

บทคัดย่อ

วิธีการออกหลักทรัพย์ใหม่เพื่อเสนอขายต่อประชาชนทั่วไป ที่เรียกกันว่า หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก เป็นการระดมทุนในตลาดแรก หลังจากนั้นจึงเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยที่ตลาดหลักทรัพย์ หรือตลาดรองจะเป็นกลไกตลาดสำคัญที่เสริมสภาพคล่องให้กับหลักทรัพย์ดังกล่าวหลังจากผ่านกระบวนการต่างๆจนเข้าทำซื้อขาย

ในการศึกษาครั้งนี้จะเลือกทำการศึกษาเฉพาะหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกในช่วงปี พ.ศ. 2546-2548 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ระยะเวลา 1 ปี ได้ผลตอบแทนเป็นอย่างไรในแต่ละช่วงระยะเวลาการลงทุนต่างๆ เพื่อศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกในช่วงเวลาที่ต่างกัน หลังจากเข้าไปทำการซื้อขายแล้วเป็นระยะเวลา 1 ปี เพื่อศึกษาถึงพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ระยะเวลา 1 ปี มีความสัมพันธ์อย่างไรกับบริษัทที่เป็นตัวแทนจัดการการจำหน่าย (Lead underwriter) และทำการศึกษาดตลาดแรกของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก กระบวนการขั้นตอนต่างๆ ข้อบังคับ และหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในการกระจายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก จนถึงเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ

รูปแบบการศึกษาในงานวิจัยครั้งนี้จะเป็นการมุ่งหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน โดยใช้ราคาจองซื้อหุ้น ราคาปิดของแต่ละช่วงเวลาที่ทำการศึกษาเป็นหลัก การคำนวณจะใช้อัตราผลตอบแทนตามระยะเวลาการลงทุน (Holding Period Yield หรือ HPY) และเพื่อที่จะสามารถเปรียบเทียบกันได้หลักทรัพย์ต่างๆที่มีระยะเวลาก่อซื้อจนถึงวันเข้าทำการซื้อขายต่างกัน จึงนำมาคิดเป็นอัตราผลตอบแทนตลาดเงิน (Money Market Yield หรือ Rmm) ที่อยู่ภายใต้สมมติฐานว่า 1 ปี มี 365 วัน ผลการศึกษาพบว่านักลงทุนที่จองซื้อหลักทรัพย์ได้รับผลตอบแทนสูงสุดในวันแรกเข้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์ และจะได้รับอัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าลงมาเมื่อถือครองนานขึ้น นักลงทุนที่สามารถเข้าถึงตลาดแรกได้ และจองซื้อหลักทรัพย์ราคาจองซื้อ จะได้รับอัตราผลตอบแทนที่ดีกว่ามากเมื่อเทียบกับการเข้าซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่ราคาปิดวันแรกที่เข้าทำการซื้อขาย

ความสัมพันธ์ระหว่างพฤติกรรมราคากับบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายได้มีการนำเอามูลค่าการซื้อขายของแต่ละบริษัทตัวแทนการจัดจำหน่ายนั้นๆมาทำการเปรียบเทียบด้วย เป็นตัวกำหนดขนาดของบริษัทตัวแทนการจัดจำหน่ายและจำนวนลูกค้า (บัญชีซื้อขายหลักทรัพย์) ว่า

มีส่วนเกี่ยวข้องหรือมีความสัมพันธ์อย่างไร ซึ่งพบว่าอัตราผลตอบแทนจะผันผวนกับขนาดของบริษัท แทนการวัดจำนวน บริษัท แทนการวัดจำนวนขนาดใหญ่ ราคาปิดหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก วันแรกเข้าจะสูงกว่าราคาจริงไม่มาก ในขณะที่บริษัท แทนการวัดจำนวนขนาดกลางราคาปิดวันแรกเข้าจะสูงกว่าราคาจริงมาก หลังจากนั้นจะลดต่ำลงเมื่อเข้ามาซื้อขายเป็นระยะเวลาสั้น

การนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีข้อกำหนดก่อนที่จะทำการขออนุญาตน้อยมาก เพียงแค่จะต้องมีที่ปรึกษาทางการเงินซึ่งได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และมีความเป็นอิสระจากบริษัทผู้ยื่นคำขอร่วมจัดทำคำขอด้วย จะต้องดำเนินการแปรสภาพให้เป็นบริษัทมหาชนจำกัดก่อน ซึ่งพระราชบัญญัติฉบับนี้จะเป็นตัวบทกฎหมายที่สำคัญที่ใช้ในการคุ้มครองผลประโยชน์ผู้ถือหุ้น ทำให้เกิดความไม่สมมาตรทางข้อมูลขึ้นได้ง่ายในส่วนของผู้เกี่ยวข้อง เช่น บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะเป็นผู้ที่รู้ความจริงทั้งหมดและรู้ว่าอนาคตของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เป็นอย่างไร ทำให้เกิดความไม่สมมาตรทางข้อมูล Asymmetric Information ตั้งแต่ก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ในการกำหนดราคาเสนอขาย ซึ่งจะมีผลต่อส่วนล้ามูลค่าหุ้นที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะได้รับ หรือแม้แต่ผู้บริหารจะได้รับด้วยเช่นกัน

ที่ปรึกษาทางการเงิน คือส่วนที่ทำให้ตลาดแรกเกิดขึ้นได้ตามกฎระเบียบความถูกต้อง ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกและปริมาณหลักทรัพย์ที่จะเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นๆ หน้าที่และบทบาทที่สำคัญของที่ปรึกษาทางการเงินก็คือ ทำให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ สามารถขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นได้ในราคาที่ต้องการ บริษัท แทนการวัดจำนวนสามารถขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายได้ครบตามจำนวน ในขณะที่นักลงทุนผู้จองซื้อหลักทรัพย์จะได้รับกำไรจากส่วนต่างราคา

ที่ปรึกษาทางการเงินจะทำการปรับปรุงภายในบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้มีความน่าสนใจ มีความถูกต้องตามกฎระเบียบต่างๆก่อน ไม่ว่าจะเป็นเรื่องของทุนจดทะเบียน จำนวนหุ้นทั้งหมดที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นใหญ่แต่ละรายที่มีอำนาจในการบริหารของบุคคลต่างๆให้เหมาะสม และหลักทรัพย์ที่มีระยะเวลาการห้ามขาย (Silence Period) ให้ชัดเจน งบการเงินต่างๆจะต้องถูกต้องตามมาตรฐานบัญชี และรับรองโดยผู้ตรวจสอบบัญชีรับอนุญาตที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ส่วนของค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาทางการเงิน(กฎหมายและบัญชี)และค่าธรรมเนียมตอบแทนในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกจะแสดงไว้หนังสือชี้ชวนฯใน ส่วนที่ 3 และในบางกรณีจะมีการจ่ายค่าตอบแทนพิเศษส่วนตัวไม่เกี่ยวกับบริษัท ที่เรียกว่า Success Fee ด้วย

บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะมีวัตถุประสงค์ในการระดมทุนที่แตกต่างกันออกไป ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับ การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทฯ แต่เหตุผลที่ยื่นต่อทางการนั้นจะระบุไว้เกี่ยวกับเรื่องของ ความต้องการใช้เงินทุนเพื่อกิจการทั้งสิ้น เมื่อการระดมทุนผ่านแล้วเสร็จ จะนำเงินทุนดังกล่าวไป ใช้ตามวัตถุประสงค์หรือไม่อย่างนั้น มีการติดตามตรวจสอบมากน้อยอย่างไรนั้นเป็นหน้าที่ของ นักลงทุนผู้ถือหุ้น และตลาดหลักทรัพย์ฯ

การจัดวางตำแหน่งผู้บริหารให้เหมาะสมเป็นเรื่องสำคัญ เนื่องจากจะต้องเข้าอยู่ภายใต้ กฎหมายมหาชน หากได้ผู้บริหารที่มีความรู้ความสามารถ เป็นที่ยอมรับในวงการอุตสาหกรรม เป็นที่ยอมรับในสังคมเข้ามาในส่วนของการบริหารตำแหน่งใดตำแหน่งหนึ่งหรือเป็นที่ปรึกษาของ บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ก็จะได้ถือว่าเป็นการสร้างความน่าเชื่อถือในระดับหนึ่ง รวมทั้งอำนาจในการ ตั้งราคาที่สูงของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกทางอ้อมด้วย

