

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Reviews)

2.1 กรอบแนวความคิด

ในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกในวันแรกเข้าทำการซื้อขาย หรือช่วงแรกที่เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ราคาจะมีความผันผวนสูงเนื่องจาก การรับรู้ข่าวสารต่างๆ ยังไม่สมบูรณ์มากนัก จึงทำให้นักลงทุนเข้ามาเก็งกำไรส่งผลทำให้การลงทุนมีความเสี่ยงสูงตามไปด้วย แต่เมื่อมีการซื้อขายผ่านไประยะเวลาหนึ่งจะทำให้อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์นั้นๆ มีอัตราผลตอบแทนใกล้เคียงกับตลาด หรือที่เรียกว่า “ตลาดมีประสิทธิภาพ” รวมถึงพฤติกรรมของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายนั้นให้ผลตอบแทนที่แตกต่างกัน เนื่องจากการรับประกันการจัดการจำหน่ายนั้นจะต้องมีการรับซื้อจำนวนหลักทรัพย์ที่จำหน่ายไม่หมดไว้เอง เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นมั่นใจว่าสามารถเพิ่มทุนได้ตามที่ต้องการ และสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนเมื่อเลือกลงทุนในหลักทรัพย์นั้นแล้วจะมีผลกำไร เนื่องจากผู้จัดการจำหน่ายมีการรับประกันการจำหน่าย

2.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 ทฤษฎี Asymmetric Information ความไม่สมมาตรทางข้อมูล, ความไม่สมมาตรทางสารสนเทศ ฯลฯ

อเกอร์ลอฟและสเปนส์ ได้เสนอบทความทางเศรษฐศาสตร์เรื่อง The Market for Lemons ที่ได้รับการตีพิมพ์เผยแพร่ในปี 2513 ซึ่งเป็นผลงานที่มีชื่อเสียงและได้รับการนำมาประยุกต์ใช้มากที่สุดเรื่องหนึ่ง จุดเด่นของบทความคือเรื่องการพัฒนาทฤษฎีเศรษฐศาสตร์ที่ชัดเจน งานวิชาการของบุคคลทั้งสองมุ่งวิเคราะห์ประเด็นปัญหาอันเกิดความไม่สมมาตรทางข้อมูลหรือความไม่สมมาตรทางสารสนเทศ โดยอาศัยการวิเคราะห์พฤติกรรมของผู้บริโภคในตลาดรถยนต์มือสอง เจ้าของรถยนต์หรือช่างรถยนต์ตระหนักและรู้ว่า รถยนต์มือสองดังกล่าวมีคุณภาพดีเพียงใด แต่ผู้ที่ต้องการซื้อรถยนต์มือสองโดยทั่วไปไม่ได้มีข้อมูลเท่าทันกับเจ้าของสถานะที่ผู้ซื้อและผู้ขายมีข้อมูลหรือสารสนเทศเกี่ยวกับคุณภาพสินค้าไม่เท่าเทียมกัน แสดงถึง

ลักษณะความไม่สมมาตรทางสารสนเทศ และกลายมาเป็นแนวความคิดสำคัญในการทำ ความเข้าใจโครงสร้าง (Structure) ประพฤติกรรม (Conduct) และผลปฏิบัติการ (Performance) ใน ตลาดประเภทต่างๆได้เป็นอย่างดี

ตัวอย่างที่ดีที่สุดคือตลาดรถมือสอง ซึ่งมีความไม่สมมาตรทางข้อมูลมาก ผู้ซื้อแยกรถ มือสองที่ดีออกจากรถมือสองที่เลวไม่ได้ ผลคือ ผู้ซื้อหาซื้อรถมือสองคุณภาพดีไม่ได้ เจอแต่รถมือ สองคุณภาพเลวหมด และผู้ขายที่มีรถมือสองคุณภาพดีก็จะไม่ขายในตลาดนี้ แต่ไปขายในตลาด อื่น เช่น ขายผ่านความสัมพันธ์ส่วนตัว ให้เพื่อนหรือเครือข่ายที่รู้จักไว้ใจกัน เป็นต้น

เพื่อให้เห็นภาพมากขึ้น ขอยกตัวอย่างสถานการณ์ที่เกิดขึ้นในตลาดรถมือสอง¹เพิ่มดังนี้

สมมติว่าในตลาดรถยนต์ใช้แล้วมีสินค้าอยู่ 2 ประเภทคือ

1. รถยนต์ใช้แล้วที่ยังมีคุณภาพดีอยู่
2. รถยนต์ใช้แล้วที่เสื่อมคุณภาพ

สมมติว่าผู้บริโภคยินดีที่จะจ่ายเงินเป็นจำนวน

1. 500,000 บาท สำหรับรถยนต์ใช้แล้วที่ยังมีคุณภาพดีอยู่
2. 200,000 บาท สำหรับรถยนต์ใช้แล้วที่เสื่อมสภาพ

ในขณะที่ผู้ขายยินดีที่จะขายรถยนต์ในราคา

1. 450,000 บาท สำหรับรถยนต์ใช้แล้วที่ยังมีคุณภาพดีอยู่
2. 150,000 บาท สำหรับรถยนต์ใช้แล้วที่เสื่อมสภาพ

ถ้าสมมติว่าผู้บริโภคไม่สามารถแยกแยะความแตกต่างระหว่างรถยนต์ใช้แล้วที่ยังมี คุณภาพดีอยู่ และรถยนต์ใช้แล้วที่เสื่อมสภาพได้ ราคาที่ผู้บริโภคจะยินดีจ่ายเพื่อซื้อรถ 1 คัน จะ เท่ากับค่าเฉลี่ยของราคาที่ผู้บริโภคจะยินดีจ่ายเพื่อซื้อรถทั้ง 2 ประเภท ซึ่งในที่นี้จะเท่ากับ $500,000 + 200,000$ แล้วหาร 2 จะได้ 350,000 ต่อคัน

จะเห็นได้ว่าราคา 350,000 นี้น้อยกว่า 450,000 บาท ซึ่งเป็นราคาที่ผู้ขายรถยนต์ คุณภาพดียอมรับได้ ส่งผลให้รถยนต์ใช้แล้วที่ยังมีคุณภาพดีอยู่หายออกจากตลาดไป ตลาดก็จะ เหลือแต่รถยนต์ที่เสื่อมคุณภาพ ปรากฏการณ์ที่สินค้าคุณภาพเลวไล่สินค้าคุณภาพดี อันเกิดมา จากช่องว่างของข้อมูลข่าวสาร (Information Gap) เรียกว่า Adverse Selection ทำให้ผู้ซื้อไม่มี

¹ ธนกร ม้าแก้ว. 2544. “ทฤษฎีอสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร: ผลงานเศรษฐศาสตร์รางวัล โนเบล ประจำปี 2001”. โครงการวิจัยเศรษฐกิจและการเงิน แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย. (16) : น. 1-2 .

