

บทที่ 2

กรอบแนวคิดทางทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ผู้วิจัยได้ทำการศึกษา เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ในช่วงพ.ศ. 2548 – 2552 โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ตอนคือ

1.การจัดจำหน่ายหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนและการเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.1 บริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน

1.2 การกำหนดราคาหุ้นสามัญใหม่

1.3 ขั้นตอนการจัดจำหน่ายหุ้นสามัญในตลาดแรก

1.4 การยื่นขอจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2.แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุน

2.2ทฤษฎีที่ใช้ในการคำนวณราคาหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

3.งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

2.1การจัดจำหน่ายหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนและการเข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การระดมทุนในตลาดทุนสามารถแบ่งได้เป็น 2 ประเภทคือ (พิเศษ เสตเสถียร . 2535:93-110)

1.การระดมทุนโดยการจำหน่ายหุ้น (Equity Finance) เป็นการระดมทุน โดยการออกหุ้นสามัญใหม่ ซึ่งการระดมทุนวิธีนี้มีข้อดีที่ต้นทุนในการระดมทุนค่อนข้างต่ำไม่ต้องเผชิญความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ยเนื่องจากผู้ออกหลักทรัพย์จะจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ลงทุนในรูปแบบปันผลซึ่งจะจ่ายมาน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับนโยบายจ่ายเงินปันผลของบริษัทนั้นๆนอกจากนี้การออกหุ้นเพื่อจำหน่ายแก่ประชาชนยังทำให้บริษัทได้ประโยชน์จากส่วนเกินมูลค่าหุ้นซึ่งสามารถนำมาใช้ในการ

บริหารงานของบริษัทได้อีกด้วย

2.การระดมทุนโดยการสร้างหนี้ (Debit Finance) เป็นการระดมทุน โดยการออกตราสารหนี้ เช่น หุ้นกู้ การระดมทุนวิธีนี้บริษัทมีภาระต้องจ่ายชำระดอกเบี้ย แก่ผู้ลงทุนตามอัตราและระยะเวลาที่ตกลงกันเมื่อครบกำหนดได้ถอนต้องคืนเงินต้นทั้งหมดการบริหารงานของบริษัทจะไม่ถูกเปลี่ยนมือ แต่การบริหารด้านกระแสเงินสดต้องมีประสิทธิภาพ เนื่องจากอาจถูกกระทบกระเทือนจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย

การระดมทุนในตลาดทุนสามารถแยกได้เป็น 2 ตลาด

1.ตลาดแรก (Primary Market) เป็นแหล่งระดมเงินทุน โดยการนำหลักทรัพย์ใหม่ เช่น หุ้นกู้ หุ้นสามัญ พันธบัตร เป็นต้น เสนอขายให้กับประชาชน โดยการเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่นั้นจะมีที่ปรึกษาการเงิน (Financial Advisor) เข้ามาเป็นตัวกลางเชื่อมโยงระหว่าง ผู้ออกทรัพย์และนักลงทุน ที่ปรึกษาการเงินจะเข้ามามีบทบาทสำคัญในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะเสนอขายให้ประชาชน โดยทำการจัดสรรหลักทรัพย์ให้กับผู้ที่ต้องการซื้อ ถ้าจำนวนหุ้นที่ขายมีน้อยกว่าความต้องการซื้อ หรือถ้าจำนวนหุ้นที่จะขายมีมากกว่าความต้องการซื้อ ที่ปรึกษาการเงินก็อาจต้องรับซื้อหุ้นนั้นไว้เอง หรืออาจส่งคืนให้กับผู้ออกทรัพย์ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับเงื่อนไขในการเสนอขาย นอกจากนี้ที่ปรึกษาการเงินยังมีหน้าที่จัดการในขั้นตอนต่างๆเพื่อขอให้ตลาดหลักทรัพย์รับหลักทรัพย์นั้นเข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สำหรับกรณีของการเสนอขายหุ้นสามัญในตลาดแรกนั้น อาจแยกหุ้นสามัญที่จัดจำหน่ายได้ 2 ประเภท คือ

- 1) หุ้นสามัญของบริษัทที่จำหน่ายให้แก่ประชาชนครั้งแรก (Initial Public Offerings: IPOs)
- 2) หุ้นสามัญเพิ่มทุนของหลักทรัพย์ที่เคยผ่านการกระจายหุ้นให้แก่ประชาชนมาก่อนและได้เข้าไปทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (Secondary Securities)

2.ตลาดรอง (Secondary Market) เป็นตลาดซื้อขายหลักทรัพย์ที่ได้ผ่านการซื้อขายในตลาดแรกแล้ว โดยการนี้จะทำกันภายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ อาจทำการซื้อขายนอกตลาดหลักทรัพย์ (Over-The-Counter) ก็ได้ สำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นจะต้องทำผ่านนายหน้าค้าหลักทรัพย์ (Broker) ซึ่งมีใบอนุญาตค้าหลักทรัพย์จากกระทรวงการคลังและเป็นสมาชิกตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยนายหน้าจะทำหน้าที่เป็นตัวกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์

การเข้าไปของจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้นเป็นเรื่องที่ค่อนข้างยุ่งยาก เพราะมีขั้นตอนมากมายหลายขั้นตอน อีกทั้งตลาดหลักทรัพย์ยังมีวิธีการคุ้มครองที่เข้มงวด ดังนั้นผู้ออกหลักทรัพย์จึงมอบหมายให้ที่ปรึกษาทางการเงินเข้าช่วยเหลือให้คำปรึกษาในการเตรียมตัวเข้าตลาดหลักทรัพย์ โดยในขั้นแรกให้คำแนะนำจัดเตรียมการปรับปรุงโครงสร้างของบริษัท และหลังจากที่บริษัทได้จัดการปรับปรุงในเรื่องคุณสมบัติที่จะสามารถนำเข้ากระบวนการจัดจำหน่ายได้ จึงจะแต่งตั้งผู้จำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ดังนั้นที่ปรึกษาทางการเงินจึงเป็นเสมือนตัวกลางทางการเงินที่ทำหน้าที่เชื่อมโยงระหว่างผู้ต้องการเงินทุนและผู้มีเงินออม ซึ่งการนำหลักทรัพย์ไปเสนอขายในตลาดแรกอาจทำได้ 3 วิธีด้วยกันคือ

1. การเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไป (Public Offerings) วิธีนี้เหมาะสมสำหรับกรณีที่บริษัทต้องการระดมทุนเป็นจำนวนมาก โดยทั่วไปจะมีการแต่งตั้งผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (Underwriter) ซึ่งจะคอยดูแลและรับผิดชอบการจัดจำหน่าย โดยผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์จะได้รับค่าธรรมเนียมเป็นผลตอบแทน

2. การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่เฉพาะกลุ่ม (Private Placement) โดยบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะไปทำการเจรจาจำหน่ายหลักทรัพย์กับกลุ่มบุคคลหรือสถาบันแห่งใดหรือแห่งหนึ่งโดยตรงเพื่อเป็นการลดค่าใช้จ่ายต่างๆ แต่การจัดจำหน่ายโดยวิธีการนี้ก็ยังมีข้อจำกัดเพราะเป็นการเสนอขายในวงแคบจำนวนเงินทุนที่ระดมได้จึงไม่สูงนัก

3. การเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (Right Offerings) โดยผู้ออกหลักทรัพย์จะเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่แก่ผู้ถือหุ้นเดิม โดยการแจ้งรายละเอียดราคาหุ้นใหม่วันประกาศสิทธิและวันสิ้นสุดระยะเวลาการใช้สิทธิ

2.1.1 บริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisor)

โดยทั่วไปแล้วบริการของที่ปรึกษาในประเทศไทยมีด้วยกัน 2 ประเภท คือ

1. เป็นที่ปรึกษาการลงทุน (Investment Adviser) โดยจะทำหน้าที่ให้คำปรึกษาด้านการเงินคอยจัดหาทุนให้เมื่อบริษัทต้องการเงินทุน ในบางครั้งจึงเรียกการบริการประเภทนี้ว่า Project Finance

2. เป็นผู้รับจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ (Under writer) โดยที่ปรึกษาทางการเงินจะทำหน้าที่ให้คำปรึกษาช่วยจัดและปรับปรุงโครงสร้างของบริษัท ช่วยเหลือในด้านการประมาณทางด้านบัญชีงบดุล สินทรัพย์ ยอดขาย หรือ หนี้สินต่างๆ โดยพิจารณาถึงสัดส่วนของ

