

บทที่ 5

ผลของการศึกษา

ผลของการศึกษาถึงพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก และอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลา 1 ปี ที่เสนอขายต่อประชาชนและเข้าทำการซื้อขายตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546-2548 จำนวน 93 หลักทรัพย์ ได้ผลการศึกษาดังนี้

ตารางที่ 5.1

อัตราผลตอบแทนการจูงซื้อหลักทรัพย์เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกแล้วถือตามช่วงเวลาต่างๆ

	P 0-1	P 0-2	P 0-3	P 0-4
เฉลี่ยปี พ.ศ. 2546	1777.67	1124.32	513.49	23.33
เฉลี่ยปี พ.ศ. 2547	405.94	213.65	40.52	-10.50
เฉลี่ยปี พ.ศ. 2548	412.05	133.00	70.47	27.91
เฉลี่ยรวม	865.22	490.32	208.16	13.58

ภาพรวมพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ช่วงระยะเวลา 1 ปี ที่ทำการศึกษานั้นพบว่า เมื่อเข้าทำการซื้อขายในวันแรก ราคาปิดวันแรกของการซื้อขายจะสูงกว่าราคาจูงซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกโดยส่วนมาก (+67 / -23 หลักทรัพย์) และระดับราคาจะมีการปรับตัวลงเรื่อยๆ ในช่วงเวลาต่อมา ยิ่งระยะเวลาในการถือครองหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนานมากขึ้นเท่าใดระดับราคาจะปรับตัวลงมากขึ้นตามระยะเวลาที่ถือครองนั้น นักลงทุนที่จูงซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกจะได้รับผลตอบแทนสูงสุดเมื่อขายในวันแรกเข้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนที่ทำการศึกษาตามช่วงระยะเวลาต่างๆ นั้นแสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนการจูงซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก Period 0-1 เมื่อวันแรกเข้าจะให้ผลตอบแทนสูงที่สุด และลดต่ำลงมาเรื่อยๆ ตาม Period ที่ยาวขึ้น อัตราผลตอบแทนต่ำที่สุดใน Period 0-4 จากราคาจูงซื้อถึงระยะเวลา 1 ปี

สำหรับหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่เข้าทำการซื้อขายแล้วราคาปิดวันแรกเข้าทำการซื้อขายต่ำกว่าราคาจูงซื้อ จะมีพฤติกรรมราคาที่ตรงกันข้ามอย่างสิ้นเชิงกับหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่เข้าทำการซื้อขายวันแรกเข้าแล้วสูงกว่าราคาจูงซื้อ

คือราคาจะมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นเรื่อยๆตามระยะเวลาที่นานขึ้น ในขณะที่อัตราผลตอบแทนจะติดลบน้อยลงหากนักลงทุนถือครองหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นนานขึ้น และจะให้ อัตราผลตอบแทนเป็นบวกได้ในช่วงระยะเวลา Period 0-3 และ Period 0-4 ทั้งนี้อาจจะเป็น เพราะว่าราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นเสนอขายในราคาที่สูงกว่าตลาด ในขณะที่เข้าทำการซื้อขายวันแรกโดยเปรียบเทียบ

จากการศึกษาการตั้งราคาเสนอขายในหนังสือชี้ชวนจะตั้งราคาเสนอขายที่ระดับต่ำกว่าตลาด โดยวิธีการตั้งราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (P/E Ratio) อยู่พอสมควร ซึ่งเมื่อเข้าทำการซื้อขายในวันแรก ราคาหลักทรัพย์มีการปรับลดต่ำกว่าราคาจองซื้อ จึงใจให้นักลงทุนเข้ามาซื้อ ในระยะเวลาต่อมาเนื่องจากมูลค่าที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเพิ่มขึ้นดังกล่าว หรือการเข้ามาซื้อเพื่อลงทุนของสถาบันในประเทศและต่างประเทศ หรือแม้แต่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่เห็นว่าราคาหลักทรัพย์ในตลาดของตนต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (มักจะซื้อผ่านบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ที่เปิดไว้เพื่อรองรับโดยเฉพาะ)

ในบางกรณีของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเมื่อเข้าทำการซื้อขายวันแรกแล้วให้อัตราผลตอบแทนติดลบมากๆ เนื่องจาก ราคาที่เสนอขายนั้นเมื่อเปรียบเทียบกับราคาตลาดโดยวิธีอ้างอิงมูลค่าที่เหมาะสม เช่น วิธีราคาต่ออัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้น ในขณะที่เข้าทำการซื้อขายนั้นราคาจองซื้อสูงกว่าตลาดมาก เนื่องจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ได้มีการปรับตัวลงมากกว่าเมื่อขณะที่ทำการจองซื้อ หรือเมื่อเกิดเหตุการณ์ที่ไม่สามารถควบคุมได้เข้ามากระทบต่ออุตสาหกรรมโดยรวมหรือกระทบต่อบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ภายหลังจากการจองซื้อ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นความเสี่ยงที่ไม่สามารถควบคุมได้ในช่วงระยะเวลาดังแต่หลังการจองซื้อจนถึงวันแรกเข้าทำการซื้อขาย อีกประการหนึ่งก็คือการตั้งราคาที่สูงเกินไปเมื่อทำการจองซื้อ

ในกรณีตรงกันข้ามเมื่อเข้าทำการซื้อขายแล้วอัตราผลตอบแทนสูงมากๆ นั้นเกิดจากความต้องการถือครองในหลักทรัพย์นั้นๆ เนื่องจากราคาจองซื้อต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น หรือราคาตลาดในขณะนั้นต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น การเก็งกำไรจากปัจจัยบวกที่ได้รับการเผยแพร่ก่อนที่จะเข้าทำการซื้อขาย เช่น ราคาวัตถุดิบมีการปรับลดลงอย่างมาก เกิดปัญหาผู้ผลิตรายอื่นหยุดการผลิต ทำให้ราคาขายผลิตภัณฑ์สูงขึ้น เป็นต้น

ดังนั้นพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก หากวันแรกเข้าทำการซื้อขายปิดสูงกว่าราคาจองซื้อ ระดับราคามีแนวโน้มที่จะลดต่ำลงเรื่อยๆ อัตราผลตอบแทนก็มีลักษณะเดียวกันกับพฤติกรรมราคา และหากวันแรกเข้าทำการซื้อขายราคาปิดต่ำกว่าราคาจองซื้อ จะมีพฤติกรรมราคาและอัตราผลตอบแทนที่ปรับตัวดีขึ้นเมื่อถือครองไว้นานขึ้น ดังนั้นพฤติกรรม

ราคาและอัตราผลตอบแทนของการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก เมื่อเข้าทำการซื้อขายแล้วในช่วงระยะเวลา 1 ปี มีลักษณะที่จะปรับตัวเข้าใกล้แกนนอนมากขึ้นเรื่อยๆตามระยะเวลาการถือครอง สอดคล้องกับผลการศึกษาเรื่อง การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ในตลาดแรกต่อประชาชน : พฤติกรรมการกำหนดราคาและอัตราผลตอบแทน ของ สเก็ดดาว ชี้อวัฒนะ และ New-Issue Stock Price Behavior ของ McDonald และ Fisher ในปี ค.ศ.1972 ที่สรุปไว้ว่านักลงทุนที่ลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก จะได้รับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินสูงมากในสัปดาห์แรกหลังจากที่เสนอขายต่อประชาชน หลังจากนั้นจะค่อยๆ ปรับตัวตามข่าวสารต่างๆ และเช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Steven M. Dawson (1987) ที่ทำการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ประเทศฮ่องกงและสิงคโปร์

จากผลการศึกษาค้นพบว่าในปีแรกของผลการศึกษา พ.ศ. 2546 มีการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกจำนวน 21 บริษัท ให้อัตราผลตอบแทนมากกว่าในปีที่ 2 และ 3 พ.ศ. 2547 และ 2548 ที่มีการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกจำนวน 36 บริษัททั้ง 2 ปี ทั้งนี้เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวขึ้น ความต้องการเงินทุนมีมากขึ้น ในขณะที่นักลงทุนที่ได้รับจัดสรรสิทธิในการจองซื้อซื้อขายทำกำไรเมื่อเข้าทำการซื้อขาย เพื่อที่จะนำเงินทุนส่วนหนึ่งที่ได้รับจัดสรรไว้สำหรับการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกโดยเฉพาะไปทำการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์รายใหม่ต่อไป จึงทำให้มีการถือครองระยะสั้นเท่านั้นเมื่อเข้าทำการซื้อขายระยะเวลาหนึ่ง เช่น เมื่อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกABCเข้าทำการซื้อขายแล้วเป็นเวลา 1 สัปดาห์ หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกDEFก็เปิดทำการจองซื้อ ซึ่งหากนักลงทุนรายเดียวกันนี้ได้รับจัดสรรสิทธิด้วยก็จะต้องทำการขายหลักทรัพย์ABCก่อนล่วงหน้า 3 วันทำการเนื่องจากการขายหลักทรัพย์จะได้รับเงินหลังจากขายแล้ว 2 วันทำการ (T+3)

ในการศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกหากจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก และการซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกในวันแรกเข้าทำการซื้อขาย โดยเปรียบเทียบในช่วงเวลาที่ต่างกัน หลังจากเข้าไปทำการซื้อขายแล้วเป็นระยะเวลา 1 ปี โดยเปรียบเทียบช่วงเวลา Period 1-2, Period 1-3, Period 1-4 กับ Period 0-2, Period 0-3, Period 0-4 นั้นได้ผลการศึกษาดังนี้

ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าหากนักลงทุนสามารถเข้าถึงตลาดแรกได้ กล่าวคือสามารถที่จะจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกในราคาจองซื้อ จะได้รับอัตราผลตอบแทนที่

ดีกว่ามากเมื่อเข้าซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่ราคาปิดวันแรกที่เข้าทำการซื้อขายทุกช่วงเวลาของการศึกษาการซื้อขายเปรียบเทียบ

ตารางที่ 5.2

อัตราผลตอบแทนของการซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกวันแรกเข้าแล้วถือตามช่วงเวลาต่างๆ

	P 1-2	P 1-3	P 1-4
ปี พ.ศ. 2546	90.55	58.36	-7.71
ปี พ.ศ. 2547	-90.96	-88.57	-16.82
ปี พ.ศ. 2548	-182.32	-20.12	23.73
เฉลี่ย	-60.91	-16.78	-0.27

หากนักลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ในวันแรกเข้าทำการซื้อขายแล้วจะได้รับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยติดลบทุกช่วงเวลาของการศึกษา อัตราผลตอบแทนจะติดลบมากที่สุดในช่วงระยะเวลา 1 สัปดาห์แรกหลังการซื้อขาย และจะดีขึ้นเมื่อถือไว้นานขึ้น แต่อย่างไรก็ตามอัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยยังคงติดลบแม้ว่าจะถือไว้จนถึงระยะเวลา 1 ปี

ถึงแม้ว่าผลการศึกษา Period 0-2 จนถึง Period 0-4 จะให้อัตราผลตอบแทนที่เป็นบวก และดีกว่าเมื่อเทียบกับการซื้อหลักทรัพย์เมื่อเข้าทำการซื้อขายวันแรกเข้าก็ตาม แต่อัตราผลตอบแทนยังคงมีแนวโน้มที่ปรับลดลงเรื่อยๆเมื่อถือครองไว้นานขึ้นเช่นเดียวกันกับผลของการศึกษาพฤติกรรมราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเมื่อเข้าทำการซื้อขายที่กล่าวไว้แล้วในช่วงแรก

ผลการศึกษาข้างต้นชี้ให้เห็นว่าการเข้าถึงตลาดแรก การจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นมีความได้เปรียบและได้รับอัตราผลตอบแทนมากกว่าการเข้าซื้อหลักทรัพย์นั้นในตลาดรอง จึงทำให้นักลงทุนมีความต้องการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกมากกว่าจำนวนหุ้นที่ทำการเสนอขายเป็นครั้งแรก ผลจากการสำรวจความต้องการซื้อของนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศที่ผ่านมานั้นมีความต้องการจองซื้อสูง และราคาจองซื้อจะสรุปผลออกมาที่ราคาสูงสุดหรือใกล้เคียงกับราคาสูงสุด

อัตราผลตอบแทนทุกช่วงเวลาของการเปรียบเทียบเมื่อนักลงทุนเข้าซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่ราคาปิดเมื่อวันแรกเข้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์กับราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกให้อัตราผลตอบแทนที่เป็นแนวทางเดียวกันและ

เหมือนกับกับผลการศึกษาของ สเก็คตาว ชื่อวัฒน์ ที่กล่าวไว้ว่าสำหรับการลงทุนซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ในตลาดรองนั้นให้อัตราผลตอบแทนที่จัดว่าค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนในตลาดแรก ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีทางการเงินที่ว่า “เมื่อความเสี่ยงในการลงทุนต่ำ อัตราผลตอบแทนก็จะต่ำตามไปด้วย” การศึกษาของ สเก็คตาว จะมุ่งพิจารณาผลการศึกษาจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานที่สูงและอธิบายถึงสาเหตุที่ทำให้ความเสี่ยงในการซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกในวันแรกที่สูงเป็นเพราะว่าในช่วงแรกที่หลักทรัพย์เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ ข่าวสารต่างๆยังไม่สมบูรณ์มากนัก ภาวะเก็งกำไรในช่วงเวลาดังกล่าวสูง ส่งผลให้ความเสี่ยงในการลงทุนสูงตามไปด้วย การถือหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเป็นระยะเวลาที่นานขึ้น จะพบว่า ความเสี่ยงที่นักลงทุนได้รับกลับมีแนวโน้มที่ลดลงตามลำดับ อันเป็นผลให้อัตราผลตอบแทนลดลงตามไปด้วย

ผลการศึกษาพฤติกรรมราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก และอัตราผลตอบแทนการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่มีแนวโน้มปรับตัวดังกล่าวสามารถอธิบายได้โดย

1. การเก็งกำไรในที่นี้คือกลุ่มนักลงทุนกลุ่มหนึ่งที่หวังเพียงแค่ส่วนต่างราคาซื้อแล้วขาย (Capital Gain) เนื่องจากราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก มักจะเสนอขายในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาดโดยเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมฯ ดังนั้นเมื่อเข้าทำการซื้อขายจะมีการประเมินราคาที่แตกต่างกันของนักวิเคราะห์บริษัทต่างๆ นักลงทุนที่เข้ามาเก็งกำไรในวันแรกเข้าทำการซื้อขายจะมีการประเมินราคาที่เหมาะสมตามภาวะตลาดควบคู่กันไปด้วย เป็นการประเมินราคาหลังจากที่มีการเปลี่ยนแปลงของข้อมูลข่าวสารที่ได้รับ ณ. วันแรกเข้าทำการซื้อขายเมื่อราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงจะเข้าทำการซื้อ เพราะคาดว่าราคาในอนาคตจะสูงขึ้น

จากประสบการณ์การทำงาน การสัมภาษณ์นักลงทุน นักข่าวสายธุรกิจหลักทรัพย์ และผู้มีส่วนร่วมในการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก พบว่า ก่อนเข้าทำการซื้อขายจะมีการเร่งประชาสัมพันธ์ผ่านสื่อต่างๆ ให้นักลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารเพิ่มมากขึ้น โดยส่วนมากแล้วประมาณ 1 สัปดาห์ก่อนเข้าทำการซื้อ และจะเพิ่มมากขึ้นก่อนเข้าทำการซื้อขาย 1 วัน โดยเฉพาะรายการทางสื่อโทรทัศน์ ที่จะเชิญผู้บริหารของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาทางการเงินและบริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย มาแนะนำให้นักลงทุนได้รับรู้ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มากขึ้น โดยเฉพาะเรื่องปัจจัยบวกสนับสนุนการดำเนินงานของกิจการในอนาคต หลังจากนั้นจึงได้มีการนำเสนอบทวิเคราะห์ต่างๆถึงมูลค่าหลักทรัพย์ที่ประเมินได้ ดังนั้นนักลงทุนในตลาดที่ได้รับจัดสรรจองซื้อและไม่ได้รับจัดสรรการจองซื้อ เป็นผู้บริโภคข่าวสาร และหาข้อมูล

ข่าวสารได้มาน้อยแตกต่างกันไป ทำให้มีการประเมินมูลค่าที่ควรจะเป็นไม่เท่ากัน ขึ้นอยู่กับความสามารถนักลงทุนแต่ละคน

เจ้าหน้าที่การตลาดเองก็มีส่วนที่จะให้ข้อมูลข่าวสารแก่นักลงทุนโดยเฉพาะนักลงทุนลูกค้ากลุ่มเป้าหมายที่เน้นการเก็งกำไรเป็นหลัก ทำหน้าที่เป็นคนกลางในการรวบรวมข้อมูลข่าวสารและราคาที่ประเมินได้จากแหล่งที่เชื่อถืออ้างอิงได้ และแหล่งที่ไม่สามารถอ้างอิงที่มาได้ โดยเฉพาะบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย แนะนำทั้งซื้อและขาย และจากสถิติที่ผ่านมาวันแรกเข้าทำการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกจะไม่มี การกำหนดราคาสูงสุดหรือต่ำสุด การแกว่งตัวของช่วงราคาจะกว้างมากที่สุด การซื้อขายด้วยระบบNet Settlement ก็มีผลช่วยให้เกิดการเก็งกำไรดังกล่าวได้

