

แนวคิดการตั้งราคา  
หุ้นเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก  
Concept of Pricing Initial Public Offering Stocks

จิโรจน์ บุรณศิริ<sup>1</sup>

Jiroj Buranasiri

**บทคัดย่อ**

ปรากฏการณ์การตั้งราคาหุ้นสามัญเสนอขายแก่ประชาชนครั้งแรกหรือหุ้นไอพีโอไว้ค่อนข้างถูกเพื่อเปิดโอกาสให้นักลงทุนสามารถนำหุ้นดังกล่าวมาขายเมื่อมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์วันแรกและได้รับอัตราผลตอบแทนสูงมากถือว่าเป็นปรากฏการณ์ปกติในตลาดทุน แต่ก็ทำให้เกิดข้อสงสัยว่าทำไมบริษัทที่จะเข้าจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์จึงยอมเสียประโยชน์ให้นักลงทุนได้รับกำไรมากเช่นนั้น และทำไมบริษัทถึงไม่ขายหุ้นไอพีโอในราคาสูงขึ้นเพื่อให้บริษัทได้รับประโยชน์เองบทความนี้ได้แสดงหลักฐานเกี่ยวกับผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นไอพีโอของหลายประเทศจากทวีปต่างๆ และรวบรวมสมมติฐานต่างๆ ที่พยายามอธิบายปรากฏการณ์ดังกล่าวเพื่อให้นักลงทุนได้เข้าใจถึงเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นและนำมาปรับใช้เพื่อสร้างความมั่งคั่งให้กับตนเองมากขึ้น

**คำสำคัญ:** หุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรก

**Abstract**

The phenomenon of the Initial Public Offering (IPO) stock underpricing to provide opportunity for investors to sell the stocks on the first trading day in the stock exchange for high return is quite common in the capital market. However, it brings the doubt that why the companies to be listed in the exchange sacrifice their benefit for the investors' high return and why those companies do not sell their shares at higher price for their own benefit. This article shows the evidence for IPOs' returns in various countries from different continents and summarize different hypothesis attempting to explain the phenomenon for investors to understand and to adapt for building more wealth.

**Keywords:** Initial Public Offering (IPO) stock

---

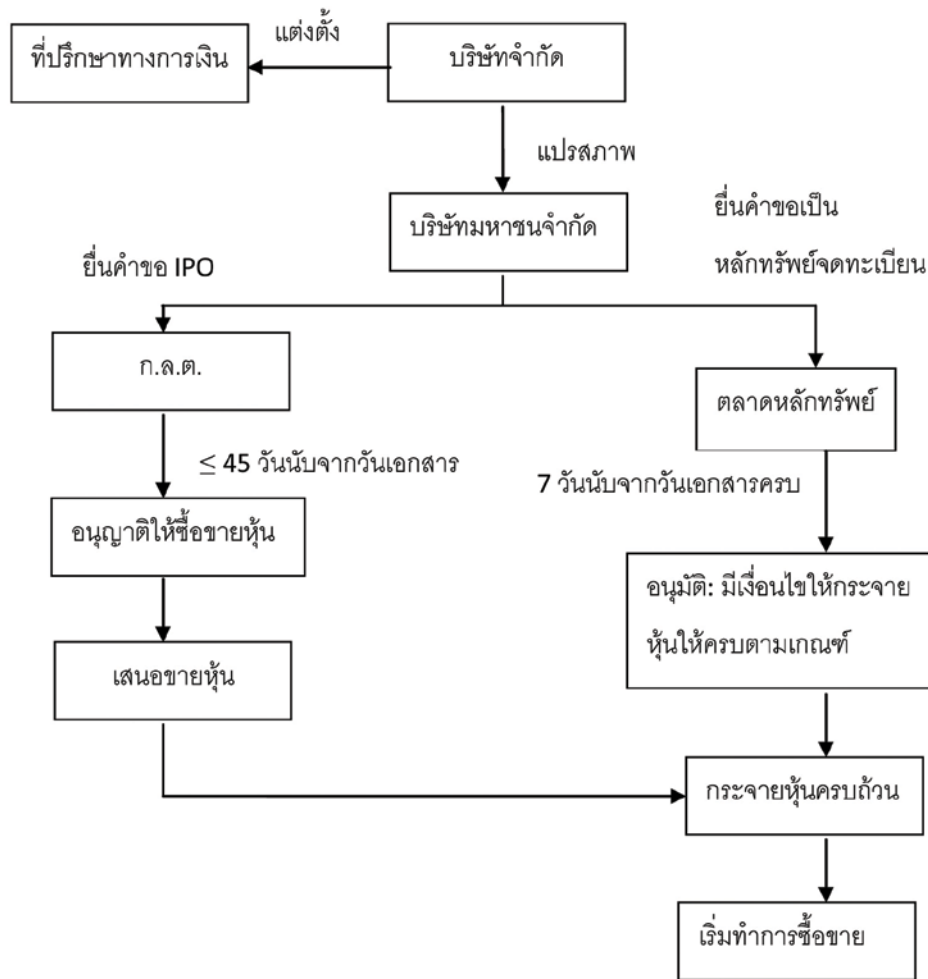
<sup>1</sup>ภาควิชาบริหารธุรกิจ คณะสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ  
สุขุมวิท 23 เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110

