



เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

มีงานวิจัยจำนวนมากที่สนใจศึกษาเกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก โดยในแต่ละงานวิจัยก็ได้ให้ความสนใจในประเด็นที่แตกต่างกันออกไป แต่งานวิจัยส่วนใหญ่จะให้ความสนใจเกี่ยวกับปรากฏการณ์หนึ่งที่เป็นที่รู้จักกันดี ได้แก่ การเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม โดยงานวิจัยเหล่านี้ได้พยายามที่จะอธิบายสาเหตุของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมว่าเป็นเพราะสาเหตุใด และศึกษาว่ามีปัจจัยใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของผู้บริหารกับลักษณะด้านต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในหลายๆ ด้าน จึงทำให้มีความเกี่ยวข้องกับงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกทั้งในประเทศและต่างประเทศจำนวนมาก ดังนี้

2.1.1 การขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Underpricing)

ปรากฏการณ์หนึ่งที่เป็นที่รู้จักกันดีในกระบวนการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก คือ การทำกำไรจากการลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในวันแรกของการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งสาเหตุเกิดจากการที่บริษัทเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม โดยมีงานวิจัยมากมายที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมทั้งในสหรัฐอเมริกาและประเทศอื่นๆ ทั่วโลก ซึ่งงานวิจัยส่วนใหญ่พบว่าในเกือบทุกประเทศมีการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม แต่ระดับของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมในแต่ละประเทศนั้นแตกต่างกันไป ซึ่งในแต่ละงานวิจัยก็ใช้ช่วงเวลาในการศึกษาที่แตกต่างกัน ดังตัวอย่างระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมที่แสดงไว้ในภาคผนวก โดยในแต่ละงานวิจัยก็พยายามหาคำตอบว่าปัจจัยใดบ้างที่มีผลต่อการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม และยังพยายามสร้างทฤษฎีเพื่ออธิบายปรากฏการณ์นี้ โดยอธิบายจากแนวคิดที่แตกต่างกันออกไป เช่น

- แนวคิดระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric information)

แนวความคิดระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลนี้ได้อธิบายสาเหตุของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมว่าเป็นผลจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างฝ่ายต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับ การเสนอขายหุ้นสามัญ ได้แก่ บริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญ ตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ และนักลงทุน โดยเราสามารถแบ่งทฤษฎีที่อธิบายสาเหตุของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมด้วยแนวความคิดนี้ ได้ดังนี้

ทฤษฎีการเลือกแบบปรักษ์ (Adverse Selection Model: The winner's curse) ของ Rock (1986) ซึ่งเป็นทฤษฎีอธิบายความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่รู้จักกันอย่างกว้างขวาง ได้อธิบายเหตุผลสาเหตุของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมว่าเป็นผลจากการที่นักลงทุนแต่ละกลุ่มมีระดับข้อมูลไม่เท่ากัน ดังนั้นนักลงทุนที่มีข้อมูลมากกว่าจะสามารถเลือกลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมได้อย่างถูกต้อง ในขณะที่นักลงทุนที่มีข้อมูลน้อยกว่าจะไม่สามารถเลือกลงทุนได้อย่างถูกต้อง เป็นผลให้นักลงทุนที่มีข้อมูลน้อยกว่าจะได้รับหุ้นที่เสนอขายสูงกว่าราคาที่เหมาะสม (Overpricing) ในปริมาณที่มาก เนื่องจากนักลงทุนที่มีข้อมูลมากกว่าจะไม่เข้ามาลงทุนในหุ้นนี้ แต่หุ้นที่เสนอขายต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมนักลงทุนที่มีข้อมูลน้อยจะได้รับหุ้นในสัดส่วนที่น้อยกว่าเนื่องจากในหุ้นนี้จะมีนักลงทุนที่มีข้อมูลมากเข้ามาลงทุนด้วย ทำให้โดยรวมแล้วนักลงทุนที่มีข้อมูลน้อยจะขาดทุนจากการลงทุนและเลิกลงทุนไป แต่การเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกไม่สามารถคงอยู่ได้ด้วยนักลงทุนที่มีข้อมูลมากเพียงกลุ่มเดียว เพราะนักลงทุนกลุ่มนี้ไม่สามารถลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายทั้งหมดได้และจะไม่ลงทุนในหุ้นที่เสนอขายสูงกว่าราคาที่เหมาะสม ดังนั้นเพื่อเป็นการรักษากลุ่มนักลงทุนที่มีข้อมูลน้อยให้ยังคงอยู่ในตลาด บริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญจึงต้องทำการเสนอขายหุ้นสามัญให้ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมจนถึงระดับที่สามารถชดเชยความเสี่ยงให้กับนักลงทุนที่มีข้อมูลน้อยได้ เพื่อที่จะดึงดูดให้นักลงทุนกลุ่มนี้สนใจลงทุนต่อไป ซึ่งภายหลังได้มีงานวิจัยอื่นๆ ทำการวิจัยเพื่อขยายงานวิจัยนี้ออกไป

ในขณะที่ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling model) อธิบายเหตุผลของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมไปในทางตรงกันข้ามกับทฤษฎีการเลือกแบบปรักษ์ โดยทฤษฎีการส่งสัญญาณได้อธิบายสาเหตุของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมในการเสนอขายหุ้นให้แก่ประชาชนเป็นครั้งแรกว่าเป็นผลจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญกับนักลงทุน โดยบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญต้องการทำการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุน (Season equity offering) หลังจากเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกแล้ว ดังนั้นจึงทำการส่งสัญญาณให้นักลงทุนคิดว่าบริษัทมีคุณภาพและนำลงทุนโดยทำการเสนอขายหุ้นในราคาที่ต่ำ

