

บทศึกษา
เรื่อง

ต้นทุนของผู้ระดมทุนในตลาดทุนไทย

สำนักวิจัยและพัฒนาตลาดทุน
สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

บทคัดย่อ

บทศึกษานี้พยายามวิเคราะห์หาสาเหตุของการเสื่อมความนิยมของการระดมทุนโดยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไป โดยมุ่งเน้นเฉพาะปัจจัยด้านผู้ระดมทุน ภายใต้ข้อสมมติฐานเบื้องต้นที่ว่า ต้นทุนการระดมทุนอาจเป็นสาเหตุสำคัญประการหนึ่ง ทั้งนี้โดยพยายามตอบปัญหา 2 ประการ ได้แก่

1. ต้นทุนของผู้ระดมทุนโดยการขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไปในตลาดทุนไทย สูงจนเป็นอุปสรรคต่อการเข้าระดมทุนหรือไม่
2. ต้นทุนของผู้ระดมทุนดังกล่าวมีแนวโน้มจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด ผลการศึกษาปรากฏดังนี้

1. ต้นทุนของผู้ระดมทุนโดยหุ้นสามัญในตลาดทุนไทยในช่วงปี 2531 – 2540 ไม่น่าจะสูงจนเป็นอุปสรรคต่อการเข้าระดมทุน เนื่องจาก

- 1) ต้นทุนที่เป็นตัวเงินทั้งหมด (ต้นทุนแรกเริ่มและต่อเนื่องทั้งหมด) ของบริษัทจดทะเบียนฯใหม่ และบริษัทจดทะเบียนฯเดิม เฉลี่ยตลอดช่วง 10 ปี เท่ากับร้อยละ 3.24 และ 5.24 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ต่อปี ตามลำดับ ซึ่งต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้าชั้นดี (MLR) เฉลี่ยในช่วงเดียวกัน

- 2) ต้นทุนแรกเริ่มของบริษัทจดทะเบียนฯใหม่ และบริษัทจดทะเบียนฯเดิม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 3.88 และ 2.98 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ ตามลำดับ ซึ่งค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับต้นทุนลักษณะเดียวกันในประเทศสหรัฐอเมริกา

- 3) ต้นทุนค่าเสียโอกาส ซึ่งสูงถึงเฉลี่ยร้อยละ 38.9 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ สูงกว่าในประเทศสหรัฐอเมริกา และสิงคโปร์ แต่ต่ำกว่าญี่ปุ่น มาเลเซีย และโปแลนด์ อย่างไรก็ตาม ต้นทุนประเภทนี้ไม่ใช่ต้นทุนที่เป็นตัวเงินที่ผู้ระดมทุนจะต้องจ่ายโดยตรง จึงไม่น่าเป็นอุปสรรคโดยตรงต่อการระดมทุน

2. ต้นทุนแรกเริ่มมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น จากเฉลี่ยร้อยละ 3.68 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ ในช่วงปี 2531 – 2535 เป็นเฉลี่ยร้อยละ 4.10 ในช่วงปี 2536 – 2540 ในกรณีของบริษัทจดทะเบียนฯใหม่ ขณะที่บริษัทจดทะเบียนฯเดิม เพิ่มจากเฉลี่ยร้อยละ 2.85 ในช่วงปี 2531 – 2534 เป็นร้อยละ 3.27 ในช่วงปี 2535 - 2540

ต้นทุนค่าเสียโอกาสดังกล่าวมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับภาวะโดยรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวคือ มีค่าต้นทุนสูงเมื่อตลาดรุ่งเรืองและต่ำเมื่อตลาดซบเซา

ต้นทุนต่อเนื้อมืองค์ประกอบสำคัญ คือเงินปันผล ดังนั้น ต้นทุนต่อเนื้อจะสูงหรือต่ำ จึงขึ้นอยู่กับผลประกอบการเป็นสำคัญ

อัตราเงินปันผลต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ของบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ฯ ก่อนปี 2531 สูงกว่าบริษัทที่จดทะเบียนในช่วงปี 2531 – 2540 โดยเปรียบเทียบในช่วงเวลาเดียวกัน และในระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนในช่วงปี 2531 – 2540 ด้วยกัน พบว่า บริษัทที่จดทะเบียนตั้งแต่ปี 2536 เป็นต้นมา มีอัตราส่วนเงินปันผลต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้สูงกว่าบริษัทที่จดทะเบียนในช่วงปี 2531 – 2535

สำหรับในระหว่างบริษัทจดทะเบียนฯ เดิมนั้น อัตราส่วนเงินปันผลได้ลดลงตั้งแต่ปี 2535 เป็นต้นมา

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากแนวโน้มต้นทุนต่อเนื้อในอนาคตขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจและผลประกอบการในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนฯ และโดยเหตุที่การจ่ายเงินปันผลขึ้นอยู่กับนโยบายของบริษัท ต้นทุนต่อเนื้อจึงไม่น่าจะมีผลเป็นอุปสรรคต่อการระดมทุนแต่อย่างใด ทั้งนี้ โดยพิจารณาจากมุมมองของผู้ระดมทุน

3. ต้นทุนการระดมทุนจึงไม่น่าจะเป็นสาเหตุแห่งการเสื่อมความนิยมของการระดมทุน โดยการขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไป สาเหตุของปัญหาน่าจะมาจากด้านผู้ออมเงินมากกว่าด้านผู้ระดมทุน กล่าวคือ ผู้ออมเงินมีความต้องการที่จะลงทุนในหุ้นสามัญลดลงและเป็นเหตุ ต่อเนื่องให้ผู้ต้องการระดมทุนไม่สามารถใช้การขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไปเป็นช่องทางการระดมทุนได้

4. ข้อเสนอแนะทางนโยบาย คือ ทางภาครัฐแก้ปัญหาระยะยาว โดยมุ่งไปสู่การเพิ่มอุปทานเงินทุนในตลาดแรก โดยการดึงดูดผู้ออมเงินกลุ่มใหม่เข้าสู่ตลาดเพิ่มเติมจากผู้ออมเงินเดิมที่มีลักษณะการลงทุนแบบเก็งกำไรสูง ซึ่งทำได้หลายวิธี รวมถึง

1) การสร้างเครื่องมือทางการเงินให้ครบถ้วน เพื่อให้ตลาดทุนมีเครื่องมือที่ตอบสนองต่อการลงทุนของผู้ออมที่มีความพอใจต่อความเสี่ยงและผลตอบแทนที่ต่าง ๆ กันอย่างทั่วถึง

2) เพิ่มประสิทธิภาพของระบบตลาดทุน เพื่อลดต้นทุนการระดมทุนแก่ผู้ระดมทุน และเพิ่มผลตอบแทนแก่ผู้ออมเงิน

3) การลดความเสี่ยงของระบบตลาดทุนทั้งระบบลง เพื่อให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีความน่าสนใจในการลงทุนมากขึ้น

กิตติกรรมประกาศ

คณะผู้วิจัยขอขอบคุณ ดร. ประสาร ไตรรัตน์วรกุล รองเลขาธิการ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ที่กรุณาให้คำปรึกษาแนะนำเกี่ยวกับกรอบเค้าโครงและผลการวิจัยของบทศึกษา คุณรัชรินทร์ ลัคณานันท์ หัวหน้าส่วนอาวุโส และจ.อ.ประกอบ ปั่นมณี ผู้วิเคราะห์อาวุโส สำนักเทคโนโลยีสารสนเทศ คุณสมบุญ อาทรมบัติ และคุณสุภาวดี เสรี รมย์ ผู้ช่วย หัวหน้าส่วน ฝ่ายจดทะเบียนหลักทรัพย์ สำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ที่ให้ความร่วมมือแนะนำ และช่วยเหลือในด้านข้อมูลและการนำเสนอเนื้อหาของบทวิจัย

นอกจากนั้น คณะผู้วิจัยขอขอบคุณเจ้าหน้าที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้แก่ คุณปวีณา ศรีโอ พธิทอง และคุณรสริน ชันจวน เจ้าหน้าที่ฝ่ายบริษัทจดทะเบียน (ส่วนรับหลักทรัพย์) คุณเสาวนีย์ เต็มวงวัฒน์ เจ้าหน้าที่ฝ่ายบริษัทจดทะเบียน (ส่วนเปิดเผยสารสนเทศทางการเงิน) คุณอมลสิน ศิริ เจ้าหน้าที่ฝ่ายบริษัทจดทะเบียน (ส่วนมาตรฐานการเปิดเผยสารสนเทศ) และคุณอัมพวัน วาณิชย์เจริญ เจ้าหน้าที่ฝ่ายบัญชีและบริหาร เจ้าหน้าที่ของบริษัทศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ (ประเทศไทย) จำกัด ได้แก่ คุณปัทมา รามรัตนสิน และคุณณรงค์ กอคุณ เจ้าหน้าที่ฝ่ายบัญชี อีกทั้งเจ้าหน้าที่ของบริษัทจดทะเบียนฯ ต่าง ๆ ที่ให้ความอนุเคราะห์และอำนวยความสะดวกในการรวบรวมข้อมูล พร้อมทั้งให้คำปรึกษาแนะนำอย่างดียิ่งตลอดมา

คณะผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า บทศึกษานี้คงจะเป็นประโยชน์ต่อผู้สนใจงานศึกษาด้านตลาดทุนบ้างไม่มากก็น้อย และหากมีข้อผิดพลาดประการใด คณะผู้วิจัยต้องขออภัย มา ณ โอกาสนี้ด้วย

พิชิต อัคราทิตย์
เจริญชัย เล็งศิริวัฒน์
วิภาวี เหมพรวิสาร
สุธีชัย เยี่ยงสุภาพานนท์
พฤศจิกายน 2542

สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อ	i
กิตติกรรมประกาศ	iii
สารบัญตาราง	vi
สารบัญแผนภาพ	vii
1. บทนำ	1
2. ขอบเขตการศึกษา	2
3. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	2
4. วิธีการศึกษา	2
4.1 วิธีตอบคำถามว่าต้นทุนของผู้ระดมทุนโดยการขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไป ในตลาดทุนไทยสูงจนเป็นอุปสรรคต่อการเข้าระดมทุนหรือไม่	2
4.2 วิธีตอบคำถามว่าต้นทุนของผู้ระดมทุนมีแนวโน้มจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด ..	3
5. ผลการศึกษา	4
5.1 ต้นทุนของผู้ระดมทุนโดยการขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไปในตลาดทุนไทย สูงจนเป็นอุปสรรคต่อการเข้าระดมทุนหรือไม่	4
5.1.1 องค์ประกอบต้นทุนของผู้ระดมทุนโดยหุ้นสามัญในตลาดทุนไทย	4
5.1.2 อัตราส่วนต้นทุนต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้	5
5.2 ต้นทุนของผู้ระดมทุน โดยหุ้นสามัญมีแนวโน้มจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด	12
5.2.1 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของต้นทุนกับขนาดมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้	12
5.2.2 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของต้นทุนกับช่วงเวลา	13
6. บทสรุป	20
6.1 ต้นทุนของผู้ระดมทุน โดยการขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไปในตลาดทุนไทย สูงจนเป็นอุปสรรคต่อการเข้าระดมทุนหรือไม่	20
6.2 ต้นทุนของผู้ระดมทุน โดยหุ้นสามัญมีแนวโน้มจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด	20
6.2.1 ต้นทุนแรกเริ่ม	20
6.2.2 ต้นทุนค่าเสียโอกาส	21
6.2.3 ต้นทุนต่อเนื่อง	21
6.3 ประเมินสาเหตุของปัญหา	22
6.4 ข้อเสนอแนะทางนโยบาย	22

ภาคผนวก ก	การทดสอบสมมติฐานค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	27
ข	การทดสอบความแตกต่างของสองค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่าง	28
ค	แสดงการทดสอบทางสถิติของต้นทุนการระดมทุนแต่ละประเภทต่อมูลค่าเงินทุน ที่ระดมได้ ระหว่างบริษัทจดทะเบียนฯใหม่ และบริษัทจดทะเบียนฯเดิม	29
ง	ต้นทุนค่าเสียโอกาสของผู้ระดมทุน โดยหุ้นสามัญ	31
จ	แสดงการทดสอบทางสถิติของต้นทุนแรกเริ่มแต่ละประเภทต่อมูลค่าเงินทุน ที่ระดมได้แต่ละช่วงเวลา	33
ฉ	แสดงการทดสอบทางสถิติของต้นทุนต่อเนื่องแต่ละประเภทต่อมูลค่าเงินทุน ที่ระดมได้แต่ละช่วงเวลา	39
ช	แบบจำลองตลาดการระดมทุน โดยหุ้นสามัญ	43
บรรณานุกรม	48

สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 1	องค์ประกอบต้นทุนของผู้ระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย 4
2	ต้นทุนแรกเริ่มของบริษัทจดทะเบียนฯ ที่ระดมทุนในช่วงปี 2531 – 2540 6
3	ต้นทุนต่อเนื่องของผู้ระดมทุน โดยหุ้นสามัญในตลาดทุนไทย : เฉลี่ยต่อปีในช่วงปี 2532 – 2540 10
4	ต้นทุนที่เป็นตัวเงินทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนฯใหม่ 11
5	ต้นทุนที่เป็นตัวเงินทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนฯเดิม 12
6	ต้นทุนต่อเนื่องของผู้ระดมทุน โดยหุ้นสามัญในตลาดทุนไทย เปรียบเทียบระหว่างบริษัทจดทะเบียนฯใหม่ และบริษัทจดทะเบียนฯเดิม : เฉลี่ยต่อปีในช่วงปี 2532 – 2540 16
7	เปรียบเทียบอัตราเงินปันผลเฉลี่ยของบริษัทจดทะเบียนฯ ที่เพิ่มทุนในช่วงปี 2531 – 2540 17
8	เงินปันผลต่อหุ้นเฉลี่ยในช่วงปี 2532 – 2540 ของบริษัทจดทะเบียนฯ 18
9	ต้นทุนต่อเนื่องประเภทกำกับดูแลและภาษีของบริษัทจดทะเบียนฯ : เฉลี่ยต่อปีในช่วงปี 2532 – 2540 19
10	อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์ ประเทศต่างๆ ในช่วงปี 2531 – 2540 25

สารบัญแผนภาพ

หน้า

แผนภาพที่ 1	การเสนอขายหลักทรัพย์ภาคเอกชนที่ออกใหม่ในช่วงปี 2536 – 2541.....	1
2	ต้นทุนค่าเสียโอกาสของการระดมทุนโดยหุ้นสามัญของประเทศต่างๆ.....	9
3	ต้นทุนแรกเริ่มและมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ของบริษัทจดทะเบียนฯ ที่ระดมทุนในช่วงปี 2531 – 2540.....	12
4	ความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนค่าเสียโอกาสและมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้.....	13
5	ต้นทุนแรกเริ่มของบริษัทจดทะเบียนฯใหม่ และบริษัทจดทะเบียนฯเดิม.....	14
6	ความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนค่าเสียโอกาสและอัตราการเปลี่ยนแปลง ของดัชนี SET	15
7	อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์ ประเทศต่างๆ ในช่วงปี 2531 – 2540	24

ต้นทุนของผู้ระดมทุนในตลาดทุนไทย

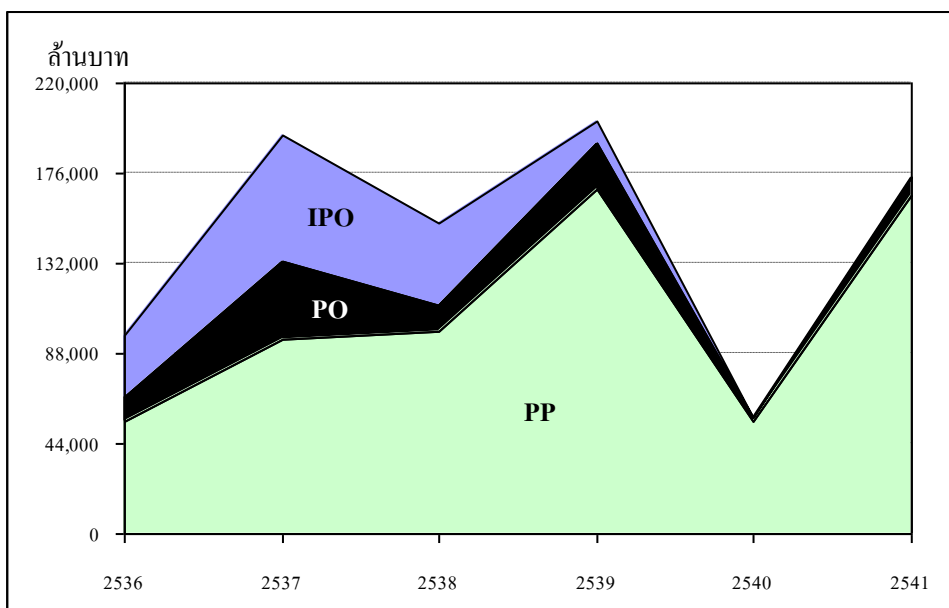
1. บทนำ

การระดมทุนผ่านระบบตลาดหลักทรัพย์ (securities market system) ในประเทศไทยได้เปลี่ยนแปลงรูปแบบไปอย่างมากตั้งแต่ปี 2540 เป็นต้นมา การระดมทุนโดยการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนใหม่ (IPO) และบริษัทจดทะเบียนเดิม (PO) ได้เสื่อมความนิยมลงอย่างชัดเจน ในขณะที่การเสนอขายหลักทรัพย์ต่อบุคคลในวงจำกัด (PP) ได้เข้ามาแทนที่

จากแผนภาพที่ 1 จะพบว่าสัดส่วนของทุนที่ระดมผ่านการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปซึ่งประกอบด้วยการเสนอขายของบริษัทจดทะเบียนใหม่ (IPO) และบริษัทจดทะเบียนเดิม (PO) ได้ลดลงจากร้อยละ 44 ในปี 2536 เหลือเพียงร้อยละ 5 ในปี 2541 และสัดส่วนดังกล่าวยังไม่มีแนวโน้มจะสูงขึ้นจนถึงปัจจุบัน ในขณะที่สัดส่วนของทุนที่ระดมผ่านการเสนอขายต่อบุคคลในวงจำกัด (PP) เพิ่มขึ้นจากเดิมร้อยละ 57 ในปี 2536 เป็นร้อยละ 95 ในปี 2541 แผนภาพดังกล่าวยังชี้ให้เห็นอีกว่า ตั้งแต่ปี 2540 เป็นต้นมาจนถึงปัจจุบันยังไม่มีบริษัทรายใหม่ใดๆ สามารถระดมทุนจากการขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปได้เลย แม้ว่ามูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ในปี 2541 จะกลับมาอยู่ใกล้เคียงกับระดับเดิมก่อนวิกฤติปี 2540

แผนภาพที่ 1

การเสนอขายหลักทรัพย์ภาคเอกชนที่ออกใหม่ในช่วงปี 2536 – 2541



ที่มา : สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ปรากฏการณ์ดังกล่าวข้างต้นเป็นสัญญาณบ่งชี้ว่ากลไกระบบตลาดหลักทรัพย์ไทยกำลังอยู่ในภาวะผิดปกติ โดยเฉพาะอย่างยิ่งกลไกทางการระดมเงินออมจากประชาชนทั่วไปเพื่อ □ จัดสรรไปสู่การลงทุนในภาคธุรกิจ สาเหตุของปรากฏการณ์ดังกล่าวอาจเกิดจากหลายปัจจัยทั้งปัจจัยด้านประชาชนผู้ซื้อหลักทรัพย์เองที่ขาดความเชื่อมั่นและขาดความต้องการซื้อหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ หรือจากปัจจัยทางด้านบริษัทผู้ขายหลักทรัพย์ที่เลือกเปลี่ยนไปสู่ช่องทางการระดมทุนช่องทางอื่นแทนการออกหลักทรัพย์เพื่อขายในตลาด หรือจากปัจจัยภายนอกที่ทำให้ความต้องการการออมและการลงทุนโดยรวมลดลง ส่งผลให้ทั้งความต้องการซื้อและขายหลักทรัพย์ใหม่ลดน้อยลงไป

บทศึกษานี้พยายามวิเคราะห์หาสาเหตุของปรากฏการณ์ข้างต้น โดยมุ่งเน้นเฉพาะปัจจัยด้านผู้ระดมทุนหรือบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ ภายใต้ข้อสมมุติฐานเบื้องต้นที่ว่า ต้นทุนการระดมทุนที่ตกแก่ผู้ระดมทุนอาจเป็นสาเหตุสำคัญประการหนึ่ง ดังนั้น คำถามที่พยายามจะหาคำตอบได้แก่

1. ต้นทุนของผู้ระดมทุนโดยการขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนในตลาดทุนไทยสูงจนเป็นอุปสรรคต่อการเข้าระดมทุนหรือไม่ ?
2. ต้นทุนของผู้ระดมทุนดังกล่าวมีแนวโน้มจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด ?

