Put ก็ Call ต้องมีตัวหนึ่งถูกใช้สิทธิ ผลที่ได้คือ หุ้นจาก Option นี้จะสามารถนำมาปิดสถานะการใช้สิทธิ Put Option ครั้งสุดท้ายของการทำ Reset Transaction ได้นั่นเอง ตัวอย่างของธุรกรรมนี้สามารถแสดงได้ดังนี้

ตัวอย่างธุรกรรมที่เกิดขึ้นในวันหมดอายุของ Reverse Conversion

20 เมษายน 2007

: ในวันนั้นราคาหุ้นของ IIG อยู่ที่ 25 เหรียญ ดังนั้น Call Option ที่ J. Wolfson ซื้อไว้จะอยู่ในสถานะ In-the-Money จึงใช้สิทธิซื้อที่ราคา 20 เหรียญจำนวน 35,000 หุ้น และนำหลักทรัพย์ดังกล่าวไปส่งมอบให้กับการทำ Reset Transaction ครั้งสุดท้าย ในขณะที่ Put Option ที่ขายไปหมดอายุโดยไม่มีการถูกใช้สิทธิ

จากธุรกรรมทั้งหมดที่กล่าวมาสรุปได้ว่าการทำ Reverse Conversion ในหุ้น IIG ทำให้ J. Wolfson ได้กำไรสุทธิ 15,225 เหรียญ ซึ่งมาจากกำไรตอนแรก 18,375 เหรียญหักออกด้วยการทำ Reset Transaction 3 ครั้ง ต้นทุนเท่ากับ 3,150 เหรียญ สุทธิออกมาจึงเป็นตัวเลขดังกล่าว

ในทางกลับกันหากราคาของหุ้น IIG ตกลงมาต่ำกว่า 20 เหรียญแล้ว Call Option ที่ซื้อไว้จะหมดอายุแบบ Out-of-the-Money แต่ Put Option ที่เขาขายไว้จะถูกใช้สิทธิและขาดทุนเท่ากับราคาใช้สิทธิหักออกด้วยราคา ณ ขณะนั้น อย่างไรก็ตามเขาจะได้กำไรจากการขายชอร์ตหุ้นรวมทั้งกำไรจากการขาย Put Option ในวันแรกที่ทำธุรกรรมตามที่แสดงในตารางที่ 1 อยู่ดี

5. ความพิດตามการพิจารณาของ ก.ล.ต. ของประเทศสหรัฐอเมริกา

1. พี่น้อง Wolfson ไม่ปฏิบัติตามตามการเป็น Market Maker ที่สุจริต ภายใต้กฎ Reg. SHO

การขายชอร์ตของสองพี่น้องในกลยุทธ์ Reverse Conversion และ Reset Transaction อาศัยฐานะ Market Maker ของตนในการยึดเวลาเพื่อเตรียมหุ้นไปอีก 13 วันนับจาก T+3 ทั้งที่ธุรกรรมที่เกิดไม่ได้มาจากการทำหน้าที่ผู้ตลาดโดยสุจริต เพราะไม่เกี่ยวข้องกับการสร้างสภาพคล่องแต่เป็นเรื่องการค้ากำไรล้วน ๆ ดังนั้นทั้งสองจึงไม่มีสิทธิที่จะใช้สิทธิของการเป็นผู้ทำตลาด เพราะหน้าที่ของผู้ทำตลาดคือ การซื้อขายเพื่อสร้างสภาพคล่องให้ราคาของหลักทรัพย์มีความต่อเนื่อง ตามปกติจะทำการเสนอทั้งฝั่งซื้อและขาย และมักจะมีสถานะการซื้อขายที่สมดุล ณ สิ้นวัน แต่สองพี่น้องไม่ได้ทำเช่นนั้น โดยไปเน้นการทำ Reverse Conversion และทำการช่วยเหลือกันเองในกลุ่มเพื่อวัตถุประสงค์การลงทุนของตนเอง ซึ่งไม่เกี่ยวข้องกับหน้าที่ตามปกติของผู้ทำตลาด อีกส่วนหนึ่งคือ ผู้ทำตลาดต้องซื้อขายหลักทรัพย์ (Security) เท่านั้น แต่ด้วยตัวของ Reverse Conversion และ FLEX Option นั้นไม่ใช่หลักทรัพย์ด้วยตัวมันเอง

2. พี่น้อง Wolfson ไม่ปฏิบัติตามตามการเป็นผู้ทำตลาดที่สุจริต ภายใต้ Relevant Self-Regulatory Organization Rules

นอกจากกฎ Reg.SHO แล้วยังมีกฎของสมาคมผู้ค้าหลักทรัพย์ที่เป็นการมอบอำนาจจากทางการให้ผู้ค้าดูแลควบคุมกันเอง หรือ SROs ของตลาดที่ทั้งสองพี่น้องทำการซื้อขายอยู่ กำกับดูแลผู้ทำตลาดเช่นกัน ซึ่งทั้งสองก็ขัดต่อกฎนี้ในลักษณะใกล้เคียงกับการขัดตาม Reg.SHO

3. พี่น้อง Wolfson จงใจหลีกเลี่ยงการเตรียมหลักทรัพย์ในการขายชอร์ตด้วยการทำ Reset Transaction

