



ผลกระทบของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล (Private Placement)
ที่มีวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนที่แตกต่างกันต่อผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์
ในกรณีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นายณัฐดนัย บุษราคมตระกูล

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2557
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ผลกระทบของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล (Private Placement)
ที่มีวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนที่แตกต่างกันต่อผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์
ในกรณีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นายณัฐดนัย บุษราคัมตระกูล

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2557

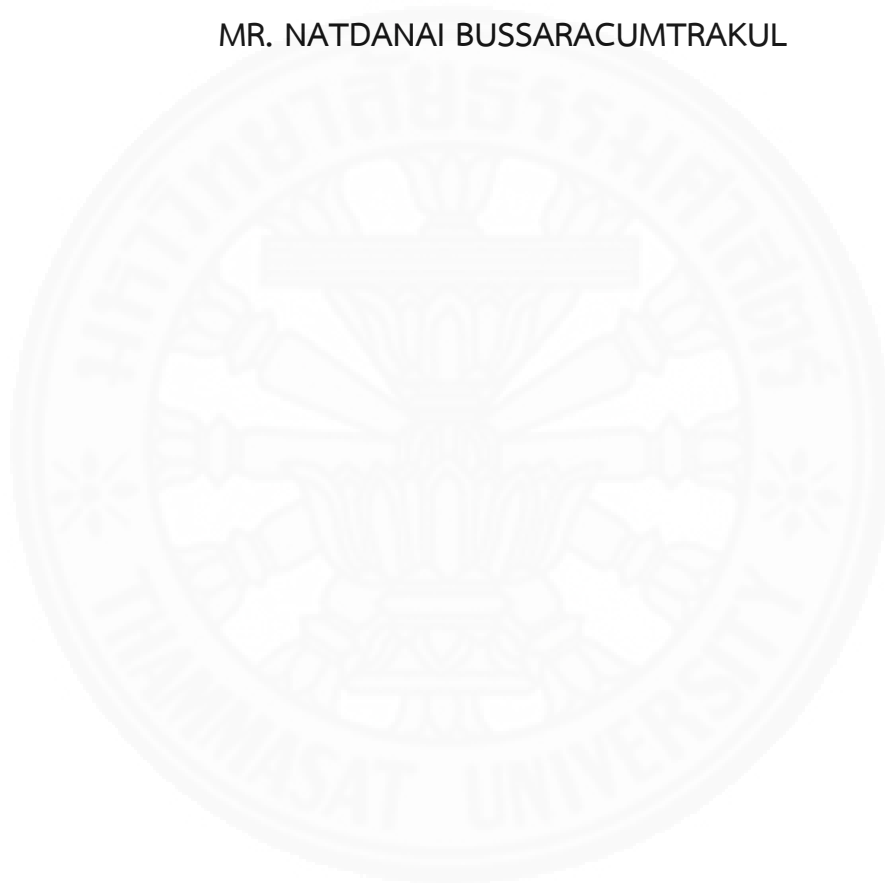
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE EFFECT OF DIFFERENT PROPOSES ON PRIVATE PLACEMENT
TO THE RETURN OF STOCK PRICE IN SET

BY

MR. NATDANAI BUSSARACUMTRAKUL



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF
SCIENCE FINANCIAL MANAGEMENT
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2014
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นายณัฐดนัย บุชราคัมตระกูล

เรื่อง

ผลกระทบของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล (Private Placement)
ที่มีวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนที่แตกต่างกันต่อผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์
ในกรณีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

27 เม.ย. 2558

เมื่อ วันที่

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ ไรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ผลกระทบของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล (Private Placement) ที่มีวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนที่แตกต่างกันต่อผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ในกรณีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นายณัฐดนัย บุชราคมตระกูล
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2557

บทคัดย่อ

การเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นมีความน่าสนใจ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยถือว่าเป็นกลุ่มตลาดกำลังพัฒนา ซึ่งผลกระทบของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลนั้นส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้น และอาจมีความแตกต่างกันเนื่องจากกฎระเบียบและการเข้าถึงข้อมูล และในปัจจุบันที่การระดมทุนแบบการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลมีสูงขึ้น งานวิจัยชิ้นนี้ได้ศึกษาถึงผลกระทบทั้งในระยะสั้นและระยะยาวของกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล ด้วยวิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study)

ผลการศึกษาพบว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลในภาพรวมเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในช่วงที่มีการประกาศ โดยจะเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติเชิงบวกในตอนต้นและกลับมาเป็นลบ แต่กิจการที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้จะไม่พบผลตอบแทนสะสมรายวันที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนผลการศึกษาระยะยาวพบว่าเราจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติในเชิงบวกได้ โดยพอร์ตโฟลิโอที่ทำการลงทุนในกลุ่มกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้จะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้มากกว่าการลงทุนในกลุ่มกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการลงทุนหรือหมุนเวียนในกิจการ

คำสำคัญ: การเพิ่มทุน, ผลตอบแทนไม่ปกติ, ราคาหลักทรัพย์, ศึกษาเหตุการณ์

Independent Study Title	THE EFFECT OF DIFFERENT PROPOSES ON PRIVATE PLACEMENT TO THE RETURN OF STOCK PRICE IN SET
Author	MR. Natdanai Bussaracumtrakul
Degree	Master of Science
Major Field/Faculty/University	Financial Management Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistant Professor Somchai Supattarakul, Ph.D.
Academic Years	2014

ABSTRACT

The Stock Exchange in Thailand (SET) is known as one of the emerging markets. Since private placement affects directly to shareholders also regulatory, and information access, it makes private placement in SET more interesting. Further, the firms using private placement as a method to raise their fund are increasing. This research studies the effect of different purposes on private placement to the returns of stock price in short term and long term by using event study method.

The result finds that in short term, the overall private placement can generate abnormal returns in the event period with positive abnormal returns and, thereafter, the negative abnormal return. However, if we look to the firm that only uses private placement to debt restructuring, we shall not find cumulative abnormal return. As in long term, we find that we can create portfolio that generates positive abnormal return. For the portfolio containing all of the firms using private placement to debt restructuring can generate more positive abnormal return compared to the portfolio containing all of the firms using private placement to investment.

Keywords: Private Placement, Abnormal Return, Stock Price, Event Study

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาระดับปริญญาโท คณะพาณิชยศาสตร์ และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ การศึกษาอิสระฉบับนี้จะสำเร็จลุล่วงไม่ได้ หากไม่ได้รับการสนับสนุนและการเอาใจใส่เป็นอย่างดีจากผู้ช่วยศาสตราจารย์.ดร.สมชาย สุภัทรกุล อาจารย์ที่ปรึกษา การศึกษาอิสระที่ได้กรุณาสละเวลาเพื่อให้คำแนะนำ ตลอดจนความรู้อันเป็นประโยชน์อย่างยิ่งกับ ผู้วิจัยในการจัดทำการศึกษาอิสระ รวมถึงให้การช่วยเหลืองานการศึกษาอิสระสมบูรณ์

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณรองศาสตราจารย์.ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์ ซึ่งเป็นกรรมการในการ พิจารณางานวิจัยเล่มนี้ และได้ให้ข้อเสนอแนะรวมทั้งข้อคิดเห็นอันเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อผู้วิจัย รวมถึงอาจารย์ทุกท่านที่ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้และคุณธรรมจริยธรรมให้แก่ผู้วิจัยตลอดช่วง ระยะเวลา ที่ศึกษาในหลักสูตรควบตรี-โททางการบัญชีและบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

สุดท้ายนี้ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณคุณพ่อและคุณแม่ที่สนับสนุน ให้การเลี้ยงดูอบรม และเป็นแรงใจให้กับผู้วิจัยจนทำให้ประสบความสำเร็จในชีวิตตลอดมา

นายณัฐดนัย บุชราคมัตระกูล

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพ	(9)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาของงานวิจัย	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	3
1.3 ขอบเขตงานวิจัย	3
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 สมมติฐานและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	4
2.1.1 ทฤษฎีความอสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information theory)	4
2.1.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Information signaling theory)	4
2.1.3 ทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral finance theory)	4
2.1.4 สมมติฐานภาวะกดดันของราคา (Price pressure hypothesis)	5
2.1.5 สมมติฐานการถ่ายโอนความมั่งคั่ง (Wealth transfer hypothesis)	5
2.1.6 สมมติฐานการตั้งมั่นของฝ่ายบริหาร (Managerial entrenchment hypothesis)	6
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6

บทที่ 3 ข้อมูลและระเบียบวิธีการวิจัย	12
3.1 ข้อมูลและกลุ่มตัวอย่าง	12
3.2. วิธีการวิจัย	13
3.2.1 อัตราผลตอบแทนปกติของหุ้นหากไม่เกิดเหตุการณ์	14
3.2.1.1 การคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาด	14
3.2.1.2 การคำนวณอัตราผลตอบแทนของหุ้นที่สนใจ	14
3.2.1.3 แบบจำลองตลาด (Market Model)	14
3.2.2 อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นในช่วงเหตุการณ์	15
3.2.3 อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นในช่วงเหตุการณ์	15
3.2.4 การคำนวณผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสม	15
3.2.5 The calendar-time portfolio	16
3.3 สมมติฐานการวิจัย	17
3.3.1 ทดสอบผลกระทบระยะสั้นของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล	17
3.3.2 ทดสอบผลกระทบระยะยาวของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล	17
บทที่ 4 ผลการวิจัย	18
4.1 ผลการศึกษาระยะสั้น	18
4.1.1 วันที่มีคณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล โดยถือว่าข้อมูลได้ถูกเผยแพร่เป็นครั้งแรกต่อสาธารณชน	18
4.1.2 วันที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล โดยถือว่าเป็นวันที่มีผลของการเพิ่มทุนเกิดขึ้นจริง	23
4.1.3 วันที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยถือว่าเป็นวันแรกที่หุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลสามารถซื้อขายได้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	28
4.2 ผลการศึกษาระยะยาว	34

	(6)
4.2.1 วันที่มีคณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล โดยถือว่าข้อมูลได้ถูกเผยแพร่เป็นครั้งแรกต่อสาธารณชน	34
4.2.2 วันที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล โดยถือว่าเป็นวันที่มีผลของการเพิ่มทุนเกิดขึ้นจริง	35
4.2.3 วันที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยถือว่าเป็นวันแรกที่หุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลสามารถซื้อขายได้ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	37
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	39
5.1 สรุปและอภิปรายผลการวิจัย	39
5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัย	41
5.3 ข้อจำกัดทางการวิจัย	41
5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับการทำวิจัยครั้งต่อไป	41
เอกสารอ้างอิง	42
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก. รายชื่อหลักทรัพย์	46
ภาคผนวก ข. การวิเคราะห์สมการถดถอยที่ได้จากโปรแกรมสำเร็จรูปSTATA สำหรับผลการทดสอบระยะยาวแบ่งตามช่วงที่เกิดเหตุการณ์และวัตถุประสงค์ ของการใช้เงินเพิ่มทุน	50
ภาคผนวก ค. คำสั่งที่ใช้ในการคำนวณหาผลตอบแทนที่ไม่ปกติโดยใช้โปรแกรม สำเร็จรูป STATA	54
ประวัติผู้เขียน	56

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
4.1 ตารางแจกแจงความถี่แบ่งแยกตามปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล	18
4.2 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่คณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลกรณีไม่แบ่งแยกตามวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุน	19
4.3 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่คณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงาน	21
4.4 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่คณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปปรับโครงสร้างหนี้	22
4.5 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล	24
4.6 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงาน	25
4.7 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปปรับโครงสร้างหนี้	27
4.8 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์กรณีไม่แบ่งแยกตามวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล	29
4.9 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์กรณีของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงาน	31
4.10 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์กรณีของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปปรับโครงสร้างหนี้	32

4.11 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติจากแบบจำลอง Calendar-Time Portfolio ในช่วงเหตุการณ์ที่คณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล	34
4.12 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติจากแบบจำลอง Calendar-Time Portfolio ในช่วงเหตุการณ์ที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล	35
4.13 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติจากแบบจำลอง Calendar-Time Portfolio ในช่วงเหตุการณ์ที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์	37
5.1 แสดงการสรุปผลการทดลองทั้งระยะสั้นและระยะยาวของทั้งสามช่วงเหตุการณ์	39



สารบัญญภาพ

ภาพที่	หน้า
4.1 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่คณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลกรณีไม่แบ่งแยกตามวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุน	20
4.2 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่คณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงาน	21
4.3 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่คณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปปรับโครงสร้างหนี้	23
4.4 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล	24
4.5 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงาน	26
4.6 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปปรับโครงสร้างหนี้	27
4.7 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์กรณีไม่แบ่งแยกตามวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล	29
4.8 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์กรณีของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงาน	31
4.9 ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์กรณีของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปปรับโครงสร้างหนี้	33