หนี้สินต่อทุนที่เหมาะสม รวมไปถึงการดำเนินการตามขั้นตอนต่างๆ เพื่อยื่นขออนุญาตเสนอขายหุ้นใหม่ต่อคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เพื่อยื่นขออนุญาตให้ตลาดหลักทรัพย์รับบริษัทนั้นเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีการให้บริการรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ที่เกิดจากการเพิ่มทุนอีกด้วย

ในการศึกษาครั้งนี้จะศึกษาเฉพาะบริการของที่ปรึกษาการเงินในแง่ข้อมูลที่สองเท่านั้น ซึ่งจากที่กล่าวข้างต้นพอจะสรุปหน้าที่ของที่ปรึกษาการเงินเป็นได้ดังนี้

1.ศึกษาและวิเคราะห์ถึงโครงสร้างและดำเนินการจัดโครงสร้างของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้มีคุณสมบัติเหมาะสม รวมไปถึงการประมาณการงบการเงินต่างๆ เพื่อกำหนดราคาขายหุ้นสามัญที่เหมาะสม สามารถแยกรายละเอียดได้ดังนี้

1.1 การประเมินบริษัทโดยปัจจัยสำคัญที่ใช้ในการประเมินได้แก่

1.1.1 ขนาดของบริษัท (Size)

1.1.2 ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

1.1.3 ความสามารถในการชำระหนี้ (Leverage)

1.1.4 สภาพคล่อง (Liquidity)

1.1.5 ชื่อเสียงของบริษัท (Reputation)

1.1.6 อัตราการเติบโต (Growth)

1.2 การปรับโครงสร้าง (Restructure)

1.2.1 โครงสร้างทางการเงิน (Financial Structure) มีวัตถุประสงค์เพื่อให้เกิดต้นทุนของบริษัทต่ำสุดและผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นน้อยที่สุด

1.2.2 โครงสร้างทางธุรกิจ (Business Structure) เพื่อให้เกิดความคล่องตัวในการบริหารงานและความคล่องตัวในการขยายงาน และไม่ให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์

1.2.3 โครงสร้างส่วนของผู้ถือหุ้น (Shareholder Structure) เพื่อไม่ให้เกิดการขัดแย้งทางผลประโยชน์

2.เตรียมเอกสารต่างๆเพื่อยื่นขออนุญาตเสนอขายหุ้นใหม่ต่อคณะกรรมการ ก.ล.ต. สำหรับในกรณีที่จะกระจายหุ้นใหม่ต่อประชาชนทั่วไป

3.เตรียมแบบคำขอและเอกสารต่างๆตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด เพื่อขอเข้าเป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

4. ยื่นแบบคำขอและติดต่อประสานงานกับ กต.และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5. ทำการรับประกันการจำหน่ายและจัดจำหน่ายหลักทรัพย์

เมื่อที่ปรึกษาทางการเงินได้รับการติดต่อเบื้องต้นจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ก็จะเริ่มทำการเก็บรวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้องและสัมภาษณ์บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์แล้วนำข้อมูลที่รวบรวมได้มาวิเคราะห์ถึงความเป็นไปได้ในการนำหลักทรัพย์ออกจำหน่ายแก่ประชาชน ซึ่งถ้าหากโครงสร้างของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ยังมีคุณสมบัติไม่เหมาะสม ที่ปรึกษาทางการเงินก็จะต้องทำการปรับปรุงโครงสร้างของบริษัทให้มีคุณสมบัติที่เหมาะสม โดยอาจจะต้องมีการเพิ่มทุนหรือแต่งตั้งกรรมการที่ทรงคุณวุฒิเพิ่มขึ้น เพื่อให้บริษัทเป็นที่น่าเชื่อถือแก่บุคคลทั่วไป หลังจากที่จัดโครงสร้างบริษัทเป็นที่เรียบร้อยแล้ว ที่ปรึกษาทางการเงินก็จะจัดทำประมาณงบการเงิน พร้อมกับกำหนดราคาหลักทรัพย์ใหม่ที่จะเสนอขายประชาชนทั่วไป หลังจากนั้น ก็จะเป็นขั้นตอนของการเตรียมข้อมูลต่างๆ เพื่อยื่นขออนุญาตทำเสนอขายหุ้นใหม่ในตลาดแรกต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และยื่นขอจดทะเบียนเป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อให้หลักทรัพย์นั้นสามารถเข้าไปทำการซื้อขายในตลาดรองได้ อันจะมีผลให้หลักทรัพย์นั้นมีสภาพคล่องมากขึ้น

2.1.2 การกำหนดราคาหุ้นสามัญใหม่

ในการกำหนดราคาหุ้นสามัญใหม่ ที่ปรึกษาทางการเงินมักอาศัยปัจจัยหลายอย่างประกอบกัน ไปเพื่อหามูลค่าตลาดของหุ้นที่เหมาะสม โดยมากแล้วปัจจัยที่พิจารณานั้นทั้งด้านที่เป็นตัวเลข เช่น กำไรต่อหุ้น เงินปันผล สินทรัพย์ ฯลฯ และปัจจัยเชิงคุณภาพ เช่น ความสามารถของผู้บริหาร กลยุทธ์การตลาด นอกจากนี้ยังต้องคำนึงภาวะต่างๆประกอบด้วย ซึ่งสามารถแยกรายละเอียดของปัจจัยที่มีผลต่อการดำเนินงานหรือฐานะของบริษัทได้ดังนี้

1. ปัจจัยภายในบริษัท

1.1 โครงสร้างการใช้เงินทุน หรือสภาพคล่องของบริษัท

1.2 ปัจจัยด้านความเสี่ยง

1.3 อัตราการจ่ายเงินปันผล

1.4 ลักษณะผลิตภัณฑ์หลักหรือบริการ

1.5 กลยุทธ์ทางการตลาด

ฯลฯ

2. ปัจจัยภายนอก

- 2.1 ภาวะเศรษฐกิจและแนวโน้ม
- 2.2 การแข่งขันในอุตสาหกรรมเดียวกัน
- 2.3 อัตราการเติบโตของอุปสงค์ (Demand Growth)

ฯลฯ

3. ปัจจัยอื่นที่มีผลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ใหม่

- 3.1 ขนาดของการกระจายหุ้นใหม่
- 3.2 ภาวะตลาดหลักทรัพย์
- 3.3 อัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิของอุตสาหกรรมเดียวกัน

ฯลฯ

ปัจจัยต่างๆเหล่านี้จะถูกนำมาพิจารณา โดยอาศัยหลักการวิเคราะห์หลักทรัพย์พื้นฐานแล้ว จึงเริ่มกำหนดราคาหลักทรัพย์ใหม่โดยอาศัยทฤษฎีทางการเงินต่างๆ เช่น Dividend Discount Model หรือ Asset Basis ที่ปรึกษาทางการเงินบางแห่งอาจใช้วิธีการกำหนดราคาหลายๆแบบและนำราคาที่ได้แต่ละวิธีมาพิจารณาประกอบการตัดสินใจ เมื่อได้ราคาอย่างคร่าวๆนำมาพิจารณาร่วมกับปัจจัยเชิงคุณภาพของธุรกิจ สภาพตลาดหลักทรัพย์ขณะนั้นและขนาดของหุ้นที่ทำการกระจาย แล้วจึงกำหนดราคาหุ้นสามัญใหม่เพื่อเสนอขาย

แต่อย่างไรก็ดี ราคาหุ้นที่ที่ปรึกษาทางการเงินกำหนดอาจยังไม่ใช่ว่าราคาที่แท้จริงในการเสนอขาย เนื่องจากที่ปรึกษาทางการเงินอาจทำการสำรวจความต้องการของตลาดด้วยการทำ Book Building คือการสำรวจความนิยมโดยการจัดทำแบบสอบถามไปยังสถาบันการเงินต่างๆ เพื่อหาราคาหุ้นที่ต้องการเสนอขายว่ามีการให้ความสนใจในระดับราคาเท่าใด โดยผลที่ได้จากการทำสำรวจนี้อาจได้ราคาสูงกว่าที่ที่ปรึกษาทางการเงินกำหนดไว้แต่แรก ซึ่งที่ปรึกษาทางการเงินอาจจะปรับราคาให้ใกล้เคียงกับราคาจากการทำ Book Building แต่จะตั้งให้ต่ำกว่าเพื่อให้เกิดความนิยมในหุ้นนั้นมากขึ้นและเพื่อไม่ให้เกิดปัญหาของการขายหลักทรัพย์นั้นไม่หมด ซึ่งผลให้ที่ปรึกษาได้รับชื่อเสียงจากการเป็นผู้รับประกันและผู้จัดจำหน่ายหลักทรัพย์ด้วยเช่นกัน ในประเทศไทยการทำ Book Building ยังไม่เป็นที่นิยมมากนักจะทำกันเฉพาะหุ้นสามัญใหม่ที่มีปริมาณและมูลค่าการระดมทุนที่สูง