ข้อมูล ไม่สามารถแยกของดีออกจากของไม่ดีได้ ทำให้สินค้าที่มีคุณภาพไม่เข้าสู่ตลาด (เพราะไม่ได้ราคา) จึงเหลือแต่สินค้าคุณภาพเลวอยู่ในตลาด ผู้ซื้อก็จะพบแต่สินค้าคุณภาพเลว

ในความเป็นจริงแล้ว เรื่องความไม่สมมาตรทางข้อมูลหรือช่องว่างของข้อมูลข่าวสาร เป็นสิ่งที่เกิดขึ้นโดยทั่วไป เกิดขึ้นได้ในทุกตลาดสินค้า และบริการ เช่นในตลาดการกู้ยืมเงิน ตลาดแรก ตลาดหลักทรัพย์ เช่น ผู้จัดการบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ย่อมรู้ดีในข้อมูลและผลประโยชน์ของบริษัทเป็นอย่างดี ผู้ประกอบการจัดจำหน่ายและผู้ออกหลักทรัพย์ย่อมรู้ข่าวสารเกี่ยวกับตัวบริษัทมากกว่าผู้ลงทุน มีความได้เปรียบจากช่องว่างของข้อมูลข่าวสาร ดังนั้น Adverse Selection จึงเกิดขึ้นได้บ่อยครั้งมากในทุกตลาด

ตามแนวความคิดของความไม่สมมาตรทางข้อมูล ซึ่งให้เห็นว่าแม้ระบบข้อมูลสารสนเทศ ซึ่งรวมทั้งเทคโนโลยีคอมพิวเตอร์จะได้รับการพัฒนาไปมากแล้วก็ตาม แต่ต้นทุนในการหาข่าวสาร (Searching Information Cost) และต้นทุนการดำเนินการ (Transaction Cost) สำหรับการตรวจสอบความถูกต้อง ความสมบูรณ์และความเท่าเทียมของข้อมูลเกี่ยวกับการกระจายการลงทุน (Portfolio) ไปยังแหล่งต่างๆ ยังคงมีต้นทุนที่สูง นักลงทุนจึงมีปัญหาด้านข้อมูลที่ได้รับไม่เทียบเท่ากับผู้อื่น ข้อมูลที่ได้รับไม่สมบูรณ์ไม่เป็นเวลาเดียวกัน (Real Time) จึงเกิดความล้มเหลวของกลไกตลาดในการจัดสรรทรัพยากรเพื่อการผลิตและการบริโภค ดังนี้

1. การเลือกโดยได้รับผลตรงข้าม ปัญหานี้เกิดขึ้นก่อนการตัดสินใจดำเนินการทางเศรษฐกิจ เนื่องจากการได้รับข่าวสารไม่สมบูรณ์และไม่เท่าเทียมกันของบุคคลในระบบเศรษฐกิจ เช่น กรณีของการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก นักลงทุนไม่ทราบข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่ตนจะซื้อได้ดีเท่ากับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่ปรึกษาทางการเงิน หรือบริษัทแนะนำการจัดจำหน่าย ว่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นดีหรือไม่อย่างไร มูลค่าหรือราคาที่เสนอนั้นสูงกว่าตลาดหรือไม่ จึงทำให้การตัดสินใจนั้นได้รับผลตรงกันข้ามกับข้อมูลที่ได้รับ

ในกรณีของที่ปรึกษาทางการเงินไม่ให้ความสำคัญกับความถูกต้องคุณสมบัติเบื้องต้นของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ เช่น ฐานะทางการเงินอาจจะมีปัญหาได้ในอนาคต การปรับปรุงการเงินให้ดีขึ้นความเป็นจริง ก็อาจจะทำให้นักลงทุนไม่มีความมั่นใจที่จะจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก

2. คุณธรรมวิบัติ (Moral Hazard) ปัญหานี้เกิดขึ้นภายหลังการตัดสินใจดำเนินการทางเศรษฐกิจแล้วโดยพฤติกรรมภายหลังได้เปลี่ยนแปลงไปในทางที่ไม่ดีหรือมีความเสี่ยงจากการดำเนินการมากขึ้นกว่าเดิม เช่น เมื่อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นเข้าทำการซื้อ

ขายในตลาดหลักทรัพย์แล้ว บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นำเงินที่ได้จากการกระจายหุ้นไปใช้ในทางที่ผิดวัตถุประสงค์ที่ชี้แจงไว้ในหนังสือชี้ชวนการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ เกิดความเสียหายแก่นักลงทุนผู้ถือหุ้น เมื่อมีความเสียหายเกิดขึ้นนักลงทุนจะกลายเป็นผู้ร่วมรับความเสียหายนั้นกับผู้ออกหลักทรัพย์ด้วย และถ้าไม่สามารถดำเนินกิจการต่อไปได้ ก็จะต้องขอเข้าโครงการฟื้นฟูกิจการ ซึ่งเกิดขึ้นมามากแล้วในตลาดหลักทรัพย์ไทย

3. ปัญหาตัวการตัวแทน (Principal – Agent Problem) ปัญหาดังกล่าวเกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้น, ที่ปรึกษาทางการเงิน กับผู้บริหารงานกิจการบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ โดยผู้ถือหุ้น, ที่ปรึกษาทางการเงินจะไม่ทราบพฤติกรรมการปฏิบัติงานที่แท้จริงของผู้บริหารบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ผู้ถือหุ้น, ที่ปรึกษาทางการเงินไม่ทราบวัตถุประสงค์ที่แท้จริงของการระดมทุน ความเป็นไปได้ในการปฏิบัติงานที่แท้จริงของผู้บริหาร การไม่ทราบข้อมูลดังกล่าวที่ชัดเจน เมื่อเกิดปัญหขึ้นภายหลัง นักลงทุนก็ไม่สามารถที่จะเรียกร้องความผิดกับผู้ที่เกี่ยวข้องได้

