

บทที่ 4

การนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก หรือตลาดแรก

การนำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หรือหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้น ตามข้อกำหนดบังคับของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) และ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย¹ ได้กำหนดว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่มีความประสงค์จะทำการเสนอขายหลักทรัพย์เพิ่มทุนให้แก่ประชาชนเป็นครั้งแรกจะต้องมีที่ปรึกษาทางการเงินซึ่งได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และมีความเป็นอิสระจากบริษัทผู้ยื่นคำขอร่วมจัดทำคำขอด้วย จะต้องดำเนินการแปรสภาพให้เป็นบริษัทมหาชนจำกัดก่อน ภายใต้พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ซึ่งพระราชบัญญัติฉบับนี้จะเป็นตัวบทกฎหมายที่สำคัญที่ใช้ในการคุ้มครองผลประโยชน์ผู้ถือหุ้น

ดังนั้นจะเห็นได้ว่าในทางปฏิบัติ ประเด็นแรกที่มีความสำคัญมากคือ ที่ปรึกษาทางการเงินที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาด

¹เนื่องด้วยประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่เกี่ยวกับการออกและการเสนอขายหลักทรัพย์ได้กำหนดให้การให้คำปรึกษา ให้ความเห็น และจัดเตรียมเอกสารต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับเรื่องดังกล่าวเพื่อยื่นต่อสำนักงาน ก.ล.ต. ต้องมี ที่ปรึกษาทางการเงิน ซึ่งเป็นบุคคลที่อยู่ในบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบเป็นผู้ร่วมจัดทำเอกสารหรือให้ความเห็นที่เกี่ยวกับการออกและการเสนอขายหลักทรัพย์ นอกจากนี้ พรบ. หลักทรัพย์ฯ และประกาศคณะกรรมการ ก.ล.ต. ในส่วนที่เกี่ยวข้องกับเรื่องดังกล่าวยังได้กำหนดให้ผู้สอบบัญชีที่ลงลายมือชื่อในรายงานการตรวจสอบงบการเงินของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ต้องเป็น ผู้สอบบัญชีที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. รวมถึงกรณีการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับประเมินมูลค่าทรัพย์สินต่อประชาชน ภายใต้ พรบ. หลักทรัพย์ฯ จะต้องกระทำโดย บริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สิน ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงาน ก.ล.ต. ให้เป็นบริษัทประเมินมูลค่าทรัพย์สินเพื่อวัตถุประสงค์สาธารณะ ทั้งนี้ บริษัทต้องขอความเห็นชอบบุคคลเพื่อเป็นผู้ประเมินหลักที่สามารถลงลายมือชื่อในรายงานการประเมินมูลค่าทรัพย์สินเพื่อวัตถุประสงค์ดังกล่าวด้วย

หลักทรัพย์ (ดูรายชื่อที่ปรึกษาทางการเงินที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้ที่ www.sec.or.th)

ที่ปรึกษาทางการเงินมักจะให้บริการควบคู่กันไปกับการเป็นบริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย หรือรับประกันการจัดจำหน่าย บางครั้งที่ปรึกษาทางการเงินเป็นบริษัทหนึ่ง แต่บริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย อาจจะเป็นอีกบริษัทหนึ่งก็ได้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความสัมพันธ์ การคิดค่าบริการที่ปรึกษา ค่าบริการการรับประกันการจัดจำหน่าย หรือแล้วแต่ความพอใจของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เองก็ได้ ไม่ได้มีกฎเกณฑ์ที่แน่ชัดในตลาดแรกนี้ แต่ที่นิยมปฏิบัติในตลาดแรกมักจะทำคู่กันไปด้วย เนื่องจากการประกอบธุรกิจหลักทรัพย์ที่ปรึกษาทางการเงิน การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์สามัญเพิ่มทุน นั้นจะมีความสัมพันธ์กับบริษัททางเครือข่าย

วัตถุประสงค์ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ในการขายหลักทรัพย์เพิ่มทุนให้แก่ประชาชนเป็นครั้งแรก จะแตกต่างกันไป เช่น เพื่อที่ต้องการขยายโครงการการลงทุน เพื่อที่จะใช้ชำระหนี้และเป็นเงินทุนหมุนเวียน ฯลฯ ทั้งนี้จะมีการกำหนดไว้อย่างชัดเจนในขั้นตอนการยื่นคำขอเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนกับ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และจะต้องชี้แจงไว้ในหนังสือชี้ชวนของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ บางครั้งการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกก็ไม่ได้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ที่แจ้งไว้กับสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งมีเพียงส่วนน้อยมาก ความเป็นจริงจะเริ่มปรากฏออกมาหลังจากที่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ได้ช่วงระยะเวลาหนึ่ง ผลประกอบการจะเริ่มแยจนถึงขั้นขาดทุน เช่น บริษัทต่างชาติเข้ามาซื้อกิจการในประเทศไทยและไม่ต้องการที่จะดำเนินการต่อ ได้เข้ามาปรึกษากับที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อนำหลักทรัพย์ออกขาย เป็นต้น

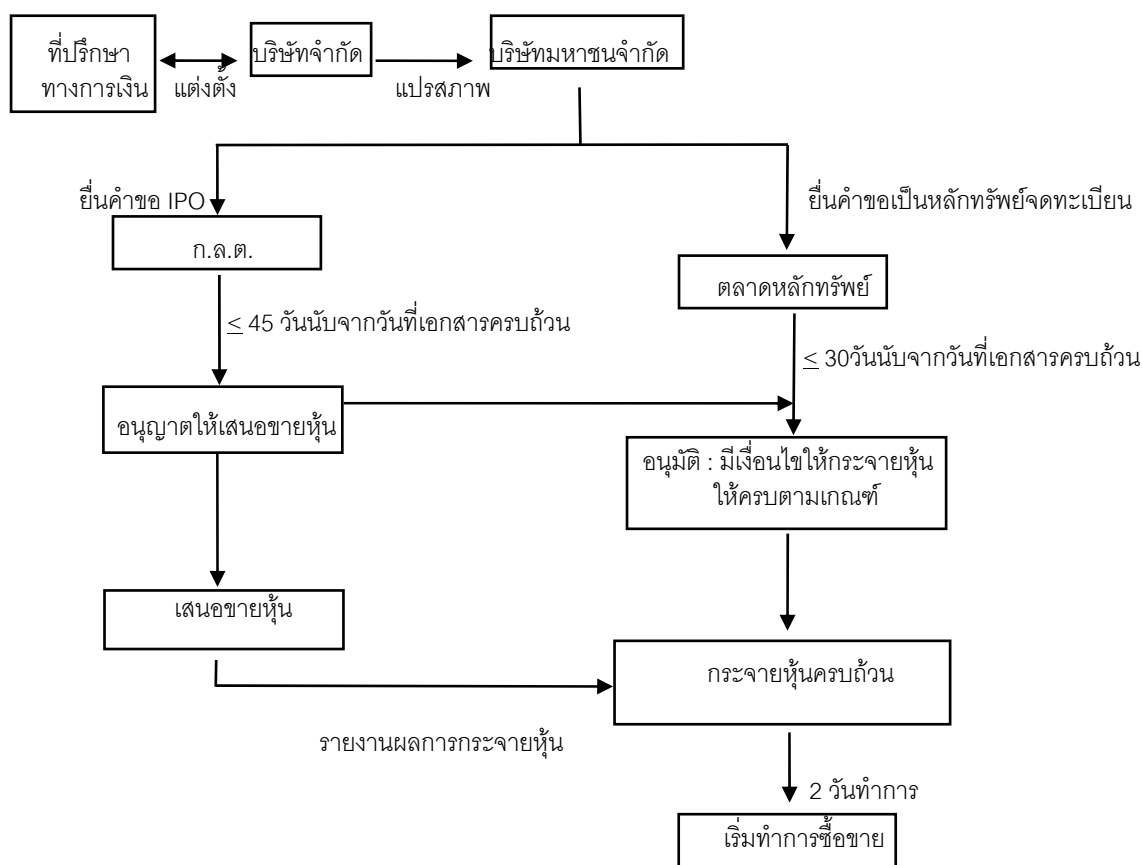
กรณีนี้ขึ้นอยู่กับข้อมูลทางบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เปิดเผยว่าจะเป็นความจริงมากน้อยอย่างไร ทางบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะเป็นผู้ที่รู้ความจริงทั้งหมดและรู้ว่าอนาคตของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เป็นอย่างไร ทำให้เกิดความไม่สมมาตรทางข้อมูล Asymmetric Information ตั้งแต่ก่อนการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก (ข้อสังเกตบางประการจากประสบการณ์ในวงการหลักทรัพย์และจากการสัมภาษณ์ผู้ที่ทำหน้าที่ที่ปรึกษาทางการเงินคือ ก่อนที่จะจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก นั้นควรหาข้อมูลย้อนหลังว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นมีการเปลี่ยนที่ปรึกษาทางการเงินหรือไม่ อย่างไร ความน่าเชื่อถือของผู้บริหาร การเปลี่ยนตัวผู้บริหารก่อนการเสนอขายหรือก่อนการแปรสภาพบริษัท มหาชน จำกัด ระยะเวลาการเตรียมการก่อนที่จะเข้าทำกรณียกขต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ใช้เวลาอย่างน้อยอย่างไร เป็นต้น)

การเกิดความไม่สมมาตรทางข้อมูลเป็นกระบวนการที่ทำให้เกิดการบิดเบือนของตลาด และมักจะเกิดขึ้นบ่อยครั้งในตลาดแรก ทำให้ราคาไม่ได้สะท้อนถึงตลาดที่มีประสิทธิภาพ Market Efficiency ทั้งนี้จะกล่าวแทรกไว้ในส่วนต่างๆต่อไป

4.1. ภาพรวมของการเตรียมการและขั้นตอนในการดำเนินการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

ภาพที่ 4.1

แผนภาพขั้นตอนการดำเนินการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์



การที่บริษัทจำกัดจะสามารถระดมเงินทุนจากประชาชนได้จะต้องดำเนินการแปรสภาพให้เป็นบริษัทมหาชนจำกัดก่อนภายใต้พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 โดยพระราชบัญญัตินี้ดังกล่าวจะเป็นเครื่องมือสำคัญที่จะคุ้มครองผลประโยชน์ของประชาชนผู้ถือหุ้น