ที่ปรึกษาทางการเงินจะนำราคาหุ้นที่กำหนดไว้มาขอความเห็นชอบต่อผู้ออกหลักทรัพย์ เป็นไปได้ว่าความคิดเห็นจะไม่ตรงกันเนื่องจากผู้ออกหลักทรัพย์เองก็ต้องการส่วนเกินมูลค่าหุ้น มากๆ และที่ปรึกษาทางการเงินเองจะไม่ต้องการให้ราคาหุ้นสูงนักเพื่อไม่ให้เกิดปัญหาขายไม่หมด หรือเสียชื่อเสียงเมื่อหุ้นนั้นเข้าซื้อขายตลาดหลักทรัพย์แล้วราคาต่ำกว่าที่เสนอขายในตลาดแรก ดังนั้นจึงต้องต่อรองกันเพื่อให้เกิดความเหมาะสมแก่ทั้งสองฝ่าย โดยต้องคำนึงถึงผลตอบแทนที่ผู้ ลงทุนจะได้รับด้วยเช่นกัน

2.1.3 ขั้นตอนการจัดจำหน่ายหุ้นสามัญในตลาดแรก

1) การยื่นขออนุญาตเสนอขายหุ้นสามัญใหม่ต่อยื่นขออนุญาตตามแบบฟอร์ม นับจากวันที่พระราชบัญญัติหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์มีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 16 พฤษภาคม พ.ศ. 2535 เป็นต้นมา การกำกับและควบคุมการลงทุนในตลาดแรกก็ได้ตกเป็นภาระของ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ดังนั้นการที่บริษัทหนึ่ง บริษัทใดจะเสนอขายหุ้นให้กับประชาชนโดยทั่วไปจึงต้องได้รับความเห็นชอบจาก ก.ล.ต. เสียก่อน โดย ก.ล.ต. ได้กำหนดให้บริษัทที่ประสงค์จะเสนอขายหุ้นใหม่จะต้องเป็นบริษัทมหาชน หรือผู้เริ่ม จัดตั้งบริษัทมหาชนเท่านั้นหรือนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งโดยขั้นตอนในการเสนอขาย หลักทรัพย์ต่อประชาชนอาจแบ่งได้เป็น 2 ขั้นตอนคือ ขั้นตอนการขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ และขั้นตอนการเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายต่อประชาชน (Filing data)

การขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์

ในการยื่นขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่นี้จะต้องมีที่ปรึกษาการเงินที่สำนักงาน คณะกรรมการ ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบเป็นผู้ร่วมจัดทำคำขออนุญาตเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่โดย คณะกรรมการ ก.ล.ต. จะพิจารณาอนุญาตโดยอาศัยหลักเกณฑ์ดังนี้

1. ลักษณะธุรกิจ ต้องเป็นธุรกิจที่เป็นประโยชน์ต่อเศรษฐกิจและสังคมของประเทศและไม่มี ส่วนเกี่ยวข้องกับธุรกิจที่ผิดกฎหมาย

2. ลักษณะการดำเนินงาน ต้องมีที่มาของแหล่งเงินทุนอย่างชัดเจนและสามารถแสดงได้ว่า การประกอบธุรกิจจะดำเนินต่อไปได้อย่างต่อเนื่องในระยะยาว นอกจากนี้ ยังต้องเป็นธุรกิจที่ สามารถก่อให้เกิดผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นในอัตราที่เหมาะสมด้วย

3. โครงสร้างทางการเงินและผู้ถือหุ้น โครงสร้างทางการเงินของบริษัทจะต้องมีความชัดเจนและแสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทนั้นกับบริษัทย่อยและบริษัทที่เกี่ยวข้องได้ นอกจากนี้ยังจะต้องมีโครงสร้างทางการเงินและการจัดการที่ให้ความเป็นธรรมกับผู้ถือหุ้นรายย่อยด้วย

4. ผู้บริหารจะต้องเป็นผู้มีศีลธรรมมีความสามารถหรือมีประสบการณ์ในธุรกิจที่จะดำเนินการมีความซื่อสัตย์สุจริต มีความตั้งใจที่จะดำเนินธุรกิจอย่างต่อเนื่อง มีความเข้าใจและรับผิดชอบต่อสาธารณชนนอกจากนี้ ยังต้องมีกรรมการอย่างน้อย 2 คน เป็นบุคคลภายนอก ซึ่งเป็นผู้ทรงคุณหรือผู้มีประสบการณ์ในธุรกิจนั้นๆ ในกรณีนิติบุคคลที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น ไม่ต้องยื่นแบบขออนุญาตแต่ต้องยื่นแบบการเปิดเผยข้อมูล (Filling Data)

หลังจากที่ยื่นเอกสารต่างๆครบถ้วนแล้ว คณะกรรมการ กลด . จะต้องใช้เวลาไม่เกิน 45 วัน ในการพิจารณาว่าจะอนุญาตให้บริษัทนั้นๆเสนอขายหุ้นใหม่หรือไม่ และในระหว่างนี้ คณะกรรมการ กลด . มีสิทธิที่จะเรียกข้อมูลเพิ่มเติมจากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้ หากเอกสารที่ได้รับเพียงพอต่อการพิจารณา

การเปิดเผยข้อมูลในการเสนอขายหลักทรัพย์

การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนจะกระทำได้อีกต่อเมื่อผู้เสนอหลักทรัพย์ได้ยื่นแบบรายการข้อมูลเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนต่อสำนักงานคณะกรรมการ กลด . และเอกสารดังกล่าวมีผลบังคับใช้เรียบร้อยแล้ว สำหรับร่างหนังสือชี้ชวนต้องเป็นไปตามแบบที่สำนักงานคณะกรรมการ กลด . กำหนด และรายการในหนังสือชี้ชวนตรงกับแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ต้องมีสาระสำคัญของข้อมูลไม่แตกต่างกันโดยเมื่อคณะกรรมการ กลด. ได้รับรายละเอียดต่างๆ เรียบร้อยแล้ว ก็จะใช้เวลา 45 วัน นับจากวันที่ได้รับแบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวนในการพิจารณาความถูกต้องของเอกสารและให้ความเห็นชอบต่อเอกสารเหล่านั้น แต่ถ้าคณะกรรมการ กลด . ไม่สามารถพิจารณาเอกสารที่ได้รับให้เสร็จภายใน 45 วันก็ให้ถือว่าแบบแสดงรายการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนมีผลบังคับใช้ทันที โดยไม่ต้องรอให้คณะกรรมการ กลด . ให้ความเห็นชอบแต่อย่างใด ในกรณีที่คณะกรรมการ กลด . เห็นว่าข้อความในแบบแสดงรายการเสนอขายหลักทรัพย์และร่างหนังสือชี้ชวนยังไม่ครบถ้วนได้ โดยในการนับระยะเวลา 45 วัน จะต้องเริ่มนับใหม่ภายหลังที่คณะกรรมการ กลด . ได้รับเอกสารครบถ้วนแล้ว

วิธีการยื่นขออนุญาตเสนอขายหุ้นใหม่

การยื่นขอเสนอขายหุ้นใหม่ต่อสำนักงานคณะกรรมการ กตต . อาจทำได้ 2 วิธี

1. ยื่นขออนุญาตตามแบบฟอร์มและเอกสารที่ กตต . กำหนดก่อน เมื่อได้รับอนุญาตแล้วจึงยื่นแบบแสดงรายการเสนอขายหุ้นและร่างหนังสือชี้ชวน

2. ยื่นขออนุญาตตามแบบฟอร์มที่กำหนดพร้อมแบบแสดงรายการเสนอขายหุ้น ร่างหนังสือชี้ชวนและเอกสารอื่นๆ ตามที่คณะกรรมการ กตต. กำหนด

ซึ่งวิธีการทั้งสองนี้มีข้อแตกต่างกันที่ระยะเวลาที่ใช้ โดยในกรณีแรกนั้นจะใช้ระยะเวลาประมาณ 110 วัน เพราะหลังจากได้รับหนังสืออนุญาตแล้ว จึงยื่นแบบแสดงรายการและร่างหนังสือชี้ชวนก่อนที่จะเริ่มเปิดขายหุ้นสามัญใหม่ ในขณะที่กรณีหลังใช้เวลาประมาณ 60 วัน เนื่องจากหลังที่ได้รับอนุญาตให้กระจายหุ้นใหม่แล้วก็สามารถทำการเสนอขายหุ้นได้ อย่างไรก็ตาม การที่จะเลือกใช้กรณีใดขึ้นอยู่กับความเหมาะสม โดยในกรณีแรกนั้นน่าจะเหมาะสำหรับบริษัทที่เพิ่งจะมีการกระจายหุ้นสามัญใหม่เป็นครั้งแรก เพราะต้องมีการพิจารณาที่เข้มงวดกว่าบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งบริษัทเหล่านี้ได้ถูกกลั่นกรองมาแล้วระดับหนึ่ง จึงสมควรที่จะยื่นโดยใช้กรณีที่ 2 เพราะมีแนวโน้มว่าจะได้รับอนุญาตมากกว่า