## บทนำ

หุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกหรือที่นักลงทุนมักเรียกว่า “หุ้นไอพีโอ” มาจากคำพ้องภาษาอังกฤษ IPO ซึ่งมีคำเต็มว่า Initial Public Offering เป็นหุ้นที่บริษัทเสนอขายให้ประชาชนทั่วไปครั้งแรกและไม่เคยมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มาก่อน การขายหุ้นดังกล่าวเป็นการระดมทุนให้บริษัทที่ออกหุ้นเพื่อมาใช้สำหรับทำธุรกิจ และเปิดโอกาสให้คนทั่วไปมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของบริษัทด้วย สิ่งที่นักลงทุนทั่วไปให้ความสนใจต่อหุ้นไอพีโอคือ โดยเฉลี่ยแล้วการลงทุนในหุ้นดังกล่าวจะให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าทั้งการลงทุนในหุ้นที่ออกเพิ่มเติมที่หลังและการลงทุนในหุ้นที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์อยู่แล้ว แม้ว่าจะมีโอกาสขาดทุนบ้างในบางครั้งแต่ก็เป็นสัดส่วนที่น้อยมาก ในวงการการลงทุนถือว่าเป็นการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนที่สูงผิดปกติว่าการลงทุนอื่นๆ หากมองอีกนัยหนึ่งก็คือเพราะวณิชธนกิจนำหุ้นไอพีโอมาขายให้แก่ักลงทุนทั่วไปในราคาสูงกว่ามูลค่าที่ควรเป็นหรือ Underpricing จึงส่งผลให้ราคาหุ้นไอพีโอเพิ่มขึ้นมากเมื่อนำเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในวันแรกทำให้นักลงทุนได้กำไรจากการลงทุนสูงมากนั่นเอง

## ขั้นตอนการนำหุ้นเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกออกขาย

เพื่อให้เข้าใจถึงหุ้นไอพีโออย่างชัดเจน ควรเข้าใจขั้นตอนการนำหุ้นไอพีโอเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์เสียก่อน รูปภาพที่ 1 แสดงขั้นตอนดังกล่าว เริ่มจาก 3-6 เดือนก่อนยื่นคำขอจดทะเบียนเป็นหุ้นที่ซื้อขายได้ในตลาดหลักทรัพย์ บริษัทที่จะออกหุ้นไอพีโอต้องศึกษากฎระเบียบข้อมูลที่เกี่ยวข้องและแต่งตั้งบริษัทที่ปรึกษาทางการเงิน โดยที่ปรึกษาทางการเงินจะตรวจสอบคุณสมบัติของบริษัทและช่วยปรับปรุงเอกสารต่างๆ ตลอดจนงบการเงินให้ถูกต้องตามหลักเกณฑ์ หลังจากนั้นจึงมีการแต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบ จากนั้นประมาณ 2-5 เดือนก่อนยื่นคำขอดังกล่าวจะต้องแปรสภาพบริษัทเป็นบริษัทมหาชนจำกัด และจัดเตรียมเอกสารเพื่อยื่นขออนุญาตหุ้นไอพีโอจากสำนักคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) รวมทั้งวางแผนการกำหนดราคาตลอดจนการจัดจำหน่ายหุ้นและประชาสัมพันธ์ และเมื่อถึงระยะ 1- 2 เดือนก่อนยื่นคำขอยกจดทะเบียนต่อตลาดหลักทรัพย์ บริษัทต้องจัดตั้งกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ แต่งตั้งนายทะเบียนหลักทรัพย์ ยื่นคำขออนุญาตขายหุ้นต่อสำนักคณะกรรมการ ก.ล.ต. ตลอดถึงเตรียมเรื่องการเยี่ยมชมกิจการและตอบข้อซักถามของสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต. และเมื่อยื่นคำขออนุญาตขายหุ้นต่อตลาดหลักทรัพย์แล้วต้องเตรียมการเรื่องการเยี่ยมชมกิจการและตอบข้อซักถามของตลาดหลักทรัพย์โดยสามารถเตรียมพร้อมกันกับส่วนของ ก.ล.ต. แล้วจึงเสนอขายแก่ประชาชนได้ และสามารถเริ่มซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ภายใน 2 วันทำการ นับจากวันที่มีการสั่งรับหลักทรัพย์จดทะเบียน



ภาพที่ 1 ขั้นตอนการนำหุ้นเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปครั้งแรกเข้าสู่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์  
ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### หลักฐานเกี่ยวกับปรากฏการณ์อัตราผลตอบแทนสูงผิดปกติของหุ้นไอพีโอ

จากงานวิจัยซึ่งรวบรวมข้อมูลในหลายประเทศพบว่า การลงทุนซื้อหุ้นไอพีโอมาขายในวันแรกที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์จะทำให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนสูงอย่างผิดปกติ ตารางที่ 1 รวบรวมอัตราผลตอบแทนของหุ้นไอพีโอที่มาจาก 32 ประเทศที่จัดทำโดยนักวิจัยต่างๆ จำนวนมาก ผลการศึกษาล้วนสนับสนุนว่าการลงทุนดังกล่าวให้อัตราผลตอบแทนที่สูงผิดปกติจริง ทั้งนี้การศึกษาในประเทศซาอุดีอาระเบียพบว่าโดยเฉลี่ยแล้วหุ้นไอพีโอจำนวน 76 หุ้น

ที่ทำการศึกษาในช่วง ค.ศ.2003 ถึง 2010 ให้ผลตอบแทนถึง 264.50% ส่วนประเทศที่มีอัตราผลตอบแทนจากหุ้นไอพีโอต่ำสุด คือประเทศอาร์เจนติน่าโดยมีค่าเฉลี่ยวัดจากหุ้นไอพีโอจำนวน 20 หุ้น ระหว่างปี ค.ศ.1991 ถึง ค.ศ. 1994 ที่ 4.4% ส่วนประเทศไทย ผลการศึกษาจากหุ้นไอพีโอทั้งหมด 459 หุ้น พบว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากการลงทุนเพื่อขายในวันที่หุ้นเข้าตลาดวันแรกในช่วงระหว่างปี ค.ศ.1987 ถึง ค.ศ.2007 เท่ากับ 36.6%