กว่าความเป็นจริงในการเสนอขายหุ้นครั้งแรกเป็นผลให้การลงทุนในหุ้นนี้มีผลตอบแทนที่สูงกว่าความเป็นจริง เป็นผลให้นักลงทุนมีความต้องการลงทุนในหุ้นที่เสนอขายภายหลังในปริมาณที่มากเนื่องจากคาดว่าจะได้ผลตอบแทนที่สูงเหมือนการลงทุนในครั้งแรก ซึ่งจะทำให้ในการขายหุ้นครั้งที่สองบริษัทที่เสนอขายหุ้นจะสามารถตั้งราคาขายได้สูงกว่าความเป็นจริง โดยงานวิจัยที่ได้สร้างทฤษฎีนี้ขึ้นมาได้แก่ งานวิจัยของ Allen and Faulhaber (1989)

ทฤษฎีต่อมาที่อธิบายการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมเป็นทฤษฎีที่ได้ให้ความสำคัญกับตัวแทนในการจำหน่ายหุ้นสามัญว่ามีบทบาทในการกำหนดราคาหุ้นสามัญที่จะเสนอขาย ในขณะที่ในทฤษฎีก่อนหน้านี้ให้สมมติฐานว่าตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญไม่มีบทบาท ซึ่งทฤษฎีนี้จะอธิบายสาเหตุของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมว่าเป็นผลมาจากปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ระหว่างตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญกับบริษัทที่ต้องการเสนอขายหุ้น โดยตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญจะใช้ประโยชน์จากการที่มีข้อมูลมากกว่าและมีอำนาจผูกขาดเนื่องจากบางประเทศมีการแข่งขันระหว่างตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญน้อยในการกำหนดราคาหุ้นที่จะเสนอขาย ซึ่งราคาที่กำหนดอาจจะไม่ได้เป็นประโยชน์ต่อบริษัทที่เสนอขายหุ้นแต่เป็นประโยชน์ต่อตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ โดยทฤษฎีนี้อธิบายว่าตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญจะพิจารณาเลือกระหว่างการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมมากๆ ซึ่งทำให้สามารถขายหุ้นได้ทั้งหมดและเสียต้นทุนในการทำตลาดต่ำ กับการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมน้อยๆ เพื่อที่จะได้รับค่าจ้างจากการเป็นตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญซึ่งคิดจากสัดส่วนของมูลค่าหุ้นที่ขายมากขึ้น ซึ่งโดยปกติแล้วตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญจะพิจารณาจากระดับความต้องการหุ้นที่จะเสนอขายของนักลงทุนแล้วนำข้อดีข้อเสียของการเสนอขายในแต่ละระดับราคามาพิจารณาในการตัดสินใจกำหนดราคาเพื่อให้ตนเองได้รับประโยชน์มากที่สุด ดังนั้นในบางกรณีการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมอาจมีสาเหตุมาจากอำนาจในการกำหนดราคาของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ

- แนวคิดกลุ่มสถาบัน (Institutional explanations)

สาเหตุของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมที่อธิบายด้วยแนวคิดกลุ่มสถาบัน แบ่งเป็น 2 ทฤษฎีใหญ่ๆ ได้แก่

ทฤษฎีการป้องกันการฟ้องร้อง (Legal insurance hypothesis) ของ Logue (1973) และ Ibbotson (1975) ซึ่งทำการอธิบายสาเหตุของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมว่ามีสาเหตุจากการที่บริษัทที่ต้องการเสนอขายหุ้นสามัญต้องการหลีกเลี่ยงการฟ้องร้องจากนักลงทุนที่ลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายโดยบริษัท โดยการฟ้องร้องเหล่านี้อาจเป็นผลจากการที่ประสิทธิภาพใน

ระยะยาวของบริษัทหลังขายหุ้นสามัญลดลงหรือความผิดพลาดในข้อมูลที่แสดงแก่นักลงทุนตอนเสนอขายหุ้นสามัญ บริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญจึงเสนอขายหุ้นในราคาต่ำเพื่อที่นักลงทุนจะได้ผลตอบแทนในตอนต้นของการลงทุนเป็นการทดแทน

ส่วนอีกทฤษฎีหนึ่งที่ได้อธิบายโดยใช้แนวคิดกลุ่มสถาบัน ได้แก่ ทฤษฎีการรักษาเสถียรภาพของราคา (Price Stabilization) ซึ่งอธิบายสาเหตุของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมว่าเกิดจากการเข้าไปแทรกแซงราคาของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญเพื่อที่จะลดความผันผวนของราคาหลังจากที่หุ้นสามัญได้เข้าไปซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แล้ว โดยการเข้าไปแทรกแซงราคาสามารถทำได้หลายวิธี ดังนั้นการแทรกแซงราคาหุ้นสามัญโดยตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญก็อาจเป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่ทำให้เกิดการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมได้

- แนวคิดความเป็นเจ้าของและการควบคุม (Ownership and control)

เนื่องจากการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกเป็นการดึงเงินทุนจากภายนอกเข้ามาในลักษณะความเป็นเจ้าของของบริษัท ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อสัดส่วนการถือหุ้นของเจ้าของบริษัทเดิม ดังนั้นในบางกรณีการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมอาจมีสาเหตุมาจากความต้องการที่จะทำให้สัดส่วนการถือหุ้นเป็นไปอย่างที่ว่าเจ้าของเดิมต้องการ ซึ่งงานวิจัยที่อธิบายสาเหตุการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมด้วยแนวคิดสัดส่วนความเป็นเจ้าของและการควบคุม ได้แก่