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาของงานวิจัย

ตั้งแต่วันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 เป็นเวลากว่า 49 ปีที่ตลาดหลักทรัพย์มีบทบาทสำคัญในการเป็นแหล่งระดมเงินทุน เพื่อสนับสนุนการพัฒนาเศรษฐกิจและอุตสาหกรรมของประเทศ โดยทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์จดทะเบียน และพัฒนาระบบต่างๆ ที่จำเป็นเพื่ออำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยมีตราสารทุนเป็นตราสารที่กิจการออกให้แก่ผู้ถือเพื่อระดมเงินทุนไปใช้ในกิจการ โดยผู้ถือตราสารทุนจะมีฐานะเป็น “เจ้าของกิจการ” รวมทั้งมีส่วนได้เสียหรือมีสิทธิในทรัพย์สินและรายได้ของกิจการ และมีโอกาสจะได้รับผลตอบแทนเป็นเงินปันผล และจากการที่จะมีการเปิดการค้าเสรีอาเซียนในปี 2558 ส่งผลให้ประเทศไทยเป็นตลาดที่มีโอกาสเติบโตขึ้นได้อีกมาก เช่นเดียวกับกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีโอกาสในการเติบโตมากขึ้นเช่นเดียวกัน

โดยทั่วไปหากแบ่งประเภทตลาดการเงินตามเกณฑ์การนำสินทรัพย์ออกขาย การระดมเงินทุนผ่านตลาดการเงินนั้นสามารถทำได้โดยลงทุนผ่านตลาดแรกและการลงทุนผ่านตลาดรอง สำหรับการลงทุนในตลาดแรก (Primary Market) คือการที่ผู้ระดมทุนสร้างสินทรัพย์ทางการเงินออกขายสู่ตลาดการเงินเป็นครั้งแรกให้กับผู้มีเงินทุนโดยตรงกล่าวคือการซื้อขายในตลาดแรกเป็นการลงทุนที่แท้จริงเพราะผู้ระดมทุนเป็นผู้ได้รับเงินและใช้ในการลงทุนทำธุรกรรมทางเศรษฐกิจจริง เช่น การเสนอขายหุ้นใหม่ (Initial Public Offering: IPO) ส่วนการลงทุนในตลาดรอง (Secondary Market) เป็นตลาดที่ซื้อขายสินทรัพย์ทางการเงินภายหลังการซื้อขายครั้งแรกในตลาดแรกดังนั้นการซื้อขายในตลาดรองจึงถือเป็นการเปลี่ยนมือระหว่างผู้ถือสินทรัพย์ทางการเงิน และช่วยในการเพิ่มสภาพคล่องทางการเงินให้กับผู้ลงทุนในตลาดแรกให้มีช่องทางในการขายสินทรัพย์ที่ถือครองนั้น เปลี่ยนเป็นเงินทุนเมื่อมีความต้องการใช้จ่ายในอนาคต

กิจการในตลาดหลักทรัพย์สามารถออกหุ้นเพิ่มทุนในตลาดรองได้เพื่อนำเงินลงทุนไปใช้ในวัตถุประสงค์ที่แตกต่างกันไม่ว่าจะเป็นเพื่อปรับโครงสร้างทางการเงิน ระดับหนี้สินต่อทุน และต้นทุนทางการเงินให้มีความเหมาะสม การแก้ไขปัญหาสภาพคล่องทางการเงิน หรือการใช้เป็นเงินทุนในการขยายพัฒนาธุรกิจและการเข้าซื้อสินทรัพย์เพิ่มเติมตลอดจนลดภาวะเสี่ยงของส่วนของผู้ถือหุ้นติดลบ ซึ่งอาจเป็นเหตุให้กิจการจดทะเบียนเข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนได้ ซึ่งการระดมทุนผ่านการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นสามารถทำได้หลากหลายวิธีไม่ว่าจะเป็นการเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วนการถือหุ้น (Right Offering : RO) การเสนอขายให้แก่บุคคลในวงจำกัด (Private Placement : PP) หรือ

การเสนอขายให้แก่ประชาชน (Public Offering : PO) ซึ่งในปี 2556 ที่ผ่านมามีมูลค่าการระดมทุนในตลาดรองทั้งสิ้น 148,291 ล้านบาทรวมทั้งสิ้น 178 กิจการโดยแบ่งเป็นการเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วนการถือหุ้น (Right Offering : RO) การเสนอขายให้แก่บุคคลในวงจำกัด (Private Placement : PP) และการเสนอขายให้แก่ประชาชน (Public Offering : PO) ซึ่งในการเพิ่มทุนแต่ละครั้งจะมีการระบุถึงวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนในคราวนั้นๆไม่ว่าจะเป็นการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงาน หรือเป็นการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปปรับโครงสร้างหนี้ โดยในแต่ละวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนนั้นน่าจะมีการส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนในราคาหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน

จากงานศึกษาในอดีตที่ได้ศึกษาถึงผลตอบแทนที่ผิดปกติพบว่าเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติทางบวกในช่วงที่มีการประกาศเพิ่มทุนนั้นจะตามมาด้วยผลตอบแทนที่ไม่ปกติในทางลบ (Hertzel et.al 2002) และส่วนลดในราคาหลักทรัพย์เพิ่มทุนที่เกิดขึ้นนั้นเป็นผลตอบแทนให้กับนักลงทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลต่อการที่มีต้นทุนในการตรวจสอบและประเมินมูลค่าของกิจการ (Hertzel and Smith 1993) และมีการพบการตอบสนองในเชิงบวกในช่วงที่มีการประกาศการเพิ่มทุนและไม่พบผลตอบแทนที่ไม่ปกติในระยะยาวถ้าหากกิจการที่อยู่ในภาวะกดดันทางการเงิน (financial distress) เป็นผู้ประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนเฉพาะกลุ่มบุคคล (Krishnamurthy et al. 2005) ซึ่งต่อมาได้มีการพยายามศึกษาอธิบายถึงการที่ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาดนั้นเกิดจากสาเหตุหรือปัจจัยใด บ้างก็ว่าเกิดการ overpriced ในราคาหลักทรัพย์ในตอนต้นเนื่องจากนักลงทุนจะมองโลกในแง่ดีเกินไปต่ออนาคตของกิจการที่คาดว่าจะมีการเติบโตสูงส่งผลทำให้เกิดผลตอบแทนที่ติดลบในเวลาต่อมา (Barberis and Huang 2008 and Chou et al. 2009) ซึ่งการศึกษาส่วนใหญ่เป็นการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์ในตลาดที่พัฒนาแล้ว

สำหรับการศึกษาเรื่องผลกระทบทั้งในระยะสั้นและในระยะยาวของผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์หลังจากที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นมีความน่าสนใจ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยถือว่าเป็นกลุ่มตลาดกำลังพัฒนาซึ่งผลกระทบของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลอาจมีความแตกต่างกันเนื่องจากกฎระเบียบและการเข้าถึงข้อมูลที่ต่างกัน รวมถึงในปัจจุบันนี้มีการระดมทุนในตลาดรองเพิ่มสูงขึ้นและการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลก็มีแนวโน้มที่เพิ่มสูงขึ้นเช่นเดียวกัน ประกอบกับงานศึกษาที่เกี่ยวข้องกับการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลนั้นยังมีไม่มากนักเมื่อเทียบกับการออกหุ้นต่อสาธารณะชนเป็นครั้งแรก และสำหรับการศึกษาผลกระทบในระยะยาวหลังจากที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลในประเทศไทยนั้นยังมีไม่มากนักเช่นเดียวกัน

โดยงานศึกษานี้จะทำการศึกษาถึงผลกระทบทั้งในระยะสั้นและระยะยาวของกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลโดยที่มีวัตถุประสงค์ของการใช้เงินเพิ่มทุนที่แตกต่างกัน เพื่อ

ค้นหาการตอบสนองต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศเพิ่มทุนในแต่ละวัตถุประสงค์ว่ามีการตอบสนองแตกต่างกันอย่างไร และถ้าหากนักลงทุนจะลงทุนในกิจการนั้นๆจะต้องมีการวางแผนการลงทุนอย่างไร ถ้าหากเราสามารถพยากรณ์ถึงผลตอบแทนในระยะยาวของราคาหลักทรัพย์ของกิจการเหล่านั้นแล้วเพื่อให้การลงทุนของเราเป็นไปตามวัตถุประสงค์

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของการประกาศเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล (Private Placement) ที่มีวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนที่แตกต่างกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อราคาหลักทรัพย์ในวันที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล ชำระราคาหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล และวันที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลเข้าสู่การซื้อขาย

2. เพื่อศึกษาผลตอบแทนระยะยาวของหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล (Private Placement) ที่มีวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนที่แตกต่างกันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อราคาหลักทรัพย์ เพื่อการวางแผนการลงทุนของนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 ขอบเขตงานวิจัย

ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ที่เก็บรวบรวมจาก SETSMART และ DATASTREAM โดยเก็บข้อมูลกิจการที่มีการประกาศเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2545 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ. 2554 เพื่อนำมาศึกษาถึงผลกระทบระยะสั้นและผลตอบแทนในระยะยาวของการประกาศเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล (Private Placement) ที่มีวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนที่แตกต่างกัน

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. สำหรับนักลงทุนสามารถวางแผนจัดการกับพอร์ตโฟลิโอการลงทุนในระยะยาวได้อย่างเหมาะสม

2. สำหรับกิจการสามารถทราบถึงผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในวันที่หุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลในแต่ละวัตถุประสงค์เข้าสู่การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 สมมติฐานและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีความอสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information theory)

ทฤษฎีความอสมมาตรของข้อมูลข่าวสารคือการที่ผู้มีส่วนได้ส่วนเสียในตลาดแต่ละฝ่ายมีข้อมูลไม่เท่ากัน โดยอาจจะเป็นกรณีที่คู่สัญญาฝ่ายหนึ่ง มีข้อมูลน้อยกว่าอีกฝ่ายหนึ่งโดยมีเพียงตัวเองเท่านั้นที่รู้ลักษณะของตน ในขณะที่คู่สัญญาอีกฝ่ายจะไม่มีโอกาสรู้ถึงลักษณะของคู่สัญญาของตนจนกว่าการทำสัญญาจะสิ้นสุดแล้ว แต่บางกรณีปัญหาอาจเกิดขึ้นแม้ว่าทั้ง 2 ฝ่ายต่างมีข้อมูลครบถ้วนแต่ผลลัพธ์จะขึ้นอยู่กับการกระทำของคู่สัญญาฝ่ายใดฝ่ายหนึ่งที่อีกฝ่ายไม่สามารถตรวจสอบได้

Myers and majluf (1984) พบว่าเมื่อมีการเพิ่มทุนภายใต้การมีอยู่ของความอสมมาตรของข้อมูล กิจการที่มีมูลค่าสูงเกินกว่าความเป็นจริงจะเลือกที่จะเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ขณะที่ Ritter and Loughran (1991, 1995) ได้แสดงให้เห็นเพิ่มเติมว่ากิจการจะเลือกการเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นสามัญ เมื่อผู้ถือหุ้นพยายามที่จะใช้ผลประโยชน์จากช่องว่างของโอกาส (window of opportunity) หรือก็คือช่วงเวลาสั้นๆ ในขณะที่ตลาดกำลังมองกิจการในแง่ดีเกินไปอย่างมากต่ออนาคตของกิจการ ต่อมา Kang et al.(1999) ได้แสดงให้เห็นว่ากิจการไม่สามารถใช้ประโยชน์จากการที่ตลาดมองกิจการในแง่ดีเกินไปได้ในการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล เนื่องจากนักลงทุนที่เข้าร่วมการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลนั้นมักจะมีข้อมูลที่มากกว่านักลงทุนทั่วไป

2.1.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Information signaling theory)

จากการที่กิจการต้องการเงินทุนอย่างฉับพลันจากภายนอกเช่นการออกหุ้นเพิ่มทุนหรือการออกหุ้นกู้ น่าจะแสดงให้เห็นถึงสัญญาณเชิงลบต่อกระแสเงินสดในอนาคตของกิจการและกำไรต่อหุ้นทั้งในปัจจุบันและอนาคต โดย Miller and Rock (1985) พบว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนของกิจการน่าจะสร้างผลกระทบในเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์

2.1.3 ทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral finance theory)

การมองโลกในแง่ดีเกินไปของนักลงทุน (Investor optimism) ในช่วงที่มีการประกาศออกตราสารทุน Loughran and Ritter (1997) ได้แสดงให้เห็นว่านักลงทุนมักจะมองโลกใน

แง่ดี ณ จุดเวลาที่มีการออกตราสารทุนซึ่งสะท้อนจากความโน้มเอียงทางพฤติกรรมที่ได้มาจากการสังเกตผ่านการศึกษาในอดีต พวกเขาแสดงให้เห็นว่าความสามารถในการดำเนินงานมักจะอยู่ในจุดสูงสุดขณะที่มีการออกตราสารทุน ทำให้สามารถอธิบายต่อได้ว่าผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ในอนาคตหลังจากที่มีการประกาศเพิ่มทุนจะค่อยๆลดลง สะท้อนให้เห็นถึงความผิดพลาดในการประเมินมูลค่าของนักลงทุนที่ได้ตีมูลค่ากิจการสูงเกินไป (Overreaction)