**ตารางที่ 1** ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจนถึงวันซื้อขายในตลาดวันแรกของหุ้นไอพีโอ ใน 32 ประเทศ

ประเทศ	ผู้เก็บข้อมูล	จำนวนหุ้นไอพีโอ	ระยะเวลา	อัตราผลตอบแทนเฉลี่ย
<b>ทวีปเอเชีย</b>				
จีน	Chen, Choi, & Jiang; Jia & Zhang	2,102	1990-2010	137.40%
ฮ่องกง	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist & Yu; Fung, Gul, and Radhakrishnan; Ritter	1,259	1980-2010	15.40%
อินเดีย	Marisetty and Subrahmanyam; Ritter	2,964	1990-2011	88.50%
อินโดนีเซีย	Suherman	441	1990-2013	25.00%
ญี่ปุ่น	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway	3,136	1970-2011	40.20%
จอร์แดน	Al-Ali and Braik	53	1999-2008	149.00%
เกาหลีใต้	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo; Mosharian & Ng; Cho; Joh; Ritter	1,593	1980-2010	61.60%
มาเลเซีย	Isa; Isa & Yong; Yong; Ma	413	1980-2009	62.6%
ซาอุดีอาระเบีย	Al-Anazi, Forster, & Liu	76	2003-2010	264.50%
สิงคโปร์	Lee, Taylor & Walter; Dawson; Ritter	591	1973-2011	26.10%
ศรีลังกา	Samarakoon	105	1987-2008	33.50%
ไทย	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat; Ekkayokkaya and Pengniti	459	1987-2007	36.60%

## ตารางที่ 1 (ต่อ)

ประเทศ	ผู้เก็บข้อมูล	จำนวนหุ้น ไอพีโอ	ระยะเวลา	อัตราผล ตอบแทนเฉลี่ย
<b>ทวีปออสเตรเลีย</b>				
ออสเตรเลีย	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham; Ritter	1,562	1976-2011	21.80%
นิวซีแลนด์	Vos & Cheung; Camp & Munro; Ritter	214	1979-2006	20.30%
<b>ทวีปอเมริกาเหนือ</b>				
แคนาดา	Jog & Riding; Jog & Srivastava; Kryzanowski, Lazrak & Rakita; Ritter	696	1971-2010	6.70%
สหรัฐอเมริกา	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	12,496	1960-2013	16.90%
<b>ทวีปอเมริกาใต้</b>				
อาร์เจนติน่า	Eijgenhuijsen & van der Valk	20	1991-1994	4.4%
บราซิล	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito; Ushisima	275	1979-2011	33.10%
<b>ทวีปแอฟริกา</b>				
โมร็อกโก	Alami Talbi	19	2004-2007	47.20%
แอฟริกาใต้	Page & Reyneke; Ali, Subrahmanyam & Gleason; Ritter	285	1980-2007	18.00%
<b>ทวีปยุโรป</b>				
กรีซ	Nounis, Kazantzis & Thomas; Thomadakis, Gounopoulos & Nounis	373	1976-2011	50.80%
ออสเตรีย	Aussenegg; Ritter	102	1971-2010	6.30%
บัลแกเรีย	Nikolov	9	2004-2007	36.50%
ไซปรัส	Gounopoulos, Nounis, and Stylianides; Chandriotis	73	1997-2011	20.30%
เดนมาร์ก	Jakobsen & Sorensen; Ritter	164	1984-2011	7.40%

## ตารางที่ 1 (ต่อ)

ประเทศ	ผู้เก็บข้อมูล	จำนวนหุ้น ไอพีโอ	ระยะเวลา	อัตราผล ตอบแทนเฉลี่ย
<b>ทวีปยุโรป</b>				
ฝรั่งเศส	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine; Ritter; Vismara	697	1983-2010	10.50%
เยอรมันนี	Ljungqvist; Rocholl; Ritter; Vismara	736	1978-2011	24.20%
อิตาลี	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi; Vismara	273	1985-2009	16.40%
โปแลนด์	Jelic & Briston; Woloszyn	309	1991-2012	13.30%
สวีเดน	Rydqvist; Schuster; de Ridder	374	1980-2011	27.20%
สวิสเซอร์แลนด์	Kunz,Drobeta, Kammer- mann & Walchli; Ritter	159	1983-2008	28.00%
ตุรกี	Kiyamaz; Durukan; Ince; Kucukkocaoglu	355	1990-2011	10.30%
สหราชอาณาจักร	Dimson; Vismara; Levis	4,932	1959-2012	16.00%

ที่มา: ปรับปรุงจาก Loughran, Ritter, Rydqvist (2014) Initial Public Offerings:  
International Insights

### ทฤษฎีการเงินในการกำหนดราคาขายหุ้นสามัญ

ทฤษฎีทางการเงินที่ว่าด้วยการกำหนดราคาสินทรัพย์ทางการเงินอธิบายว่ามูลค่าสินทรัพย์ทางการเงินก็คือมูลค่าปัจจุบันที่มาจากกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับจากสินทรัพย์นั้น (Keown, Martin, Petty and Scott. 2005: 234) ดังนั้นมูลค่าหุ้นสามัญคือมูลค่าปัจจุบันจากกระแสเงินสดที่ได้รับจากหุ้นสามัญในอนาคต ซึ่งสามารถอธิบายในสูตรคณิตศาสตร์ตามสมการได้ดังนี้