การศึกษาครั้งได้นำเอาทฤษฎีต้นทุนค่าเสียโอกาส มาประยุกต์ใช้อธิบายส่วนล้ามูลค่า หุ่นที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ต้องการได้จำนวนให้มากที่สุด ส่วนต่างระหว่างราคาหลักทรัพย์ที่เสนอ ขายกับราคาเมื่อวันแรกเข้าคือต้นทุนค่าเสียโอกาสของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ บริษัทผู้ออก หลักทรัพย์ที่มีขนาดกลางและขนาดเล็กจะเลือกหาที่ปรึกษาทางการเงินและแนะนำจำหน่ายขนาด เล็ก เนื่องจากว่าสามารถต่อรองกันได้ยากกว่า แต่ก็ต้องยอมให้มีส่วนต่าง เพื่อจูงใจให้นักลงทุนเข้า มาซื้อและยินยอมให้มีการเสียต้นทุนค่าเสียโอกาสดังกล่าวไปเป็นกำไรของนักลงทุนผู้จองซื้อ ด้วย การสร้างแรงจูงใจในการลงทุนผ่านราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่ต่ำกว่าตลาด

แนะนำจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายมีหน้าที่หลักคือ การจัดจำหน่าย หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกให้ครบถ้วนทั้งหมด และมักจะมีหน้าที่เสริมเข้ามาอีก คือ การดูแลราคาเมื่อเข้าทำการซื้อขายแล้ว หรือทำการประชาสัมพันธ์หุ้นของบริษัทผู้ออก หลักทรัพย์นั้นก่อนทำการสำรวจความต้องการซื้อหลักทรัพย์จากนักลงทุนสถาบันในประเทศและ ต่างประเทศ (Book Build) หากได้ราคาเสนอซื้อที่ราคาต่ำสุดของช่วงที่กำหนด (Book Build Range) หลักทรัพย์นั้นมีแนวโน้มจะ Underperforms เมื่อเข้าตลาดแล้วราคามีแนวโน้มที่จะต่ำ กว่าตลาดโดยเปรียบเทียบ ซึ่งสามารถอธิบายในเชิงของ Low Demand หรือความต้องการต่ำ เนื่องจากสถาบัน ในประเทศและต่างประเทศจะต้องมีการศึกษาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อ

ประชาชนครั้งแรกนั้นมาเป็นอย่างดีแล้ว หากมีความต้องการจองซื้อต่ำ ก็จะอนุมานได้ว่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นไม่ดี

นักลงทุนผู้จองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก หมายถึง ผู้มีเงินออมเจ้าของเงินทุนที่ซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก วัตถุประสงค์หลัก คือกำไรส่วนต่างราคาจองซื้อกับราคาหลักทรัพย์เมื่อเข้าทำการซื้อขายแล้ว เนื่องจากการกำหนดราคาเสนอขายหลักทรัพย์มักจะต่ำกว่าราคาตลาดเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน จะต้องเป็นนักลงทุนที่สามารถเข้าถึงการจองหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกได้ด้วย จึงจะสามารถได้รับกำไรส่วนต่างราคาดังกล่าวได้

นักลงทุนทั่วไปมีความต้องการซื้อหลักทรัพย์ที่ราคาต่ำกว่าราคาตลาดโดยเปรียบเทียบ เพราะสามารถทำกำไรจากการลงทุนระยะสั้น หากซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกที่ราคาใกล้เคียงกับหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน หลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก นั้นมีแนวโน้มที่จะUnderperforms เมื่อเข้าทำการซื้อขายในตลาดแล้วราคามีแนวโน้มที่จะต่ำกว่าตลาดโดยเปรียบเทียบในระยะยาว ดังนั้นนักลงทุนจึงต้องการแรงจูงใจในการเข้าซื้อ เนื่องจากนักลงทุนมีความเสี่ยงจากภาวะผันผวนของตลาดในช่วงระยะเวลาที่จะต้องถือหลักทรัพย์ไว้จนกว่าจะถึงกำหนดวันเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ หากระยะเวลาห่างมาก ก็จะทำให้ให้นักลงทุนเกิดความไม่แน่นอนสูง โอกาสที่ราคาตลาดจะแตกต่างจากราคาจองซื้อยังมีมาก