2. ความต้องการซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกจากนักลงทุนที่มีวัตถุประสงค์ในการลงทุนระยะยาวที่ไม่ได้รับจัดสรรในตลาดแรก เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานที่รองรับในอนาคตทำให้กลุ่มนักลงทุนสถาบัน นักลงทุนระยะยาวมีความต้องการซื้อมากกว่าตลาดจึงทำการซื้อถึงแม้ว่าระดับราคาจะขึ้นสูงแล้วก็ตาม และมักจะเป็นกลุ่มนักลงทุนที่เฝ้าติดตามราคา หากมีการปรับตัวลดลงมาก็จะเข้าทำการซื้อเพิ่ม

บางกรณีหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่มีปัจจัยพื้นฐานดี มีความต้องการจองซื้อสูงเมื่อทำการสำรวจความต้องการซื้อจากนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศ แต่ราคาปรับลงมาต่ำกว่าราคาจองซื้อเมื่อเข้าทำการซื้อขาย นักลงทุนเหล่านี้ก็จะเข้ามาซื้อเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ จึงเป็นเหตุให้ราคามีการกลับตัวขึ้นไปได้ในระยะเวลาต่อมา

3. บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เองก็มีส่วนในการซื้อคืนกลับเข้ามาด้วย เช่น ในส่วนของผู้ถือหุ้นใหญ่ที่เป็นเจ้าของบริษัทหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้น ได้นำหลักทรัพย์บางส่วนของตนเองออกจำหน่ายทั้งในส่วนที่ขายออกเพื่อปรับโครงสร้างการถือหุ้นหรือปรับโครงสร้างทางการเงินก่อนยื่นคำขอจดทะเบียน หรือในส่วนที่ขายร่วมกับตลาดแรก เมื่อราคาต่ำลงก็ทำการซื้อคืน เพราะเป็นผู้ที่รู้ว่าบริษัทเป็นอย่างไร

ข้อสังเกตประการจากประสบการณ์ในการทำงาน ในส่วนของบทวิเคราะห์ที่ได้รับการเผยแพร่มีส่วนที่ทำให้การรับรู้ข้อมูลมีความแตกต่างกันในตลาดแรกและตลาดรอง กล่าวคือเมื่อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นๆ เสนอขายต่อประชาชนในตลาดแรก จะมีนักลงทุนเพียงบางส่วนเท่านั้นที่สามารถจองซื้อหุ้นได้ ชี้ให้เห็นว่าตลาดมีการแบ่งแยกการเข้าถึงหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกอย่างชัดเจน บทวิเคราะห์จะมีการเผยแพร่ออกมาจากฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์ของบริษัทที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้ง

แรกเท่านั้น มีเพียงส่วนน้อยมากที่จะเผยแพร่ออกมาโดยบริษัทที่ไม่ได้มีส่วนร่วมในการเสนอขาย ครั้งนั้น ยกเว้นว่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นได้มีการกระจายการจองซื้อด้วยวิธีการสุ่มเลือกผู้จองซื้อผ่านทางธนาคารต่างๆ และเป็นหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่เท่านั้น เช่นบริษัท AOT TOP เป็นต้น

การเผยแพร่บทวิเคราะห์ในช่วงเวลาที่ทำกรจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชน ครั้งแรกจะจำกัดอยู่ในวงแคบ หลังจากเข้าทำการซื้อขายในตลาดผ่านพ้นไปแล้วระยะเวลาหนึ่ง บทวิเคราะห์ในตลาดรองจะเพิ่มมากขึ้นโดยฝ่ายวิเคราะห์บริษัทหลักทรัพย์ต่างๆ และจะมีการเผยแพร่มากขึ้นเนื่องจากนักลงทุนสามารถเข้าทำการซื้อขายได้ในตลาดหลักทรัพย์เท่าเทียมกัน

เมื่อวันแรกเข้าทำการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ทุกบริษัทหลักทรัพย์มักจะออกบทวิเคราะห์สั้นๆออกมาเผยแพร่ในบทวิเคราะห์ประจำวัน แสดงข้อมูลและคำแนะนำในการลงทุน(ก่อนหน้านี้จะไม่มีการออกบทวิเคราะห์) ความเป็นไปได้ในกรณีนี้คือ เมื่อก่อนเข้าทำการซื้อขายนั้น ข้อมูลข่าวสารยังไม่เผยแพร่มากนัก การวิเคราะห์จึงขึ้นอยู่กับความยากง่ายการเข้าถึงข้อมูล และวัตถุประสงค์ของการออกบทวิเคราะห์เพื่อกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย หลังจากเข้าทำการซื้อขายแล้วนักลงทุนทุกคนมีโอกาสในการเข้าซื้อและขายหุ้นเท่าเทียมกัน ข่าวสารข้อมูลรวมทั้งบทวิเคราะห์จึงมีมากขึ้น แพร่หลายมากขึ้น