งานวิจัยของ Brennan and Franks (1997) ซึ่งอธิบายสาเหตุของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมว่าเป็นสาเหตุมาจากการที่เจ้าของเดิมต้องการที่จะรักษาอำนาจการบริหารไว้ที่ตนเองจึงทำการเสนอขายหุ้นสามัญในราคาต่ำกว่าความเป็นจริงเพื่อที่จะดึงดูดนักลงทุนให้เข้ามาลงทุนในปริมาณที่มากจนเกินจำนวนหุ้นสามัญที่เสนอขาย ดังนั้นนักลงทุนที่ต้องการซื้อหุ้นก็จะได้รับหุ้นไปเพียงสัดส่วนหนึ่งซึ่งไม่ครบตามจำนวนที่ตนเองต้องการ เป็นผลให้สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนแต่ละคนกระจายกันไปและไม่มีผู้ถือหุ้นกลุ่มใดมีหุ้นในสัดส่วนที่มากจนกระทั่งเข้ามาแทรกแซงการบริหารของเจ้าเดิมของบริษัทได้ และการกระจายตัวของสัดส่วนผู้ถือหุ้นยังสามารถลดระดับการตรวจสอบของผู้ถือหุ้นได้อีกด้วยเนื่องจากทำให้ผู้ถือหุ้นแต่ละกลุ่มรวมตัวกันได้ยาก

ส่วนงานวิจัยในประเทศไทยนั้น Vasan Siraprasiri (2001) ได้ทำการศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกและปัจจัยที่มีผลต่อการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมโดยใช้ข้อมูลของบริษัทที่เสนอขายหุ้นในประเทศไทย ใช้ข้อมูลระหว่างปี ค.ศ. 1990 ถึงปี ค.ศ. 1996 โดยมีจำนวนบริษัทที่ศึกษาทั้งหมด 152 บริษัท พบว่าระดับการเสนอขายหุ้นต่ำ

กว่าราคาที่เหมาะสมเฉลี่ยอยู่ที่ 36.8% โดยผลตอบแทนจากการลงทุนจะค่อยๆ ลดลงในปีต่อๆ มา จนกระทั่งผลตอบแทนเป็นลบในปีที่ 3 ของการลงทุน และยังได้ทำการทดสอบปัจจัยที่มีผลต่อการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมด้วยวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multivariate test) ปัจจัยที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ ได้แก่ ขนาดของบริษัท อายุของบริษัท มูลค่าทั้งหมดของหุ้นสามัญที่เสนอขาย อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (Debt to Equity Ratio) ความมีชื่อเสียงของนักตรวจสอบบัญชี ความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นกลุ่มต่างๆ และปีที่เสนอขายหุ้นสามัญ พบว่าปัจจัยที่มีผลต่อระดับการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม ได้แก่ อายุของบริษัท ความมีชื่อเสียงของนักตรวจสอบบัญชี และสัดส่วนการเป็นเจ้าของของนักลงทุนต่างประเทศ ด้วยระดับความเชื่อมั่น 95%, 90% และ 90% ตามลำดับ

2.1.2 ความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ

มีงานวิจัยจำนวนมากที่สนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมกับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ โดยทำการศึกษาว่าความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญมีผลต่อระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมหรือไม่ ซึ่งในแต่ละงานวิจัยก็ได้พยายามพัฒนาวิธีการวัดระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญเพื่อหาวิธีที่เหมาะสม

โดยงานวิจัยแรกที่น่าสนใจศึกษาบทบาทของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญในการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก ได้แก่ งานวิจัยของ Baron (1982) ซึ่งอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญกับระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมว่ามีสาเหตุจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล โดยตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญจะมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่เสนอขายหุ้นมากกว่านักลงทุนภายนอก ดังนั้นระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญจึงสามารถบ่งบอกถึงคุณภาพของหุ้นสามัญที่เสนอขายและส่งผลต่อระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลได้

หลังจากที่ Baron (1982) ได้เสนอทฤษฎีอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญกับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมว่าเป็นผลมาจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลก็ได้มีงานวิจัยอื่นๆ ที่นำทฤษฎีนี้ไปศึกษาต่อและทำการแบ่งทฤษฎีที่อธิบายความสัมพันธ์นี้เป็นสองทฤษฎี ได้แก่

- ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling model)

อธิบายว่าตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญที่มีชื่อเสียงจะพยายามเสนอขายหุ้นสามัญให้มีระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมสูงกว่าตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญที่ไม่มีชื่อเสียงเพื่อดึงดูดนักลงทุน ซึ่งจะเป็นผลดีต่อการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนในอนาคตของบริษัทที่เสนอขายหุ้น ดังนั้นถ้าตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญที่มีชื่อเสียงมากก็จะเสนอขายหุ้นสามัญให้ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมมาก

- ทฤษฎี Winner's curse

อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญกับระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมว่าเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกัน เนื่องจากตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญที่มีชื่อเสียงจะพยายามรักษาชื่อเสียงของตนเองไว้โดยการเลือกเป็นตัวแทนจำหน่ายให้เฉพาะหุ้นสามัญที่มีความเสี่ยงต่ำเท่านั้น เป็นผลให้ตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญที่มีชื่อเสียงต่ำกว่าต้องเสนอขายหุ้นสามัญของบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง จึงมีความจำเป็นที่จะต้องเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมมากๆ เพื่อชดเชยค่าใช้จ่ายในการหาข้อมูลและดึงดูดนักลงทุนให้สนใจลงทุนในหุ้นสามัญตัวนี้

โดยตัวอย่างงานวิจัยที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญกับระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม ได้แก่