2. ขอบเขตการศึกษา

ทำการศึกษาเฉพาะต้นทุนของผู้ระดมทุนโดยหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนใหม่ (IPO) และบริษัทจดทะเบียนเดิม (PO) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ประกอบด้วยข้อมูลต้นทุนการระดมทุนด้วยหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่สามารถเก็บรวบรวมได้อย่างสมบูรณ์จากการระดมทุนในช่วงปี พ.ศ. 2531 ถึง 2540 จำนวน 384 ครั้ง ทั้งนี้จากการระดมทุนที่เกิดขึ้นจริงทั้งสิ้น 444 ครั้ง ในช่วงดังกล่าว

4. วิธีการศึกษา

ในการตอบคำถามที่ตั้งไว้ในบทนำ บทศึกษานี้ใช้วิธีการคือ

4.1 วิธีตอบคำถามว่าต้นทุนของผู้ระดมทุนโดยการขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไปในตลาดทุนไทยสูงจนเป็นอุปสรรคต่อการเข้าระดมทุนหรือไม่

- 1) ศึกษาองค์ประกอบของต้นทุนของผู้ระดมทุนทั้งหมด
- 2) กำหนดอัตราส่วนต้นทุนต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้
- 3) เปรียบเทียบกับตัวชี้วัดมาตรฐาน (benchmark indicator) 2 ตัว คือ

- ก) อัตราส่วนต้นทุนต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ของต่างประเทศ
- ข) อัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้าขั้นต่ำ (minimum lending rate หรือ MLR) เฉลี่ยของธนาคารในประเทศในช่วงเวลาเดียวกัน

4) ตีความโดย หากอัตราส่วนต้นทุนต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ของตลาดทุนไทย สูงกว่าตัวชี้วัดมาตรฐานใน 3) ก็จะสันนิษฐานเป็นเบื้องต้นได้ว่าต้นทุนของผู้ระดมทุนดังกล่าวเป็นอุปสรรค แต่หากต่ำกว่าก็จะสันนิษฐานว่าไม่เป็นอุปสรรค

4.2 วิธีตอบคำถามว่าต้นทุนของผู้ระดมทุนมีแนวโน้มจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด

1) วิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงขนาด ซึ่งได้แก่ ความสัมพันธ์ของต้นทุนการระดมทุนกับขนาดการระดมทุน ทั้งนี้โดยหากต้นทุนการระดมทุนต่ำลงเมื่อขนาดของการระดมทุนสูงขึ้น หรือมีการประหยัดจากขนาด (economy of scale) เกิดขึ้นก็จะตีความได้ว่า แนวโน้มการระดมทุนในอนาคตน่าจะมีขนาดใหญ่ขึ้นในขณะที่ต้นทุนการระดมทุนจะลดลง เนื่องจากผู้ระดมทุนมีแรงจูงใจที่จะลดต้นทุนการระดมทุนของตน

เครื่องมือที่ใช้ในการวิเคราะห์คือค่าสถิติสหสัมพันธ์ (correlation statistic) (โปรดดูรายละเอียดในภาคผนวก ก)

2) วิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงเวลา โดย

ก) วิเคราะห์ว่าต้นทุนการระดมทุนในช่วงเวลาที่ต่างกันมีค่าแตกต่างกันหรือไม่ ทั้งนี้จะทำการทดสอบความแตกต่างของอัตราส่วนต้นทุนต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ของ

ช่วงเวลาที่ปี 2531 กับช่วงปี 2532 - 2540

ช่วงเวลาที่ปี 2531 - 2532 กับช่วงปี 2533 - 2540

ช่วงเวลาที่ปี 2531 - 2533 กับช่วงปี 2534 - 2540

...

...

จนถึง

ช่วงเวลาที่ปี 2531 - 2539 กับช่วงปี 2540

รวมเป็น 9 ช่วงเวลาการทดสอบ

ข) เครื่องมือที่ใช้ทดสอบความแตกต่างของต้นทุนใน ก) คือการทดสอบความแตกต่างระหว่างสองตัวอย่าง (two-sample statistical t-test) (โปรดดูรายละเอียดในภาคผนวก ข)

ค) เลือกช่วงเวลาการทดสอบที่ปรากฏค่าสถิติที่สุดเป็นประมาณการช่วงเวลาที่ต้นทุนการระดมทุนมีการเปลี่ยนแปลง เช่น หากปรากฏว่าการทดสอบปี 2531-2535 กับช่วงปี 2536-2540 มีค่าสถิติที่สุด ก็จะสรุปว่าต้นทุนการระดมทุนมีการเปลี่ยนแปลงตั้งแต่นั้นปี 2536 เป็นต้นมา

ง) หากสาเหตุของการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนการระดมทุนที่ประมาณการได้ใน
ค) โดยวิเคราะห์ว่ามีองค์ประกอบย่อยของต้นทุนใดบ้างที่มีการเปลี่ยนแปลง องค์ประกอบย่อยที่มี
การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวก็จะถือเป็นสาเหตุ ในการวิเคราะห์องค์ประกอบย่อยดังกล่าวใช้เครื่องมือ
การทดสอบความแตกต่างระหว่างสองตัวอย่างเช่นเดียวกับข้อ ข)

จ) เมื่อทราบแนวโน้มและสาเหตุการเปลี่ยนแปลงของต้นทุนการระดมทุนในอดีตก็จะสามารถอนุมานทิศทางการเปลี่ยนแปลงในอนาคตได้ ข้อสรุปในที่นี้จึงเป็นการคาดการณ์
อนาคตจากข้อมูลในอดีตและปัจจุบัน

5. ผลการศึกษา

5.1 ต้นทุนของผู้ระดมทุนโดยการขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไปในตลาดทุนไทยสูง จนเป็นอุปสรรคต่อการเข้าระดมทุนหรือไม่

5.1.1 องค์ประกอบต้นทุนของผู้ระดมทุนโดยหุ้นสามัญในตลาดทุนไทย

ในการระดมทุน โดยวิธีขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไป ผู้ระดมทุนในตลาดทุน
ไทยมีภาระต้นทุนค่าใช้จ่ายที่สำคัญแบ่งได้เป็น 3 ประเภท คือ (ตารางที่ 1)

ตารางที่ 1

องค์ประกอบต้นทุนของผู้ระดมทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทย

ประเภทต้นทุน
1. ต้นทุนแรกเริ่ม
1.1 ค่าธรรมเนียมการรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์
1.2 ค่าใช้จ่ายสำหรับสิ่งพิมพ์และการโฆษณา
1.3 ภาษีมูลค่าเพิ่ม
1.4 ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียนเพิ่มทุนกับกระทรวงพาณิชย์
1.5 ค่าธรรมเนียมการยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหลักทรัพย์ ต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด.
1.6 ค่าธรรมเนียมยื่นคำขออนุญาตเสนอขายหลักทรัพย์ต่อสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ด.
1.7 ค่าธรรมเนียมการเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
1.8 ค่าธรรมเนียมชำระให้ศูนย์รับฝากหลักทรัพย์ในฐานะเป็นนายทะเบียนหลักทรัพย์
1.9 ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษาทางการเงิน
1.10 ค่าธรรมเนียมที่ปรึกษากฎหมาย
1.11 ค่าธรรมเนียมผู้สอบบัญชี
1.12 ค่าธรรมเนียมผู้ประเมินราคาทรัพย์สิน
2. ต้นทุนค่าเสียโอกาส
3. ต้นทุนต่อเนื่อง
3.1 เงินปันผล
3.2 ค่าธรรมเนียมรายปีนายทะเบียนหลักทรัพย์
3.3 ค่าธรรมเนียมรายปีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3.4 ค่าธรรมเนียมรายปีสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์
3.5 ภาษีมูลค่าเพิ่ม

1) **ต้นทุนแรกเริ่ม** หมายถึงค่าใช้จ่ายที่ต้องจ่ายเมื่อเริ่มกระบวนการระดมทุน โดยการขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไป ค่าใช้จ่ายดังกล่าวนี้ประกอบด้วย ค่าจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ที่จ่ายแก่บริษัทหลักทรัพย์ ค่าพิมพ์หนังสือชี้ชวน ค่าโฆษณา ค่าภาษีมูลค่าเพิ่ม ค่าจดทะเบียนเพิ่มทุนกับกระทรวงพาณิชย์ และค่าธรรมเนียมยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) เป็นต้น

นอกจากนี้ หากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ต้องการจะให้หลักทรัพย์ที่จัดจำหน่ายมีความน่าสนใจแก่ผู้ซื้อหลักทรัพย์มากขึ้น ก็มักจะนำหลักทรัพย์ที่จะจัดจำหน่ายเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) หรือตลาดรองอื่นๆ ซึ่งก็จะต้องเสียค่าใช้จ่ายในส่วนนี้เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตามหากบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือตลาดรองอื่นๆอยู่แล้ว ต้นทุนในส่วนนี้ก็จะน้อยกว่ากรณีที่ไม่ได้จดทะเบียนอยู่ก่อน

2) **ต้นทุนค่าเสียโอกาส** หมายถึง ค่าเสียโอกาสของผู้ออกหลักทรัพย์ที่จำหน่ายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไปในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น ณ วันแรกของการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดรอง ค่าเสียโอกาสนี้มักจะเกิดขึ้นเนื่องจากผู้ออกหลักทรัพย์ใหม่ไม่อาจคาดเดาราคาในตลาดของหลักทรัพย์ที่จำหน่ายได้ เนื่องจากยังไม่เคยมีหลักทรัพย์นั้นในตลาดมาก่อน หรืออาจจะคาดเดาได้บ้างแต่จงใจตั้งราคาจำหน่ายหลักทรัพย์ครั้งแรกให้ต่ำกว่าราคาตลาดที่คาดไว้เพื่อดึงดูดให้ประชาชนสนใจซื้อหลักทรัพย์นั้นๆ

ค่าเสียโอกาสนี้ไม่ใช่ค่าใช้จ่ายที่เป็นตัวเงิน แต่เป็นผลประโยชน์แอบแฝงที่ผู้ออกหลักทรัพย์มีโอกาสจะได้รับแต่ต้องสูญเสียไปในกระบวนการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม ในบางกรณีที่มีอยู่ไม่มาก ราคาจำหน่ายหลักทรัพย์ครั้งแรกอาจอยู่สูงกว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้น ซึ่งก็จะมีผลให้ค่าเสียโอกาสตามคำจำกัดความนี้มีค่าติดลบได้

3) **ต้นทุนต่อเนื่อง** หมายถึง ค่าใช้จ่ายที่บริษัทผู้ระดมทุนจะต้องจ่ายเป็นระยะ โดยต่อเนื่องหลังจากที่ได้เงินทุนจากการจำหน่ายหลักทรัพย์ไปใช้ตามจุดมุ่งหมายแล้ว ค่าใช้จ่ายเหล่านี้ได้แก่ ค่าธรรมเนียมที่จ่ายแก่องค์กรผู้กำกับดูแลตลาดทุน (ก.ล.ต. และ ตลท.) ค่าภาษีมูลค่าเพิ่ม และเงินปันผลที่จ่ายตอบแทนแก่ผู้ถือหลักทรัพย์ เป็นต้น

5.1.2 อัตราส่วนต้นทุนต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้

1) **ต้นทุนแรกเริ่ม**

ก) **อัตราส่วนต้นทุนแรกเริ่มต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ของประเทศไทย**

จากการศึกษาการระดมทุนในช่วงปี 2531 ถึง 2540 พบว่าบริษัทจดทะเบียนใหม่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (บริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่) จะต้องเสียค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนแรกเริ่มเฉลี่ยประมาณร้อยละ 3.88 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ ในขณะที่บริษัทที่

จดทะเบียนอยู่แล้วกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (บริษัทจดทะเบียนฯ เดิม) จะต้องเสีย
 เฉลี่ยประมาณร้อยละ 2.98 (ตารางที่ 2)

ตารางที่ 2
ต้นทุนแรกเริ่มของบริษัทจดทะเบียนฯ ที่ระดมทุนในช่วงปี 2531 - 2540

ร้อยละต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้

ประเภทต้นทุนแรกเริ่ม	บริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่	บริษัทจดทะเบียนฯ เดิม
1. ต้นทุนในตลาดแรก	3.66	2.95
1.1 ค่าจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย*	3.15	2.63
1.2 ค่าพิมพ์หนังสือชี้ชวน โฆษณา และค่าใช้จ่ายอื่น*	0.25	0.17
1.3 ภาษีมูลค่าเพิ่ม*	0.14	0.06
1.4 ค่าจดทะเบียนเพิ่มทุนกับกระทรวงพาณิชย์	0.06	0.07
1.5 ค่ายื่นแบบแสดงรายการข้อมูล	0.04	0.02
1.6 ค่ายื่นแบบคำขอต่อ ก.ล.ด.	0.01	0.00
2. ต้นทุนในตลาดรอง	0.23	0.02
2.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	0.14	0.01
2.1.1 ค่าธรรมเนียมแรกเข้าและรายปีสำหรับปีแรก	0.11	-
2.1.2 ค่าธรรมเนียมยื่นคำขอ	0.03	-
2.1.3 ค่าธรรมเนียมการเพิ่มทุน	-	0.01
2.2 นายทะเบียนหลักทรัพย์	0.08	0.02
2.2.1 ค่าธรรมเนียมนายทะเบียนหลักทรัพย์	0.08	-
2.2.2 ค่าธรรมเนียมการเพิ่มทุน	-	0.02
2.3 ภาษีมูลค่าเพิ่ม*	0.01	0.00
รวมต้นทุนแรกเริ่มทั้งหมด	3.88	2.98

หมายเหตุ : * องค์ประกอบของต้นทุนแรกเริ่มที่มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างบริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่
 และบริษัทจดทะเบียนฯ เดิม

จากการทดสอบทางสถิติ พบว่า อัตราส่วนต้นทุนแรกเริ่มของบริษัทจดทะเบียนฯ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งสองกลุ่ม(ใหม่และเดิม)มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ และจากการวิเคราะห์องค์ประกอบต้นทุนของทั้งสองกลุ่ม พบว่าปัจจัยสำคัญที่ทำให้อัตราต้นทุนแรกเริ่มของบริษัทเดิมที่มีการจดทะเบียนอยู่แล้วต่ำกว่าบริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่ถึงประมาณร้อยละ 0.90 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ เกิดขึ้นเนื่องจากการที่บริษัทจดทะเบียนฯ เดิมไม่ต้องจ่ายค่าจดทะเบียนแรกเข้าแก่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และจากการที่อัตราค่าจัดจำหน่าย

และรับประกันการจัดจำหน่าย ค่าพิมพ์หนังสือชี้ชวน ค่าโฆษณา และค่าภาษีของบริษัทจดทะเบียนฯเดิมยังต่ำกว่าบริษัทจดทะเบียนฯใหม่อีกด้วย (รายละเอียดการทดสอบทางสถิติแสดงในภาคผนวก ค ตารางที่ ค-1)

ข) อัตราส่วนต้นทุนแรกเริ่มต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ของต่างประเทศ

Bhagat และ Frost (2539)¹ ได้ทำการศึกษาต้นทุนการระดมทุนที่ผ่านผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย ประเภท competitive bidding² และ negotiated offering³ โดยการรวบรวมข้อมูลการเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัทที่จดทะเบียนใน New York Stock Exchange (NYSE) และ American Stock Exchange (AMEX) ประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงเดือนมกราคม 2516 – กันยายน 2523 จำนวน 552 ตัวอย่าง พบว่า การจัดจำหน่ายแบบ negotiated offering นั้น ค่าเฉลี่ยของค่าธรรมเนียมการจัดจำหน่ายและค่าใช้จ่ายอื่นๆ อยู่ที่ร้อยละ 4.43 ของมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขาย (มูลค่าเงินทุนที่ระดมได้) ในขณะที่การจัดจำหน่ายแบบ competitive bidding อยู่ที่ร้อยละ 3.54 นอกจากนี้ยังพบว่าต้นทุนต่อหน่วยในการเสนอขายหลักทรัพย์จะต่ำหากมูลค่าเสนอขายสูง นั่นคือมีการประหยัดจากขนาด โดยต้นทุนต่อหน่วยจะลดลง 50% เมื่อมูลค่าเสนอขายเพิ่มขึ้นจาก 2.3 ล้านดอลลาร์ สรอ. เป็น 25.0 ล้านดอลลาร์ สรอ. และต้นทุนต่อหน่วยจะยิ่งลดลงมากขึ้นเมื่อหลักทรัพย์ที่เสนอขายมีมูลค่ามากกว่า 25 ล้านดอลลาร์ สรอ.

Hull และ Kerchner (2539)⁴ ทำการศึกษากการเสนอขายหุ้นสามัญในประเทศสหรัฐอเมริกาทั้งหมด 323 บริษัท ในช่วงปี 2513 – 2532 โดยประกอบด้วยบริษัทใน OTC 106 บริษัท AMEX 107 บริษัท และ NYSE 110 บริษัท พบว่าต้นทุน ที่เป็นตัวเงินทั้งหมดในการเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด OTC AMEX และ NYSE คิดเป็นร้อยละ 6.50 5.01 และ 4.26 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ ตามลำดับ

¹ Sanjai Bhagat and Peter A. Forst, "Issuing Costs to Existing Shareholders in Competitive and Negotiated Underwritten Public Utility Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, 15(1986) : 233-259.

² competitive bidding เป็นวิธีเลือกผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายที่ให้ราคาเสนอขายยี่ที่ดีที่สุด วิธีนี้จะไม่มีการเที่ยวสรรหาผู้จัดจำหน่าย

³ negotiated offering เป็นการเจรจาต่อรองกันระหว่างผู้จัดจำหน่ายและผู้ออกหลักทรัพย์ ค่าธรรมเนียมจะขึ้นอยู่กับขนาดของมูลค่าเสนอขาย วันที่ออกหลักทรัพย์ วิธีนี้ต้องมีการเที่ยวสรรหาผู้จัดจำหน่าย

⁴ Robert M. Hull and Robert Kerchner, "Issue Costs and Common Stock Offerings," *Financial Management*, 25 (Winter 1996) : 54 – 66.