การแก้ไขปัญหาคือความไม่สมบูรณ์ของข้อมูลข่าวสารและการรับรู้ข้อมูลข่าวสารที่ไม่เหมือนกัน อาจทำได้โดยลดต้นทุนในการค้นหาและต้นทุนปฏิบัติการโดยวิธีการต่าง ๆ ดังนี้

ก) การส่งสัญญาณ (Signaling) จากที่ปรึกษาทางการเงิน บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ เพื่อให้ได้ทราบถึงข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ว่ามีข้อได้เปรียบเสียเปรียบกว่าบริษัทอื่นในธุรกิจเดียวกันอย่างไร เช่นการได้รับมาตรฐานการผลิตสินค้าตามมาตรฐาน ISO การได้รับอนุญาตจากคณะกรรมการหน่วยงานภาครัฐอย่างใดบ้าง การได้รับมาตรฐานสินค้าอุตสาหกรรม การได้รับประกาศนียบัตรยกย่อง การโฆษณาประชาสัมพันธ์ชี้ให้เห็นความแตกต่างและคุณค่าที่ได้รับจากการเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ การจัดตั้งฝ่ายนักลงทุนสัมพันธ์หรือฝ่าย IR (Investor Relationship) เพื่อให้ข้อมูลรายละเอียดเกี่ยวกับบริษัทฯ และการลงทุน

ข) จัดให้มีธรรมาภิบาลภาคเอกชน (Good Corporate Governance) ในการดำเนินการขององค์กรเพื่อการแก้ปัญหาคุณธรรมวินัย และปัญหาตัวการตัวแทน เพิ่มประสิทธิภาพขวัญกำลังใจในการทำงานและลดความเสี่ยงของผู้ถือหุ้นและผู้คนที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินการขององค์กร (Stake holder) หลักการสำคัญของธรรมาภิบาลภาคเอกชนมีหลักการที่สำคัญ คือ

1) หลักความรับผิดชอบ (Accountability) ของกรรมการและผู้บริหารซึ่งจะต้องคำนึงถึงภาระหน้าที่ต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับผู้ที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินการขององค์กร เช่น พนักงานขององค์กร รัฐบาล เจ้าหนี้ ผู้ถือหุ้น และสังคม

2) ต้องมีหลักของความโปร่งใส (Transparency) โดยมีความโปร่งใสในการดำเนินกิจการ ได้แก่ การเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับฐานะทางการเงิน การมีระบบบัญชีที่ให้ข้อมูลถูกต้องชัดเจน ทันการณ์ และการตรวจสอบบัญชีที่ได้มาตรฐานทางบัญชีที่สากลยอมรับ ตลอดจนการเปิดเผยรายละเอียดเกี่ยวกับธุรกรรมที่ผู้บริหารหรือกรรมการที่มีส่วนได้ส่วนเสียกับองค์กร

3) ต้องมีหลักความเสมอภาค (Equity) โดยที่ผู้ถือหุ้นรายย่อยมีสิทธิที่จะได้รับประโยชน์และปฏิบัติอย่างเป็นธรรมเท่าเทียมกันกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่

การแทรกแซงของรัฐบาลในเรื่องนี้ กรณีของความเสี่ยงของผู้ที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่ขาดข้อมูลข่าวสารและรับรู้ข้อมูลข่าวสารไม่เท่าเทียมกัน คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้กำหนดให้บริษัทที่มีความประสงค์จะนำหลักทรัพย์เพิ่มทุนจดทะเบียนซื้อขายหลักทรัพย์จะต้องเป็นบริษัทมหาชน (Public Company) บริษัทจดทะเบียนอนุญาตจะต้องได้รับการตรวจสอบการดำเนินการของกิจการและถูกจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) มาก่อน บริษัทจดทะเบียนอนุญาตจะต้องเปิดเผยข้อมูลการดำเนินงานและข้อมูลทางการเงินตรงต่อความเป็นจริงต่อสาธารณชน รวมทั้งการไม่นำเอาข้อมูลภายในมาใช้เป็นประโยชน์แก่ผู้บริหารและพรรคพวก หากไม่ดำเนินการตามนี้จะถูกคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์พิจารณาลงโทษอย่างรุนแรง ตามพระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ.2535

2.2.2 ทฤษฎีต้นทุนค่าเสียโอกาส

ต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) หมายถึง มูลค่าของทางเลือก ที่ดีที่สุดในอันดับต่อไป ที่ไม่ตัดสินใจเลือก เนื่องจากได้เลือกทางที่ดีที่สุดแล้ว ต้นทุนค่าเสียโอกาสของของสิ่งหนึ่งคือ สิ่งที่ยอมสละไปเพื่อให้ได้มาซึ่งของสิ่งนั้น การตัดสินใจทำอะไรก็ตาม ผู้ตัดสินใจควรคำนึงถึงต้นทุนค่าเสียโอกาสที่จะเกิดขึ้นจากการตัดสินใจนั้น นักกอล์ฟที่อาจทำเงินได้เป็นล้าน ๆ หากออกจากโรงเรียนไปเป็นนักกีฬาอาชีพจะตระหนักดีว่าต้นทุนค่าเสียโอกาสในการเรียนต่อของเขาสูงมาก และไม่แปลกใจที่นักกอล์ฟที่มีชื่อเสียงติดอันดับทั้งหลายเหล่านั้นเลือกที่จะออกจากโรงเรียน เนื่องจาก ประโยชน์ที่ได้จากการเรียนน้อยกว่าต้นทุนที่เกิดขึ้นหากไม่ได้เป็นนักกอล์ฟอาชีพ ต้นทุนและกำไรของเงินที่ใช้จองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก หากนำเงินดังกล่าวไปลงทุนในหุ้นตัวอื่น สิ่งเหล่านี้ถือเป็นต้นทุนเพราะเจ้าของเงินทุนคือนักลงทุนเสียโอกาสได้รับผลตอบแทนจากการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่ามาก