2) การเสนอขายหุ้นสามัญใหม่

เมื่อบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นใหม่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์จะต้องดำเนินการขายหุ้นให้แล้วเสร็จภายใน 6 เดือนนับตั้งแต่วันที่ได้รับอนุญาตหรือภายในระยะเวลาที่ได้รับ การผ่อนผันจากคณะกรรมการ กตต . ซึ่งเมื่อรวมกันแล้วผ่อนผันได้ไม่เกิน 12 เดือน นับตั้งแต่วันที่แจ้งการอนุญาตและในระหว่างการผ่อนผันคณะกรรมการ กตต . อาจขอให้บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ส่งข้อมูลเพิ่มเติมได้และถ้าหากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ไม่สามารถดำเนินการเสนอขายหุ้นใหม่ให้เสร็จได้ภายในระยะเวลา 6 เดือนหรือภายในที่ได้รับการผ่อนผัน ก็ให้ถือว่าการอนุญาตเป็นอันสิ้นสุด

สำหรับขั้นตอนในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้น โดยทั่วไปแล้วที่ปรึกษาทางการเงินมักจะจัดให้มีการร่วมรับประกันการซื้อ (Underwritings Syndicate) ทั้งนี้เพื่อเป็นการกระจายความเสี่ยงในการที่อาจจะขายหลักทรัพย์ใหม่ไม่หมดดั่งนั้น ก่อนที่จะเริ่มการกระจายหุ้นใหม่ จึงต้องมีการหา

ผู้ร่วมจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ซึ่งสามารถแบ่งประเภทของผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการกระจายหลักทรัพย์ใหม่ ได้เป็น 3 กลุ่มดังนี้

1. ผู้ประสานงานการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย (Managing Underwriter) ซึ่งในบางครั้งอาจจะเรียกว่า “ผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย” โดยผู้ประสานงานการจัดจำหน่ายนี้อาจจะเป็นบริษัทเดียวหรือหลายบริษัทร่วมกันจัดการก็ได้ ผู้ประสานงานการจัดจำหน่ายจะทำหน้าที่เป็นผู้ติดต่อกับบริษัทผู้ขอออกหลักทรัพย์ทำการศึกษารายละเอียดต่างๆ ของบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ให้คำปรึกษาและแนะนำจัดทำเอกสารรวมทั้งประเมินราคาหลักทรัพย์ที่จะจัดจำหน่าย

2. ผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย (Co-writer) ในการเสนอขายหุ้นสามัญใหม่ในแต่ละครั้งนั้น ผู้จัดการจำหน่ายจะทำการคัดเลือกผู้จำหน่ายมาร่วมจัดจำหน่ายหุ้นใหม่ด้วย ผู้จัดการจำหน่ายจะทำหน้าที่ในการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ในส่วนที่ได้รับการจัดสรรมาจากผู้ประสานงานการจัดจำหน่าย ฯ โดยผู้ที่จะเป็นผู้จัดจำหน่ายได้นั้นจะต้องมีใบอนุญาตรับประกัน การจัดจำหน่ายหลักทรัพย์จากธนาคารแห่งประเทศไทยเสียก่อน

3. ตัวแทนผู้จำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย (Selling Agent) จะทำหน้าที่เป็นผู้ขายหลักทรัพย์ใหม่โดยรับช่วงต่อจากผู้ประสานงานจัดจำหน่ายเช่นเดียวกัน แต่จะแตกต่างจากผู้จัดจำหน่าย ในประเด็นที่ว่าผู้จัดจำหน่ายจะไม่มีใบอนุญาตรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่สำหรับที่รับผิดชอบของตัวแทนผู้จัดจำหน่ายนั้นจะเหมือนกับผู้จัดการจำหน่าย หลังจากที่ได้รับอนุญาตให้เสนอขายหุ้นใหม่จากคณะกรรมการ กลต . ผู้ประสานงานการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ จะกำหนดการจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่ พร้อมจัดทำหนังสือชี้ชวนจากนั้นทำสัญญาการรับประกันการจำหน่ายหลักทรัพย์ใหม่ ได้เป็น 2 วิธี คือ

1. การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายประเภทรับประกันผลการจำหน่ายอย่างแน่นอน (Firm Underwriting) หมายถึงการมีข้อตกลงว่าบริษัทผู้จัดจำหน่ายหุ้นใหม่จะชำระเงินค่าหลักทรัพย์เต็มตามจำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขายภายในระยะเวลาที่กำหนด นั้นหมายถึง ถ้าหากผู้รับประกันการจำหน่าย ไม่สามารถจำหน่ายหุ้นได้หมด บริษัทผู้จัดจำหน่ายจะต้องรับซื้อหลักทรัพย์ที่เหลือไว้เอง ในปัจจุบันนี้ประเทศไทยการรับจัดจำหน่ายอยู่ในลักษณะนี้ทั้งหมด

2. การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายประเภทจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ให้ได้มากที่สุด (Best Effort Basis) หมายถึง การมีข้อตกลงที่ว่าพยายามจัดจำหน่ายหลักทรัพย์นั้นให้ได้มากที่สุดเท่าที่

จะสามารถทำได้ แต่ถ้ามีหลักทรัพย์เหลือจากการจัดจำหน่ายจะคืนหลักทรัพย์นั้นให้กับผู้ออกหลักทรัพย์โดยไม่ต้องรับผิดชอบแต่อย่างใด

หลังจากทำสัญญาเรียบร้อยแล้ว ผู้ประสานงานการจำหน่ายจะเริ่มทำการเผยแพร่ให้ประชาชนทั่วไปทราบถึงรายละเอียดของการเสนอหุ้นใหม่ โดยผ่านทางการจัดส่งหนังสือ ชีวชน หรืออาจทำการโฆษณาผ่านสิ่งพิมพ์ เช่น หนังสือพิมพ์ เป็นต้น หลังจากนั้นจึงจัดทำการชี้แจงแนะนำข้อมูล พร้อมทั้งแจกจ่ายหนังสือชีวชนแก่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์และผู้ที่เกี่ยวข้อง ก่อนจะมีการนำเสนอขายหุ้นออกไป เมื่อทำการเสนอขายหุ้นใหม่ต่อประชาชนเรียบร้อยแล้วจะต้องรายงานผลการกระจายหุ้นให้กับคณะกรรมการ กสท. ทราบภายใน 45 วัน นับตั้งแต่เปิดการเสนอขาย

3) การเปิดเผยข้อมูลภายหลังการเสนอขายหลักทรัพย์

ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนทั่วไปแล้ว บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ก็ยังมีหน้าที่จะต้องเปิดเผยข้อมูลต่างๆของบริษัทให้ประชาชนทั่วไปทราบ โดยการนำข้อมูลดังกล่าวมาเปิดเผยไว้กับสำนักคณะกรรมการ กสท. จนกว่าจะเลิกกิจการโดยเอกสารที่จะต้องนำส่งประกอบไปด้วยรายการใหญ่ๆ ดังนี้

1. เอกสารและรายงาน เช่น งบการเงินรายไตรมาส งบการเงินประจำปี เป็นต้น
2. รายงานตามเหตุการณ์และเหตุผลประกอบ
3. การเปิดเผยข้อมูลการถือหลักทรัพย์

2.1.4 การยื่นขอจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขั้นตอนการยื่นจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นขั้นตอนการขอเข้าไปทำการซื้อขายในตลาดรอง เพื่อให้หลักทรัพย์มีสภาพคล่องมากยิ่งขึ้น ขั้นตอนนี้อาจกระทำไปได้พร้อมๆ กับการยื่นขอเสนอขายหุ้นใหม่กับคณะกรรมการ กสท. หรืออาจกระทำภายหลังจากที่ได้รับอนุญาตกระจายหุ้นแล้วก็ได้ ภายหลังจากที่มีการกำหนดราคาหลักทรัพย์ใหม่เรียบร้อยแล้ว ที่ปรึกษาการเงินจะยื่นเอกสารขอจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ แล้วตลาดหลักทรัพย์จะใช้เวลาประมาณ 2 สัปดาห์ ในการตรวจสอบเอกสารและพิจารณาความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูล ถ้าหากเอกสารต่างๆ ไม่ครบถ้วนตลาดหลักทรัพย์จะส่งเรื่องคืนที่ปรึกษาการเงิน แต่ถ้าหากเอกสารครบถ้วนจะพิจารณาภายใน 30 วันทำการ โดยคณะอนุกรรมการตลาดหลักทรัพย์จะทำหน้าที่พิจารณา คุณสมบัติพื้นฐานของบริษัทนั้นๆ จากเอกสารต่างๆ ที่ได้รับ ซึ่งถ้าหากข้อมูลไม่เพียงพอ