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} \quad \dots\dots (1)$$

โดย  $V_0$  คือ มูลค่าหุ้นสามัญ ณ ปัจจุบัน

$CF_i$  คือ กระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับจากการถือหุ้นสามัญ ณ เวลา  $i$

$r$  คือ อัตราคิดลดที่เหมาะสม

หากหุ้นสามัญถูกตั้งราคาที่มีมูลค่าตามสูตรซึ่งสะท้อนถึงมูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดจากหุ้นแล้ว ราคาซื้อขายผ่านตลาดหลักทรัพย์ในวันแรกก็ไม่ควรเพิ่มขึ้นสูงกว่าราคาที่ว่าฉันทกิจเสนอขายให้ลูกค้าของตนมากอย่างมาและมีนัยสำคัญทางสถิติ เพราะภายในระยะเวลาสั้นมากนี้ ปัจจัยต่างๆในทฤษฎีดังกล่าวยังแทบไม่มีการเปลี่ยนแปลง ดังนั้นราคาที่เสนอขายแก่นักลงทุนจึงน่าจะมีประเด็นอื่น เช่น ด้านการตลาด เข้ามาเกี่ยวข้องด้วย ซึ่งการตั้งราคามีการคำนึงถึงเรื่องต่างๆ ได้แก่ สภาพตลาด การแข่งขัน และการตัดสินใจทางการเงินเพื่อการทำกำไรอย่างยั่งยืนของบริษัท (วิทยา จารุพงศ์โสภณ. 2556: 1-2) โดยในตลาดการเงินนั้น การแข่งขันของวาณิชธนกิจอาจทำให้มีการตั้งราคาเพื่อเอาใจลูกค้านักลงทุน

### สมมติฐานว่าด้วยสาเหตุที่ต้องตั้งราคาหุ้นไอพีโอให้ต่ำ

นักวิจัยพยายามหาเหตุผลต่างๆ มาอธิบายปรากฏการณ์ขายหุ้นไอพีโอแก่นักลงทุนในราคาถูก ซึ่งสามารถสรุปเหตุผลตามสมมติฐานของนักวิจัยได้ดังนี้

#### 1. กลุ่มเหตุผลที่เกี่ยวกับการลดความเสี่ยงของวาณิชธนกิจ ประกอบด้วย

##### 1.1 สมมติฐานวาณิชธนกิจเลี่ยงความเสี่ยง (Risk Averse Underwriter)

สมมติฐานนี้อธิบายว่า การตั้งราคาหุ้นไอพีโอไว้ถูกกว่ามูลค่าที่แท้จริงเกิดจากความพยายามของวาณิชธนกิจในการลดความเสี่ยงที่อาจขายหุ้นให้บริษัทลูกค้าได้ไม่หมด เนื่องจากการตั้งราคาให้ถูกจะช่วยให้อาจขายหุ้นสามัญแก่ลูกค้านักลงทุนได้ง่าย แต่ทฤษฎีนี้ก็มีผู้แย้งว่าทำไมบริษัทที่ออกหุ้นจึงยอมที่จะเสียเปรียบเช่นนั้น (Seha: 1988: 791)

##### 1.2 สมมติฐานค่าประกันภัย (Insurance Premium Theory)

สำหรับทฤษฎีนี้ ส่วนลดของราคาเสนอขายให้ผู้จองหุ้นเสนอขายแก่ประชาชนครั้งแรกเปรียบเสมือนค่าเบี้ยประกันภัยของวาณิชธนกิจนั่นเอง เนื่องจากมีกฎหมายและกฎต่างๆ ที่บังคับให้วาณิชธนกิจต้องเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นไอพีโออย่างเพียงพอให้นักลงทุนทราบ เพื่อให้การตัดสินใจลงทุนเป็นไปอย่างยุติธรรม ไม่ได้ตัดสินใจซื้อเพราะโดนหลอก ทั้งนี้ในทางปฏิบัติเมื่อนักลงทุนขาดทุนก็อาจกล่าวหาวาณิชธนกิจว่ามีการเปิดเผยข้อมูลผิดๆ หรือไม่เพียงพอทำให้ตัดสินใจผิดพลาด ทำให้มีการฟ้องร้องค่าเสียหายเกิดขึ้น เพื่อลดปัญหาดังกล่าว วาณิชธนกิจจึงตั้งราคาของหุ้นไอพีโอให้ถูกไว้ก่อนเพื่อลดมูลค่าและโอกาสการขาดทุนของ

นักลงทุน ซึ่งเป็นการลดโอกาสการโดนฟ้องคดีในเรื่องดังกล่าว กรณีมีการฟ้องร้องและ  
 พาณิชย์จนเกิดแพคดีก็จะต้องเสียค่าปรับในวงเงินที่สูงเพราะมูลค่าความเสียหายที่เกิดต่อ  
 นักลงทุนต่ำ (Seha: 1988: 797-798) ทั้งนี้อาจพบสมมติฐานนี้ในชื่อว่าสมมติฐานการเลี่ยงการ  
 โดนฟ้องร้องทางกฎหมาย (The lawsuit avoidance hypothesis)