ต้นทุนค่าเสียโอกาสเกิดขึ้นเพราะทรัพยากรต่างๆสามารถนำไปใช้ประโยชน์ได้หลายทาง เช่นความไม่สมดุลระหว่างความต้องการของซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกกับจำนวนหุ้นที่เสนอขายมีอยู่จำกัด ทำให้นักลงทุนบางส่วนไม่สามารถเข้าถึงสิทธิในการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นๆได้ จากความต้องการบางส่วนไม่สามารถบรรลุผลได้ ทำให้ต้องเลือกใช้ทรัพยากรอันมีจำกัดไปในทางที่จะก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุด หรือ ให้ความพอใจมากที่สุด การตัดสินใจเลือกดังกล่าวนี้เป็นพฤติกรรมเชิงเศรษฐกิจขั้นพื้นฐานที่ต้องเผชิญตั้งแต่ระดับบุคคล กลุ่มบุคคล และระดับประเทศชาติ และเป็นช่องว่างของการแสวงหาประโยชน์ที่ไม่เป็นธรรม ดังจะได้อธิบายในบทที่ 4 ต่อไป

ทุกกิจกรรมในระบบเศรษฐกิจย่อมเกิดต้นทุนค่าเสียโอกาสทั้งสิ้น เพราะเราจะต้องเลือกและมีทางเลือกที่เราไม่สามารถเลือกได้

การมีอยู่จำกัด (Scarcity) ในความเป็นจริงการมีอยู่จำกัดนั้นได้ผลักดันให้เราต้องตัดสินใจเลือกเกี่ยวกับการยอมสละโอกาสในการกระทำหรือยอมสละในการใช้สิ่งของบางอย่างไป ตัวอย่าง เช่น บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายยอมนที่จะเสียค่าธรรมเนียมให้กับบริษัทร่วมรับประกันจำหน่าย โดยไม่ต้องช่วยกระจายหุ้น เนื่องจากการมีอยู่จำกัดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก เมื่อเทียบกับความต้องการของลูกค้าตนเองหรือเพื่อใช้ในการจองหลักทรัพย์นั้นเป็นของสมนาคุณแก่ลูกค้ารายใหญ่

นักเศรษฐศาสตร์ใช้คำว่า ต้นทุนค่าเสียโอกาส แทนมูลค่าของการเลือกสิ่งที่ดีที่สุดของการมีอยู่จำกัด ในทำนองเดียวกันบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ยอมที่จะขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงหรือมูลค่าที่ต่ำกว่าตลาดโดยวิธีการเปรียบเทียบราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Price earning ratio Comparative) เพื่อให้หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกของตนมีความน่าสนใจหรือเพื่อให้บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายกระจายหุ้นได้ง่ายและจำหน่ายได้หมด ซึ่งเมื่อเข้าตลาดแล้วนักลงทุนผู้จองซื้อจะได้รับกำไร กำไรหรือส่วนต่างราคาเมื่อเข้าทำการซื้อขายถือเป็นค่าใช้จ่ายส่วนหนึ่งในการระดมทุนด้วยวิธีการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนครั้งแรก

ยังมีทรัพยากรอีกประเภทหนึ่งนั่นคือ “เวลา”² ทุกคนต่างพยายามที่จะจัดสรรเวลาของตนเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดและสนองตอบความต้องการให้คุ้มค่าเวลามากที่สุด ดังนั้นต้นทุนเรื่องเวลาของนักลงทุนในการหาข้อมูลที่ถูกต้องก่อนการจองซื้อ ที่ปรึกษาทางการเงินต้องใช้

² อ.ตีก. 2550. S+M Strategy and marketing. (Online). Available :

<http://www.212cafe.com/>

เวลานานมากในการปรับปรุงโครงสร้างบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ งบการเงิน จึงจำเป็นที่จะต้องคิดค่าธรรมเนียมที่สูงขึ้นกว่าปกติ บางกรณีค่าเสียเวลาดังกล่าวจะถูกถ่ายโอนไปยังนักลงทุนผู้จองซื้อ ในรูปของราคาเสนอขายที่สูงกว่าความเป็นจริง

ต้นทุนค่าเสียโอกาสในการศึกษาครั้งนี้ หมายถึง ค่าเสียโอกาสของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่จำหน่ายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก ในราคาที่สูงกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น ณ วันแรกของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง หรืออาจจะหมายถึงค่าเสียโอกาสของผู้ที่ไม่ได้จองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกในราคาเสนอขายครั้งแรกหรือราคาจองซื้อ (ดูรายละเอียดวิธีการคำนวณได้ในบทที่ 4) ค่าเสียโอกาสนี้มักจะเกิดขึ้นเนื่องจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ใหม่หรือผู้ที่ไม่ได้จองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกหรือไม่ได้รับสิทธิในการจองซื้อไม่ว่าจะด้วยเหตุอันใดก็ตามไม่สามารถประเมินมูลค่าหรือราคาในตลาดของหลักทรัพย์ที่จำหน่ายได้ เนื่องจากยังไม่มีเคยมีหลักทรัพย์นั้นในตลาดมาก่อน หรืออาจจะสามารถประเมินราคาได้ด้วยวิธีการต่าง แต่จงใจตั้งราคาจำหน่ายหลักทรัพย์ครั้งแรกให้ต่ำกว่าราคาตลาดที่ประเมินไว้เพื่อดึงดูดให้นักลงทุนให้ความสนใจที่จะทำการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นๆ

ค่าเสียโอกาสนี้ไม่ใช่ค่าใช้จ่ายที่เป็นตัวเงินแต่เป็นผลประโยชน์แอบแฝงที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์หรือนักลงทุนที่ไม่ได้รับสิทธิในการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก หรือ มีโอกาสจะได้รับแต่ต้องสูญเสียไปในกระบวนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ในกระบวนการตัดสินใจภายใต้ความไม่สมมาตรทางข้อมูลฯ อย่างไรก็ตาม ในบางกรณีที่ราคาเสนอขายหลักทรัพย์ครั้งแรกอาจอยู่สูงกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น ซึ่งก็จะมีผลให้ค่าเสียโอกาสตามคำจำกัดความนี้มีค่าติดลบได้ (ราคาเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก)

