



ทฤษฎีอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขาย ให้กับประชาชนเป็นครั้งแรก

Theories Explaining the Underpricing of Initial Public Offering

กัลยานี ภาคอ๊ด*

Gallayanee Parkatt*

บทคัดย่อ

บทความวิชาการฉบับนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อนำเสนอมุมมองและแนวคิดของทฤษฎีที่อธิบายปรากฏการณ์ของผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้กับประชาชนเป็นครั้งแรก (หุ้น IPO) ซึ่งราคาเสนอขายวันแรกของหลักทรัพย์ดังกล่าวสูงกว่าราคาจองซื้อ หรือเรียกว่า Underpricing ทฤษฎีที่นำเสนอประกอบด้วย ทฤษฎี Winner's Curse ทฤษฎี Negative Cascade และทฤษฎี Bookbuilding ทฤษฎีดังกล่าวมีสมมติฐานเดียวกันคือ ความไม่สมมาตรของข้อมูล และให้ความสนใจกับนักลงทุนทั้งที่มีข้อมูลและไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO โดยทั่วไปบริษัทมักตั้งราคาเสนอขายหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง สำหรับการประยุกต์ใช้ทฤษฎีในประเทศไทยนั้น เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถูกจัดอยู่ในกลุ่มของตลาดหลักทรัพย์เพิ่งเกิดใหม่ ทฤษฎีที่อยู่บนแนวคิดของข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันถือเป็นทฤษฎีที่เหมาะสมในการอธิบายผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO รวมทั้งงานวิจัยเชิงประจักษ์หลายๆ งานก็แสดงผลการศึกษาที่สอดคล้องกับทฤษฎีเหล่านั้น

คำสำคัญ : ผลตอบแทนจากการลงทุน ในหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้กับประชาชนเป็นครั้งแรก

* Corresponding author e-mail : gallayan@gmail.com

รองศาสตราจารย์ สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช จังหวัดนนทบุรี

Abstract

The main objective of this academic article is to present the view and the concept of theories explaining the phenomenon of underpricing of Initial Public Offering (IPO shares). The theories presented in this article consist of the Winner's Curse, the Negative Cascade and the Bookbuilding. These theories are based on the assumption of asymmetric information and concentrate on informed and uninformed investors. Generally, the IPO shares' price set by the issuing company are lower than their intrinsic value. For applying the IPO theory in Thailand, due to the fact that the Stock Exchange of Thailand is widely known as emerging market. Thus, the theory based on the asymmetric information is suitable in explaining the underpricing of IPO. In addition, several empirical studies also show their results that are consistent with those theories.

Keywords : Underpricing, Initial Public Offering



บทนำ

หนึ่งในประเด็นที่นักวิจัย นักวิชาการ และผู้ที่เกี่ยวข้องในแวดวงการเงินให้ความสนใจเป็นอย่างมากในปัจจุบันคือ ผลตอบแทนที่สูงผิดปกติ (ราคาเสนอขายวันแรกสูงกว่าราคาของซื้อ) ของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้กับประชาชนเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) หรือหุ้น IPO ตามปกติก่อนที่บริษัทจะนำหลักทรัพย์หรือหุ้นที่จดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์นั้นบริษัทจะต้องจำหน่ายหุ้นของตนให้แก่ประชาชนทั่วไปก่อนตลาดหลักทรัพย์ของแต่ละประเทศมักกำหนดเกณฑ์ขั้นต่ำของจำนวนหุ้นที่ถือโดยนักลงทุนรายย่อย ทั้งนี้ เพื่อเป็นการประกันถึงสภาพคล่องของหุ้นของบริษัทหลังทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

นักวิจัยเกือบทั่วโลกต่างพบข้อสังเกตที่น่าสนใจเกี่ยวกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้กับประชาชนเป็นครั้งแรก โดยหากนักลงทุนจองซื้อหุ้น IPO ในราคาของและขายหุ้นเหล่านั้นในวันแรกที่ตลาดหลักทรัพย์อนุญาตให้ทำการซื้อขายหุ้นนั้นในตลาด นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนที่สูงมาก เช่น Ritter and Welch (2002) พบว่าผลตอบแทนวันแรกจากการจองซื้อหุ้น IPO ในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริการะหว่างปี ค.ศ.1980-2001 มีค่าเฉลี่ยสูงถึง 18.8% ผลการวิจัยอื่นๆ นอกเหนือจากประเทศสหรัฐอเมริกา เช่น สิงคโปร์ (Koh and Walter, 1989) ออสเตรเลีย (Lee, Taylor and Walter, 1996) และไทย (Koo-Smith and Wethyavivorn, 1991) ต่างก็ยืนยันถึงผลตอบแทนที่สูงผิดปกตินี้เช่นกัน

ประเด็นคำถามที่เกิดขึ้นคือ ทำไมผู้บริหารของบริษัทจึงยินยอมขายหุ้นของบริษัทตนให้แก่นักลงทุนในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง หรือการที่ผู้บริหารของบริษัทจำหน่ายหุ้นของบริษัทให้แก่นักลงทุนภายนอกนั้นเป็นการแลกเปลี่ยนระหว่างการได้รับเงินจากการขายหุ้นกับการลดอำนาจในการควบคุมกิจการ ซึ่งไม่น่าจะเป็นไปได้ ดังนั้นการขายหุ้นของบริษัทตนในราคาที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็นจึงไม่น่าจะใช้ทางเลือกที่สมเหตุสมผลของผู้บริหารบริษัทหรืออาจเป็นไปได้ว่าบริษัทจำเป็นต้องขายหุ้นของตนในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเพื่อเป็นการชดเชยความเสี่ยงให้กับนักลงทุน เนื่องจากหุ้นเหล่านี้เป็นหุ้นใหม่ไม่เคยมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มาก่อน ดังนั้น นักลงทุนจึงไม่สามารถหาข้อมูลอ้างอิงเกี่ยวกับราคาในตลาดรองของหุ้นเหล่านี้ได้ อีกทั้งนักลงทุนยังเผชิญกับความเสี่ยงเกี่ยวกับสภาพคล่องที่ไม่แน่นอนของหุ้น อย่างไรก็ตามนี้ไม่สามารถใช้อธิบายได้ในเมื่อนักลงทุนต้องการการชดเชยความเสี่ยงอย่างสูงมากในช่วงระหว่างการจองซื้อหุ้น IPO จนถึงวันแรกที่ทำการซื้อขาย แล้วทำไมนักลงทุนจึงไม่ต้องการผลตอบแทนในอัตราเดียวกัน หรือใกล้เคียงกันนี้หลังจากเริ่มซื้อขายหุ้น IPO ในตลาดหลักทรัพย์ และเป็นไปไม่ได้ที่ความเสี่ยงของหุ้น IPO จะหมดไปทันทีเมื่อเริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

