

ชื่อเรื่องวิทยานิพนธ์	การกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญใหม่ต่อสาธารณชนในตลาดแรกและ พฤติกรรมราคาของหุ้นสามัญใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวจิรวรรณ กิจชัยเจริญ
เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต	สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์
คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์	อาจารย์ ดร.ทรงศักดิ์ ศรีบุญจิตต์ ประธานกรรมการ รองศาสตราจารย์ ดร.อารี วิบูลย์พงศ์ กรรมการ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ สุรภร วิศิษฐ์สุวรรณ กรรมการ

บทคัดย่อ

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

การศึกษาถึงการกำหนดราคาเสนอขายหุ้นสามัญใหม่ในตลาดแรกนั้น 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 และในการศึกษาครั้งนี้ไม่พบว่า มีหุ้นสามัญใหม่ตัวใดที่ใช้มูลค่าตามบัญชีช่วยในการกำหนดราคาเสนอขาย แต่หุ้นสามัญใหม่ทุกตัวมีราคาเสนอขายสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี

การกำหนดราคาเสนอขายนอกจากคำนวณหาราคาเสนอขายจากแบบจำลองแล้วยังต้องพิจารณาปัจจัยอื่นๆ ประกอบด้วย อันได้แก่ ปัจจัยเชิงคุณภาพของบริษัทผู้ออกหุ้นสามัญใหม่ ภาวะตลาดหลักทรัพย์ ความต้องการของนักลงทุน ประสิทธิภาพและวิจรณ์ญาณของบริษัทผู้รับประกันการจำหน่าย

การศึกษาพฤติกรรมราคาของหุ้นสามัญใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิเคราะห์อัตราผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ยของหุ้นสามัญใหม่ภายหลังเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ 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 แต่เมื่อได้ปรับลดจำนวนหุ้นสามัญใหม่บางตัวที่มีการแก้งกำไรกันมากออกไป พบว่า หุ้นสามัญใหม่จำนวน 24 ตัวอย่างที่เหลือ มีอัตราผลตอบแทนส่วนเกินโดยเฉลี่ยสูงสุดในวันที่สามที่หุ้นสามัญใหม่เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ 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 เพื่อให้นักลงทุนรายย่อยได้รับทราบถึงที่มาของราคาเสนอขายและสามารถตัดสินใจลงทุนในหุ้นสามัญใหม่ในตลาดแรกได้ดียิ่งขึ้น

Thesis Title	Pricing of Initial Public Offerings of Common Stock New Issues and Their Price Performance in Securities Exchange of Thailand.	
Author	Miss Jirawan Kitchaicharoen	
M.Econ.	Economics	
Examining Committee :	Lecturer Dr. Songsak Sriboonchitta	Chairman
	Assoc. Prof. Dr. Aree Wiboonpongse	Member
	Assist. Prof. Suraporn Wisitsuwan	Member

Abstract

Initial Public Offerings of Common Stock New Issues have become a preferred method of raising capital. However, the conditions under which this method of raising capital is successful or not generally depend on the pricing of initial public offerings of common stock new issues. The pricing of initial public offerings must be appropriate, because the pricing which is too high or too low can have a negative effect on both underwriters and issuers. The model used in pricing of offerings plays an important part in pricing of initial offerings. Hence, this study has two objectives: (1) To study the model used by underwriters to determine the price of initial public offerings of common stock new issues, and (2) To study the price performance of common stock new issues after trading in the Securities Exchange of Thailand and evaluate pricing.

The study of pricing of initial public offerings of common stock new issues is a study of the models used to determine the prices of 30 common stock new issues which were chosen as a sample for this study and which were offered in the Securities Exchange of Thailand during the years of 1993 to 1995. The data used in this study was primarily gathered from interviews with underwriting companies. The results of this part of the study found that the model most used to determine the initial offering price was the P/E ratio model. 66.67 percent of the sample common stocks analyzed used this model. The P/E ratio model is a model which is easy to use and to understand. So it is preferred by companies offering common stock new issues, which measure company achievement using annual net profits and which have been in operation for a period of time before issuing common stocks for trade in the stock market. This model is preferred for use with stocks in the finance and securities and commerce sectors. The second most used model was the Discounted Cash Flow (DCF) model which was used by 40 percent of the sample common stocks analyzed in this study. This model is primarily used for companies who have

received concessions or whose future cash flow can be predicted. This model is preferred to use with stocks in the communication and energy sectors. The Book Building method, a method by which a range of prices is used to test market demand, was used by 20 percent of the stocks sampled. Generally, this method was used for the size of offering values larger than one billion baht, because of the large costs involved in using this method. The next method was the Net Asset Values (NAV) model. It was used by 16.67 percent of all samples analyzed. The NAV model is appropriate for analyzing companies with high values and volatile profit returns, which are, for example, the stocks in the property sector. The Dividend Discount Model (DDM) was used for only one stock sampled. And none of the stocks sampled used the book value method to determine the pricing. However, all stocks sampled had higher initial values than those that derived from the book value method.

In addition to these models, the pricing of initial public offerings of common stock new issues must also consider other factors as well. Examples of other factors are the quality of the issuers, stock market conditions, investor demand, and experience and judgment of underwriters.

The study of the price performance of common stock new issues was conducted by analyzing the average excess return rates of common stock new issues after trading in the stock market. The result of the study showed that the average excess return rates were highest in the first day of trading and were equal to 45.67, 47.11 and 46.86 percent per month which were derived from the market adjust excess return, two parameter, and aggregated RATS models respectively. However, the study results from the sample of 30 stocks were not significant at the 0.01 level. But, when six of the common stock new issues, which came under heavy profit speculation, were removed from the analysis, it was found that the remaining 24 stocks had the highest average excess return rates on the third day of trading at values equal to 13.37, 13.70 and 14.92 percent per month and were significant at the 0.01 level by using market adjust excess return, two parameter, and aggregated RATS models respectively. The average excess return rates for both tests of the samples of 30 and 24 stocks gradually decreased and had the lowest value in the ninth month of trading. The average excess return rates from all three models were congruent, that is they all had positive values for the entire time period being studied. This shows that for the most part the common stock new issue price determinations were lower than the market values or were underpriced.

From the study results it is suggested the securities and exchange commission should enact regulations that force underwriters to show the methods by which they determine the prices for initial public offerings in prospectuses for common stock new issues in order that small investors can learn origin of the initial public offering price and have good decision to invest on common stock new issues in the initial market.