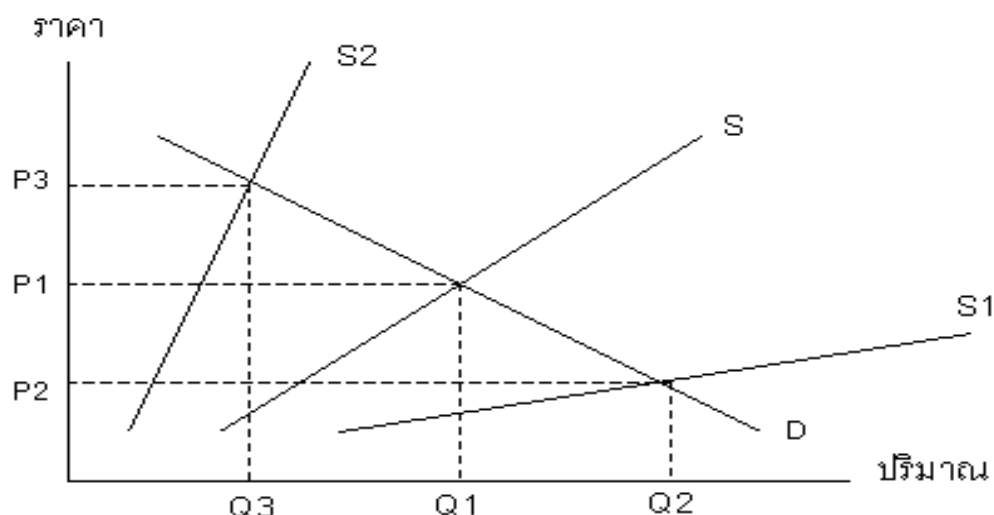
2.2.3 ทฤษฎี Buffer Stock มูลภัณฑ์กันชน

เป็นนโยบายที่ใช้รักษาเสถียรภาพของราคาสินค้าโดยมีหลักการ คือ การรับซื้อผลผลิตเก็บไว้ เมื่อผลผลิตออกสู่ตลาดมากกว่าความต้องการซื้อทำให้ราคาตกต่ำ และระบายผลผลิตออก

สู่ตลาดเมื่อผลผลิตมีน้อย ทำให้ราคาของผลผลิตมีราคาที่สูงขึ้น สินค้าที่เก็บไว้ถือว่าเป็นสินค้ากันชน (Buffer) ระหว่างช่วงที่ราคาสูงและราคาต่ำซึ่งแสดงได้ดังภาพ³

ภาพที่ 2.1

ลักษณะการดำเนินงานของมูลภัณฑ์กันชน



จากรูป เส้นอุปสงค์และเส้นอุปทาน คือ เส้น D และ S ตามลำดับ ที่ระดับราคา OP1 ปริมาณสินค้าที่เสนอขายเท่ากับปริมาณสินค้าที่เสนอซื้อเท่ากับ OQ1 ต่อมาเมื่อผลผลิตเพิ่มขึ้นอาจเป็นเพราะสภาพ ดิน ฟ้า อากาศ หรือเหตุผลอื่น ๆ ทำให้มีสินค้าออกมาสู่ตลาดมากขึ้น เช่น เท่ากับ OQ2 ซึ่งเป็นการผลิตบนเส้นอุปทาน S1 ดังนั้นหากว่าอุปสงค์ยังเท่าเดิม ราคาจะลดลงอยู่ที่ OP2 แต่ถ้าต้องการให้ราคาอยู่ที่ OP1 ก็สามารถทำได้โดยเอาปริมาณสินค้าเท่ากับ Q1 , Q2 ออกไปจากออกไปจากตลาดโดยซื้อเก็บไว้ ดังนั้นแม้ว่าผลผลิตจะเพิ่มมากขึ้นแต่ราคาก็ยังคงเท่าเดิม คือ เท่ากับ OP1 แต่กรณีที่ผลผลิตมีน้อยจนเส้นอุปทานลดลงเป็นเส้น S2 ปริมาณการผลิตลดลงเหลือเพียง OQ3 ทำให้ราคาสูงขึ้นเป็น OP3 ถ้าต้องการรักษาราคาไว้ที่ระดับเดิม คือ ที่ OP ก็ต้องระบายสินค้าออกสู่ตลาดเท่ากับ Q3 , Q1 ราคาก็จะลดลงมาอยู่ที่ระดับราคา

ปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์อนุญาตให้มีการใช้ Green Shoes Option ซึ่งมีหลักการเดียวกันกับมูลภัณฑ์กันชน รายละเอียดจะกล่าวในบทที่ 4

³ Burton G. Malkiel. A random walk down Wall Street : the time tested strategy for successful investing. W.W.Norton & Company, Inc. 2007

2.3 วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

“การศึกษาผลการดำเนินงานของหลักทรัพย์เสนอขายให้แก่สาธารณชนครั้งแรก: พฤติกรรมระยะยาวในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” ของศิริรัตน์ ชุณหวิจิตร, มณฑล ศานติวงศ์สกุล และอำนาจ เทียนชัยอนันต์(2539)⁴ ได้ทำการศึกษาการเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนจากการดำเนินงานในระยะเวลา 3 ปี ของบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระหว่างปี 2530-2534 เป็นจำนวนทั้งสิ้น 123 บริษัท โดยศึกษาผลตอบแทนจากการดำเนินงาน ด้วยการวิเคราะห์จากอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการวัดความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท จำนวน 3 อัตราส่วน คือ (1) ผลตอบแทนจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์ (Operating Return on Asset) (2) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์ (Free Cash Flow Deflated by Total Asset) และ (3) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Asset Turnover) และนำผลตอบแทนจากการดำเนินงานหลังเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกจำนวน 3 ปี มาเปรียบเทียบกับผลตอบแทนจากการดำเนินงานก่อนที่จะทำการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ว่ามีการลดลงของผลตอบแทนจากการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่า บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ในช่วงปี 2530-2534 มีการลดลงของผลตอบแทนจากการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ

เมื่อแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็น 2 กลุ่ม โดยใช้ค่ากลางของสัดส่วนการถือหุ้นของเจ้าของบริษัทเดิม (Ownership Retention) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการดำเนินงานหลังเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกกับสัดส่วนการถือหุ้นของเจ้าของบริษัทเดิม การศึกษาพบว่า ไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทน จากการดำเนินงาน ภายหลังเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกกับสัดส่วนการถือหุ้นของเจ้าของเดิม

⁴ ศิริรัตน์ ชุณหวิจิตร, มณฑล ศานติวงศ์สกุล และอำนาจ เทียนชัยอนันต์. "การศึกษาผลการดำเนินงาน ของหลักทรัพย์เสนอขายให้แก่สาธารณชน ครั้งแรก : พฤติกรรมระยะยาวในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย". วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต สาขาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. 2539

นอกจากนั้น เมื่อแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็น 2 กลุ่ม โดยใช้ค่ากลางของการตั้งราคาต่ำ (Under pricing) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทน จากการดำเนินงานหลังเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกกับการตั้งราคาต่ำ การศึกษาพบว่าไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากการดำเนินงานภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกกับการตั้งราคาต่ำ

“การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดแรกต่อประชาชน: พฤติกรรมการกำหนดราคาและอัตราผลตอบแทน” ของ สเก็ดดาว ชีอวัณนะ (2536)⁵ ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยในการกำหนดราคาเสนอขายหุ้นใหม่ โดยได้รวบรวมตัวแปรต่างๆ ที่คาดว่าจะมีผลต่อการตั้งราคาตามทฤษฎีทางการเงิน การรวบรวมข้อมูลจากการพูดคุยกับที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อนำมาประมาณค่าในสมการถดถอย (Regression Equation) เพื่อหาตัวแปรที่มีผลต่อการตั้งราคาอย่างมีนัยสำคัญ โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี 2530-2534 ซึ่งจากการศึกษาพบว่า

ปัจจัยที่มีส่วนกำหนดราคาเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ คือ กำไรต่อหุ้น ขนาดของสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ขนาดการกระจายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก และสภาวะตลาด โดยตัวแปรที่มีผลต่อการกำหนดราคาเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกมากที่สุดคือ กำไรต่อหุ้นโดยมีค่าความยืดหยุ่นต่อราคาสูงถึง 0.50 ในขณะที่สภาวะตลาดเป็นปัจจัยที่รองลงมาคือ มีค่าความยืดหยุ่นเท่ากับ 0.32

อัตราผลตอบแทนแรกเริ่มของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกพบว่า หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกให้อัตราผลตอบแทนแรกเริ่มในอัตราที่สูงมาก โดยมีอัตราสูงสุด คือร้อยละ 41.50 ต่อเดือน และเมื่อถือหลักทรัพย์จนถึงหนึ่งปี จะเหลือร้อยละ 5

“New-Issue Stock Price Behavior” ในปี ค.ศ.1972 ของ McDonald และ Fisher⁶ ได้ทำการศึกษาพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายให้ประชาชนเป็นครั้งแรกในช่วงเดือนมกราคม 1969 - มีนาคม 1970 โดยใช้หุ้นสามัญจำนวน 142 หลักทรัพย์ โดยการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ย มีสมมติฐานว่า “ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อ

⁵ สเก็ดดาว ชีอวัณนะ. “การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดแรกต่อประชาชน: พฤติกรรมการกำหนดราคาและอัตราผลตอบแทน”. วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2536.

⁶ J.G. McDonald and A.K. Fisher. “New-Issue Stock Price Behavior” Journal of Finance (Mach 1972) : 97-102

ประชาชนครั้งแรกเท่ากับ 1” หมายความว่า หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก และหลักทรัพย์ที่มีในตลาดมีความเสี่ยงที่เท่ากัน ซึ่งจากทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) คำนวณได้ดังนี้

$$R_{jt} = a_j + b_j R_{mt} + e_{jt}$$

โดยสมมติว่า $a_j = 0$ และ $b_j = 1$ จะได้สมการรูปแบบใหม่ดังนี้

$$U_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

จากนั้นนำมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ยได้จากสมการ

$$\bar{U}_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N U_{jt}$$

จากผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนส่วนเกินใน 1 สัปดาห์แรกหลังจากที่มีการเสนอขายให้กับประชาชนเท่ากับร้อยละ 28.5 แต่หลังจากที่เข้าไปลงทุนหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกภายหลัง 1 สัปดาห์และถือไปจนถึง 1 ปี จะได้รับอัตราผลตอบแทนร้อยละ -18.1 หรือ การลงทุนหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกภายหลัง 1 เดือนและถือไปจนถึง 1 ปี จะได้รับอัตราผลตอบแทนร้อยละ -19.8 ซึ่งหลักจากหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่ได้เข้าไปทำการซื้อขายในตลาดแล้วจะไม่มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินเลย จะเห็นได้ว่าการปรับราคาไปสู่ราคาที่เหมาะสมจะเป็นภายใต้ข่าวสารต่างๆ ที่นักลงทุนมีอยู่ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Capital Market)

ดังนั้นจากกล่าวได้ว่างานของ McDonald และ Fisher ได้ค้นพบว่า นักลงทุนที่ลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก จะได้รับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินสูงมากในสัปดาห์แรกหลังจากที่เสนอขายต่อประชาชน หลังจากนั้นจะค่อยๆ ปรับตัวตามข่าวสารต่างๆ และเมื่อสิ้นปีที่ 1 จะพบว่านักลงทุนจะได้รับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกไม่แตกต่างจากการลงทุนในหลักทรัพย์อื่นๆ ในตลาดหลักทรัพย์