การศึกษาถึงเหตุผลที่ผู้บริหารบริษัท หรือกิจการยินดีขายหุ้นของบริษัทให้แก่นักลงทุนอื่นในราคาที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็นดังกล่าวข้างต้นนั้น มีประโยชน์อย่างยิ่งต่อนักวิจัย นักวิชาการ ตลอดจนผู้ที่เกี่ยวข้อง เนื่องจากการระดมทุนผ่านการจำหน่ายหุ้นให้แก่นักลงทุนภายนอก หรือสาธารณชนนั้น ยังคงเป็นช่องทางที่สำคัญของการระดมทุนของกิจการ ในแต่ละปีเงินทุนจำนวนมากถูกระดมจากนักลงทุนไปสู่ผู้ออกหลักทรัพย์โดยผ่านกระบวนการทำ IPO สำหรับปริมาณผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น IPO ก็เช่นกัน หากผู้บริหารกิจการทราบถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น IPO กิจการอาจมีทางเลือกกระหว่างยินดีให้นักลงทุนภายนอกได้รับผลตอบแทนที่สูงผิดปกตินี้ หรือกิจการจะเลือกแก้ไขในปัจจัยดังกล่าว เช่น หากการศึกษาแสดงให้เห็นว่านักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่สูงอย่างมาก เพราะมีความไม่มั่นใจในการดำเนินงานของบริษัทหรืออาจเลือกทำการประชาสัมพันธ์ด้วยการโฆษณาให้ประชาชนเข้าใจในการดำเนินงานของกิจการมากขึ้นซึ่งอาจประหยัดได้มากกว่าการยินดีขายหุ้นของบริษัทในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ในส่วนของหน่วยงานกำกับดูแลการเสนอขายหุ้น IPO คือ สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)

นั้นการทำความเข้าใจพฤติกรรมการตั้งราคาหุ้น IPO มีความสำคัญยิ่งต่อการกำกับดูแล และการออกระเบียบ กฎเกณฑ์ข้อบังคับต่างๆ เช่น เพื่อลดปัญหาความไม่มั่นใจในการดำเนินงานของบริษัท สำนักงาน ก.ล.ต. อาจกำหนดคุณสมบัติของบริษัทที่จะยื่นขอเสนอขายหุ้น IPO ให้เข้มงวดขึ้น เพื่อลดความเสี่ยงที่นักลงทุนกังวล

แม้ว่าประเด็นเกี่ยวกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น IPO ที่กล่าวมาข้างต้น จะได้รับความสนใจ และมีการศึกษาอย่างมากจากนักวิจัย และนักวิชาการสาขาการเงิน แต่ก็ยังไม่สามารถหาคำอธิบายที่เป็นข้อสรุปที่ดีที่สุดได้ นักวิชาการหลายท่านพยายามสร้างทฤษฎีหลายทฤษฎีเพื่ออธิบายปรากฏการณ์ของผลตอบแทนวันแรกของหุ้น IPO ที่มีค่าเป็นบวกและสูงกว่าปกติ โดยทฤษฎีดังกล่าวเป็นจำนวนมากที่พัฒนาขึ้นจากสมมติฐานที่ว่าแต่ละฝ่ายที่เกี่ยวข้องกับการทำ IPO นั้นมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) ดังนั้น บทความนี้มีจุดมุ่งหมายหลักที่จะนำเสนอทฤษฎีสำคัญในการอธิบายผลตอบแทนของการลงทุนในหุ้น IPO ซึ่งมีสมมติฐานเกี่ยวกับการมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันระหว่างฝ่ายต่างๆ ลำดับถัดมาจะอธิบายถึงการประยุกต์ทฤษฎีมาใช้ในประเทศไทย จากนั้น จะอธิบายถึงผลการวิจัยเชิงประจักษ์ และสุดท้ายจะเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ

ทฤษฎีที่ใช้อธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น IPO

ทฤษฎีที่นำมาใช้ในการอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น IPO หรือผลตอบแทนวันแรกนี้ มีความแตกต่างจากทฤษฎีหรือแบบจำลองที่ใช้ในการวิเคราะห์การลงทุนในหลักทรัพย์ เช่น Capital Asset Pricing Model (CAPM) เนื่องจากประเด็นสำคัญคือ การลงทุนในหุ้น IPO เป็นการลงทุนในหุ้นที่เสนอขายครั้งแรก มิใช่หุ้นที่มีการซื้อขายเป็นปกติในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น แนวคิดของทฤษฎีนี้จะต้องเกี่ยวข้องกับการตั้งราคาเสนอขายของหุ้น IPO ดังนั้น แบบจำลองดังเช่น CAPM จึงไม่สามารถอธิบายผลตอบแทนที่ผิดปกติได้