### 1.3 สมมติฐานการรักษาชื่อของพาณิชย์กิจ

Beatty and Ritter (1986: 213-232) ระบุว่ากาหนดราคาของหุ้นเสนอ  
 ขายแก่นักลงทุนครั้งแรกที่ไม่เหมาะสม ไม่ว่าจะแพงเกินไปหรือถูกเกินไป จะสร้างความเสียหาย  
 แก่ชื่อเสียงของพาณิชย์กิจและส่งผลให้ส่วนแบ่งตลาดลดลง พาณิชย์กิจที่มีชื่อตระหนักถึงชื่อ  
 ของบริษัทในอนาคต การขายหุ้นที่เสนอขายต่อประชาชนครั้งแรกแพงจะทำให้ชื่อของบริษัทใน  
 สายตานักลงทุนแย่ เมื่อต้องนำหุ้นของบริษัทใหม่อื่นๆเสนอขายแก่ลูกค้าอีกก็จะหาลูกค้ามาซื้อ  
 ยากมาก เพราะลูกค้าเข็ดขยาดจากการซื้อหุ้นราคาแพงในครั้งก่อน ส่วนพาณิชย์กิจที่นำหุ้นมา  
 เสนอขายในราคาถูกก็จะทำให้บริษัทที่ออกหุ้นไม่ยอมใช้บริการเพราะจะทำให้ต้นทุนทางการเงิน  
 สูงนั่นเอง บริษัทที่พยายามรักษาชื่อเสียงของตนจึงพยายามตั้งราคาหุ้นใหม่ให้ใกล้เคียงค่า  
 ที่แท้จริง

ดังนั้นการเสนอขายหุ้นในราคาถูกจึงน่าจะมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างชื่อเสียงให้  
 พาณิชย์กิจต่อทางลูกค้าในสวนนักลงทุนนั่นเอง และเมื่อมีหุ้นใหม่มาขายก็จะหาลูกค้ามาซื้อ  
 ได้ไม่ยาก นอกจากนี้ยังเป็นการเก็บลูกค้าไว้เพื่อเสนอบริการทางการเงินอื่นๆ ให้อีกด้วย ในการ  
 ศึกษาของ ณัฐจิรา คณานุรักษ์ (2554) เกี่ยวกับหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง  
 ประเทศไทยซึ่งเสนอขายแก่นักลงทุนครั้งแรกระหว่าง พ.ศ.2537 ถึง พ.ศ.2547 รวมจำนวน  
 149 บริษัท พบว่าการตั้งราคาที่ไม่เหมาะสมไม่ว่าสูงหรือต่ำเกินไปส่งผลให้ส่วนแบ่งการตลาด  
 ของพาณิชย์กิจลดลง

## 2. กลุ่มเหตุผลเกี่ยวกับการได้รับข้อมูลที่ไม่เท่ากัน

การได้รับข้อมูลไม่เท่ากันมักแบ่งเป็น กรณีการมีข้อมูลไม่เท่ากันระหว่างพาณิชย์กิจ  
 และบริษัทที่ออกหุ้นไอพีโอ และ กรณีการมีข้อมูลไม่เท่ากันในกลุ่มนักลงทุนด้วยกัน สมมติฐาน  
 ในกลุ่มนี้ประกอบด้วย

2.1 สมมติฐานการมีอำนาจเหนือกว่าของพาณิชย์กิจ (Monophony Power Hypothesis)

สมมติฐานนี้ตอบคำถามว่าทำไมบริษัทลูกค้าที่ออกหุ้นไอพีโอยอมเสียเปรียบให้  
 พาณิชย์กิจขายหุ้นของตนในราคาถูก โดยอธิบายว่า เนื่องจากบริษัทลูกค้าต้องพึ่งพาณิชย์กิจ  
 เพราะทางบริษัทไม่ทราบถึงความต้องการของนักลงทุนและราคาเหมาะสมของหุ้นที่นักลงทุน  
 เต็มใจจ่าย แต่พาณิชย์กิจเข้าใจ บริษัทลูกค้าที่ต้องการออกหุ้นไอพีโอจึงต้องตอบแทนพาณิชย์  
 กิจโดยให้สิทธิขายหุ้นต่ำกว่าราคาตลาดที่พาณิชย์กิจคาด (Baron. 1982: 955-76) และให้



อำนาจในการตั้งราคาหุ้นไอพีโอต่ำกว่านิชชอนกิจ โดยวาณิชชอนกิจก็มักจะตั้งราคาจองหุ้นไอพีโอ ถูกๆ ให้ลูกค้านักลงทุนโดยเฉพาะกลุ่มลูกค้ารายใหญ่ที่ซื้อหุ้นใหม่และใช้บริการจากวาณิชชอนกิจเป็นประจำเพื่อเป็นการตอบแทน ดังนั้นยิ่งความไม่แน่นอนในตลาดมีมากขึ้น การตั้งราคาก็จะยากขึ้นตาม ความต้องการใช้บริการของวาณิชชอนกิจก็จะมากขึ้นและการตอบแทนในรูปแบบส่วนลดของราคาก็จะมากขึ้นด้วย

## 2.2 สมมติฐาน ผู้ชนะ (ผู้ได้รับสิทธิซื้อ) โดนคำสาป (Winner's Curse Hypothesis)

ในสมมติฐานนี้ ผู้ชนะหรือผู้ได้รับสิทธิซื้อหุ้นไอพีโอซึ่งเป็นกลุ่มนักลงทุนที่มีมูลน้อยกว่ามักได้รับการจัดสรรหุ้นที่เหลือหรือไม่ต้องการจากนักลงทุนที่มีข้อมูลมากกว่าเพราะกลุ่มที่มีข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นที่ออกใหม่มากกว่าก็จะคัดเลือกซื้อแต่หุ้นที่ราคาถูกจริงไปก่อน เหลือแต่หุ้นราคาแพงสำหรับนักลงทุนที่มีมูลน้อยกว่า (Rock: 1986) ดังนั้นหากวาณิชชอนกิจต้องการดึงดูดให้นักลงทุนกลุ่มที่มีมูลน้อยกว่าเข้ามาร่วมซื้อหุ้นไอพีโอด้วย ก็ต้องทำให้การลงทุนในหุ้นโดยเฉลี่ยที่ราคาถูก หรืออีกนัยคือไม่ทำให้โดยเฉลี่ยแล้วนักลงทุนขาดทุนจากการลงทุนในหุ้นไอพีโอ ทั้งนี้ Ritter (1998) ก็ได้อธิบายถึงสมมติฐานนี้ ในทำนองเดียวกัน