สอดคล้องกับการศึกษาของ นุชนีย์ แซ่หลี่¹ (2539) ที่กล่าวไว้ว่า หากนักลงทุนทุกคนมีความสามารถในการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานได้ดีเท่าเทียมกัน การวิเคราะห์ก็ไม่สามารถสร้างประโยชน์แก่บุคคลกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งได้ เพราะทุกคนสามารถคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ โดยเปรียบเทียบกับมูลค่าที่แท้จริงได้เหมือนกัน หรือแม้แต่นักวิเคราะห์เทคนิคเองก็ตาม ก็ไม่สามารถใช้เป็นหนทางในการสร้างกำไรเพิ่มขึ้นได้ ถ้าหากมีนักลงทุนหรือนักวิเคราะห์ที่มากความสามารถในการวิเคราะห์จำนวนมากพอ

ผลการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกกับบริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย โดยการแบ่งบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายออกเป็น 3 กลุ่ม กลุ่มที่เสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกทั้ง 3 ปี 2 ปี และ 1 ปี

¹ นุชนีย์ แซ่หลี่, “ความรวดเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” (วิทยานิพนธ์ มหาบัณฑิต คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 2539)

หลังจากนั้นจึงศึกษาความสัมพันธ์ตามขนาดของบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายดังกล่าวตามปริมาณการซื้อขายสะสมรวมทั้ง 3 ปี ได้ผลการศึกษาดังต่อไปนี้

กลุ่มบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายที่นำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเข้าตลาดทั้ง 3 ปี มี 9 บริษัท เป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่มีปริมาณการซื้อขายมากในอันดับต้นๆ ที่ให้อัตราผลตอบแทนอยู่ในระดับปานกลางถึงสูงมาก และให้อัตราผลตอบแทนเป็นบวกทั้งหมดโดยเฉลี่ย และเมื่อนำมาจัดเรียงลำดับอัตราผลตอบแทนจะพบว่า บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายที่มีขนาดใหญ่ที่สุดอันดับ 1-3 จะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่ำที่สุดในกลุ่มนี้และนำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเข้าจดทะเบียนมากที่สุด 15-11 บริษัท อัตราผลตอบแทนจะผันผวนกับขนาดของบริษัทสำหรับกลุ่มนี้

ตารางที่ 5.3

อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยของบริษัทแกนนำจำหน่าย

	0-1	0-2	0-3	0-4
บริษัทแกนนำที่นำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเข้าทั้ง 3 ปี	1127.89	670.90	266.61	20.20
บริษัทแกนนำที่นำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเข้าทั้ง 2 ปี	734.76	306.72	140.04	25.27
บริษัทแกนนำที่นำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเข้า 1 ปี	840.46	543.38	117.95	2.38

พฤติกรรมด้านราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายขนาดใหญ่อันดับที่ 1-3 อันดับแรก ราคาปิดหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกวันแรกเข้าจะสูงกว่าราคาจองไม่มาก ในขณะที่บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายขนาดกลางราคาปิดวันแรกเข้าจะสูงกว่าราคาจองมาก หลังจากนั้นจะลดต่ำลงเมื่อเข้ามาซื้อขายเป็นระยะเวลานานขึ้น ซึ่งก็เหมือนกับพฤติกรรมราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่ศึกษาไว้แล้วก่อนหน้านี้โดยทั่วไป

กลุ่มบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายที่นำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก เข้าตลาดแค่ 2 ปี มี 7 บริษัท ส่วนมากเป็นบริษัทที่มีขนาดบริษัทปานกลาง มีบริษัทใหญ่เป็นอันดับ 4 1 บริษัท กลุ่มนี้มีบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายให้อัตราผลตอบแทนโดยเฉลี่ยติดลบ 3 บริษัท ไม่สามารถหาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายกับพฤติกรรมราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่ศึกษาได้ในกลุ่มนี้

กลุ่มบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายที่นำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก เข้าตลาดแค่ 1 ปี มี 7 บริษัท ส่วนใหญ่เป็นบริษัทแกนนำจำหน่ายขนาดเล็กและขนาดกลาง กลุ่มนี้มีบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายที่ให้อัตราผลตอบแทนติดลบ 1 บริษัทที่มีขนาดเล็ก บริษัทแกนนำจำหน่ายที่มีขนาดเล็กจะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงกว่าบริษัทแกนนำจำหน่ายขนาดกลางในกลุ่มนี้