งานวิจัยของ Carter and Manaster (1990) ซึ่งได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวโดยใช้ตัวอย่างหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกระหว่างเดือนมกราคม ค.ศ. 1979 ถึงเดือนสิงหาคม ค.ศ. 1983 ในประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวน 501 หุ้น โดยทำการวัดความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญด้วยวิธีการสร้างดัชนีวัดความมีชื่อเสียง (Tombstone announcement)

ผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญกับระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกัน ซึ่งผลการศึกษาที่ได้ตรงตามทฤษฎี Winner's curse

หลังจากนั้น Carter, Dark and Singh (1998) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าวอีกครั้งโดยใช้ข้อมูลหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกระหว่างปี ค.ศ. 1979 ถึงปี ค.ศ. 1991 จำนวน 2,292 บริษัท ทำการวัดความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญด้วยวิธีการสร้างดัชนีวัดความมีชื่อเสียง (Tombstone announcement) วิธีส่วนแบ่งตลาดของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ (Market share as measured by market capitalize) และวิธืบทบาทของตัวแทนจำหน่ายหุ้น (The role of underwriter) ซึ่งผลการศึกษาที่ได้ตรงกับผลการศึกษาของ Carter and Manaster (1990) คือ

โดยเฉลี่ยแล้วระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมของหุ้นที่เสนอขายโดยตัวแทนจำหน่ายที่มีชื่อเสียงจะน้อยกว่าหุ้นที่จำหน่ายโดยตัวแทนจำหน่ายที่มีชื่อเสียงต่ำกว่า ซึ่งผลที่ได้จะเห็นได้ชัดเจนในการวัดความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญด้วยวิธีการสร้างดัชนีวัดความมีชื่อเสียง (Tombstone announcement)

สำหรับงานวิจัยที่ทำการศึกษานอกประเทศสหรัฐอเมริกา นั้น Guner, Onder and Rhoades (2000) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญกับระดับของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมในประเทศตุรกี โดยใช้ข้อมูลของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกระหว่างมกราคม ค.ศ. 1993 – มิถุนายน ค.ศ. 1999 จำนวน 118 บริษัท โดยใช้ทั้งแบบจำลองดั้งเดิม (Tradition Model) ที่ใช้ในประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐอเมริกา และแบบจำลองที่ทำการพัฒนาเพื่อให้เหมาะกับประเทศที่กำลังพัฒนา

โดยแบบจำลองดั้งเดิมที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์เป็นการทดสอบด้วยวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multivariate test) มีตัวแปรตามเป็นระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม ซึ่งวัดด้วยผลตอบแทนวันแรกจากการลงทุนในหุ้น ส่วนตัวแปรด้านขวามือประกอบด้วยตัวแปรต้นที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ ระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ ซึ่งทำการวัด 2 วิธี คือ วัดโดยใช้ส่วนแบ่งตลาดของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ (Market share as measured by market capitalization) และวัดโดยใช้ร้อยละที่ได้เป็นผู้จัดการการจำหน่าย (Percentage of IPO deals as a lead underwriter) ส่วนตัวแปรควบคุม ได้แก่ ปริมาณหุ้นสามัญที่เสนอขาย อายุของบริษัท สัดส่วนหุ้นที่เสนอขายโดยผู้ถือหุ้นเดิม ความเสี่ยงของหุ้นสามัญที่เสนอขาย และผลตอบแทนของตลาดในช่วงที่เสนอขายหุ้นสามัญ

ในขณะที่แบบจำลองที่พัฒนาขึ้นเพื่อให้เหมาะสมกับประเทศที่กำลังพัฒนาได้เพิ่มตัวแปรควบคุมเข้าไปในสมการอีก 4 ตัวแปร ได้แก่ ตัวแปรหุ้นของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญกับธนาคาร ตัวแปรหุ้นของความสัมพันธ์ระหว่างเจ้าของบริษัทกับเจ้าของตัวแทนจำหน่ายหุ้น ตัวแปรหุ้นที่แสดงถึงระดับการกระจายหุ้นให้กับบุคคลทั่วไป และสุดท้ายตัวแปรหุ้นของวิธีการเสนอขายหุ้นสามัญ

โดยผลการทดสอบพบว่าแบบจำลองการทดสอบความสัมพันธ์ที่ใช้ได้ผลในประเทศที่พัฒนาแล้วไม่สามารถทำการทดสอบในประเทศที่กำลังพัฒนาได้ เนื่องจากเมื่อลองทดสอบความสัมพันธ์ด้วยแบบจำลองดั้งเดิมนั้นไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญกับระดับการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม แต่ถ้าทำการทดสอบด้วยแบบจำลองที่พัฒนาแล้วพบว่าความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายมีความสัมพันธ์กับระดับการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม

เหมาะสมอย่างมีนัยสำคัญ โดยการวัดด้วยส่วนแบ่งตลาดให้ความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ในขณะที่การวัดด้วยจำนวนครั้งที่ได้เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกัน

ในขณะที่ในประเทศไทยนั้นมีการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสัมฤทธิ์กับระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมไว้เช่นกัน ได้แก่ งานวิจัยของ Nantarat Sermtechathavon (2004) ซึ่งทำการศึกษาระดับบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกระหว่างปี ค.ศ. 1997 ถึงปี ค.ศ. 2003 จำนวน 64 บริษัท โดยใช้วิธีการวัดระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ 3 วิธี ได้แก่ วิธีวัดจากส่วนแบ่งตลาด (Market share as measured by market capitalization) ตามแบบของ Megginson-Weiss (1991) วิธีวัดจากร้อยละที่ได้เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย (Percentage of IPO deals as a lead underwriter) ที่ Guner, Onder and Rhoades (2000) เคยใช้และการนำทั้ง 2 วิธีข้างต้นรวมกัน ทำการวัดระดับของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมด้วยผลตอบแทนที่ปรับด้วยผลตอบแทนตลาด (Market adjusted return) และทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญกับระดับการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม 2 วิธี คือ การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (Different in mean test) และการทดสอบด้วยสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multivariate test)