4. การทำ Reset Transaction ไม่ใช่ธุรกรรมที่ทำโดยสุจริตใจ เนื่องจากการซื้อหุ้นพร้อม FLEX Option โดยมีเจตนาจะขายกลับ (ด้วยการซื้อ Put Option ในราคาใช้สิทธิที่สูงมาก หรือ ขาย Call Option ในราคาใช้สิทธิที่ต่ำมาก จากคู่สัญญาที่เป็นผู้ขายหุ้นให้) แก่ผู้ขายหุ้นคนเดียวกัน และทำธุรกรรมนี้วนซ้ำทุก 13 วัน โดยที่ทั้งสองรู้ว่าธุรกรรมดังกล่าวทำขึ้นเพื่อหลีกเลี่ยงสถานะ Fail to Deliver

6. การวิเคราะห์ผลกระทบจากกลยุทธ์ของ Wolfson

การวิเคราะห์ถึงผลกระทบของกลยุทธ์ที่พี่น้อง Wolfson ใช้สามารถพิจารณาได้ในหลายแง่มุม เริ่มจากกลยุทธ์ Reverse Conversion อันประกอบด้วยการขายชอร์ตหุ้น ขาย Put Option และซื้อ Call Option นั้นหากไม่พิจารณาถึงเรื่องกฎหมายที่มี การกำหนดห้ามทำ Naked Short Selling แล้ว จะเห็นว่ากลยุทธ์ดังกล่าวจะไม่มีความเสี่ยงใด ๆ ทางด้านราคา เนื่องจากหาก ราคาหุ้นขึ้นแม้จะขาดทุนจากการขายชอร์ตแต่ก็สามารถใช้สิทธิ Call Option ที่ถือไว้ได้และได้รับผลส่วนต่างมาหักล้างกับผล ขาดทุน ในขณะที่หากราคาหุ้นลงกำไรจากการขายชอร์ตหุ้นจะถูกหักล้างโดยการใช้สิทธิ Put Option จากผู้ซื้อไป ในตลาดที่มี ประสิทธิภาพการสร้างกลยุทธ์ Reverse Conversion จึงควรมีผลตอบแทนเป็นศูนย์ในทุกระดับราคาหุ้น หรือมีสถานะที่ขาดทุนใน บางระดับราคาและกำไรในบางระดับราคา แต่ราคาตลาดของตราสารที่เกี่ยวข้องบ่งชี้ว่าการทำกลยุทธ์นี้กลับสามารถล็อกกำไรได้ แน่นอนที่ 0.525 เหรียญต่อหุ้นตามตารางที่ 1 โดยไม่มีความเสี่ยงจากราคาเลย สถานะนี้จึงเอื้อให้เกิดการค้ากำไรแบบ Arbitrage

เหตุใดสถานะนี้จึงเอื้อให้เกิดโอกาส Arbitrage และยังคงสถานะได้ในเวลานาน อาจพิจารณาได้ว่าเกิดจากสองสาเหตุ ที่มีความสัมพันธ์กันคือ

1. ราคาหุ้นที่ถูกขายชอร์ตสูงเกินไปเนื่องจากการที่หุ้นนั้นกระจุกตัวกันมือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ทำให้มีหุ้นหมุนเวียนใน ตลาดน้อย ราคาจึงสูงเกินความเป็นจริง การขายชอร์ตจึงสามารถทำกำไรได้

หรือ

2. Put Option มีราคาสูงเกินไป ทั้งนี้อาจสันนิษฐานได้ว่าผู้ขาย Put Option นั้นพึงทำธุรกรรมเพื่อป้องกันความเสี่ยง เมื่อราคาหุ้นตกลงและสัญญาสิทธิที่ออกไว้จะถูกใช้สิทธิ การป้องกันความเสี่ยงจึงต้องขายชอร์ตหุ้นควบคู่ไปด้วย แต่เนื่องจากราคา หุ้นสูงเกินความจริงตามสาเหตุในข้อ 1 จึงยอมมผลกัต้นให้ราคา Put Option สูงตามไปด้วย

เราสามารถอธิบายประเด็นนี้ได้ผ่านความสัมพันธ์ระหว่าง Put Option และ Call Option หรือ Put-Call Parity โดยความสัมพันธ์ดังกล่าวแสดงได้ดังสมการ (1)

$$C + K(1 + r)^{-t} = P + S_0 \quad (1)$$

โดย C คือราคา Call Option
 P คือราคา Put Option
 $K(1+r)^{-t}$ คือมูลค่าปัจจุบันของราคาใช้สิทธิ
 S คือราคาของสินทรัพย์อ้างอิง

หากความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามข้างต้นจะเกิดโอกาสในการค้ากำไร (Arbitrage) จากตัวอย่างการทำธุรกรรมของ Wolfson ในส่วน 3.1 สามารถนำมาแสดงในความสัมพันธ์ดังกล่าวได้ดังนี้

C คือราคาเฉลี่ยของ Call Option เท่ากับ 2.675 เหรียญหุ้น
 P คือราคาของ Put Option เท่ากับ 3.75 เหรียญต่อหุ้น
 S คือราคาของหุ้น IIG ณ ขณะนั้นเท่ากับ 19.45 เหรียญต่อหุ้น
 K คือราคาใช้สิทธิของ Call และ Put ที่ 20 เหรียญ

เมื่อนำค่าของตัวแปรข้างต้นมาใส่ในสมการ (1) จะได้ดังนี้

$$2.675 + \frac{20}{(1 + r)^{\frac{79}{365}}} = 3.75 + 19.45$$

$$\frac{1}{(1 + r)^{\frac{79}{365}}} = 1.02625$$

แก้สมการราคา r ออกมาจะได้เท่ากับ -11.23% ต่อปี ซึ่งขัดกับสิ่งที่ควรจะเป็นจริงที่ว่าอัตราดอกเบี้ยไม่มีทางติดลบ ความสัมพันธ์ของราคาที่เกิดขึ้นนี้บ่งชี้ว่าเกิดโอกาสในการค้ากำไร ในกรณีนี้ราคาของ Put Option และหุ้นมีราคาสูงเกินไป