## 2.3 สมมติฐานตลาดย้อมแมวขาย (Lemon Market Theory)

ทฤษฎีนี้สามารถจัดเป็นกลุ่มเดียวกับทฤษฎีการได้รับข้อมูลไม่เท่ากันเช่นกัน แต่เป็นระหว่างผู้ขายและผู้ซื้อ โดยเปรียบเทียบกับตลาดที่มีการย้อมแมวขายในสมัยก่อน ทั้งนี้แมวมักถูกนำไปย้อมสีให้สวยหรือเหมือนแมวพันธุ์ดีเพื่อที่จะได้ขายง่ายขึ้นเอง อย่างไรก็ตามเมื่อผู้ซื้อนำไปเลี้ยงสักหนึ่งก็จะพบสีของแมวที่แท้จริงหลังจากสีที่ย้อมจางไป ผู้ซื้อทั่วไปจึงไม่กล้าซื้อแมวจากตลาดในราคาสูงเพราะกลัวเสียหายจากการโดนหลอก ในกรณีของการขายหุ้นไอพีโอ ผู้ขายอาจนำบริษัทที่ไม่ดีมาตกแต่งทางบัญชีให้ดูดีก่อนที่จะนำออกขาย และเนื่องจากบริษัทไม่ได้จดทะเบียนซื้อขายหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งไม่มีการเปิดเผยและวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทมาก่อนอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นจึงเป็นการยากที่จะคำนวณหามูลค่าหุ้นของบริษัทที่เหมาะสม เพื่อป้องกันความเสี่ยงนักลงทุนจึงต้องการซื้อหุ้นที่ราคาถูกจริงๆ การตั้งราคาจึงต้องมีส่วนลดมาก โดยส่วนลดนี้ก็คือต้นทุนของความไม่ซื่อสัตย์นั่นเอง (Akerlof : 1970)

## 3. กลุ่มเหตุผลเกี่ยวกับการตลาด ประกอบด้วย

### 3.1 สมมติฐานการหาข้อมูลจากตลาดในเรื่องราคาที่เหมาะสม (Market Feedback Hypothesis)

ในการพิจารณาตั้งราคาจองหุ้นไอพีโอนั้น วาณิชชอนกิจมักเชิญนักลงทุนรายใหญ่ที่เป็นลูกค้าประจำมาให้ข้อมูลความต้องการซื้อหุ้นดังกล่าวเพื่อดูความต้องการของตลาด หรือที่เรียกว่า Book-building ซึ่งจะทำได้ข้อมูลเชิงลึกทั้งในแง่ของราคาที่นักลงทุนเห็นว่าเหมาะสมและปริมาณหุ้นออกใหม่ที่นักลงทุนต้องการ การเริ่มต้นพิจารณาจากการเสนอราคาต่ำไว้ก่อนทำให้ได้รับความร่วมมือจากนักลงทุนลูกค้าประจำมาเข้าร่วมให้ข้อมูลมากขึ้น (Ritter. 1991: 8)

แม้ว่าในกรณีที่พิจารณาแล้วราคาที่เสนอตอนเริ่มต้นหาความคิดเห็นนั้นจะต่ำไปจะมีการปรับเพิ่มราคาขึ้นได้ และหากราคาแพงไปก็ปรับราคาลงได้ แต่การเริ่มต้นจากราคาต่ำก็มักทำให้ราคาจองตั้งออกมาค่อนข้างต่ำ

### 3.2 สมมติฐานรถคาราวาน (The Bandwagon Hypothesis)

เหตุผลนี้เปรียบนักลงทุนที่มาลงทุนคล้ายกับพวกที่เดินทางไปกับกองคาราวาน หากเมื่อเริ่มตั้งกองคาราวาน ดูเหมือนมีคนก็อยากจะเข้าร่วมมากก็จุดกระแสให้คนมาร่วมมากขึ้น อีกรายรวดเร็ว ในการนำเสนอหุ้นออกขายให้กับประชาชนทั่วไปครั้งแรกนั้นหากมีกระแสความสนใจในช่วงแรกสูง ก็จะทำให้มีนักลงทุนจำนวนมากแห่ออกมาจองหุ้นเพิ่มอย่างรวดเร็ว (Ritter, 1991: 8-9) แต่ถ้ากระแสความสนใจในตอนเริ่มต้นขายหุ้นดังกล่าวต่ำ ต่อให้มีข้อมูลชี้ว่าเป็นหุ้นดีน่าซื้อ นักลงทุนทั่วไปก็มักไม่สนใจ ดังนั้นวณิชธนกิจจึงมักตั้งราคาเสนอขายไว้ต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงเพื่อสร้างกระแสให้นักลงทุนเริ่มสนใจบ้าง เมื่อนักลงทุนรายอื่นเห็นก็จะอยากเข้ามาซื้อด้วยเพราะกลัวตกขบวนคาราวานการลงทุนในหุ้นใหม่นี้ การขายหุ้นใหม่จึงประสบความสำเร็จได้ไม่ยาก