อาจมีการขอข้อมูลต่างๆเพิ่มเติม หลังจากนั้นจะมีการขอเข้าชงมติกรรมการของบริษัทที่ขอจดทะเบียน และท้ายที่สุดจะมีการเชิญผู้บริหารและที่ปรึกษาทางการเงินของบริษัทเข้าชี้แจงข้อมูลเพิ่มเติม เมื่อผ่านการพิจารณาแล้วคณะกรรมการจะนำเสนอหลักทรัพย์นั้นต่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์ เพื่อพิจารณาอีกครั้ง โดยคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์จะพิจารณาอนุมัติภายใน 5 วันทำการ เมื่อคณะกรรมการตลาดหลักทรัพย์พิจารณาอนุมัติและหุ้นนั้นมีการกระจายหุ้นใหม่ต่อประชาชนเรียบร้อยแล้ว จะมีการนำหลักทรัพย์นั้น นำเสนอต่อคณะกรรมการ กสท . เพื่อพิจารณาอนุมัติในเบื้องต้น (Pre Approval) ก่อนที่จะนำเสนอต่อกระทรวงการคลังในขั้นสุดท้าย (Final Approval) และหลังจากที่มีการอนุมัติ จากรัฐมนตรีกระทรวงการคลัง ตลาดหลักทรัพย์ก็จะกำหนดวันที่จะเข้าทำการซื้อขาย ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อไป

2.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 แนวคิดเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุน

ผลตอบแทน (Return) จากการลงทุนประเภทใดประเภทหนึ่ง ประกอบด้วยองค์ประกอบ 2 ส่วนคือ

Yield คือ กระแสเงินสดหรือรายได้ที่ผู้ลงทุนได้รับระหว่างช่วงระยะเวลาลงทุน อาจอยู่ในรูปของเงินสดปันผลหรือดอกเบี้ย ที่ผู้ออกตราสารหรือหลักทรัพย์จ่ายแก่ผู้ถือ

Capital gain (Loss) คือกำไร (หรือขาดทุน) จากการขายหลักทรัพย์ได้ในราคาที่สูงขึ้น (หรือต่ำลง) กว่าราคาซื้อ หรือเรียกว่า เป็นการเปลี่ยนแปลงของราคา (Price change) ของหลักทรัพย์นั่นเอง ในกรณีผู้ลงทุนอยู่ในภาวะซื้อเพื่อรอขาย (Long position) ผลตอบแทนส่วนนี้ได้แก่ค่าความแตกต่างระหว่างราคาที่จะขายหรือราคาขายหลักทรัพย์กับราคาซื้อ ในกรณีที่ผู้ลงทุนอยู่ในภาวะยืมหุ้นมาขาย (Short position) ผลตอบแทนส่วนนี้ได้แก่ ราคาขายกับราคาที่จะซื้อหรือราคาซื้อเพื่อล้างสถานะชอร์ต

ผลตอบแทนรวม (Total return) ของหลักทรัพย์ใดหลักทรัพย์หนึ่ง คือ ผลรวมของผลตอบแทนจากกระแสเงินสดระหว่างงวดกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์นั้น

$$\text{ผลตอบแทนรวม} = \text{กระแสเงินสดรับ} + \text{การเปลี่ยนแปลงของราคา}$$

โดย องค์ประกอบส่วนกระแสเงินสดรับ อาจมีค่าเป็น 0 หรือ +
องค์ประกอบส่วนการเปลี่ยนแปลงของราคา อาจมีค่าเป็น 0 หรือ + หรือ -

อัตราผลตอบแทน

ผลตอบแทนจากการลงทุนประเภทต่าง ๆ มักแสดงในรูปร้อยละ โดยเทียบกับเงินลงทุนต้นงวดและมักคิดต่อระยะเวลาหนึ่งปี (แต่อาจคิดต่องวดเวลาใด ๆ ก็ได้) โดยเรียกรวม ๆ ว่า “อัตราผลตอบแทน” อันเป็นตัวบ่งถึงผลได้ที่ผู้ลงทุนจะได้ใช้อัตราผลตอบแทนนี้เปรียบเทียบกับความเสี่ยงที่จะต้องเผชิญ และ/หรือเปรียบเทียบกับการลงทุนประเภทอื่น ๆ ต่อไป ทั้งนี้การคำนวณอัตราผลตอบแทนต่องวดดังกล่าว ไม่จำเป็นว่าผู้ลงทุนต้องมีการขายหลักทรัพย์ออกไปจึง (กรณี long) หรือ ไม่จำเป็นที่ผู้ลงทุนต้องซื้อหลักทรัพย์เพื่อคืนจริง (กรณี short)

อัตราผลตอบแทนของการลงทุนใด ๆ คำนวณจากการเทียบผลตอบแทนรวมจากการลงทุนกับเงินลงทุนต้นงวดในรูปร้อยละ ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{อัตราผลตอบแทน} &= \frac{\text{กระแสเงินสดรับ} + (\text{มูลค่าปลายงวด} - \text{มูลค่าต้นงวด})}{\text{มูลค่าต้นงวด}} \\ &= \frac{\text{กระแสเงินสดรับ} + \text{การเปลี่ยนแปลงของมูลค่า}}{\text{มูลค่าต้นงวด}} \end{aligned}$$

2.2.2. ทฤษฎีที่ใช้ในการคำนวณราคาหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน

ในการคำนวณราคาหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนนั้น ที่ปรึกษาทางการเงินได้นำทฤษฎีเหล่านี้ มาใช้ในการกำหนดราคาหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน โดยการกำหนดราคาตามทฤษฎีเหล่านี้ จะส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนในการนำเข้าไปขายในตลาดรอง โดยประกอบด้วยทฤษฎี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2546 เทคนิคการวิเคราะห์ทั้งการเงินบริษัทจดทะเบียน) ดังนี้

1 อัตราส่วนราคาต่อกำไร (price/Earning Ratio Model)

$$\text{P/E ratio} = \frac{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}{\text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}}$$

ที่ปรึกษาทางการเงินจะใช้อัตราส่วนนี้เป็นมาตรฐานในการกำหนดราคาหุ้นใหม่ โดยจะพิจารณาว่าหุ้นใหม่ที่จะจัดจำหน่ายควรมีค่า P/E Ratio เท่าใด ซึ่งอาจจะเทียบกับค่า P/E Ratio ของกลุ่มอุตสาหกรรมในประเภทเดียวกันแล้วคูณด้วยกำไรสุทธิต่อหุ้นของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ดังนี้

2. แบบจำลองอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อหุ้นในการกำหนดราคาหุ้นใหม่

ราคาหุ้นใหม่ = P/E Ratio x กำไรสุทธิต่อหุ้น (EPS)

3. Net Asset value (NAV) เป็นการคิดมูลค่าหุ้นสามัญของบริษัท โดยการนำเอาสินทรัพย์สุทธิ (Net Equity Asset) หรือสินทรัพย์ที่หักหนี้สินแล้วหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัทตั้งสมการต่อไปนี้

$$\text{Net Asset Value} = \frac{\text{สินทรัพย์สุทธิ} - \text{หนี้สินสุทธิ}}{\text{จำนวนหุ้นทั้งหมด}}$$

4. Book Value (BV) หรือมูลค่าตามบัญชี เป็นการคำนวณมูลค่าหุ้นจากมูลค่าตามบัญชีของหุ้นนั้น ๆ โดยที่มูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญต่อหุ้น คำนวณได้ 2 ทาง คือ

4.1 คำนวณจากด้านสินทรัพย์ โดยนำสินทรัพย์รวม หักด้วยสินทรัพย์ไม่มีตัวตน หนี้สินรวมและหุ้นบุริมสิทธิ แล้วหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกจำหน่าย เขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น} = \frac{\text{สินทรัพย์รวม} - \text{สินทรัพย์ไม่มีตัวตน} - \text{หนี้สินรวม} - \text{หุ้นบุริมสิทธิ}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกจำหน่าย}}$$

4.2 คำนวณจากด้านหนี้สินและทุน โดยนำส่วนของผูถือหุ้น (ไม่รวมสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน) หารด้วยจำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกจำหน่าย เขียนเป็นสมการ ได้ดังนี้

$$\text{มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น} = \frac{\text{มูลค่าหุ้นที่ตราไว้} - \text{ส่วนเกินทุน} - \text{กำไรสะสม} - \text{สินทรัพย์ไม่มีตัวตน}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมดที่ออกจำหน่าย}}$$

มูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญต่อหุ้นที่คำนวณได้ เพียงแต่บอกผู้ลงทุนให้รู้อย่าง คร่าว ๆ ว่าหุ้นดังกล่าว ได้ลงทุนไว้จนถึงปัจจุบันเป็นจำนวนเงินมากน้อยเพียงใด การใช้มูลค่าตามบัญชีในการประเมินมูลค่าหุ้น อาจก่อให้เกิดข้อผิดพลาดได้ทั้งนี้เนื่องจาก

1 มูลค่าตามบัญชีมักจะแตกต่างจากราคาตลาด มูลค่าสินทรัพย์ต่าง ๆ ที่ปรากฏในบัญชีนั้น บันทึกตามราคาเมื่อแรกซื้อ อาจจะหักด้วยบัญชีสำรองต่าง ๆ หรือไม่ก็ขึ้นอยู่กับประเภทสินทรัพย์ การที่ราคาตลาดของสินทรัพย์สูงกว่าราคาตามบัญชี อาจเป็นเพราะการหักสำรองต่าง ๆ นั้น ๆ ไม่เหมาะสมหรืออาจเป็นเพราะราคาสินทรัพย์ได้สูงขึ้น อันเกิดจากภาวะเงินเฟ้อ เช่น ที่ดิน เป็นต้น

2. มูลค่าตามบัญชีไม่ได้แสดงให้เห็นความสามารถในการหากำไรจากสินทรัพย์เหล่านั้น ข้อนี้ สังเกตได้จากกำไรสะสมที่อยู่ในบัญชีนั้น เป็นเพียงกำไรส่วนหนึ่งของกำไรที่ธุรกิจนั้นหาได้ อีกส่วนหนึ่งนั้นถูกนำไปจ่ายเป็นเงินปันผล ด้วยเหตุนี้ราคาตลาดจึงมักสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี

อย่างไรก็ตาม มูลค่าตามบัญชีก็ยังเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นในการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญ อย่างคร่าว ๆ และถือว่าหุ้นที่ซื้อขายกันในตลาดไม่ควรต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น (Book value per share) ถ้าปรากฏว่า ราคาตลาดต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น หรืออัตราส่วนระหว่างราคาตลาด มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นน้อยกว่า 1 แล้ว ตีความได้ 2 ประเด็น คือการดำเนินงานของธุรกิจนั้นมีปัญหา มากหรือราคาตลาดต่ำมาก ๆ น่าจะเข้าไปซื้อหุ้นนั้นได้ นอกจากนี้ อัตราส่วน P/BV นี้ยังใช้ให้ผู้ ลงทุนเห็นว่า ถ้าผู้ลงทุนซื้อหุ้นของบริษัทนี้ ผู้ลงทุนจะต้องจ่ายเงิน เป็นกี่เท่าของมูลค่าตามบัญชีต่อ หุ้น

5. อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้

อัตราส่วนหนี้สิน (Debt Ratio) อัตราส่วนหนี้สินมีรูปแบบที่หลากหลายแต่ที่เป็นที่รู้จักกัน แพร่หลาย คือ

อัตราส่วนหนี้สินซึ่งเป็นที่รู้จักกันดีประเภทหนึ่ง คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

(Debt to Equity ratio)

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{หนี้สินระยะสั้น} + \text{หนี้สินระยะยาว}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}} \times 100$$

โดยปกติของอัตราส่วนหนี้สิน ถ้าอัตราส่วนนี้ยิ่งสูง โอกาสที่กิจการจะไม่สามารถจ่าย ดอกเบี้ยและเงินต้นในอนาคตจะสูงตามไปด้วย กิจการต้องตัดสินใจถึงจำนวนเงินทุนที่กิจการควร กู้ยืม ซึ่งหมายถึงความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องที่กิจการจะสามารถรับได้ เงินทุนที่ได้มาจากการกู้ยืม หรือ

จากการออกจำหน่ายหุ้นกู้ มักจะมีต้นทุนดอกเบี้ยที่ต่ำแต่ในขณะเดียวกันก็จะจ่ายเงินเป็นงวด ๆ ที่แน่นอน ซึ่งเพิ่มความเสี่ยงของการชำระไม่ได้

ในกาประเมินอัตราส่วนหนี้สินผู้วิเคราะห์จะต้องพิจารณาความแน่นอนของกำไรและกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ถ้ากำไรและกระแสเงินสดค่อนข้างแน่นอน อัตราส่วนหนี้สินที่สูงกว่าเกณฑ์ทั่วไป ก็อาจจะยอมรับได้ หรือถือว่าปลอดภัย

ในการนำทฤษฎีที่ใช้ในการคำนวณราคาหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน ในส่วนของแต่ละทฤษฎีมีรายละเอียดที่เกี่ยวข้องทั้งในด้านความสามารถในการทำกำไร ความสามารถในการชำระหนี้มูลค่าของบริษัทพิจารณาจากขนาดสินทรัพย์และสถานะการลงทุนโดยพิจารณาจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ เป็นต้น ซึ่งรายละเอียดที่เกี่ยวข้องทฤษฎีเหล่านี้และการนำทฤษฎีเหล่านี้มาใช้ในการกำหนดราคา อาจส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนแตกต่างกันออกไป

2.3งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินของหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกของประชาชน โดยมีรายละเอียดตามตัวแปรที่เกี่ยวข้องดังนี้

2.3.1 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรตาม

อিবบอทสัน (Ibbotson. (1988:124) พบว่าราคา ณ วันแรกของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดของหลักทรัพย์จำนวน 8,668 บริษัทที่จดทะเบียนในปี พ.ศ. 2503-2530 จะสูงกว่าราคาจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่โดยเฉลี่ยประมาณ 16.37% ซึ่งการเพิ่มขึ้นของราคาซื้อขายในตลาดวันแรกไม่เพียงแต่เกิดในตลาดประเทศอเมริกา แต่ยังเกิดที่ตลาดของประเทศอื่น ๆ รวมทั้งประเทศไทยด้วย นอกจากนี้ ลอเรน, ริทเตอร์ และรีดจ์วิสต์ (Loughran . Ritter , Rydgvist.1994) ศึกษาข้อมูลของ 25 ประเทศ พบว่าอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรกมีค่าเป็นบวกสูงมาก และมีมูลค่าแตกต่างกันในแต่ละประเทศ

โค และวอลเตอร์ (Koh;&Walter . 1989 :98) พบว่าอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนทั่วไปได้รับอยู่ในระดับปกติและนักลงทุนมีความสนใจที่จะลงทุนในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรก กล่าวคือ ได้อัตราผลตอบแทนเริ่มต้นสูงจะมีความ

ต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ใหม่มาก แต่หากได้อัตราผลตอบแทนเริ่มต้นต่ำ จะมีความต้องการลงทุนในหลักทรัพย์ใหม่มาก แต่หากได้อัตราผลตอบแทนเริ่มต้นต่ำ จะมีความต้องการลงทุนน้อย สจอตัน แลเซชเนอร์ (Stoughton; & Zechner, 1998) พบว่าผู้ถือหุ้นจำนวนมากไม่นิยมขายหุ้นในตลาดรองเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรกยังมีงานวิจัยที่ศึกษาในตลาดทุนของประเทศอื่น เช่น พอคยัล, ซาควินี และบริสตัน (Paudyal, saadouni; & Briston. 1998) ได้ศึกษาตลาดหุ้นในประเทศมาเลเซียพบว่าบริษัทจดทะเบียนเพื่อออกหลักทรัพย์ใหม่ในประเทศมาเลเซียก็เกิดอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายในตลาดเป็นวันแรกในจำนวนมาก (ล้านบาท) เช่นกัน รวมถึงพบว่าการออกหลักทรัพย์ใหม่ของบริษัทที่ต้องการแปรรูปจากรัฐวิสาหกิจมาเป็นเอกชน (Privatization IPOs) จะมีอัตราผลตอบแทนวันแรกในตลาดสูงมากกว่าของบริษัทที่จดทะเบียนออกหลักทรัพย์หมู่ทั่วไป และมีนัยสำคัญทางสถิติด้วย