ทั้งนี้ไม่ว่าการทำ Reverse Conversion ของ Wolfson จะเกิดเพราะเหตุผลใดก็ตาม สิ่งหนึ่งที่เป็นผลจากกลยุทธ์นี้ทำให้เกิดการปรับตัวของราคาหุ้นหรือ Put Option ให้ลดลงจนกว่าจะไม่เกิดโอกาสในการทำ Arbitrage หากมองในแง่นี้กลยุทธ์ดังกล่าวจะส่งผลดีต่อตลาด เพราะหนึ่งในปัจจัยที่สำคัญของตลาดที่ดีคือ ราคาของหลักทรัพย์ต้องสะท้อนข้อมูลทั้งหมด การทำกลยุทธ์ดังกล่าวจะส่งผลให้ราคาเข้าสู่ภาวะที่ควรจะเป็น นอกจากนี้แล้วการซื้อขายตามกลยุทธ์ใด ๆ รวมทั้ง Reverse Conversion ส่งผลให้หลักทรัพย์นั้นมีสภาพคล่องเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งเป็นสิ่งจำเป็นมากโดยเฉพาะกับหลักทรัพย์ที่จัดอยู่ในกลุ่ม Threshold Security ที่มีการซื้อขายน้อยอยู่แล้วให้มีสภาพคล่องเพิ่มสูงขึ้น

ในประเด็นการทำ Reset Transaction ซึ่งพี่น้อง Wolfson ถูกกล่าวหาในการใช้สถานะ Market Maker เพื่อเอื้อในการทำธุรกรรมโดยไม่เหมาะสม ตลอดจนการซื้อขายกับคู่สัญญาคนเดียวกันเพื่อจงใจลงตลาดว่าได้มีการเตรียมหุ้นไว้ โดยไม่ได้ตั้งใจจะถือหุ้นจริง หากมองอีกมุมหนึ่งว่าเหตุที่ต้องทำเช่นนั้นเนื่องมาจากปริมาณหุ้นที่หมุนเวียนมีอยู่น้อยมาก เนื่องจากหุ้นถูกจำกัดในกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ ทำให้อัตราดอกเบี้ยในการยืมหุ้นเพื่อชอร์ตอยู่สูง แม้ว่าจะดูเหมือนว่าพี่น้อง Wolfson จะใช้กลยุทธ์นี้เพื่อนำหุ้นมาเวียนเทียนให้ครบระยะเวลาตามอายุของ Option ที่ถือไว้ใน Reverse Conversion แต่จะสังเกตว่าการเวียนเทียนแต่ละรอบมีต้นทุน ดังนั้นพี่น้อง Wolfson ไม่สามารถถือสถานะไปได้อย่างไรกำหนด ตลอดจนจำนวนหุ้นที่จะทำได้จะถูกจำกัดด้วยจำนวนหุ้นในกลุ่มของตนมีอยู่ เช่นในกรณี IIG คือ 35,000 หุ้น ดังนั้นแล้วการทำ Naked Short Selling ของ Wolfson จึงไม่สามารถทำได้ในปริมาณและระยะเวลาไม่จำกัดตามคำฟ้องของ ก.ล.ต.

ผลกระทบอีกด้านที่น่าสนใจคือ ผลกระทบต่อบริษัทที่ถูกขายชอร์ตนั่นเอง ตัวอย่างหนึ่งที่มีการฟ้องร้องต่อบริษัทหลักทรัพย์หลายแห่งที่ทำ Naked Short Selling โดยฝ่ายของบริษัทที่ถูกขายชอร์ตหุ้น คือ กรณีนาย Patrick Byrne ผู้เป็น CEO ของบริษัท Overstock เขาได้ยื่นฟ้องประเด็นการทำ Naked Short Selling ในปี 2007 โดยประเด็นหลักของการฟ้องร้องคือ เขาเชื่อว่าบริษัทหลักทรัพย์เหล่านี้ร่วมกันวางแผนกับลูกค้าเพื่อทำการขายชอร์ตที่มากเกินไปเกินความเป็นจริง ผลที่ตามมาคือ ทำให้ราคาหุ้นของบริษัทที่เขาบริหารตกลงอย่างมาก อย่างไรก็ตามฝ่ายจำเลยหรือกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์ได้ตอบโต้ว่า Byrne ได้ใช้ข้ออ้างเรื่อง Naked Short เพื่อกลบเกลื่อนผลการดำเนินงานของ Overstock ที่แย่อย่างต่อเนื่อง จะเห็นว่าผลจากการที่ราคาหุ้น Overstock ตกต่ำลงนั้นอาจเกี่ยวข้องกับการ Naked Short Selling หรือไม่ก็ได้ ทั้งนี้หากราคาของหุ้น Overstock ต่ำลงกว่าพื้นฐานที่ควรจะเป็นจริงแล้วก็น่าที่จะมีนักลงทุนที่ยอมซื้อหุ้นของบริษัทขึ้นมา แต่ในกรณีดังกล่าวไม่มีกลุ่มนักลงทุนที่เห็นต่างและเข้าไปซื้อหุ้นแต่อย่างใด ซึ่งอาจตีความได้ว่านักลงทุนเห็นว่าราคาหุ้นที่ลดต่ำลงนั้นเหมาะสมกับมูลค่าที่ Overstock ควรจะเป็นแล้วก็เป็นได้