และยังมีสมมติฐานการตอบสนองต่อข่าวสารที่ต่ำกว่าความเป็นจริง (Underreaction hypothesis) ที่อธิบายไว้ว่าผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศข้อมูลข่าวสารของกิจการไม่สามารถสะท้อนข้อมูลทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการประกาศข้อมูลของกิจการนั้นๆ ตัวอย่างเช่น นักลงทุนทั้งหลายมีแนวโน้มที่จะระมัดระวังและมีความเชื่อที่ติดอยู่กับผลการดำเนินงานในอดีต ด้วยเหตุนี้ทำให้การตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารมีน้อยลง ในทางตรงกันข้ามข้อมูลที่เปิดเผยมาใหม่นั้นอาจมีความสำคัญที่เกี่ยวข้องกับกระบวนการตัดสินใจแต่ได้ถูกละเลยไป

Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam (1998) ได้ทำการทดสอบสมมติฐานการตอบสนองต่อข่าวสารที่ต่ำกว่าความเป็นจริง โดยกำหนดให้นักลงทุนมีพฤติกรรมที่มีความมั่นใจสูงเกินไปและมีอคติหรือความลำเอียงต่อฝีมือของตนเองมากกว่าคนอื่น พวกเขาได้แสดงให้เห็นว่าผลกระทบจากการประเมินมูลค่าต่อข่าวสารที่ได้เผยแพร่ทางสาธารณะจะไม่สามารถสะท้อนต่อสิ่งที่กิจการประกาศออกมาได้ทั้งหมด ทำให้ความสามารถในการดำเนินงานที่ผิดปกติหลังจากการประกาศสามารถดำเนินต่อไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาที่มีการประกาศข่าวสารนั้น แต่ Kang, Kim, and Stulz (1999) ไม่พบหลักฐานที่เป็นไปตามสมมติฐานการตอบสนองต่อข่าวสารที่ต่ำกว่าความเป็นจริงสำหรับการออกตราสารทุนในประเทศญี่ปุ่นเช่นเดียวกันกับ Hertz, Lemmon, Linck and Rees (2002) ที่ไม่พบหลักฐานที่เป็นไปตามสมมติฐานนี้เช่นเดียวกัน

2.1.4 สมมติฐานภาวะกดดันของราคา (Price pressure hypothesis)

ภายใต้สมมติฐานว่าตลาดที่มีประสิทธิภาพ ได้กล่าวไว้ว่าราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้นเกิดจากการตอบสนองต่อทุกข้อมูลข่าวสารที่มีเรียบร้อยแล้ว หรือก็คือราคาตลาดของหลักทรัพย์นั้นได้รับรู้ถึงอุปสงค์ส่วนเกินทั้งหมดโดยไม่จำเป็นที่ราคาหลักทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงไป หรือจะพูดอีกอย่างหนึ่งว่าการเปลี่ยนแปลงที่เป็นระบบของราคาหลักทรัพย์ในตลาดจะได้รับอิทธิพลจากข้อมูลข่าวสารมากกว่าความไม่มีสมดุลย์ของอุปสงค์และอุปทานที่เกิดขึ้นเพียงชั่วคราว แต่ในงานศึกษาของ Scholes (1972) พบว่าผลตอบแทนที่ไม่ปกติสามารถเกิดขึ้นได้หากมีการเปลี่ยนแปลงในส่วนของอุปสงค์และอุปทานในตลาดอย่างฉับพลัน โดยการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันนี้จะตามมาด้วยปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติที่เป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันนั้น

2.1.5 สมมติฐานการถ่ายโอนความมั่งคั่ง (Wealth transfer hypothesis)

Galia and Masulis (1976) ได้อธิบายว่าการเพิ่มทุนแบบที่ไม่ได้คาดคิดนั้นสามารถลดจำนวนหนี้สินของกิจการที่มีอยู่ได้ทำให้เกิดการถ่ายโอนความมั่งคั่งจากผู้ถือหุ้นไปยังเจ้าหนี้หรือผู้ถือหุ้นกู้ ดังนั้นการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลน่าจะทำให้เกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติเชิงลบ แลกกับการที่กิจการมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ลดลง

2.1.6 สมมติฐานการตั้งมั่นของฝ่ายบริหาร (Managerial entrenchment hypothesis)

Dann and DeAngelo (1988) และ Wruck (1989) ได้อธิบายสมมติฐานนี้ว่าฝ่ายบริหารจะจัดการขายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลกับให้กับนักลงทุนที่เชื่อมั่นว่าจะไม่ทำให้เกิดการชักใบให้เรือเสียคือไม่ขัดขวางการบริหาร ซึ่งภายใต้มุมมองนี้การเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลไม่เป็นที่ต้องการของนักลงทุนที่ไม่ได้มีส่วนร่วมต่อกิจการ โคนฝ่ายแรกพบว่าการที่จะป้องกันการถูกซื้อกิจการ ทางฝ่ายบริหารของกิจการจะเลือกใช้เครื่องมือการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลเพื่อหลีกเลี่ยงการถูกซื้อกิจการนั้น ส่วนฝ่ายหลังนั้นพบว่า การตั้งมั่นอาจเป็นปัจจัยสำคัญในการออกหุ้นเพิ่มทุนในบางครั้งโดยสรุปเอาไว้ว่าการทำให้อำนาจในการควบคุมเพิ่มขึ้นจากการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลนั้นจะทำให้กิจการมีมูลค่าสูงขึ้น

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Hertzel and Smith (1993) and Wruck (1989) พบว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแก่สาธารณะ (Public Offering) ก่อให้เกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติที่เป็นลบขณะที่ในทางตรงข้ามในช่วงที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลกลับพบว่าเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติเป็นบวกในช่วงที่มีการประกาศ และสำหรับการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล Hertzel and Smith (1993) ได้แสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนที่ไม่ปกติที่เป็นบวกนั้นเกิดจากสมมติฐานการประเมินมูลค่าที่ต่ำกว่าความเป็นจริง (undervaluation hypothesis)

ถัดจากนั้นได้มีการทดสอบผลตอบแทนระยะยาวภายหลังจากที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลโดย Hertzel, Lemmon, Linck and Rees (2002) พบว่าการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติทางบวกในช่วงที่มีการประกาศเพิ่มทุนนั้นจะตามมาด้วยผลตอบแทนที่ไม่ปกติในทางลบ โดยได้มีการพยายามอธิบายถึงสาเหตุที่เป็นเช่นนั้นกล่าวคือ ผู้ลงทุนอาจให้น้ำหนักที่ไม่เพียงพอต่อผลประกอบการในปัจจุบันด้วยมุมมองที่ดีเกินไปทำให้เกิดความคาดหวังว่าในอนาคตผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้น

และเพื่อที่จะสำรวจถึงสาเหตุให้ลึกซึ้งก็ได้มีการตรวจสอบรูปแบบของการใช้เงินทุนและงบในการวิจัยและพัฒนาในช่วงที่มีการประกาศเพิ่มทุนโดยมีงานศึกษาของ Loughran and Ritter

(1997) กิจกรรมที่มีการเพิ่มทุนมักจะมีจำนวน Capital expenditures ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยทั้งช่วงก่อนและหลังที่มีการเพิ่มทุน ซึ่งอาจตีความได้ว่าทั้งผู้ลงทุนและผู้บริหารมองโลกในแง่ดีเกินไปว่าการลงทุนจะสร้างผลตอบแทนที่ดีในอนาคต

Hertzel and Smith (1993) ได้ทำการศึกษาและพบหลักฐานว่าส่วนลดที่มอบให้กับนักลงทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลนั้นสะท้อนต้นทุนที่เกิดขึ้นจากการที่นักลงทุนเหล่านั้นได้ทำการประเมินมูลค่ากิจการและผลตอบแทนที่ไม่ปกติที่เกิดขึ้นนั้นได้สะท้อนให้รู้ถึงข้อมูลภายในที่เป็นประโยชน์ของกิจการ รวมทั้งยังพบหลักฐานว่าส่วนลดที่เกิดขึ้นเป็นการตอบแทนให้กับนักลงทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่ได้ทำการสอดส่องดูแลและควบคุมซึ่งส่งผลให้เห็นจากผลกระทบของราคาหลักทรัพย์ที่จะเพิ่มขึ้นตามความเข้มข้นของการควบคุมดูแล โดยกิจการยังมีขนาดเล็กเท่าใด ส่วนลดที่มอบให้ก็จะเพิ่มขึ้นเท่านั้น เป็นผลจากการที่ทั้งสองฝ่ายมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันตามทฤษฎีความอสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร

Krishnamurthy, Spindt, Subramaniam and Woidtke (2005) พบว่าไม่มีความแตกต่างกันในส่วน of ผลตอบแทนที่ไม่ปกติระหว่างผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับกิจการหรือไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับกิจการที่ได้ซื้อหุ้นเพิ่มทุนขณะที่กิจการอยู่ในภาวะกดดันทางการเงิน (financial distress) และพบการตอบสนองในเชิงบวกในช่วงที่มีการประกาศการเพิ่มทุนและไม่พบผลตอบแทนที่ไม่ปกติในระยะยาวถ้าหากกิจการที่อยู่ในภาวะกดดันทางการเงิน (financial distress) เลือกที่จะออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล

หลังจากนั้นได้มีหลายคนได้พยายามหาคำอธิบายถึงความ underperformance ของกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนโดยมีการพัฒนากรอบแนวคิดเชิงทฤษฎีโดย Li et al. (2009) ได้พัฒนาแนวคิดโดยอิงกับทฤษฎี q-theory ที่อธิบายว่าเงินที่กิจการได้รับจากการเพิ่มทุนที่ถูกลงทุนไปกับสินทรัพย์ที่จับต้องได้อาจนำไปสู่การลดลงของผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์นั้นและได้มีการอธิบายเพิ่มเติมว่ากิจการที่มีโอกาสในการเติบโตมากกว่าน่าจะเอนเอียงไปลงทุนในสินทรัพย์ที่จับต้องได้มากกว่าแทนที่จะนำเงินจากการเพิ่มทุนไปปรับโครงสร้างเงินทุนของกิจการดังนั้นการลงทุนที่เกินตัวจากฝ่ายบริหารอาจส่งผลให้ผลประกอบการภายหลังการเพิ่มทุนมีการ underperformance สำหรับกิจการที่มีการเติบโตสูง

สำหรับ Barberis and Huang (2008) ได้มีแนวคิดโดยอิงกับทฤษฎี Prospect theory โดยอธิบายว่านักลงทุนจะชอบการเบี่ยงเบนไปในทางบวกของหลักทรัพย์ที่มีโอกาสได้รับผลตอบแทนปริมาณมากส่งผลให้เกิดการ overpriced ในราคาหลักทรัพย์และทำให้เกิดผลตอบแทนที่ติดลบในเวลาต่อมา โดยกิจการที่มีโอกาสเติบโตสูงหรือก็คือที่ปัจจุบันยังคงมีกำไรและกระแสเงินสดที่น้อยอยู่มากจะเป็นกิจการที่สามารถสร้างผลตอบแทนจำนวนมากได้ ดังนั้นจากการที่ overpricing ในตอนต้นจะส่งผลให้ภายหลังจากที่มีการเพิ่มทุนก่อให้เกิดการ underperformance ในกิจการที่มีการเติบโตสูง

ซึ่งต่อมา Chou, Gombola and Liu (2009) พบว่าจะเกิดผลตอบแทนที่ต่ำกว่าตลาดในระยะยาวกับกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะจงอย่างมีนัยสำคัญกับกิจการที่มีค่า Tobin's q สูงซึ่งกิจการที่มีค่านี้สูงยังพบว่าเกิดการดำเนินงานที่แยลงอีกด้วยขณะที่กิจการที่มีค่า Tobin's q ต่ำกลับไม่พบความสัมพันธ์เช่นนั้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลการทดสอบนั้นจะเป็นไปตามมุมมองที่ว่า นักลงทุนจะมองโลกในแง่ดีเกินไปต่ออนาคตของกิจการที่คาดว่าจะมีการเติบโตสูง

สำหรับผลตอบแทนที่ไม่ปกติในช่วงที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลนั้นจากการศึกษาในอดีตพบว่า Wu et al.(2005) คำนวณ CAR[-1,1] ได้ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.51% Krishnamurthy et al. (2005) คำนวณ CAR[-3,0] ได้ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 2.21% Wruck and Wu (2009) ได้ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 2.02% และ Shiu and Wei (2013) คำนวณ CAR[-1,3] ได้ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 3.85% และ CAR[-1,10] ได้ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 7.40%

ส่วนในระยะยาวนั้นพบว่า Hertz et al. (2002) รายงานผลตอบแทนที่ไม่ปกติระยะเวลา 3 ปีอยู่ที่ -45.15% ขณะที่ Krishnamurthy et al. (2005) พบว่าผลตอบแทนที่ไม่ปกติระยะเวลา 3 ปีอยู่ที่ -38.39% และสุดท้าย Wruck and Wu (2009) อยู่ที่ -25.27% ซึ่งจะเห็นว่าหลังจากที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลแล้วนั้นผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ล้วนอยู่ในแนวโน้มที่ได้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด (underperformance) ซึ่งขัดแย้งกับ Shiu and Wei (2013) ที่ทำการศึกษากลุ่มตัวอย่างในประเทศไต้หวันโดยที่ได้คำนวณ CAR[11,480] ได้ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.23% และ CAR[11,720] ได้ค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.23%