ในการยื่นคำขอจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ บริษัทอาจยื่นคำขอภายหลังจากรับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. และเสนอขายหุ้นต่อประชาชนแล้ว หรืออาจยื่นคำขอต่อสำนักงาน ก.ล.ต. และตลาดหลักทรัพย์พร้อมกันก็ได้ (ยื่นแบบคู่ขนาน) ตามข้อบังคับของตลาด

หลักทรัพย์กำหนดไว้ว่าตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณารับหุ้นสามัญเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนให้เสร็จสิ้นภายใน 30 วันนับจากวันที่ตลาดหลักทรัพย์ได้รับเอกสารประกอบแบบคำขอและข้อมูลที่เป็นครบถ้วน แต่ในทางปฏิบัติตลาดหลักทรัพย์สามารถดำเนินการให้แล้วเสร็จภายใน 10 วันนับจากวันที่ได้รับเอกสารครบถ้วนจากผู้ยื่นคำขอ และเมื่อได้รับเอกสารและรายงานการกระจายหุ้นครบถ้วนแล้ว ตลาดหลักทรัพย์จะกำหนดวันเริ่มซื้อขายภายใน 2 วันทำการถัดไป

4.2. องค์ประกอบสำคัญของตลาดหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก

4.2.1 ที่ปรึกษาทางการเงิน

ที่ปรึกษาทางการเงินจะเป็นผู้ให้บริการอย่างหนึ่ง เป็นตัวกลางเชื่อมโยงระหว่างบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ และ นักลงทุน เป็นผู้ให้ความสะดวกในการซื้อขายกันในตลาดแรกให้เกิดขึ้นได้ตามกฎระเบียบความถูกต้อง มีส่วนที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกและปริมาณหลักทรัพย์ที่จะเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นๆ

โดยทั่วไปแล้วที่ปรึกษาทางการเงินมักจะหาบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เข้ามาเป็นลูกค้าของตนเอง แทนที่จะรอให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เดินเข้ามาหาเอง โดยอาศัยความได้เปรียบจากระบบการทำงานเครือข่ายบริษัทแม่บริษัทลูกที่ติดต่อกับลูกค้าของบริษัท กรณีตัวอย่างเช่น ลูกค้าของธนาคารเป็นลูกค้าชั้นดี มีความต้องการขยายการลงทุนของบริษัทฯ เมื่อทำการกู้เงินเพิ่มอาจจะกระทบต่อสัดส่วนหนี้สินต่อทุน ทางธนาคารซึ่งมีเครือข่ายจะแนะนำให้บริษัทฯ เข้าระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์อีกทางหนึ่งผ่านที่ปรึกษาในเครือของธนาคารหรือสถาบันการเงิน หรือบริษัทหลักทรัพย์ที่มีธุรกิจที่ปรึกษาทางการเงินและจำหน่ายหลักทรัพย์ จะมีการจูงใจพนักงานของตนด้วยผลตอบแทนหากมีการแนะนำลูกค้ามา

หน้าที่และบทบาทที่สำคัญของที่ปรึกษาทางการเงินก็คือ ทำให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์สามารถขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นได้ในราคาที่ต้องการ บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายสามารถขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายได้ครบตามจำนวน ในขณะที่นักลงทุนผู้จองซื้อหลักทรัพย์จะได้รับกำไรจากส่วนต่างราคาหรือCapital Gain หลังเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แล้ว (โดยทั่วไปนักลงทุน บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ทั้งที่เข้าจดทะเบียนแล้วหรือที่มีแนวโน้มจะเข้ามาในตลาดแรก มักจะพิจารณาราคาหลังเข้าทำการซื้อขายในวันแรก หรือมากที่สุดคือ 1 ปี ความสำเร็จของที่ปรึกษามักจะดูจากขั้นตอนเริ่มต้นจนถึงราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอ

ขายต่อประชาชนครั้งแรก หลังจากนั้นในตลาดรองหรือตลาดหลักทรัพย์ราคาซื้อขายจะเป็นผลงานของบริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย)

ก่อนยื่นคำขอกระจายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกต่อสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ที่ปรึกษาทางการเงินจะต้องมีการปรับปรุงภายในบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้มีความน่าสนใจ มีความถูกต้องตามกฎระเบียบต่างๆก่อน ไม่ว่าจะเป็นเรื่องของทุนจดทะเบียน จำนวนหุ้นทั้งหมดที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกจำนวนเท่าไรจึงจะเหมาะสม สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นใหญ่แต่ละรายที่มีอำนาจในการบริหารของบุคคลต่างๆให้เหมาะสม และหลักทรัพย์ที่มีระยะเวลาการห้ามขาย (Silence Period) โดยมากจะกำหนดไว้เป็นระยะเวลา 1 ปี หลังจากเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

ส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมที่ทำการขายออกเป็นหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกมักจะเป็นบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ขนาดใหญ่หรือบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่มีภาครัฐเข้ามาถือหุ้น ราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกจึงเป็นสิ่งที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้ความสำคัญมาก เมื่อขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่ถือออกไปแล้วมักจะดำรงสัดส่วนที่เหลือทั้งหมดไว้ ไม่ได้นำออกขายในตลาดรองอีกต่อไป

ส่วนของหลักทรัพย์เพิ่มทุนก่อนยื่นคำขอต่อสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ การเพิ่มทุนในส่วนนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อที่ต้องการระดมเงินเข้ามาเพื่อให้เกิดสภาพคล่องในบริษัทเป็นหลัก หรือเพื่อที่จะทำให้อัตราส่วนทางการเงินดีขึ้น

แต่ในบางกรณี การเพิ่มทุนดังกล่าวที่ปรึกษาทางการเงินและแกนนำจำหน่ายจะใช้เป็นวิธีการตอบแทนนักลงทุนรายใหญ่ที่ซื้อขายหลักทรัพย์ผ่านบริษัทฯ โดยคิดในราคาหลักทรัพย์เพิ่มทุนที่ราคามูลค่าหลักทรัพย์ที่ตราไว้หรือราคาที่ต่ำกว่าราคาจริงของซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก โดยมีเงื่อนไขของหลักทรัพย์ที่มีระยะเวลาการห้ามขาย 1 ปี และสามารถทยอยขายได้ตามสัดส่วนที่กำหนด ทั้งนี้ที่ปรึกษาทางการเงินและบริษัทหลักทรัพย์แกนนำการจัดจำหน่ายอาจจะต้องรับรองเรื่องของราคาที่จะขายได้ในตลาดรองหลังจากพ้นกำหนดเงื่อนไขระยะเวลาห้ามขาย นักลงทุนที่เข้ามาจองซื้อหลักทรัพย์ในส่วนนี้จะเป็นนักลงทุนที่ใกล้ชิดกับนักวิเคราะห์เป็นจำนวนมากและสามารถวิเคราะห์ประเมินภาวะตลาดและมูลค่าพื้นฐานได้ มักจะได้รับจัดสรรจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นในราคาจองซื้อจำนวนมากควบคู่กันไปด้วย

ทั้งนี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Mauer และ Senbet² ที่ได้ศึกษาถึงทฤษฎีและการศึกษาเชิงประจักษ์เพื่อหาความสัมพันธ์บาทของตลาดรองในการตั้งราคาหลักทรัพย์ใหม่ ทั้งสองเชื่อว่าตลาดแรกและตลาดรองมีการแบ่งแยกกันอย่างเด่นชัด (Segmented Market) กล่าวคือ มีเพียงนักลงทุนบางกลุ่มเท่านั้นที่สามารถเข้าไปซื้อขายในตลาดแรกได้ สำหรับในกรณีนี้ก็คือลูกค้ารายใหญ่ของบริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย ในขณะที่นักลงทุนทุกคนสามารถเข้าไปทำการซื้อขายในตลาดรองได้ ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินขึ้นทันที

บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายให้กับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เหล่านี้จึงมักจะเป็นที่ปรึกษาทางการเงินขนาดเล็กซึ่งมีเครือข่ายไม่มาก การกระจายหุ้นจึงทำได้เฉพาะวงแคบๆ และเมื่อนักลงทุนส่วนใหญ่ไม่สามารถเข้าถึงตลาดแรกได้ นักลงทุนที่ได้รับสิทธิพิเศษก็จะได้รับผลตอบแทนส่วนเกินที่มีมูลค่าสูงขึ้นไป คือราคาที่ต่ำกว่าราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกแต่ต้องติดเงื่อนไขหลักทรัพย์ที่มีระยะเวลาในการห้ามขายหุ้นเมื่อเข้าตลาดรองแล้ว ในขณะที่ราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นมักจะตั้งราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาดโดยเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์อยู่แล้ว

งบการเงินก็นับเป็นส่วนที่สำคัญเช่นเดียวกัน งบการเงินต่างๆจะต้องถูกต้องตามมาตรฐานบัญชี และรับรองโดยผู้ตรวจสอบบัญชีรับอนุญาตที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ บางครั้งที่ปรึกษาทางการเงินอาจจะต้องปรับปรุงระบบบัญชีและการลงบันทึกบัญชีให้มีผลกำไรเกิดขึ้นย้อนหลังไปบางส่วน และเริ่มทำการปรับปรุงรอบบัญชีปัจจุบันต่อเนื่องไปอีกเป็นเวลา 1 ถึง 2 ปี หากมีความจำเป็น แต่มักจะทำการปรับปรุงย้อนหลังมากกว่า โดยปรับปรุงให้มีผลการดำเนินงานที่มีกำไรติดต่อกัน 2 ปีเป็นอย่างน้อย

คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้กำหนดคุณสมบัติของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เรื่องผลการดำเนินงาน (Track Record) ไว้คร่าวๆว่าจะต้องมีผลการดำเนินงานเป็นบวกติดต่อกัน 3 ปีเป็นอย่างน้อย ภายใต้การจัดการของผู้บริหารส่วนใหญ่กลุ่มเดียวกันอย่างน้อย 1 ปี ก่อนยื่นคำขอเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก และจะต้องมีกำไรสุทธิในระยะเวลา 2 ปี หรือ 3 ปี ล่าสุดก่อนยื่นคำขอรวมกันมากกว่า 50 ล้านบาท โดยในปีล่าสุดก่อนยื่นคำขอมียกกำไรสุทธิไม่น้อยกว่า 30 ล้านบาท และมีกำไรสุทธิในงวดสะสมก่อนยื่นคำขอ

² David C. Mauer and Lemma W. Senbet, "The Effect of the Secondary Market on the Pricing of Initial Public Offering : Theory and Evidence," Jurnal of Financial and Quantitative Analysis 27 (March 1992) : 55-79.