### 3.3 สมมติฐานการส่งสัญญาณ (Signaling Hypothesis)

ตรรกะการขายหุ้นราคาถูกให้นักลงทุนสำหรับสมมติฐานนี้คือ เพื่อให้นักลงทุนได้กำไรและเกิดความดีใจ และเมื่อบริษัทออกหุ้นใหม่เพิ่มเติมก็จะสามารถขายให้นักลงทุนได้ไม่ยาก มีผลการศึกษาที่ให้แนวคิดสนับสนุนสมมติฐานนี้ปรากฏในงานเขียนต่างๆ ตั้งแต่อดีต เช่น การศึกษาของ (Allen and Faulhaber: 1989) และบทวิจัย (Welch: 1989) ซึ่งสรุปหุ้นที่เสนอขายให้ประชาชนครั้งแรกถูกขายในราคาถูกดึงดูดให้นักลงทุนมาซื้อหุ้นของบริษัทอีกเมื่อนำออกขายในครั้งต่อไป กลยุทธ์นี้จึงเป็นกลยุทธ์ทางการตลาดสำหรับบริษัทที่มีแผนจะระดมทุนโดยการขายหุ้นเพิ่มหลังจากที่ขายหุ้นให้ประชาชนทั่วไปในครั้งแรกนั่นเอง

## 4. กลุ่มเหตุผลเกี่ยวกับการรักษาอำนาจของเจ้าของเดิม ที่สำคัญคือ

### 4.1 สมมติฐานการกระจายผู้ถือหุ้น (The Ownership Dispersion Hypothesis)

สำหรับสมมติฐานนี้ การขายหุ้นราคาถูกมีจุดประสงค์เพื่อดึงดูดให้นักลงทุนจำนวนมากเข้ามาร่วมซื้อหุ้นและกลายเป็นเจ้าของบริษัท ทำให้เจ้าของบริษัทมาจากนักลงทุนรายย่อยที่หลากหลาย ส่งผลให้สภาพคล่องของหุ้นที่จะซื้อขายในตลาดมีมากและโอกาสที่ผู้บริหารจะโดนควบคุมน้อยลง โอกาสการถูกทำหายก็น้อยลงด้วยเพราะนักลงทุนเป็นรายย่อยและกระจัดกระจายมาก (Ritter, 1991: 10)

## 5. กลุ่มสมมติฐานว่าด้วยราคา IPO ไม่ได้ต่ำจริงแต่ราคาในตลาดรองสูงเกินจริง

สมมติฐานกลุ่มนี้ยอมรับปรากฏการณ์จากหลักฐานที่พบว่า เมื่อเทียบกับราคาจองที่วณิชธนกิจขายให้แก่นักลงทุน ราคาหุ้นไอพีโอเพิ่มขึ้นมากเมื่อเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ในวันแรก แต่ไม่ยอมรับว่าราคาจองดังกล่าวคือราคาที่ต่ำจริง สมมติฐานที่สำคัญคือ

### 5.1 สมมติฐานฟองสบู่จากการเก็งกำไร (Speculative Bubble Hypothesis)

สมมติฐานนี้อธิบายว่า หุ้นไอพีโออาจถูกตั้งราคาจองที่สะท้อนมูลค่าแท้จริงทางเศรษฐศาสตร์หรือไม่ได้ถูกตราค่าให้ถูกกว่าความเป็นจริง แต่เนื่องจากเป็นที่ต้องการของนักลงทุนจำนวนมาก จึงมีการจองซื้อหุ้นเกินจำนวนที่ออกขายจริง เมื่อไม่ได้รับจัดสรรหุ้น นักลงทุนก็จะไปซื้อหุ้นเมื่อเข้าตลาดรอง ความต้องการที่มากดังกล่าวดึงให้ราคาหุ้นในวันแรกเพิ่มขึ้นสูงกว่าราคาจองอย่างรวดเร็ว เมื่อราคาสูงกว่ามูลค่าแท้จริงและนักลงทุนทั้งหลายเริ่มตระหนัก ราคา ก็จะร่วงลง คล้ายกับฟองสบู่พองขึ้นเร็วและแตกอย่างรวดเร็ว (Seha.1988: 792) เพราะข้างในกลวงนั่นเอง

ในตลาดหุ้นประเทศกำลังพัฒนา เช่น ประเทศจีนซึ่งผลตอบแทนในหุ้นสูงกว่าร้อยละแปด (ดูตารางที่ 1) มีการศึกษาพบว่า เกิดจากการทำราคาหุ้นในตลาดรองให้สูงขึ้นโดยวณิชธนกิจนั่นเอง โดยมีการปล่อยข่าวดีต่อเนื่อง หลังจากหุ้นดังกล่าวเข้าซื้อขายในตลาด (Ma. 2005: 1-21)

การศึกษาของ Jay R. Ritter ในตารางที่ 2 ได้พบหลักฐานที่สนับสนุนสมมติฐานนี้ โดยเมื่อทำการทดสอบเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนของหุ้นไอพีโอกับหุ้นที่มีขนาดมูลค่าตลาดใกล้เคียงกันแต่ไม่ใช่หุ้นไอพีโอ พบว่าในระยะสั้นหุ้นไอพีโอมักให้ผลตอบแทนสูงเหมือนกับว่า นักลงทุนซื้อเข้ามาในราคาจองที่ถูกมาก แต่เมื่อถือหุ้นดังกล่าวในระยะยาวขึ้นก็จะได้รับอัตราผลตอบแทนลดลง และต่ำกว่าการลงทุนในหุ้นที่มีมูลค่าตลาดใกล้เคียงกันแต่ซื้อมาจากตลาดรอง