แม้จะมีมาตรการอย่าง Reg.SHO ที่ช่วยป้องกันการขายทำ Naked Short Selling แต่กฎดังกล่าวก็ยังคงมีช่องว่าง ก.ล.ต. ของสหรัฐได้เพิ่มความเข้มงวดของกฎดังกล่าวในช่วงหลายปีที่ผ่านมา แต่ผลที่เกิดกลับกลายเป็นการย้ายฐานของปัญหา เมื่อมีการพบว่าการไม่เตรียมสินทรัพย์ส่งมอบนี้ได้ลุกลามไปยัง ETF และ Mortgage-backed Security อีกด้วย ประเด็นปัญหาที่แท้จริง จึงไม่ควรดูเพียงว่ามีกรณีฝ่าฝืนกฎหรือไม่ แต่ควรพิจารณาให้ลึกซึ้งว่าการฝ่าฝืนกฎที่เกิดขึ้นนั้นทำให้ประสิทธิภาพของตลาดสูงขึ้น หรือทำให้ความเสี่ยงสูงขึ้นหรือไม่ อันเป็นเจตจำนงที่แท้จริงของการสร้างกฎเหล่านี้ขึ้นมา หัวข้อถัดไปจะวิเคราะห์จริยธรรมของผู้ที่เกี่ยวข้องโดยใช้มุมมอง

7. การวิเคราะห์จริยธรรมของพี่เกี่ยวข้อง

7.1 พี่น้อง Wolfson

การทำธุรกรรมทั้งหมดของพี่น้อง Wolfson พอจะจำแนกออกได้เป็น 2 ประเด็นหลัก ได้แก่ การทำ Reverse Conversion และการทำ Reset Transaction การแยกวิเคราะห์ถึงประเด็นจริยธรรมโดยใช้มุมมองหลักการและผลลัพธ์ทำได้ดังนี้

Reverse Conversion กลยุทธ์ดังกล่าวแยกวิเคราะห์ตามธุรกรรมได้ 3 ส่วน ในส่วนการซื้อ Call Option นั้นไม่มีปัญหาอันใดอยู่แล้ว ในส่วนที่เหลือคือ การขายชอร์ตหุ้นและขาย Put Option มีความเกี่ยวเนื่องกัน เพราะการขาย Put Option นั้นผู้ขายพึงป้องกันความเสี่ยงจากการที่ราคาหุ้นลดลงด้วยการขายชอร์ตหุ้นควบคู่ไปด้วยอยู่แล้ว ในกรณีนี้พี่น้อง Wolfson ทำการขายชอร์ตหุ้นพร้อมขาย Put Option ในสัดส่วน 1 ต่อ 1 จึงไม่น่ามีปัญหาแต่อย่างใด แต่ในส่วนของการขายชอร์ตหุ้นนี้เองที่เป็นปัญหา เพราะพวกเขาไม่ได้ทำการยืมหุ้นหรือจัดหาหุ้นมาเพื่อรองรับเนื่องจากอัตราดอกเบี้ยในการยืมหุ้นสูง การที่กฎหมายห้ามไม่ให้มีการทำเช่นนี้อาจพิจารณาเจตจำนง 2 ประการได้แก่

1. ป้องกันความเสี่ยงต่อตลาด ในกรณีที่หุ้นขึ้น ผู้ขายชอร์ตอาจไม่สามารถจัดหาหุ้นมาส่งมอบได้ อย่างไรก็ตามประเด็นนี้น่าจะหมดไปเนื่องจากการซื้อ Call Option ตามกลยุทธ์ได้ป้องกันความเสี่ยงด้านการเพิ่มขึ้นของราคาอยู่แล้ว ดังนั้นแม้ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้น พวกเขาสามารถใช้สิทธิ Call Option ซื้อหุ้นที่ราคาต่ำเพื่อส่งมอบได้

2. บิดเบือนราคาหุ้นให้ต่ำกว่าความเป็นจริง หากสามารถทำ Naked Short Selling ได้ อาจมีการทำธุรกรรมในจำนวนมาก และผลักดันให้ราคาหุ้นต่ำกว่าความเป็นจริง ประเด็นนี้อาจมีข้อโต้แย้งได้จากลักษณะตลาดที่ควรจะเป็น กล่าวคือ ตลาดที่มีประสิทธิภาพคือ สภาวะที่ราคาของหลักทรัพย์สามารถสะท้อนข้อมูลข่าวสารได้ทั้งหมด ซึ่งกลยุทธ์การทำ Reverse Conversion เป็นการทำการกำไรจากโอกาส Arbitrage ซึ่งเกิดขึ้นเนื่องจากความไม่สอดคล้องของราคาสินค้าในตลาด การที่พี่น้อง Wolfson ทำกลยุทธ์ดังกล่าวน่าจะส่งผลดีกับตลาดโดยรวมมากกว่าส่งผลร้าย เพราะเป็นการผลักดันให้ราคากลับเข้าสู่จุดเหมาะสม และถ้าหากกลยุทธ์นี้ทำให้ราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นจริง ก็จะต้องมีนักลงทุนอีกกลุ่มที่ซื้อสวนทางซึ่งจะทำให้ราคาสามารถเคลื่อนไหวทั้งขึ้นและลงเพื่อสะท้อนมูลค่าที่แท้จริง