การทดสอบด้วยวิธีการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยจะทำการแบ่งบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญออกเป็น 2 กลุ่มตามระดับของความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ ทำการวัดค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) ของระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมของแต่ละกลุ่ม และทดสอบว่าค่าเฉลี่ยเลขคณิตของทั้งสองกลุ่มมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ในขณะที่การทดสอบด้วยวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปรทำการทดสอบด้วยสมการถดถอยโดยมีตัวแปรควบคุม คือ ร้อยละของหุ้นสามัญที่เสนอขายโดยผู้ถือหุ้นเดิม ปริมาณหุ้นสามัญที่เสนอขาย อายุของบริษัท ปริมาณหุ้นสามัญที่เสนอขายและระดับความมีชื่อเสียงของผู้ตรวจสอบบัญชี

ผลการทดสอบในประเทศไทยพบว่า การทดสอบด้วยวิธีทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย ความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมอย่างมีนัยสำคัญเฉพาะการวัดระดับความมีชื่อเสียงด้วยวิธีร้อยละที่ได้เป็นผู้จัดการการจำหน่ายเท่านั้น ในขณะที่การวัดระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญอีก 2 วิธีไม่มีนัยสำคัญ ส่วนการทดสอบด้วยวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปรนั้น ความสัมพันธ์

ระหว่างระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายกับระดับการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมไปในทิศทางเดียวกันแต่ไม่มีนัยสำคัญทั้ง 3 วิธี

2.1.3 การลงทุนของนักลงทุนสถาบัน

ในขณะที่งานวิจัยส่วนหนึ่งก็ได้ให้ความสนใจศึกษาเกี่ยวกับผลของการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก โดยพยายามทำการศึกษาถึงพฤติกรรมการลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกของกลุ่มนักลงทุนรายย่อยและกลุ่มนักลงทุนสถาบันว่ากลุ่มใดที่ได้รับการจัดสรรหุ้นบ้างและได้รับในสัดส่วนเท่าใดรวมทั้งศึกษาว่าสาเหตุใดบ้างที่มีผลต่อการจัดสรรหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกให้นักลงทุนแต่ละกลุ่ม เช่น

งานวิจัยของ Aggarwal, Prabhala and Puri (2002) ศึกษาผลการจัดสรรของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกที่มีความสัมพันธ์กับระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมหรือไม่ โดยใช้ตัวอย่างหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในประเทศสหรัฐอเมริกาที่เสนอขายระหว่างปี ค.ศ. 1997 ถึงปี ค.ศ. 1998 จำนวน 174 หุ้น แบ่งการศึกษาเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่หนึ่งทำการศึกษานักลงทุนสถาบันที่ได้รับการจัดสรรหุ้นสามัญที่เสนอขายต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมในปริมาณที่มากกว่าเมื่อเทียบกับปริมาณหุ้นสามัญที่ได้รับการจัดสรรของหุ้นที่เสนอขายสูงกว่าราคาที่เหมาะสมจริงหรือไม่ ส่วนที่สองทำการศึกษสาเหตุที่นักลงทุนสถาบันได้รับการจัดสรรหุ้นที่เสนอขายต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมเป็นจำนวนมากเมื่อเทียบกับหุ้นที่เสนอขายสูงกว่าราคาที่เหมาะสม

ผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณหุ้นที่นักลงทุนสถาบันได้รับการจัดสรรกับระดับของการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งเหตุผลของความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันสามารถอธิบายได้จาก 2 สาเหตุ ได้แก่ เหตุผลที่หนึ่งเป็นผลจากการใช้วิธีสำรวจความต้องการซื้อขายหลักทรัพย์ (Book building) ในการเสนอขายหุ้นสามัญ เนื่องจากก่อนการเสนอขายหุ้นสามัญตัวแทนจำหน่ายหุ้นต้องการให้มีแนวโน้มความต้องการหุ้นสามัญที่จะเสนอขายในปริมาณที่มาก เพื่อที่จะสามารถปรับราคาเสนอขายหุ้นสามัญให้สูงขึ้น จึงทำการจัดสรรหุ้นในปริมาณที่มากขึ้นให้นักลงทุนสถาบันเพื่อที่จะแลกกับการทำให้นักลงทุนคิดว่าหุ้นมีความต้องการในปริมาณที่มาก ซึ่งเมื่อนักลงทุนเห็นว่ามีความต้องการหุ้นมากขึ้นก็จะทำให้ราคาหุ้นในวันแรกสูงขึ้นเป็นผลให้ระดับของการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมสูงขึ้นตามไปด้วย ส่วนอีกเหตุผลหนึ่งที่สามารถอธิบายถึงความสัมพันธ์ได้ คือ ระดับความไม่เท่าเทียมกันของข่าวสาร เนื่องจาก

นักลงทุนสถาบันอาจมีข้อมูลที่ตกว่านักลงทุนรายย่อยทำให้สามารถเลือกลงทุนในหุ้นที่เสนอขายต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมได้ถูกต้องกว่า

