

บทที่ 1

บทนำ (Introduction)

1.1 ความสำคัญและที่มาของปัญหา

ในระบบเศรษฐกิจจะมีภาคการเงินที่ทำหน้าที่จัดสรรเงินทุนให้กับหน่วยเศรษฐกิจต่างๆ เพื่อช่วยเพิ่มโอกาสในขยายการลงทุนให้กับผู้ประกอบการธุรกิจที่มีความต้องการเงินทุนในการประกอบกิจการและเพื่อที่จะเพิ่มผลตอบแทนให้กับเจ้าของเงินทุนในรูปแบบต่างๆ การจัดสรรเงินทุนจะมีตราสารการเงินและตัวกลางทางการเงินเข้ามาเกี่ยวข้องด้วยเสมอ(ในฐานะที่เป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งในการบริหารจัดการการเงิน) ซึ่งผู้มีเงินออมที่เป็นบุคคลหรือหน่วยเศรษฐกิจเล็ก ๆ ในระบบเศรษฐกิจจะเป็นผู้ลงทุนในตราสารการเงินที่ออกโดยบริษัททั่วไปหรือสถาบันการเงินซึ่งมีทั้งตราสารหนี้และตราสารทุน ตลอดจนการฝากเงินไว้กับธนาคารพาณิชย์หรือซื้อหน่วยลงทุนของกองทุนรวม ตราสารการเงินดังกล่าวถือเป็นทรัพย์สินอย่างหนึ่งของผู้ลงทุน แต่เป็นทรัพย์สินในรูปของสินทรัพย์ทางการเงิน โดยผู้ลงทุนคาดหวังว่าจะได้รับผลตอบแทนที่ดี (รวมทั้งได้รับเงินต้น,เงินลงทุนคืนถ้าเป็นตราสารทุน ตราสารหนี้หรือเงินฝาก ตลอดจนการถือครองตราสารหรือตลอดอายุของตราสาร ในขณะเดียวกัน ก็ถือเป็นภาระผูกพันของบริษัททั่วไปหรือสถาบันการเงิน)

โดยทั่วไปจะมีหน่วยเศรษฐกิจอีกรูปแบบหนึ่ง คือบริษัททั่วไปที่ต้องการระดมทุนเพื่อนำไปขยายกิจการในด้านต่างๆ (เงินทุนที่ระดมได้ส่วนใหญ่จะถูกนำไปลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริง) บริษัทจะมีการออกหุ้นทุนหรือหุ้นกู้เพื่อระดมเงินจากภาคครัวเรือนหรือประชาชนทั่วไป ซึ่งประชาชนจะมีสิทธิตามกฎหมายในฐานะผู้ถือครองตราสารการเงินดังกล่าว เช่น ได้รับดอกเบี้ยหรือเงินปันผล เป็นต้น เปรียบได้กับการให้บุคคลอื่นนำเงินไปลงทุนแทน เนื่องจากบุคคลนั้นมีโอกาสและช่องทางในการลงทุนที่ดีกว่า ดังนั้นเงินทุนส่วนเกินที่อยู่ในมือของประชาชน(ผู้มีเงินออม)จะถูกจัดสรรไปให้กับบริษัทที่ต้องการเงินทุนผ่านการลงทุนในตราสารการเงินที่ออกโดยบริษัทตัวกลาง

การจัดสรรเงินทุนในระบบเศรษฐกิจ มีประเด็นสำคัญที่ต้องคำนึงถึง คือปัจจัยที่ทำให้เกิดการจัดสรรเงินทุนหรืออะไรเป็นสาเหตุสำคัญที่ทำให้ภาคครัวเรือนยอมลงทุนในตราสารการเงินแทนการลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริง สำหรับคำตอบอาจเป็นไปได้ว่าผู้ออมเห็นว่าการลงทุนในตราสารการเงินคาดว่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าการลงทุนด้วยตัวเองในสินทรัพย์ที่แท้จริง หรือ

มีราคาต่ำเกินกว่าความเป็นจริง จึงเลือกลงทุนในตราสารการเงินกันเป็นจำนวนมาก ซึ่งในความเป็นจริงคงไม่ง่ายอย่างที่คิด เนื่องจากก่อนตัดสินใจลงทุนในตราสารการเงิน ผู้ออมหรือผู้ลงทุนจะต้องพิจารณาให้รอบคอบก่อนว่าจะเลือกลงทุนในตราสารการเงินของบริษัทใด เนื่องจากมีบริษัทให้เลือกเป็นจำนวนมาก ถ้าทราบก่อนล่วงหน้า ผู้ลงทุนจะเลือกลงทุนในตราสารการเงินของบริษัทที่มีโครงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูง เพราะจะทำให้ผู้ถือตราสารได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนสูงตามไปด้วย แต่ในความเป็นจริงไม่มีใครทราบได้ จึงเป็นปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันในการรับทราบข้อมูลที่เรียกว่า ความไม่สมมาตรทางข้อมูล (Asymmetric information)