Reset Transaction การทำธุรกรรมดังกล่าวของสองพี่น้องก็เพื่อปกปิดการทำ Naked Short Selling ในประเด็นนี้เป็นการจงใจฝ่าฝืนกฎจริงหากมองว่าธุรกรรมดังกล่าวจะถูกทำกับคู่สัญญาที่สมรู้ร่วมคิดและรับผลประโยชน์จากค่าธรรมเนียมที่เกิดใน Reset Transaction ซึ่งขัดกับหลักธุรกรรมการซื้อขายอันสุจริต (Bona-fide Transaction) แต่หากพิจารณาให้ลึกจะพบว่าการทำธุรกรรมนี้เป็นปฏิบัติเพื่อให้สอดคล้องกับกฎของ ก.ล.ต. โดยไม่ก่อให้เกิดความเสี่ยงแก่ผู้ใด

7.2 ก.ล.ต. สหรัฐ

การวิเคราะห์ถึงการตัดสินของ ก.ล.ต. สหรัฐอเมริกานั้นหลักการสำคัญคือ เจตจำนงของการห้ามทำ Naked Short Selling ซึ่งได้กล่าวไปแล้วในส่วนของพี่น้อง Wolfson การตัดสินของหน่วยงานกำกับดูแลจึงควรพิจารณาบนหลักการมากกว่ารูปแบบ ในประเด็นดังกล่าว ก.ล.ต. อาจเน้นประเด็นด้านการปฏิบัติตามกฎของตลาดโดยมิได้พิจารณาผลลัพธ์จากการกระทำนั้น เพราะจากการวิเคราะห์ในส่วนของ Wolfson จะเห็นว่าการทำธุรกรรมของพวกเขากลับช่วยส่งผลให้ตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น แต่ ก.ล.ต. ดูจะไม่สนใจที่จะนำประเด็นดังกล่าวมาร่วมในการพิจารณา

นอกจากนี้การยืนยันถึงวิธีการเดียวในการป้องกันความเสี่ยงจากการขายชอร์ตหุ้นคือ เตรียมหุ้นไว้เพื่อส่งมอบ ก.ล.ต. ควรขยายมุมมองถึงวิธีป้องกันความเสี่ยงชนิดอื่นด้วย เช่นการสร้างสถานะหุ้นเทียมด้วยการขาย Put Option และซื้อ Call Option ควบคู่กัน เช่นที่พี่น้อง Wolfson ทำในกลยุทธ์ Reverse Conversion ก็จะมีผลเสมือนการเตรียมหุ้น

7.3 ผู้บริหารบริษัทที่ถูกขายชอร์ตหุ้น

การที่มีผู้บริหารของบริษัทที่ถูกขายชอร์ตออกมาแล้วโฆษะต่อการทำ Naked Short Selling ว่าทำให้หุ้นของบริษัทเขาถูกขายชอร์ตมากกว่าที่ควรจะเป็น ส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทพวกเขาต่ำกว่าความเป็นจริง ซึ่งเหล่าบริษัทหลักทรัพย์ก็ออกมาปฏิเสธและโจมตีกลับว่าเป็นการหาข้ออ้างเพื่อกลบเกลื่อนผลประโยชน์ของบริษัทที่ตกต่ำซึ่งควรสะท้อนในราคาหุ้นที่ลดลง แต่เนื่องจากมีหุ้นหมุนเวียนในตลาดน้อย กลไกตลาดจึงไม่ทำงาน ประเด็นดังกล่าวนี้สามารถอธิบายผ่านวัตถุประสงค์ของการห้ามทำ Naked Short Selling ที่ได้อภิปรายไปในส่วนของ Wolfson ว่าหากหุ้นเหล่านั้น ถูกขายชอร์ตจำนวนมากอันเป็นที่มาทำให้ราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นแล้ว ย่อมต้องเกิดการซื้อสวนทางจากนักลงทุนที่เห็นว่าถูกเกินไป การลดลงของราคาหุ้นจึงเป็นการสะท้อนข้อมูลมากกว่าจะเป็นผลมาจากการทำ Naked Short Selling ดังนั้นการที่หุ้นในกลุ่ม Threshold Stock ถูกทำกลยุทธ์ Reverse conversion ซึ่งเป็นการค้ากำไรแบบ Arbitrage น่าจะส่งผลดีต่อตลาดและนักลงทุนรายย่อยมากกว่า

8. ความเป็นไปได้ในการนำกลยุทธ์ Reverse Conversion มาใช้ในประเทศไทย

กลยุทธ์การทำ Reverse Conversion ของพี่น้อง Wolfson นั้นหัวใจสำคัญคือ การทำ Reset Transaction ที่ทำให้พวกเขาไม่จำเป็นต้องเตรียมหลักทรัพย์มาเพื่อขาย ทั้งนี้เพราะในประเทศสหรัฐอเมริกา มีกฎหมายที่ให้เวลาในการส่งมอบอีก 13 วันนับจาก T+3 สำหรับ Market Maker ซึ่งกฎเกณฑ์ดังกล่าวไม่มีในประเทศไทย ดังนั้นการจะประยุกต์ใช้กลยุทธ์ Reverse conversion จึงมีความจำเป็นที่จะต้องทำการยืมหุ้นมาเสียก่อน เพื่อเตรียมส่งมอบในวันที่ T+3 จึงจะสามารถชอร์ตหุ้นได้