ส่วนงานศึกษาในประเทศไทยที่เกี่ยวข้องกับการออกขายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล Rodpothong (2008) ได้ทำการศึกษาถึงความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นและปริมาณการซื้อขายในช่วงที่มีการประกาศเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลในประเทศไทยพบว่าขนาดของผลตอบแทนที่ไม่ปกติจะเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับขนาดของการเพิ่มทุนและการประกาศการลงทุนในโครงการใหม่สะท้อนให้เห็นถึงโอกาสในการลงทุนสำหรับนักลงทุน และพบว่านักลงทุนไม่ได้มองว่าราคาของหลักทรัพย์ที่ขายในการเพิ่มทุนเป็นตัวชี้วัดคุณภาพของกิจการ ขณะที่หากกิจการประกาศที่จะใช้เงินที่ได้รับจากการเพิ่มทุนเพื่อปรับโครงสร้างทางการเงิน ตลาดจะตอบสนองต่อราคาของหลักทรัพย์ที่ขายในการเพิ่มทุนมากกว่าขนาดของการเพิ่มทุนนั้น

Limvijitsuk (2013) ได้ทำการศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อระดับการ Underpricing ของหุ้นเพิ่มทุนพบว่าราคาคิดลดของราคาเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน,กำไรที่ประกาศก่อนวันจองซื้อหุ้น,ขนาดของหุ้นเพิ่มทุน,สัดส่วนของหุ้นเพิ่มทุนและความไม่แน่นอนของกิจการเป็นปัจจัยที่กำหนดขนาดของผลตอบแทนที่ไม่ปกติในช่วงที่มีการประกาศเพิ่มทุน

สำหรับการศึกษาผลตอบแทนระยะยาวของราคาหลักทรัพย์ภายหลังจากการเพิ่มทุนเนื่องจากการวัดผลตอบแทนระยะยาวของราคาหลักทรัพย์ยังคงมีข้อถกเถียงในหลายหัวข้อโดยแต่ละ

คนจะมีวิธีวัดที่แตกต่างกันอย่าง Fama (1998) ได้ชี้ให้เห็นว่าการวัดผลตอบแทนระยะยาวนั้นจะค่อนข้างอ่อนไหวต่อผลตอบแทนที่ได้มาจากแบบจำลองที่ใช้ในการคำนวณหาผลตอบแทนที่ไม่ปกติ รวมถึงค่าสถิติที่ใช้ทดสอบ Hertz et al.(2002) และ Chou et al.(2009) ได้ทำการคำนวณหาผลตอบแทนที่ผิดปกติระยะยาวโดยมีการคำนวณ 3 วิธีคือ

2.2.1.การคำนวณผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสม (Cumulative abnormal return: CAR)

คือผลรวมของผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันในช่วงระยะเวลาที่ต้องการศึกษา โดยข้อได้เปรียบที่เห็นได้ชัดเมื่อเทียบกับวิธี BHAR และ calendar time portfolio นั่นก็คือความสะดวกในการสำรวจช่วงระยะเวลาสั้นๆ ในระยะเวลาที่ต้องการศึกษาทั้งหมด แต่อย่างไรก็ตามวิธีนี้ไม่เป็นที่นิยมมากนักเมื่อเทียบกับการศึกษาด้วยวิธี BHAR และ Calendar time portfolio เนื่องจากโดยปกติแล้วการตีความด้วยมุมมองทางเศรษฐกิจผลเสียของวิธี CAR คือในเมื่อวิธีนี้มีพื้นฐานอยู่บนผลตอบแทนแบบปกติโดยไม่สามารถวัดผลตอบแทนในช่วงระยะเวลาได้อย่างแม่นยำ เนื่องจากผลตอบแทนของระยะเวลา h เดือนนั้นคือผลคูณของผลตอบแทนรายเดือนไม่ใช่ผลรวม

2.2.2.การคำนวณผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบซื้อแล้วถือ (Buy-and-hold abnormal return: BHAR)

พบว่า BHAR นั้นไม่ค่อยเหมาะสมนักหากจะนำมาวัดผลกระทบในระยะยาว เนื่องจากผลกระทบที่ถูกสะสม กล่าวคือถ้าเราทำการศึกษาเป็นระยะเวลา 5 ปีโดยในปีแรกเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติแต่ในอีก 4 ปีที่เหลือกลับไม่พบผลตอบแทนที่ผิดปกติ การใช้วิธี BHAR จะเป็นการชี้ให้เห็นถึงพฤติกรรมของการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติสำหรับทุกปี ส่งผลให้การที่จะได้ผลสรุปที่ถูกต้องของการใช้ BHAR นั้น เราจำเป็นที่จะต้องใช้การวิเคราะห์หรือการศึกษาในระยะเวลาด้านๆ เท่านั้นและ Fama (1998) และ Mitchell and Stafford (2000) ได้ชี้ให้เห็นถึงปัญหาที่ยากจะแก้ไข เนื่องจากวิธีนี้ไม่ได้คำนึงถึงความเป็นอิสระของข้อมูลภาคตัดขวางที่อาจจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนได้

2.2.3.The calendar-time Fama-French three-factor portfolio

ตามวิธีของ Mitchell and Stafford (2000) ซึ่งไม่เหมือนกับวิธี BHAR ที่จะมุ่งเน้นในเรื่องของ holding period return แต่วิธี calendar-time Fama-French three-factor portfolio นั้นจะสามารถติดตามผลกระทบของเหตุการณ์ของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนที่เป็นกลุ่มตัวอย่างได้ตลอดระยะเวลาที่การศึกษา โคนพอร์ตโฟลิโอการลงทุนนั้นจะมีการปรับปรุงทุกเดือนโดยทำการนำหลักทรัพย์ที่ครบกำหนดตามระยะเวลาที่ต้องการศึกษาถึงผลกระทบจากเหตุการณ์ออกและเพิ่มหลักทรัพย์ที่เพิ่งเกิดเหตุการณ์ที่เราต้องการศึกษาเข้าไปในพอร์ตโฟลิโอการลงทุนนี้แทน โดยทำเช่นนี้ไปเรื่อยๆจนกระทั่งครบระยะเวลาที่ต้องการศึกษา

โดยเขียนเป็นสมการถดถอยได้ดังนี้

$$R_{pt}-R_{ft} = \alpha + \beta_m \text{RMRF} + \beta_s \text{SMB}_t + \beta_h \text{HML}_t + \varepsilon_t$$

ซึ่งแบบจำลอง three-factor model ของ Fama and French (1993) นั้นจำคำนี้ถึง ปัจจัยสามปัจจัยที่ส่งผลต่อผลตอบแทนส่วนเกินรายเดือนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่เกินกว่า risk-free rate รายเดือน

โดยปัจจัยตัวแรกคือ RMRF หรือก็คือค่าความเสี่ยงส่วนเกินของตลาดหรือ Market risk premium ที่เราสามารถหาได้จากการนำผลตอบแทนของทุกหลักทรัพย์ในตลาดหักลบด้วย ผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

ปัจจัยต่อมาคือ SMB คือการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็นสองขนาดคือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กจากนั้นนำมาคำนวณโดยการนำผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กหักลบกับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่เกิดเป็นผลตอบแทนของ zero-investment size portfolio ซึ่งก็คือผลตอบแทนส่วนเกินของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็กกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่

HML คือ การแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็นสองขนาดคือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วน book-to-market สูงและกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วน book-to-market ต่ำจากนั้นนำมาคำนวณ โดยการนำผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วน book-to-market สูงหักลบกับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วน book-to-market ต่ำเกิดเป็นผลตอบแทนของ zero-investment book-to-market ratio portfolio ซึ่งก็คือผลตอบแทนส่วนเกินของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วน book-to-market สูงกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วน book-to-market ต่ำ

ต่อมา Shu and Wei (2013) ได้ใช้ The calendar-time Fama-French four-factor portfolio แทนโดยทำการคำนึงในส่วนของผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์หนึ่งปีก่อนหน้าที่จะมีการประกาศเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลเนื่องจากต้องการคำนึงถึง Momentum หรือแรงเหวี่ยงในอดีตของราคาหลักทรัพย์เข้าไปด้วย

โดยเขียนเป็นสมการถดถอยได้ดังนี้

$$R_{pt}-R_{ft} = \alpha + \beta_m \text{RMRF} + \beta_s \text{SMB}_t + \beta_h \text{HML}_t + \beta_p \text{PR1YR} + \varepsilon_t$$

โดยสามปัจจัยแรกนั้นจะเหมือนกับตัวแบบจำลอง three-factor model ส่วนปัจจัยที่เพิ่มเข้ามาคือ PR1YR นั่นคือส่วนเกินผลตอบแทนที่เกิดจากผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนสูงหักลบกับกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนต่ำในระยะเวลา 1 ปีที่ผ่านมา

สำหรับข้อได้เปรียบของวิธี The calendar-time Fama-French three-factor portfolio คือการที่วิธีนี้ได้คิดคำนึงถึงผลตอบแทนที่เป็นไปได้ว่าอาจเกิดจากปัญหา cross-correlation เข้าไปเรียบร้อยแล้วและ Mitchell and Stanford ก็ได้ให้การสนับสนุนวิธีนี้

งานศึกษาต่อมาได้ทำการศึกษาต่อเนื่องเพื่อหาสาเหตุของการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ จึงได้มีการวัดความสามารถในการดำเนินงานของกิจการควบคู่ไปด้วยโดย Loughran and Ritter (1997) พบว่าผลการดำเนินงานของกิจการที่มีการประกาศเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลนั้นในช่วงก่อนการประกาศจะมีผลการดำเนินงานที่ดีและจะลดลงไปเรื่อยๆภายหลังการประกาศเพิ่มทุน ซึ่งจะสะท้อนให้เห็นในราคาหลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนที่ลดลงตามไปด้วย เพื่อที่จะวัดความสามารถในการดำเนินงาน Hertz et al. (2003) ได้ใช้อัตราส่วนรายได้จากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (OIBD/Total Assets) และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม (ROA) สำหรับในช่วงปีก่อนหน้าและปีหลังจากมีการประกาศเพิ่มทุนของกิจการ

บทที่ 3

ข้อมูลและระเบียบวิธีการวิจัย

3.1 ข้อมูลและกลุ่มตัวอย่าง

ในการศึกษาจะใช้การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) โดยนำข้อมูลของหุ้นเพิ่มขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2545 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2554 มาคัดเลือกตามเกณฑ์ดังต่อไปนี้

1. ต้องเป็นกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลอย่างเป็นทางการในระหว่างปี พ.ศ.2545 – 2554 และหากกิจการมีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลหลายครั้งจะนับกรณีล่าสุดที่มีการเสนอขายเท่านั้น เพื่อป้องกันกลุ่มตัวอย่างที่มีลักษณะซ้ำซ้อน

2. กิจการที่ถูกเลือกเป็นกลุ่มตัวอย่างจะต้องอยู่ในตลาดมากกว่า 3 ปีหลังจากที่มีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลเพื่อใช้ข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในการทดสอบผลตอบแทนระยะยาว

3. นำข้อมูลที่ได้ทำการจัดแบ่งกลุ่มตัวอย่างโดยแบ่งออกเป็นกลุ่มแรกกลุ่มหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงาน กับกลุ่มที่สองเป็นกลุ่มหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปปรับโครงสร้างหนี้

4. สำหรับการประกาศหุ้นเพิ่มทุนนั้นจะไม่นับรวมกิจการธุรกิจการเงินการธนาคาร เนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินและธุรกิจที่ต่างจากอุตสาหกรรมอื่น

5. ต้องไม่มีการประกาศข่าวอื่นในช่วง 1 วันก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและ 1 วันหลังการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ซึ่งได้แก่การประกาศจ่ายเงินปันผล การแตกพาร์ การประกาศร่วมทุน การเปลี่ยนแปลงอำนาจ การเปลี่ยนแปลงมูลค่าที่ตราไว้ การเรียกหรือไถ่ถอนหลักทรัพย์ หรือการเกิดเหตุการณ์ที่สำคัญอันจะส่งผลกระทบต่อราคาเพื่อลดข้อสงสัยว่าราคาหุ้นได้รับผลกระทบจากปัจจัยใด

รายชื่อของกิจการที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล (Private Placement) สามารถสืบค้นได้จาก SETSMART พบที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 552 ครั้งจากกิจการทั้งสิ้น 191 กิจการโดยจะพบกลุ่มตัวอย่างที่เข้าเกณฑ์ตามข้อ 1-5 และมีข้อมูลที่ครบถ้วนทั้งสิ้น 100 กิจการ

3.2. วิธีการวิจัย

จากการศึกษาผลกระทบจากการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล (Private Placement) ที่มีวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนที่แตกต่างกันต่อผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ในกรณีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย งานศึกษาอิสระนี้จะทำการกำหนดวันที่เกิดเหตุการณ์ไว้ทั้งสิ้นสามวันด้วยกันคือ