ผู้ลงทุนเป็นบุคคลภายนอกบริษัทจะไม่มีทางทราบได้เลยว่าบริษัทมีโครงการลงทุนดีจริงหรือไม่ มีผลการดำเนินงานที่แท้จริงเป็นอย่างไร หรือมีศักยภาพในการเติบโตแค่ไหน ขณะที่ผู้บริหารคณะกรรมการบริหารหรือผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทจะทราบดี เพราะฉะนั้นปัญหาอย่างแรกของผู้ลงทุน คือ การตัดสินใจเลือกลงทุนผิดบริษัท กล่าวคือ แทนที่จะตัดสินใจเลือกลงทุนในบริษัทที่มีอนาคตดีกลับไปเลือกลงทุนในบริษัทที่มีโครงการลงทุนที่ไม่ดี ทำให้ได้รับผลตอบแทนต่ำกว่าที่คาดไว้

การมีสถาบันการเงินเข้ามาทำหน้าที่เป็นตัวกลางทางการเงินก็มีส่วนสำคัญในการดึงดูดให้ผู้มีเงินออมหรือนักลงทุนประเภทต่างๆ หันมาออมเงินหรือลงทุนในตราสารการเงินมากขึ้น ด้วย เช่นบริษัทหลักทรัพย์ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน หรือบริษัทผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ให้กับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่ต้องการเสนอขายหุ้นทุนต่อประชาชน ช่วยให้ผู้ลงทุนรายย่อยมีโอกาสลงทุนในตราสารการเงินของบริษัททั่วไป ซึ่งสามารถลงทุนได้ไม่ว่าจะเป็นตราสารการเงินของบริษัทขนาดใหญ่หรือขนาดเล็ก และไม่ว่าจะมีเงินมากหรือเงินน้อย โดยมีโอกาสได้รับผลตอบแทนเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้การมีตลาดรอง (Secondary Market) สำหรับซื้อขายตราสารการเงิน ก็มีส่วนสำคัญที่ดึงดูดการลงทุนในตราสารการเงินมากขึ้นแทนการลงทุนในทรัพย์สินที่แท้จริง เช่น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีบริษัทหลักทรัพย์ที่ทำหน้าที่เป็น “นายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์” (Broker) ซึ่งคอยอำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ให้กับผู้ลงทุนต่าง ๆ ตั้งแต่การให้คำแนะนำจัดทำรายงานบทวิเคราะห์หลักทรัพย์ รวมถึงการส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์เป็นต้น ทำให้ผู้ลงทุนได้รับความสะดวกในการลงทุนและมีการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นจำนวนมาก จึงส่งผลให้หลักทรัพย์เกิดสภาพคล่องตามไปด้วย บทบาทที่สำคัญอีกประการหนึ่งของตลาดรอง คือ การให้ข้อมูลราคาตราสารการเงินแก่บุคคลทั่วไปสำหรับใช้อ้างอิงในการตัดสินใจลงทุน และสำหรับบริษัททั่วไปสำหรับใช้อ้างอิงในการระดมทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ การมี

ตลาดรองที่มีสภาพคล่องมาก จะช่วยให้ผู้ลงทุนกล้าลงทุนในตราสารการเงินระยะยาวมากขึ้น เพราะช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้ทันทีในยามที่ต้องการใช้เงิน (Maturity Transformation) สำหรับตราสารการเงินที่ไม่มีอายุครบกำหนด เช่น หุ้นทุน ถ้าไม่มีตลาดรองรับโอกาสที่จะได้รับความสนใจจากผู้ลงทุนย่อมมีน้อยลงตามไปด้วย