Lee และคณะ (2539)⁵ ทำการศึกษาต้นทุนการระดมทุนจากการออกตราสารหนี้และตราสารทุนของบริษัทในประเทศสหรัฐฯ ในช่วงปี 2533-2537 พบว่า การระดมทุนประเภทหุ้นสามัญแบบ initial public offering (IPOs)⁶ และ seasoned equity offering (SEOs)⁷ ของบริษัทผู้ระดมทุนในช่วงเวลาดังกล่าวมีต้นทุนที่เป็นตัวเงินเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 11.00 และ 7.11 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ ตามลำดับ โดยมีค่าธรรมเนียมการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย ซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายส่วนใหญ่ในการระดมทุน คิดเป็นร้อยละ 7.31 และ 5.44 ของมูลค่าเสนอขายหุ้นสามัญแบบ IPOs และ SEOs ตามลำดับ

นอกจากนั้น การระดมทุนด้วยการออกหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ ยกเว้นการออกตราสารหนี้ จะมีการประหยัดจากขนาดเกิดขึ้น กล่าวคือมูลค่าเงินระดมทุนยิ่งมาก จะเสียต้นทุนในการระดมทุนลดน้อยลง โดยที่มูลค่าเงินระดมทุนในช่วง 2.00 – 9.99 และ 10.00 - 19.99 ล้านดอลลาร์ ทรอ. จะมีค่าใช้จ่ายร้อยละ 16.96 และ 11.63 ของมูลค่าเงินระดมทุน ตามลำดับ ขณะที่มูลค่าเงินระดมทุนในช่วง 200.00 – 499.99 ล้านดอลลาร์ ทรอ. และมากกว่า 500 ล้านดอลลาร์ ทรอ. จะมีต้นทุนเพียงร้อยละ 6.53 และ 5.72 ของมูลค่าเงินระดมทุน ตามลำดับ

จากงานศึกษาข้างต้นจะเห็นได้ว่า ต้นทุนแรกเริ่มของผู้ระดมทุนโดยใช้หุ้นสามัญในประเทศไทย ซึ่งของบริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่และเดิมอยู่ที่เฉลี่ยร้อยละ 3.88 และ 2.98 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ ตามลำดับ อยู่ต่ำกว่าต้นทุนของผู้ระดมทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยเฉพาะจากงานศึกษาของ Lee และคณะ อยู่ค่อนข้างมาก (IPOs และ SEOs เท่ากับร้อยละ 11.00 และ 7.11 ตามลำดับ)

2) ต้นทุนค่าเสียโอกาส

ก) อัตราส่วนต้นทุนค่าเสียโอกาสต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้

ของประเทศไทย

จากข้อมูลการจำหน่ายหุ้นสามัญเพื่อเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนฯ ช่วงปี 2531-2540 จำนวน 384 ครั้ง พบว่า มีอยู่ 324 ครั้งที่ราคาหุ้นที่จำหน่ายเพิ่มสูงขึ้นหลังจากมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งคิดเป็นร้อยละ 84.38 ของจำนวนการจำหน่ายหุ้นทั้งหมด

ในการศึกษาว่า ผู้เสนอขายหลักทรัพย์สูญเสียบางโอกาสที่จะได้เงินเพิ่มเนื่องจากเสนอขายหลักทรัพย์ในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาดเป็นมูลค่าเท่าใดนั้น พบว่า อัตราส่วนต้นทุน

⁵ Inmoo Lee, Scott Lochhead, Jay Ritter and Quanshui Zhao, "The Costs of Raising Capital," The Journal of Financial Research, 19(1996): 59 – 74.

⁶ initial public offering หมายถึงการเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก

⁷ seasoned equity offering หมายถึงการเสนอขายหลักทรัพย์ของบริษัทที่เคยเสนอขายหลักทรัพย์ต่อประชาชนทั่วไปแล้ว

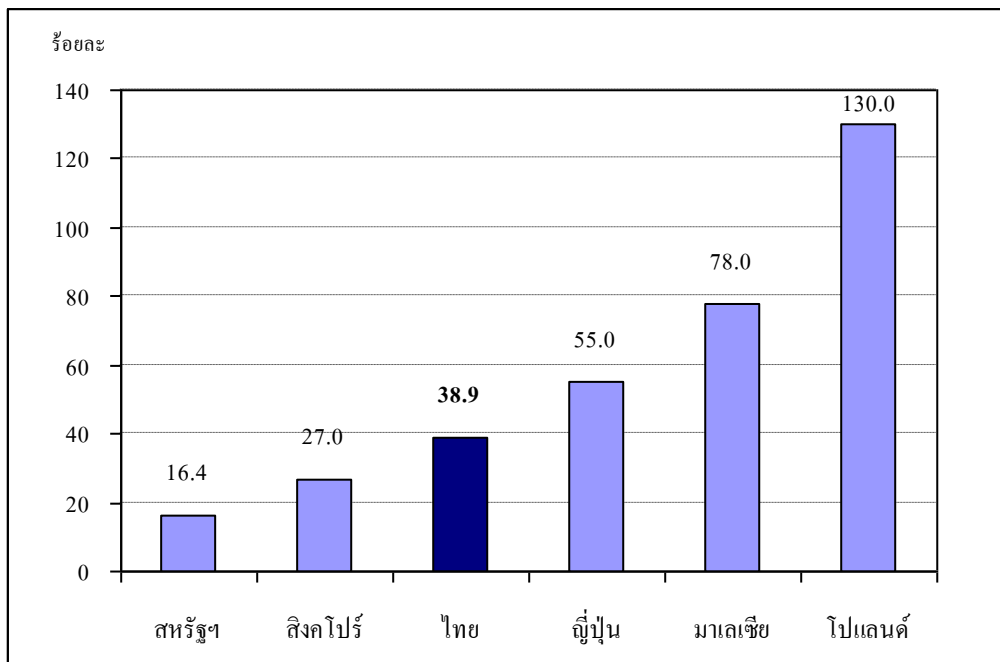
ค่าเสียโอกาสต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ในช่วงปี 2531-2540 เฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 38.9 (วิธีการคำนวณ ต้นทุนค่าเสียโอกาสแสดงในภาคผนวก ง)

**ข) อัตราส่วนต้นทุนค่าเสียโอกาสต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้
ของต่างประเทศ**

จากแผนภาพที่ 2 พบว่า ต้นทุนค่าเสียโอกาสในกรณีประเทศไทย ซึ่งเท่ากับประมาณร้อยละ 38.9 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้สูงกว่าของสหรัฐอเมริกา (ร้อยละ 16.4) และสิงคโปร์ (ร้อยละ 27) แต่ต่ำกว่าของญี่ปุ่น (ร้อยละ 55) มาเลเซีย (ร้อยละ 78) และโปแลนด์ (ร้อยละ 130)

แผนภาพที่ 2

ต้นทุนค่าเสียโอกาสของการระดมทุนโดยหุ้นสามัญของประเทศต่างๆ



ที่มา : Ibbotson และคณະ (1988) ศึกษา 8,668 บจ. ในสหรัฐฯ ช่วงปี 1960 – 1987

Koh and Walter (1988) ศึกษา 66 บจ. ในสิงคโปร์ ช่วงปี 1973 – 1987

Hiraki (1985) ศึกษา 108 บจ. ในญี่ปุ่น ช่วงปี 1979 – 1984

Norita and Rosliza (1998) ศึกษา 112 บจ. ในมาเลเซีย ช่วงปี 1990 – 1995

Huang (1997) ศึกษา บจ. ในโปแลนด์

การที่ต้นทุนประเภทนี้มีอัตราค่อนข้างสูงในไทย เมื่อเทียบกับสหรัฐอเมริกา และสิงคโปร์ อาจมีสาเหตุมาจากการที่ประเทศทั้งสองมีระบบเครือข่ายสารสนเทศ (information network) ที่ดีและสมบูรณ์กว่าประเทศไทย จนทำให้ปัญหาเรื่องโอกาสและความไม่เท่าเทียมในการได้ข่าวสารข้อมูลของนักลงทุน (asymmetric information) มีน้อยกว่า ดังปรากฏในงานศึกษาของ Rock (1986) และ Koh and Walter (1988) ที่สรุปว่า ประเทศที่มีระบบการเปิดเผยข้อมูลที่มีประสิทธิภาพ และอยู่ภายใต้กฎเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลที่เข้มงวดกว่า จะมีต้นทุนค่าเสียโอกาสอยู่ในระดับต่ำกว่า ในขณะที่ปัจจัยอีกประการที่ทำให้เกิดต้นทุนประเภทนี้ ได้แก่ การสร้างแรงจูงใจให้นักลงทุนในการเข้าซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นเหตุผลที่อธิบายในงานศึกษาของ Tinic (1988) ที่สรุปว่า บริษัทที่ทำหน้าที่ว่าณิชธนกิจในการจัดจำหน่ายที่มีชื่อเสียงมักจะใช้ปัจจัยนี้ในการกระตุ้นแรงซื้อหุ้นที่ตนเองกระทำการจัดจำหน่ายออกไป (รายละเอียดดูในภาคผนวก ง)

3) ต้นทุนต่อเนื่อง

บริษัทจดทะเบียนฯ หลังจากระดมทุนโดยใช้หุ้นสามัญไปแล้วจะต้องมีค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการระดมทุนอย่างต่อเนื่องสำหรับหุ้นดังกล่าว โดยต้นทุนต่อเนื่องของผู้ระดมทุนระหว่างปี 2532-2540 เฉลี่ยต่อปีเท่ากับร้อยละ 3.87 ของมูลค่าหุ้นที่ระดมได้ (ตารางที่ 3) ต้นทุนดังกล่าวประกอบด้วยเงินปันผลที่ชำระคืนแก่นักลงทุน ต้นทุนการกำกับดูแล และภาษีมูลค่าเพิ่ม โดยต้นทุนที่เกิดจากค่าใช้จ่ายในรูปแบบเงินปันผลมีสัดส่วนสูงที่สุดคิดเป็นร้อยละ 99.19 ของต้นทุนต่อเนื่องทั้งหมด

ตารางที่ 3

ต้นทุนต่อเนื่องของผู้ระดมทุนโดยหุ้นสามัญในตลาดหุ้นไทย : เฉลี่ยต่อปีในช่วงปี 2532 - 2540

ประเภทต้นทุน	ต้นทุนต่อเนื่องต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ (ร้อยละต่อปี)	ร้อยละ
1. เงินปันผล	3.841	99.19
2. ต้นทุนการกำกับดูแล		
ค่าธรรมเนียมรายปีนายทะเบียนหลักทรัพย์	0.012	0.31
ค่าธรรมเนียมรายปี ตลท.	0.011	0.28
ค่าธรรมเนียมรายปี ก.ล.ต.	0.007	0.17
3. ภาษีมูลค่าเพิ่ม	0.002	0.04
รวมต้นทุนต่อเนื่องทั้งหมด	3.866	100.00

4) เปรียบเทียบต้นทุนการระดมทุนที่เป็นตัวเงินทั้งหมดกับต้นทุน

การกู้ธนาคาร

งานศึกษาส่วนนี้ วิเคราะห์ถึงต้นทุนการระดมทุนที่เป็นตัวเงินทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนฯ ที่ทำการระดมทุนในช่วงปี 2531-2540 โดยได้นำอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้าชั้นดี(MLR) โดยเฉลี่ยของธนาคารพาณิชย์ในช่วงเวลาเดียวกันมาเปรียบเทียบกับ ต้นทุนการระดมทุนที่เป็นตัวเงินทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนฯ ในที่นี้ หมายถึงต้นทุนแรกเริ่มในปีแรกที่ระดมทุนและต้นทุนต่อเนื่องทั้งหมดในปีถัดมา

จากตารางที่ 4 และ 5 จะพบว่า ต้นทุนการระดมทุนด้วยหุ้นสามัญสำหรับบริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่ และบริษัทจดทะเบียนฯ เดิม เฉลี่ยต่อปีในช่วงปี 2531-2540 เท่ากับร้อยละ 3.24 และ 5.24 ของมูลค่าหลักทรัพย์ที่เสนอขาย (มูลค่าเงินทุนที่ระดมได้) ตามลำดับ ซึ่งต่ำกว่าอัตราเฉลี่ยของ MLR ในช่วงเวลาเดียวกัน ซึ่งเท่ากับร้อยละ 13.06 ต่อปี

และหากพิจารณาเป็นรายปีก็จะพบว่าทั้งบริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่ และบริษัทจดทะเบียนฯ เดิม มีต้นทุนของทุนที่ระดมจากการขายหุ้นสามัญต่ำกว่า MLR ในทุกปี เช่น ในตารางที่ 4 เงินทุนที่บริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่ระดมได้ในปี 2531 มีต้นทุนเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 9.86 ทุนที่ระดมได้ในปี 2532 เท่ากับร้อยละ 3.76 จนถึงทุนที่ระดมได้ในปี 2540 เท่ากับร้อยละ 4.55 ซึ่งต่ำกว่า MLR ในปี 2531 (ร้อยละ 12.00), ปี 2532 (ร้อยละ 12.50) จนถึงปี 2540 (ร้อยละ 15.25) ตามลำดับ ในขณะที่เงินทุนที่บริษัทจดทะเบียนฯ เดิมก็มีต้นทุนเฉลี่ยรายปีต่ำกว่า MLR ในแต่ละปีเช่นกัน (ตารางที่ 5)

ตารางที่ 4

ต้นทุนที่เป็นตัวเงินทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่*

ร้อยละต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้

เงินทุนที่ระดมในปีที่	ปี	2531	2532	2533	2534	2535	2536	2537	2538	2539	2540	เฉลี่ย	MLR
2531		4.20	6.66	7.19	9.72	10.13	20.15	22.20	7.78	5.98	3.79	9.86	12.00
2532			3.60	5.59	5.12	4.25	4.31	4.11	2.82	2.74	2.02	3.76	12.50
2533				3.64	2.48	2.96	2.63	3.00	2.12	1.80	1.38	2.50	16.25
2534					3.61	3.27	3.69	3.21	2.28	1.95	1.74	2.81	14.00
2535						3.82	3.56	3.24	3.10	2.56	1.77	2.97	11.50
2536							4.03	5.11	3.49	2.70	2.20	3.44	10.50
2537								4.02	4.07	3.58	2.76	3.61	11.75
2538									4.10	2.84	2.45	3.14	13.75
2539										4.34	2.30	3.32	13.13
2540											4.55	4.55	15.25
เฉลี่ย		4.20	4.09	4.34	3.82	3.65	3.97	3.98	3.19	2.76	2.12	3.24	13.06

หมายเหตุ : * ต้นทุนที่จ่ายปีแรกเป็นต้นทุนแรกเริ่ม และต้นทุนที่จ่ายปีต่อไปเป็นต้นทุนต่อเนื่อง เช่นบริษัทที่ระดมทุนในปี 2531 จะจ่ายต้นทุนแรกเริ่มเท่ากับร้อยละ 4.20 ต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ และจ่ายต้นทุนต่อเนื่องในปี 2532, 2533, ... , 2540 เท่ากับร้อยละ 6.66, 7.19, ... , 3.79 ตามลำดับ

ตารางที่ 5
ต้นทุนที่เป็นตัวเงินทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนฯ เดิม*

ร้อยละต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้

เงินทุนที่ระดมในปีที่	ปี	2531	2532	2533	2534	2535	2536	2537	2538	2539	2540	เฉลี่ย	MLR
2531		2.58	6.36	6.66	8.31	8.83	8.20	9.41	9.91	12.38	9.16	8.18	12.00
2532			3.04	3.92	4.71	4.36	5.13	5.38	5.40	4.86	3.11	4.44	12.50
2533				2.91	3.17	3.61	4.13	4.57	5.79	6.05	5.16	4.43	16.25
2534					2.72	4.83	5.57	6.90	8.82	7.64	6.34	6.12	14.00
2535						3.35	3.08	3.24	4.59	4.63	3.05	3.67	11.50
2536							3.74	3.53	4.11	3.44	2.81	3.52	10.50
2537								2.69	1.60	3.14	3.16	2.65	11.75
2538									2.95	9.13	6.18	6.08	13.75
2539										3.30	2.21	2.75	13.13
2540													15.25
เฉลี่ย		2.58	4.44	4.22	4.74	4.93	5.13	5.50	6.09	6.49	4.91	5.24	13.06

หมายเหตุ : * ต้นทุนที่จ่ายปีแรกเป็นต้นทุนแรกเริ่ม และต้นทุนที่จ่ายปีต่อไปเป็นต้นทุนต่อเนื่อง เช่นบริษัทที่ระดมทุนในปี 2532 จะจ่ายต้นทุนแรกเริ่มเท่ากับร้อยละ 3.04 ต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ และจ่ายต้นทุนต่อเนื่องในปี 2533, 2534, ..., 2540 เท่ากับร้อยละ 3.92, 4.71, ..., 3.11 ตามลำดับ

5.2 ต้นทุนของผู้ระดมทุนโดยหุ้นสามัญมีแนวโน้มจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด

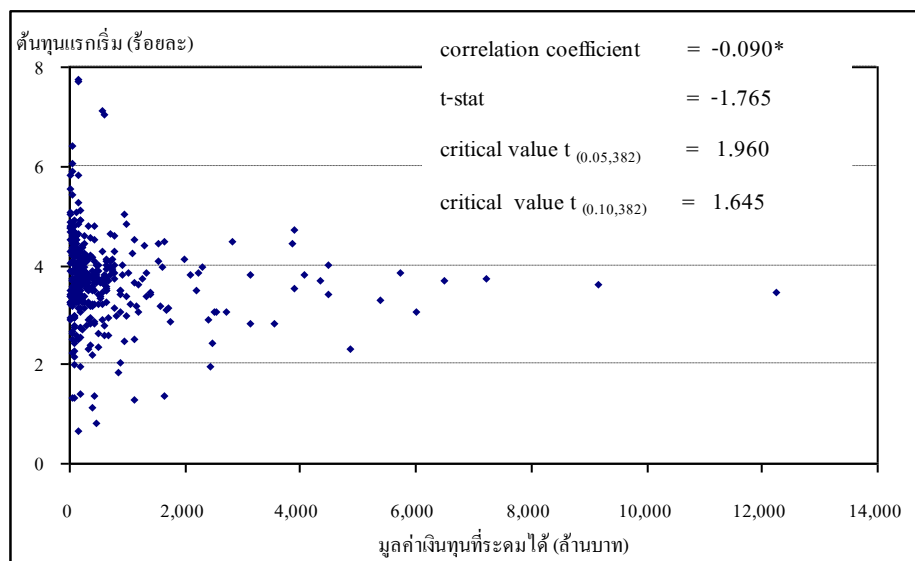
5.2.1 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของต้นทุนกับขนาดมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้

1) ต้นทุนแรกเริ่มกับขนาดของเงินทุนที่ระดมได้

จากการทดสอบทางสถิติพบว่า อัตราส่วนต้นทุนแรกเริ่มต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ของไทยในช่วงปี 2531-2540 ไม่มีความสัมพันธ์ใดๆกับขนาดของการระดมทุน (แผนภาพที่ 3) ซึ่งแสดงว่าถึงแม้ขนาดการระดมทุนจะใหญ่มากขึ้นก็ไม่ได้ทำให้ต้นทุนต่อหน่วยของการระดมทุนต่ำลง ปรัชญาการณียังต้นนี้ต่างจากกรณีของประเทศสหรัฐฯตามที่กล่าวถึงในหัวข้อ 5.1.2 1) ข)

แผนภาพที่ 3

ต้นทุนแรกเริ่มและมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ของบริษัทจดทะเบียนฯ ที่ระดมทุนในช่วงปี 2531 – 2540