1. วันที่มีคณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล โดยถือว่าข้อมูลได้ถูกเผยแพร่เป็นครั้งแรกต่อสาธารณชน
2. วันที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล โดยถือว่าเป็นวันที่มีผลของการเพิ่มทุนเกิดขึ้นจริง
3. วันที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยถือว่าเป็นวันแรกที่หุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลสามารถซื้อขายได้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดยข้อมูลของวันที่เกิดเหตุการณ์ทั้งหมดนี้สามารถสืบค้นได้จากบริการ SETSMART โดยในการศึกษานี้ต้องการดูผลการตอบสนองต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์จำนวน 5 วัน และหลังเกิดเหตุการณ์ 5 วัน โดยการศึกษาเหตุการณ์จะแบ่งออกเป็น 2 ช่วง คือ

ช่วงประมาณการ (Estimation Period) หรือ ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ เป็นช่วงเวลาที่นักลงทุนทำการซื้อขายหุ้นสามัญโดยไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล ซึ่งจะถูกนำไปใช้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) โดยจะใช้ช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์จำนวน 60 วันก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล ชำระราคาหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล และวันที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลเข้าสู่การซื้อขาย (วันที่ -65 ถึงวันที่ -6)

ช่วงเหตุการณ์ (Event Period) เป็นกรอบเวลาช่วงที่เกิดเหตุการณ์การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล ชำระราคาหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล และวันที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลเข้าสู่การซื้อขาย โดยจะทำการคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากเหตุการณ์และวัดว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกตินี้แตกต่างไปจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยช่วงเหตุการณ์จะเริ่มจาก 5 วันก่อนการประกาศถึง 5 วันหลังวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล ชำระราคาหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล และวันที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลเข้าสู่การซื้อขาย โดยมีวิธีการวิจัยดังต่อไปนี้

3.2.1 อัตราผลตอบแทนปกติของหุ้นหากไม่เกิดเหตุการณ์ (Estimation Period)

3.2.1.1 การคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาด

ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาดในช่วงประมาณการ จะใช้ข้อมูลราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) รายวันในช่วง วันที่ -65 ถึงวันที่ -6 ดังนี้

$$R_{mt} = \frac{SET_t - SET_{t-1}}{SET_{t-1}}$$

R_{mt}	คือ	อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของตลาด SET ณ วันที่ t
SET_t	คือ	ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET ณ วันที่ t
SET_{t-1}	คือ	ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET ณ วันที่ t-1

3.2.1.2 การคำนวณอัตราผลตอบแทนของหุ้นที่สนใจ

ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของหุ้นที่สนใจในช่วงประมาณการ จะใช้ข้อมูลราคาปิดของหุ้นรายวันในช่วง $t = -65$ ถึง $t = -6$ ดังนี้

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

R_{it}	คือ	อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหุ้น i ณ วันที่ t
P_{it}	คือ	ราคาปิดของหุ้น i ณ วันที่ t
P_{it-1}	คือ	ราคาปิดของหุ้น i ณ วันที่ t-1

3.2.1.3 แบบจำลองตลาด (Market Model)

นำอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของตลาด (R_{mt}) และอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหุ้นที่สนใจ (R_{it}) ที่ได้ไปแทนค่าในสมการ Market Model เพื่อคำนวณหาค่า β และ α ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (วันที่ -65 ถึงวันที่ -6) หรือ เพื่อให้ได้ค่า β และ α ในช่วงเหตุการณ์ปกติของหุ้น ดังนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

R_{it}	คือ	อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหุ้น i ณ วันที่ t ($t = -65$ ถึง $t = -6$)
R_{mt}	คือ	อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของตลาด SET ณ วันที่ t ($t = -65$ ถึง $t = -6$)
α_i	คือ	อัตราผลตอบแทนของหุ้น i เมื่ออัตราผลตอบแทนตลาด = 0
β_i	คือ	ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหุ้น i กับ อัตราผลตอบแทนของตลาด หรือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการหาความสัมพันธ์แบบถดถอย (Ordinary Least Square: OLS)

3.2.2 อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นในช่วงเหตุการณ์

การคำนวณผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นในช่วงเหตุการณ์ (วันที่ -5 ถึงวันที่ +5) ทำได้โดยการนำค่า β และ α ที่ได้จากช่วงประมาณการมาคำนวณร่วมกับอัตราผลตอบแทนของตลาดที่เกิดขึ้นจริงในช่วงเหตุการณ์ (วันที่ -5 ถึงวันที่ +5) โดยใช้แบบจำลองของตลาด ดังนี้

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

$E(R_{it})$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้น i ณ วันที่ t ($t = -5$ ถึง $t = +5$)

R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของตลาด SET ณ วันที่ t ($t = -5$ ถึง $t = +5$)

α_i คือ ค่าอัลฟาของหุ้น i

β_i คือ ค่าเบต้าของหุ้น i

3.2.3 อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของหุ้นในช่วงเหตุการณ์ (Event Period)

ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของหุ้นนั้น ทำได้โดยการนำเอาอัตราผลตอบแทนของหุ้นที่เกิดขึ้นจริงในช่วงเหตุการณ์ (วันที่ -5 ถึงวันที่ +5) หักกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้น ดังนี้

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

AR_{it} คือ อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติของหุ้น i ณ วันที่ t ($t = -5$ ถึง $t = +5$)

R_{it} คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหุ้น i ณ วันที่ t ($t = -5$ ถึง $t = +5$)

$E(R_{it})$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้น i ณ วันที่ t ($t = -5$ ถึง $t = +5$)

3.2.4 การคำนวณผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสม (Cumulative abnormal return : CAR)

หลังจากที่เราได้ผลตอบแทนที่ไม่ปกติในแต่ละวันสะสมจนครบช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาโดยเริ่มต้นจากเดือนที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล โดยเราสามารถเขียนออกมาให้อยู่ในรูปคณิตศาสตร์ได้ดังนี้

$$CAR_t = \sum AR_t$$

และเพื่อที่จะทดสอบสมมติฐานเราจะใช้ค่า cross-sectional t-statistics ซึ่งสามารถหาได้โดย

$$t_{CAR} = \frac{\overline{AR}}{S_{car}}$$

และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานสามารถหาได้โดย

$$S_{car} = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (AR_{i0} - \overline{AR_0})^2}$$

3.2.5 The calendar-time portfolio

สำหรับการศึกษาผลตอบแทนระยะยาวของราคาหลักทรัพย์ภายหลังจากการเพิ่มทุน นั้นยังคงมีข้อถกเถียงในหลายหัวข้อโดยแต่ละคนจะมีวิธีวัดที่แตกต่างกัน อย่าง Fama (1998) ได้ชี้ให้เห็นว่าการวัดผลตอบแทนระยะยาวนั้นจะค่อนข้างอ่อนไหวต่อผลตอบแทนที่ได้มาจากแบบจำลองที่ใช้ในการคำนวณหาผลตอบแทนที่ไม่ปกติรวมถึงค่าสถิติที่ใช้ทดสอบ สำหรับงานศึกษาอิสระชิ้นนี้ เราจะใช้วิธี The calendar-time Fama-French three factor portfolio ในการทดสอบ

โดยในแต่ละเดือนจะทำการสร้าง Equal-weighted portfolio โดยให้นำหนักการลงทุนในพอร์ตโฟลิโอแต่ละตัวมีมูลค่าเท่ากัน โดยในพอร์ตโฟลิโอจะประกอบไปด้วยทุกกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลแบ่งแยกตามวัตถุประสงค์ของการใช้เงินทุนตามที่กล่าวข้างต้นในช่วง 36 เดือน (3ปี) โดยใช้สมการถดถอย three-factor model ของ Fama (1993) สามารถเขียนออกมาเป็นสมการถดถอยได้ดังนี้

$$R_{pt}-R_{ft} = \alpha + \beta_m RMRF_t + \beta_s SMB_t + \beta_h HML_t + \epsilon_t$$

โดยตัวแปรตาม $R_{pt}-R_{ft}$ ในสมการถดถอยของทั้งสองสมการนี้คือผลตอบแทนรายเดือนของพอร์ตโฟลิโอที่เกินกว่าผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง

ส่วนตัวแปรอิสระนั้นประกอบด้วยข้อมูลในแต่ละเดือนของตัวแปรต่อไปนี้

RMRF คือ ผลตอบแทนของทุกหลักทรัพย์ในตลาดหักลบด้วยผลตอบแทนจากตัวเงินคลังระยะเวลา 1 เดือน

SMB คือ ผลตอบแทนของ zero-investment size portfolio ที่คำนวณจากการนำผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดเล็กหักลบกับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ขนาดใหญ่ โดยใช้เกณฑ์ในการแบ่งคือค่ากลาง (Median) ของมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ณ สิ้นเดือนมิถุนายนของปีที่ทำการศึกษา ของหลักทรัพย์ในตลาด

HML คือ ผลตอบแทนของ zero-investment book-to-market ratio portfolio คำนวณจากการนำผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดสูงหักลบกับผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดต่ำ โดยใช้เกณฑ์ในการแบ่งคือเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 33 และ 67 ของมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (book-to-market ratio) ณ สิ้นเดือนมิถุนายนของปีที่ทำการศึกษา ของหลักทรัพย์ในตลาด

โดยค่า α ที่ได้จากสมการถดถอยจากแต่ละสมการ จะเป็นตัววัดความสามารถในการสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบขจัดความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์แต่ละประเภทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่ต่างวัตถุประสงค์กัน

3.3 สมมติฐานการวิจัย

3.3.1 ทดสอบผลกระทบระยะสั้นของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล

Hypothesis 1 : เกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในช่วงที่มีการประกาศหุ้นเพิ่มทุนเฉพาะกลุ่มบุคคลไม่ว่าจะด้วยวัตถุประสงค์อะไรก็ตาม

โดยเชื่อในทฤษฎีการเงินเชิงพฤติกรรม (Behavioral finance theory) ในแง่ที่ว่า การมองโลกในแง่ดีเกินไปของนักลงทุน (Investor optimism) ทำให้เกิดการ Overvaluation ในหลักทรัพย์ที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลโดยไม่คำนึงถึงวัตถุประสงค์

3.3.2 ทดสอบผลกระทบระยะยาวของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล

Hypothesis 2a: เกิดผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่าตลาด (Underperformance) สำหรับกิจการที่มีการประกาศหุ้นเพิ่มทุนเฉพาะกลุ่มบุคคลไม่ว่าจะด้วยวัตถุประสงค์อะไรก็ตาม

เป็นผลกระทบที่สืบเนื่องมาจากการ Overvaluation ในตอนต้นทำให้เชื่อว่าในระยะยาวแนวโน้มราคาจะกลับไปยังมูลค่าที่แท้จริงของกิจการทำให้เกิดการ Underperformance ในหลักทรัพย์ที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลโดยไม่คำนึงถึงวัตถุประสงค์

Hypothesis 2b : มีความแตกต่างกันสำหรับผลตอบแทนที่ไม่ปกติภายหลังที่มีการประกาศเพิ่มทุนเฉพาะกลุ่มบุคคลด้วยวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนที่แตกต่างกัน

โดยเชื่อว่าในระยะยาวแล้ววัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนในตอนต้นจะสะท้อนให้เห็นในราคาหลักทรัพย์ในที่สุดและจะทำให้ผลกระทบในแต่ละวัตถุประสงค์มีความแตกต่างกัน

บทที่ 4

ผลการศึกษา

สำหรับการศึกษาในครั้งนี้พบว่ามีการเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยวิธีการระดมทุนแบบการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลตั้งแต่เดือนมกราคม พ.ศ.2545 ถึงเดือนธันวาคม พ.ศ.2554 มาคัดเลือกตามเกณฑ์ข้างต้นพบว่ามีการที่มีข้อมูลที่ครบถ้วนทั้งสิ้น 98 กิจการโดยสามารถแจกแจงความถี่ของข้อมูลได้ดังตาราง

ปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล	จำนวนกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลทั้งหมด	ออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อวัตถุประสงค์ในการขยายการลงทุน	ออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อวัตถุประสงค์ในการปรับโครงสร้างหนี้
พ.ศ. 2545	7	5	2
พ.ศ. 2546	14	8	6
พ.ศ. 2547	12	10	2
พ.ศ. 2548	12	7	5
พ.ศ. 2549	13	8	5
พ.ศ. 2550	5	5	0
พ.ศ. 2551	12	9	3
พ.ศ. 2552	6	6	0
พ.ศ. 2553	6	6	0
พ.ศ. 2554	13	11	2

ตารางที่ 4.1 : ตารางแจกแจงความถี่แบ่งแยกตามปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล

4.1 ผลการศึกษาระยะสั้น

4.1.1 วันที่มีคณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงโดยถือว่ามีข้อมูลได้ถูกเผยแพร่เป็นครั้งแรกต่อสาธารณชน

สำหรับผลการศึกษาระยะสั้น ตามวิธีการคำนวณผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสม (Cumulative abnormal return : CAR) พบว่าเมื่อมองดูในภาพรวมการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดทั้งสิ้น 97 กิจการ โดยยังไม่ได้แบ่งแยกออกตามวัตถุประสงค์ ในช่วง

ระยะเวลา 5 วันก่อนวันที่มีคณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงถึง 5 วัน
หลังจากวันที่มีคณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง

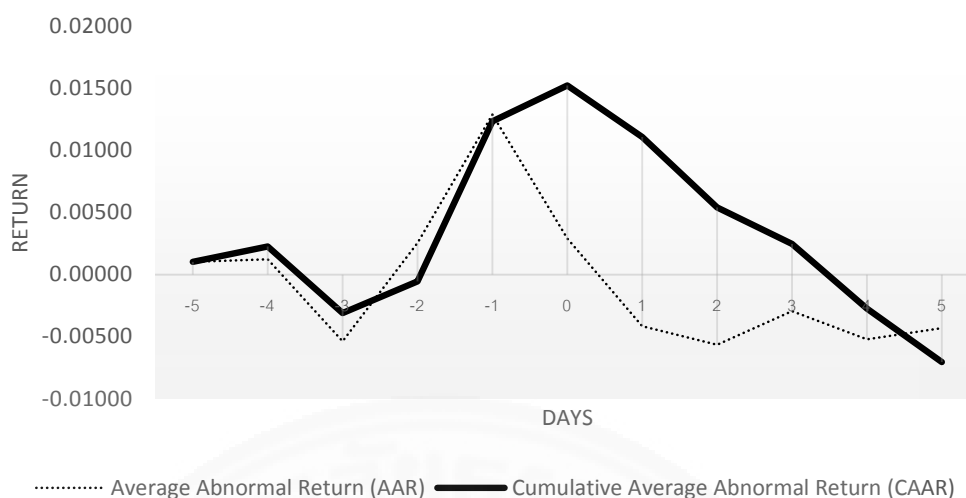
จากการทดสอบพบว่าผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญคือในวันที่ -3 หรือ
ก่อนที่จะเกิดเหตุการณ์ 3 วันและในวันที่ -1 หรือก่อนที่จะเกิดเหตุการณ์ 1 วันโดยพบผลตอบแทนที่
ไม่ปกติอยู่ที่ - 0.5% และ 1.29% ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และเมื่อพิจารณาผลการทดสอบ
โดยรวมนั้นจะพบว่าเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (Average abnormal return : AAR) ในเชิงบวก
ในช่วง -2 ถึง +0 และหลังจากนั้นจะเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติเชิงลบ

ต่อมาเมื่อมาดูถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสม (Cumulative average
abnormal return : CAAR) ของกลุ่มตัวอย่างข้างต้นนั้นไม่พบความมีนัยสำคัญของการเกิด
ผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสมแต่อย่างใดโดยสามารถเขียนสรุปได้ดังตารางที่ 4.2 และแผนภาพที่
4.1

Day	N	AAR	t-statistics	CAAR	t-statistics
-5	97	0.00102	0.246	0.00102	0.246
-4	97	0.00125	0.433	0.00227	0.524
-3	97	-0.00537**	-2.04	-0.00310	-0.625
-2	97	0.00225	0.815	-0.00055	-0.096
-1	97	0.01290**	2.527	0.01235	1.447
0	97	0.00290	0.507	0.01526	1.357
1	97	-0.00417	-0.915	0.01109	0.851
2	97	-0.00566	-1.108	0.00543	0.381
3	97	-0.00296	-0.765	0.00247	0.164
4	97	-0.00521	-1.031	-0.00274	-0.166
5	97	-0.00432	-0.858	-0.00705	-0.411

***, **, *อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติมีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ
99,95,90 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.2. : ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR)
ในช่วงที่มีคณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลกรณีไม่แบ่งแยกตาม
วัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุน



แผนภาพที่ 4.1: ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่คณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลกรณีไม่แบ่งแยกตามวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุน

ต่อมาเมื่อเราแบ่งแยกกลุ่มตัวอย่างให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนเพื่อศึกษาถึงความแตกต่างของการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในช่วงที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์โดยผลที่ได้จากการทดสอบสามารถแสดงได้ดังนี้

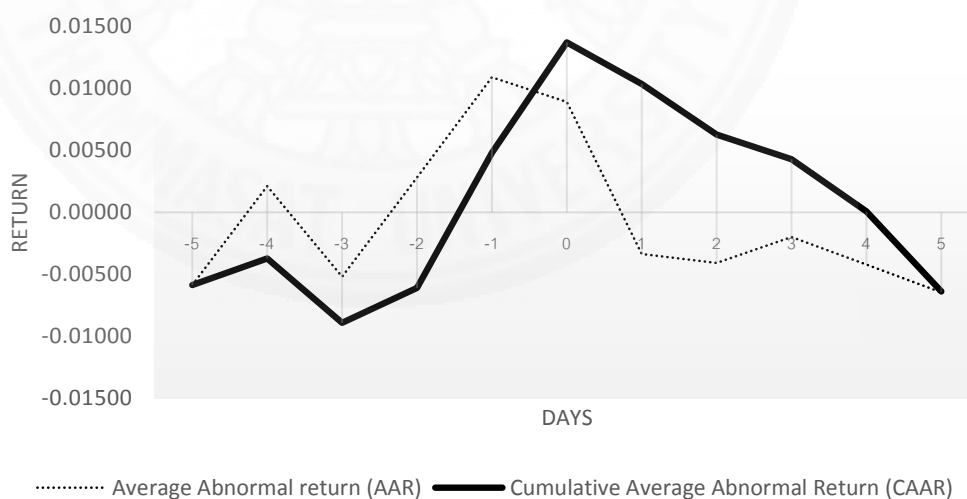
ในส่วนของกลุ่มตัวอย่างที่มีวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนเพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงานพบว่าผลตอบแทนที่ไม่ปกติโดยเฉลี่ยรายวันนั้นมีลักษณะการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในเชิงลบและจะเห็นว่ามียุทธศาสตร์สำคัญในวันที่เกิดเหตุการณ์และหลังจากการเกิดเหตุการณ์แล้วถัดไป 2 วัน โดยผลตอบแทนที่ไม่ปกติที่เกิดขึ้นในวันที่เกิดเหตุการณ์นั้นอยู่ที่ 0.8% และวันที่ 2 หลังจากเกิดเหตุการณ์นั้นอยู่ที่ -0.4% ด้วยระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 90 และ 95 ตามลำดับ

และเมื่อเรามาดูถึงลักษณะของการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสมในช่วงระยะเวลาที่เกิดเหตุการณ์ของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงานพบว่าเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมในช่วง -5 ถึง -3 อย่างมีนัยสำคัญอยู่ที่ -0.89% ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 โดยสามารถเขียนสรุปได้ดังตารางที่ 4.3 และแผนภาพที่ 4.2

Day	N	AAR	t-statistics	CAAR	t-statistics
-5	73	-0.00585	-0.880	-0.00585	-1.591
-4	73	0.00213	-0.628	-0.00372	-0.929
-3	73	-0.00517	0.013	-0.00890*	-1.770
-2	73	0.00281	-1.202	-0.00609	-0.998
-1	73	0.01089	-1.165	0.00480	-0.531
0	73	0.00890*	-1.672	0.01370	1.009
1	73	-0.00335	-1.122	0.01035	0.646
2	73	-0.00408**	-2.307	0.00627	0.377
3	73	-0.00198	-0.139	0.00429	0.235
4	73	-0.00420	-0.962	0.00008	0.005
5	73	-0.00645	-0.694	-0.00427	-0.348

***, **, *อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติมีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99,95,90 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.3 : ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่คณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงาน



แผนภาพที่ 4.2: ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่คณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงาน

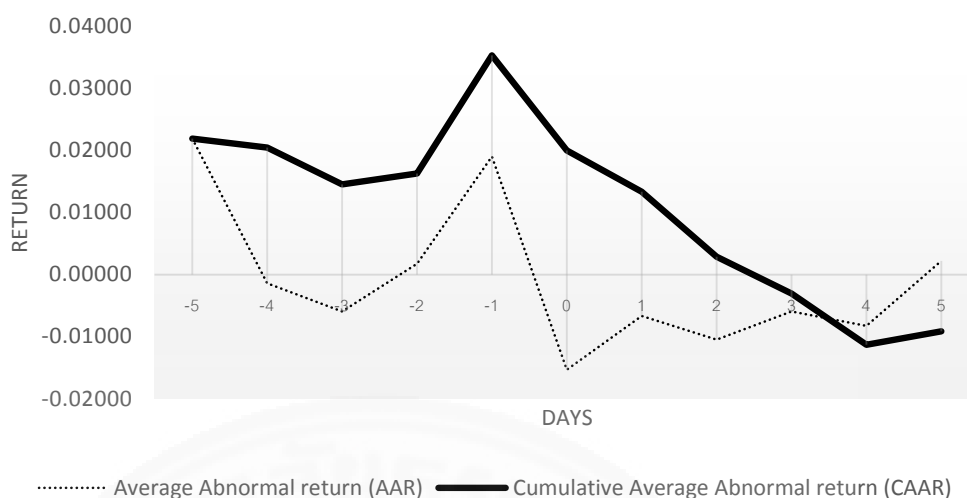
ในส่วนของกลุ่มตัวอย่างที่มีวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนเพื่อนำไปใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้พบว่าผลตอบแทนที่ไม่ปกติโดยเฉลี่ยรายวันในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในวันที่ -5 และวันที่ -1 โดยผลตอบแทนที่ไม่ปกติอยู่ที่ 2.19% และ 1.90% ด้วยระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 90 และ 95 ตามลำดับ และพบผลตอบแทนที่ผิดปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญในวันที่คณะกรรมการมีมติเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลโดยผลตอบแทนที่ไม่ปกติอยู่ที่ -1.53% ด้วยระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 95

เมื่อเรามาพูดถึงถึงลักษณะของการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสม ในช่วงระยะเวลาที่เกิดเหตุการณ์ของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้พบว่าในช่วงวันที่ -5 ถึงวันที่ -4 เกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสมในเชิงบวกด้วยผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสมที่ 2.19% และ 2.04% ตามลำดับด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 และในวันที่ -1 หรือวันก่อนวันที่มีมติกรรมการในการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสมในเชิงบวกด้วยผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสมที่ 3.53% ด้วยระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 90 เช่นเดียวกันโดยสามารถเขียนสรุปได้ดังตารางที่ 4.4 และแผนภาพที่ 4.3

Day	N	AAR	t-statistics	CAAR	t-statistics
-5	24	0.02191*	1.880	0.02191*	1.880
-4	24	-0.00142	-0.321	0.02049*	1.708
-3	24	-0.00596	-1.364	0.01453	1.163
-2	24	0.00176	0.322	0.01629	1.172
-1	24	0.01903**	2.048	0.03532*	1.721
0	24	-0.01533**	-2.029	0.01999	1.031
1	24	-0.00665	-0.875	0.01334	0.652
2	24	-0.01047	-0.731	0.00287	0.102
3	24	-0.00592	-0.612	-0.00305	-0.118
4	24	-0.00828	-0.530	-0.01132	-0.305
5	24	0.00219	0.141	-0.00913	-0.217

***, **, *อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติมีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99,95,90 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.4 : ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่คณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปปรับโครงสร้างหนี้



แผนภาพที่ 4.3 : ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่คณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปปรับโครงสร้างหนี้

4.1.2 วันที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล โดยถือว่าเป็นวันที่มีผลของการเพิ่มทุนเกิดขึ้นจริง

สำหรับผลการศึกษาระยะสั้น ตามวิธีการคำนวณผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสม (Cumulative abnormal return : CAR) พบว่าเมื่อมองดูในภาพรวมการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดทั้งสิ้น 98 กิจการ โดยยังไม่ได้แบ่งแยกออกตามวัตถุประสงค์ ในช่วงระยะเวลา 5 วันก่อนที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล ถึง 5 วันหลังจากที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล

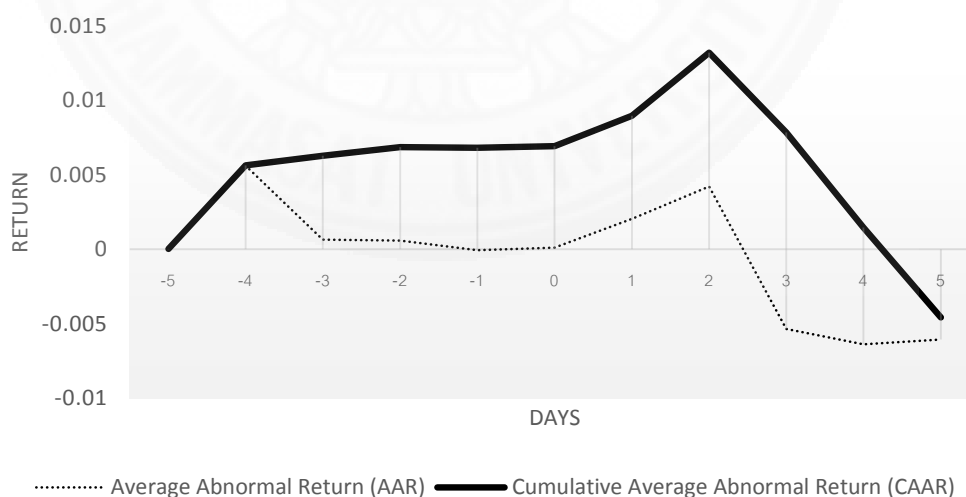
จากการทดสอบพบว่า มีผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญคือในวันที่ 3 และวันที่ 4 หลังจากที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลโดยพบผลตอบแทนที่ไม่ปกติอยู่ที่ -0.53% และ -0.63% ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 และเมื่อพิจารณาผลการทดสอบโดยรวมนั้นจะพบว่าเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (AAR :Average abnormal return) ในเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงแรกแต่จะค่อยๆเกิดผลตอบแทนแบบไม่ปกติเชิงลบตามมาแต่อย่างไรก็ตามผลตอบแทนเฉลี่ยแบบไม่ปกตินั้นส่วนมากจะไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ต่อมาเมื่อมาดูถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสม (Cumulative average abnormal return : CAAR) ของกลุ่มตัวอย่างข้างต้นนั้นไม่พบถึงความมีนัยสำคัญทางสถิติแต่อย่างใด โดยสามารถเขียนสรุปได้ดังตารางที่ 4.5 และแผนภาพที่ 4.4