จากที่ได้กล่าวมาข้างต้นนั้นทำให้เห็นความสำคัญของที่ปรึกษาทางการเงิน หรืออาจจะเรียกได้ว่าเป็นผู้อยู่เบื้องหลังของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกอย่างแท้จริง ความสามารถ ประสบการณ์ ความเข้าใจเลือกช่องว่างของกฎระเบียบและกลยุทธ์ทางการตลาด เป็นความสามารถเฉพาะบุคคลของวาณิชธนกรนั้นๆ แต่อย่างไรก็ตาม ชื่อเสียงของที่ปรึกษาทางการเงินก็มีส่วนสำคัญที่ควรจะต้องรักษาไว้เช่นเดียวกัน

หลังวิกฤตเศรษฐกิจประเทศไทย พ.ศ. 2540 ที่ผ่านมานั้น สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้จัดทำแผนพัฒนาตลาดทุนไทยขึ้นมา มีการสนับสนุนให้เพิ่มสินค้าในตลาดหลักทรัพย์ให้มากขึ้น หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกจึงเริ่มเป็นที่นิยมขึ้นมาอีกครั้ง เนื่องจากการผ่อนผันกฎระเบียบและค่าธรรมเนียมต่างๆ ลงมา วาณิชธนกรจึงมีงานเข้ามามากขึ้น การทำงานต้องทำงานอย่างทุ่มเทเต็มที่ เพื่อไม่ให้เกิดความผิดพลาดขึ้นได้อย่างเด็ดขาด เนื่องจากว่ามีผู้ที่เกี่ยวข้องเป็นจำนวนมาก ทั้งในส่วนของภาครัฐที่กำกับดูแลตรวจสอบและนักลงทุนเป็นจำนวนมาก ข้อมูลต่างๆ อาจจะถูกนำกลับมาตรวจสอบย้อนหลังเมื่อใดก็ได้ ค่าตอบแทนที่สูงมากจึงเป็นสิ่งจูงใจที่สำคัญที่ดึงดูดให้วาณิชธนกรเก่งๆ ที่มีประสบการณ์ทำงานสูงมักจะมาทำงานร่วมกับที่ปรึกษาทางการเงินขนาดใหญ่ ที่มีชื่อเสียง

การคิดค่าธรรมเนียมการเป็นที่ปรึกษาทางการเงินตามหลักสากลสำหรับในประเทศไทย นั้นมักจะคิดในอัตราขั้นต่ำที่ 2 ล้านบาทต่อบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ หรือคิดเป็นอัตราไม่เกิน ร้อยละ 1 ของมูลค่าหุ้นที่ระดมทุนได้ ทั้งนี้ไม่ได้กำหนดไว้ตายตัว ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาทางการเงินจะต่อรองกันได้ ขึ้นอยู่กับ ขนาดของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ มูลค่าเงินที่ระดมทุนได้ ความยากง่ายในการปรับปรุงบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้มีความพร้อมมากที่สุดก่อนยื่นคำขอเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกต่อสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ทั้งนี้ค่าธรรมเนียมการเป็นที่ปรึกษาทางการเงินอาจจะคิดเหมารวมกับค่าธรรมเนียมในการเป็นแกนนำการจัดจำหน่ายก็ได้ และมักจะได้รับค่าธรรมเนียมพิเศษเพิ่มเติมจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่เรียกว่า Success Fee โดยมีเงื่อนไขเรื่องของราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก จำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขาย ราคาหลักทรัพย์หลังเข้าทำการซื้อขายในวันแรก ในสัปดาห์แรก หรือแล้วแต่ข้อตกลงกัน

ส่วนของค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาทางการเงิน(กฎหมายและบัญชี)และค่าธรรมเนียมตอบแทนในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกจะแสดงไว้เป็นจำนวนตัวเลขในหนังสือชี้ชวนส่วนที่ 3 ทั้งนี้ส่วนที่จ่ายเกินจากนี้ เจ้าของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะจ่ายเป็น

คำตอบแทนพิเศษส่วนตัวไม่เกี่ยวกับบริษัท เนื่องจากในบางกรณีได้มีการนำหลักทรัพย์บางส่วน ออกจำหน่ายรวมเข้าไว้ด้วย ทั้งในส่วนเพิ่มทุนก่อนยื่นคำขอหรือเมื่อเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แล้ว

ค่าธรรมเนียมในการเป็นที่ปรึกษาทางการเงินสามารถแบ่งวิธีคิดได้ 3 ประเภทคือ

1. ที่ปรึกษาทางการเงินที่คิดเฉพาะการเป็นที่ปรึกษาทางการเงินแต่อย่างเดียว (Fee only Planner) ไม่ได้มีส่วนร่วมในการรับประกันการจําหน่ายใดๆทั้งสิ้น ที่ปรึกษาทางการเงินประเภทนี้ มักจะทำงานอิสระหรือก่อตั้งบริษัทให้คำปรึกษาอย่างเดียว อาจจะคิดค่าจ้างเป็นราย ชั่วโมง คิดเหมา หรือคิดเป็นร้อยละของมูลค่าสินทรัพย์ที่รับบริหารจัดการเป็นที่ปรึกษา

2. ที่ปรึกษาทางการเงินที่คิดค่าธรรมเนียมทั้งจากการให้คำปรึกษาบริหารจัดการและ การรับประกันการจําหน่ายด้วย (Fee Based Planner) ที่ปรึกษาประเภทนี้อาจสังกัดบริษัท หลักทรัพย์ (บล.), บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (บลจ.) หรือธนาคารพาณิชย์

3. ที่ปรึกษาทางการเงินที่เน้นคิดแต่ค่าธรรมเนียมในการรับประกันการจําหน่าย (Commission Based Planner) มักจะเป็นบริษัทหลักทรัพย์ขนาดเล็ก และมักจะมีลูกค้าบริษัทผู้ ออกหลักทรัพย์ขนาดเล็ก ที่ปรึกษาประเภทนี้มักจะมุ่งเน้นไปที่การรับประกันราคาขายหลักทรัพย์ที่ เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก และราคาเมื่อเข้าทำการซื้อขายแล้ว ส่วนในเรื่องของผลการดำเนิน ทั้งก่อนและหลังเข้าทำการซื้อขายนั้น ถือว่าเป็นหน้าที่ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ในการเปิดเผย ข้อมูล ดังนั้นบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่มุ่งหวังราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก มักจะเข้าหาที่ปรึกษาประเภทนี้

โดยสรุปแล้วความสำคัญและหน้าที่ของที่ปรึกษาทางการเงินก็คือคอยให้คำแนะนำ คำปรึกษา เพื่อให้การยื่นคำขอเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนเป็นครั้งแรกดำเนินไปได้ด้วย ความถูกต้องและรวดเร็ว มีหน้าที่ดังนี้

1. ให้คำแนะนำและปรับปรุงโครงสร้างส่วนต่างๆของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์
2. ศึกษาข้อมูลของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ และรับรองว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นมี คุณสมบัติครบถ้วนตามกฎหมายกำหนดไว้
3. เตรียมเอกสารและติดต่อประสานงานกับสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
4. รับรองว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้เปิดเผยข้อมูลที่ถูกต้องครบถ้วนตามที่สำนักงาน คณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดไว้

5. ให้ความรู้ความเข้าใจแก่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ถึงหน้าที่ของการเป็นบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียน

6. ติดตามผลการดำเนินงานและร่วมชี้แจงกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ต่อไปอีก 1 ปี

4.2.2 บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Issuer)

โดยทั่วไปบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะมีวัตถุประสงค์ในการระดมทุนที่แตกต่างกันออกไป ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับบริษัท ผู้บริหารหรือเจ้าของจะเป็นผู้ที่ดีเกี่ยวกับผลการดำเนินงานบริษัทมากที่สุดว่าสถานะของบริษัทเป็นอย่างไร แต่เหตุผลที่ยื่นต่อทางการนั้นจะระบุไว้เกี่ยวกับเรื่องของความต้องการใช้เงินทุนเพื่อกิจการทั้งสิ้น

เมื่อการระดมทุนผ่านแล้วเสร็จ จะนำเงินทูลดงกล่าวไปใช้ตามวัตถุประสงค์หรือไม่ อย่างไรนั้น มีการติดตามตรวจสอบมากน้อยอย่างไรนั้นเป็นหน้าที่ของนักลงทุนผู้ถือหุ้น และตลาดหลักทรัพย์ นักลงทุนไทยโดยทั่วไปแล้วจะไม่เข้าใจถึงสิทธิของการเป็นผู้ถือหุ้น ความเป็นเจ้าของการประชุมผู้ถือหุ้นนักลงทุนทั่วไปจะไม่ให้ความสนใจไม่เข้าร่วมประชุม แม้กระทั่งการมอบอำนาจเพื่อเข้าประชุมผู้ถือหุ้นแทน ส่วนมากนักลงทุนไทยทั่วไปต้องการเพียงแต่ผลกำไรส่วนต่างราคาซื้อขายเท่านั้น ยกเว้นนักลงทุนสถาบันที่มีวัตถุประสงค์เพื่อการลงทุนจริงๆ (ผู้บริหารกองทุนนั้นๆ มักจะติดตามและตรวจสอบผลการดำเนินงานทั้งก่อนเข้าและหลังเข้าทำการซื้อขายแล้ว) จึงเป็นช่องว่างที่ทำให้เกิดความผัวผวนของราคาหลังจากที่เข้าทำการซื้อขายแล้ว

บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะมีความเตรียมพร้อมในระดับหนึ่งก่อนที่จะเข้าปรึกษาหรือเลือกที่ปรึกษาทางการเงินและบริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย เมื่อมีมติคณะกรรมการบริหารของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ในการนำหลักทรัพย์เข้าระดมทุนและจดทะเบียนแล้ว บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะจัดตั้งหน่วยงานที่เรียกว่าฝ่ายนักลงทุนสัมพันธ์ (Investor Relations / IR) ขึ้นมาทำหน้าที่ประสานงานติดต่อกับที่ปรึกษาทางการเงิน บริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์อื่นๆที่เคยเข้าจดทะเบียนแล้ว สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กระทรวงพาณิชย์ รวมทั้งติดต่อประสานงานกับบริษัทประชาสัมพันธ์ (PR) เพื่อทำงานประชาสัมพันธ์บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ นอกเหนือจากนั้นก็จะมีหน้าที่เป็นหน่วยงานที่ให้ข้อมูลกับนักลงทุน หรือบางครั้งอาจจะมีหน้าที่เพิ่มขึ้น อย่างเช่น มีหน้าที่เข้ามาดูแลราคาหลังจากเข้าทำการซื้อขายแล้ว ทั้งนี้เพื่อให้มีสภาพคล่องหมุนเวียนตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด ทำหน้าที่ประสานงานกับบริษัทนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ (ซึ่งส่วนมาก

ก็คือบริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย) และมอบหมายให้เป็น Market Maker เข้าทำการซื้อและถือไว้ช่วงระยะเวลาหนึ่ง และทำการขายออกในช่วงเวลาหนึ่ง ทั้งนี้ต้องเป็นไปตามข้อกำหนดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากการสัมภาษณ์บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่นำบริษัทฯ เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ การจัดวางตำแหน่งผู้บริหารให้เหมาะสมเป็นเรื่องที่ต้องให้ความสำคัญควบคู่กันไปด้วย เนื่องจากจะต้องเข้าอยู่ภายใต้กฎหมายมหาชน ผู้บริหารสูงสุดและเจ้าของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะเป็นคนเดียวกันหรือไม่ก็ได้ หากได้ผู้บริหารที่มีความรู้ความสามารถ เป็นที่ยอมรับในวงการอุตสาหกรรม เป็นที่ยอมรับในสังคมเข้ามาในส่วนของการบริหารตำแหน่งใดตำแหน่งหนึ่งหรือเป็นที่ปรึกษาของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ก็จะได้ถือว่าเป็นการสร้างที่น่าเชื่อถือในระดับหนึ่ง รวมทั้งอำนาจในการตั้งราคาที่สูงของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกทางอ้อมด้วย

อาจจะใช้คำกล่าวได้ว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ทั้งหมดนั้นต้องการส่วนล้ามูลค่าหุ้นมากที่สุด รองลงมาก็คือค่าธรรมเนียมต่างๆ ซึ่งการศึกษานี้สามารถอธิบายได้ด้วยเรื่องของทฤษฎีต้นทุนค่าเสียโอกาส

ต้นทุนค่าเสียโอกาส

หากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์สามารถต่อรองและกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกให้มีราคาใกล้เคียงกับราคาที่ใช้อ้างอิงในตลาดฯ ขณะนั้นมากเท่าใด นั่นหมายถึงบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะได้เงินเข้ามามากที่สุด ส่วนต่างดังกล่าวเป็นต้นทุนค่าเสียโอกาสของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ เมื่อเข้าทำการซื้อขายจริงวันแรกแล้ว อาจจะทำให้ต้นทุนมากขึ้นหรือน้อยลงก็ได้ ซึ่งต้นทุนค่าเสียโอกาสครั้งนี้ได้นำแบบจำลองมาจากบทศึกษาเรื่อง ต้นทุนของผู้ระดมทุนในตลาดทุนไทย สำนักวิจัยและพัฒนาตลาดทุน สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่แสดงไว้ดังนี้

ต้นทุนค่าเสียโอกาสของแต่ละบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (R_i) มีหลักการคำนวณดังนี้

$$R_i = \left[\frac{P_{\text{open},i} - P_{\text{offer},i}}{P_{\text{offer},i}} \right] \times 100$$

โดยที่ $P_{\text{open},i}$ = ราคาปิดวันแรกเข้าทำการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก

$P_{\text{offer},i}$ = ราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก

จากหลักการดังกล่าวจะมีตัวแปรที่สำคัญที่เกี่ยวข้องกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ คือราคาวันแรกเข้าทำการซื้อของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก และราคาขายของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก

ต้นทุนค่าเสียโอกาสของแต่ละบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (R_i) ส่วนใหญ่จะมีค่าเป็นบวก ซึ่งหมายความว่าราคาปิดเมื่อวันแรกเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์สูงกว่าราคาจองซื้อ นักลงทุนที่ได้รับจัดสรรสิทธิในการจองซื้อจะได้รับกำไร ในกรณีตรงกันข้าม ต้นทุนค่าเสียโอกาสของแต่ละบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (R_i) มีค่าเป็นลบ หมายความว่าราคาปิดเมื่อวันแรกเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ต่ำกว่าราคาจองซื้อ นักลงทุนที่ได้รับจัดสรรสิทธิในการจองซื้อจะได้รับผลขาดทุน ทั้งนี้ ราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกมีราคาสูงกว่าราคาอ้างอิงกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันในตลาดหลักทรัพย์ หรืออาจจะเป็นเพราะภาวะตลาดในขณะที่เข้าทำการซื้อขายวันแรกไม่เอื้ออำนวย อยู่ในภาวะตลาดขาลงก็ได้

ส่วนต่างระหว่างราคาปิดเมื่อวันแรกเข้าทำการซื้อขายและราคาจองซื้อมาก จะเป็นผลดีต่อนักลงทุนผู้จองซื้อ (ได้รับกำไร) บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายที่สามารถทำการจำหน่ายได้ครบจำนวนที่ต้องการระดมทุน อาจจะมีหมายถึงผลงานของที่ปรึกษาทางการเงินและบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายที่นำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเข้าจดทะเบียนและสร้างกำไรแก่นักลงทุนในตลาดได้ แต่จะเป็นผลลบต่อบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เนื่องจากหากสามารถกำหนดราคาจองซื้อที่สูงกว่าได้จะได้รับส่วนล้ามูลค่าหุ้นที่สูงขึ้น

ในทัศนะของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ โดยเฉพาะบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่มีบุคลากรที่มีความรู้เรื่องในการประเมินมูลค่าและภาวะตลาดแล้ว จะมีแนวโน้มที่จะตั้งราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่อยู่ในระดับสูง และยินยอมให้มีส่วนลดมูลค่าหุ้นไม่มากนัก หรือตั้งราคาเต็มมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก หรือสูงกว่าก็เป็นไปได้ จากสมการดังกล่าวหากสมมติให้ราคาปิดวันแรกเข้าทำการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกคงที่ในระดับหนึ่ง ซึ่งเท่ากับราคาอ้างอิงกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ต้นทุนค่าเสียโอกาสของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นขึ้นอยู่กับการตั้งราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเป็นสำคัญ ซึ่งจะเป็นความลำบากแก่ที่ปรึกษาทางการเงินและบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายในการรับประกันการจำหน่าย

ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินและแกนนำจำหน่ายที่มีชื่อเสียงและมีลูกค้าในมือมากจะหลีกเลี่ยงกรณีที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ต้องการให้ราคาจองซื้อของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเท่ากับ(หรือสูงกว่า)ราคาอ้างอิงกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันในตลาดหลักทรัพย์

ยกเว้นว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นๆจะมีมูลค่าการระดมทุนขนาดใหญ่มากและเป็นที่ต้องการของนักลงทุนสถาบันทั้งในประเทศและต่างประเทศเนื่องจากเมื่อเข้าทำการซื้อขายราคาต่ำกว่าราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก นักลงทุนสถาบันจะเข้าทำการซื้อเพิ่มเพื่อลงทุนระยะยาว

จากประสบการณ์ที่ผ่านมาและการมีโอกาสดำเนินการได้เข้าสังสรรค์กับผู้บริหารของบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินและแนะนำเจ้าหน้าที่เป็นเครือข่ายสถาบันการเงินใหญ่ ได้อธิบายถึงกลยุทธ์การทำงานไว้นำเสนอใจว่าจะเลือกบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่มีฐานะทางการเงินดีหรือมีผลการดำเนินงานในอนาคตที่ชัดเจนและเติบโตอย่างต่อเนื่อง มีนโยบายการจ่ายปันผลสม่ำเสมอและคิดเป็นอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นในระดับที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงครอบคลุมความเสี่ยงตลาดทุน เป็นลูกค้าเป้าหมาย และเสนอแผนการเข้าระดมทุนในตลาดแรก (ซึ่งมักจะเป็นกลุ่มลูกค้า High Net Worth ที่มีความสัมพันธ์กับบริษัทในเครือสถาบันทางการเงิน) ด้วยการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกสูงและเกิดต้นทุนค่าเสียโอกาสตามสมการดังกล่าวไม่มากนัก บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นๆก็จะมี

ความพอใจ การกระจายหุ้นจะกระจายเน้นไปที่ลูกค้าสถาบันเป็นหลัก

กลยุทธ์นี้เป็นการจับคู่ของลูกค้าที่อยู่ในมือให้เกิดประโยชน์สูงสุดของทุกฝ่ายที่เกี่ยวข้อง จะเห็นได้ว่ามีเพียงกลุ่มลูกค้าบางกลุ่มเท่านั้นที่เข้าถึงหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก และเกิดความไม่สมมาตรทางข้อมูลต่อนักลงทุนรายย่อย และนักลงทุนในตลาดรองขึ้นในระดับหนึ่ง

ในขณะที่ราคาเมื่อเข้าทำการซื้อขายนั้นไม่ใช่ประเด็นปัญหา นักลงทุนสถาบันหรือนักลงทุนรายใหญ่ที่ลงทุนระยะยาวจะมีความเชื่อถือต่อที่ปรึกษาทางการเงินและบริษัทแนะนำการจัดจำหน่ายในการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ เมื่อราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกหลังเข้าทำการซื้อขายต่ำกว่าลงมากก็จะเข้าทำการซื้อเพิ่ม ที่ปรึกษาทางการเงินและแนะนำจำหน่ายอาจจะคอยดูแลราคาเมื่อถึงระยะเวลาปิดงวดบัญชี (Window Dressing) เท่านั้น หรืออาจจะไม่จำเป็นก็ได้เนื่องจากเมื่อเข้าตลาดแล้วข้อมูลข่าวสารจะกระจายถึงนักลงทุนทั้งตลาด และกลไกราคาภายใต้ตลาดที่มีประสิทธิภาพจะทำงานระดับราคาก็จะปรับตัวสอดคล้องกับมูลค่าที่ควรจะเป็นทางพื้นฐานและข่าวสารที่ได้รับการเผยแพร่แล้ว ความไม่สมมาตรทางข้อมูลก็จะหมดไป กรณีนี้อาจจะเป็นกลยุทธ์ในการแบ่งกลุ่มลูกค้าเป้าหมายในตลาดแรกของการกระจายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกของ

บริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย และเป็นการอาศัยความได้เปรียบนักลงทุนอื่นภายใต้ความไม่สมมาตรทางข้อมูล เป็นความไม่เท่าเทียมในการเลือกปฏิบัติ ของตัวการและตัวแทน

ความไม่สมมาตรทางข้อมูล หมายถึงการมีข้อมูลที่ไม่เทียบกันระหว่างหลักทรัพย์ที่ยังไม่ได้เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ในที่นี้คือหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก กับเมื่อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นที่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แล้ว หรืออีกนัยหนึ่งก็คือการเปิดเผยข้อมูลไม่ทั่วถึงทั้งในตลาดแรกและตลาดรอง

ในกรณีที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่มีขนาดกลางและขนาดเล็กที่ไม่มีความสัมพันธ์กับที่ปรึกษาทางการเงินมาก่อนก็จะเลือกที่จะเข้าหาที่ปรึกษาทางการเงินและแกนนำจำหน่ายขนาดเล็ก เนื่องจากว่าสามารถต่อรองกันได้ยากกว่า แต่ก็ต้องยอมให้มีส่วนต่าง เพื่อจูงใจให้นักลงทุนเข้ามาซื้อและยินยอมให้มีการเสียต้นทุนค่าเสียโอกาสดังกล่าวไปเป็นกำไรของนักลงทุนผู้จองซื้อ ด้วยการสร้างแรงจูงใจในการลงทุนผ่านราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่ต่ำกว่าตลาด

4.2.3 แกนนำจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย

เป็นหน่วยงานส่วนหนึ่งที่รับหน้าที่ต่อจากที่ปรึกษาทางการเงิน หน้าที่หลักคือ การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกให้ครบถ้วนทั้งหมด และมักจะมีหน้าที่เสริมเข้ามาอีกคือ การดูแลราคาเมื่อเข้าทำการซื้อขายแล้ว หรือทำการประชาสัมพันธ์หุ้นของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นก่อนทำการสำรวจความต้องการซื้อหลักทรัพย์จากนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศ (Book Build) หรือก่อนเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ

แกนนำจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายมีส่วนร่วมในการกำหนดราคาเมื่อขั้นตอนสุดท้ายคือ เมื่อได้มีการกำหนดช่วงราคาที่เหมาะสม และเป็นที่ยอมรับของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์แล้ว บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายและบริษัทรับประกันการจัดจำหน่ายจะจัดการสำรวจความต้องการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ด้วยวิธีการทำการสำรวจความต้องการซื้อหลักทรัพย์จากนักลงทุนสถาบันในประเทศ ซึ่งหากเป็นบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายขนาดใหญ่มักจะได้เปรียบกว่ามาก เนื่องจากมีลูกค้าที่เป็นสถาบัน, กองทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศจำนวนมากเพียงพอที่จะทำการสำรวจความต้องการซื้อหลักทรัพย์จากนักลงทุนสถาบันในประเทศ ให้ได้ราคาสูงที่สุดของช่วงราคาที่กำหนดได้

บริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย(หรือบริษัทหลักทรัพย์)ขนาดกลางและขนาดเล็กที่มีการทำการสำรวจความต้องการซื้อหลักทรัพย์จากนักลงทุนสถาบันในประเทศของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่มีการเติบโตที่ดี มักจะใช้หลักทรัพย์นั้นเป็นกลยุทธ์ในการสร้าง

ความสัมพันธ์กับนักลงทุนสถาบันทั้งในประเทศและต่างประเทศเพื่อหวังผลต่างตอบแทนกันในการส่งคำสั่งซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ภายหลัง ดังนั้นจึงเกิดความไม่เป็นธรรมในการจัดสรรหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกขึ้น

บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายเหล่านั้นจึงจำเป็นต้องเก็บหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกไว้ทั้งหมด ถึงแม้ว่าจะต้องจัดสรรการรับประกันการจำหน่ายให้กับบริษัทผู้ร่วมรับประกันจำหน่ายก็ตาม บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายยินยอมที่จะจ่ายค่าธรรมเนียมการร่วมรับประกันจำหน่าย แต่จะไม่จัดสรรหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นไปค่าธรรมเนียมที่บริษัทผู้ร่วมรับประกันจำหน่ายจะได้รับ คิดเป็นร้อยละ 3-1.75 ของมูลค่าที่ระดมทุนเพิ่ม โดยประมาณ ค่าธรรมเนียมของการเป็นบริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย จะอยู่ที่อัตราร้อยละ 4-3 ของมูลค่าหุ้นที่นำเข้าจดทะเบียน

หน้าที่ของบริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย

การกำหนดราคาจองซื้อครั้งสุดท้ายของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกหลังจากที่ที่ปรึกษาทางการเงินและบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้ทำการตกลงและยอมรับช่วงราคาจองซื้อของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเป็นที่เรียบร้อยแล้ว การกำหนดราคาขายครั้งสุดท้ายจะเป็นหน้าที่ของบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายด้วยวิธีการทำการสำรวจความต้องการซื้อจากนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศ

การทำการสำรวจความต้องการซื้อจากนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศนั้นเป็นที่เข้าใจในตลาดโดยทั่วไปว่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกผ่านการทำการสำรวจความต้องการซื้อจากนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศแล้วได้ราคาเสนอซื้อที่ราคาใกล้เคียงราคาต่ำสุดของช่วงที่กำหนด(Book Build Range) หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นมีแนวโน้มจะ Underperforms เมื่อเข้าทำการซื้อขายในตลาดแล้วราคามีแนวโน้มที่จะต่ำกว่าตลาดโดยเปรียบเทียบ

ซึ่งสามารถอธิบายในเชิงของ Low Demand หรือความต้องการต่ำ เนื่องจากสถาบันในประเทศและต่างประเทศจะต้องมีการศึกษาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นมาเป็นอย่างดีแล้ว หากมีความต้องการจองซื้อต่ำ ก็จะอนุมานได้ว่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นไม่ดี

แต่ถ้าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกได้รับการเสนอซื้อที่ราคาสูงสุดและมีความต้องการจองซื้อเกินกว่าจำนวนหุ้นที่จัดสรรให้กับสถาบันในประเทศและต่างประเทศแล้ว

หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกมีแนวโน้มที่จะ Outperform เมื่อเข้าทำการซื้อขายในตลาดแล้วราคามีแนวโน้มที่จะสูงกว่าตลาดโดยเปรียบเทียบ

4.2.4 นักลงทุนที่จองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก

หมายถึง ผู้มีเงินออม เจ้าของเงินทุนที่ซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก วัตถุประสงค์หลัก คือกำไรส่วนต่างราคาจองซื้อกับราคาหลักทรัพย์เมื่อเข้าทำการซื้อขายแล้ว เนื่องจากการกำหนดราคาเสนอขายหลักทรัพย์มักจะต่ำกว่าราคาตลาดเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน

นักลงทุนที่จองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกจะต้องเป็นนักลงทุนที่สามารถเข้าถึงการจองหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกได้ด้วย จึงจะสามารถได้รับกำไรส่วนต่างราคาดังกล่าวได้ ปัจจุบันนี้ได้มีการกระจายการจองซื้อผ่านวิธีการสุ่มเลือกผู้จองซื้อ (Random) สำหรับนักลงทุนที่ไม่ได้เปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์กับบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายหรือบริษัทผู้ร่วมรับประกันการจำหน่ายหรือเป็นลูกค้าแต่ไม่ได้รับการจัดสรรสิทธิในการจองซื้อ ซึ่งเมื่อไม่ได้เป็นลูกค้าก็จะไม่ได้รับสิทธิจัดสรรให้จองซื้อตามปริมาณการซื้อขายที่บริษัทกำหนด ดังนั้นหากมีการเปิดจองในลักษณะการสุ่มเลือกผู้จองซื้อแล้ว นักลงทุนทุกคนก็สามารถจองซื้อด้วยวิธีนี้ได้ แต่จะได้สิทธิจองซื้อตามจำนวนหรือไม่ขึ้นอยู่กับโอกาสในการการสุ่มเลือกครั้งนั้น

นักลงทุนที่เป็นนักลงทุนรายใหญ่ (Big Player) มักจะมีความได้เปรียบ เนื่องจากปริมาณการซื้อขายที่ซื้อขายผ่านบริษัทหลักทรัพย์ต่างๆที่เป็นบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายหรือบริษัทผู้ร่วมรับประกันการจำหน่ายมากเพียงพอที่จะได้รับสิทธิในการจองซื้อเกือบทุกครั้ง เมื่อจัดสรรตามปริมาณการซื้อขายสะสมตามช่วงเวลา เช่น บริษัทหลักทรัพย์แห่งหนึ่งที่เป็นแกนนำจำหน่ายหรือบริษัทผู้ร่วมรับประกันการจำหน่ายการจัดสรรหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ABC จะใช้วิธีจัดสรรหุ้นตามVolumeหรือปริมาณการซื้อขายสะสมผ่านบริษัท 6 เดือนย้อนหลัง หรือ 3 เดือนย้อนหลัง ซึ่งบริษัทหลักทรัพย์นั้นก็มักจะเป็นแกนนำการจัดจำหน่ายหรือบริษัทผู้ร่วมรับประกันการจำหน่าย

นักลงทุนรายใหญ่จะไม่เปิดบัญชีซื้อขายผ่านบริษัทซื้อขายหลักทรัพย์เพียงแห่งเดียว นักลงทุนรายใหญ่ผู้ชาญฉลาดจะเปิดบัญชีซื้อขายไว้หลายแห่ง เพื่อวัตถุประสงค์มากมาย แต่วัตถุประสงค์หนึ่งคือเพื่อให้ได้รับสิทธิการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ดังนั้นหากบริษัทหลักทรัพย์ใดที่มีส่วนร่วมในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกมาก ก็มักจะเป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่มีปริมาณการซื้อขายรวมสูงเป็นอันดับต้นๆในตลาดหลักทรัพย์