ในขณะที่ประเทศไทย Thananchai Sajjaporamest (2003) ทำการศึกษาหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกทั้งหมด 56 หุ้นในประเทศไทยระหว่างปี ค.ศ. 1994 ถึงปี ค.ศ. 2000 โดยทำการเปรียบเทียบกำไรเฉลี่ยต่อการเสนอขายหุ้นสามัญ (Profit per issue) ซึ่งคำนวณจากผลตอบแทนวันแรกของหุ้นที่เสนอขายคุณกับสัดส่วนการได้รับจัดสรรหุ้นของนักลงทุนแต่ละประเภท ได้แก่ นักลงทุนสถาบันกับนักลงทุนรายย่อย พบว่ากำไรเฉลี่ยต่อการเสนอขายหุ้นสามัญของนักลงทุนรายย่อยสูงกว่ากำไรเฉลี่ยต่อการเสนอขายหุ้นของนักลงทุนสถาบันประมาณ 4 เท่า แต่ระดับการลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายของนักลงทุนรายย่อยกลับสูงกว่าว่านักลงทุนสถาบันเพียง 3 เท่า ซึ่งแสดงว่าการลงทุนของนักลงทุนรายย่อยได้รับกำไรมากกว่าการลงทุนนักนักลงทุนสถาบัน

หลังจากนั้นจึงทำการศึกษาต่อโดยทำการแบ่งหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ หุ้นสามัญที่เสนอขายสูงกว่าราคาที่เหมาะสม หุ้นสามัญที่เสนอขายต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมเล็กน้อย และกลุ่มสุดท้ายหุ้นสามัญที่เสนอขายต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมสูง พบว่ากำไรต่อการเสนอขายหุ้นสามัญของหุ้นที่เสนอขายต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมสูงสามารถปลี่ยนการขาดทุนจากการลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายสูงกว่าราคาที่เหมาะสมได้ เนื่องจากหุ้นสามัญที่เสนอขายสูงกว่าราคาที่เหมาะสมส่วนมากจะเสนอขายในปริมาณที่น้อย และยังพบว่ากำไรต่อการเสนอขายหุ้นสามัญของนักลงทุนสถาบันกับนักลงทุนรายย่อยแตกต่างกันในแต่ละกลุ่มของระดับการเสนอขายหุ้นสามัญ โดยกลุ่มที่มีความแตกต่างมากที่สุดได้แก่หุ้นที่เสนอขายต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมสูงซึ่งนักลงทุนสถาบันจะได้รับกำไรเฉลี่ย 90.19 ล้านบาทต่อหุ้นที่เสนอขายซึ่งคิดเป็น 35.36 % ของนักลงทุนรายย่อยที่ได้กำไรเฉลี่ย 253.51 ล้านบาทต่อหุ้นที่เสนอขาย รองลงมาคือหุ้นที่เสนอขายต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมเล็กน้อย ส่วนหุ้นที่เสนอขายสูงกว่าราคาที่เหมาะสมมีความแตกต่างกันน้อยที่สุดคือนักลงทุนสถาบันจะขาดทุนเฉลี่ย 24.48 ล้านบาทต่อการลงทุนซึ่งคิดเป็น 55.27% ของนักลงทุนรายย่อยซึ่งขาดทุนเฉลี่ย 44.30 ล้านบาท ทำให้สรุปได้ว่าในขณะที่นักลงทุนสถาบันขาดทุนจากการลงทุนในหุ้นที่เสนอขายสูงกว่าราคาที่เหมาะสมเฉลี่ยอยู่ที่ครึ่งหนึ่งของนักลงทุนรายย่อย แต่กลับได้รับกำไรเฉลี่ยต่อการลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมแค่เพียงหนึ่งในสามของนักลงทุนรายย่อย ซึ่งเป็นผลมาจากการที่นักลงทุนสถาบันจะได้รับการจัดสรรหุ้นที่เสนอขายสูงกว่าราคาที่เหมาะสมในสัดส่วนที่มากกว่าเมื่อเทียบกับหุ้นที่เสนอขายต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม สอดคล้องกับข้อมูลที่ว่า การลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายสูงกว่าราคาที่เหมาะสมของนักลงทุนสถาบันอยู่ที่ 33.87% หุ้นที่เสนอขายต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมเล็กน้อยอยู่ที่ 22.39% แต่ลงทุนในหุ้นสามัญที่เสนอขายต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมสูงเพียง 23.03%

สรุปได้ว่าความสัมพันธ์ระหว่างการลงทุนของนักลงทุนสถาบันกับระดับการเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกัน

2.1.4 ค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญ

งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกนั้นได้แบ่งค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญไว้ 2 ประเภท ได้แก่ ต้นทุนโดยตรง (Direct cost) คือ ค่าใช้จ่ายที่บริษัทที่ต้องการเสนอขายหุ้นสามัญต้องจ่ายออกไปจริงในการเสนอขายหุ้นสามัญ โดยต้นทุนโดยตรงสามารถแบ่งเป็นต้นทุนคงที่ เช่น ค่าใช้จ่ายด้านการทำบัญชี ค่าใช้จ่ายด้านกฎหมายและค่าใช้จ่ายด้านการตลาด เป็นต้น และต้นทุนที่แปรผันตามมูลค่าหุ้นซึ่งคิดค่าใช้จ่ายเป็นสัดส่วนของมูลค่าหุ้นที่เสนอขาย เช่น ค่าประกันการจัดจำหน่ายและค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญ เป็นต้น ส่วนค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญอีกประเภทได้แก่ ต้นทุนทางอ้อม (Indirect cost) ซึ่งก็คือ ต้นทุนจากการที่บริษัทเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Underpricing) อันเป็นผลให้บริษัทได้รับเงินทุนจากการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าที่ควรจะเป็นนั่นเอง