Day	N	AAR	t-statistics	CAAR	t-statistics
-5	98	0.00002	0.006	0.00002	0.006
-4	98	0.00562	1.446	0.00564	1.003
-3	98	0.00065	0.146	0.00629	0.827
-2	98	0.00059	0.142	0.00687	0.819
-1	98	-0.00006	-0.015	0.00682	0.771
0	98	0.00011	0.025	0.00693	0.740
1	98	0.00206	0.402	0.00896	0.749
2	98	0.00422	1.122	0.01320	1.083
3	98	-0.00535*	-1.838	0.00785	0.639
4	98	-0.00638*	-1.696	0.00147	0.110
5	98	-0.00604*	-1.638	-0.00457	-0.349

***, **, * อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติมีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95, 90 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.5 : ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล



แผนภาพที่ 4.4 : ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล

ต่อมาเมื่อเราแบ่งแยกกลุ่มตัวอย่างให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนเพื่อศึกษาถึงความแตกต่างของการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในช่วงที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์โดยผลที่ได้จากการทดสอบสามารถแสดงได้ดังนี้

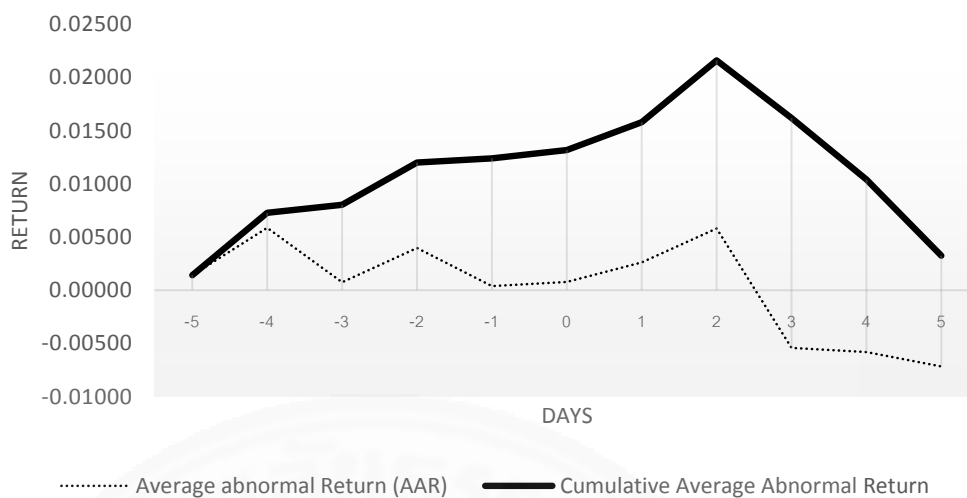
ในส่วนของกลุ่มตัวอย่างที่มีวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนเพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงานพบว่าผลตอบแทนที่ไม่ปกติโดยเฉลี่ยรายวันนั้นมีลักษณะการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในเชิงบวกก่อนที่จะเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติเชิงลบและจะเห็นว่ามีความสำคัญในวันที่ 3 หลังจากเกิดเหตุการณ์ โดยผลตอบแทนที่ไม่ปกติที่เกิดขึ้นในวันที่ 3 หลังเกิดเหตุการณ์นั้นอยู่ที่ -0.54% ด้วยระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 90

และเมื่อเรามาดูถึงลักษณะของการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสมในช่วงระยะเวลาที่เกิดเหตุการณ์ของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงานพบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแต่อย่างใด โดยสามารถเขียนสรุปได้ดังตารางที่ 4.6 และแผนภาพที่ 4.5

Day	N	AAR	t-statistics	CAAR	t-statistics
-5	74	0.00141	0.320	0.00141	0.320
-4	74	0.00587	1.265	0.00728	1.004
-3	74	0.00075	0.168	0.00803	0.888
-2	74	0.00398	0.828	0.01201	1.243
-1	74	0.00039	0.089	0.01240	1.258
0	74	0.00079	0.155	0.01319	1.242
1	74	0.00262	0.431	0.01581	1.170
2	74	0.00580	1.291	0.02161	1.509
3	74	-0.00540*	-1.740	0.01622	1.157
4	74	-0.00579	-1.222	0.01043	0.664
5	74	-0.00716	-1.594	0.00327	0.214

***, **, * อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติมีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95, 90 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.6 : ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงาน



แผนภาพที่ 4.5: ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงาน

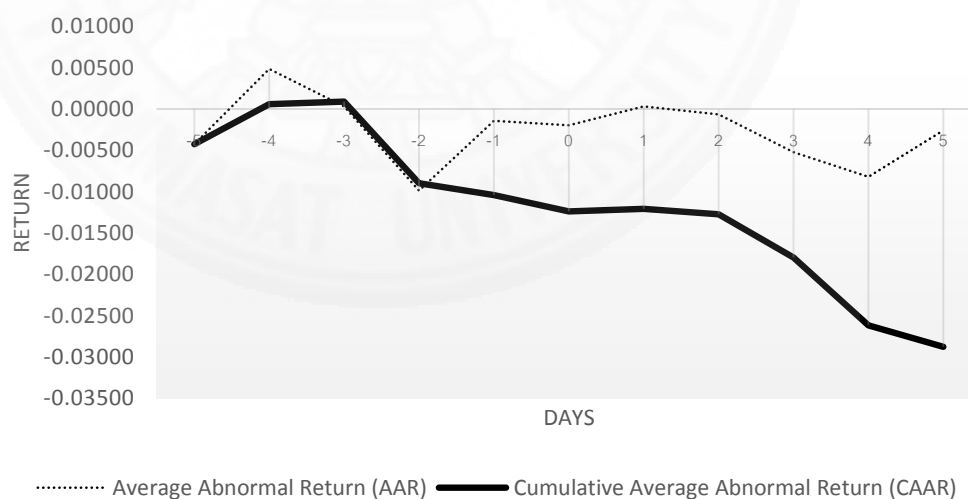
ในส่วนของกลุ่มตัวอย่างที่มีวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนเพื่อนำไปใช้ในการปรับโครงสร้างนี้พบว่าผลตอบแทนที่ไม่ปกติโดยเฉลี่ยรายวันนั้นมีลักษณะการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในเชิงบวกและลบสลับกันไปโดยส่วนมากไม่มีนัยสำคัญทางสถิติและจะเห็นว่ามีเพียงวันที่ 4 หลังจากเหตุการณ์เท่านั้นที่พบผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลตอบแทนที่ไม่ปกติที่เกิดขึ้นนั้นอยู่ที่ 0.82% ด้วยระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 90

เมื่อเรามาพูดถึงถึงลักษณะของการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสมในช่วงระยะเวลาที่เกิดเหตุการณ์ของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปใช้ในการปรับโครงสร้างนี้พบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติโดยสามารถเขียนสรุปได้ดังตารางที่ 4.7 และแผนภาพที่ 4.6

Day	N	AAR	t-statistics	CAAR	t-statistics
-5	24	-0.00426	-0.787	-0.00426	-0.787
-4	24	0.00485	0.692	0.00059	0.110
-3	24	0.00032	0.027	0.00091	0.065
-2	24	-0.00988	-1.273	-0.00898	-0.533
-1	24	-0.00143	-0.204	-0.01041	-0.536
0	24	-0.00198	-0.240	-0.01239	-0.633
1	24	0.00032	0.034	-0.01207	-0.469
2	24	-0.00067	-0.100	-0.01274	-0.563
3	24	-0.00521	-0.724	-0.01795	-0.713
4	24	-0.00820*	-1.681	-0.02615	-1.057
5	24	-0.00261	-0.433	-0.02876	-1.135

***, **, * อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติมีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95, 90 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.7 : ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปปรับโครงสร้างหนี้



แผนภาพที่ 4.6 : ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปปรับโครงสร้างหนี้

4.1.3 วันที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยถือว่าเป็นวันแรกที่หุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลสามารถซื้อขายได้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สำหรับผลการศึกษาระยะสั้น ตามวิธีการคำนวณผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสม (Cumulative abnormal return : CAR) พบว่าเมื่อมองดูในภาพรวมการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดทั้งสิ้น 97 กิจการ โดยยังไม่ได้แบ่งแยกออกตามวัตถุประสงค์ ในช่วงระยะเวลา 5 วันก่อนมีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ถึง 5 วันหลังจากมีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์

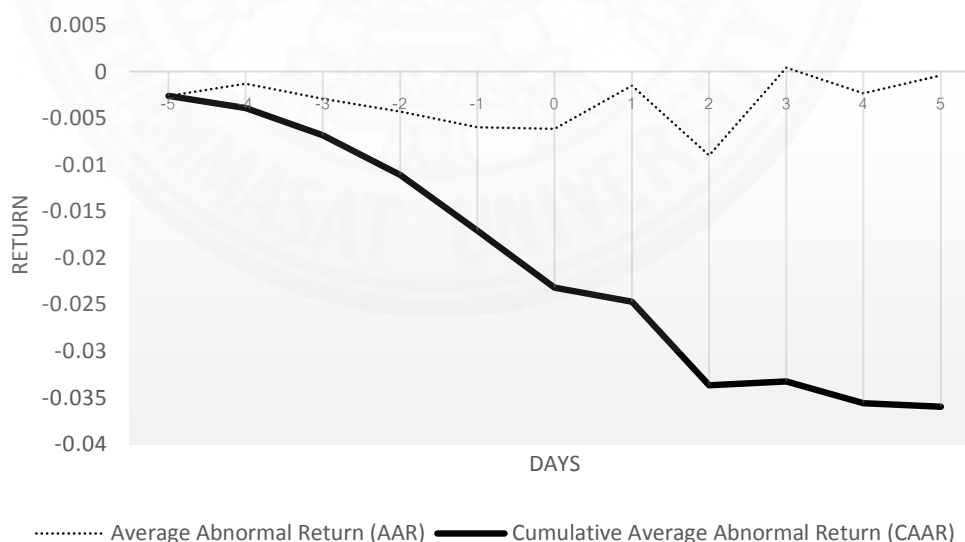
จากการทดสอบพบว่า มีผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญคือในวันที่ 2 หลังจากที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ โดยพบผลตอบแทนที่ไม่ปกติอยู่ที่ -0.8% ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และเมื่อพิจารณาผลการทดสอบโดยรวมนั้นจะพบว่าเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติ (AAR :Average abnormal return) ในเชิงลบต่อราคาหลักทรัพย์ แต่ผลตอบแทนที่ไม่ปกตินั้นจะค่อยๆลดลงเมื่อระยะเวลาผ่านไป

ต่อมาเมื่อมาดูถึงผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสม (Cumulative average abnormal return : CAAR) ของกลุ่มตัวอย่างข้างต้นพบว่าตั้งแต่ก่อนวันที่หุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ 1 วันพบผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสมมาจากวันก่อนหน้าที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 โดยเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญอยู่ที่ -1.7% และเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆจนสูงสุดอยู่ที่ -3.59% ในวันที่ 5 หลังจากที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 โดยสามารถเขียนสรุปได้ดังตารางที่ 4.8 และแผนภาพที่ 4.7

Day	N	AAR	t-statistics	CAAR	t-statistics
-5	98	-0.00260	-0.658	-0.00260	-0.658
-4	98	-0.00132	-0.246	-0.00391	-0.564
-3	98	-0.00290	-0.785	-0.00682	-0.825
-2	98	-0.00429	-1.271	-0.01110	-1.244
-1	98	-0.00596	-1.403	-0.01708*	-1.654
0	98	-0.00614	-1.588	-0.02320**	-1.960
1	98	-0.00149	-0.361	-0.02470*	-1.798
2	98	-0.00899***	-2.614	-0.03369**	-2.353
3	98	0.00043	0.131	-0.03326**	-2.146
4	98	-0.00233	-0.696	-0.03559**	-2.304
5	98	-0.00040	-0.071	-0.03598**	-2.200

***, **, * อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติมีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95, 90 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.8 : ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์กรณีไม่แบ่งแยกตามวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล



แผนภาพที่ 4.7 : ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์กรณีไม่แบ่งแยกตามวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล

ต่อมาเมื่อเราแบ่งแยกกลุ่มตัวอย่างให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนเพื่อศึกษาถึงความแตกต่างของการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในช่วงที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์โดยผลที่ได้จากการทดสอบสามารถแสดงได้ดังนี้