ด้วย และจากผลการศึกษา ก็พบว่าบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายที่นำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเข้าซื้อขายทั้ง 3 ปี (พ.ศ. 2546-2548) คิดเป็นจำนวนหลักทรัพย์ 7-15 หลักทรัพย์ จะเป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่มีปริมาณการซื้อขายรวม 3 ปี อันดับต้นๆ ด้วย โดยเฉพาะอันดับ 1 นั้นนำหุ้นเข้าซื้อขายทั้งสิ้น 14 หลักทรัพย์ และมีปริมาณการซื้อขายสูงกว่าอันดับ 2 มาก ดังนั้นจึงกล่าวได้ว่ามีนักลงทุนรายใหญ่เปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์อยู่เป็นจำนวนมาก

สาเหตุหนึ่งที่ทำให้นักลงทุนทั่วไปต้องการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกสูงก็เนื่องจากว่าเมื่อเข้าทำการซื้อขายวันแรกแล้วจะให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มาก ดังจะเห็นได้จากผลการศึกษาในอดีตที่ผ่านมา เช่น ของ สะเก็ดดาว ชื่อ วัฒนะ, McDonald และ Fisher, Mauer และ Senbet ที่กล่าวไว้แล้วในบทที่ 2 ในหัวข้อ เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งจากผลการศึกษาครั้งนี้ที่พบว่าให้อัตราผลตอบแทนวันแรกเข้าทำการซื้อขายเฉลี่ยสูงมาก กำไรส่วนต่างราคาจองซื้อกับราคาขายเมื่อเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์นี้จะป็นสิ่งจูงใจให้นักลงทุนจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกทุกครั้ง

ในส่วนของหัวข้อ "บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Issuer)" ที่ได้กล่าวไว้แล้วข้างต้นเรื่องต้นทุนค่าเสียโอกาสนั้น หากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ยอมให้มีต้นทุนค่าเสียโอกาสนี้มากเท่าใด โดยวิธีการกำหนดราคาเสนอขายที่ต่ำกว่าราคาโดยเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมลงมา ย่อมหมายความว่านักลงทุนที่จองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะได้รับกำไรมากเท่านั้นด้วย นับได้ว่าเป็นการ Trade แบบ Zero Sum Game ต้นทุนค่าเสียโอกาสของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ถูกถ่ายโอนมาเป็นกำไรให้นักลงทุนผู้จองซื้อ

นักลงทุนทั่วไปมักจะมีความต้องการซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกที่มีราคาต่ำกว่าราคาตลาดโดยเปรียบเทียบ เพราะสามารถทำกำไรจากการลงทุนระยะสั้นอย่างค่อนข้างแน่นอน ในขณะที่มีความเสี่ยงต่ำ หากซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกที่ราคาใกล้เคียงกับหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน คือไม่มีส่วนลดราคาให้แก่ นักลงทุน หลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกนั้นมีแนวโน้มที่จะ Underperforms ซึ่งหมายถึงเมื่อเข้าทำการซื้อขายในตลาดแล้วราคามีแนวโน้มที่จะต่ำกว่าตลาดโดยเปรียบเทียบในระยะยาว ดังนั้นนักลงทุนจึงต้องการแรงจูงใจในการเข้าซื้อเป็นการสร้างความมั่นใจในระดับหนึ่ง เนื่องจากนักลงทุนมีความเสี่ยงจากภาวะผันผวนของตลาด ในช่วงระยะเวลาที่จะต้องถือหลักทรัพย์ไว้จนกว่าจะถึงกำหนดวันเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ระยะห่างระหว่างวันที่ซื้อและวันที่เข้าซื้อขายในตลาดวันแรกนั้นมีความสำคัญมาก

หากระยะเวลาห่างมาก ก็จะทำให้ให้นักลงทุนเกิดความไม่แน่นอนสูง โอกาสที่ราคาตลาดจะแตกต่างจากราคาจองซื้อยังมีมาก

อีกปัจจัยหนึ่งที่เกิดขึ้นและมีผลกระทบต่อราคาซื้อขายในแรกเข้าคือจำนวนบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกในช่วงนั้น ถ้ามีจำนวนการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกหลายบริษัทหรือมีมูลค่าตามราคาตลาดสูง ผลตอบแทนวันในวันแรกเข้าทำการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกมีแนวโน้มที่จะต่ำลง ในทางจิตวิทยาสามารถอธิบายได้ว่า นักลงทุนจะรีบขายทำกำไรในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกนั้นๆ เพื่อที่จะนำเงินที่ขายได้ไปจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกใหม่ทันที

4.3 การประเมินราคาขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก

ในทางปฏิบัติแล้ว การประเมินราคาที่จะขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก หรือการหามูลค่าที่ควรจะเป็น(Intrinsic Value) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก ที่ปรึกษาทางการเงินและบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องทำความเข้าใจกันก่อนว่าจะตั้งสมมติฐานอย่างไร จึงจะเป็นที่ยอมรับกันได้ เนื่องจากสมมติฐานในการประเมินราคาของนักลงทุนในตลาดที่จะจองซื้อ กับสมมติฐานของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั้นแตกต่างกันไป

นักลงทุนทั่วไปจะต้องการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก ที่ราคาต่ำ ซึ่งราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกนั้นจะเป็นตัวกำหนดการคาดการณ์ผลตอบแทนของกำไร(Expected Capital Gain) จากการขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกเมื่อเข้าตลาด ดังนั้นการคาดการณ์ราคาขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกของนักลงทุนจึงต้องอ้างอิงกับราคาตลาดโดยการเปรียบเทียบราคาหลักทรัพย์ที่ทำการซื้อขายในตลาดอยู่ก่อนแล้วโดยเฉลี่ย ดังนั้นหากราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกไม่ได้ต่ำกว่าราคาตลาด นักลงทุนจะไม่ให้ความสนใจมากนัก ยกเว้นในกรณีที่วัตถุประสงค์ของการกระจายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกนั้นต้องการกระจายให้กับนักลงทุนสถาบันเป็นหลัก โดยการจัดสรรดังกล่าวเป็นการจัดสรรให้กับสถาบันมากกว่านักลงทุนโดยทั่วไป การตั้งราคาสูงก็สามารถขายได้หมดเมื่อทำการสำรวจต้องการซื้อจากนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศออกมาแล้ว กรณีนี้จะเกิดขึ้นน้อยมากในตลาดแรก ราคาที่เข้าทำการซื้อขายวันแรกนั้นจะสูงกว่าหรือต่ำกว่าราคาจองซื้อไม่มาก แต่นักลงทุนสถาบันมีเป้าหมายการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกเพื่อซื้อถือลงทุนระยะยาว

และมุ่งหวังในเรื่องของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการเติบโต และได้รับเงินปันผลทุกปี ที่ปรึกษาทางการเงิน แคนนำจำหน่าย และ Issuer นั้นจะไม่ต้องเหนื่อยกันมาก ไม่ต้องดูแลราคาหลังเข้าทำการซื้อขาย เนื่องจากนักลงทุนที่ซื้อถือระยะยาว การตั้งราคายังคงต่ำกว่าหรือสูงกว่าราคาตลาดโดยเปรียบเทียบเล็กน้อย

บริษัทหลักทรัพย์ต้องการขายในราคาที่สูงเพื่อที่จะได้เงินมากๆ เข้าบริษัทฯ จะให้ความสำคัญกับส่วนล้ามูลค่าหุ้นมากกว่าค่าธรรมเนียมทั้งหมดที่ต้องจ่ายเนื่องจากมีมูลค่าที่สูงกว่ามาก และเมื่อคิดย้อนกลับมาโดยเปรียบเทียบแล้วจะทำให้ต้นทุนทางการเงินในการระดมทุนต่ำลง กล่าวคือ เมื่อคิดเป็นจำนวนเงินที่ระดมทุนได้ทั้งหมด (ราคาจองซื้อ X จำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก) ต่อค่าธรรมเนียมทั้งหมดที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ต้องจ่าย แล้วมีต้นทุนทางการเงินที่ต้องการนำไปใช้ในการขยายโครงการหรือวัตถุประสงค์อื่นๆ ในระดับต่ำ การตัดสินใจของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จึงใช้ราคาเสนอขายเป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจ ในกรณีนี้ผู้ถือหุ้นเดิมก็จะได้ประโยชน์จากการนำหุ้นออกขายบางส่วนด้วย อย่างเช่นกรณีของหลักทรัพย์ที่มีภาครัฐเข้ามาเกี่ยวข้อง เมื่อภาครัฐเป็นผู้ถือหุ้นเดิม นำออกมารวมจำหน่ายรวมเข้ากับหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก จากเดิมที่เป็นผู้ถือหุ้นเดิม 100% ได้นำบางส่วนออกรวมจำหน่ายในราคาจองซื้อบางส่วน ซึ่งจะทำให้สัดส่วนการถือครองไม่ต่ำกว่า 70% ของทุนจดทะเบียน

บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์บางรายที่มีความรู้ทางการเงินสูงหรือมีความรู้ความเข้าใจเกี่ยวกับกฎระเบียบข้อบังคับของทางการเป็นอย่างดี สามารถตั้งสมมติฐานของการราคาไว้สูงมากจนบางครั้งที่ปรึกษาทางการเงินและแคนนำจำหน่ายบางรายไม่สามารถยอมรับได้ เนื่องจากราคาจองซื้อที่สูงเมื่อเข้าตลาดแล้วจะให้ผลตอบแทนกับผู้จองซื้อน้อยหรือติดลบได้ กระทบต่อชื่อเสียงและลูกค้าที่เปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์กับผู้รับประกันการจำหน่าย บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์บางรายนั้นจึงมักจะเข้าหาที่ปรึกษาทางการเงินอื่นที่สามารถให้ราคาสูงกว่า ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินจะต้องคิดค่าธรรมเนียมที่สูงขึ้นหรือเท่าเดิมกับที่ปรึกษาทางการเงินเดิม แต่จะมี Success Fee เพิ่มขึ้น เป็นเงินรางวัลพิเศษเมื่อเข้าทำการซื้อขายสำเร็จในตลาดหลักทรัพย์แล้ว และในบางครั้งมีการร่วมกันเพื่อพยุงราคาเมื่อเข้าทำการซื้อขายไว้ด้วย ซึ่งจะกล่าวถึงในหัวข้อต่อไปเรื่องความเหลื่อมล้ำของราคาจองซื้อ