ในปี พ.ศ. 2517 ที่ประเทศไทยกำลังอยู่ในแผนพัฒนาเศรษฐกิจและสังคมฉบับที่สอง ความต้องการเงินทุนในการพัฒนาประเทศและการลงทุนของภาคเอกชนมีมากขึ้น รัฐบาลไทยจึงได้ออกกฎหมายการจัดตั้งตลาดหุ้นใหม่เรียกชื่อว่า “ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย”¹ เพื่อทำหน้าที่ในการส่งเสริมการระดมทุนและการลงทุน เริ่มมีการซื้อขายหลักทรัพย์อย่างเป็นทางการครั้งแรกวันที่ 30 เมษายน 2518 ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์จึงเป็นทางเลือกทางหนึ่งของผู้มีเงินออมที่เข้ามาเป็นนักลงทุน หรือผู้ที่ต้องการลงทุนรูปแบบหนึ่ง

นับจากวันนั้นถึงวันนี้ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการพัฒนาขึ้นตามลำดับอย่างเห็นได้ชัดเจน ตลาดมีความผันผวนไปตามเหตุการณ์ต่างๆ มากมาย ขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจและการเมืองหมุนเวียนสลับกันไป รวมทั้งปัจจัยต่างๆ จากต่างประเทศที่เข้ามากระทบตลาดหลักทรัพย์

ในช่วงภาวะวิกฤติทางเศรษฐกิจประเทศไทยปี พ.ศ. 2540 ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์มีการปรับตัวลงมาอย่างต่อเนื่องจาก 870.57 จุดเมื่อวันที่ 22 มกราคม พ.ศ. 2540 ลงมาถึงจุดต่ำสุดที่ระดับดัชนี 204.59 จุด เมื่อวันที่ 4 กันยายน พ.ศ. 2541 และมีการทรงตัวอย่างต่อเนื่องด้วยปริมาณซื้อขายประมาณ 3,000-8,000 ล้านบาทต่อวัน จนกระทั่งในช่วงปี พ.ศ. 2546 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ก็ได้ปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง พร้อมด้วยปริมาณซื้อขายที่ประมาณ 20,000 ล้านบาทต่อวัน

¹ความเป็นมาของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นเริ่มต้นขึ้นครั้งแรกเมื่อเริ่มมีการซื้อขายหุ้นในพ.ศ. 2496 อย่างไม่เป็นทางการโดยนาย วิลลิส เบิร์ต ได้เปิดบริษัทนายหน้าค้าหุ้นตามมาด้วยบริษัท ลีควมมิ่ง ที่ถนนเสือป่า การซื้อขายหุ้นเป็นไปอย่างง่ายๆ เป็นการเขียนไว้ในกระดานของบริษัทเท่านั้น

“ตัวตลาดหุ้นที่ตั้งขึ้นเป็นแห่งแรกจริงๆ นั้นตั้งขึ้นในปี พ.ศ. 2505 ที่รู้จักกันในนามของ “บางกอกสต็อกเอ็กซ์เชนจ์” (Bangkok Stock Exchange) แต่ด้วยความที่ไม่ค่อยมีใครรู้จักเรื่องหุ้น ดังนั้น จึงแทบจะไม่มีการซื้อขายเลย ตลาดหุ้นแห่งนี้จึงต้องปิดตัวเองในที่สุด” (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2545, น 16)

จากภาวะการณ์ฟื้นตัวของตลาดหลักทรัพย์ฯ ความสนใจในการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก (หมายถึงหลักทรัพย์ที่ออกระดมทุนใหม่และเสนอขายแก่ประชาชนเป็นการทั่วไปครั้งแรก) หรือหลักทรัพย์ IPOs (Initial Public Offering) มีสูงมากตามกันขึ้นไป เนื่องจากการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกส่วนใหญ่จะให้อัตราผลตอบแทนหลังเข้าทำการซื้อขายที่สูงมาก ดังจะเห็นได้จากผลการศึกษาเรื่อง “การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดแรกต่อประชาชน” ของสะเก็ดดาว ชีอวัฒนนะ (2536)² ที่กล่าวถึงอัตราผลตอบแทนแรกเริ่มของการลงทุนในหุ้นใหม่ว่า หุ้นใหม่ให้อัตราผลตอบแทนแรกเริ่มในอัตราที่สูงมาก โดยมีอัตราสูงสุดคือร้อยละ 41.50 ต่อเดือน และเมื่อถือหลักทรัพย์จนถึงหนึ่งปี จะเหลือร้อยละ 5 จึงเป็นเหตุผลประการหนึ่งที่สนับสนุนให้การระดมทุนด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าวผ่านตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้เพิ่มจำนวนมากขึ้นเรื่อย ๆ