ในโลกแห่งความจริงการซื้อขายต่าง ๆ นั้นมีค่าธรรมเนียมในการซื้อขายทั้งค่าธรรมเนียมจากการยืมหุ้นมาขาย รวมทั้งค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย Option ซึ่งสามารถใช้ Derivative Warrant ที่ออกโดยบริษัทหลักทรัพย์ที่ได้รับอนุญาตเป็นตัวแทนได้นอกจากนั้นธุรกรรมซื้อขายทั้งหมดยังต้องเสียภาษีมูลค่าเพิ่มที่อัตรา 7% อีกด้วย ข้อมูลจากบริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ กิมเอ็ง ระบุว่าการขายชอร์ตนั้นมีการคิดอัตราดอกเบี้ยเพื่อยืมหลักทรัพย์ 2 อัตราคือ อัตราต่ำ 5.5% ต่อปี และอัตราสูง 8.5% ต่อปี ตัวอย่างการประยุกต์ใช้ที่จะแสดงนี้จะเลือกอัตรา 8.5% ต่อปีเป็นตัวแทนโดยพิจารณาว่าหุ้นที่ต้องการยืมมาชอร์ตนั้นเป็นหุ้นที่หายาก ค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย Option เท่ากับค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหุ้น ในที่นี้จะใช้ 0.15% เป็นตัวแทน โอกาสในการทำ Arbitrage ตามกลยุทธ์ Reverse Conversion สามารถแสดงได้ดังสมการที่ (2)

$$\text{กำไรจากการขายชอร์ตหุ้น} + \text{กำไรจากการขาย Put} + \text{กำไรจากการซื้อ Call} > \text{ต้นทุนการซื้อชอร์ตหุ้น} \quad (2)$$

สมการนี้พิจารณาถึงกำไร-ขาดทุน ณ วันหมดสัญญาหรือ Expiration Date ของสัญญา Option โดยกำไรจากการชอร์ตหุ้นจะเพิ่มขึ้นเมื่อราคาลดลง กำไรจากการขาย Put จะสูงสุดเท่ากับค่าพรีเมียม และ Call Option จะมีกำไรมากขึ้นเมื่อราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น ในส่วนของต้นทุนการซื้อขายประกอบด้วยต้นทุนหลัก 3 ส่วนได้แก่อัตราดอกเบี้ยในการยืมหุ้น ค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย Option และภาษีมูลค่าเพิ่มของค่าธรรมเนียม นอกจากนี้ยังต้องมีการคำนึงถึงช่วงเวลาจ่ายออกของกระแสเงินสด กล่าวด้วย กล่าวคือ ค่าธรรมเนียมการซื้อชอร์ตหุ้น จะจ่ายในวันที่เกิดธุรกรรมทันที แต่ค่าธรรมเนียมในการยืมหลักทรัพย์จะมีการชำระทุก ๆ วันทำการแรกของเดือนถัดไป โดยในที่นี้จะสมมติให้มีการชำระเงินค่าธรรมเนียมการยืมหลักทรัพย์ ณ วันที่ซื้อหุ้นคืนหรือวันหมดอายุของ Option นั่นเอง สรุปแล้วต้นทุนการซื้อชอร์ตหุ้นหรือ Transaction Cost (TC) ณ วันหมดอายุสัญญา สามารถคำนวณได้ตามสมการ (3)

$$TC = (S_0 \times BF \times t) \times (1 + VAT) + [(P \times CF) + (C \times CF)] \times (1 + VAT) \times (1 + r)^t \quad (3)$$

โดยที่ ต้นทุนขายชอร์ตหุ้น = $S_0 \times$ อัตราดอกเบี้ยในการยืมหุ้น $(BF) \times t$

ค่าธรรมเนียมขาย Put = $P \times$ ค่าธรรมเนียมซื้อชอร์ต (CF)

ค่าธรรมเนียมซื้อ Call = $C \times$ ค่าธรรมเนียมซื้อชอร์ต (CF)

ภาษีมูลค่าเพิ่ม = VAT

กลยุทธ์การขายชอร์ตโดยไม่เตรียมหุ้น (Naked Short Selling): กรณีศึกษาพี่น้อง Wolfson

สมมติให้อายุ Option หรือ Derivative Warrant (DW) และเวลาการขายชอร์ตเท่ากับ 120 วัน และกำหนดให้ราคาใช้สิทธิเท่ากับ 102% ของราคาปัจจุบัน (สามารถกำหนดเท่ากับเท่าใดก็ได้) และไม่คำนึงถึงต้นทุนค่าเสียโอกาสที่เกิดจากการจ่ายค่าธรรมเนียมของ Option ในวันนี้ ณ วันหมดอายุ สามารถแสดงตารางกระแสการจ่ายเงิน (Payoff) ได้ตามตารางที่ 2

ตารางที่ 2: การประยุกต์ใช้กลยุทธ์ Reverse Conversion ในประเทศไทย

ราคาหุ้น	กำไร				ต้นทุนการซื้อขาย
	ขายชอร์ตหุ้น	ขาย Put	ซื้อ Call	กำไรสุทธิ	
95	5	-0.9986	-1.0000	3.0014	3.0014
96	4	0.0014	-1.0000	3.0014	3.0014
97	3	1.0014	-1.0000	3.0014	3.0014
98	2	2.0014	-1.0000	3.0014	3.0014
99	1	3.0014	-1.0000	3.0014	3.0014
100	0	4.0014	-1.0000	3.0014	3.0014
101	-1	5.0014	-1.0000	3.0014	3.0014
102	-2	6.0014	-1.0000	3.0014	3.0014
103	-3	6.0014	0.0000	3.0014	3.0014
104	-4	6.0014	1.0000	3.0014	3.0014
105	-5	6.0014	2.0000	3.0014	3.0014