การศึกษาพบว่าหากเป็นบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายที่นำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ทั้ง 3 ปีแล้วจะให้อัตราผลตอบแทนเป็นบวกและมีพฤติกรรมราคาปิดวันแรกสูงสุดและจะปรับตัวต่ำลงเรื่อยๆ บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายขนาดใหญ่จะให้อัตราผลตอบแทนน้อยที่สุดในกลุ่มศึกษา นี้ขนาดของบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายมีผลต่อจำนวนบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์หรือหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก บริษัทขนาดใหญ่ถึงปานกลางจะได้เปรียบในการนำบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้ผลการศึกษาในปี ค.ศ.1992 ของ Mauer และ Senbet ก็มีผลที่สามารถอธิบายได้ว่าถ้ามูลค่าหลักทรัพย์ในการเสนอขายมีมูลค่าสูง มักจะทำให้ถูกรับประกันการจำหน่ายโดยที่ปรึกษาทางการเงินขนาดใหญ่ จึงจะสามารถกระจายหลักทรัพย์ได้มากและถ้านักลงทุนสามารถเข้าถึงตลาดแรกได้มากขึ้นจะทำให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินลดลงเรื่อยๆ

บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายขนาดใหญ่นำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนเข้าแล้วให้อัตราผลตอบแทนน้อยกว่าบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็ก

ผลการศึกษาพบว่าบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายขนาดใหญ่ที่นำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะมีความแตกต่างในจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก คือ แกนนำการจัดจำหน่ายขนาดใหญ่ อันดับที่ 1-3 จะนำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรกเข้าจดทะเบียน 11-15 หลักทรัพย์ ในขณะที่บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายขนาดกลางจะนำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเข้าจดทะเบียน 7-4 หลักทรัพย์ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายขนาดใหญ่มีความได้เปรียบอยู่มาก เนื่องจาก

1. มีเครือข่ายความสัมพันธ์มาก ความเป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่มักจะได้เปรียบการใช้เครือข่ายในการหาลูกค้าได้ง่ายกว่า อีกทั้งการที่มีพนักงานในเครือมากก็เอื้อต่อการใช้กลยุทธ์ในการหาลูกค้าด้วยการเสนอผลตอบแทนหากพนักงานสามารถหาลูกค้าหรือแนะนำบริษัทเข้ามาระดมทุนด้วยวิธีการเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนเป็นครั้งแรกได้

2. ความมีชื่อเสียงและบริการที่ครบวงจร ทำให้บริษัทขนาดใหญ่ที่มีความประสงค์จะระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ด้วยการขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกมีความสะดวกสบาย และมั่นใจได้ว่าสามารถขายหลักทรัพย์ได้ครบจำนวนตามที่ต้องการ โดยเฉพาะบริษัทที่มีขนาดการระดมทุนใหญ่

3. บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายที่มีขนาดใหญ่มีกระบวนการคัดเลือกบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรกที่ดีเพื่อสร้างความมั่นใจให้กับลูกค้าหลักทรัพย์ของบริษัทว่าเป็นหลักทรัพย์ที่มีปัจจัยพื้นฐานดี มีความสามารถสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นได้ในอนาคต ทั้งในรูปของเงินปันผล ส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงขึ้นในอนาคต รวมทั้งกำไรจากการขายหลักทรัพย์ ดังนั้นนักลงทุนที่จองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกจึงมีความเสี่ยงที่ต่ำ ราคาเสนอขายจึงต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงไม่มากนัก ข้อมูลข่าวสารต่างๆ ได้รับการกระจายไปสู่นักลงทุนทั่วไปด้วยวิธีการต่าง ราคาจึงมีความผันผวนน้อยกว่า

4. การเข้าดูแลราคาหลักทรัพย์หลังเข้าทำการซื้อขายทำได้ไม่ยากนัก จากข้อได้เปรียบข้างต้น เมื่อเข้าทำการซื้อขายราคาต่ำกว่าราคาเสนอขายครั้งแรก หรือราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง นักลงทุนจะเข้าทำการซื้อเพิ่มหรือซื้อลงทุน เนื่องจากนักลงทุนทั่วไปจะรู้ข่าวสารข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกมาก กล่าวคือไม่ได้มีปัญหาในเรื่องของข้อมูลไม่สมมาตรทางข้อมูล หรือมีอยู่น้อยมาก แต่เมื่อราคาสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง นักลงทุนจะทำการขายแทน ราคาจึงมีความผันผวนน้อย และให้อัตราผลตอบแทนที่ไม่สูงมากนัก

5. บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายขนาดใหญ่ จะมีลูกค้าที่เปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ในรูปของนักลงทุนสถาบันต่างๆ เป็นจำนวนมาก (เนื่องจากสถาบันในประเทศและต่างประเทศมีความต้องการ การบริการจากการวิเคราะห์หลักทรัพย์ บทวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่มีคุณภาพ เชื่อถือได้ และเมื่อบทวิเคราะห์ของบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายขนาดใหญ่ออกทำการเผยแพร่ จะมีผลต่อพฤติกรรมการซื้อขายของลูกค้าหลักทรัพย์จำนวนมาก) ดังนั้นด้วยกลไกตลาดและนโยบายการลงทุนของนักลงทุนสถาบันต่างๆ ทำให้ราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเมื่อเข้าทำการซื้อขายแล้วจะปรับตัวเข้าสู่ราคาที่ใกล้เคียงกับมูลค่าที่แท้จริง เช่นหากสูงกว่า ก็จะทำให้การขายทำกำไร

ในส่วนของบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายขนาดกลางนั้น ผลการศึกษาด้วยวิธีการสัมภาษณ์บริษัทที่ปรึกษาทางการเงินและผู้บริหารที่เคยระดมทุนด้วยวิธีการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรกหลายๆ แห่งพบว่า การเลือกที่ปรึกษาทางการเงินและบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายนั้นขึ้นอยู่กับความรู้ความเชี่ยวชาญของผู้บริหารหรือนุคลากรของบริษัทที่เสนอขาย

หลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรก หากมีความรู้มากก็มักจะมีอำนาจต่อรองสูงทั้งด้านค่าธรรมเนียมราคาขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกสูง และบริการต่างๆเพิ่มเติม เช่น ราคาวันแรกเข้า การจัดสรรให้กับผู้มีอุปการคุณของบริษัทจำนวนมากราย เป็นต้น ดังนั้นด้วยอำนาจการต่อรองดังกล่าว ทำให้บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายขนาดใหญ่มักจะหลีกเลี่ยง ดังนั้นบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ดังกล่าวจึงเลือกที่จะใช้บริการกับบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายขนาดกลางหรือขนาดเล็กแทน

สอดคล้องกับ David P. Baron (1982) ที่ศึกษาแบบจำลองบนพื้นฐานของความไม่เท่าเทียมกันในข่าวสารข้อมูล โดยกล่าวถึงหน้าที่ของวาณิชธนกร คือรับประกันการจำหน่าย ให้คำปรึกษา และกระจายหุ้น ซึ่งบริษัทที่ระดมทุนด้วยหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกอาจเลือกให้วาณิชธนกรทำหน้าที่เพียงหน้าที่ใดหน้าที่หนึ่งหรืออาจจะทำหน้าที่ทั้งหมดก็ได้

ถ้าผู้ออกหลักทรัพย์หรือบริษัทที่ระดมทุนด้วยหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกมีข่าวสาร ความรู้ในตลาดทุนเป็นอย่างดี ทราบถึงความต้องการในหลักทรัพย์ที่จะเสนอขาย ทราบถึงขั้นตอนต่างๆในการกระจายหลักทรัพย์ ก็อาจจะเป็นผู้กำหนดราคาและเงื่อนไขต่างๆ และใช้บริการบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายในการกระจายหลักทรัพย์

แต่ถ้าบริษัทที่ระดมทุนด้วยหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกไม่มีความรู้ในการเสนอขาย ก็จะต้องเลือกใช้บริการที่ครบวงจรและยินยอมให้ตั้งราคาเสนอขายที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็นราคาที่ต่ำลงนี้เป็นส่วนเพิ่มให้กับความแปรปรวนของความต้องการในการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ที่ปรึกษาทางการเงินและบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายมักจะมีข่าวสารข้อมูลในตลาดแรกและตลาดหลักทรัพย์มากกว่า (สามารถที่จะใช้ความมีชื่อเสียงด้านต่างๆ เช่น บทวิเคราะห์ ชื่อเสียงในตลาดรองว่าเป็นผู้นำราคา) ความมีประสบการณ์ของตนก่อให้เกิดความต้องการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก หรือความต้องการซื้อเมื่อเข้าทำการซื้อขายในตลาดรอง