บาร์รอน (Baron. 1982: 102) ได้ศึกษาเหตุผลที่บริษัทตั้งราคาจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง พบว่ามีสาเหตุจากการที่บริษัทที่ออกหลักทรัพย์รู้ข้อมูลข่าวสารในตลาดทุนน้อยกว่าผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย (underwriter) จึงไม่ได้รับผิดชอบในการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์เอง ดังนั้นจึงเลือกที่จะตั้งราคาต่ำเพื่อที่จะจูงใจให้ผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายกระตือรือร้นในการขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น โดยถือเป็นค่าตอบแทนจากการใช้ข่าวสารข้อมูล ซึ่งส่วนลคที่ตั้งจะขึ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความแปรปรวนในความต้องการหลักทรัพย์ใหม่ของนักลงทุน คือ ถ้าความต้องการของหลักทรัพย์ใหม่มีความไม่แน่นอนสูง ส่วนลคของหลักทรัพย์ใหม่จะสูงตามไปด้วย

ร็อก (Rock. 1986 :85) เกี่ยวกับเหตุผลของการตั้งราคาจองซื้อหลักทรัพย์ใหม่ต่ำ ได้ให้เหตุผลที่คล้ายคลึงกันกับ Baron คือเกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของการเข้าถึงข้อมูลข่าวสาร โดยได้กล่าวไว้ว่า นักลงทุนกลุ่มที่สามารถเข้าถึงข้อมูลของหลักทรัพย์ใหม่ได้มากกว่ามักจะซื้อหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (underprice) และไม่ซื้อหลักทรัพย์ที่เสนอขายในมูลค่าที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overprice) ทำให้นักลงทุนที่ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์ใหม่มักจะได้หลักทรัพย์ที่เสนอขายในมูลค่าที่สูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overprice) ก่อให้เกิดความได้เปรียบเสียเปรียบกัน ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนใหม่จึงมักเสนอขายหลักทรัพย์ใหม่ในราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมเพื่อความยุติธรรมแก่นักลงทุนทุกกลุ่ม

กลินแบลท และ ฮวาง (Grinblatt; & Hwang. 1989 :95) ได้แย้งว่าการตั้งราคาต่ำไม่ได้เป็นเพราะความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล แต่เป็นเพราะบริษัทตั้งใจที่จะออกขายในราคาส่วนลดเพื่อจูงใจนักลงทุน เนื่องจากรู้ว่าบริษัทของตัวเองมีคุณภาพ ดังนั้นจึงออกเสนอขายในจำนวนเล็กน้อยเพื่อให้ให้นักลงทุนได้ทราบถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท แล้วค่อยออกหุ้นเพิ่มในราคาที่มากขึ้นโดยไม่ต้องกังวลที่จะขายไม่หมด เพราะนักลงทุนได้ทราบถึงความสามารถของบริษัทแล้ว สำหรับบริษัทที่ไม่มีคุณภาพมักไม่ขายในราคาส่วนลดเพราะไม่ได้ประโยชน์ในอนาคต รวมถึงสูญเสียส่วนเกินมูลค่าหุ้นที่ควรจะได้อีกด้วย

แมคโดเนล และ ฟิชเชอร์ (McDinald; & Fisher.1972:102) ศึกษาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใหม่ที่เสนอขายให้ประชาชนเป็นครั้งแรกของประเทศสหรัฐอเมริกาในปี พ.ศ. 2512 - 2513 จำนวน 142 บริษัท ได้ใช้วิธี LOGHL ซึ่งวิธีการนี้สำหรับวัดความเสี่ยงเกือบทั้งหมดของผลตอบแทนของหุ้นที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน พบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติ 28.5% ใน 1 สัปดาห์แรกเมื่อหลักทรัพย์เข้าตลาด แต่เมื่อหลักทรัพย์ใหม่ถูกนำไปซื้อขายในตลาดระยะเวลาหนึ่งก็ไม่เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติอีก เนื่องจากการปรับตัวของราคาไปสู่ราคาที่เหมาะสมภายใต้ข้อมูลข่าวสารต่าง ๆ อีกทั้ง Michaely และ Shaw(1994) พบว่าอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรกมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับมูลค่าของหลักทรัพย์ที่ออกเสนอขายแก่ประชาชน

รวี ลงการนี้ (2542:69) ได้ศึกษาการกระจายข้อมูลภายในตลาดหุ้นไทยในช่วงที่บริษัทออกเสนอขายหลักทรัพย์เป็นครั้งแรกแก่ประชาชน สำหรับข้อมูลวิเคราะห์ทางการเงินจากสถาบันการเงิน (Financial analyst) และข้อมูลจากหนังสือชี้ชวนชื่อหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนใหม่ (prospectus) ในปี พ.ศ. 2530-2529 จำนวน 292 บริษัท พบว่านักลงทุนแต่ละกลุ่มมีความสามารถในการเข้าถึงข้อมูลได้ไม่เท่าเทียมกัน ซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดรอง โดยผู้ที่เข้าถึงข้อมูลได้มากกว่ามีโอกาสดำเนินการตอบแทนจากการลงทุนมากกว่า และยังพบว่าอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรกมีความสัมพันธ์เชิงลบ กับ ราคาของซื้อหลักทรัพย์ใหม่ คือ ยิ่งราคาต่ำมากยิ่งมีอัตราผลตอบแทนเริ่มต้นสูง โดยได้ค่าเฉลี่ยประมาณ 46.73% และพบว่าอัตราผลตอบแทนสะสมในระยะยาว (Cumulative adjusted average returns:CAR) มีค่าติดลบ โดยการใช้ดัชนีตลาดเป็นตัวแทนในการเปรียบเทียบ

2.3.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรอิสระ

มาเออร์ และเซนบัส (Mauer; & senbet. 1998 :124) ได้ทำการศึกษาลงทุนถึงทฤษฎีและการศึกษาเชิงประจักษ์เพื่อหาบทบาทของตลาดรองในการตั้งราคาหลักทรัพย์ใหม่โดยหาปัจจัยที่มีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ใหม่นั้นมีค่าต่ำกว่าจริง (Under pricing) ทั้งสองเชื่อว่า ตลาดแรกและตลาดรองมีการแบ่งแยกกันอย่างเด่นชัด (segment Market) คือมีเพียงนักลงทุนบางกลุ่มสามารถเข้าไปซื้อขายในตลาดแรกได้ แต่ขณะที่นักลงทุนทุกคนสามารถเข้าไปซื้อขายในตลาดรองได้ลักษณะเช่นนี้จึงทำให้เกิดมีกำไรจากส่วนต่างในมูลค่าหุ้น (Capital gain) การศึกษานี้ได้ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ 3 แห่ง ในประเทศสหรัฐอเมริกา คือ The National Association of Securities Dealers Automatic Quotation (NASDAQ), The American Stock Exchange (AMEX) และ The New York Stock Exchange (NYSE) โดยศึกษาในช่วงปี 1977-1984 ด้วยจำนวน 1002 ตัวอย่าง พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรมีเครื่องหมายตามที่คาดการณ์ไว้ และสามารถอธิบายผลการตอบแทนตอนแรก ได้อย่างมีนัยสำคัญเกือบทุกตัว ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนตอนแรก ตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนตอนแรกมากที่สุด คือ มีค่าสัมประสิทธิ์สูงถึง 2.893 แสดงว่า ถ้าความเสี่ยงไม่เป็นระบบเพิ่มขึ้น 1 หน่วยทำให้อัตราผลตอบแทนตอนแรกจะเพิ่มขึ้นถึง 2.9 เท่าและตัวแปรหุ่นของแต่ละอุตสาหกรรม(INDUM_{it}) นั้นมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งแสดงถึงราคาที่ต่ำกว่าจริง (underprice) นั้นยังแตกต่างกันไปขึ้นอยู่กับประเภทของอุตสาหกรรมอีกด้วย

บุษบา ประดับศรี (2537;72) ได้ศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนของหุ้นใหม่ เป็นการหาอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับตลอดระยะเวลาที่ถือหุ้น (Holding Period Yield) เฉลี่ยในเดือนในช่วงเดือนมกราคมถึงธันวาคม 2536 อัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่ได้นำเอาแบบจำลอง RATS (Return Across Time and Securities) ซึ่งเป็นแบบจำลองที่มีพื้นฐานมาจากทฤษฎีของซื้อหุ้นใหม่ในตลาดแรกให้อัตราผลตอบแทนมีค่าเป็นบวกทุกช่วงเวลาที่ทำการศึกษา แสดงว่าราคาเสนอขายหุ้นใหม่โดยเฉลี่ยแล้วเป็นราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง และอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจะค่อยๆ ลดลงเมื่อหุ้นใหม่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แล้ว ข่าวสารต่าง ๆ มีความสมบูรณ์มากขึ้นนักลงทุนจึงสามารถคาดคะเนราคาที่แท้จริงของหุ้นใหม่ได้ดีขึ้น เป็นผลให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินค่อยๆ ลดลงตามลำดับ