จากตารางข้างต้นนั้นกำไรสุทธิของกลยุทธ์จะเท่ากับต้นทุนการซื้อขายที่ 3.0014 บาทต่อหุ้น ในสภาวะนี้จะไม่เกิดโอกาสในการค้ากำไร แต่หากสภาวะดังกล่าวเปลี่ยนไปเช่นความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์เป็นไปตามสมการ (4)

$$P - C > TC + (K - S) \tag{4}$$

นำสมการ (3) มาแทนใน (4) จะได้สมการ (5)

$$P - C > (S_0 \times BF \times t) \times (1 + VAT) + [(P \times CF) + (C \times CF)] \times (1 + VAT) \times (1 + r)^t + (K - S_0) \tag{5}$$

สมการ (5) เป็นการแสดงความสัมพันธ์ ณ วันหมดอายุสัญญา แต่การทำ Arbitrage นั้นเป็นการทำธุรกรรมก่อนวันหมดอายุ ดังนั้นเพื่อปรับสมการ (5) ให้เป็น ณ เวลาใด ๆ ต้องทำการคิดลดดอกเบี้ยในส่วนการชอร์ตหุ้นที่จ่าย ณ วันหมดอายุสัญญา และค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย Option ที่เกิด ณ วันที่ทำธุรกรรมการปรับเป็นมูลค่าปัจจุบันแสดงได้ตามสมการ (6)

$$P - C > \frac{[(S_0 \times BF \times t) \times (1 + VAT)]}{(1 + r)^t} + [(P \times CF) + (C \times CF)] \times (1 + VAT) + (K - S_0) \tag{6}$$

ดังนั้นหากในตลาดเกิดสภาวะที่ทำให้สมการ (6) เป็นจริงแล้ว จะสามารถทำ Arbitrage ผ่านกลยุทธ์ Reverse Conversion ได้

ความสัมพันธ์ข้างต้นสามารถแสดงผ่านความสัมพันธ์ของ Put-Call Parity ได้เช่นกัน โดยแปลงสมการ (1) เป็นการคำนวณดอกเบี้ยทบต้นแบบต่อเนื่องจะได้สมการ (7)

$$C + Ke^{-rt} = P + S_0 \quad (7)$$

หากทำการจัดสมการให้อยู่ในรูปของ Reverse Conversion ซึ่งประกอบด้วยการขายชอร์ตหุ้น ขาย Put Option และซื้อ Call Option จะได้ดังนี้

$$P + S_0 - C = Ke^{-rt} \quad (8)$$

จะเห็นว่าหากไม่มีดอกเบี้ยในการยืมหุ้น ต้นทุนจะเท่ากับ Ke^{-rt} แต่สำหรับกรณีที่มีความจำเป็นต้องยืมหุ้นเช่นประเทศไทย จึงต้องเพิ่มต้นทุนในการยืมหุ้นเข้าไปและปรับให้เป็นมูลค่าปัจจุบันจึงได้ค่าตามสมการ (9)

$$P + S_0 - C = Ke^{-rt} + TC \quad (9)$$

ในความสัมพันธ์ของ Put-Call Parity นั้นเป็นการหาความสัมพันธ์ของราคาสัญญาสิทธิทั้งสอง ณ เวลาใด ๆ และคำนึงถึงค่าของเงินตามเวลา ดังนั้นแล้วต้นทุนการซื้อขาย (TC) ตามสมการ (3) ซึ่งแสดง ณ วันหมดอายุสัญญา ต้องนำมาปรับเป็นมูลค่า ณ เวลาใด ๆ ก่อนหมดอายุ โดยคิดดอกเบี้ยทบต้นอย่างต่อเนื่องจะได้สมการ (10)

$$TC_B = [(S_0 \times BF \times t) \times (1 + VAT)]e^{-rt} + [(P \times CF) + (C \times CF)] \times (1 + VAT) \quad (10)$$

นำสมการ (10) แทนที่ในสมการ (9) จะได้ผลตามสมการ (11)

$$P + S_0 - C = Ke^{-rt} + [(S_0 \times BF \times t) \times (1 + VAT)]e^{-rt} + [(P \times CF) + (C \times CF)] \times (1 + VAT) \quad (11)$$

$$P - C = [(S_0 \times BF \times t) \times (1 + VAT)]e^{-rt} + [(P \times CF) + (C \times CF)] \times (1 + VAT) + (Ke^{-rt} - S_0) \quad (12)$$

เพื่อพิสูจน์ความสัมพันธ์ดังกล่าวสามารถทำได้ผ่าน Arbitrage Table ซึ่ง อาณัติ สิมัคเดช (2551) อธิบายรายละเอียดของแนวคิดการใช้เครื่องมือนี้ เริ่มจากสมการ (12) หากลองฝืนความสัมพันธ์ เพื่อทดสอบว่าอะไรจะเกิดขึ้นหาก

$$P - C > [(S_0 \times BF \times t) \times (1 + VAT)]e^{-rt} + [(P \times CF) + (C \times CF)] \times (1 + VAT) + (Ke^{-rt} - S_0) \quad (13)$$

$$P - C - [(S_0 \times BF \times t) \times (1 + VAT)]e^{-rt} - [(P \times CF) + (C \times CF)] \times (1 + VAT) - Ke^{-rt} + S_0 > 0 \quad (14)$$

