

บทที่ 6

สรุปผลการศึกษาวิจัย

สรุปผลการศึกษาวิจัย

สรุปผลการศึกษาถึงพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก และอัตราผลตอบแทนในช่วงระยะเวลา 1 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2546-2548 จำนวน 93 หลักทรัพย์ สามารถสรุปดังนี้

พฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก เมื่อเข้าทำการซื้อขาย ราคาปิดวันแรกของการซื้อขายจะสูงกว่าราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก และระดับราคาจะมีการปรับตัวลงเรื่อยๆ ในช่วงเวลาต่อมา ตามระยะเวลาที่ถือครอง นักลงทุนที่จองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกจะได้รับผลตอบแทนสูงสุดในวันแรกเข้าทำการซื้อขายหลักทรัพย์ และจะได้รับอัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าลงมาเมื่อถือครองนานขึ้น

สำหรับหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่เข้าทำการซื้อขายแล้วราคาปิดวันแรกเข้าทำการซื้อขายต่ำกว่าราคาจองซื้อ จะมีพฤติกรรมราคาที่ตรงกันข้ามกับหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่เข้าทำการซื้อขายวันแรกเข้าแล้วสูงกว่าราคาจองซื้อ ราคาจะมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ และอัตราผลตอบแทนจะติดลบน้อยลงหากนักลงทุนถือครองนานขึ้น จนกลับมาเป็นบวกได้

ดังนั้นพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเมื่อเข้าทำการซื้อขายแล้วในช่วงระยะเวลา 1 ปี มีลักษณะที่จะปรับตัวเข้าใกล้แก่นนอนมากขึ้นเรื่อยๆ ตามระยะเวลาการถือครอง เนื่องจาก

1. การเก็งกำไร การเข้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกไม่มีการกำหนดราคาสูงสุดและต่ำสุด นักลงทุนมีการประเมินราคาที่เหมาะสมต่างกัน ทั้งก่อนเข้าทำการซื้อขายและหลังเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก เมื่อราคาที่ประเมินสูงกว่าราคาขณะนั้นจะทำการซื้อ และเมื่อต่ำกว่าจะทำการขายราคาจึงมีการปรับตัวลดลง

2. ความต้องการซื้อจากนักลงทุนที่ไม่ได้รับการจัดสรรในตลาดแรก โดยมากจะเป็นนักลงทุนระยะยาว สถาบันทั้งในประเทศและต่างประเทศ และมีการเฝ้าติดตามราคาอยู่เสมอ

3. บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ เมื่อราคาปรับตัวต่ำกว่ามูลค่าทางปัจจัยพื้นฐานรองรับ จะเข้าทำการรับคืนกลับมา

สรุปผลการศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ในช่วงเวลาที่ต่างกัน หลังจากเข้าทำการซื้อขายแล้วเป็นระยะเวลา 1 ปี โดยเปรียบเทียบช่วงเวลา Period 1-2, Period 1-3, Period 1-4 กับ Period 0-2, Period 0-3, Period 0-4 สามารถสรุปผลได้ว่า นักลงทุนที่สามารถเข้าถึงตลาดแรกได้ และจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก ในราคาจองซื้อ จะได้รับอัตราผลตอบแทนที่ดีกว่ามากเมื่อเทียบกับการเข้าซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่ราคาปิดวันแรกที่เข้าทำการซื้อขายทุกช่วงเวลาของการศึกษา เนื่องจากความได้เปรียบในการเข้าถึงตลาดแรก โดยราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกจะมีส่วนลดโดยการคิดเทียบมูลค่าหลักทรัพย์ทางพื้นฐานที่ควรจะเป็นต่ำกว่ามูลค่าหลักทรัพย์ทางพื้นฐานที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมเดียวกันในตลาดหลักทรัพย์ ในขณะที่ราคาเมื่อเข้าทำการซื้อขายแล้วนั้นเป็นราคาที่ปรับขึ้นสะท้อนข่าวสารข้อมูลทั้งหมดไว้แล้ว

สรุปผลการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกกับบริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย โดยการแบ่งบริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย ออกเป็น 3 กลุ่ม