ปัจจัยหนึ่งที่มีผลกระทบต่อราคาซื้อขายในวันแรกเข้าคือจำนวนบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกในช่วงนั้น ถ้ามีจำนวนหลายบริษัทหรือมีมูลค่าตามราคาตลาดสูง ผลตอบแทนวันในวันแรกเข้าทำการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกมีแนวโน้มที่จะต่ำลง ในทางจิตวิทยาสามารถอธิบายได้ว่า นักลงทุนจะรีบขายทำกำไรในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกนั้นๆ เพื่อที่จะนำเงินที่ขายได้ไปจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกใหม่ทันที จากผลการศึกษาครั้งนี้พบว่าในปีแรกของการศึกษา พ.ศ. 2546 มีการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกจำนวน 21 บริษัท ให้อัตราผลตอบแทนมากกว่าในปีที่ 2 และ 3 พ.ศ. 2547 และ 2548 ที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกจำนวน 36 บริษัททั้ง 2 ปี

กิตติกรรมประกาศ

ผู้เขียนขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร. พิชิต ลิขิตกิจสมบูรณ์ เป็นอย่างสูงที่ได้กรุณารับเป็นอาจารย์ที่ปรึกษา และตลอดเวลาอันมีค่าของท่าน ในการเอาใจใส่ แนะนำแนวทาง และชี้ประเด็นการทำงานที่ครบถ้วน ตลอดจนติดตามความคืบหน้าของงานวิจัยเฉพาะเรื่องนี้อย่างต่อเนื่อง ขอขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ปราการ อาภาศิลป์ ที่ได้กรุณาสละเวลามาเป็นกรรมการตรวจสอบ ชี้แนะวิธีการศึกษา แก่ในงานวิจัยเฉพาะเรื่องฉบับนี้ จนสามารถสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

ขอขอบคุณ ผู้มีส่วนช่วยเหลืออย่างดียิ่งจากบุคคลหลายท่าน ท่านผู้บริหารบริษัทต่างๆ เพื่อนที่ทำงาน และเพื่อนนักข่าวสายธุรกิจหลักทรัพย์ นักวิเคราะห์ ที่ได้ให้ข้อมูลที่สำคัญ แนะนำแหล่งข้อมูลที่เป็นประโยชน์ต่องานวิจัยนี้

ขอขอบคุณอาจารย์ทุกท่านในโครงการเศรษฐศาสตร์ธุรกิจที่ได้ถ่ายทอดความรู้ประสบการณ์ที่ดียิ่งต่อการทำงานในอนาคตรวมทั้งงานวิจัยฉบับนี้ด้วย เพื่อน ๆ น้อง ๆ ในโครงการเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ รวมทั้งเจ้าหน้าที่โครงการเศรษฐศาสตร์ธุรกิจ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่คอยให้ความช่วยเหลือ และเป็นกำลังใจในการศึกษาวิจัยนี้

โดยเฉพาะอย่างยิ่งพระคุณของคุณพ่อคุณแม่ที่เลี้ยงดูมาเป็นอย่างดี รวมทั้งครอบครัวที่อบอุ่น คุณอ้อม ภรรยาที่รัก น้องเรนเจอร์สุดหล่อ ที่เป็นแรงบันดาลใจให้ผู้วิจัยมีกำลังใจทุกครั้ง

ประโยชน์ที่พึงบังเกิดจากงานวิจัยนี้ ผู้เขียนขอมอบให้เป็นความดีของน้องจุเนียร์

หากมีข้อผิดพลาดประการใด ผู้เขียนขอน้อมรับไว้ผู้เดียว

ธวัชชัย อัสวพรไชย

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พ.ศ. 2550