“The effect of the Secondary Market on the Pricing of Initial Public Offering: Theory and Evidence” ในปี ค.ศ.1992 ของ Mauer และ Senbet⁷ ได้ทำการศึกษาเพื่อหาวิธีการในการตั้งราคาและถ้านักลงทุนสามารถเข้าถึงตลาดแรกได้มากขึ้นจะทำให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินลดลงเรื่อยๆ โดยเชื่อว่าตลาดแรกและตลาดรองมีการแบ่งแยกกันอย่างชัดเจนและมีเพียงนักลงทุนบางกลุ่มเท่านั้นที่สามารถเข้าไปซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกในตลาดแรกได้ ในขณะที่นักลงทุนทุกคนสามารถเข้ามาซื้อขายในตลาดรองได้ จากลักษณะเช่นนี้ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินขึ้น และถ้านักลงทุนสามารถเข้าถึงตลาดแรกได้มากขึ้นจะทำให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินลดลงเรื่อยๆ ในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ใหม่จาก 3 แห่งในประเทศสหรัฐอเมริกา คือ The National Association of Securities Dealers Automatic Quotations (NASDAQ), The American Stock Exchange (NYSE) และ The New York Stock Exchange (NYSE) ในช่วงปี ค.ศ. 1977-1984 คิดเป็นจำนวน 1,002 ตัวอย่าง โดยมีลักษณะแบบจำลองดังนี้

$$IR_j = \alpha_0 + \alpha_1 BETA_j + \alpha_2 RESRISK_j + \alpha_3 SIZE_j + \alpha_4 AGE_j + \alpha_5 HOT_j + \alpha_6 HOTOIL_j + \sum_{i=1}^{16-1} \gamma_i INDUM_{ij} + \eta_j$$

เมื่อ	IR_j	= ผลตอบแทนเริ่มแรก (Initial Returns) ของหลักทรัพย์ j
	$BETA_j$	= ความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ j
	$RESRISK_j$	= ความเสี่ยงที่ไม่เป็นระบบของหลักทรัพย์ j
	$SIZE_j$	= มูลค่าการเสนอขายหลักทรัพย์ j ต่อประชาชน
	AGE_j	= อายุของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ j
	HOT_j	= ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดย
	$HOT_j = 1$	ถ้าช่วงเวลาที่เสนอขายเป็นช่วงภาวะตลาดคึกคัก
	$HOT_j = 0$	ถ้าช่วงเวลาที่เสนอขายเป็นช่วงภาวะตลาดปกติ
	$HOTOIL_j$	= ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดย

⁷ David C. Mauer and Lemma W. Senbet, “The effect of the Secondary Market on the Pricing of Initial Public Offering : Theory and Evidence,” Journal of Finance and Quantitative Analysis (March 1992) : 55-79 .

$HOTOIL_j = 1$ ถ้าเป็นหลักทรัพย์ที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมน้ำมันและก๊าซ
 $HOTOIL_j = 0$ ถ้าเป็นหลักทรัพย์ที่อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมอื่นๆ
 $INDUM_{ij}$ = ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ของหลักทรัพย์ j โดย $INDUM_{ij}$
 จะเท่ากับ 1 เมื่อหลักทรัพย์ j อยู่ในหมวดอุตสาหกรรมลำดับที่ i

โดยคาดหวังว่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร $BETA_j$, $RERISK_j$, HOT_j , และ $HOTOIL_j$ จะมี
 เครื่องหมายเป็นบวก และ สัมประสิทธิ์ของตัวแปร $SIZE_j$ และ AGE_j จะมีเครื่องหมายเป็นลบ โดย
 ตัวแปรทั้งสองตัวนี้เป็นตัวแปรของความสามารถในการเข้า (Accessibility) ถึงตลาดแรกของนัก
 ลงทุน กล่าวคือ ถ้ามูลค่าหลักทรัพย์ในการเสนอขายมีมูลค่าสูง มักจะทำให้ถูกรับประกันการ
 จำหน่ายโดยที่ปรึกษาทางการเงินขนาดใหญ่ จึงจะสามารถกระจายหลักทรัพย์ได้มาก ในทางตรง
 ข้าม หากมูลค่าหลักทรัพย์ในการเสนอขายมีมูลค่าต่ำ หมายความว่า บริษัทที่จดทะเบียนจะเป็น
 บริษัทออกหลักทรัพย์เล็กๆ ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินจะไม่เสี่ยงที่จะทำการรับประกันการจำหน่าย
 ของบริษัทเหล่านี้ ดังนั้น บริษัทที่จะรับประกันการจำหน่ายของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ขนาดเล็ก
 จึงมักเป็นที่ปรึกษาทางการเงินขนาดเล็ก ซึ่งมีเครือข่ายไม่มาก ทำให้การกระจายหลักทรัพย์อยู่ใน
 วงจำกัด และเมื่อนักลงทุนส่วนใหญ่สามารถเข้าถึงตลาดแรกได้ นักลงทุนที่ได้ซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอ
 ขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นก็ได้รับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่สูง จึงทำให้ความสัมพันธ์
 ระหว่างอัตราผลตอบแทนส่วนเกินกับมูลค่าการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้ง
 แรกมีค่าเป็นลบ นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังคาดว่า สำหรับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่มีอายุนั้น
 ถือว่ามั่นคงในระดับหนึ่ง การลงทุนในหลักทรัพย์นั้นจึงคล้ายกับการลงทุนในบริษัทที่มีในตลาดอยู่
 แล้ว กล่าวคือ สามารถทดแทนกันได้ ทำให้การลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มนี้จึงมีผลตอบแทนไม่มาก
 นัก ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนส่วนเกินกับตัวแปร AGE_j จึงมีค่าเป็นลบ

“A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution
 Services for New Issues” ของ David P. Baron (1982)⁸ ได้ทำการสร้างแบบจำลองบนพื้นฐาน
 ของความไม่เท่าเทียมกันในข่าวสารข้อมูล โดยกล่าวถึงหน้าที่หลักของวาณิชธนกร 3 ประการ คือ
 รับประกันการจำหน่าย, ให้คำปรึกษา และกระจายหุ้น ซึ่งบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อาจเลือกให้
 วาณิชธนกรทำหน้าที่เพียงหน้าที่ใดหน้าที่หนึ่งหรืออาจทำหน้าที่ทั้งหมดก็เป็นได้ ถ้าบริษัทผู้ออก

⁸ David P. Baron, “A Model of the Demand for Investment Banking Advising
 and Distribution Services for New Issues.” The Journal of Finance 37 (September 1982) :
 955-976.