1. กลุ่มบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายที่นำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก เข้าตลาด 3 ปี เป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่มีปริมาณการซื้อขายมากอันดับต้นๆ ให้อัตราผลตอบแทน เป็นบวกระดับปานกลางถึงสูงมาก อัตราผลตอบแทนจะผันผวนกับขนาดของบริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย และยังสามารถสรุปได้ว่าบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายขนาดใหญ่ ราคาปิดหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก วันแรกเข้าจะสูงกว่าราคาจองไม่มาก ในขณะที่บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายขนาดกลางราคาปิดวันแรกเข้าจะสูงกว่าราคาจองมาก หลังจากนั้นจะลดต่ำลงเมื่อเข้ามาซื้อขายเป็นระยะเวลานานขึ้น ขนาดของบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายมีผลต่อจำนวนบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ มีความได้เปรียบในการนำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจาก

1.1 บริษัทแกนนำจำหน่ายขนาดใหญ่จะมีเครือข่ายความสัมพันธ์ มีความได้เปรียบการใช้เครือข่ายเพื่อหาลูกค้า

1.2 ความมีชื่อเสียงและบริการที่ครบวงจร มีความสะดวกสบาย และมั่นใจได้ว่าสามารถขายหลักทรัพย์ได้ครบจำนวนตามที่ต้องการ โดยเฉพาะบริษัทที่มีขนาดการระดมทุนใหญ่

1.3 มีกระบวนการคัดเลือกบริษัทที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรกที่ดีเพื่อสร้างความมั่นใจให้กับลูกค้าหลักทรัพย์ของบริษัทว่าเป็นหลักทรัพย์ที่มีปัจจัยพื้นฐานดี มีความสามารถสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นได้ในอนาคต

1.4 มีลูกค้าที่เปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ในรูปของนักลงทุนสถาบันต่างๆเป็นจำนวนมาก

2. กลุ่มบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายที่นำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเข้าตลาดแค่ 2 ปีไม่สามารถหาความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายกับพฤติกรรมราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกที่ศึกษาได้ในกลุ่มนี้

3. กลุ่มบริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายที่นำหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกเข้าตลาดแค่ 1 ปี บริษัทแกนนำจำหน่ายที่มีขนาดเล็กจะให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยที่สูงกว่าบริษัทแกนนำจำหน่ายขนาดกลาง

สรุป การนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกหรือตลาดแรก

1. ภาพรวมของการเตรียมการและขั้นตอนในการดำเนินการนำบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

1.1 บริษัทจำกัดจะต้องทำการแปรสภาพเป็นบริษัทมหาชน ซึ่งใช้เวลาประมาณ 1 เดือน

1.2 ทำการแต่งตั้งที่ปรึกษาทางการเงิน เพื่อร่วมจัดทำคำขอและยื่นข้อมูลที่ถูกต้อง พร้อมทั้งร่วมกันกำหนดช่วงราคาที่จะเสนอขาย

1.3 ยื่นแบบคำขออนุญาต ยื่นแบบหนังสือชี้ชวนการเสนอขายหลักทรัพย์

1.4 แต่งตั้งบริษัทแกนนำการจัดจำหน่าย เพื่อทำการสำรวจความการซื้อหลักทรัพย์ (Book Building) เพื่อกำหนดราคาขายสุดท้าย

1.5 เสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไป

1.6 ยื่นคำขออนุญาตต่อตลาดหลักทรัพย์เพื่อนำหุ้นเข้าจดทะเบียนซื้อขายใน SET

1.7 หน้าที่อื่นๆที่จำเป็นต้องทำหลังเข้าทำการซื้อขาย เช่น รายงานผลการขาย ข้อมูลที่สำคัญและตามกำหนดใน ม. 56 นำส่งงบการเงิน เป็นต้น