เมื่อกล่าวถึงผลตอบแทนที่สูงผิดปกติของการลงทุนในหุ้น IPO จากการศึกษาของ Welch and Ritter (2002) พบว่าผลตอบแทนจากการจองซื้อหุ้น IPO ในสหรัฐอเมริการะหว่างปี ค.ศ.1980 - 2001 มีค่าเฉลี่ยสูงถึง 18.8% ในขณะที่ในช่วงเวลาเดียวกันตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาให้ผลตอบแทนเฉลี่ยเพียง 0.05% ต่อวันเท่านั้น ซึ่งถ้านักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่สูงมากเพื่อชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้น IPO เหตุใดนักลงทุนที่ซื้อหุ้นเหล่านี้ในวันแรกที่เริ่มทำการซื้อขายจึงไม่ต้องการการชดเชยความเสี่ยงเท่ากับนักลงทุนที่ตัดสินใจจองซื้อในเวลาไม่กี่วันก่อนหน้า จึงไม่น่าเป็นไปได้ที่ความเสี่ยงที่นักลงทุนเผชิญในช่วงระหว่างวันจองซื้อกับวันเริ่มทำการซื้อขายหุ้นวันแรกนั้นจะหมดสิ้นไปในวันทำการซื้อขายวันแรก ดังนั้น จึงเป็นการเน้นว่าทฤษฎีที่นำมาใช้อธิบายถึงผลตอบแทนที่สูงผิดปกติของหุ้น IPO นั้น น่าจะเกี่ยวข้องกับการตั้งราคาเสนอขายของหุ้น IPO มากกว่า

ทฤษฎีที่จะอธิบายในบทความนี้เป็นทฤษฎีเกี่ยวกับราคาเสนอขายหุ้น IPO ที่มีสมมติฐานของความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) หรือฝ่ายที่เกี่ยวข้องได้รับข้อมูลข่าวสารไม่เท่ากัน การอธิบายจะแยกเป็น 4 หัวข้อคือ 1) ความไม่สมมาตรในข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุน 2) ทฤษฎี Winner's Curse 3) ทฤษฎี Negative Cascade และ 4) ทฤษฎีการทำ Bookbuilding อธิบายได้ดังนี้

1. ความไม่สมมาตรในข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุน หากผู้บริหารของบริษัทที่ออกหุ้น IPO ทราบข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทของตนมากกว่านักลงทุนภายนอก นักลงทุนจะเผชิญกับปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) เมื่อนักลงทุนไม่สามารถแยกแยะบริษัทที่ดีออกจากบริษัทที่ไม่ดีได้ นักลงทุนจะให้ราคาเฉลี่ยกับการประเมินหุ้น IPO ของบริษัท เช่น หากอัตราคิดลด (Discount Rate) ของบริษัทที่ดีควรมีค่าเฉลี่ย 5% ในขณะที่อัตราคิดลดของบริษัทที่ไม่ดีควรมีค่าเฉลี่ย 10% เมื่อนักลงทุนไม่สามารถแยกบริษัทที่ดีออกจากบริษัทที่ไม่ดีได้ เขาจะให้ราคาเฉลี่ยกับบริษัทที่ออกหุ้น IPO โดยใช้อัตราคิดลดที่ประมาณ 7.5% จะเห็น



ได้ว่าราคาที่นักลงทุนให้นั้นจะต่ำเกินไปสำหรับบริษัทที่ดีและแพงเกินไปสำหรับบริษัทที่ไม่ดี ดังนั้น จึงมีเพียงบริษัทที่ไม่ดีเท่านั้นที่จะระดมทุน วิธีที่จะช่วยให้บริษัทที่ดีสามารถแยกตัวเองออกจากบริษัทที่ไม่ดีคือ การเจตนาขายหุ้น IPO ของตนในราคาที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็นเพื่อป้องกันไม่ให้บริษัทที่ไม่ดีลอกเลียนแบบ จากตัวอย่างเดิมนั้นบริษัทที่ดีอาจจะใช้อัตราลดที่มากกว่า 10% เพื่อประเมินมูลค่าหุ้น IPO ของตน โดยบริษัทที่ดีเหล่านี้หวังว่าจะสามารถเก็บเกี่ยวผลประโยชน์เพื่อชดเชยการขายหุ้น IPO ในราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นได้ภายหลังจากที่หุ้นของบริษัทเริ่มทำการซื้อขายในตลาดแล้ว ในขณะที่บริษัทที่ไม่ดีจะไม่สามารถขายหุ้นในอัตราลดลดเดียวกันนี้ได้ เพราะบริษัทเหล่านี้จะไม่สามารถระดมทุนเพิ่มหลังจากหุ้นของบริษัทได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แล้ว เนื่องจกนักลงทุนได้ทราบถึงคุณภาพที่แท้จริงของบริษัท นักลงทุนจะหลีกเลี่ยงการซื้อหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทเหล่านี้หรือหากจะลงทุนก็จะต้องการผลตอบแทนที่สูงเพื่อชดเชยความเสี่ยง

Welch (1989) เสนอว่าบริษัทที่ดีสามารถออกจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนได้อีกในภายหลังจากที่หุ้นของบริษัทได้เริ่มทำการซื้อขายแล้ว Allen and Faulhaber (1989) เสนอว่าราคาหุ้นของบริษัทจะปรับเพิ่มสูงขึ้นเมื่อมีการส่งสัญญาณถึงคุณภาพที่ดีของบริษัท เช่น การประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง Chemmanur (1993) กล่าวว่า การตั้งใจขายหุ้น IPO ในราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นจะดึงดูดให้นักวิเคราะห์หลักทรัพย์สนใจในกิจการมากขึ้น ทำให้ปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลลดลง อันทำให้สามารถออกหุ้นเพิ่มทุนในราคาที่เหมาะสมได้ในภายหลัง