การระดมทุนผ่านตลาดแรกในช่วง พ.ศ. 2547 มีหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกมากมายหลายบริษัท ที่มีนักลงทุนสนใจจองซื้อเกินกว่าจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขายเป็นจำนวนมาก อันเนื่องมาจากราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกมักจะตั้งราคาต่ำกว่าราคาของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยเปรียบเทียบในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน เพราะถ้าเสนอขายในราคาเดียวกันจะไม่ได้ได้รับความสนใจจากนักลงทุน ดังนั้นบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer) จึงต้องเสนอขายในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงหรือต่ำกว่าราคา Fair price เป็นการคิดส่วนลดที่ชดเชยความเสี่ยงของตลาดแรก

หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกดังกล่าวยังไม่สามารถเข้ามาซื้อขายได้ทันทีที่ตัดสินใจจองซื้อและชำระเงินในตลาดหลักทรัพย์ฯ เนื่องจากขั้นตอนการขออนุญาตต่อสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ในการเสนอขายต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกและขั้นตอนการขออนุญาตนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนเพื่อซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ ต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทั้งนี้การระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้เพิ่มจำนวนมากขึ้นเรื่อย ๆ และเป็นที่สนใจของนักลงทุนที่เข้ามาทำการซื้อขายเพื่อการเก็งกำไรระยะสั้น และเพื่อการลงทุนในระยะยาว ทั้งในตลาดแรก และตลาดหลักทรัพย์ฯ (ตลาดรอง) จากข้อมูลการระดมทุนโดยผ่านตลาดหลักทรัพย์ฯ มีจำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนใหม่เพิ่มขึ้นในปี 2545 จำนวน 18 บริษัท ปี 2546 จำนวน 21 บริษัท

² สะเก็ดดาว ชีอวัฒนนะ. “การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดแรกต่อประชาชน: พฤติกรรมการกำหนดราคาและอัตราผลตอบแทน”. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2536.

ปี 2547 จำนวน 36 บริษัท ปี 2548 จำนวน 36 บริษัท ปี 2549 จำนวน 11 บริษัท จากจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 389 บริษัทในปี 2545 เพิ่มขึ้นเป็น 476 บริษัทในปี 2549

การลงทุนด้วยวิธีการซื้อหลักทรัพย์เพื่อลงทุนระยะสั้นหรือระยะยาว เป็นวิธีการลงทุนที่ได้รับความนิยมเนื่องจากมีสภาพคล่องสูง(เมื่อตลาดหลักทรัพย์อยู่ในภาวะปกติ) นักลงทุนที่ซื้อหลักทรัพย์เมื่อมีความจำเป็นต้องการเงิน หรือราคาหลักทรัพย์ปรับตัวขึ้นสูงเกินกว่ามูลค่าที่แท้จริงก็สามารถขายหลักทรัพย์ในราคาตลาดขณะนั้นได้ในตลาดรองหรือตลาดหลักทรัพย์ฯ

สภาพคล่องดังกล่าวเป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เพิ่มทุนด้วยการทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรก ได้รับความสนใจจากนักลงทุน และส่วนมากจะมีความต้องการจองเกินกว่าจำนวนที่จัดจำหน่ายหลายเท่าตัวในตลาดแรก ซึ่งหากพิจารณาในด้านความต้องการเงินทุนในการพัฒนาอุตสาหกรรมต่าง ๆ การระดมทุนผ่านตลาดแรกและตลาดหลักทรัพย์ฯได้รับความนิยมสูง เนื่องจากข้อได้เปรียบ 3 ประการ คือ

- (1) เป็นแหล่งเงินทุนซึ่งมีต้นทุนต่ำ
- (2) มีความเสี่ยงทางการเงินต่ำ
- (3) ทำให้บริษัทได้เงินจากส่วนล้ามูลค่าหุ้นมาใช้ในการดำเนินงาน

เนื่องจากทางตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้จัดทำแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทย ฉบับที่ 1 (2545-2548) และฉบับที่ 2 (2549-2553) มีวัตถุประสงค์ด้านตราสารทุนโดยต้องการขยายขนาดของตลาด และหนึ่งในวิธีการคือ การนำบริษัทเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และจำหน่ายให้กับประชาชนทั่วไปให้มากขึ้น โดย แบ่งตลาดทุน ได้เป็น 2 ประเภท คือ

