

ชื่อเรื่องวิทยานิพนธ์	การกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญใหม่ต่อสาธารณชนในตลาดแรกและพฤติกรรมราคาของหุ้นสามัญใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย		
ชื่อผู้เขียน	นางสาวจิรวรรณ กิจชัยเจริญ		
เศรษฐศาสตร์มหาบัณฑิต	สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์		
คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์	อาจารย์ ดร.ทรงศักดิ์ ศรีบุญจิตต์	ประธานกรรมการ	
	รองศาสตราจารย์ ดร.อารี วิบูลย์พงศ์	กรรมการ	
	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ สุรภร วิศิษฐ์สุวรรณ	กรรมการ	

บทคัดย่อ

การเสนอขายหุ้นสามัญใหม่ต่อสาธารณะชนในตลาดแรก เป็นการระดมทุนที่ได้รับความนิยมวิธีหนึ่ง โดยเงื่อนไขที่จะทำให้การระดมทุนด้วยวิธีนี้ประสบผลสำเร็จหรือไม่ ย่อมขึ้นอยู่กับข้อกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญใหม่ด้วย ราคาหุ้นสามัญใหม่ที่จะเสนอขายต้องเป็นราคาที่เหมาะสม การกำหนดราคาเสนอขายที่สูงหรือต่ำจนเกินไป จะส่งผลเสียต่อทั้งบริษัทผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์และบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ แบบจำลองที่ใช้ในการกำหนดราคาเสนอขายมีส่วนสำคัญในการกำหนดราคาเสนอขาย ดังนั้นการศึกษานี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ศึกษาแบบจำลองที่บริษัทผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ใช้ในการกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญใหม่ในตลาดแรก (2) เพื่อศึกษาพฤติกรรมของราคาหุ้นสามัญใหม่ หลังเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและประเมินการกำหนดราคาเสนอขาย

การศึกษถึงการกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญใหม่ในตลาดแรกนั้น เป็นการศึกษาแบบจำลองที่ใช้ในการกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญใหม่แต่ละหุ้นเป็นรายตัว โดยเลือกทำการศึกษาหุ้นสามัญใหม่จำนวน 30 หุ้นที่เสนอขายในช่วงปี 2536-2538 เป็นหุ้นตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาได้มาจากการสัมภาษณ์บริษัทผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์เป็นสำคัญ ผลการศึกษา พบว่า มีการใช้แบบจำลอง P/E ratio ในการช่วยกำหนดราคาเสนอขายมากที่สุด คือ ร้อยละ 66.67 ของจำนวนหุ้นตัวอย่างทั้งหมด แบบจำลอง P/E ratio เป็นแบบจำลองที่ใช้และเข้าใจได้ง่าย และนิยมใช้กับหุ้นสามัญใหม่ของบริษัทที่มองผลการดำเนินงานของบริษัทในรูปของกำไรสุทธิต่อปี และมีการดำเนินกิจการมาเป็นระยะเวลาหนึ่งก่อนนำหุ้นเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ แบบจำลองนี้เหมาะสำหรับหุ้นในกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์และกลุ่มพาณิชย์ แบบจำลองที่ใช้ในการกำหนดราคาเสนอขายมากเป็นอันดับสอง คือ แบบจำลองส่วนลดกระแสเงินสดหรือ DCF