2. ทฤษฎี Winner's Curse Rock (1986) ได้พัฒนาทฤษฎีนี้ภายใต้สมมติฐานที่ว่านักลงทุนภายนอกมีข้อมูลเกี่ยวกับสถานะของตลาดหลักทรัพย์มากกว่ากิจการ หรือนั่นคือ เกิดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล โดยในกรณีนี้นักลงทุนมีข้อมูลมากกว่าผู้บริหารบริษัท ในรายละเอียดของทฤษฎี Winner's Curse นี้ Rock ได้สมมติให้นักลงทุนแต่ละกลุ่มมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน นักลงทุนกลุ่มแรกเป็นนักลงทุนที่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO (Informed Investors) นักลงทุนกลุ่มที่สองเป็นนักลงทุนรายย่อยที่ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO (Uninformed Investors) ในทฤษฎีนี้ หุ้น IPO ที่มีราคาของต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงจะดึงดูดนักลงทุนทั้งที่มีข้อมูลและไม่มีข้อมูล ในขณะที่หุ้น IPO ที่มีราคาของสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงจะดึงดูดเฉพาะกลุ่มนักลงทุนที่ไม่มีข้อมูล ดังนั้น นักลงทุนจึงมีโอกาสในการที่จะได้รับการจัดสรรหุ้น IPO ที่มีราคาของสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงมากกว่าหุ้น IPO ที่มีราคาของต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง ทั้งนี้ เพราะหุ้น IPO ที่มีราคาของต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงจะมีจำนวนผู้จองมากกว่าหุ้น IPO ที่มีราคาของสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ดังนั้น ในทางปฏิบัตินักลงทุนจะไม่ได้ผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติของหุ้น IPO เพราะนักลงทุนจะได้รับการจัดสรรหุ้น IPO เต็มจำนวนก็ต่อเมื่อหุ้นนั้นมีราคาของที่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ดังนั้น เมื่อคำนึงถึงความน่าจะเป็นที่จะได้รับการจัดสรรหุ้น IPO แล้วการตั้งราคาขายหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้นจึงเป็นสิ่งจำเป็นที่จะต้องมีเพื่อดึงดูดให้นักลงทุนรายย่อยที่ไม่มีข้อมูลข่าวสารสนใจเข้าจองซื้อหุ้น IPO ทฤษฎีนี้พยากรณ์ว่าผลตอบแทนจากการลงทุนของหุ้น IPO จะไม่ต่างจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง เช่น ผลตอบแทนจากการลงทุนในพันธบัตร

3. ทฤษฎี Negative Cascade Welch (1992) ได้พัฒนาทฤษฎีนี้โดยมีสมมติฐานใกล้เคียงกับทฤษฎี Winner's Curse ของ Rock (1986) คือสมมติให้นักลงทุนโดยรวมมีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO มากกว่าผู้บริหารของบริษัท โดยทฤษฎี Negative Cascade เสนอว่านักลงทุนในตลาดจะมีพฤติกรรมลอกเลียนพฤติกรรมของนักลงทุนคนอื่นในตลาด กล่าวคือ หากหุ้น IPO ที่เสนอขายนั้นได้รับความนิยมีผู้จองเป็นจำนวนมาก นักลงทุนรายอื่นๆ ก็พร้อมที่จะละทิ้งข้อมูลที่ตนมีเกี่ยวกับหุ้นนั้นๆ โดยจะเข้าไปจองตามผู้อื่นด้วย ทฤษฎีนี้จึงพยากรณ์ว่าการตั้งราคาขายของหุ้น IPO ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้นเป็นสิ่งจำเป็นเพราะหากตั้งราคาของสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้นนักลงทุนที่มีข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงก็จะไม่จองและนักลงทุนรายอื่นในตลาดเมื่อ

สังเกตได้ว่าหุ้น IPO นี้ไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนก็จะไม่จองและสุดท้ายหุ้น IPO นี้ก็จะไม่สามารถขายได้ ในขณะที่บริษัทที่ตั้งราคาของต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้น หุ้นของบริษัทก็จะได้รับความสนใจจากนักลงทุนที่มีข้อมูลข่าวสาร เมื่อนักลงทุนรายอื่นสังเกตได้ว่าหุ้นนี้ได้รับความสนใจจากนักลงทุนรายอื่นในตลาดก็จะเข้าจองซื้อหุ้นด้วย ที่สุดท้ายหุ้น IPO นี้จะมีผู้สนใจจองซื้อมากกว่าจำนวนหุ้นที่มีขาย ทฤษฎี Negative Cascade พยากรณ์ว่าหุ้น IPO นั้นถ้าไม่ได้รับความสนใจอย่างมากจากนักลงทุน โดยมีจำนวนผู้จองซื้อมากกว่าจำนวนหุ้นที่มีจำหน่าย เป็นอย่างมากก็จะล้มเหลวโดยสิ้นเชิง นั่นคือ มีจำนวนผู้จองหุ้นน้อยกว่าจำนวนหุ้นที่มีจำหน่ายอย่างมาก หุ้น IPO ที่มีจำนวนหุ้นที่ผู้จองซื้อใกล้เคียงกับจำนวนหุ้นที่จำหน่ายนั้นเป็นไปได้ภายใต้ทฤษฎีนี้

4. ทฤษฎี Bookbuilding Benveniste and Spindt (1989) ได้พัฒนาทฤษฎีที่นำเสนอการทำ Bookbuilding เพื่อลดปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้บริหารของบริษัทกับนักลงทุนที่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO การทำ Bookbuilding นั้น จะเริ่มต้นด้วยการที่ผู้ประกันการจำหน่าย (Underwriter) พร้อมด้วยผู้บริหารของบริษัทที่ออกหุ้น IPO ทำการส่งเสริมการขาย (Road Show) หุ้น IPO ของกิจการให้แก่แก่นักลงทุนที่มีแนวโน้มสนใจของซื้อหุ้นของบริษัท ในช่วงของการส่งเสริมการขายนี้ ทางผู้ประกันการจำหน่ายจะตั้งช่วงราคาที่เหมาะสมที่จะเป็นของหุ้น IPO และทำการสอบถามถึงจำนวนหุ้นที่นักลงทุนสนใจจะซื้อในแต่ละช่วงระดับราคา เมื่อผู้ประกันการจำหน่ายและผู้บริหารของกิจการได้รับข้อมูลเกี่ยวกับอุปสงค์ของตลาดที่จะมีต่อหุ้นของตนแล้ว ก็จะนำไปสู่การตั้งราคาของเพื่อจัดจำหน่ายให้แก่แก่นักลงทุนต่อไป โดยการตั้งราคาของต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงที่นักลงทุนยินดีจะจ่ายนั้นเป็นสิ่งจำเป็นภายใต้ทฤษฎีนี้ เพื่อเป็นสิ่งตอบแทนให้กับแก่นักลงทุนในการที่เปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับราคาและความต้องการหุ้น IPO ในแต่ละระดับราคา เพราะหากนักลงทุนเปิดเผยจำนวนและราคาหุ้น IPO ที่ตนต้องการซื้อแล้วผู้ประกันการจำหน่ายทบทวน และตั้งราคาสูงสุดตามที่นักลงทุนยินดีจะจ่ายนั้น นักลงทุนที่ยินดีเปิดเผยข้อมูลก็จะไม่ได้อะไรเป็นผลตอบแทนก็จะนำไปสู่การไม่ให้ความร่วมมือในการให้ข้อมูลโดยอาจไม่เข้าร่วมหรือให้ข้อมูลที่เป็นเท็จ