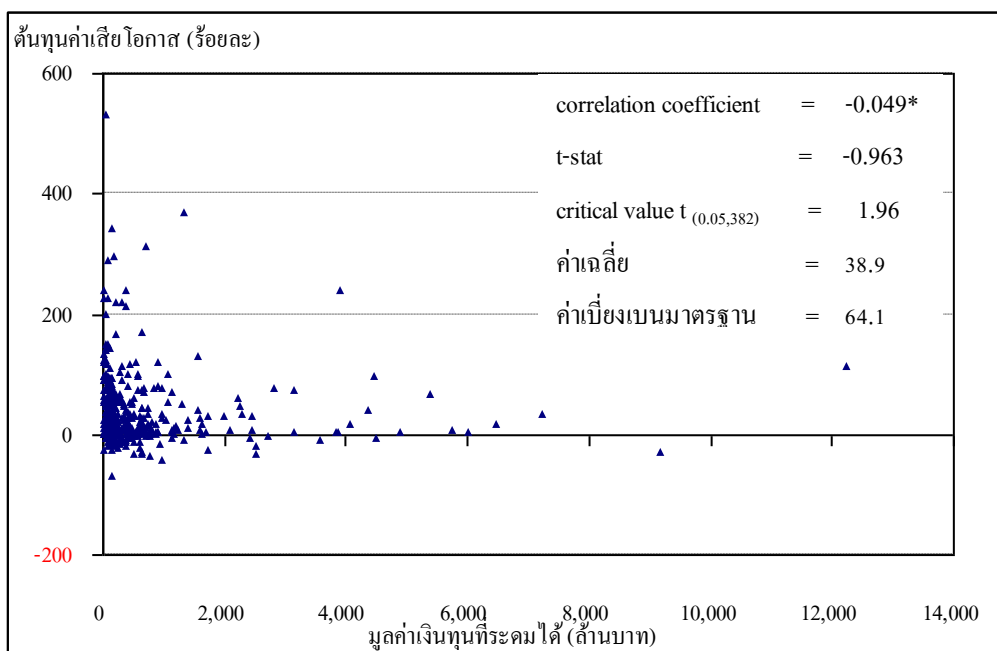
หมายเหตุ : *ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานของ $H_0 : \rho = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% แต่สามารถปฏิเสธได้ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

2) ต้นทุนค่าเสียโอกาสกับขนาดของเงินทุนที่ระดมได้

แผนภาพที่ 4 ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ของต้นทุนค่าเสียโอกาสและมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้จากข้อมูลทั้งหมด 384 ตัวอย่างในช่วงการศึกษา ซึ่งให้เห็นว่า ต้นทุนค่าเสียโอกาสไม่มีความสัมพันธ์กับขนาดของหลักทรัพย์ที่จัดจำหน่ายในทางสถิติแต่อย่างใด โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (correlation coefficient) ของตัวแปรทั้งสองมีค่าต่ำมากเพียง -0.049 และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

แผนภาพที่ 4

ความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนค่าเสียโอกาสและมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้



หมายเหตุ : * ไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานของ $H_0: \rho = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

5.2.2 วิเคราะห์ความสัมพันธ์ของต้นทุนกับช่วงเวลา

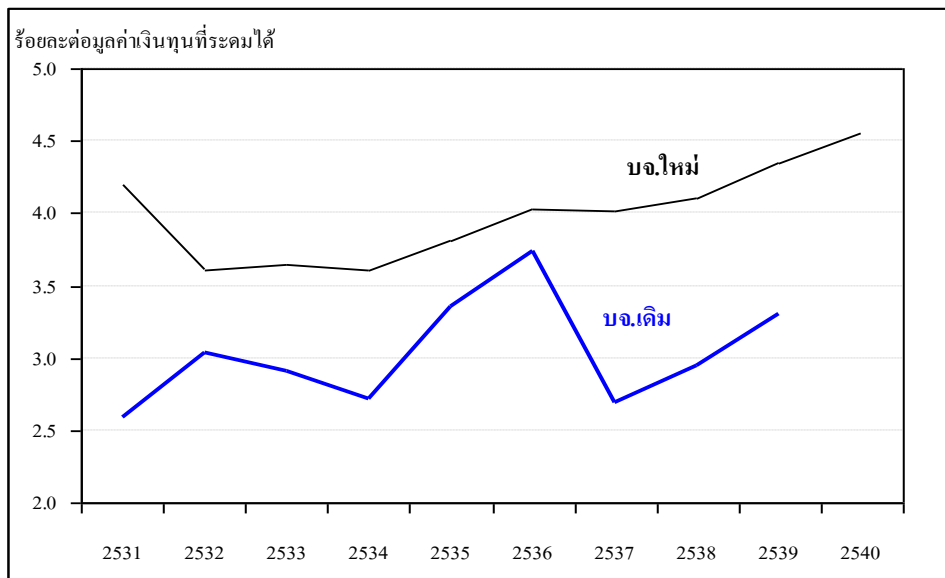
1) ต้นทุนแรกเริ่ม

จากการวิเคราะห์อัตราส่วนต้นทุนแรกเริ่มต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ของบริษัทจดทะเบียนฯใหม่ และบริษัทจดทะเบียนฯเดิมในช่วงปี 2531-2540 พบว่า อัตราส่วนดังกล่าวมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในทั้งสองกลุ่ม (แผนภาพที่ 5) กล่าวคือ

อัตราส่วนต้นทุนแรกเริ่มต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ของบริษัทจดทะเบียนฯใหม่ได้เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตั้งแต่ปี 2536 เป็นต้นมา โดยอัตราส่วนเฉลี่ยในช่วงปี 2536-2540 เท่ากับร้อยละ 4.10 เพิ่มขึ้นจากช่วงปี 2531-2535 ซึ่งเท่ากับร้อยละ 3.68

แผนภาพที่ 5

ต้นทุนแรกเริ่มของบริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่ และบริษัทจดทะเบียนฯ เดิม



สาเหตุสำคัญที่ทำให้ต้นทุนแรกเริ่มของบริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่เพิ่มขึ้น ได้แก่ การที่กระทรวงการคลังได้เริ่มจัดเก็บภาษีมูลค่าเพิ่มจากเดิมที่ไม่มี การเก็บมาเป็นการเก็บในอัตราร้อยละ 7 ตั้งแต่ปี 2535 และการจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ขึ้นมากำกับดูแลตลาดทุนในเดือนพฤษภาคม 2535 ซึ่งมีผลให้ผู้ระดมทุนต้องชำระค่าธรรมเนียมการกำกับดูแลให้กับ ก.ล.ต. เป็นต้นทุนที่เพิ่มขึ้น

นอกจากนั้นค่าธรรมเนียมแรกเข้าเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็มีแนวโน้มสูงขึ้นด้วย (รายละเอียดการทดสอบทางสถิติแสดงในภาคผนวก จ ตารางที่ จ-1 และ จ-2)

ในส่วนของบริษัทจดทะเบียนฯ เดิมนั้น อัตราส่วนต้นทุนแรกเริ่มต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้เพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2535 เป็นต้นมา โดยอัตราส่วนเฉลี่ยในช่วงปี 2535 – 2540 เท่ากับร้อยละ 3.27 เพิ่มขึ้นจากช่วงปี 2531 – 2534 ซึ่งเท่ากับร้อยละ 2.85 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

สาเหตุสำคัญที่ทำให้ต้นทุนแรกเริ่มของบริษัทจดทะเบียนฯ เดิม เพิ่มขึ้น ได้แก่ การจัดตั้งสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. ตั้งแต่ปี 2535 เป็นต้นมา ซึ่งมีผลทำให้เกิดกฎเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลในการระดมทุนมากขึ้น ยกตัวอย่างเช่น ในหนังสือชี้ชวนซึ่งเดิมมักจะไม่มีรายละเอียดการเปิดเผยข้อมูลก็มีกฎเกณฑ์ให้เปิดเผยรายละเอียดเพิ่มขึ้น การออกกฎเกณฑ์บังคับว่าให้ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ต้องจัดให้มีและแจกจ่ายหนังสือชี้ชวนพร้อมใบจองซื้ออย่างเพียงพอ และต้องมีการแจกหนังสือชี้ชวนฉบับย่อด้วย ซึ่งส่งผลให้ค่าพิมพ์หนังสือชี้ชวนเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้การเริ่มจัดเก็บภาษีมูลค่าเพิ่มของกระทรวงการคลังก็เป็นอีกสาเหตุหนึ่ง ส่วนต้นทุนการจัดจำหน่ายและรับ ประกัน การจัดจำหน่าย และค่าธรรมเนียมที่ชำระให้กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและนายทะเบียน

หลักทรัพย์ มิได้เป็นสาเหตุของต้นทุนที่สูงขึ้น (รายละเอียดการทดสอบทางสถิติแสดงในภาคผนวก จ ตารางที่ จ-3 และ จ-4)

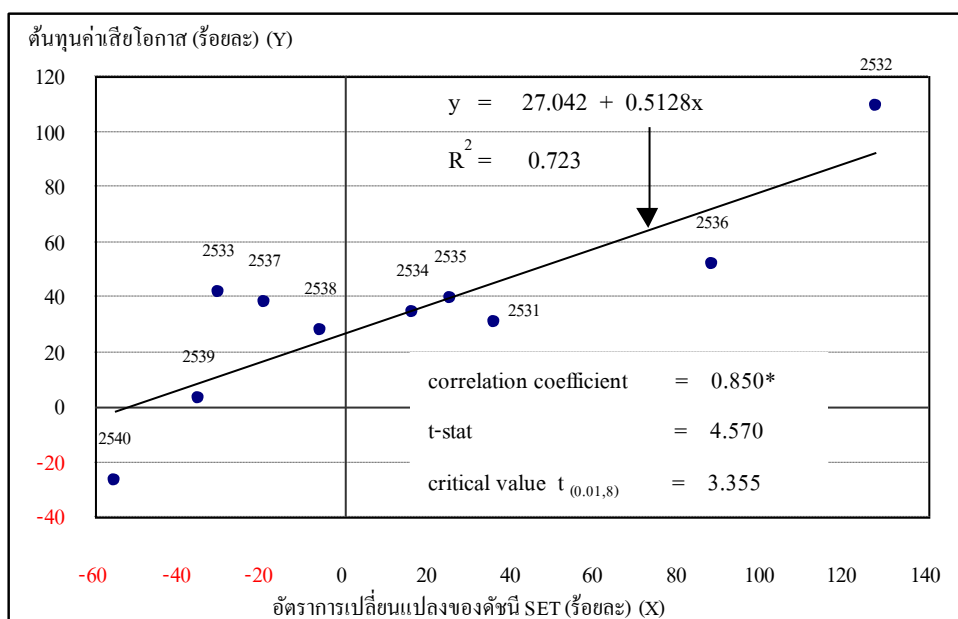
จะสังเกตได้ว่าอัตราค่าจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นต้นทุนหลักของทั้งบริษัทจดทะเบียนฯเดิม และบริษัทจดทะเบียนฯใหม่ ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติตลอดช่วง 10 ปี ที่ทำการศึกษา (ภาคผนวก จ ตารางที่ จ-5 และ จ-6)

2) ต้นทุนค่าเสียโอกาสกับอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหลักทรัพย์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากแผนภาพที่ 6 ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนค่าเสียโอกาสเฉลี่ยใน 1 ปีและอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากต้นปีถึงสิ้นปี พบว่า ตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกโดยในช่วงที่ดัชนีราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงขึ้นหรือลงร้อยละ 20 ต้นทุนค่าเสียโอกาสจะปรากฏที่ระดับร้อยละ 20-40 และในช่วงที่ดัชนีราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นมากๆ ดังเช่นในปี 2532 และปี 2536 ที่เพิ่มขึ้นจากปีก่อนหน้าถึงร้อยละ 127.34 และ 88.36 ตามลำดับ ต้นทุนค่าเสียโอกาสมีค่าสูงถึงร้อยละ 108.77 และ 51.62 ตามลำดับ ขณะที่การลดลงของดัชนีราคาหลักทรัพย์อย่างแรง เช่นในปี 2539 ที่ร้อยละ 35.07 ทำให้ต้นทุนค่าเสียโอกาสที่ปรากฏเหลือเพียงร้อยละ 2.57 และในปี 2540 เมื่อดัชนีราคาหลักทรัพย์ลดลงจากปีก่อนหน้าถึงร้อยละ 55.18 ต้นทุนค่าเสียโอกาสมีค่าติดลบร้อยละ 27.12

แผนภาพที่ 6

ความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนค่าเสียโอกาสและอัตราการเปลี่ยนแปลงของดัชนี SET



หมายเหตุ : * สามารถปฏิเสธสมมติฐานของ $H_0 : \rho = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

แผนภาพดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าในช่วงที่ดัชนีราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงในระดับไม่มากนักหรือในช่วงการขึ้นหรือลงเพียงร้อยละ 20 ของราคาหุ้น ณ วันที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ จะสูงกว่าราคาที่เสนอขายต่อประชาชนในตลาดแรกประมาณร้อยละ 20-40 ปรัชญาการณดังกล่าวเป็นวิธีการสร้างแรงจูงใจของบรรดากฎหมายธุรกิจเพื่อดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาลงทุนในหุ้นที่ออกใหม่ อย่างไรก็ตามหากดัชนีราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงอย่างรุนแรง เช่น หากเพิ่มขึ้นมากก็จะทำให้ส่วนต่างของราคาทั้งสองสูงตามไปด้วย และเป็นปัจจัยเสริมที่ ยิ่งทำให้เกิดแรงจูงใจต่อนักลงทุนมากขึ้น ขณะที่หากดัชนีราคาหลักทรัพย์ลดลงอย่างรุนแรง อย่างเช่นในปี 2539 และ 2540 ย่อมทำให้ส่วนต่างของราคาทั้งสองดังกล่าวเหือดหายไปหรือติดลบได้

3) ต้นทุนต่อเนื่อง

หากเปรียบเทียบอัตราส่วนต้นทุนต่อเนื่องต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้เฉลี่ยระหว่างปี 2532-2540 ของบริษัทจดทะเบียนฯใหม่จำนวน 294 บริษัท และบริษัทจดทะเบียนฯเดิมจำนวน 90 บริษัท พบว่า อัตราส่วนดังกล่าวมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทจดทะเบียนฯใหม่เท่ากับร้อยละ 3.10 และบริษัทจดทะเบียนฯเดิมเท่ากับร้อยละ 5.59 (ตารางที่ 6) (รายละเอียดการทดสอบทางสถิติแสดงในภาคผนวก ค ตารางที่ ค -2) ความแตกต่างของต้นทุนดังกล่าว เป็นผลมาจากอัตราส่วนของต้นทุนต่อเนื่องแต่ละประเภทของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนฯทั้งสอง ดังนี้

ตารางที่ 6

ต้นทุนต่อเนื่องของผู้ระดมทุนโดยหุ้นสามัญในตลาดทุนไทย เปรียบเทียบระหว่างบริษัทจดทะเบียนฯใหม่ และบริษัทจดทะเบียนฯเดิม : เฉลี่ยต่อปีในช่วงปี 2532 – 2540

ร้อยละต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้

ประเภทต้นทุน	บริษัทจดทะเบียนฯใหม่	บริษัทจดทะเบียนฯเดิม	รวมทั้งหมด
1. ต้นทุนการกำกับดูแล			
ค่าธรรมเนียมรายปี ก.ล.ด.	0.007	0.004	0.007
ค่าธรรมเนียมรายปี ตลท.	0.009	0.016	0.011
ค่าธรรมเนียมรายปีนายทะเบียนหลักทรัพย์	0.011	0.014	0.012
2. ภาษีมูลค่าเพิ่ม	0.001	0.002	0.002
3. เงินปันผล	3.074	5.562	3.841
รวมต้นทุนต่อเนื่องทั้งหมด	3.096	5.594	3.866

สาร
สาร
สาร
สาร

ก) เงินปันผล

ปัจจัยสำคัญที่เป็นตัวกำหนดต้นทุนในส่วนนี้ขึ้นอยู่กับนโยบายในการจ่ายอัตราเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนแต่ละแห่ง และผลประกอบการของธุรกิจของบริษัทซึ่งแปรไปตามสภาวะต้นทุนทางการเงินโดยทั่วไปในตลาดการเงินในแต่ละช่วงเวลา

อัตราเงินปันผลต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ของบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2531 – 2540 (บริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่) มีค่าเฉลี่ยประมาณร้อยละ 3.07 ในขณะที่อัตราเงินปันผลดังกล่าวของบริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก่อนปี 2531 (บริษัทจดทะเบียนฯ เดิม) มีค่าเฉลี่ยประมาณร้อยละ 5.90 (ตารางที่ 7)

ตารางที่ 7

เปรียบเทียบอัตราเงินปันผลเฉลี่ยของบริษัทจดทะเบียนฯ ที่เพิ่มทุนในช่วงปี 2531 – 2540

ร้อยละต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ต่อปี

ปีที่ระดมทุน	บริษัทจดทะเบียนฯใหม่	บริษัทจดทะเบียนฯเดิม
2531	10.48	8.75
2532	3.76	4.58
2533	2.31	4.79
2534	2.65	6.66
2535	2.76	4.39
2536	3.25	-
2537	3.45	5.72
2538	2.62	11.22
2539	2.26	2.18
2540	0.00	-
เฉลี่ย	3.07	5.90

จากการทดสอบทางสถิติพบว่า เงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนฯเดิมมีอัตราสูงกว่าบริษัทจดทะเบียนฯใหม่อย่างมีนัยสำคัญ (รายละเอียดการทดสอบทางสถิติแสดงในภาคผนวก ค ตารางที่ ค -3) ตัวเลขดังกล่าวชี้ให้เห็นว่า บริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ฯ ในช่วงก่อนปี 2531 จะมีความสามารถในการทำกำไรมากกว่าบริษัทที่จดทะเบียนในช่วงตั้งแต่ปี 2531 เป็นต้นมา

นอกจากนั้นในระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนตั้งแต่ปี 2531 (บริษัทจดทะเบียนฯใหม่) ด้วยกัน ก็ยังพบว่า บริษัทจดทะเบียนฯใหม่ระหว่างปี 2531 ถึง 2535 มีอัตราส่วนเงินปันผลต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ต่ำกว่าบริษัทจดทะเบียนฯใหม่ในช่วงปี 2536 ถึง 2540 อย่างมีนัยสำคัญ (รายละเอียดในภาคผนวก ง ตารางที่ ง-1)

สำหรับในระหว่างบริษัทจดทะเบียนฯเดิมนั้น พบว่าบริษัทที่ทำการระดมทุนในช่วงปี 2531 – 2534 มีอัตราส่วนเงินปันผลสูงกว่าบริษัทที่ระดมทุนหลังปี 2534 (รายละเอียดในภาคผนวก ฉ ตารางที่ ฉ-2)

หากวิเคราะห์ถึงอัตราเงินปันผลต่อหุ้น (ที่มูลค่าพาร์ 10 บาท) ของบริษัทจดทะเบียนฯเดิม แยกตามหมวดอุตสาหกรรมพบว่า ในช่วงปี 2532-2540 หมวดประกันภัยและประกันชีวิต ให้อัตราเงินปันผลเฉลี่ยต่อหุ้นสูงสุดเท่ากับ 13.80 บาทต่อหุ้นต่อปี ในขณะที่หมวดการแพทย์ ให้อัตราเงินปันผลต่อหุ้นต่ำสุดเท่ากับ 1.18 บาทต่อหุ้นต่อปี

ส่วนในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนฯใหม่ พบว่า หมวดบริการเฉพาะกิจให้อัตราเฉลี่ยสูงสุดเท่ากับ 5.93 บาทต่อหุ้นต่อปี และหมวดเยื่อกระดาษและกระดาษ ให้อัตราเฉลี่ยต่ำสุดที่ 0.11 บาทต่อหุ้นต่อปี (ตารางที่ 8)