Ritter (1987) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับต้นทุนในการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในสหรัฐอเมริการะหว่างปี ค.ศ.1977 ถึงปี ค.ศ. 1982 ด้วยตัวอย่างทั้งหมด 1,028 บริษัท โดยทำการศึกษาต้นทุนโดยตรงเปรียบเทียบค่าใช้จ่ายระหว่างการเสนอขายแบบมีสัญญาผูกมัด (Commitment) กับการเสนอขายแบบพยายามขายให้ได้มากที่สุด (Best effort) พบว่าการขายแบบพยายามขายให้ได้มากที่สุดจะเสียค่าใช้จ่ายรวมทั้งหมดเฉลี่ยเท่ากับ 31.87% ซึ่งมากกว่าการขายแบบมีสัญญาผูกมัดที่เสียค่าใช้จ่ายรวมทั้งหมดเฉลี่ยเท่ากับ 21.22% โดยบริษัทขนาดเล็กและมีความไม่แน่นอนของมูลค่าบริษัทสูงจะนิยมทำการเสนอขายหุ้นแบบพยายามขายให้ได้มากที่สุดแต่บริษัทขนาดใหญ่ที่มีคนรู้จักอย่างกว้างขวางมักจะทำการเสนอขายหุ้นแบบมีสัญญาผูกมัด

ถึงแม้ว่าการเสนอขายแบบพยายามขายให้ได้มากที่สุดจะมีค่าใช้จ่ายทางตรงสูงกว่าแต่ก็ยังมีบริษัทที่เสนอขายหุ้นด้วยวิธีนี้ เนื่องจากในกรณีที่บริษัทที่มีความเสี่ยงสูงทำการเสนอขายแบบมีสัญญาผูกมัดจะทำให้ตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญต้องเสนอขายหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมมากเป็นผลให้ทำให้เสียต้นทุนทางอ้อมเป็นจำนวนมาก จึงอาจจะไม่คุ้มค่าถ้าบริษัทเสนอขายด้วยวิธีเสนอขายแบบมีสัญญาผูกมัด ดังนั้นบริษัทขนาดเล็กจึงนิยมที่จะเสนอขายหุ้นด้วยวิธีพยายามให้ได้มากที่สุดแม้ว่าจะมีต้นทุนในการเสนอขายสูงกว่าก็ตาม

หลังจากนั้น Chen and Ritter (2000) ได้ทำการศึกษาต้นทุนในการเสนอขายหุ้นสามัญในประเทศสหรัฐอเมริกาอีกครั้ง พบว่าค่าใช้จ่ายเฉลี่ยที่บริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญต้องจ่ายให้กับตัวแทน

จำหน่ายหุ้นสามัญอยู่ที่ร้อยละ 7 ของมูลค่าหุ้นที่ขาย โดยบริษัทที่เสนอขายหุ้นสามัญที่เสนอขายหุ้นมูลค่าระหว่าง 20 ถึง 80 ล้านดอลลาร์สหรัฐกว่าร้อยละ 90 เสียค่าใช้จ่ายให้กับตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญร้อยละ 7 ในขณะที่บริษัทที่เสนอขายหุ้นที่มีมูลค่าโดยรวมสูงกว่าจะเสียค่าใช้จ่ายประมาณร้อยละ 5 ถึงร้อยละ 6 ซึ่งเป็นผลมาจากการประหยัดจากขนาด (Economy of scale) และเพราะบริษัทที่เสนอขายหุ้นมูลค่าสูงๆ จะมีอำนาจในการต่อรองกับตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญสูงกว่า

ส่วนนอกประเทศสหรัฐอเมริกา นั้น Ljungqvist et al. (2000) ได้ทำการศึกษาค่าใช้จ่ายของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรก โดยใช้ข้อมูลของหุ้นสามัญใน 65 ประเทศ รวมทั้งหมด 1,600 หุ้น แบ่งเป็นหุ้นสามัญที่เสนอขายโดยวิธีสำรวจความต้องการซื้อขายหลักทรัพย์ (Book Building) จำนวน 1,000 หุ้นและหุ้นสามัญที่เสนอขายโดยมีการกำหนดราคาล่วงหน้า (Fixed Price) จำนวน 600 หุ้น พบว่าค่าใช้จ่ายเฉลี่ยที่บริษัทต้องจ่ายให้ตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญอยู่ที่ประมาณร้อยละ 4.6 สำหรับการเสนอขายโดยสำรวจความต้องการซื้อขายหลักทรัพย์และร้อยละ 2.2 สำหรับการเสนอขายโดยวิธีกำหนดราคาล่วงหน้า และยังพบว่าค่าใช้จ่ายจะสูงหรือต่ำขึ้นอยู่กับว่าหุ้นที่เสนอขายนั้นมีการทำการตลาดหรือการนำหุ้นสามัญไปจดทะเบียนมากกกว่าหนึ่งประเทศหรือไม่โดยมีสหรัฐอเมริกาเป็นเป้าหมายหลักในการทำการตลาดหรือจดทะเบียนเป็นประเทศที่สองต่อจากประเทศของตนเอง หุ้นสามัญที่ทำการตลาดในประเทศอื่นนอกจากประเทศตนเองจะต้องเสียค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นประมาณร้อยละ 0.4 ส่วนหุ้นสามัญที่ต้องการจดทะเบียนในประเทศอื่นด้วยต้องเสียค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นประมาณร้อยละ 1.4 จากค่าเฉลี่ย

และยังพบว่าค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นสามัญในแต่ละประเทศจะแตกต่างกันไป โดยหุ้นสามัญที่เสนอขายในสหราชอาณาจักร สิงคโปร์ มาเลเซียและแอฟริกาใต้จะเสียค่าใช้จ่ายต่ำกว่าค่าเฉลี่ย ส่วนหุ้นที่เสนอขายในเยอรมนี สวีเดน อิตาลี ญี่ปุ่น แคนาดาและอิสราเอลจะเสียค่าใช้จ่ายสูงกว่าค่าเฉลี่ย ซึ่งสาเหตุเกิดจากระดับการแข่งขันของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญและกฎระเบียบทางด้านกฎหมายและสภาพแวดล้อมที่แตกต่างกันระหว่างประเทศ