การประยุกต์ทฤษฎีมาใช้ในประเทศไทย

จากข้างต้น ได้อธิบายถึงทฤษฎีที่ใช้ในการอธิบายถึงราคาเสนอขายของหุ้น IPO ซึ่งส่วนใหญ่จะต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง และนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงผิดปกติของการลงทุนในหุ้น IPO ทฤษฎีดังกล่าวล้วนมีสมมติฐานที่สำคัญเกี่ยวกับปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้บริหารของบริษัทกับแก่นักลงทุนภายนอก หรือแม้กระทั่งแก่นักลงทุนภายนอกด้วยกันเองที่มีทั้งแก่นักลงทุนรายใหญ่ที่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO และแก่นักลงทุนรายย่อยที่ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO

เมื่อเป็นดังนี้ทฤษฎีเหล่านี้ น่าจะเหมาะสมกับการนำมาอธิบายผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น IPO ของประเทศกำลังพัฒนา เช่น ประเทศไทย เพราะแก่นักลงทุนกลุ่มที่ใหญ่ที่สุดในประเทศกำลังพัฒนาส่วนใหญ่เป็นแก่นักลงทุนรายย่อยซึ่งมีแนวโน้มจะก่อให้เกิดปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันมากที่สุด นอกจากนี้มาตรฐานการกำกับดูแลตลอดจนความโปร่งใสของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศกำลังพัฒนานั้นอาจยังไม่ครอบคลุมครบทุกด้าน ดังจะเห็นได้จากข่าวเกี่ยวกับการปั่นหุ้น และการจงใจเปิดเผยข้อมูลอันเป็นเท็จหรือบิดเบ่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับฐานะการเงินของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งมีออกมาอย่างแพร่หลาย บ้างก็ต่าง ๆ เหล่านี้ล้วนแล้วแต่มีผลให้ปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้ที่เกี่ยวข้องกับการจำหน่ายหลักทรัพย์ให้แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรกในประเทศกำลังพัฒนานั้นมีมากขึ้น



ยิ่งไปกว่านั้นทฤษฎีเหล่านี้ยังสามารถนำมาประยุกต์ใช้ในการอธิบายวัฏจักรของการทำ IPO จะเห็นได้ว่า ช่วงภาวะเศรษฐกิจกำลังจะขยายตัว ดัชนีตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอยู่ในระดับสูงและมีปริมาณการซื้อขายมากเป็นผลให้มีจำนวนบริษัทยื่นขอเสนอขายหุ้น IPO เพื่อเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เพิ่มมากขึ้น ดังเช่นในปี พ.ศ.2555-2557 มีจำนวนหุ้น IPO เพิ่มขึ้นจาก 18 บริษัท เป็น 36 บริษัท ในทางกลับกันเมื่อเศรษฐกิจอยู่ในภาวะชะลอตัว ดัชนีตลาดหลักทรัพย์อยู่ในระดับต่ำ และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์น้อยจะมีบริษัทจำนวนไม่มากที่ตัดสินใจทำ IPO เช่น ในปี พ.ศ.2541 และ พ.ศ.2542 ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับผลกระทบจากวิกฤติการณ์การเงินมีจำนวนหุ้น IPO เพียง 1 และ 0 บริษัทตามลำดับ คำอธิบายที่เป็นไปได้ของวัฏจักรดังกล่าวคือ ในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจไม่ดี ความไม่แน่ใจเกี่ยวกับอนาคตของกิจการจะสูงกว่าช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจดี อันทำให้ปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันเพิ่มมากขึ้นจนถึงระดับที่ขัดขวางการระดมทุนจากตลาดหลักทรัพย์

งานวิจัยส่วนใหญ่ที่ทำการศึกษาดังทฤษฎีเหล่านี้ มักใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐอเมริกา อังกฤษ และญี่ปุ่น ดังนั้น การศึกษาดังทฤษฎีเหล่านี้โดยใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยน่าจะเป็นประโยชน์อย่างมาก เพราะเป็นการเพิ่มเติมผลการศึกษาในตลาดใหม่ซึ่งยังไม่มีผู้ได้ศึกษามากนัก ตลอดจนประเทศไทยซึ่งนับเป็นหนึ่งในประเทศกำลังพัฒนานั้นน่าจะประสบปัญหาการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันมากกว่าประเทศพัฒนาแล้ว ดังนั้น ผลการวิจัยจากข้อมูลของประเทศไทย จึงน่าที่จะใช้ทดสอบถึงความถูกต้องของทฤษฎีเหล่านี้ได้เป็นอย่างดี

ผลการวิจัยเชิงประจักษ์

นักวิจัยหลายๆ ท่าน ได้แก่ Loughran, Ritter and Rydkqvist (1994), Ritter (1998) และ Jenkinson and Ljungqvist (2001) ได้ศึกษาถึงผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้น IPO ของตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งทั่วโลกและค้นพบว่า นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติในทุกตลาดที่ศึกษา สำหรับของประเทศไทย Koo-Smith and Wethayavorn (1991), Lonkani (2000) และ Vithessonthi (2008) ได้ศึกษาหุ้น IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่าง ปี ค.ศ. 1988 - 1989, 1987 - 1997 และ 2000 - 2005 ตามลำดับ และค้นพบผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติเช่นเดียวกับผลการศึกษาในต่างประเทศ จะเห็นได้ว่าผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติของการลงทุนในหุ้น IPO หรือการตั้งราคาของของหุ้น IPO ที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้น เป็นปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์เกือบทั่วโลกโดยมิได้เป็นเฉพาะในบางประเทศหรือบางช่วงเวลาเท่านั้น