หลักทรัพย์มีข่าวสารในตลาดทุนเป็นอย่างไรดี ทราบถึงความต้องการในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกของตลาดรอง ทราบถึงขั้นตอนต่างๆ ในการกระจายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อาจทำหน้าที่ทั้ง 3 ประการข้างต้นเอง หรือทราบข่าวสารเกี่ยวกับบริษัทดีกว่าก็อาจจะทำการตั้งราคาเองและให้วาณิชธนกรเป็นเพียงผู้กระจายหุ้นเพียงอย่างเดียว

แต่ถ้าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ไม่มีความรู้เรื่องการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่เลย บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ก็อาจเลือกให้วาณิชธนกรเป็นผู้ดำเนินการทั้งหมดเลย แต่โดยทั่วไปแล้วมักจะพบว่าวาณิชธนกรมีข่าวสารข้อมูลในตลาดมากกว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ อีกทั้งยังสามารถใช้ความมีชื่อเสียงของตนก่อให้เกิดความต้องการหลักทรัพย์ใหม่ได้ จึงพบว่า โดยส่วนใหญ่แล้วบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะให้วาณิชธนกรเป็นผู้ดำเนินการทั้งหมดในการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ ด้วยเหตุผลนี้เองบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จึงจำเป็นต้องจ่ายค่าชดเชยให้กับวาณิชธนกรในรูปของการยินยอมให้ตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกต่ำกว่าที่ควรจะเป็นสำหรับเป็นค่าตอบแทนในการใช้ข่าวสารข้อมูล ซึ่งส่วนลดของราคานี้จะเป็นส่วนเพิ่มให้กับความแปรปรวนของความต้องการในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก กล่าวคือ ถ้าความต้องการในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกมีความไม่แน่นอนสูง ส่วนลดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกก็จะสูงตามไปด้วย ในทางตรงข้ามถ้าความต้องการในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกไม่แปรปรวนมากนัก ส่วนลดนี้ก็จะไม่สูงมาก

จากเหตุผลดังกล่าวนี้เองที่ทำให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ใหม่ได้ส่วนลดที่มากกว่าหลักทรัพย์เพิ่มทุนที่เคยผ่านการกระจายหุ้นในตลาดแรกมาแล้ว เนื่องจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ใหม่มีข้อมูลข่าวสารในตลาดทุนน้อยกว่าผู้ออกหลักทรัพย์เพิ่มทุนที่เคยผ่านการกระจายหุ้นในตลาดแรกแล้ว ส่งผลให้ความต้องการใช้บริการวาณิชธนกรสูง อีกทั้งความต้องการในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกมีความไม่แน่นอนสูง จึงมีผลทำให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ต้องยอมรับการตั้งราคาที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

“Secondary Stock Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia” ของ Steven M. Dawson (1987)⁹ ได้ทำการทดสอบถึงพฤติกรรมของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่เข้ามาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ 1 ปี ในช่วงปี

⁹ Steven M. Dawson, “Secondary Stock Market Performance of Initial Public Offers, Hong Kong, Singapore and Malaysia : 1978-1984, Journal of Business Finance and Accounting 14 (Spring 1987) : 65-76.

1978-1984 ในประเทศฮ่องกง สิงคโปร์ และมาเลเซีย ผลการทดสอบ พบว่า สำหรับประเทศฮ่องกงนั้นมีอัตราผลตอบแทนแรกเริ่ม อันมีผลมาจากการตั้งราคาต่ำเท่ากับร้อยละ 13.8 แต่เมื่อเวลาผ่านไป ราคาจะค่อยๆ ปรับตัวลง เมื่อเทียบกับราคาที่เขาซื้อขายในเดือนที่ 9 และ 12 ลดลงถึงร้อยละ 5.5 และ 9.3 ตามลำดับ แต่อย่างไรก็ตาม จากการใช้ t-value เพื่อทดสอบนัยสำคัญทางสถิติ พบว่าไม่มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินใดที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ จึงสอดคล้องกับสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis)

สำหรับประเทศสิงคโปร์ อัตราผลตอบแทนแรกเริ่มของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก เท่ากับร้อยละ 39.4 จากการศึกษาหลังจากเข้ามาทำการซื้อขายในตลาดรองแล้วค่อนข้างผันผวน เมื่อเทียบกับราคาที่เขาซื้อขายในวันแรก แต่ก็ไม่มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินใดที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ จึงสอดคล้องกับสมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพ

ในกรณีประเทศมาเลเซีย แตกต่างจากประเทศฮ่องกง และสิงคโปร์ โดยประเทศมาเลเซียมีอัตราผลตอบแทนแรกเริ่มของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกสูงมากถึงร้อยละ 166.6 และพฤติกรรมหลักทรัพย์ที่เขาซื้อขายในตลาดรอง พบว่า อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเฉลี่ยเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ โดยในวันที่สองเพิ่มขึ้นจากวันแรกเท่ากับร้อยละ 0.9 ในหนึ่งสัปดาห์ต่อมา เพิ่มขึ้นจากวันแรกเท่ากับร้อยละ 6.2 และหนึ่งปีต่อมาสูงขึ้นถึงร้อยละ 18.2 ดังนั้นในการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกของตลาดมาเลเซียจึงไม่ได้สะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ แต่อย่างไรก็ตาม Dawson ได้กล่าวไว้ว่ากรณีของประเทศมาเลเซียมีสิ่งที่น่าสนใจเกิดอยู่บางประการคือ ไม่สามารถหาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ที่เป็นตัวแทนของตลาดทั้งหมดได้ ซึ่งต่างจากกรณีของประเทศฮ่องกง และสิงคโปร์

โดยสรุปอาจกล่าวได้ว่า อัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่เกิดขึ้นในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกของทั้งสามประเทศนั้น ประเทศมาเลเซียเป็นประเทศที่ให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินสูงที่สุด โดยสูงถึงร้อยละ 166.6 และผลการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดพบว่า ตลาดของประเทศฮ่องกง และสิงคโปร์ เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ ในขณะที่ประเทศมาเลเซียเป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ แต่เป็นการสรุปภายใต้ข้อสังเกตที่ว่า ไม่มีดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ที่เป็นตัวแทนของตลาดทั้งหมดของการเปลี่ยนแปลงภาวะตลาดรอง