ตารางที่ 8

เงินปันผลต่อหุ้นเฉลี่ยในช่วงปี 2532 – 2540 ของบริษัทจดทะเบียนฯ

บาทต่อหุ้นต่อปี*

หมวดอุตสาหกรรม	บริษัทจดทะเบียนฯใหม่	หมวดอุตสาหกรรม	บริษัทจดทะเบียนฯเดิม
บริการเฉพาะกิจ	5.93	ประกันภัยและประกันชีวิต	13.80
อัญมณีและเครื่องประดับ	4.83	ยานพาหนะและอุปกรณ์	8.29
ขนส่ง	4.57	สื่อสาร	5.06
ธุรกิจการเกษตร	3.69	อาหารและเครื่องดื่ม	4.55
ประกันภัยและประกันชีวิต	3.35	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	4.44
เงินทุนและหลักทรัพย์	3.18	เงินทุนและหลักทรัพย์	4.14
พลังงาน	3.04	คลังสินค้าและไซโล	3.42
เครื่องมือและเครื่องจักร	2.94	วัสดุก่อสร้างและเครื่องตกแต่ง	3.35
ยานพาหนะและอุปกรณ์	2.78	พาณิชย์	3.02
ของใช้ในครัวเรือน	2.74	สิ่งทอ เครื่องนุ่งห่ม และรองเท้า	2.88
สื่อสาร	2.70	ธนาคาร	2.86
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	2.49	เวชภัณฑ์และเครื่องสำอาง	2.56
บรรจุภัณฑ์	2.34	บรรจุภัณฑ์	2.38
การแพทย์	2.27	เครื่องใช้ไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์	1.96
เวชภัณฑ์และเครื่องสำอาง	2.25	ขนส่ง	1.20
เคมีภัณฑ์และพลาสติก	2.03	การแพทย์	1.18
เครื่องใช้ไฟฟ้าและคอมพิวเตอร์	1.99		
อาหารและเครื่องดื่ม	1.92		
การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	1.92		
วัสดุก่อสร้างและเครื่องตกแต่ง	1.78		
บันเทิงและสันทนาการ	1.72		
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	1.48		
อื่นๆ	1.47		
พาณิชย์	1.31		
สิ่งทอ เครื่องนุ่งห่ม และรองเท้า	1.29		
โรงแรมและบริการท่องเที่ยว	0.73		
เยื่อกระดาษและกระดาษ	0.11		
เฉลี่ย	2.38	เฉลี่ย	4.00

หมายเหตุ : * ราคาปรับเท่ากับ 10 บาทต่อหุ้น

ข) ต้นทุนการกำกับดูแลและภาษี

ในช่วงปี 2532-2540 อัตราส่วนต้นทุนการกำกับดูแลและภาษีต่อมูลค่าเงินลงทุนที่ระดมได้ โดยเฉลี่ยของบริษัทจดทะเบียนฯใหม่และบริษัทจดทะเบียนฯเดิม เท่ากับร้อยละ 0.022 และ 0.032 ต่อปี ตามลำดับ ทั้งนี้โดยต้นทุนดังกล่าวของบริษัทจดทะเบียนฯใหม่และเดิมแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (ตารางที่ 9 และภาคผนวก ค ตารางที่ ค-4)

ตารางที่ 9

ต้นทุนต่อเนื่องประเภทกำกับดูแลและภาษีของบริษัทจดทะเบียนฯ : เฉลี่ยต่อปีในช่วงปี 2532 - 2540

ร้อยละต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้

ประเภทต้นทุน	บริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่	บริษัทจดทะเบียนฯ เดิม
ค่าธรรมเนียมรายปี ก.ล.ต.	0.007	0.004
ค่าธรรมเนียมรายปี ต.ล.ท.	0.009	0.016
ค่าธรรมเนียมรายปีนายทะเบียนหลักทรัพย์	0.011	0.014
ภาษีมูลค่าเพิ่ม	0.001	0.002
รวมต้นทุนกำกับดูแลทั้งหมด	0.022	0.032

หากวิเคราะห์อัตราส่วนต้นทุนการกำกับดูแลและภาษีต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ พบว่า อัตราส่วนดังกล่าวของบริษัทจดทะเบียนฯ เดิม ได้ลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตั้งแต่ปี 2539 เป็นต้นมา โดยลดลงจากเฉลี่ยร้อยละ 0.035 ในช่วงปี 2532 ถึง 2538 เป็นร้อยละ 0.025 ในช่วงปี 2539 ถึง 2540 ในขณะที่ของบริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่ไม่มีการเปลี่ยนแปลง (รายละเอียดการทดสอบทางสถิติโปรดดูภาคผนวก จ ตารางที่ จ-3 และ จ-4)

6. บทสรุป

6.1 ต้นทุนของผู้ระดมทุนโดยการขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไปในตลาดทุนไทยสูงจนเป็นอุปสรรคต่อการเข้าระดมทุนหรือไม่?

จากการศึกษาต้นทุนของผู้ระดมทุนโดยหุ้นสามัญในตลาดทุนไทยในช่วงปี 2531 - 2540 พบว่า ต้นทุนของผู้ระดมทุนไม่น่าจะสูงจนเป็นอุปสรรคต่อการเข้าระดมทุน เนื่องจาก

1) ต้นทุนที่เป็นตัวเงินทั้งหมด (ต้นทุนแรกเริ่มและต่อเนื่องทั้งหมด) ของบริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่และบริษัทจดทะเบียนฯ เดิม ซึ่งเฉลี่ยตลอดช่วง 10 ปีที่ศึกษาเท่ากับร้อยละ 3.24 และ

5.24 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ต่อปี ตามลำดับ มีค่าต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้าชั้นดีของธนาคาร (MLR) เฉลี่ยในช่วงเดียวกัน ซึ่งเท่ากับร้อยละ 13.06 ต่อปี และหากเปรียบเทียบในลักษณะปีต่อปี ต้นทุนการระดมทุนด้วยหุ้น สามัญก็ยังคงต่ำกว่า MLR เฉลี่ยในทุกปีที่ทำการศึกษา (โปรดดูตารางที่ 4 และ 5)

2) หากพิจารณาเฉพาะต้นทุนแรกเริ่มของผู้ระดมทุนโดยหุ้นสามัญ จะพบว่า ต้นทุนแรกเริ่มของบริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่และบริษัทจดทะเบียนฯ เดิม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 3.88 และ 2.98 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ ตามลำดับ (ดูตารางที่ 2) ซึ่งค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับต้นทุนลักษณะเดียวกันในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยเฉพาะเมื่อดูจากงานของ Lee และคณะ (2539) ซึ่งศึกษาในช่วงเวลาล่าสุด (2533-2537) และสรุปว่า ต้นทุนที่เป็นตัวเงินของการระดมทุนประเภทหุ้นสามัญแบบ initial public offering (IPOs) และ seasoned equity offering (SEOs) เฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 11.00 และ 7.11 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ ตามลำดับ

3) ต้นทุนค่าเสียโอกาส ซึ่งสูงถึงเฉลี่ยร้อยละ 38.9 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ในกรณีประเทศไทย แม้จะสูงกว่า ในสหรัฐอเมริกา (ร้อยละ 16.4) และสิงคโปร์ (ร้อยละ 27.0) แต่ก็ต่ำกว่าของญี่ปุ่น (ร้อยละ 55) มาเลเซีย (ร้อยละ 78) และโปแลนด์ (ร้อยละ 130) จึงไม่ได้มีลักษณะผิดปกติจนเป็นที่น่าสังเกตแต่อย่างใด และอีกประการหนึ่งนั้น ต้นทุนค่าเสียโอกาสนี้ไม่ใช่ต้นทุนที่เป็นตัวเงินที่ผู้ระดมทุนจะต้องจ่ายโดยตรง จึงไม่น่าจะเป็นอุปสรรคโดยตรงต่อการระดมทุนดังกล่าว (ดูแผนภาพที่ 2)

6.2 ต้นทุนของผู้ระดมทุนโดยหุ้นสามัญมีแนวโน้มจะเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางใด

6.2.1 ต้นทุนแรกเริ่ม

ต้นทุนแรกเริ่มมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น เมื่อพิจารณาจากข้อมูลในอดีตโดยต้นทุนแรกเริ่มของบริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่ได้เพิ่มจากเฉลี่ยร้อยละ 3.68 ของมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ในช่วงปี 2531 - 2535 เป็นเฉลี่ยร้อยละ 4.10 ในช่วงปี 2536 - 2540 ในขณะที่บริษัทจดทะเบียนฯ เดิมเพิ่มจากเฉลี่ยร้อยละ 2.85 ในช่วงปี 2531 - 2534 เป็นร้อยละ 3.27 ในช่วงปี 2535 - 2540

เมื่อพิจารณาสาเหตุของการเพิ่มขึ้นของต้นทุนดังกล่าว พบว่า เป็นเพราะต้นทุนด้านการกำกับดูแลและด้านภาษีเป็นสาเหตุสำคัญ ส่วนอัตราค่าจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นต้นทุนหลักของการระดมทุนดังกล่าวไม่มีการเปลี่ยนแปลงตลอดช่วง 10 ปี ที่ทำการศึกษา

แนวโน้มในอนาคต จึงเป็นไปได้ว่า ต้นทุนแรกเริ่มนี้อาจจะเพิ่มขึ้นอีกได้บ้าง ตามแนวโน้มการกำกับดูแลที่จำเป็นต้องมุ่งไปสู่การคุ้มครองนักลงทุนที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม คาดว่า ต้นทุนที่เพิ่มขึ้นนี้ไม่น่าจะเป็นอุปสรรคสำคัญต่อการระดมทุนในอนาคต แต่กลับจะมีผลดึงดูดการระดมทุนให้เพิ่มขึ้น เนื่องจากการกำกับดูแลที่มีมาตรฐานสูงขึ้น (ดูหัวข้อ 5.2.2 1))

6.2.2 ต้นทุนค่าเสียโอกาส

ข้อมูลในอดีตชี้ให้เห็นว่าต้นทุนค่าเสียโอกาสนี้ค่อนข้างมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับภาวะโดยรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กล่าวคือ จะมีค่าต้นทุนสูงเมื่อตลาด รุ่งเรืองและต่ำเมื่อตลาดซบเซา (ดูหัวข้อ 5.2.2 2))

ดังนั้นในอนาคตเมื่อตลาดหลักทรัพย์ฯ กลับเข้าสู่ภาวะรุ่งเรืองอีกครั้งหนึ่ง ต้นทุนค่าเสียโอกาสนี้ก็จะสูงขึ้น และนี่ จะส่งผลเป็นสิ่งจูงใจให้ผู้ออมเงินที่ชอบแสวงหาผลตอบแทนจาก ส่วนต่างมูลค่าหุ้นนำเงินมาลงทุนผ่านระบบตลาดหลักทรัพย์มากขึ้นด้วย

แต่ในทางกลับกัน หากตลาดหลักทรัพย์โดยรวมยังคงซบเซา ต้นทุนค่าเสียโอกาสนี้ จะต่ำหรือติดลบ และดูจะไม่เป็นผลดีต่อการดึงดูดเงินทุนผ่านช่องทางการระดมทุนนี้อีกด้วย

6.2.3 ต้นทุนต่อเนื่อง

โดยที่องค์ประกอบสำคัญของต้นทุนต่อเนื่อง คือเงินปันผล ดังนั้น ต้นทุนต่อเนื่อง จะสูงหรือต่ำจึงขึ้นอยู่กับผลการประกอบการของบริษัทจดทะเบียนฯ เป็นหลัก

จากการศึกษาอัตราเงินปันผลต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ของบริษัทจดทะเบียน ในช่วงปี 2531-40 พบว่า บริษัทที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ฯ ก่อนปี 2531 มีอัตราเงินปันผล ดังกล่าวสูงกว่าบริษัทที่จดทะเบียนในช่วงปี 2531 - 2540 ทั้งนี้โดยเปรียบเทียบอัตราเงินปันผลของ ทั้งสองกลุ่มในช่วงเวลาเดียวกัน

และในระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนในช่วงปี 2531 - 2540 ด้วยกัน พบว่า บริษัทที่จดทะเบียนตั้งแต่ปี 2536 เป็นต้นมา มีอัตราส่วนเงินปันผลต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้สูงกว่าบริษัทที่ จดทะเบียนช่วงปี 2531 - 2535

พฤติกรรมของการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกันระหว่างบริษัทที่จดทะเบียนในช่วงเวลา ต่างๆ กันนี้ อาจเป็นเครื่องบ่งชี้ถึงคุณภาพของบริษัทจดทะเบียนฯ และนโยบายการรับหลักทรัพย์ ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ในแต่ละช่วงเวลาได้ และเป็นหัวข้อที่น่าศึกษาต่อไป

อนึ่งในระหว่างบริษัทจดทะเบียนฯเดิม (ก่อนปี 2531) นั้น อัตราส่วนเงินปันผลได้ ลดลงตั้งแต่ปี 2535 เป็นต้นมา ซึ่งน่าจะสะท้อนภาวะเศรษฐกิจและผลประกอบการโดยรวมที่ถดถอย ลง

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากแนวโน้มต้นทุนต่อเนื่องในอนาคตขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจ และผลประกอบการในอนาคตของบริษัทจดทะเบียน และโดยเหตุที่การจ่ายเงินปันผลขึ้นอยู่กับ นโยบายของบริษัท ต้นทุนต่อเนื่องจึงไม่น่าจะมีผลเป็นอุปสรรคต่อการระดมทุนแต่อย่างใด ทั้งนี้ โดยพิจารณาจากมุมมองของผู้ระดมทุน

6.3 ประเมินสาเหตุของปัญหา

ผลการสำรวจต้นทุนการระดมทุนที่ตกแก่ผู้ระดมทุนในช่วงปี 2531-40 ชี้ให้เห็นว่า ต้นทุนการระดมทุนไม่น่าจะเป็นสาเหตุแห่งการเสื่อมความนิยมของการระดมทุนโดยการขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไป ทั้งนี้ เนื่องจากข้อสังเกตที่ว่าผู้ระดมทุนมีต้นทุนที่ต่ำกว่าเมื่อเทียบกับการระดมทุนผ่านระบบธนาคาร และเมื่อเทียบกับต้นทุนลักษณะเดียวกันในต่างประเทศ ผู้ต้องการระดมทุนจึงน่าจะมีแรงจูงใจสูงที่จะใช้วิธีการระดมทุนลักษณะนี้

นอกจากนั้น ข้อมูลในแผนภาพที่ 1 ก็ยืนยันว่าบริษัทจดทะเบียนฯ ซึ่งเป็นผู้ระดมทุนยังมีความต้องการระดมทุนอยู่ โดยแม้ปริมาณเงินทุนที่ระดมผ่านตลาดแรกจะลดลงในปี 2540 แต่ก็กลับสูงขึ้นในระดับใกล้เคียงกับระดับก่อนปี 2540 เพียงแต่รูปแบบการระดมทุนโดยการขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไปไม่ได้รับความนิยมนิ่งเหมือนเท่านั้น

ดังนั้น จึงมีเหตุให้สันนิษฐานได้ว่าสาเหตุของปัญหาน่าจะมาจากด้านผู้ออมเงินมากกว่าด้านผู้ระดมทุน กล่าวคือ ผู้ออมเงินมีความต้องการที่จะลงทุนในหุ้นสามัญลดลง และเป็นเหตุต่อเนื่องให้ผู้ต้องการระดมทุนไม่สามารถใช้การขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไปเป็นช่องทางการระดมทุนได้ (โปรดดูแบบจำลองของปัญหาในภาคผนวก ข)

6.4 ข้อเสนอแนะทางนโยบาย

ในการแก้ปัญหาตลาดแรกที่เกิดขึ้นดังกล่าวในบทนำนั้น ทางการอาจใช้วิธีหรือให้ตลาดหลักทรัพย์กลับมารุ่งเรืองตามวัฏจักรปกติอีกครั้ง ซึ่งก็จะมีผลให้ผู้ออมเงินสามารถคาดหวังผลตอบแทนระดับสูงจากผลต่างของราคาหุ้น และกลับเข้ามาซื้อหุ้นในตลาดแรกได้ ดังเช่นที่เกิดขึ้นในช่วงปี 2531 – 2540

แต่ปัญหาดังกล่าวก็จะกลับมาอีกเมื่อตลาดกลับเข้าสู่ภาวะซบเซาตามวัฏจักรธุรกิจ การแก้ปัญหาด้วยวิธีการดังกล่าวจึงไม่น่าจะเป็นคำตอบในระยะยาว

ทิศทางการแก้ปัญหาในระยะยาวจึงควรมุ่งไปสู่การเพิ่มอุปทานเงินทุนในตลาดแรก ทั้งนี้ โดยการดึงดูดผู้ออมเงินกลุ่มใหม่เข้าสู่ตลาดเพิ่มเติมจากผู้ออมเงินเดิมที่มีลักษณะการลงทุนแบบเก็งกำไรสูง

การดึงเอาผู้ออมกลุ่มใหม่เข้าสู่ตลาดอาจกระทำได้หลายวิธีรวมถึง

1) การสร้างเครื่องมือทางการเงินให้ครบถ้วน เพื่อให้ตลาดทุนมีเครื่องมือที่ตอบสนองต่อการลงทุนของผู้ออมที่มีความพอใจต่อความเสี่ยงและผลตอบแทนที่ต่าง ๆ กันอย่างทั่วถึง เปิดโอกาสให้ผู้ออมที่ต้องการความเสี่ยงน้อยจนถึงเสี่ยงมากมีโอกาสเข้าร่วมโดยไม่จำกัดอยู่กับการฝากเงินกับธนาคารพาณิชย์แต่ประการเดียว การเร่งรัดตลาดตราสารหนี้ และตลาดอนุพันธ์ทางการเงินให้เกิดขึ้นโดยเร็วก็จะมีส่วนเสริมต่อนโยบายในข้อนี้อย่างมาก

2) เพิ่มประสิทธิภาพของระบบตลาดทุน เพื่อลดต้นทุนการระดมทุนแก่ผู้ระดมทุน และเพิ่มผลตอบแทนแก่ผู้ออมเงิน นโยบายที่สำคัญและมีความจำเป็นก็คือ ทางการจะต้องกำกับดูแลให้กลไกราคาสามารถทำหน้าที่ได้โดยไม่ติดขัด พร้อมกับให้มีการแข่งขันในการให้บริการที่

เพียงพอ ตัวอย่างมาตรการที่ต้องเร่งดำเนินการก็คือ อ การยกเลิกระบบอัตราค่าขนานหน้าซื้อขายหลักทรัพย์คงที่ การเพิ่มจำนวนบริษัทหลักทรัพย์ให้มีจำนวนมากเพียงพอแก่การแข่งขัน และการกำกับดูแลให้การดำเนินงานของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งมีอำนาจผูกขาดการให้บริการ โดยรัฐมีประสิทธิภาพสูง เป็นต้น ความมีประสิทธิภาพของระบบตลาดทุนก็จะสามารถดึงดูดผู้ออมเงินและผู้ระดมทุนจากช่องทางการระดมทุนอื่น เช่น ระบบธนาคาร หรือระบบตลาดการเงินต่างประเทศ ให้มาใช้บริการมากขึ้น

3) การลดความเสี่ยงของระบบตลาดทุนทั้งระบบลง การที่ระดับราคาหลักทรัพย์ทั้งตลาดเคลื่อนไหวขึ้นลงผันผวนรุนแรงมากจะมีผลให้ทั้งผู้ออมเงิน และผู้ระดมทุนต้องเผชิญกับต้นทุนอันเนื่องมาจากความเสี่ยงสูงเกินกว่าที่ควรจะเป็น หากเปรียบเทียบตลาดสองตลาดที่ให้อัตราผลตอบแทนเท่ากันแล้ว ตลาดที่มีความผันผวนของราคาต่ำจะดึงดูดนักลงทุนได้มากกว่าตลาดที่มีความผันผวนของราคาสูง

จากการคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปี และความเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนต่อปีของตลาดหลักทรัพย์ไทยและต่างประเทศที่สำคัญบางประเทศในช่วงปี 2531 ถึง 2540 (แผนภาพที่ 7 และตารางที่ 10) พบว่า ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีเท่ากับร้อยละ 11.30 และมีค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนดังกล่าว (ความเสี่ยง) เท่ากับ 0.39 เมื่อเทียบกับตลาดต่างประเทศแล้วปรากฏว่า ตลาดที่จัดว่าดีกว่าตลาดหลักทรัพย์ไทยในแง่ที่ว่า มีผลตอบแทนเท่ากับหรือมากกว่าในขณะที่ความเสี่ยงน้อยกว่า ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์สหราชอาณาจักร มาเลเซีย และฟิลิปปินส์

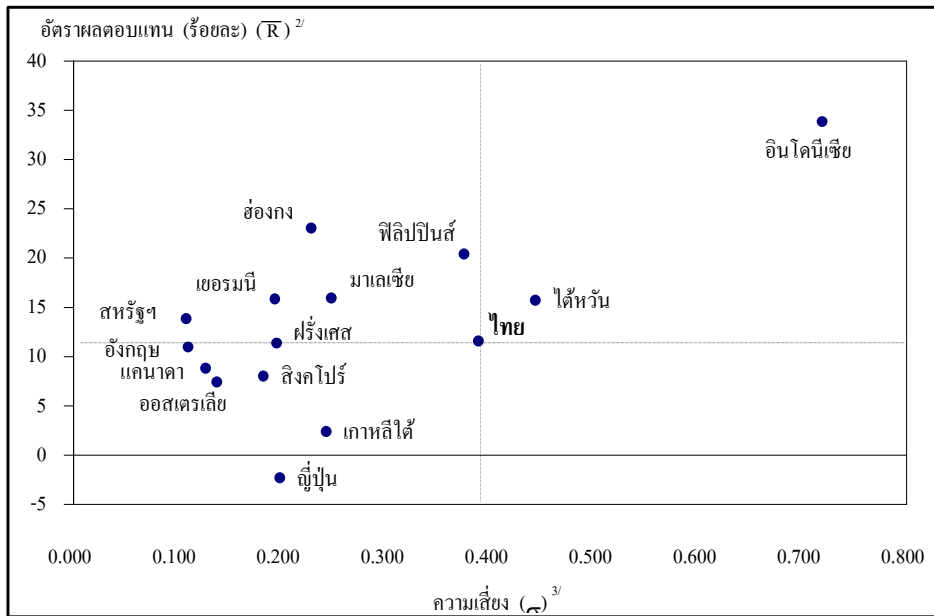
ส่วนตลาดหลักทรัพย์ที่จัดว่าไม่ต่างจากตลาดหลักทรัพย์ไทยในแง่ที่ว่าหากความเสี่ยงต่ำกว่าก็ให้ผลตอบแทนต่ำกว่า และหากความเสี่ยงสูงกว่าก็ให้ผลตอบแทนสูงกว่า ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์อังกฤษ ฝรั่งเศส แคนาดา ออสเตรเลีย สิงคโปร์ เกาหลีใต้ ไต้หวัน อินโดนีเซีย และญี่ปุ่น

อย่างไรก็ตาม หากเปรียบเทียบโดยใช้สัดส่วนอัตราผลตอบแทนต่อความเสี่ยง (\bar{R}/σ) แล้ว ทุกตลาดดังกล่าวดีกว่าไทยทั้งสิ้น ยกเว้นเพียงญี่ปุ่น และเกาหลีใต้เท่านั้น กล่าวคือ ตลาดหลักทรัพย์ไทยให้ผลตอบแทนต่อความเสี่ยงค่อนข้างต่ำ หากตลาดไทยสามารถลดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ลง แม้ว่าในระยะสั้นจะยังไม่สามารถเพิ่มอัตราผลตอบแทนได้มาก ก็จะมีผลให้ตลาดหลักทรัพย์ไทยมีความน่าสนใจในการลงทุนมากขึ้น และอย่างน้อยจะสามารถดึงดูดผู้ออมเงินจากภายในประเทศได้มากขึ้น

แผนภาพที่ 7

อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์ประเทศต่างๆ^{1/}

ในช่วงปี 2531 – 2540



หมายเหตุ: ^{1/} ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศที่ใช้ในการคำนวณเป็นดัชนีราคาหลักทรัพย์แบบถ่วงน้ำหนักด้วยจำนวนหลักทรัพย์เช่นเดียวกับดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$$^2/ \bar{R} = \text{อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีของดัชนีราคาหลักทรัพย์ (ร้อยละ)} = \left(\frac{1}{n-249} \sum_{t=250}^n \frac{P_t - P_{t-250}}{P_{t-250}} \right) \times 100$$

โดยที่ n = จำนวนวันทำการในแต่ละตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี 2531 – 2540

P = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์ประเทศต่างๆ

ในที่นี้ถือว่า 1 ปี มี 250 วันทำการ

^{3/} σ = ความเสี่ยงวัดจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปีของดัชนีราคาหลักทรัพย์

$$= \sqrt{\frac{1}{n-249} \sum_{t=250}^n \left(\frac{P_t - P_{t-250}}{P_{t-250}} - \bar{R} \right)^2}$$

ตารางที่ 10

อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของดัชนีราคาหลักทรัพย์ตลาดหลักทรัพย์ประเทศต่างๆ

ในช่วงปี 2531 – 2540

ประเทศ	\bar{R}	σ	\bar{R}/σ
สหรัฐฯ	13.60	0.11	122.90
ฮ่องกง	22.79	0.23	98.86
อังกฤษ	10.68	0.11	95.01
เยอรมนี	15.60	0.20	79.61
แคนาดา	8.54	0.13	66.01
มาเลเซีย	15.69	0.25	62.76
ฝรั่งเศส	11.07	0.20	56.04
ฟิลิปปินส์	20.16	0.38	53.41
ออสเตรเลีย	7.15	0.14	51.10
อินโดนีเซีย	33.56	0.72	46.52
สิงคโปร์	7.76	0.19	41.93
ไต้หวัน	15.47	0.45	34.68
ไทย	11.30	0.39	28.90
เกาหลีใต้	2.13	0.25	8.68
ญี่ปุ่น	-2.57	0.20	-12.83

หมายเหตุ: โปรดดูค่าจำกัดความของ \bar{R} และ σ ในแผนภาพที่ 7

ในระบบตลาดทุนที่มีขนาดเล็กและเชื่อมต่อกับระบบตลาดทุนโลกอย่างเสรีอย่างเช่น ตลาดทุนไทย สาเหตุของความผันผวนที่สำคัญประการหนึ่งคือ **เงินทุนระยะสั้นจากต่างประเทศ** ทางการควรที่จะได้พิจารณาให้ชัดเจนถึงผลประโยชน์ และต้นทุนทางสังคมของเงินทุนระยะสั้น เหล่านั้นว่ามีความคุ้มค่ากันหรือไม่เพียงใด และหามาตรการที่จะควบคุมไม่ให้เงินทุนระยะสั้น เหล่านั้นสร้างความเสียหายแก่ระบบตลาดทุน ในขณะที่ยังคงรักษาผลประโยชน์ระยะยาวของระบบ ไว้ได้ และหากมาตรการเหล่านั้นจะมีผลให้ความเสี่ยงของตลาดทุนไทยลดลงแล้ว ก็จะเป็นผลดีต่อการพัฒนาตลาดทุนในระยะยาว (โปรดดูรายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับข้อเสนอแนะทางนโยบายใน ภาคผนวก ช)

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก
การทดสอบสมมติฐานค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของประชากร (ρ) หรือได้จากการประมาณค่าของกลุ่มตัวอย่าง (r) มีสมมติฐานดังต่อไปนี้

$$H_0 : \rho = 0$$

$$H_a : \rho \neq 0$$

สถิติที่ใช้ในการทดสอบ คือ $t\text{-stat} = \frac{r - \rho}{S_r}$

โดยที่ $S_r = \frac{\sqrt{1 - r^2}}{\sqrt{n - 2}}$

ดังนั้น $t\text{-stat} = \frac{r \sqrt{n - 2}}{\sqrt{1 - r^2}}$

จะปฏิเสธ H_0 ถ้า $|t\text{-stat}| \geq t_{\alpha/2, n-2}$ แสดงว่ายอมรับ $H_a : \rho \neq 0$ หมายถึงประชากรทั้งสองมีความสัมพันธ์กัน

ภาคผนวก ข

การทดสอบความแตกต่างของสองค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่าง

ในการทดสอบความแตกต่างของสองค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่าง จะใช้ตัวอย่างที่เป็นอิสระต่อกันของสองประชากร ที่มีการแจกแจงปกติ เพื่อทำการทดสอบสมมุติฐานว่าค่าเฉลี่ยของทั้งสองประชากร (μ_1) ไม่มีความแตกต่างกัน ($\mu_1 - \mu_2 = 0$) โดยมีสมมุติฐานดังต่อไปนี้

$$H_0 : \mu_1 - \mu_2 = 0$$

$$H_a : \mu_1 - \mu_2 \neq 0$$

สถิติทดสอบที่ใช้ขึ้นอยู่กับค่าความแปรปรวนของสองประชากร σ_1^2 และ σ_2^2 ซึ่งไม่ทราบค่าและถือว่าไม่เท่ากัน ถ้าให้ S_1^2 และ S_2^2 เป็นตัวประมาณค่าความแปรปรวน ค่าสถิติ t จะเป็นดังนี้

$$t\text{-stat} = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sqrt{\frac{S_1^2}{n_1} + \frac{S_2^2}{n_2}}}$$

และ

$$v = \frac{\left(\frac{S_1^2}{n_1} + \frac{S_2^2}{n_2}\right)^2}{\frac{(S_1^2/n_1)^2}{n_1 - 1} + \frac{(S_2^2/n_2)^2}{n_2 - 1}}$$

โดยที่ \bar{X}_i = ค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่างที่ i

n_i = จำนวนตัวอย่างของกลุ่มที่ i

v = องศาของความเป็นอิสระ (degree of freedom)

จะปฏิเสธ H_0 ถ้า $|t\text{-stat}| \geq t_{\alpha/2, v}$ แสดงว่ายอมรับ $H_a : \mu_1 - \mu_2 \neq 0$ หมายถึงค่าเฉลี่ยของทั้งสองประชากรมีความแตกต่างกัน

ภาคผนวก ค

แสดงการทดสอบทางสถิติของต้นทุนการระดมทุนแต่ละประเภทต่อมูลค่าเงินลงทุนที่ระดมได้
ระหว่างบริษัทจดทะเบียนใหม่ และบริษัทจดทะเบียนเดิม

ตารางที่ ค-1

ความแตกต่างทางสถิติของต้นทุนแรกเริ่มต่อมูลค่าเงินลงทุนที่ระดมได้ : ปี 2531 - 2540

	จำนวนตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	t-stat	P(T ≤ t) two-tail
บจ. ใหม่	294	3.88	0.79	9.23***	0.00
บจ. เดิม	90	2.98	0.82		

หมายเหตุ : *** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ตารางที่ ค-2

ความแตกต่างทางสถิติของต้นทุนต่อเนื่องต่อมูลค่าเงินลงทุนที่ระดมได้ : ปี 2532 - 2540

	จำนวนตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	t-stat	P(T ≤ t) two-tail
บจ. ใหม่	1,276	3.10	3.83	-10.04***	0.00
บจ. เดิม	569	5.59	5.35		

หมายเหตุ : *** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ตารางที่ ค-3

ความแตกต่างทางสถิติของเงินปันผลต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ : ปี 2532 - 2540

	จำนวนตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	t-stat	P(T ≤ t) two-tail
บจ. ใหม่	1,276	3.07	3.82	-10.66***	0.00
บจ. เดิม	513	5.90	5.50		

หมายเหตุ : *** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ตารางที่ ค-4

ความแตกต่างทางสถิติของต้นทุนต่อเนื่องประเภทกำกับดูแลและภาษีต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ :
ปี 2532-2540

	จำนวนตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	t-stat	P(T ≤ t) two-tail
บจ. ใหม่	1,276	0.022	0.01	-11.07***	0.00
บจ. เดิม	569	0.032	0.02		

หมายเหตุ : *** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ภาคผนวก ง

ต้นทุนค่าเสียโอกาสของผู้ระดมทุนโดยหุ้นสามัญ

1. วิธีการคำนวณต้นทุนค่าเสียโอกาส

ต้นทุนค่าเสียโอกาสของแต่ละบริษัท (R_i) มีหลักการคำนวณดังนี้

$$R_i = \left[\frac{P_{open,i} - P_{offer,i}}{P_{offer,i}} \right] \times 100$$

โดยที่ $P_{open,i}$ = ราคาเปิดวันแรกที่หุ้นเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่ และบริษัทจดทะเบียนฯ เดิม เข้าทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$P_{offer,i}$ = ราคาเสนอขายครั้งแรกต่อประชาชนทั่วไป

สำหรับต้นทุนค่าเสียโอกาสเฉลี่ยทั้งหมด (AR_i) มีหลักการคำนวณดังนี้

$$AR_i = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_i$$

โดยที่ n = จำนวนครั้งที่มีการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่ และบริษัทจดทะเบียนฯ เดิม ในช่วงปี 2531 – 2540 ซึ่งมีจำนวนเท่ากับ 384 ครั้ง

2. ปัจจัยที่ก่อให้เกิดต้นทุนค่าเสียโอกาส

1) *Asymmetric information*

หมายถึงการมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันระหว่างหุ้นที่เคยซื้อขายในตลาดอยู่แล้วกับหุ้นที่ยังไม่เคยซื้อขายในตลาดรอง หรืออีกนัยหนึ่งคือไม่มีการเปิดเผยข้อมูลเลย ในขณะที่หุ้นที่ซื้อขายในตลาดอยู่แล้วมีการเปิดเผยข้อมูลมากกว่า ดังนั้นนักลงทุนที่ยังไม่ทราบข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นที่จะเข้าซื้อขายในตลาด จึงควรซื้อหุ้นในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาดเป็นการชดเชย

จากการศึกษาของ Rock (1986)⁸ กล่าวว่า นักลงทุนที่ยังไม่ทราบข้อมูล โดยทั่วไปจะยังมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับราคาตลาดที่แท้จริงของหุ้นใหม่ ผู้ที่ทราบข้อมูลก็จะได้รับประโยชน์มากขึ้นจากความไม่แน่นอนนั้น ในขณะที่เดียวกันผู้ที่ไม่ทราบข้อมูลต้องได้รับส่วนลดเพื่อดึงดูดความสนใจของนักลงทุนให้เข้ามามีส่วนร่วมในตลาด

ในทางทฤษฎีอธิบายว่า ประเทศที่มี ระบบการเปิดเผยข้อมูลที่มีประสิทธิภาพมากกว่า ก็จะมีค่าความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลน้อยกว่า เช่นประเทศสหรัฐฯ มี information network ที่มีประสิทธิภาพมากที่สุด และอยู่ภายใต้กฎเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลที่เข้มงวดที่สุด จะมีต้นทุนค่าเสียโอกาสอยู่ในระดับต่ำ ขณะที่ประเทศอื่นๆ ที่มีความน่าเชื่อถือทางระบบบัญชีน้อยกว่า จะมี information asymmetry มากกว่า และอยู่ภายใต้กฎเกณฑ์การเปิดเผยข้อมูลที่เข้มงวดน้อยกว่า หรือไม่มีความเข้มงวด จะมีต้นทุนค่าเสียโอกาสอยู่ในระดับสูงกว่าของประเทศสหรัฐฯ

2) การสร้างแรงจูงใจในการลงทุน

Tinic (1988)⁹ ให้เหตุผลว่าเพื่อสร้างแรงจูงใจให้นักลงทุนเข้ามาซื้อหุ้น จึงต้องกำหนดราคาหุ้นที่เสนอขายให้อยู่ในระดับต่ำ เพราะความคิดที่จะซื้อหุ้นนั้นก็คือหุ้นมีราคาต่ำกว่าราคาตลาด เพราะสามารถทำกำไรจากการลงทุนระยะสั้นได้อย่างค่อนข้างแน่นอน ในขณะที่มีความเสี่ยงต่ำ

นอกจากนั้น การกำหนดราคาต่ำกว่าราคาตลาด เป็นการสร้างความมั่นใจได้ระดับหนึ่งว่าหุ้นที่เสนอขายนั้นสามารถขายต่อประชาชนได้ทั้งหมด และเป็นการไม่ทำลายชื่อเสียงของวาณิชธนกรอีกด้วย

3) ระยะเวลาห่างวันที่กำหนดราคา IPO และวันที่หุ้นเข้าซื้อขายในตลาดวันแรก

หากระยะเวลาห่างกันมาก ก็จะทำให้เกิดความไม่แน่นอนสูง โอกาสที่ราคาตลาดจะแตกต่างไปจากราคาเสนอขายก็ยังมีมาก เช่นในกรณีของสหรัฐฯ ห่างกันเพียง 1 วัน ญี่ปุ่นห่างกัน 2 สัปดาห์ สิงคโปร์ ได้ห้าวัน และฮ่องกงห่างกัน ประมาณ 1 เดือน ในขณะที่ประเทศไทยโดยเฉลี่ยจะห่างกันประมาณ 4 เดือน สำหรับจีน A-share ห่างกัน 260 วัน และ B-share ห่างกัน 72 วัน

⁸ Kevin Rock, "Why New Issues are Underpriced" อ้างใน E. Han Kim and Young Ki Lee, "Issuing Stocks in Korea," *Pacific-Basin Capital Markets Research*, New York, 1990 : 243 – 253.

⁹ Seha M. Tinic, "Anatomy of Initial Public Offering of Common Stock," อ้างใน E. Han Kim and Young Ki Lee, "Issuing Stocks in Korea," *Pacific-Basin Capital Markets Research*, New York, 1990 : 243 – 253.