จากข้างต้นของบทความได้นำเสนอทฤษฎีที่นักวิชาการและนักวิจัยการเงินได้พยายามนำมาอธิบายปรากฏการณ์ผลตอบแทนสูงผิดปกติจากการลงทุนในหุ้น IPO โดยทฤษฎีที่นำเสนอนี้ได้พัฒนาภายใต้สมมติฐานที่สำคัญคือ การที่ผู้เกี่ยวข้องในการจำหน่ายหุ้น IPO มีข้อมูลข่าวสารไม่เท่าเทียมกัน ดังนั้น เพื่อให้สอดคล้องกันในหัวข้อนี้จะนำเสนอผลการวิจัยเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวกับการมีข้อมูลที่ไม่เท่ากัน โดยจะนำเสนอ 2 ลักษณะดังนี้ 1) ผลการศึกษาของทฤษฎีที่นักลงทุนมีข้อมูลน้อยกว่าผู้บริหารของบริษัท และ 2) ผลการศึกษาของทฤษฎีที่นักลงทุนมีข้อมูลมากกว่าผู้บริหารของบริษัท อธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

1. ผลการศึกษาของทฤษฎีที่นักลงทุนมีข้อมูลน้อยกว่าผู้บริหารของบริษัท ผลการศึกษาของ Welch (1989) ค้นพบว่า บริษัทที่ขายหุ้น IPO ในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงของตลาดมีแนวโน้มจะระดมทุนอย่างมากหลังจากเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เรียบร้อยแล้ว อย่างไรก็ตาม Jegadeesh, Weinstein and Welch (1993) พบว่าผลตอบแทนในหลักทรัพย์หลังจากเข้าตลาดแล้วมีอิทธิพลต่อการออกหุ้นเพิ่มทุนเท่าๆ กับผลตอบแทนจากการจองหุ้นในช่วงการทำ IPO นอกจากนี้ Michaely and Shaw (1994) ซึ่งทดสอบทฤษฎีนี้โดยใช้วิธี Simultaneous Equation Model ไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญระหว่างผลตอบแทนจากการจองหุ้น IPO กับการออกหุ้นเพิ่มทุนภายหลังจากหุ้นของบริษัทเริ่มทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แล้ว

โดยสรุปทฤษฎีที่มีสมมติฐานว่านักลงทุนภายนอกมีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าของบริษัทน้อยกว่าผู้บริหารของบริษัทนั้นยังคงถูกท้าทายโดยผลการวิจัยเชิงประจักษ์ ดังนั้น ความสามารถของทฤษฎีนี้ในการอธิบายถึงผลตอบแทนของการลงทุนในหุ้น IPO นั้นยังคงหาข้อสรุปไม่ได้

2. ผลการศึกษาของทฤษฎีที่นักลงทุนมีข้อมูลมากกว่าผู้บริหารของบริษัท ผลการวิจัยหลายๆ งานในตลาดหลักทรัพย์เกือบทั่วโลกแสดงถึงความสามารถของทฤษฎี Winner's Curse ในการอธิบายผลตอบแทนที่สูงผิดปกติของหุ้น IPO เช่น Koh and Walter (1989) ได้ศึกษาหุ้น IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สิงคโปร์ และค้นพบว่าหุ้น IPO ที่ให้ผลตอบแทนสูงมีจำนวนผู้จองมาก ทำให้โอกาสในการได้รับการจัดสรรต่ำ และเมื่อคำนึงถึงโอกาสในการได้รับการจัดสรรแล้วผลตอบแทนในหุ้น IPO ไม่แตกต่างจากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง ผลการศึกษาหุ้น IPO ในประเทศอื่นๆ ล้วนสนับสนุนทฤษฎี Winner's Curse เช่น ประเทศอังกฤษ (Levis, 1990) ประเทศฟินแลนด์ (Keloharju, 1993) ประเทศอิสราเอล (Amihud, Hauser and Kirsh, 2003) และประเทศฝรั่งเศส (Derrien, 2005)

ในส่วนของทฤษฎี Negative Cascade นั้น Amihud, Hauser and Kirsh (2003) ได้ศึกษาหุ้น IPO ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อิสราเอล และพบว่าหุ้น IPO นั้นหากไม่มีจำนวนหุ้นที่จองซื้อเกินกว่าจำนวนหุ้นที่เสนอขายเป็นอย่างมากแล้ว ก็แทบจะไม่มีผู้จองซื้อเลย หุ้น IPO ที่มีจำนวนหุ้นที่นักลงทุนจองซื้อใกล้เคียงกับจำนวนหุ้นที่เสนอขายนั้นมีจำนวนน้อยมาก

สำหรับทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการใช้วิธี Bookbuilding ของผู้บริหารบริษัท และผู้ประกั้นการจำหน่าย เพื่อรวบรวมข้อมูลอุปสงค์ในหุ้น IPO จากนักลงทุนนั้นได้รับการสนับสนุน และปรากฏในงานวิจัยหลายๆ งาน เช่น Hanley (1993) ได้ศึกษาหุ้น IPO ที่มีการทำ Bookbuilding ในประเทศสหรัฐอเมริกา และพบว่าหากผู้ประกั้นการจำหน่ายได้ข้อมูลว่านักลงทุนมีความต้องการหุ้น IPO นั้นเป็นอย่างมากและยินดีให้ราคาสูงกับหุ้น IPO เหล่านั้น ผู้ประกั้นการจำหน่ายจะปรับเพิ่มราคาจองให้สูงขึ้น แต่ผู้ประกั้นการจำหน่ายจะไม่ปรับราคาจองให้เต็มที่เท่ากับราคาที่นักลงทุนยินดีจะจ่าย ดังนั้น หุ้น IPO ที่มีการปรับราคาจองเพิ่มขึ้นหลังจากการทำ Bookbuilding จะให้ผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่าหุ้น IPO ที่ไม่มีการปรับราคาจองขึ้น โดยการตั้งราคาจองให้ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงนั้น เพื่อเป็นการตอบแทนให้แก่นักลงทุนที่ยินดีเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหุ้น IPO