ทั้งนี้การตั้งราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกที่นิยมปฏิบัติกันในตลาดแรก จะระบุไว้อย่างชัดเจนและทำการเปิดเผยไว้ในหนังสือชี้ชวนในส่วนที่ 3 หัวข้อที่มาของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขาย ที่นิยมกันคือ “การกำหนดช่วงราคาเสนอขายเบื้องต้น” กำหนดขึ้นมาจากการประเมินมูลค่าเบื้องต้นของบริษัทโดยใช้วิธีกำหนดตามมูลค่าเชิงเปรียบเทียบ

กับบริษัทอื่นที่สามารถอ้างอิงได้ (Market Comparable Price per Earning Ratio) ประกอบกับการประเมินความต้องการเบื้องต้นของนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศ (Pre-marketing)

สำหรับราคาสุดท้ายที่จะเสนอขาย บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะร่วมกับผู้รับประกันการจำหน่าย และผู้ซื้อหลักทรัพย์เบื้องต้นจะกำหนดโดยการทำการสำรวจความต้องการซื้อจากนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศ ราคาเสนอขายหลักทรัพย์สุดท้ายจะเป็นราคาที่มีนักลงทุนสถาบันเสนอความต้องการซื้อเข้ามา และทำให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้รับเงินตามจำนวนที่ต้องการและยังมีความต้องการซื้อหุ้นเหลืออยู่มากพอในระดับที่คาดว่าจะทำให้ราคาหุ้นเมื่อเข้าทำการซื้อขายแล้วจะสูงกว่าราคาของซื้อได้ ทั้งนี้ช่วงของราคาที่ใช้อ้างอิงคือ วิธีราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Price Earning Ratio) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกที่ต่ำกว่า ราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิเฉลี่ยของอุตสาหกรรมเดียวกันในตลาด (หรือสูงกว่าราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิเฉลี่ยของอุตสาหกรรมเดียวกันในตลาดได้ในบางกรณี)

อนึ่งราคาของซื้อดังกล่าวจะยังไม่เป็นทางการ นักลงทุนที่ได้รับสิทธิในการจองซื้อจะต้องทำการโอนเงินเข้ามาในบัญชีจองซื้อหุ้นดังกล่าวในราคาสูงสุดก่อน หลังจากนั้นจะมีการประกาศราคาของซื้อที่แท้จริงอีกครั้งหนึ่ง ส่วนที่ขายเกินไปทางแกนนำจำหน่ายจะทำการโอนกลับคืน เท่าที่ผ่านมาในตลาดแรกนั้นราคาของซื้อจะเป็นราคาที่สูงที่สุดของช่วงราคาทำการสำรวจความต้องการซื้อจากนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศ

4.4 ความเหลื่อมล้ำของราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก

เนื่องจากสัดส่วนของผู้มีอุปการคุณที่ได้รับการจองซื้อตามจำนวนที่ระบุไว้ในหนังสือชี้ชวนนั้นมีจำนวนที่ได้รับจัดสรรเป็นจำนวนมาก และเงื่อนไขในการจัดสรรได้กล่าวถึงหรืออธิบายไว้เพียงเล็กน้อย ทำให้มีแนวโน้มที่เห็นได้ชัดในความจริงว่าอาจจะเกิดความเหลื่อมล้ำในการจัดสรรขึ้นมาได้

การจัดสรรหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกมีข้อกำหนดหรือระเบียบในทางปฏิบัติที่หละหลวม ไม่ได้กำหนดไว้อย่างชัดเจนมากนัก ทำให้เกิดช่องว่างในการจัดสรรหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นๆ เป็นที่ทราบกันในกลุ่มนักลงทุนว่าหากสภาพตลาดที่อยู่ในภาวะปกติ นักลงทุนที่สามารถเข้าถึงการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกได้ จะ

ได้กำไรจากการลงทุนจองซื้อเป็นจำนวนมากกว่าตลาดโดยเปรียบเทียบ การจัดสรรหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกทำให้เกิดความไม่สมมาตรทางข้อมูลในตลาดขึ้นได้

เนื่องจากความแตกต่างข้อมูลระหว่างตลาดแรกและตลาดรอง เช่น ที่ปรึกษาทางการเงินและบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายจัดสรรหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ให้กับลูกค้ารายใหญ่ของตนในราคาที่ต่ำกว่าราคาเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก โดยไม่ได้มีการเปิดเผยใดๆทั้งสิ้น ผู้ที่รู้เรื่องข้อมูลราคาที่ต่ำกว่ามีเพียงบุคคลทั้ง 2 เท่านั้น เมื่อเข้าตลาดแล้วจึงมีความได้เปรียบด้านราคาต้นทุนจองซื้อ ราคาเมื่อเข้าทำการซื้อขายมักจะสูงกว่าราคาจองซื้อเล็กน้อยหรือต่ำกว่าทันที

บางกรณีการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกจำนวนมาก และกระจายอยู่กับนักลงทุนรายใหญ่ของบริษัทเพียงไม่กี่ราย แล้วสัญญาว่าจะรับที่ราคาตกลงกันได้ เมื่อเข้าทำการซื้อขายแล้ว จะมีช่วงจังหวะเวลาที่นักลงทุนรายใหญ่ขายออกมาเป็นจำนวนมากในระดับราคาที่มีส่วนต่างค่อนข้างมาก บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายจะมีวิธีการรับซื้อหลักทรัพย์ในตลาดโดยการเสนอซื้อรอไว้ แล้วให้นักลงทุนเป็นผู้ขาย จะมีการบอกกล่าวและขายนำลงมาเพื่อตรวจสอบกันในช่วงเวลาขณะใดขณะหนึ่งหลังเข้าทำการซื้อขายแล้ว ทั้งนี้อาจจะเป็นหลังจากเข้าทำการซื้อขายแล้ว 2 วันเป็นต้นไป เนื่องจากในวันแรก นักลงทุนทั่วไปมักจะขายทำกำไรออกไปก่อน ไม่นิยมที่จะถือไว้ บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายจะร่วมกับนักลงทุนรายใหญ่รายอื่นที่มีความสนใจในการถือหุ้นระยะยาวเพื่อการลงทุนหลังจากหลักทรัพย์ได้เข้าทำการซื้อขายแล้ว หลังจากนั้นนั้นมักจะมีปัจจัยบวกที่รายงานผ่านทางตลาดหลักทรัพย์ออกมา

การร่วมกันระหว่างนักลงทุนรายใหญ่ บริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ในการพยุงราคาให้ต่ำ หรือให้สูงเนื่องจากความไม่สมมาตรทางข้อมูลจาก ปัจจัยบวกที่จะเกิดขึ้นกับตัวบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ในอนาคต หรือการกำหนดราคาจองซื้อที่สูง เมื่อเข้าทำการซื้อขายในตลาดแล้วราคาจะมีการเคลื่อนไหวไม่มาก เนื่องจากนักลงทุนสถาบันมีความต้องการลงทุนจำนวนมาก บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายจัดสรรหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกบางส่วนให้โดยหวังว่าจะเป็นลูกค้าภายหน้า แต่ด้วยข้อจำกัดเรื่องจำนวนหลักทรัพย์ จึงแนะนำให้รอเข้าซื้อลงทุนในตลาดเพิ่มเติมตามจำนวนที่ต้องการ

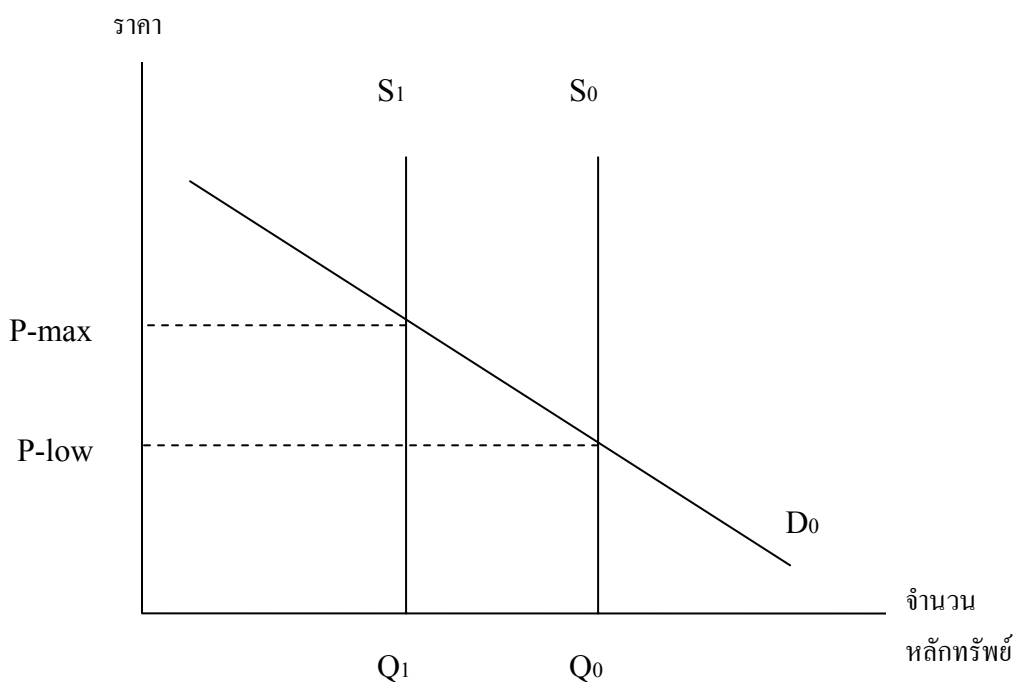
4.5 การบริหารจัดการราคาของซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก

4.5.1 ทฤษฎีมูลภัณฑ์กันชน (Buffer Stock)

เป็นนโยบายที่ใช้รักษาเสถียรภาพของราคาสินค้า มีหลักการ คือการเข้าซื้อและเก็บสินค้าที่มีมากเกินไปจนความต้องการซื้อไว้เมื่อราคาตกต่ำ และระบายสินค้าออกมาเมื่อราคาสูงขึ้น สินค้าที่เก็บไว้ถือว่าเป็นสินค้ากันชน (Buffer Stock)