กลยุทธ์การขายชอร์ตโดยไม่เตรียมหุ้น (Naked Short Selling): กรณีศึกษาพี่น้อง Wolfson

ตารางที่ 3: ตาราง Arbitrage ของการทำ Reverse Conversion ในไทย

การลงทุน	ราคาวันนี้	ผลตอบแทน ณ T ใน State ต่าง ๆ	
		$S_t < K$	$S_t > k$
ขาย Put	P	$-(K-S_t)$	0
ซื้อ Call	$-C$	0	$S_t - K$
ปล่อยกู้	$-(S_0 \times BF \times t) \times (1 + VAT)e^{-rt}$	$[(S_0 \times BF \times t) \times (1 + VAT)]$	$[(S_0 \times BF \times t) \times (1 + VAT)]$
ปล่อยกู้	$-[(P \times CF) + (C \times CF))(1 + VAT)$	$[(P \times CF) + (C \times CF))(1 + VAT)e^{rt}$	$[(P \times CF) + (C \times CF))(1 + VAT)e^{rt}$
ปล่อยกู้	$-Ke^{-rt}$	K	K
ขายชอร์ตหุ้น	S_0	$-S_t$	$-S_t$
ผลตอบแทนรวม	> 0	> 0	> 0

ณ วันหมดอายุสัญญาจะได้รับเงิน $[(S_0 \times BF \times t) \times (1 + VAT)]$ และนำไปชำระค่าธรรมเนียมและดอกเบี้ยจากการยืมหุ้นนั่นเอง และยังเหลือเงินอีก $[(P \times CF) + (C \times CF))(1 + VAT)e^{rt}$ ซึ่งมากกว่าศูนย์ แสดงว่าเกิดโอกาส Arbitrage ที่เรียกว่า Short Arbitrage

วีรภรณ์ คูหาวิชาช่าง และคณะ (2554) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง Put Option และ Call Option ของดัชนี SET50 และโอกาสในการทำ Arbitrage โดยใช้ข้อมูลปี 2010 ผลการศึกษาพบว่าเกิดโอกาสในการทำ Arbitrage ฝั่ง Short Arbitrage ซึ่งตรงกับ Reverse Conversion เกินกว่า 50% ของจำนวนวันซื้อขายในสัญญาที่ใกล้หมดอายุและมีราคาใช้สิทธิใกล้เคียงกับดัชนีตลาด ในขณะที่โอกาส Arbitrage ที่ตรงข้ามกันคือ กรณีที่เครื่องหมายมากกว่าในสมการ (13) กลายเป็นน้อยกว่า ซึ่งเราเรียกว่า Long Arbitrage และผู้ค้ากำไรจะใช้วิธีตรงข้ามกับที่กล่าวมาแล้ว โดยซื้อหุ้น ซื้อ Call และขาย Put ไปพร้อมกันเพื่อทำกำไร การศึกษาในช่วงเวลาดังกล่าวไม่พบโอกาสทำกำไรในลักษณะนี้เลยแม้แต่วันเดียว ผลการศึกษานี้จึงเป็นหลักฐานได้ว่าโอกาสค้ากำไรแบบ Short Arbitrage ซึ่งคล้ายกับกลยุทธ์ Reverse Conversion ที่พี่น้อง Wolfson ใช้นั้นมีความเป็นไปได้ที่จะเกิดขึ้นในประเทศไทย

การพิจารณากรณีศึกษานี้เป็นโอกาสอันดีที่ผู้เกี่ยวข้องไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนหรือหน่วยงานกำกับดูแลการซื้อขายจะได้ทบทวนถึงการใช้นวัตกรรมทางการเงินเพื่อประโยชน์ในการลงทุนตลอดจนแก้ไขจุดอ่อนของกลไกการซื้อขายหุ้นบางประเด็น โดยมีจุดมุ่งหมายให้ตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น

เอกสารอ้างอิง

гимеиэг (ประเทศไทย), บมจ.SBL : Stock Borrowing & Lending โอกาสทำกำไรหุ้นขาลง.

วีรภรณ์ คูหาวิชาช่าง, วาতিต นำพา, รัชนนต์ ประเสริฐสม, และ เจตพัฒน์ โสดาดี. (2554). “การทดสอบ Put-Call Parity ของสัญญา SET50 Index Option” รายงานประกอบการศึกษาวิชาตราสารอนุพันธ์ทางการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

อาณัติ ลีมัดเดช, 2551, “หลักการลงทุนและป้องกันความเสี่ยงด้วยตราสารอนุพันธ์ทางการเงิน”, บริษัท อัมรินทร์พรินติ้ง แอนด์ พับลิชชิ่ง จำกัด.

Gallu, J. (2012). “Brothers Reaped \$17 Million From Illegal Short Sales, SEC Says.” Bloomberg business week. Retrieve August 2, 2012 from <http://www.businessweek.com/news/2012-02-01/brothers-reaped-17-million-from-illegal-short-sales-sec-says.html>.

SEC. (2012). “Administrative Proceeding File No. 3-14726.” (Jeffrey A. Wolfson, Robert A. Wolfson and Golden Anchor Trading II, LLC (n/k/a Barabino trading LLC)).

The Economist. “Getting to the Naked Truth: A Regulatory Probe Sheds Light on Manipulative Shorting.” Retrieve August 1, 2012. from <http://www.economist.com/node/21547254>.

The Economist. “Naked Short-Selling : A Not-so-short Story.” Retrieve August 2, 2012. from <http://www.economist.com/blogs/schumpeter/2012/01/naked-short-selling>.