1. ตลาดแรกหรือตลาดหลักทรัพย์ใหม่ (Primary Market or New Issues Market) เป็นช่องทางในการระดมเงินทุนสำหรับรัฐบาลหรือธุรกิจเอกชน โดยนำหลักทรัพย์ เช่น หุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นกู้ พันธบัตรรัฐบาล เสนอขายให้กับประชาชน โดยการเสนอขายหลักทรัพย์นั้นจะมีที่ปรึกษาทางการเงิน (Sponsor) หรือ วาณิชธนกร (Investment Banker) เป็นตัวกลางในการเสนอขาย และมีหน้าที่จัดการขั้นตอนต่างๆ (ดูรายละเอียดในภาคผนวก ก) เพื่อขอตลาดหลักทรัพย์ให้รับบริษัทนั้นๆ เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ด้วย หุ้นสามัญที่จัดจำหน่ายแบ่งได้เป็น 3 ประเภท คือ

หุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทที่จำหน่ายให้กับประชาชนเป็นครั้งแรก (Unseasoned securities หรือ Initial Public Offering : IPOs)

หุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทที่เคยจำหน่ายให้กับประชาชนมาก่อนและได้เข้าไปทำการซื้อขายในตลาดแล้ว (Seasoned securities)

หุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทเสนอขายแบบเฉพาะเจาะจง (Private placement)

2. ตลาดรอง (Secondary Market) เป็นตลาดที่ซื้อขายหลักทรัพย์ (Trading Market) โดยจะต้องทำการซื้อขายผ่านนายหน้า (Broker) หรือทำนอกตลาดหลักทรัพย์ (Over-The-Counter) ก็ได้ สำหรับตลาดรองไม่ใช้การระดมทุนโดยตรงเหมือนตลาดแรก แต่มีหน้าที่สนับสนุนตลาดแรก โดยให้ความมั่นใจกับนักลงทุนในตลาดแรกว่าสามารถเปลี่ยนหลักทรัพย์นั้นได้เป็นเงินสดเมื่อใดก็ได้ตามต้องการ หรือมีสภาพคล่อง (Liquidity) มากขึ้นนั่นเอง

ตารางที่ 1.1

การระดมทุน พ.ศ. 2546-2549

ปี (พ.ศ.)	จำนวนบริษัทจดทะเบียน	มูลค่าการระดมทุน (ล้านบาท)	มูลค่าตามราคาตลาด (ล้านบาท)
2540	5	2,434.46	8,612.10
2541	1	269.10	1,345.50
2542	0	-	-
2543	2	7,840.00	20,950.00
2544	7	30,269.90	112,546.22
2545	18	9602.03	38,206.12
2546	21	22,500.70	100,361.16
2547	36	75,883.46	227,285.33
2548	36	29,759.30	110,948.31
2549	11	31,775.94	89,631.15

ที่มา : รวบรวมจากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (www.set.or.th) และ เว็บไซต์

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (www.sec.or.th)

มูลค่าการระดมทุน คือ มูลค่ารวมของการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก

มูลค่าตามราคาตลาด คือ มูลค่ารวมตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกทั้งหมด โดยคำนวณจากราคาจองซื้อของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นๆ

ในการศึกษาครั้งนี้จะเลือกทำการศึกษาเฉพาะหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเท่านั้น เนื่องจากมีการระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์เข้ามาอย่างมากและรวดเร็วในช่วงปี พ.ศ. 2546-2548 โดยมีจำนวนบริษัทที่เข้าจดทะเบียนใหม่เพิ่มขึ้นในปี 2545 จำนวน 18 บริษัท ปี 2546 จำนวน 21 บริษัท ปี 2547 จำนวน 36 บริษัท ปี 2548 จำนวน 36 บริษัท ปี 2549 จำนวน 11 บริษัท จากจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 389 บริษัทในปี 2545 เพิ่มขึ้นเป็น 476 บริษัทในปี 2549 รวมไปถึงมูลค่าการซื้อขายในตลาดรวมที่เพิ่มมากขึ้นอย่างรวดเร็วเช่นกัน ดังที่แสดงให้เห็นใน ตาราง 1.1 แสดงให้เห็นถึงการฟื้นตัวขึ้นจากความต้องการระดมทุนผ่านตลาดแรกด้วยการออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก

จากตาราง 1.1 ข้างต้นชี้ให้เห็นว่าจำนวนผู้ออกหลักทรัพย์ที่ระดมทุนด้วยการออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกลดลงมากหลังจากเกิดภาวะวิกฤติเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 เป็นต้นมา ทั้งนี้เนื่องจากปัญหาหลักคือผลกระทบที่รุนแรงจากภาวะวิกฤติเศรษฐกิจ เช่น ภาวะการลงทุน การบริโภคภายในประเทศที่หยุดชะงักและลดลง บริษัทภาคเอกชนต่างหยุดการลงทุนและมีการปิดกิจการเพิ่มมากขึ้นเรื่อยๆ ทำให้เกิดการเลิกจ้างงาน มีผู้ว่างงานเป็นจำนวนมาก ในขณะที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับสูงเนื่องจากปัญหาการไหลออกของเงินตราต่างประเทศ ประกอบกับการเทขายอย่างต่อเนืองของนักลงทุนต่างชาติและภาวะตลาดที่ซบเซาและปรับตัวลงต่อเนื่องจนถึงจุดต่ำสุดที่ระดับดัชนี 204.59 จุดเมื่อวันที่ 4 กันยายน พ.ศ. 2541 การระดมทุนด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรกเริ่มฟื้นตัวขึ้นในปี พ.ศ. 2544 และเพิ่มขึ้นมาอย่างต่อเนื่องจนมากที่สุดเมื่อปี พ.ศ. 2547 ทั้งนี้เนื่องจากในต้นปี พ.ศ. 2544 เป็นต้นมา ประเทศไทยได้ได้รับรัฐบาลชุดใหม่ รัฐบาลพรรคไทยรักไทย ที่มีนโยบายประชานิยมเป็นหลัก เข้ามาบริหารประเทศด้วยจำนวนสมาชิกสภาผู้แทนราษฎรที่มากกว่าครั้งหนึ่ง ทำให้เกิดเสถียรภาพทางการเมืองขึ้น นักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศมีความมั่นใจมากขึ้น สังเกตได้จากปริมาณการซื้อขายที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญพร้อมทั้งการกลับตัวขึ้นของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทั้งนี้การฟื้นตัวขึ้นของดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นเปรียบเสมือนตัวเลขที่ใช้ชี้วัดการเติบโตของภาวะเศรษฐกิจ ดังนั้นจึงมีความต้องการระดมทุนเพื่อขยายโครงการลงทุนต่างๆของบริษัทภาคเอกชนเพิ่มขึ้น ประกอบกับการผ่อนผันกฎระเบียบในการขออนุญาตการนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเนื่องจากทางตลาดหลักทรัพย์ได้มีแผนแม่บทพัฒนาตลาดทุนไทยฉบับที่ 1 (2545-2548) และฉบับที่ 2 (2549-2553) มีวัตถุประสงค์ด้านตราสารทุนโดยต้องการขยายขนาดของตลาด และหนึ่งในวิธีการคือ การนำบริษัทเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์และจำหน่ายให้กับประชาชนทั่วไป ทำให้มีการระดม

ทุนในตลาดทุนได้เริ่มมีมากขึ้นเรื่อย ๆ โดยเฉพาะช่วง พ.ศ. 2547 และเป็นที่สนใจของนักลงทุน เนื่องจากการระดมทุนในช่วง พ.ศ. 2547 มีหลักทรัพย์หลายบริษัทที่มีนักลงทุนสนใจจนเกินกว่าจำนวนที่จัดจำหน่ายหลายเท่า เนื่องจากราคาของซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก มักจะตั้งราคาต่ำกว่าราคาของหลักทรัพย์ที่ซื้อขายกันในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยเปรียบเทียบในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน เพราะถ้าเสนอขายในราคาเดียวกันจะไม่ได้ได้รับความสนใจจากนักลงทุน ดังนั้นบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (Issuer) จึงต้องเสนอขายในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงหรือต่ำกว่าราคา Fair price เป็นการคิดส่วนลดที่ชดเชยความเสี่ยงของตลาดแรก

จึงทำให้บางครั้งนักลงทุนขาดความรู้ด้านพฤติกรรมราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ที่เพิ่งเข้ามาทำการซื้อขายในแต่ละช่วงเวลา การลงทุนครั้งแรกด้วยการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้น เป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงค่อนข้างสูง เมื่อเทียบกับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในตลาดแล้ว (Seasoned securities) กล่าวคือการจองซื้อนั้นไม่ได้รับการรับรองว่าจะได้รับการอนุญาตเข้าซื้อในตลาดหลักทรัพย์เมื่อใด การซื้อขายในช่วงระยะเวลาจากการจองซื้อจนถึงช่วงระยะเวลาก่อนเข้าทำการซื้อขายจึงเกิดเป็นความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง ประกอบกับเมื่อเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แล้วจะมีความผันผวนของราคามาก เนื่องจากในวันแรกของการเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ จะไม่ได้มีการกำหนดเพดานการขึ้นสูงสุด และสามารถปรับตัวลงได้ต่ำสุด 0.01 บาทต่อหุ้น