ภาพที่ 4.2

กราฟแสดงการเปลี่ยนแปลงในทฤษฎีมูลภัณฑ์กันชน



จากภาพที่ 4.2 เส้นอุปทานคือเส้น S_0 ที่ตั้งฉากกับแกนนอน เนื่องจากจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่เสนอขายจะมีจำนวนคงที่และมีจำนวนเท่ากับที่ยื่นขอต่อสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ เท่ากับปริมาณ Q_0 การสำรวจความต้องการซื้อหลักทรัพย์จากนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศอยู่ในช่วงราคา $P_{\max}$ ถึง $P_{\min}$ เส้นอุปสงค์คือเส้น D_0 ปริมาณความต้องการของซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกของสถาบันในประเทศและต่างประเทศที่เสนอซื้อเข้ามาที่ระดับราคาต่างกัน โดยที่ปริมาณ Q_0 จะมีความต้องการซื้อที่แท้จริงที่ระดับราคา $P_{\min}$

หากปล่อยให้ไปเป็นไปตามกลไกตลาดของการทำการสำรวจความต้องการซื้อจากนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศ ราคาที่สำรวจได้จะต่ำที่สุดของช่วงราคาทำการสำรวจสะท้อนให้เห็นถึงประสิทธิภาพการทำงานของบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายในเชิงลบ และจะมีผลต่อการเป็นบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายในครั้งต่อไปได้ เมื่อเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แล้วราคามีแนวโน้มที่จะต่ำกว่าตลาดโดยเปรียบเทียบ

ดังนั้นจึงมีการเข้าแทรกแซงด้วยการจัดสรรหุ้นในส่วนของสถาบันลดน้อยลงและจัดสรรไปให้กับผู้ซื้อรายใหญ่แทน อาจจะเป็นสถาบันส่วนบุคคลหรือสถาบันต่างประเทศที่เป็นพันธมิตรกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาทางการเงินหรือบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายก็ได้ หรืออาจจะจัดสรรให้กับผู้มีอุปการคุณต่อบริษัทฯ ทำให้ So เปลี่ยนเป็นเส้น S1 ที่ปริมาณ Q1 ราคาปรับตัวขึ้นเป็น P-max

การที่ผู้ซื้อรายใหญ่หรือสถาบันส่วนบุคคลหรือสถาบันต่างประเทศที่เป็นพันธมิตรกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาทางการเงินหรือบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายหรือผู้มีอุปการคุณต่อบริษัทฯ ยอมซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกย่อมแปลความหมายถึงการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนทั่วไปว่า มีความผูกพันกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ หรือมีข้อผูกมัด (Commitment) กับที่ปรึกษาทางการเงิน บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายหรือกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ และจะยังคงไม่ละทิ้งหลักทรัพย์ไป ภายหลังการทำการสำรวจความต้องการซื้อจากนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศ และเข้าทำการซื้อขายผ่านพ้นไปแล้ว หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นมักจะมีราคาปรับตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญหลังเข้าทำการซื้อขายวันแรกแล้ว

4.5.2 GREENSHOE OPTION การเสนอขายหลักทรัพย์แบบ greenshoe option

คือการที่ผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนในจำนวนที่มากกว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เสนอขายอยู่จำนวนหนึ่ง ซึ่งหลักทรัพย์ที่เกินนั้น ผู้จัดจำหน่ายจะไปทำ option กับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ เพื่อออกหลักทรัพย์ส่วนที่ผู้จัดจำหน่ายขายเกิน ในกรณีที่หลักทรัพย์ที่จัดจำหน่ายเมื่อเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ และมีราคาตลาดสูงกว่าราคาเสนอขาย และในกรณีที่หลักทรัพย์ดังกล่าวเมื่อเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้วมีราคาต่ำกว่าราคาเสนอขาย ผู้จัดจำหน่ายจะเข้าไปซื้อหลักทรัพย์ในจำนวนที่เกินดังกล่าวในตลาดหลักทรัพย์ วิธีดังกล่าวจะเป็นประโยชน์ต่อการระดมทุนในตลาดทุน เนื่องจากมีส่วนป้องกันไม่ให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายในช่วงระยะเวลาแรกที่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มีความผัน

ผวนมาก เพราะการเข้าไปซื้อขายหลักทรัพย์ดังกล่าว จะมีลักษณะของการรักษาระดับราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขาย (stabilization) ซึ่งมีส่วนช่วยให้การเสนอขายหลักทรัพย์สามารถทำได้ อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

Stock Price Manipulation เป็นคำที่กล่าวกันในวงการวิเคราะห์หลักทรัพย์ ที่หมายถึง การสร้างราคาหุ้นได้โดยถูกกฎหมาย ในที่นี้เป็นหมายถึงกรณีของการทำ Greenshoe Option

อย่างไรก็ตามการตั้งราคาเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้น อาจจะเข้าข่าย Stock Price Manipulation ก็ได้เนื่องจากการตั้งราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงในขณะนั้นหรือสูงกว่า ย่อมทำให้นักลงทุนแปลความหมายหรือเข้าใจไปในทางหนึ่งได้ เมื่อเข้าทำการซื้อขายแล้วการตั้งราคาที่สูงเกินความเป็นจริงอาจจะสร้างความเสียหายหรือขาดทุนให้กับนักลงทุนได้ หรือมีความต้องการเข้าซื้อ มากกว่าจำนวนหลักทรัพย์ที่มีอยู่แล้ว เมื่อเข้าตลาดจึงเกิดความต้องการซื้อในลักษณะของการไล่ราคาเกิดขึ้น การตั้งราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นดูเหมือนว่าทางกรจะเข้ามามีส่วนร่วมไม่มากเท่าที่ควร

4.6 การกระจายและการจัดสรรสิทธิการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก

คณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์กำหนดไว้ว่าจะต้องทำการเปิดเผยรายละเอียดวิธีการจองและการจัดสรรหุ้นให้ชัดเจนในหนังสือชี้ชวน รวมทั้งต้องบอกลักษณะของผู้มีอุปการคุณที่บริษัทจะจัดสรรหุ้นให้ด้วย โดยเฉพาะส่วนที่ผู้ออกหลักทรัพย์กันไว้ให้ผู้มีอุปการคุณ จะต้องเปิดเผยลักษณะของผู้มีอุปการคุณไว้อย่างชัดเจนในหนังสือชี้ชวนว่า เป็น ผู้ทำคุณประโยชน์ให้บริษัท ผู้มีความสัมพันธ์ทางธุรกิจ (Strategic Partners)

ภายหลังปิดการขาย บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์และบริษัทแกนนำจำหน่ายมีหน้าที่ร่วมกันจัดทำรายงานรายชื่อผู้ที่ได้รับการจัดสรรหุ้นสูงสุด 20 อันดับแรก หากใน 20 อันดับนี้มีผู้มีอุปการคุณอยู่ด้วย จะต้องระบุลักษณะการมีอุปการคุณ ซึ่งต้องสอดคล้องกับหนังสือชี้ชวน รายงานนี้ต้องส่งสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ภายใน 45 วันหลังปิดการขาย หลังจากนั้นสำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์จะนำออกเผยแพร่ให้สาธารณชนได้รับทราบ ผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องส่งรายชื่อผู้ที่ได้รับการจัดสรรสูงสุด 200 รายแรก เพื่อเป็นข้อมูลให้สำนักงานคณะกรรมการหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์สามารถตรวจสอบได้ในภายหลังหากเกิดการต้องเรียนเข้ามา

จากบทความเรื่อง“หุ้นจองเป็นของที่ทุกคนควรได้” คอลัมน์ หน้าต่านักลงทุน โดยพี สุจริตกุล (info@sec.or.th) ได้กล่าวไว้บางตอนอย่างน่าสนใจว่า “ส่วน ก.ล.ต. ก็มองว่าการจัดสรรหลักทรัพย์เป็นเรื่องของการเปิดเผยข้อมูลให้ถูกต้อง ดังนั้น ก.ล.ต. จึงกำหนดให้ภาคธุรกิจสามารถกำหนดวิธีการจัดสรรได้เอง และเปิดเผยรายละเอียดวิธีการดังกล่าวให้ชัดเจนในหนังสือชี้ชวน มีข้อห้ามเพียงว่าต้องไม่จัดสรรให้กับผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทผู้ออกหุ้นและบริษัทหลักทรัพย์ที่จัดจำหน่ายเท่านั้นครับ เหตุผลที่ห้าม ก็เพราะว่าการจัดสรรให้คนกลุ่มนี้เป็นการจัดสรรให้แก่พรรคพวกตนเองซึ่งถือได้ว่าเป็นการเอาเปรียบผู้ลงทุน และ ก.ล.ต. ก็จะไม่ให้มีการจัดสรรให้แก่พรรคพวกตนเองอย่างที่ว่า และดูแลให้วิธีการจัดสรรเป็นไปตามที่อธิบายไว้ในหนังสือชี้ชวน ผู้ลงทุนหลายท่านอาจแย้งว่าสำหรับบริษัททั่วไปก็พอเข้าใจอยู่ แต่หากเป็นรัฐวิสาหกิจซึ่งในหลาย ๆ กรณีก็เป็นผู้ได้รับสัมปทานผูกขาดจากภาครัฐ การจัดสรรหุ้นรัฐวิสาหกิจส่วนใหญ่ให้ไปตกอยู่ในมือผู้ลงทุนสถาบันหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นเรื่องที่เหมาะสมแล้วหรือ? ในเรื่องนี้ ก.ล.ต. เห็นด้วยอย่างเต็มที่ว่าในการจัดสรรหุ้นรัฐวิสาหกิจ ควรมีการกันสัดส่วนที่มากพอในการกระจายไปยังมือผู้ถือหุ้นรายย่อย แต่ในเรื่องนี้ ไม่ได้เป็นเกณฑ์ที่ ก.ล.ต. จะเป็นผู้กำหนดหรือบังคับใช้ แต่เป็นเรื่องที่สำนักรัฐวิสาหกิจ กระทรวงการคลัง ได้คำนึงถึงอยู่โดยตลอดแล้ว ดังจะเห็นได้ว่า การเสนอขายหุ้นของรัฐวิสาหกิจใหญ่ ๆ จะมีนโยบายในการกระจายไปสู่ผู้ลงทุนรายย่อยอย่างทั่วถึง “

ดังนั้นรายละเอียดของการจัดสรรหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ทุกบริษัทจะต้องทำการเปิดเผยไว้ในหนังสือชี้ชวนให้ชัดเจน