2.1.5 คุณภาพและความมีชื่อเสียงของผู้บริหาร

งานวิจัยที่ศึกษาถึงคุณภาพผู้บริหารว่ามีผลกระทบต่อ การเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกหรือไม่เป็นงานวิจัยใหม่ที่เพิ่งได้รับความสนใจศึกษาเมื่อไม่นานมานี้ โดยงานวิจัยที่สนใจศึกษาถึงผลกระทบของคุณภาพผู้บริหาร ได้แก่

งานวิจัยของ Chemmanur and Paeglis (2005) ซึ่งได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพและระดับความมีชื่อเสียงของผู้บริหารกับลักษณะด้านต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายเป็น

ครั้งแรกที่เสนอขายในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยใช้ข้อมูลหุ้นสามัญที่เสนอขายระหว่างปี ค.ศ. 1993 ถึง ปี ค.ศ. 1996 จำนวน 1,446 บริษัท

ซึ่งลักษณะด้านต่างๆ ของหุ้นสามัญที่ต้องการศึกษา ได้แก่ ขนาดของหุ้นสามัญที่เสนอขาย ระดับความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญ ค่าใช้จ่ายในการจำหน่ายหุ้นสามัญ ระดับการเสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมและระดับการลงทุนของนักลงทุนสถาบัน

โดยทำการวัดคุณภาพและความมีชื่อเสียงของผู้บริหารจากปัจจัยต่างๆ 3 ด้าน ได้แก่ ปัจจัยด้านทรัพยากรในการบริหารซึ่งพิจารณาจากจำนวนผู้บริหารระดับสูง การศึกษาด้านบริหารธุรกิจและประสบการณ์การทำงานในสาขาต่างๆ ที่มีประโยชน์ต่อธุรกิจ ปัจจัยที่สอง ได้แก่ ปัจจัยด้านโครงสร้างผู้บริหารซึ่งพิจารณาถึงโครงสร้างของกลุ่มผู้บริหาร เช่น อายุการทำงานร่วมกันของผู้บริหารและความมีอำนาจของกรรมการผู้จัดการ เป็นต้น ในขณะที่ปัจจัยด้านที่สาม ได้แก่ ความมีชื่อเสียงของผู้บริหารพิจารณาจากการที่ผู้บริหารของบริษัทได้รับการแต่งตั้งให้เป็นผู้บริหารขององค์กรต่างๆ ที่ไม่หวังกำไร เช่น มูลนิธิต่างๆ กองทุนเพื่อการกุศลหรือมหาวิทยาลัย เป็นต้น

หลังจากที่ทำการวัดคุณภาพและความมีชื่อเสียงของผู้บริหารแล้วจึงทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพและความมีชื่อเสียงของผู้บริหารกับลักษณะด้านต่างๆ โดยแบ่งวิธีการศึกษาออกเป็น 2 วิธี ได้แก่ วิธีการทดสอบตัวแปรเดียว (Univariate test) และวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปร (Multivariate test)

ผลการศึกษาพบว่าคุณภาพและระดับความมีชื่อเสียงของผู้บริหารมีผลต่อลักษณะด้านต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกอย่างมีนัยสำคัญ โดยจากการศึกษาด้วยวิธีการทดสอบตัวแปรเดียวพบว่าตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญที่มีชื่อเสียงจะเลือกเป็นตัวแทนจำหน่ายให้บริษัทที่มีคุณภาพและระดับความมีชื่อเสียงของผู้บริหารสูง และนักลงทุนสถาบันจะเลือกลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีคุณภาพสูงกว่าอีกด้วย ในขณะที่การศึกษาด้วยวิธีสมการถดถอยหลายตัวแปรพบว่าบริษัทที่มีคุณภาพและความมีชื่อเสียงของผู้บริหารสูงจะเสนอขายหุ้นสามัญในปริมาณที่มากกว่าแต่เสนอขายหุ้นสามัญต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมน้อยกว่าบริษัทที่คุณภาพและความมีชื่อเสียงของตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญต่ำกว่า ในขณะที่ตัวแทนจำหน่ายหุ้นสามัญก็จะเลือกเป็นตัวแทนจำหน่ายให้กับบริษัทที่ผู้บริหารมีคุณภาพและความมีชื่อเสียงสูงรวมทั้งเก็บค่าใช้จ่ายในการเสนอขายหุ้นน้อยกว่าอีกด้วย ส่วนนักลงทุนสถาบันก็เลือกลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทที่มีคุณภาพและความมีชื่อเสียงของผู้บริหารสูงในสัดส่วนที่มากกว่าเมื่อเทียบกับหุ้นสามัญของบริษัทที่มีคุณภาพและความมีชื่อเสียงของผู้บริหารต่ำกว่า

ซึ่งจากงานวิจัยต่างๆ ที่ทำการศึกษาลักษณะต่างๆ ของหุ้นสามัญที่เสนอขายแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกที่ได้กล่าวถึงข้างต้น จึงทำให้เกิดความสนใจที่จะศึกษาถึงผลกระทบของคุณภาพผู้บริหารว่ามีผลต่อการตัดสินใจของผู้ที่เกี่ยวข้องกับการเสนอขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนเป็นครั้งแรกในประเทศไทยหรือไม่ และความสัมพันธ์ที่ได้เป็นไปในลักษณะใด ซึ่งการตัดสินใจเหล่านั้นจะส่งผลกระทบต่อลักษณะของหุ้นสามัญที่เสนอขาย จึงได้จัดทำงานวิจัยนี้ขึ้น โดยวิธีดำเนินการวิจัยในงานวิจัยนี้ได้อธิบายไว้ในบทที่ 3 ต่อไป