ภาคผนวก จ

แสดงการทดสอบทางสถิติของต้นทุนแรกเริ่มแต่ละประเภทต่อมูลค่าเงินลงทุนที่ระดมได้แต่ละช่วงเวลา

ตารางที่ จ-1

ความแตกต่างทางสถิติของต้นทุนแรกเริ่มต่อมูลค่าเงินลงทุนที่ระดมได้ในแต่ละช่วงเวลา
ของบริษัทจดทะเบียนใหม่

ช่วงปี	จำนวนตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	t-stat	P(T ≤ t) two-tail
2531	4	4.20	1.47	0.44	0.69
2532-2540	290	3.88	0.78		
2531-2532	20	3.72	0.92	-0.81	0.43
2533-2540	274	3.90	0.78		
2531-2533	54	3.67	0.81	-2.16**	0.03
2534-2540	240	3.93	0.77		
2531-2534	115	3.64	0.78	-4.43***	0.00
2535-2540	179	4.04	0.75		
2531-2535	153	3.68	0.74	-4.76***	0.00
2536-2540	141	4.10	0.78		
2531-2536	188	3.75	0.73	-3.97***	0.00
2537-2540	106	4.13	0.83		
2531-2537	237	3.80	0.71	-3.06***	0.00
2538-2540	57	4.22	0.98		
2531-2538	268	3.84	0.75	-2.72***	0.01
2539-2540	26	4.37	0.96		
2531-2539	291	3.88	0.79	-3.97*	0.06
2540	3	4.55	0.28		

หมายเหตุ : *** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

* มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ตารางที่ จ-2

ความแตกต่างทางสถิติของต้นทุนแรกเริ่มแต่ละประเภทต่อมูลค่าเงินลงทุนที่ระดมได้
ของบริษัทยกทะเบียนใหม่ เปรียบเทียบระหว่างช่วงปี 2531-2535 และ 2536-2540

ช่วงปี	จำนวนตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	t-stat	P(T ≤ t) two-tail
<i>ค่าธรรมเนียมจดทะเบียนเพิ่มทุนกับกระทรวงพาณิชย์</i>					
2531 - 2535	153	0.08	0.06	6.60***	0.00
2536 - 2540	141	0.04	0.05		
<i>ค่าจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย</i>					
2531 - 2535	153	3.11	0.55	-1.50	0.14
2536 - 2540	141	3.21	0.59		
<i>ค่าพิมพ์หนังสือชี้ชวนและอื่นๆ</i>					
2531 - 2535	153	0.25	0.23	-0.50	0.62
2536 - 2540	141	0.26	0.26		
<i>ค่าธรรมเนียมแรกเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย</i>					
2531 - 2535	153	0.12	0.10	-4.04***	0.00
2536 - 2540	141	0.17	0.12		
<i>ค่าธรรมเนียมนายทะเบียนหลักทรัพย์</i>					
2531 - 2535	153	0.08	0.12	1.41	0.16
2536 - 2540	141	0.07	0.05		

หมายเหตุ : *** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ตารางที่ จ-3

ความแตกต่างทางสถิติของต้นทุนแรกเริ่มต่อมูลค่าเงินลงทุนที่ระดมได้ในแต่ละช่วงเวลา
ของบริษัทจดทะเบียนฯเดิม

ช่วงปี	จำนวนตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	t-stat	P(T ≤ t) two-tail
2531	14	2.58	0.90	-1.82*	0.09
2532-2540	76	3.05	0.79		
2531-2532	33	2.84	0.88	-1.14	0.26
2533-2540	57	3.05	0.79		
2531-2533	55	2.87	0.80	-1.55	0.13
2534-2540	35	3.15	0.84		
2531-2534	63	2.85	0.79	-2.21**	0.03
2535-2540	27	3.27	0.85		
2531-2535	72	2.91	0.77	-1.29	0.21
2536-2540	18	3.23	0.98		
2531-2536	78	2.98	0.78	-0.01	0.99
2537-2540	12	2.98	1.09		
2531-2537	82	2.96	0.81	-0.45	0.67
2538-2540	8	3.12	0.99		
2531-2538	86	2.96	0.84	-1.37	0.24
2539	4	3.30	0.46		

หมายเหตุ: ** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

* มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ตารางที่ จ-4

ความแตกต่างทางสถิติของต้นทุนแรกเริ่มแต่ละประเภทต่อมูลค่าเงินลงทุนที่ระดมได้
ของบริษัทจดทะเบียนฯเดิม เปรียบเทียบระหว่างช่วงปี 2531-2534 และ 2535-2540

ช่วงปี	จำนวนตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	t-stat	P(T ≤ t) two-tail
<i>ค่าธรรมเนียมจดทะเบียนเพิ่มทุนกับกระทรวงพาณิชย์</i>					
2531 - 2534	63	0.08	0.07	2.08**	0.04
2535 - 2540	27	0.05	0.05		
<i>ค่าจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย</i>					
2531 - 2534	63	2.63	0.72	-0.15	0.89
2535 - 2540	27	2.65	0.72		
<i>ค่าพิมพ์หนังสือชี้ชวนและอื่นๆ</i>					
2531 - 2534	63	0.13	0.17	-2.62***	0.01
2535 - 2540	27	0.27	0.25		
<i>ค่าธรรมเนียมแรกเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย</i>					
2531 - 2534	63	0.01	0.01	0.69	0.49
2535 - 2540	27	0.01	0.01		
<i>ค่าธรรมเนียมนายทะเบียนหลักทรัพย์</i>					
2531 - 2534	63	0.02	0.01	-0.01	1.00
2535 - 2540	27	0.02	0.01		

หมายเหตุ : *** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

ตารางที่ จ-5

ความแตกต่างทางสถิติของอัตราค่าจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้
ในแต่ละช่วงเวลา ของบริษัทจดทะเบียนใหม่

ช่วงปี	จำนวนตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	t-stat	P(T ≤ t) two-tail
2531	4	3.15	1.09	-0.01	1.00
2532-2540	290	3.15	0.57		
2531-2532	20	3.02	0.64	-0.97	0.35
2533-2540	274	3.16	0.57		
2531-2533	54	3.10	0.61	-0.73	0.47
2534-2540	240	3.16	0.57		
2531-2534	115	3.10	0.59	-1.28	0.20
2535-2540	179	3.19	0.56		
2531-2535	153	3.10	0.55	-1.50	0.14
2536-2540	141	3.20	0.59		
2531-2536	188	3.12	0.53	-1.15	0.25
2537-2540	106	3.21	0.64		
2531-2537	237	3.13	0.52	-1.13	0.26
2538-2540	57	3.25	0.75		
2531-2538	268	3.14	0.56	-0.67	0.51
2539-2540	26	3.24	0.67		
2531-2539	291	3.16	0.57	0.81	0.50
2540	3	2.91	0.53		

ตารางที่ จ-6

ความแตกต่างทางสถิติของอัตราค่าจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่ายต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้
ในแต่ละช่วงเวลา ของบริษัทจดทะเบียนฯเดิม

ช่วงปี	จำนวนตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	t-stat	P(T ≤ t) two-tail
2531	14	2.32	0.88	-1.49	0.15
2532-2540	76	2.69	0.67		
2531-2532	33	2.56	0.78	-0.75	0.45
2533-2540	57	2.68	0.68		
2531-2533	55	2.63	0.73	-0.03	0.97
2534-2540	35	2.64	0.70		
2531-2534	63	2.63	0.72	-0.14	0.89
2535-2540	27	2.65	0.72		
2531-2535	72	2.64	0.69	0.10	0.92
2536-2540	18	2.62	0.85		
2531-2536	78	2.67	0.67	0.85	0.41
2537-2540	12	2.42	0.97		
2531-2537	82	2.64	0.71	0.40	0.70
2538-2540	8	2.53	0.79		
2531-2538	86	2.63	0.73	-1.00	0.37
2539	4	2.80	0.30		

ภาคผนวก ฉ
แสดงการทดสอบทางสถิติของต้นทุนต่อเนื้อแต่ละประเภทต่อมูลค่าเงินลงทุนที่ระดมได้แต่ละช่วงเวลา

ตารางที่ ฉ-1
ความแตกต่างทางสถิติของเงินปันผลต่อมูลค่าเงินลงทุนที่ระดมได้ ในแต่ละช่วงเวลาของบริษัทจดทะเบียนฯ ใหม่

ปีที่จ่ายเงินปันผล	ช่วงปีที่ระดมทุน	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	t-stat	P(T < t) two-tail
2533	2531	7.16	5.38	0.54	0.62
	2532	5.56	3.95		
2534	2531	9.69	7.41	1.65	0.20
	2532-2533	3.54	2.82		
	2531-2532	6.01	4.53		
2535	2533	2.46	1.89	3.26***	0.00
	2531	10.10	7.08		
	2532-2534	3.30	2.82		
	2531-2532	5.40	4.62		
	2533-2534	3.12	2.75		
2536	2531-2533	3.85	4.12	0.95	0.34
	2534	3.25	2.03		
	2531	20.12	26.89		
	2532-2535	3.45	2.67		
	2531-2532	7.45	12.76		
	2533-2535	3.34	2.63		
2537	2531-2533	4.44	8.08	0.74	0.46
	2534-2535	3.60	2.80		
	2531-2534	4.01	6.00		
	2535	3.53	1.99		
	2531	22.16	24.74		
	2532-2536	3.54	3.74		
2538	2531-2532	7.70	12.83	1.46	0.16
	2533-2536	3.48	3.72		
	2531-2533	4.73	8.64		
	2534-2536	3.62	3.62		
	2531-2534	3.91	6.31		
	2535-2536	4.01	4.14		
2539	2531-2535	3.74	5.64	-1.20	0.24
	2536	5.08	5.40		
	2531	7.75	3.98		
	2532-2537	2.96	2.96		
	2531-2532	3.79	3.55		
	2533-2537	2.98	2.98		
	2531-2533	2.73	2.94		
	2534-2537	3.14	3.06		
2540	2531-2534	2.48	2.57	-2.84***	0.01
	2535-2537	3.57	3.34		
	2531-2535	2.63	2.56		
	2536-2537	3.80	3.64		
	2531-2536	2.78	2.81		
	2537	4.05	3.63		
	2531	5.96	2.52		
	2532-2538	2.55	2.63		
	2531-2532	3.37	3.16		
	2533-2538	2.54	2.61		
2541	2531-2533	2.37	2.65	-0.72	0.48
	2534-2538	2.66	2.66		
	2531-2534	2.14	2.50		
	2535-2538	2.95	2.72		
	2531-2535	2.24	2.51		
	2536-2538	3.09	2.78		
	2531-2536	2.32	2.56		
	2537-2538	2.07	2.61		
	2531-2537	2.57	2.71		
	2538	2.14	2.58		
2542	2531	3.78	2.60	1.32	0.28
	2532-2539	2.05	2.61		
	2531-2532	2.36	2.84		
	2533-2539	2.05	2.60		
	2531-2533	1.74	2.37		
	2534-2539	2.15	2.66		
	2531-2534	1.73	2.73		
	2535-2539	2.30	2.52		
	2531-2535	1.74	2.56		
	2536-2539	2.44	2.64		
	2531-2536	1.82	2.54		
	2537-2539	2.54	2.69		
	2531-2537	2.01	2.73		
2538-2539	2.35	2.00			
2531-2538	2.06	2.66			
2539	2.26	2.11			

หมายเหตุ : *** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99
 ** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95
 * มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ตารางที่ ฉ-2
ความแตกต่างทางสถิติของเงินปันผลต่อมูลค่าเงินทุนที่ระดมได้ ในแต่ละช่วงเวลา ของบริษัทจดทะเบียนฯ เดิม

ปีที่จ่ายเงินปันผล	ช่วงปีที่ระดมทุน	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	t-stat	P(T < t) two-tail
2533	2531	6.61	3.73	2.57**	0.02
	2532	3.89	1.51		
2534	2531	8.26	5.08	3.05***	0.01
	2532-2533	3.88	3.00	3.17***	0.00
	2531-2532	6.19	4.44		
2533	3.15	2.61			
2535	2531	8.77	5.35	3.18***	0.01
	2532-2534	4.07	2.64		
	2531-2532	6.21	4.43	2.48**	0.02
	2533-2534	3.91	2.84		
2531-2533	5.16	4.04	0.31	0.77	
2534	4.80	2.99			
2536	2531	8.14	5.05	2.54**	0.02
	2532-2535	4.49	3.78		
	2531-2532	6.38	4.74	2.18**	0.03
	2533-2535	4.18	3.59		
	2531-2533	5.47	4.56	1.19	0.24
2534-2535	4.29	3.09			
2531-2534	5.48	4.38	2.24**	0.04	
2535	3.04	2.66			
2537	2531	9.35	5.72	2.81***	0.01
	2532-2536	4.79	4.37		
	2531-2532	7.04	5.34	2.19**	0.03
	2533-2536	4.55	4.37		
	2531-2533	6.04	5.20	1.34	0.19
	2534-2536	4.56	4.12		
	2531-2534	6.15	5.24	3.23***	0.00
2535-2536	3.33	2.21			
2531-2535	5.78	5.09	3.49***	0.00	
2536	3.51	0.62			
2538	2531	9.86	6.10	2.48**	0.02
	2532-2537	5.45	5.79		
	2531-2532	7.27	5.39	1.36	0.18
	2533-2537	5.49	6.40		
	2531-2533	6.67	6.16	1.01	0.32
	2534-2537	5.26	5.78		
	2531-2534	6.94	6.37	2.58***	0.01
	2535-2537	3.78	4.03		
	2531-2535	6.64	6.29	3.71***	0.00
2536-2537	3.09	1.91			
2531-2536	6.44	6.09	4.80***	0.00	
2537	1.59	1.48			
2539	2531	12.34	8.77	2.79***	0.01
	2532-2538	5.50	6.11		
	2531-2532	8.02	7.30	1.44	0.15
	2533-2538	5.74	6.78		
	2531-2533	7.22	7.86	1.19	0.24
	2534-2538	5.54	5.19		
	2531-2534	7.27	7.75	1.88**	0.06
	2535-2538	4.82	4.15		
	2531-2535	6.94	7.46	1.45	0.16
	2536-2538	4.96	3.92		
2531-2536	6.67	7.24	0.30	0.77	
2537-2538	6.11	4.83			
2531-2537	6.50	7.13	-1.13	0.32	
2538	9.09	4.30			
2540	2531	9.13	9.16	1.99*	0.06
	2532-2539	4.11	5.17		
	2531-2532	5.65	7.04	0.84	0.41
	2533-2539	4.45	5.63		
	2531-2533	5.44	7.04	1.18	0.24
	2534-2539	4.01	4.44		
	2531-2534	5.55	6.96	2.05**	0.04
	2535-2539	3.33	3.34		
	2531-2535	5.24	6.70	1.65*	0.10
	2536-2539	3.48	3.06		
	2531-2536	5.05	6.48	0.97	0.34
	2537-2539	3.82	3.58		
2531-2537	4.96	6.38	0.55	0.59	
2538-2539	4.16	3.57			
2531-2538	5.01	6.29	3.75***	0.00	
2539	2.19	0.65			

หมายเหตุ : *** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99
 ** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95
 * มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ตารางที่ น-3

ความแตกต่างทางสถิติของต้นทุนต่อเนื่องประเภทกำกับดูแลและภาษีต่อมูลค่าเงินลงทุนที่ระดมได้
ในแต่ละช่วงเวลา ของบริษัทจดทะเบียนฯเดิม

ช่วงปี	จำนวนตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	t-stat	P(T ≤ t) two-tail
2532	14	0.044	0.017	2.61**	0.02
2533-2540	555	0.032	0.020		
2532-2533	45	0.039	0.017	2.77***	0.01
2534-2540	524	0.032	0.020		
2532-2534	99	0.036	0.020	2.01**	0.05
2535-2540	470	0.031	0.020		
2532-2535	162	0.036	0.020	2.73***	0.01
2536-2540	407	0.031	0.020		
2532-2536	233	0.036	0.020	3.79***	0.00
2537-2540	336	0.029	0.020		
2532-2537	311	0.036	0.020	4.68***	0.00
2538-2540	258	0.028	0.020		
2532-2538	393	0.035	0.022	5.78***	0.00
2539-2540	176	0.025	0.017		
2532-2539	479	0.034	0.022	4.30***	0.00
2540	90	0.025	0.017		

หมายเหตุ: *** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

** มีความแตกต่างทางสถิติอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

ตารางที่ ๓-4

ความแตกต่างทางสถิติของต้นทุนต่อเนื่องประเภทกำกับดูแลและภาษีต่อมูลค่าเงินลงทุนที่ระดมได้
ในแต่ละช่วงเวลา ของบริษัทจดทะเบียนใหม่

ช่วงปี	จำนวนตัวอย่าง	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	t-stat	P(T ≤ t) two-tail
2532	3	0.026	0.013	0.61	0.60
2533-2540	1,273	0.022	0.013		
2532-2533	17	0.027	0.014	1.60	0.13
2534-2540	1,259	0.022	0.013		
2532-2534	60	0.022	0.014	0.09	0.93
2535-2540	1,216	0.022	0.013		
2532-2535	163	0.021	0.012	-0.78	0.43
2536-2540	1,113	0.022	0.013		
2532-2536	301	0.021	0.012	-1.43	0.15
2537-2540	975	0.022	0.013		
2532-2537	482	0.021	0.012	-0.65	0.51
2538-2540	794	0.022	0.013		
2532-2538	719	0.022	0.013	0.66	0.51
2539-2540	557	0.021	0.013		
2532-2539	986	0.021	0.013	-1.01	0.31
2540	290	0.022	0.014		

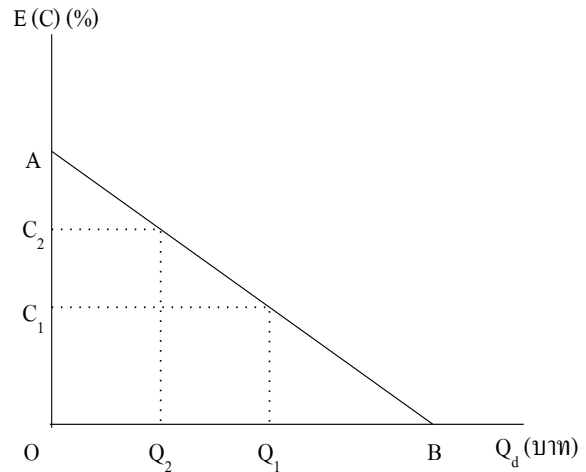
ภาคผนวก ข

แบบจำลองตลาดการระดมทุนโดยหุ้นสามัญ

แบบจำลองนี้พยายามอธิบายว่า ปริมาณการระดมทุนและผลตอบแทนแก่ทุนที่ระดมได้ในตลาดแรกถูกกำหนดขึ้นได้อย่างไรและจากปัจจัยอะไรบ้าง ทั้งนี้โดยอาศัยข้อเท็จจริงในบทศึกษาและทฤษฎีเศรษฐศาสตร์จุลภาคเป็นกรอบ มุมเหตุจูงใจเบื้องต้นของแบบจำลอง คือ ความพยายามที่จะอธิบายว่าเหตุใดบริษัทผู้ระดมทุนจึงสามารถจ่ายผลตอบแทนแก่ทุนในอัตราที่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่จ่ายแก่เงินกู้ธนาคารได้ รายละเอียดของแบบจำลองมีดังต่อไปนี้

1. อุปสงค์ของเงินทุน

อุปสงค์ของเงินทุนหรือปริมาณความต้องการเงินทุนเพื่อใช้ในการประกอบกิจการของผู้ระดมทุน (Q_d) ขึ้นอยู่กับต้นทุนทางการเงินของเงินทุน (C) ในกรณีของหุ้นสามัญที่ต้นทุนทางการเงินไม่แน่นอน เนื่องจากขึ้นอยู่กับเงื่อนไขภายนอกและภายในบริษัทในการกำหนดอัตราเงินปันผลและต้นทุนอื่นๆ นั้น ต้นทุนทางการเงินของเงินทุนจึงอยู่ในรูปอัตราคาดหวังของต้นทุนทางการเงินของเงินทุน ($E(C)$)



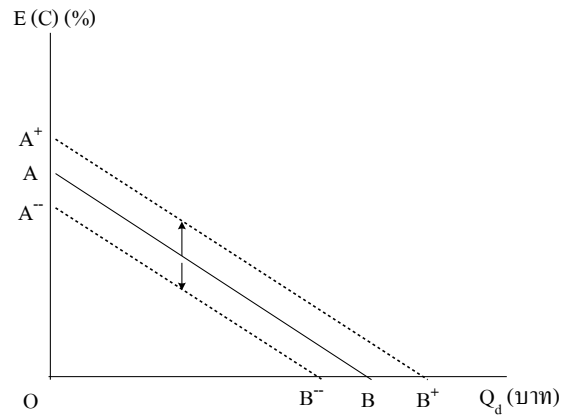
รูปที่ 1 อุปสงค์เงินทุน

หากผู้ระดมทุนคาดว่าต้นทุนทางการเงินของเงินทุน ($E(C)$) ต่ำ ปริมาณความต้องการเงินทุนจะมาก และหาก $E(C)$ สูงขึ้น ปริมาณความต้องการเงินทุนก็จะลดลงตามลำดับ เช่น ตามรูปที่ 1 หาก $E(C)$ อยู่ที่ C_1 % ปริมาณความต้องการเงินทุนจะอยู่ที่ Q_1 เมื่อ $E(C)$ สูงขึ้นเป็น C_2 % ปริมาณความต้องการเงินทุนก็จะลดลงไปอยู่ที่ Q_2 (เส้นอุปสงค์ของเงินทุนนี้ ในทางทฤษฎีคำนวณมาจากผลตอบแทนส่วนเพิ่มของเงินทุนหรือ marginal revenue product of fund)