Cornelli and Goldreich (2002) พบว่า นักลงทุนสถาบันซึ่งน่าจะมีข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO จะจองซื้อหุ้น IPO ที่ให้ผลตอบแทนสูง และมีแนวโน้มที่ผู้ประกั้นการจำหน่ายจะลำเอียงในการจัดสรรหุ้น IPO เหล่านี้ให้กับนักลงทุนสถาบันที่เปิดเผยข้อมูลในช่วงการทำ Bookbuilding

กล่าวโดยสรุปจากงานวิจัยที่ศึกษาในตลาดหลักทรัพย์หลายตลาดเกือบทั่วโลกพบว่า ทฤษฎีที่ถูกพัฒนาขึ้นจากสมมติฐานที่ว่านักลงทุนมีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO มากกว่าผู้บริหารกิจการนั้น สามารถอธิบายผลตอบแทนของการลงทุนในหุ้น IPO ได้เป็นอย่างดี โดยเฉพาะอย่างยิ่งทฤษฎี Winner's Curse และทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการทำ Bookbuilding สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น เมื่อพิจารณาถึงความไม่สมมาตรของข้อมูล นักลงทุนรายย่อยมักจะถูกมองว่าเป็นกลุ่มที่ได้รับข้อมูลข่าวสารไม่เท่าเทียมกัน จึงสอดคล้องกับทฤษฎี Winner's Curse

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

ผลตอบแทนที่สูงผิดปกติของการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้กับประชาชนเป็นครั้งแรก (Initial Public Offering: IPO) หรือปรากฏการณ์ที่ราคาเสนอขายหุ้น IPO วันแรกสูงกว่าราคาของซื้อเป็นปรากฏการณ์ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งทั่วโลก รวมถึงประเทศไทย ผลตอบแทนที่สูงของหุ้น IPO ดังกล่าวสะท้อนถึงการที่ผู้บริหารกิจการขายหุ้นของตนในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริง การยินยอมลดสัดส่วนความเป็นเจ้าของของผู้ถือหุ้นเดิมโดยขายหุ้นให้กับนักลงทุนภายนอกในราคาที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็นนั้น ไม่น่าจะเป็นพฤติกรรมที่สมเหตุสมผล แต่ผลการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์หลายแห่งทั่วโลกกลับยืนยันถึงพฤติกรรมนี้

นักวิชาการได้พยายามพัฒนาทฤษฎีต่างๆ ขึ้นมา เพื่ออธิบายปรากฏการณ์ดังกล่าว โดยทฤษฎีที่สามารถอธิบายผลตอบแทนของหุ้น IPO ได้เป็นอย่างดีนั้น ส่วนใหญ่จะเป็นทฤษฎีที่พัฒนาขึ้นจากสมมติฐานที่ว่าผู้บริหารกิจการมีข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของหุ้น IPO น้อยกว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์

ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยนั้นจัดได้ว่าอยู่ในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) ซึ่งน่าจะประสบปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลทั้งระหว่างเจ้าของกิจการกับนักลงทุน และนักลงทุนรายใหญ่กับนักลงทุนรายย่อย ทฤษฎีที่ใช้อธิบายผลตอบแทนของการลงทุนในหุ้น IPO ที่พัฒนาจากสมมติฐานการมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกันน่าจะเหมาะสมที่จะนำมาประยุกต์ใช้กับประเทศไทยอย่างไรก็ดี ในการประยุกต์ใช้ทฤษฎีเหล่านี้ นักวิจัยจำเป็นต้องคำนึงถึงปัจจัยอื่น ซึ่งอาจใช้อธิบายผลตอบแทนของการลงทุนในหุ้น IPO ได้ สภาพคล่องของหุ้นนับได้ว่าเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญเป็นอย่างมากกับบริษัท หากหุ้นของบริษัทมีสภาพคล่องหลังเข้าจดทะเบียนในตลาดสูงจะทำให้หุ้นของบริษัทเป็นที่สนใจของนักวิเคราะห์และนักลงทุน ทำให้หากบริษัทต้องการระดมทุนต่อไปในอนาคตก็จะทำได้ง่ายขึ้น วิธีการหนึ่งในการเพิ่มสภาพคล่องของกิจการคือ การมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นจำนวนมาก การมีผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นจำนวนมากจะทำให้มีปริมาณการซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์สูง อันเป็นการเพิ่มสภาพคล่องให้กับหุ้นของกิจการ การขายหุ้นของกิจการในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงจะดึงดูดนักลงทุนจำนวนมากให้เข้ามาจองซื้อหุ้นของกิจการ ดังนั้น กิจการจึงสามารถเลือกที่จะกระจายหุ้นของตนให้นักลงทุนถือจำนวนมากไม่ให้เกิดจุกตัวอยู่ในนักลงทุนขนาดใหญ่เพียงไม่กี่ราย

ในทางกลับกัน อาจเป็นไปได้ว่าผลตอบแทนที่สูงของหุ้น IPO นั้นเกิดขึ้น เพื่อชดเชยความเสี่ยงเกี่ยวกับสภาพคล่องหลังเข้าตลาดของบริษัท เนื่องจากหุ้นของบริษัทที่ทำ IPO นั้น ไม่เคยมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มาก่อน ดังนั้น นักลงทุนจึงไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับสภาพคล่องของกิจการ จึงต้องการผลตอบแทนที่สูงในการลงทุนในหุ้น IPO หากแนวคิดนี้ถูกต้องหุ้น IPO ที่มีสภาพคล่องหลังเข้าตลาดต่ำน่าจะถูกตั้งราคาเสนอขายให้ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงมากกว่าหุ้น IPO ที่มีสภาพคล่องหลังเข้าตลาดสูง แนวคิดเหล่านี้ยังเป็นประเด็นที่นักวิจัยควรให้ความสนใจและทำการศึกษาต่อไป