มีการใช้ร้อยละ 40 ของจำนวนหุ้นตัวอย่างทั้งหมด แบบจำลอง DCF จะใช้มากในหุ้นของบริษัทที่มีลักษณะกิจการแบบได้รับสัมปทานหรือกิจการที่สามารถคาดการณ์กระแสเงินสดในอนาคตได้ อันได้แก่ หุ้นในกลุ่มสื่อสารและพลังงาน เป็นต้น ส่วนการนำช่วงราคาไปทดสอบปริมาณความต้องการหรือที่เรียกว่า book building มีการใช้วิธีนี้ร้อยละ 20 ส่วนใหญ่จะทำในหุ้นที่มีขนาดมูลค่าการเสนอขายมากกว่า 1,000 ล้านบาทขึ้นไป เพราะมีค่าใช้จ่ายในการทำสูง ในขณะที่มีการใช้แบบจำลองมูลค่าสินทรัพย์หรือ NAV ร้อยละ 16.67 ของจำนวนหุ้นตัวอย่างทั้งหมด NAV เป็นแบบจำลองที่เหมาะสมสำหรับการวิเคราะห์บริษัทที่มีสินทรัพย์มูลค่าสูง กำไรผันผวนมาก อันได้แก่ หุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ประเภทพัฒนาที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง ส่วนแบบจำลองการเติบโตของเงินปันผลหรือ DDM มีเพียงหุ้นสามัญตัวอย่างหุ้นเดียวเท่านั้นที่ใช้แบบจำลองนี้ช่วยในการกำหนดราคาเสนอขาย และในการศึกษาครั้งนี้ไม่พบว่ามีหุ้นสามัญใหม่ตัวใดที่ใช้มูลค่าตามบัญชีช่วยในการกำหนดราคาเสนอขาย แต่หุ้นสามัญใหม่ทุกตัวมีราคาเสนอขายสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี

การกำหนดราคาเสนอขายนอกจากคำนวณหาราคาเสนอขายจากแบบจำลองแล้วยังต้องพิจารณาปัจจัยอื่นๆ ประกอบด้วย อันได้แก่ ปัจจัยเชิงคุณภาพของบริษัทผู้ออกหุ้นสามัญใหม่ ภาวะตลาดหลักทรัพย์ ความต้องการของนักลงทุน ประสบการณ์และวิจรณ์ญาณของบริษัทผู้รับประกันการจำหน่าย

การศึกษาพฤติกรรมราคาของหุ้นสามัญใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ยของหุ้นสามัญใหม่ภายหลังเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ยสูงสุดในวันแรกของการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เท่ากับ 45.67, 47.11 และ 46.86 เปอร์เซ็นต์ต่อเดือน จากแบบจำลอง market adjust excess return , two parameter และ aggregated RATS ตามลำดับ แต่ผลการศึกษาจำนวนตัวอย่าง 30 ตัวอย่าง ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 แต่เมื่อได้ปรับลดจำนวนหุ้นสามัญใหม่บางตัวที่มีการแกว่งไกวกันมากออกไป พบว่า หุ้นสามัญใหม่จำนวน 24 ตัวอย่างที่เหลือ มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ยสูงสุดในวันที่สามที่หุ้นสามัญใหม่เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยมีค่าเท่ากับ 13.37, 13.70 และ 14.92 เปอร์เซ็นต์ต่อเดือน ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 จากแบบจำลอง market adjust excess return , two parameter และ aggregated RATS ตามลำดับ โดยอัตราผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ยจะค่อยๆ ลดลงและมีค่าต่ำสุดในเดือนที่ 9 เช่นเดียวกันทั้งกรณี 30 ตัวอย่างและ 24 ตัวอย่าง อัตราผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ยที่ได้จากทั้งสามแบบจำลองสอดคล้องกัน คือ มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ยเป็นบวกตลอดช่วงเวลาการศึกษา แสดงให้เห็นว่า ส่วนใหญ่การกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญใหม่มีการกำหนดราคาเสนอขายให้ต่ำกว่ามูลค่าตลาดหรือเรียกว่ามีการกำหนดราคาเสนอขายแบบ "underprice"

จากการศึกษามีข้อเสนอแนะทางนโยบายแก่คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ คือ ควรมีการออกกฎระเบียบให้บริษัทผู้รับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์แสดงการคำนวณราคาเสนอขายไว้ในหนังสือชี้ชวนเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุน เพื่อให้ให้นักลงทุนรายย่อยได้รับทราบถึงที่มาของราคาเสนอขายและสามารถตัดสินใจลงทุนในหุ้นสามัญใหม่ในตลาดแรกได้ดียิ่งขึ้น