**ตารางที่ 2** อัตราผลตอบแทนเป็นเปอร์เซ็นต์ของหุ้นนำเสนอก่อนออกขายแก่ประชาชน  
ทั่วไปครั้งแรก ตั้งแต่ ค.ศ. 1970 – 2011 ที่ประเทศสหรัฐอเมริกา

เวลา	6 เดือนแรก	6 เดือนหลัง	ปีที่ 1	ปีที่ 2	ปีที่ 3	ปีที่ 4	ปีที่ 5	ค่าเฉลี่ย Geometric ปีที่ 1-5
หุ้น IPO	5.90%	0.40%	.6.60%	.5.00%	.10.70%	18.70%	12.40%	10.60%
หุ้นของบริษัทที่ขนาดใกล้เคียง	5.20%	5.60%	11.40%	13.20%	14.30%	16.90%	14.00%	13.90%
ผลต่าง	0.70%	-5.20%	-4.80%	-8.20%	-3.60%	1.80%	-1.60%	-3.30%
จำนวนหุ้น IPO	8,464	8,436	8,464	8,513	7,787	6,958	6,167	

ที่มา: Website <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/IPOs2012-5years.pdf>

## การนำแนวคิดการตั้งราคามาใช้เป็นประโยชน์สำหรับนักลงทุน

นักลงทุนสามารถนำหลักแนวคิดการตั้งราคามาใช้ปรับปรุงการลงทุนในหุ้นไอพีโอ โดย

1. ซื้อหุ้นไอพีโอจาก วาณิชธนกิจที่มีชื่อเสียง มีความเข้าใจตลาดทุนดี และมีการขายหุ้นไอพีโอให้ลูกค้านักลงทุนที่สามารถเข้าถึงข้อมูลเกี่ยวกับหุ้นไอพีโอได้สูง เช่น นักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนที่มีความสามารถหาข้อมูลได้น้อยกว่า เช่น นักลงทุนรายย่อย
2. ซื้อหุ้นไอพีโอของบริษัทที่มีแนวโน้มจะออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนอีกในอนาคต หรือบริษัทที่ต้องการกระจายหุ้นให้ผู้ถือหุ้นรายย่อย
3. ซื้อหุ้นไอพีโอที่เป็นที่นิยมของนักลงทุน
4. ซื้อหุ้นไอพีโอในภาวะตลาดที่มีความไม่แน่นอน มีความเสี่ยงสูงที่วาณิชธนกิจอาจไม่สามารถขายหุ้นไอพีโอได้หมด
5. ซื้อหุ้นไอพีโอในประเทศที่มีการบังคับใช้กฎหมายคุ้มครองนักลงทุนซึ่งมีโทษรุนแรงต่อผู้ทำความผิด
6. ไม่ควรลงทุนในหุ้นไอพีโอเป็นระยะยาว

## เอกสารอ้างอิง

- ณัฐจิรา คณานุกฤษ (2554). การศึกษาอิสระ ผลกระทบของการตั้งราคา IPO ต่อชื่อเสียงของวาณิชธนกิจ กรณีศึกษาประเทศไทย. วิทยาสตรมหาบัณฑิต (การบริหารการเงิน) กรุงเทพฯ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์. ถ่ายเอกสาร
- วิทยา จารุพงศ์โสภณ (2556). กลยุทธ์ราคา=Pricing & Marketing Profitability. กรุงเทพฯ: บริษัท แพลน พรินตติ้ง จำกัด.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (Online). ขั้นตอนการนำหุ้นเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป ครั้งแรกเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์. สืบค้นเมื่อวันที่ 1 กุมภาพันธ์ พ.ศ.2557, จาก [https://www.set.or.th/th/products/listing/process\\_p1.html](https://www.set.or.th/th/products/listing/process_p1.html)
- Allen, Franklin and Gerald R. Faulhabour (1989). Signaling by underpricing in the IPO market, *Journal of Financial Economics*. 23: 303-323.
- Beatty, R.P., and Ritter, J.R.(1986). Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offering. *Journal of Financial Economics*. 15: 213-232.

- D. P. Baron. (1982). A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues. **Journal of Finance**. 37: 955-76.
- George A. Akerlof. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**. 84 (3): 488-500.
- Jay R. Ritter. (1991). The Long-run Performance of Initial Public Offerings. **Journal of Finance**. 46 (1): 3-27.
- Jay R. Ritter. (1998). Initial Public Offerings. reprinted (with modifications) in **Contemporary Finance Digest**. 2 (1): 5-30.
- Jay R. Ritter. Returns on IPOs during the five years after issuing, for IPOs from 1970-2011 Updated on Apr 11, 2013. Available at:  
<http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/IPOs2012-5years.pdf>
- Keown, A. J., J. D. Martin, et al. (2005). **Financial management: Principles and applications**. International Edition, New Jersey: Prentice Hall.
- K. Rock. (1986). Why New Issues Are Underpriced. **Journal of Financial Economics**. 15: 187-212.
- Shiguang Ma. (2005). Why Are the First Day Returns of China’s IPOs So High?. Proceedings of the 4th Global Conference on Business & Economics, Oxford, UK. **University of Wollongong Research Online**. 1-21.
- Seha M. Tinil. (1988). Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock. **Journal of Finance**. 63(4): 789-822.
- Welch, Ivo (1989). Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings, **Journal of Finance**. 44: 421-449.
- Website <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/IPOs2012-5years.pdf>