เฉลิมวงศ์ วงศ์จำปา (2547;81) ได้ทำการศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายครั้งแรกต่อประชาชน (IPOs) ที่มีระยะเวลาการถือครองหุ้นที่ต่างกัน และอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน โดยนำข้อมูลราคาปิดรายวันของหุ้น IPOs และดัชนีตลาดหลักทรัพย์ฯ รายวัน มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของทั้งหุ้น IPOs และของตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยความเสี่ยงวัดจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ผลการศึกษาสรุปได้ว่าช่วงระยะเวลาการถือครองหุ้น (Holding Period) ที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดคือวันแรกที่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 37.71 ต่อเดือน และมีความเสี่ยงสูงสุดเช่นกันคือ 73.49 สำหรับอัตราผลตอบแทนของหุ้น IPOs จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสูงสุด คือกลุ่มพลังงาน โดยเกิดขึ้นในวันแรกที่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ อัตราผลตอบแทนสูงถึงร้อยละ 70.63 ต่อเดือน และมีความเสี่ยงสูงสุดเช่นกันคือ 104.33 และผลการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้น IPOs ที่มีระยะเวลาการถือครองหุ้นที่ต่างกัน กับอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์ฯ พบว่าอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของหุ้น IPOs สูงกว่าอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในทุก ๆ ช่วงระยะเวลาการถือครองหุ้น ดังนั้นนักลงทุนควรจะเลือกลงทุนจองซื้อหุ้น IPOs และขายในวันแรกที่เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ

สุวัฒนา (Suewattana.1993:76) ผู้ทำการศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรกกับปัจจัยในการกำหนดราคาของหลักทรัพย์ใหม่ในช่วงปี พ.ศ. 2530-2534 ได้ผลการศึกษาว่า ถ้าไรต่อหุ้น ,ขนาดของสินทรัพย์,อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น รวมถึง สภาพการณ์ของตลาดเป็นปัจจัยหลักในการกำหนดราคาของซื้อหลักทรัพย์ใหม่ของบริษัทจดทะเบียน โดยปัจจัยที่สำคัญที่สุดในการนำมาพิจารณา คือ ถ้าไรต่อหุ้น สำหรับการศึกษาเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรก (initial return) ได้ผลว่าเมื่อนำอัตราผลตอบแทนเริ่มต้นมาเปรียบเทียบแยกตามอุตสาหกรรม พบว่าอุตสาหกรรมที่มีอัตราผลตอบแทนเริ่มต้นสูงสุดได้แก่ กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (property development sector) และกลุ่มการให้บริการ (service sector) และศรีบุญเจริญ (Sribooncharoen . 1997) ได้ผลการศึกษาคล้ายกับสุวัฒนา (Suewattana. 1993) โดยการศึกษาว่าบริษัทจดทะเบียนใหม่มีโอกาสได้รับอัตราผลตอบแทนสูงจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงเวลาสั้น ๆ โดยค่าเฉลี่ยประมาณ 34.57% นอกจากนั้นยังพบว่าหรณักลงทุนถือครองหลักทรัพย์ไว้เป็นเวลา 3 ปี ผลตอบแทนรวมที่ได้ (รวมกำไรจากการขาย

หลักทรัพย์และเงินปันผล) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเริ่มแรกของหลักทรัพย์และเงินปันผล) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเริ่มแรกของหลักทรัพย์ และระยะเวลาในการดำเนินงานของบริษัท

ศูนย์ศึกษาและพัฒนาตลาดทุนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ทำการศึกษาพฤติกรรมราคาของหลักทรัพย์ของบริษัทเข้าใหม่ที่ทำกรเสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไป และเข้าเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนหรือหลักทรัพย์รับอนุญาต ในช่วงเวลามกราคม 2531 ถึง มิถุนายน 2532 ซึ่งมีบริษัทเข้าใหม่ 32 หลักทรัพย์ จากการศึกษพบว่านักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนส่วนเกินจากการจองซื้อหลักทรัพย์ในตลาดแรกในระดับสูงถึงร้อยละ 85.64 หลังจากนั้นจึงลดลงเหลือ 73.41 ในเดือนที่ 6 เข้าไปจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ และมีภาวะวิเคราะห์ตัวแปรที่อาจจะมีผลต่อการตั้งราคาหลักทรัพย์ใหม่ให้ต่ำเกินจริง (under pricing) ซึ่งผลการทดสอบพบว่าขนาดการกระจายของหุ้นใหม่และอัตราส่วนราคาต่อรายได้ (P/E Ratio) ซึ่งผลการทดสอบพบว่าขนาดการกระจายของหุ้นใหม่และอัตราส่วนราคาต่อรายได้ (P/E Ratio) ณ วันที่เสนอขายหลักทรัพย์ใหม่เป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ ขนาดของหุ้นใหม่ที่ทำกรกระจาย และอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้นจะมีความสัมพันธ์ในทางลบกับระดับ under pricing นั่นคือ เมื่อขนาดของหุ้นใหม่ที่กระจายมีขนาดใหญ่หรืออุปทานของหลักทรัพย์มีค่อนข้างมาก การตั้งราคาจะทำได้ไม่สูงมากนัก ทำให้ระดับ under pricing มีน้อย และถ้าอัตราส่วนราคาต่อกำไรต่อหุ้น ณ วันเสนอขายหลักทรัพย์มีค่าสูง ก็จะมีผลให้ under pricing ต่ำเช่นเดียวกัน

ริทเตอร์ (Ritter, 1991:118) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมกับข้อมูลที่เกี่ยวข้อง พบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับขนาดหลักทรัพย์ที่เสนอขาย ระยะเวลาในการดำเนินงานของบริษัท สัดส่วนของมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นกับมูลค่าตลาดต่อหุ้น และสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดเป็นวันแรก และ Firth (1997) ศึกษาได้ผลคล้ายกับ Ritter (1991) โดยพบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับขนาดของหลักทรัพย์ที่เสนอขายระยะเวลาในการดำเนินงานของบริษัท สัดส่วนของมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นกับมูลค่าตลาดต่อหุ้นอัตราการเติบโตของยอดขาย ความสามารถในการหากำไร และบริษัทในกลุ่มการเงินจะมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมสูงกว่ากลุ่มอื่น แต่จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนที่ได้รับจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรก

นอกจากนี้ริทเตอร์ (Ritter. 1984) ,ทินิก (Ticnic.1988) , มัวร์ และเซนเบท (Mauer;& Senbet.1992) พบว่าขนาดของหลักทรัพย์ที่ออกเสนอขายเป็นครั้งแรกแก่ประชาชนมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม คือ ถ้าบริษัทออกหลักทรัพย์เสนอขายแก่ประชาชนเป็นจำนวนมากจะมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมมากขึ้นด้วยเช่นกัน และ ริทเตอร์ (Ritter. 1991) ลอเรน และ ริทเตอร์ (Laughran; & Ritter. 1995) พบว่าระยะเวลาในการดำเนินงานบริษัทนับตั้งแต่ก่อตั้งจนถึงวันที่จดทะเบียนและ สัดส่วนของมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นกับมูลค่าตลาดต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม

เบรฟ และกอมเฟอร์ (Brav; & Gompers. 2000:106) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรกกับตัวแปรที่เกี่ยวข้อง พบว่าอัตราผลตอบแทนเริ่มต้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับระยะเวลาในการห้ามขายหลักทรัพย์ มูลค่าหลักทรัพย์ที่ออกเสนอขายแก่ประชาชน สัดส่วนของมูลค่าทางบัญชีของบริษัทต่อมูลค่าตลาดของบริษัท แต่ทิศทางตรงกันข้ามกับคุณภาพของผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย สัดส่วนของสินทรัพย์ที่มีตัวตนต่อสินทรัพย์รวม และสจวตซ์ (Schultz.1993) ศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรกมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับความผันผวนในตลาด สัดส่วนของรายได้ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่ออกเสนอขายประชาชน แต่มีความสัมพันธ์ตรงข้ามกับ สัดส่วนของสินทรัพย์ต่อมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขายประชาชน

ราจาน และ เซอร์เวียส (Rajan; & Servaes 1997:97) ศึกษาพบว่าจำนวนของที่ปรึกษาทางการเงิน ที่คาดการณ์ว่าบริษัทที่จดทะเบียนใหม่จะมีกำไรมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับขนาดของบริษัทและอัตราผลตอบแทนจากการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดวันแรก กล่าวคือถ้าบริษัทมีขนาดใหญ่หรือได้รับอัตราผลตอบแทนในวันแรกสูงจะมีที่ปรึกษาทางการเงินจำนวนมากที่จะคาดการณ์ว่าบริษัทที่จดทะเบียนใหม่นั้น่าจะมีผลการดำเนินงานที่ได้กำไร