2. องค์ประกอบสำคัญของตลาดหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก

2.1 ที่ปรึกษาทางการเงิน มีหน้าที่หลักที่สำคัญคือ เป็นที่ปรึกษาให้คำแนะนำ ปรับปรุงโครงสร้างส่วนต่างๆของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ (เช่นในบางกรณีได้มีการเพิ่มทุนบางส่วนก่อนที่จะเสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก) เพื่อทำการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนครั้งแรกให้ตรงตามวัตถุประสงค์ที่ต้องการระดมทุน นักลงทุนผู้จองซื้อได้รับกำไรที่เหมาะสมกับสภาพตลาดหลักทรัพย์ อีกทั้งยังต้องรับรองต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ว่าบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้เปิดเผยข้อมูลถูกต้องครบถ้วน และยังคงติดตามผลการดำเนินงานและร่วมชี้แจงกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ต่อไปอีก 1 ปี ในส่วนของค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาทางการเงินขึ้นอยู่กับอำนาจการเจรจาต่อรองระหว่างที่ปรึกษาทางการเงินและบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ในบางครั้งได้เกิดค่าธรรมเนียมพิเศษเพิ่มขึ้น (Success Fee) โดยมีเงื่อนไขเรื่องของราคาหรือเรื่องของจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขาย เป็นต้น

2.2 บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (Issuer) จะต้องดำเนินการจดทะเบียนเป็นบริษัทมหาชนจำกัด และมีวัตถุประสงค์ในกระดมทุนด้วยการออกหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป มีหน้าที่ที่จะต้องเปิดเผยข้อมูลบริษัทตามความเป็นจริงมากที่สุด ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ของการเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นหลัก โดยส่วนมากแล้วบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์มีความต้องการส่วนล้ามูลค่าหุ้นมากที่สุด เพื่อที่จะได้นำมาใช้ในการได้ตามวัตถุประสงค์ ซึ่งอธิบายได้ด้วยทฤษฎีต้นทุนค่าเสียโอกาส กล่าวคือ ต้นทุนค่าเสียโอกาสจะเท่ากับส่วนต่างระหว่างราคาที่เข้าทำการซื้อขายวันแรกเข้าและราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป เนื่องจากราคาที่เสนอขายมักจะต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงโดยการเปรียบเทียบกับหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน ดังนั้นส่วนต่างดังกล่าวหากเป็นบวกนั้นหมายถึงนักลงทุนผู้จองซื้อจะได้รับกำไร ซึ่งก็คือการโอนต้นทุนค่าเสียโอกาสของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้กับนักลงทุนผู้จองซื้อ

2.3 แกนนำการจัดจำหน่าย และรับประกันการจัดจำหน่าย มีหน้าที่หลักคือการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกให้ได้ครบถ้วน ทำการประชาสัมพันธ์ชี้แจงข้อมูลบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ต่อสาธารณชน และทำการกำหนดราคาขายสุดท้ายด้วยวิธีการสำรวจความต้องการซื้อหลักทรัพย์จากนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศ ให้ได้ในราคาที่สูงที่สุดของช่วงราคาที่กำหนดโดยที่ปรึกษาทางการเงิน (ร่วมกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์) ซึ่งสามารถอธิบายในเชิงของ High Demand หรือความต้องการสูง เนื่องจากสถาบัน ในประเทศและต่างประเทศจะต้องมีการศึกษาหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นมาเป็นอย่างดีแล้ว

หากมีความต้องการจองซื้อมากกว่าจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขาย ก็จะอนุมานได้ว่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นดี เมื่อเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แล้วราคามีแนวโน้มที่จะสูงกว่าตลาด และด้วยข้อจำกัดในเรื่องความต้องการซื้อมากกว่าจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขาย ทำให้เกิดความไม่เป็นธรรมขึ้นในการจัดสรรการกระจาย บริษัทแก่นำการจัดจำหน่ายยินยอมให้ค่าธรรมเนียมแก่บริษัทร่วมรับประกันการจำหน่าย โดยไม่ได้รับการจัดสรรในบางหลักทรัพย์ ทั้งนี้เพื่อประโยชน์ของลูกค้าบริษัทแก่นำการจัดจำหน่าย