นอกจากทฤษฎีเกี่ยวกับความไม่สมมาตรของข้อมูลแล้วนักวิจัยอื่นยังได้มีการพัฒนาทฤษฎีที่มีสมมติฐานเกี่ยวกับความไม่มีเหตุผลของนักลงทุนอีก เช่น Derrien (2005) ได้เสนอแนวคิดที่นักลงทุนรายย่อยในตลาดหลักทรัพย์จะประเมินมูลค่าหุ้น IPO สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ในช่วงที่ภาวะเศรษฐกิจดีอันอาจเป็นผล เนื่องมาจากการมองโลกในแง่ดีเกินไป (Overoptimistic) เกี่ยวกับอนาคตของบริษัท ผู้ประกอบการจำหน่ายนั้นจะแสวงหาประโยชน์จากพฤติกรรมนี้โดยขายหุ้น IPO ในราคาที่สูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง แต่ยังต่ำกว่ามูลค่าที่ นักลงทุนในตลาดยินดีที่จะจ่าย ดังนั้น หุ้น IPO เหล่านี้จึงมีผลตอบแทนที่สูงกว่าปกติ การทดสอบแนวคิดนี้จำเป็นต้องใช้ข้อมูลเกี่ยวกับราคาในระยะยาวภายหลังจากหุ้น IPO เหล่านี้เข้าตลาดหลักทรัพย์แล้ว เพราะในระยะยาวนักลงทุนจะค่อยๆ ปรับการประเมินมูลค่าหุ้น IPO เหล่านี้เข้าสู่มูลค่าที่แท้จริง อันจะนำไปสู่การมีผลตอบแทนในระยะยาวที่น้อยกว่าปกติ การทดสอบแนวคิดเหล่านี้ยังเป็นที่น่าสนใจสำหรับนักวิจัยในอนาคตต่อไป

จะเห็นได้ว่านอกจากทฤษฎีที่พัฒนาขึ้นจากสมมติฐานการมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันแล้ว ยังมีปัจจัยอื่นที่เป็นไปได้ว่าจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่นักลงทุนต้องการในการลงทุนในหุ้น IPO ดังนั้น หากนักวิจัยต้องการทดสอบความสามารถของทฤษฎีต่างๆ ในการอธิบายผลตอบแทนของหุ้น IPO นักวิจัยจำเป็นต้องควบคุมปัจจัยอื่นๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของการลงทุนในหุ้น IPO เช่น สภาพคล่อง เพื่อให้ผลการวิจัยนั้นมีความเที่ยงตรงมากที่สุด

เอกสารอ้างอิง

- Allen, F., Faulhaber, G., (1989). Signaling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23, 303-324.
- Amihud, Y., Hauser, S., Krish, A., (2003). Allocations, adverse selection, and cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange. *Journal of Financial Economic*, 68, 137-158.
- Benvenitst, L., Spindt, P., 1989. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*, 24, 343-362.
- Chemmanur, T., (1993). The pricing of initial public offers: A dynamic model with information production. *Journal of Finance*, 48, 285-304.
- Cornelli, F., Goldreich, D., (2002). Boobuilding: How informative is the order book? *Working paper, London Business School*.
- Derrien, F., (2005). IPO pricing in "Hot" market conditions: Who leaves money on the table? *Journal of Finance*, 60, 487-521.
- Hanley, K., (1993). The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon. *Journal of Financial Economics*, 34, 231-250.
- Jegadeesh, N., Weinstein, M. and Welch, I., (1993). An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 34, 153-175.
- Jenkinson, T., Ljungqvist, A., (2001). *Going public*, Oxford University Press, England.
- Keloharju, M., (1993). The winner's cure, legal liability, and the long-term price performance of initial public offerings in Finland. *Journal of Financial Economics*, 34, 251-277.



- Koh, F., Walter, T., (1989). A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues. *Journal of Financial Economics*, 23, 251-272.
- Koo-smith, Y., Wethyavivorn, K., (1991). Initial public offers in Thailand, 1988-1989 : price and returns patterns. *Pacic-Basin Capital Markets Research*, 2, 379-394.
- Lee, P.J., Taylor, S., L., Walter, T., S., (1996). Australian IPO pricing in the short and long run. *Journal of Banking & Finance*, 20, 1189-1210.
- Levis, M., (1990). The winners curse problem, interest costs and the underpricing of initial public offerings. *Economic Journal*, 100, 76-89.
- Loughran, T., Ritter, J.R., Rydqvist, K., (1994). Initial public offerings: international insights. *Pacic-Basin Finance Journal*, 2, 165-199.
- Loukani, Ravi, (2000). Information Acquisition and Dissemination of the Initial Public of Offerings: The Base of the Thai Stock Market: *JDBA Doctoral Dissertation*. Chulalongkorn University. Bangkok. Thailand.
- Michaely, R. and Shaw, W.H., (1994). The pricing of initial public offerings: Tests of adverse selection and signaling theories. *Review of Financial Studies*, 7, 279-319.
- Ritter, J.R. and Welch, I., (2002). A review of IPO activity, pricing and allocations. *Journal of Finance*, 57, 1795-1827.
- Ritter, J.R., (1998). Initial public offerings. *Contemporary Finance Digest*, 2, 5 - 30.
- Rock, K., (1986). Why new issues are underpriced? *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.
- Vithessonthi, Chaiporn. (2008). The Short-run Performance of Initial Public Offerings. An Experience Study for Thailand. *The Business Review*, Cambridge, 9, 48-54.
- Welch, I., (1989). Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Finance*, 44, 421-449.
- Welch, I., (1992). Sequential sales, learning and cascades. *Journal of Finance*, 47, 695-732.