ดังนั้นการศึกษาคำนี้จึงทำการศึกษา โดยสมมติว่าหากได้รับจัดสรรสิทธิในการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกด้วยราคาจองซื้อจะได้รับผลตอบแทนหรือกำไรจากการลงทุนจองซื้ออย่างไรหากมีการถือครองไว้ในช่วงเวลาต่างๆ หลังเข้าทำการซื้อขายแล้ว เช่น 1 วัน 1 สัปดาห์ 1 เดือน และ 1 ปี

ในการศึกษาคำนี้ยังได้ทำการศึกษาต่อไปด้วยว่าหากมีการแบ่งแยกตลาดแรกและตลาดรองออกจากกัน เนื่องจากจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่ทำการกระจายในตลาดแรกนั้นมีจำนวนจำกัด การจัดสรรสิทธิในการจองซื้อจึงไม่สามารถทำการกระจายได้โดยทั่วถึงหากนักลงทุนแสดงความประสงค์ในการจองซื้อเข้ามาเป็นจำนวนมาก จึงมีเพียงนักลงทุนจำนวนหนึ่งเท่านั้นที่ได้รับสิทธิการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก หากไม่ได้รับจัดสรรสิทธิในการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก โดยได้รับแนวความคิดในการแบ่งช่วงเวลาการศึกษามากจากการศึกษาของ สะเก็ดดาว ชื่อวัฒนะ เรื่อง การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดแรกต่อประชาชน: พฤติกรรมการกำหนดราคาและอัตรา

ผลตอบแทน ด้วยการวิเคราะห์จากอัตราผลตอบแทนที่จะได้รับจากแต่ละช่วงระยะเวลาการลงทุนต่างๆดังนี้

ช่วงที่ 1 หรือ Period 0-1 การซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ในราคาจองซื้อ(ราคาเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่ถูกกำหนดร่วมกันโดยแกนนำการจัดจำหน่ายกับเจ้าของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เสนอขาย) จนถึงวันแรกเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ช่วงที่ 2 หรือ Period 0-2 ราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก จนถึงสัปดาห์แรกหลังการเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ช่วงที่ 3 หรือ Period 0-3 ราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก จนถึง 1 เดือนแรกหลังการเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ช่วงที่ 4 Period 0-4 ราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก จนถึง 1 ปีหลังการเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

ช่วงที่ 5 Period 1-2 ราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกวันแรกเข้าทำการซื้อขายจนถึงสัปดาห์แรกหลังการเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ช่วงที่ 6 Period 1-3 ราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก วันแรกเข้าทำการซื้อขายจนถึง 1 เดือนแรกหลังการเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ช่วงที่ 7 Period 1-4 ราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก วันแรกเข้าทำการซื้อขายจนถึง 1 ปีหลังการเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้ราคาปิดของแต่ละช่วงเวลาเป็นเกณฑ์การวิเคราะห์หาอัตราผลตอบแทน

การศึกษาครั้งนี้ถึงแม้จะได้แนวคิดในการแบ่งช่วงเวลาที่ทำการศึกษาจากการศึกษาของ สะเก็ดดาว ชื่อวัฒน์ เรื่องการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดแรกต่อประชาชน: พฤติกรรมการกำหนดราคาและอัตราผลตอบแทน แต่ก็มี ความแตกต่างในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา ซึ่งการศึกษาของสะเก็ดดาวนั้นมีการศึกษาพฤติกรรมการกำหนดราคาและอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลา 3 เดือน และมีการแบ่งแยกหลักทรัพย์ออกเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมออกเป็น 6 กลุ่มตามลักษณะการประกอบธุรกิจ ทำการศึกษาบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ 191 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2529-2534 ในขณะที่การศึกษานี้ทำการศึกษา 93 บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546-2548 เท่านั้น แต่การศึกษานี้ได้นำเอาประสบการณ์ที่เกี่ยวข้องและจากการสัมภาษณ์ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องทั้งหลาย อาทิเช่น บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ บริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย นักลงทุนรายใหญ่ เป็นต้น โดยทำการศึกษาถึงความเป็นจริงที่เกิดขึ้นเกี่ยวกับความไม่สมมาตรทางข้อมูลที่เกิดขึ้นทางด้านข้อมูลระหว่างตลาดแรกและตลาดรอง รวมทั้งกระบวนการจัดสรรหลักทรัพย์ทั้งก่อนทำการขออนุญาตเสนอขายต่อประชาชน และขั้นตอนการกระจายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก

การกระจายการถือครองหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชนทั่วไปและการเสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชนทั่วไปในตลาดแรก จะต้องกระทำผ่านบริษัทหลักทรัพย์ที่เป็นผู้ประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์(Underwriter)³ ซึ่งจะต้องได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และจะต้องจัดทำหนังสือชี้ชวนตามหลักเกณฑ์ที่กำหนดไว้

จากสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก และการเคลื่อนไหวของราคาหลังจากเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ จะพบว่าราคาดัชนีมีความผันผวน และให้ผลตอบแทนการลงทุนแตกต่างกันในช่วงระยะเวลาต่างกัน ทำให้เกิดคำถามขึ้นว่าระดับราคาที่ใช้ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับบริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย (Lead Underwriter) หรือไม่ การนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในทางปฏิบัติเป็นอย่างไร การศึกษานี้จึงมุ่งหาความมีนัยสำคัญของความสัมพันธ์ดังกล่าวด้วย

1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาถึงพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ระยะเวลา 1 ปีได้ผลตอบแทนเป็นอย่างไรในแต่ละช่วงระยะเวลาการลงทุนต่างๆ
2. เพื่อศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกหากจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก และการซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกในวันแรกเข้าทำการซื้อขาย โดยเปรียบเทียบในช่วงเวลาที่ต่างกัน หลังจากเข้าไปทำการซื้อขายแล้วเป็นระยะเวลา 1 ปี
3. เพื่อศึกษาถึงพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ระยะเวลา 1 ปี มีความสัมพันธ์อย่างไรกับบริษัทที่เป็นตัวแทนจัดการการจำหน่าย (Lead underwriter)

³UNDERWRITER ผู้ประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ทำหน้าที่จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ให้แก่บริษัทที่ต้องการกระจายหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชนทั่วไป โดยบริษัทหลักทรัพย์รายหนึ่งหรือกลุ่มหนึ่งดังกล่าวรับเอาหลักทรัพย์ที่บริษัทใดบริษัทหนึ่งออกมาทำการเสนอขายต่อประชาชน และทำข้อตกลงให้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์กับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้บริษัทผู้จัดจำหน่ายรับหลักทรัพย์ไปพยายามจำหน่ายมากที่สุดก็ได้ หรือในกรณีที่บริษัทออกหุ้นใหม่โดยให้สิทธิจองซื้อแก่ผู้ถือหุ้นเดิม บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อาจทำข้อตกลงให้ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์รับซื้อหลักทรัพย์ที่เหลืออยู่ เพราะไม่มีผู้ใช้สิทธิเพื่อนำไปขายต่อก็ได้

4. ศึกษาตลาดแรกของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก กระบวนการขั้นตอนต่างๆ ข้อบังคับ และหน่วยงานที่เกี่ยวข้องในการกระจายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก จนถึงเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ

1.3 ขอบเขตของการศึกษา

1. ในการศึกษาครั้งนี้จะเป็นการศึกษาถึงพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกหลังจากที่เข้ามาทำการซื้อขายเป็นระยะเวลา 1 ปี โดยเริ่มนับตั้งแต่วันแรกเข้าทำการซื้อขาย จนครบระยะเวลา 1 ปี

2. รายชื่อบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก แต่ละหลักทรัพย์ (รายละเอียดดูในภาคผนวก ค)

3. เนื่องจากมีความจำกัดในเรื่องข้อมูล จึงทำให้การศึกษาจำเป็นจะต้องเลือกหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่ทำการกระจายในปี พ.ศ.2546-2548 จำนวนทั้งสิ้น 93 บริษัท คิดเป็นมูลค่าการระดมทุนเท่ากับ 128,143.46 ล้านบาท(รายละเอียดดูในภาคผนวก จ)

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ส่งเสริมความรู้ให้กับนักลงทุนที่สนใจในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ว่ามีอัตราผลตอบแทนเป็นอย่างไร จากการลงทุนในระยะเวลา 1 ปี

2. สามารถเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก กับ อัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ฯได้

3. เข้าใจถึงพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่มีบริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย ต่างกัน

4. กระบวนการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก และวิธีการยื่นคำขออนุญาต