หากต้นทุนทางการเงินเท่ากับหรือสูงกว่าอัตรา A % ปริมาณความต้องการเงินทุนจะเท่ากับศูนย์ ซึ่งหมายถึงว่าไม่มีผู้ระดมทุนรายใดจะมีความสามารถสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนสูงพอที่จะคุ้มกับต้นทุนทางการเงิน ณ อัตรา A % ในขณะที่หากต้นทุนทางการเงินเท่ากับศูนย์ ปริมาณความต้องการเงินทุนจะเท่ากับ B ซึ่งหมายความว่า ในตลาดขณะนั้น โครงการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนมากกว่าศูนย์ของผู้ระดมทุนทั้งหมดในตลาดต้องการเงินทุนทั้งสิ้นเท่ากับ B บาท

เส้นอุปสงค์ AB นี้ จึงขึ้นอยู่กับโอกาสและความสามารถในการสร้างผลตอบแทนของผู้ระดมทุนในตลาดเป็นหลัก หากตลาดเอื้ออำนวยให้มีโครงการลงทุนที่มีผลตอบแทนจำนวนมากและผู้ระดมทุนก็มีความสามารถในการสร้างผลตอบแทนได้สูง AB ก็จะเคลื่อนไปทางขวาหรือสูงขึ้นเป็นเส้น A^+B^+ ได้ (รูปที่ 2)

ในขณะเดียวกัน หากผู้ระดมทุนต้องเสียค่าใช้จ่ายในการระดมทุนเพิ่มเติมมากกว่าเงินปันผล เช่น ค่าภาษี ค่าธรรมเนียม ค่าจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย หลักทรัพย์ เป็นต้น ก็จะมีผลให้ AB เคลื่อนไปทางซ้ายหรือลดต่ำลงเป็นเส้น A^-B^- ได้ (รูปที่ 2)

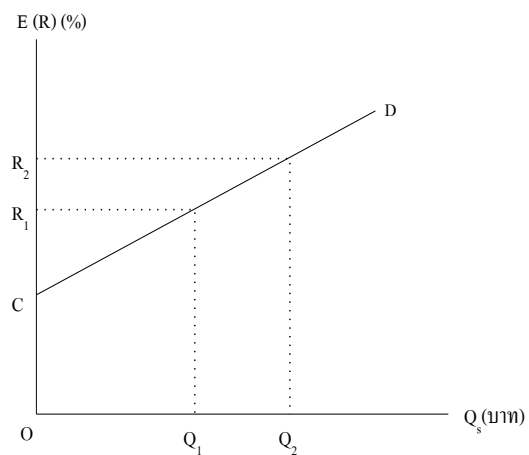


รูปที่ 2 การเคลื่อนของเส้นอุปสงค์

2. อุปทานของเงินทุน

อุปทานของเงินทุน หรือปริมาณเงินทุนที่มีอยู่เพื่อการลงทุนของประชาชนผู้ออม (Q_s) ขึ้นอยู่กับผลตอบแทนทางการเงินของเงินทุน (R) และความเสี่ยงในการลงทุน (σ) ในกรณีของหุ้นสามัญที่ผลตอบแทนทางการเงินไม่แน่นอน เนื่องจากขึ้นอยู่กับอัตราเงินปันผลที่จะได้และอัตรากำไรจากส่วนต่างของมูลค่าหุ้น ซึ่งล้วนแต่ไม่แน่นอน ผลตอบแทนทางการเงินของเงินลงทุนจึงอยู่ในรูปอัตราคาดหวังของผลตอบแทนทางการเงินของเงินทุน ($E(R)$)

ณ ระดับความเสี่ยงของตลาดคงที่ระดับหนึ่ง หากผู้ออมคาดว่าผลตอบแทนทางการเงินของเงินทุน ($E(R)$) ต่ำ ปริมาณเงินทุนเพื่อการลงทุนก็จะน้อย และหาก $E(R)$ สูงขึ้น ปริมาณเงินทุนเพื่อการลงทุนจากประชาชนผู้ออมก็จะสูงขึ้น ตามลำดับ เช่น ตามรูปที่ 3 หาก $E(R)$ อยู่ที่ R_1 ปริมาณเงินทุนที่มีอยู่เพื่อการลงทุนในตลาดจะอยู่ที่ Q_1 เมื่อ $E(R)$ สูงขึ้นเป็น $R_2\%$ ปริมาณเงินทุนในตลาดจะเพิ่มขึ้นเป็น Q_2 และหาก $E(R)$ เท่ากับหรือต่ำกว่า

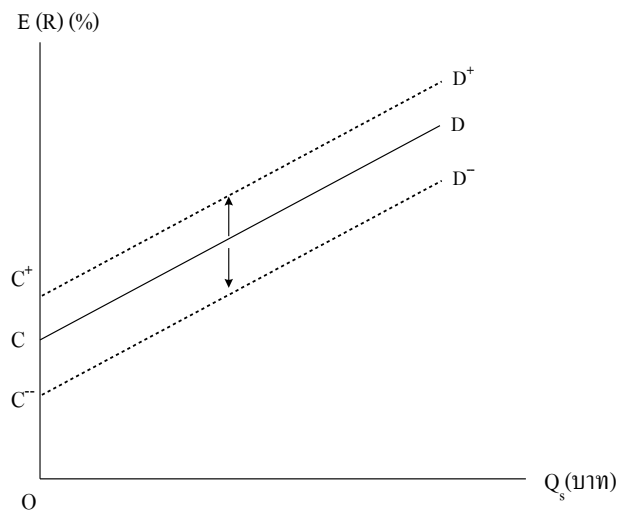


รูปที่ 3 อุปทานเงินทุน

C% ก็จะไม่มีส่วนรายได้อะไรเลย จะลงทุนเลย ทำให้ปริมาณเงินทุนเพื่อการลงทุนในตลาดเท่ากับ ศูนย์ (เส้นอุปทานเงินทุนนี้ ในทางทฤษฎีคำนวณมาจากต้นทุนส่วนเพิ่มของเงินทุน หรือ marginal cost of fund)

จากรูปที่ 4 CD คือเส้นอุปทานเงินทุนเพื่อการลงทุนในตลาด หากผู้ออมเงินจะต้องจ่ายค่าใช้จ่ายในการลงทุน เช่น ค่าภาษี ค่าธรรมเนียมซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น ผู้ออมก็จะคาดหวังผลตอบแทนสูงขึ้น ณ ปริมาณเงินทุนที่ต้องการลงทุนเท่าเดิม ทั้งนี้เพื่อให้ผลตอบแทนหลังหักค่าใช้จ่าย

เท่าเดิม ในกรณีนี้ CD จึงเลื่อนสูงขึ้นเป็น C^+D^+ โดย C^+D^+ สูงกว่า CD เท่ากับค่าใช้จ่ายในการลงทุน และหากผู้ออมคาดว่าจะได้ผลตอบแทนพิเศษเพิ่มเติมจากการลงทุน เช่น ผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหุ้นจองและราคาหุ้นหลังเข้าตลาด เป็นต้น ผู้ออมก็จะยอมรับหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนที่คาดหวังต่ำกว่า โดยคิดว่าผลตอบแทนที่คาดหวังนั้น รวมกับผลตอบแทนพิเศษจะเท่ากับผลตอบแทนคาดหวังเดิม ในกรณีนี้ CD จะเคลื่อนต่ำลงเป็น C^-D^- ได้ โดย C^-D^- ต่ำกว่า CD เท่ากับผลตอบแทนพิเศษนั้นๆ (ผลตอบแทนพิเศษนี้ทำให้ marginal cost ของเงินทุนของผู้ออมลดลง)



รูปที่ 4 การเคลื่อนของเส้นอุปทาน

นอกจาก CD จะขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในตลาดแล้ว ยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงในการลงทุนโดยรวมของตลาดอีกด้วย หากความเสี่ยงของตลาดลดลง ผลตอบแทนที่คาดหวังของผู้ออมเงินก็จะลดลงได้ นั่นคือ CD เคลื่อนลงไปเป็น C^-D^- แต่หากความเสี่ยงของตลาดสูงขึ้น ผู้ออมเงินก็ต้องการอัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น ทำให้ CD เคลื่อนสูงขึ้นเป็น C^+D^+ ได้

3. ดุลยภาพในตลาดแรก (Primary Market Equilibrium)

จากทฤษฎีกลไกตลาด และ ข้อมูลที่มีอยู่ สามารถสร้างแบบจำลองดุลยภาพในตลาดแรกได้ตามรูปที่ 5 โดย

D_0 คือ เส้นอุปสงค์ของเงินทุนในตลาด

D_1 คือ เส้นอุปสงค์ของเงินทุนในตลาด

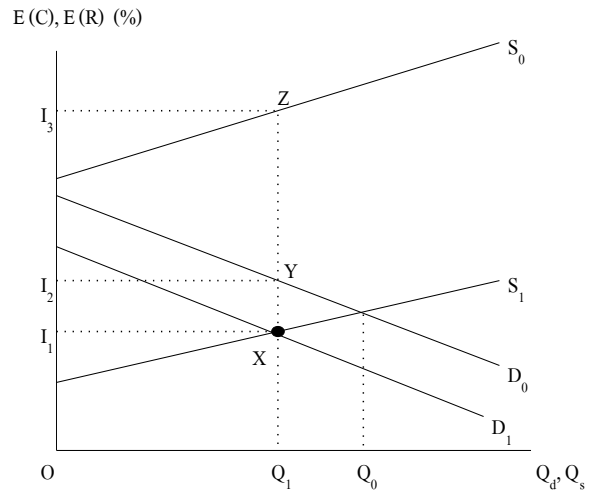
เมื่อมีค่าใช้จ่ายในการระดมทุน

S_0 คือ เส้นอุปทานของเงินทุนในตลาด

S_1 คือ เส้นอุปทานของเงินทุนในตลาด

เมื่อมีผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาหุ้นจอง

และราคาหุ้นหลังเข้าตลาด

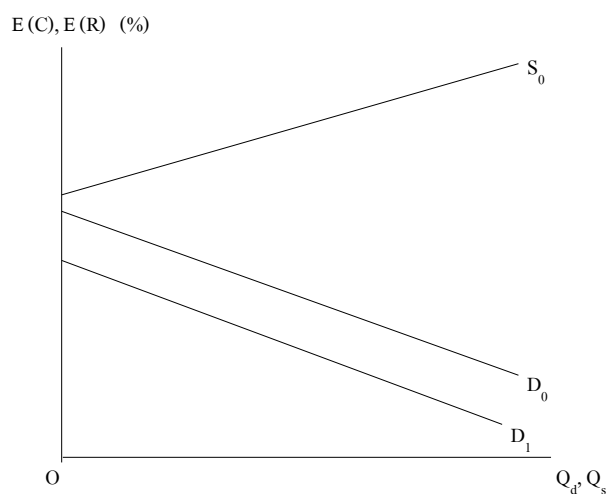


รูปที่ 5 ดุลยภาพในตลาดแรก

ดุลยภาพตลาดแรกอยู่ที่จุด X เมื่อ D_1 ตัดกับ S_1 โดยมีอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสำหรับผู้ออมรวมเท่ากับ I_3 ซึ่งแบ่งเป็นอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากเงินปันผลเท่ากับ I_1 และอัตราผลตอบแทนพิเศษจากส่วนต่างราคาหุ้นจอง และราคาหุ้นหลังเข้าตลาดเท่ากับ $I_3 - I_1$ หรือ YZ ในขณะที่อัตราต้นทุนทางการเงินของผู้ระดมทุนเท่ากับ I_2 แบ่งเป็นอัตราเงินปันผล I_1 และค่าใช้จ่ายในการระดมทุนเท่ากับ $I_2 - I_1$ หรือ XY ปริมาณเงินลงทุนผ่านตลาดแรกเท่ากับ Q_1 ในขณะที่หากไม่มีค่าใช้จ่ายในการระดมทุน ปริมาณเงินลงทุนจะเพิ่มขึ้นเป็น Q_0 (ในกรณีตลาดทุนไทย I_1 อยู่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินให้กู้ยืมแก่ลูกค้าชั้นดี)

4. สาเหตุของการไม่มีการระดมทุนจากประชาชนโดยหุ้นสามัญในตลาดแรก

จากข้อมูลที่รวบรวมได้ในบทศึกษานี้ เชื่อว่าสาเหตุสำคัญของการไม่มีการระดมทุนจากประชาชนโดยหุ้นสามัญในตลาดแรก หรือ การที่ตลาดไม่มีจุดดุลยภาพ คือ การที่อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังต่ำสุดของผู้ออมสูงกว่าอัตราต้นทุนทางการเงินสูงสุดที่ผู้ระดมทุนจะจ่ายให้ได้ หรืออีกนัยหนึ่ง เส้นอุปสงค์ (D_1) และอุปทาน (S_0) ของเงินทุนไม่ตัดกัน เนื่องจาก ผลตอบแทนจาก



ส่วนต่างราคาหุ้นจองและราคาหุ้นหลังเข้า
ตลาดซึ่งเป็น

รูปที่ 6 ตลาดไม่มีจุดดุลยภาพ

ผลตอบแทนพิเศษแก่ผู้ออมเงินได้หายไปในช่วงตลาดหุ้นขาลง ทำให้เส้นอุปทานเดิม S_1 ในรูปที่ 5
เคลื่อนไปเป็นเส้น S_0 ในรูปที่ 5 และ 6

5. ข้อเสนอแนะทางนโยบาย

ตามแบบจำลองในข้อ 4 ทิศทางการแก้ไขปัญหาค่าไม่มี คุณภาพในตลาดแรกมีทางเลือก 3 ทาง คือ เคลื่อนเส้นอุปสงค์ขึ้น หรือเคลื่อนเส้นอุปทานลง หรือเคลื่อนทั้งเส้นอุปสงค์และอุปทานเข้าหากัน

5.1 การเคลื่อนเส้นอุปสงค์ขึ้น ทำได้โดย

5.1.1 ลดค่าใช้จ่ายในการระดมทุนส่วนที่ติดกับผู้ระดมทุน

5.1.2 เพิ่มโครงการลงทุนหรือหลักทรัพย์ใหม่ ๆ ที่ให้ผลตอบแทนอัตราสูง
ในตลาด

5.2 การเคลื่อนเส้นอุปทานลง ทำได้โดย

5.2.1 รอให้ราคาหุ้นในตลาดสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง อันจะมีผลให้เกิดผลตอบแทนพิเศษในรูปส่วนต่างราคาหุ้นจองและราคาหุ้นหลังเข้าตลาด

5.2.2 ลดความผันผวนของตลาดลง อันจะทำให้ความเสี่ยงในตลาดลดลง การลดความผันผวนในตลาดนี้ทำได้โดยหลายวิธีการ รวมถึงการควบคุมเงินลงทุนระยะสั้นจากต่างประเทศ ส่งเสริมนักลงทุนกลุ่มใหม่ที่มุ่งการลงทุนระยะยาวมากกว่าการเก็งกำไรระยะสั้น การอนุญาตให้มีเครื่องมือ ลดความเสี่ยงทางการเงินที่ครบสมบูรณ์ สร้างระบบป้องกัน systemic risk ที่มีประสิทธิผล เป็นต้น

5.2.3 ลดค่าใช้จ่ายในการระดมทุน ส่วนที่ติดกับผู้ออม เช่น ภาษี ค่าธรรมเนียมการซื้อขายหลักทรัพย์ เป็นต้น

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. Fact Book. ฉบับต่างๆ.

บริษัทจดทะเบียนฯ ต่างๆ. หนังสือชี้ชวนเพื่อเสนอขายหุ้นสามัญต่อประชาชนทั่วไป.

จำนวน 384 เล่ม.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ . ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์เรื่องการออกและเสนอขายหลักทรัพย์. ฉบับต่างๆ.

_____. ประกาศสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ ที่ สจ. 18/2539 เรื่อง แบบของร่างหนังสือชี้ชวน.

ภาษาอังกฤษ

Bhagat, Sanjai and Forst, Peter A. “Issuing Costs to Existing Shareholders in Competitive and Negotiated Underwritten Public Utility Equity Offerings.” Journal of Financial Economics. 15(1986) : 233-259.

Hiraki, Takato. “Pricing Problems of Unseasoned Equity Issues in Japan.” Finance Kenkyu. (December 1985) : 1-27 อ้างใน Kim, E. Han. and Lee, Ki Young. “Issuing Stocks in Korea.” Pacific-Basin Capital Markets Research. New York, 1990 : 243-253.

Huang, Qi. “The Underpricing and Aftermarket Performance of New Public Equity Offerings by Recently Privatized Firm: An International Test.” New York University Doctoral Dissertation อ้างใน Su, Dongwei and Fleisher, Belton M. “An Empirical Investigation of Underpricing in Chinese IPOs.” เอกสารรายงานของ Ohio State University.

Hull , Robert M. and Kerchner, Robert. “Issue Costs and Common Stock Offerings.” Financial Management. 25 (Winter 1996) : 54 – 66.

Ibbotson, Roger G. Sindelar, Jody L. and Ritter, Jay R. “Initial Public Offerings.” Journal of Applied Corporate Finance. 1(Summer, 1988) : 37-45 อ้างใน Kim, E. Han. and Lee, Ki Young. “Issuing Stocks in Korea.” Pacific-Basin Capital Markets Research. New York, 1990 : 243-253.

- Koh, D. and Walter M. “A Direct Test of Rock’s Model of Underpricing of Unseasoned Issues.” Journal of Financial Economic. 23(1989) : 251-272 อ้างใน Nasir, Norita Mohd and Zin, Rosliza Mat. “An Examination of the Underpricing of Initial Public Offerings (IPOs) in Malaysia : 1990-95.” เอกสารรายงานในการประชุม Tenth Annual PACAP/FMA Finance Conference ครั้งที่ 10, กัวลาลัมเปอร์ มาเลเซีย, 26-28 ตุลาคม 2541.
- Lee, Inmoo. Lochhead, Scott. Ritter, Jay R. and Zhao, Quanshui “The Costs of Raising Capital.” The Journal of Financial Research. 19(1996) : 59 – 74.
- Nasir, Norita Mohd and Zin, Rosliza Mat. “An Examination of the Underpricing of Initial Public Offerings (IPOs) in Malaysia : 1990-95.” เอกสารรายงานในการประชุม Tenth Annual PACAP/FMA Finance Conference ครั้งที่ 10, กัวลาลัมเปอร์ มาเลเซีย, 26-28 ตุลาคม 2541.
- Rock, Kevin. “Why New Issues are Underpriced.” Journal of Financial Economics. 15 (January/February 1986) : 187-212 อ้างใน Kim, E. Han. and Lee, Ki Young. “Issuing Stocks in Korea.” Pacific-Basin Capital Markets Research. New York, 1990 : 243-253.
- Tinic, Seha M. “Anatomy of Initial Public Offering of Common Stock,” Journal of Finance. 43 (September 1988) : 789-822 อ้างใน E. Han Kim and Young Ki Lee, “Issuing Stocks in Korea,” Pacific-Basin Capital Markets Research New York, 1990 หน้า 243 – 253.