2.4 นักลงทุนที่จองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก คือเจ้าของเงินทุนที่ซื้อหลักทรัพย์ที่เข้ามาระดมทุนในตลาดแรก มีวัตถุประสงค์ในการลงทุนต่างกันไป แต่โดยส่วนมากแล้วมุ่งหวังส่วนต่างราคาของซื้อกับหลักทรัพย์เมื่อเข้าทำการซื้อขายในตลาดมากกว่า และจะทำการจองซื้อในหลักทรัพย์ที่เสนอขายในราคาต่ำกว่าราคาตลาดเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน ซึ่งเมื่อเข้าทำการซื้อขายวันแรกแล้วจะให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มาก ในขณะที่มีความเสี่ยงในการถือครองต่ำ นักลงทุนจะได้รับการจัดสรรสิทธิตามวิธีการของบริษัทแก่นำจัดจำหน่าย คือวิธีการจัดสรรตามปริมาณการซื้อขายผ่านบริษัท หรือจัดสรรผ่านวิธีการสุ่มเลือก (Random) นักลงทุนรายใหญ่จะมีความได้เปรียบมากและจะเปิดบัญชีซื้อหลายหลักทรัพย์ผ่านบริษัทแก่นำการจัดจำหน่ายหลายแห่ง เพื่อให้ได้รับสิทธิการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกตามปริมาณการซื้อขายที่ผ่านบริษัทหลักทรัพย์ บริษัทหลักทรัพย์ใดที่มีส่วนร่วมในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกมาก ก็มักจะเป็นบริษัทหลักทรัพย์ที่มีปริมาณการซื้อขายรวมสูงเป็นอันดับต้นๆในตลาดหลักทรัพย์ด้วย

3. การประเมินราคาขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไป หรือการหามูลค่าที่ควรจะเป็น (Intrinsic Value) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรก โดยทำการเปิดเผยไว้ในหนังสือชี้ชวนในส่วนที่ 3 หัวข้อที่มาของการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่เสนอขาย ไว้ไม่แตกต่างกันมาก ที่นิยมกันคือ “การกำหนดช่วงราคาเสนอขายเบื้องต้น” โดยอ้างอิงจากวิธีราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น (Price Earning Ratio) ของหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนทั่วไปครั้งแรกที่ต่ำกว่า ราคาหลักทรัพย์ต่อกำไรสุทธิเฉลี่ยของอุตสาหกรรมเดียวกันในตลาด ราคาสุดท้ายที่จะเสนอขาย ถูกกำหนดโดยการสำรวจความต้องการซื้อจากนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศ เป็นราคาที่นักลงทุนสถาบันเสนอความต้องการซื้อเข้ามาและขายได้หมด

4. การบริหารจัดการราคาจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก

4.1 ทฤษฎีมูลภัณฑ์กันชน (Buffer Stock) เป็นการนำเอานโยบายที่ใช้รักษาเสถียรภาพของราคาสินค้าเกษตร เช่น มันสำปะหลังที่เคยใช้มาแล้วในประเทศไทยนำมาประยุกต์ใช้เข้ากับตลาดแรก โดยการเข้าแทรกแซงเพื่อดูดซับหลักทรัพย์ออก เมื่อราคาที่ทำให้การสำรวจความความต้องการซื้อจากนักลงทุนสถาบันในประเทศและต่างประเทศอยู่ในระดับต่ำ ทำให้หลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกนั้นน้อยกว่าความเป็นจริง และเมื่อราคาดีขึ้นหลังเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แล้วจึงทำการระบายหลักทรัพย์ออกมา

4.2 การเสนอขายหลักทรัพย์แบบ greenshoe option บริษัทแกนนำการจัดจำหน่ายจะทำสัญญากับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ โดยนำหลักทรัพย์ส่วนหนึ่งจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จำหน่ายต่อประชาชนครั้งแรกเพิ่มเติมมากกว่าจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก และทำสัญญาที่ให้สิทธิกับบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ในการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์นั่นเองที่ราคาเสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกในเวลาที่กำหนด

5. การกระจายและการจัดสรรสิทธิการจองซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรก มีข้อกำหนดไว้ไม่มากนัก และจะต้องทำการเปิดเผยให้ชัดเจนในหนังสือชี้ขายฯ และลักษณะของผู้มีอุปการคุณต่อบริษัทที่จัดสรรให้ ส่วนใหญ่จะเป็น (Strategic Partners) การกระจายและการจัดสรรสิทธินี้มักจะไม่เป็นธรรมอยู่บ่อยครั้ง ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับมุมมองและข้อกำหนดการจัดสรรสิทธิ