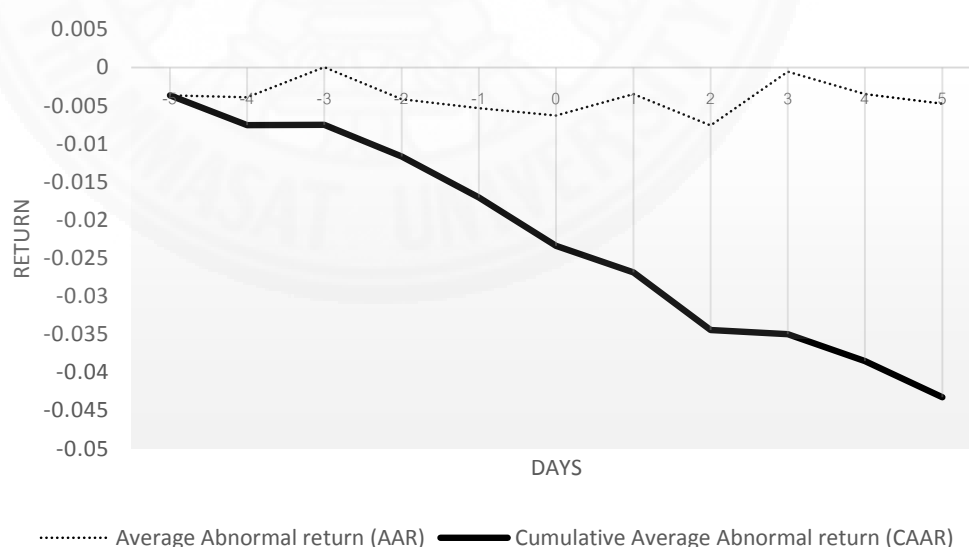
ในส่วนของกลุ่มตัวอย่างที่มีวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนเพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงานพบว่าผลตอบแทนที่ไม่ปกติโดยเฉลี่ยรายวันนั้นมีลักษณะการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในเชิงลบและจะเห็นว่ามีความสำคัญในวันที่เกิดเหตุการณ์และหลังจากการเกิดเหตุการณ์แล้วถัดไป 2 วัน โดยผลตอบแทนที่ไม่ปกติที่เกิดขึ้นในวันที่เกิดเหตุการณ์นั้นอยู่ที่ -0.6% และวันที่ 2 หลังจากเกิดเหตุการณ์นั้นอยู่ที่ -0.76% ด้วยระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 90 และ 95 ตามลำดับ

และเมื่อเรามาดูถึงลักษณะของการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสม (Cumulative average abnormal return : CAAR) ในช่วงระยะเวลาที่เกิดเหตุการณ์ของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงานพบว่าตั้งแต่วันที่หุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์พบผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสมมาจากวันก่อนหน้าทีระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 โดยเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญอยู่ที่ -2.34% ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 และเพิ่มสูงขึ้นเรื่อยๆจนสูงสุดอยู่ที่ -4.33% ในวันที่ 5 หลังจากที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ด้วยระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 โดยสามารถเขียนสรุปได้ดังตารางที่ 4.9 และแผนภาพที่ 4.8

Day	N	AAR	t-statistics	CAAR	t-statistics
-5	74	-0.00367	-0.880	-0.00367	-0.880
-4	74	-0.00392	-0.628	-0.00759	-0.976
-3	74	0.00049	0.013	-0.00754	-0.804
-2	74	-0.00417	-1.202	-0.01171	-1.270
-1	74	-0.00536	-1.165	-0.01707	-1.594
0	74	-0.00633*	-1.672	-0.02339*	-1.827
1	74	-0.00348	-1.122	-0.02687*	-1.903
2	74	-0.00760**	-2.307	-0.03447**	-2.396
3	74	-0.00054	-0.139	-0.03501**	-2.188
4	74	-0.00351	-0.962	-0.03852**	-2.394
5	74	-0.00476	-0.694	-0.04328**	-2.433

***, **, * อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติมีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95, 90 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.9 : ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์กรณีของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงาน



แผนภาพที่ 4.8 : ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์กรณีของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปซื้อกิจการหรือนำเงินไปใช้เพื่อหมุนเวียนในการดำเนินงาน

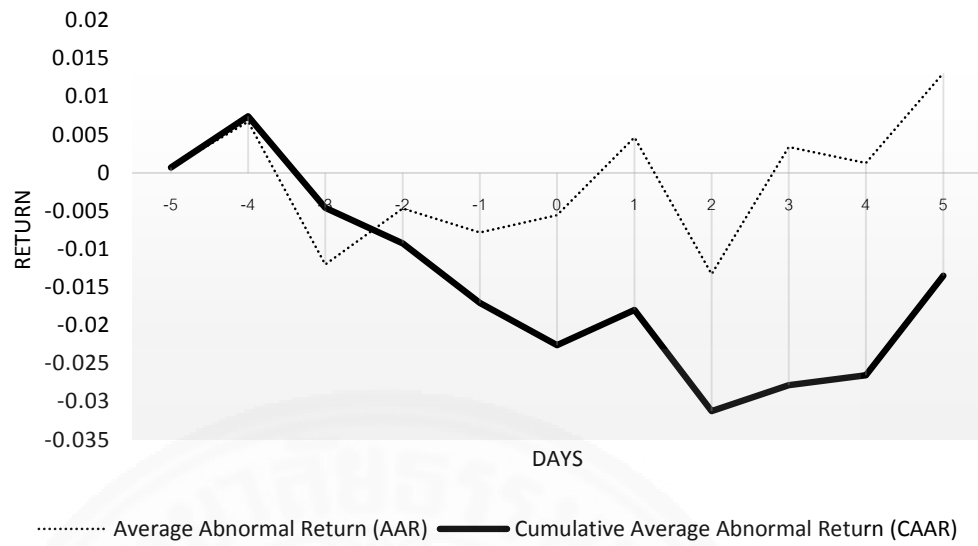
ในส่วนของกลุ่มตัวอย่างที่มีวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนเพื่อนำไปใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้พบว่าผลตอบแทนที่ไม่ปกติโดยเฉลี่ยรายวันนั้นมีลักษณะการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในเชิงบวกและลบสลับกันไปโดยส่วนมากไม่มีนัยสำคัญทางสถิติและจะเห็นว่ามีเพียงวันที่ 5 หลังจากเหตุการณ์เท่านั้นที่พบผลตอบแทนที่ไม่ปกติอย่างมีนัยสำคัญ โดยผลตอบแทนที่ไม่ปกติที่เกิดขึ้นนั้นอยู่ที่ 0.13% ด้วยระดับความเชื่อมั่นที่ร้อยละ 90

และเมื่อเรามาพูดถึงถึงลักษณะของการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสม (Cumulative average abnormal return : CAAR) ในช่วงระยะเวลาที่เกิดเหตุการณ์ของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้พบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

Day	N	AAR	t-statistics	CAAR	t-statistics
-5	24	0.00071	0.072	0.00071	0.072
-4	24	0.00671	0.649	0.00743	0.491
-3	24	-0.01202	-1.363	-0.00459	-0.259
-2	24	-0.00467	-0.526	-0.00925	-0.398
-1	24	-0.00781	-0.768	-0.01707	-0.640
0	24	-0.00556	-0.513	-0.02262	-0.795
1	24	0.00464	0.330	-0.01798	-0.500
2	24	-0.01329	-1.352	-0.03127	-0.807
3	24	0.00342	0.575	-0.02786	-0.690
4	24	0.00129	0.164	-0.02656	-0.670
5	24	0.01308*	1.684	-0.01349	-0.351

***, **, * อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติมีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99,95,90 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.10 : ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์กรณีของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปปรับโครงสร้างหนี้



แผนภาพที่ 4.9 : ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวัน (AAR) และผลตอบแทนที่ไม่ปกติสะสม (CAAR) ในช่วงที่มีการรับหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์กรณีของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปปรับโครงสร้างหนี้

4.2 ผลการศึกษาระยะยาว

4.2.1 วันที่มีคณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงโดยถือว่าข้อมูลได้ถูกเผยแพร่เป็นครั้งแรกต่อสาธารณชน

$$\text{Calendar-Time Portfolio: } R_{pt}-R_{ft} = \alpha + \beta_m \text{RMRF} + \beta_s \text{SMB}_t + \beta_h \text{HML}_t + \varepsilon_t$$

	All Sample	Group by purpose	
		Purpose 1	Purpose 2
Intercept	0.0249***	0.0166***	0.0327***
(t-statistics)	(3.93)	(3.55)	(2.69)
SMB	0.4110***	0.3307	0.4968
(t-statistics)	(2.41)	(1.82)	(1.88)
HML	-0.1850	-0.2258	-0.1003
(t-statistics)	(-1.01)	(-1.21)	(-0.39)
RMRF	1.0664***	0.9617***	1.270***
(t-statistics)	(8.23)	(8.05)	(7.33)
Adjusted R ²	45.44%	51.66%	25.89%

***, **, * อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติมีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95, 90 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.11 : แสดงอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติจากแบบจำลอง Calendar-Time Portfolio ในช่วงเหตุการณ์ที่คณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล

ผลของการทดสอบโดยสมการถดถอยของแบบจำลอง Calendar-Time Portfolio พบว่าสำหรับ พอร์ตโฟลิโอของกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล โดยรวมโดยเริ่มต้นซื้อหลักทรัพย์ของกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนในตอนสิ้นเดือนของเดือนที่มีเหตุการณ์และทำการถือหลักทรัพย์นั้นไว้เป็นระยะเวลา 36 เดือนโดยระหว่างนั้นจะมีการปรับพอร์ตโฟลิโอเสมอ พบว่าค่าคงที่ของสมการถดถอย Intercept มีค่า Coefficients อยู่ที่ 0.0249 (t-statistics = 3.93) หรือคิดเป็นอัตราผลตอบแทนไม่ปกติรายเดือนเฉลี่ย 2.49% ต่อเดือนตลอดระยะเวลา 36 เดือนนับตั้งแต่คณะกรรมการมีมติในการออกหุ้นเพิ่มทุนเฉพาะกลุ่มบุคคล ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และมีค่า Adjusted R² อยู่ที่ 45.44% แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการอธิบายของแบบจำลอง แสดงให้เห็นว่าหากเราทำการถือหลักทรัพย์ ณ สิ้นเดือนหลังจากที่กรรมการมีมติออกหุ้นเพิ่มทุนและถือไว้เป็นระยะเวลา 36 เดือนเราจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติที่มากกว่าตลาดได้

ต่อเมื่อทำการแบ่งแยกวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลและทดสอบโดยสมการถดถอยของแบบจำลองพบว่าในส่วนของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนในกลุ่มกิจการที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการลงทุนเพิ่มหรือขยายกิจการนั้นจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยต่อเดือนอยู่ที่ 1.66% และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (t-statistics = 3.55) และมีค่า Adjusted R² อยู่ที่ 51.66% แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการอธิบายของแบบจำลองและสำหรับในส่วนของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนในกลุ่มกิจการที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้จะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยต่อเดือนอยู่ที่ 3.27% และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (t-statistics = 2.69) และมีค่า Adjusted R² อยู่ที่ 25.89%

แสดงให้เห็นว่าการเพิ่มทุนทั้งสองวัตถุประสงค์ล้วนแล้วแต่สามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติที่สูงกว่าผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาดได้ โดยที่พอร์ตโฟลิโอการลงทุนในกลุ่มกิจการที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้สามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้มากกว่า

4.2.2 วันที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล โดยถือว่าเป็นวันที่มีผลของการเพิ่มทุนเกิดขึ้นจริง

$$\text{Calendar-Time Portfolio: } R_{pt} - R_{ft} = \alpha + \beta_m \text{RMRF} + \beta_s \text{SMB}_t + \beta_h \text{HML}_t + \varepsilon_t$$

	All Sample	Group by purpose	
		Purpose 1	Purpose 2
Intercept	0.0194***	0.0151***	0.0368***
(t-statistics)	(4.14)	(3.42)	(3.61)
SMB	0.3494**	0.2724	0.8564
(t-statistics)	(2.29)	(1.62)	(1.44)
HML	-0.1567	-0.2792	0.3209
(t-statistics)	(-0.84)	(-1.36)	(0.75)
RMRF	0.9671***	0.9377***	1.0007***
(t-statistics)	(8.14)	(7.30)	(5.86)
Adjusted R ²	51.70%	55.24%	12.29%

***, **, * อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติมีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95, 90 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.12 : แสดงอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติจากแบบจำลอง Calendar-Time Portfolio ในช่วงเหตุการณ์ที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล

ผลของการทดสอบโดยสมการถดถอยของแบบจำลอง Calendar-Time Portfolio พบว่าสำหรับ พอร์ตโฟลิโอของกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล โดยรวมโดยเริ่มต้นซื้อหลักทรัพย์ของกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนในตอนสิ้นเดือนของเดือนที่มีเหตุการณ์และทำการถือหลักทรัพย์นั้นไว้เป็นระยะเวลา 36 เดือนโดยระหว่างนั้นจะมีการปรับพอร์ตโฟลิโอเสมอพบว่าค่าคงที่ของสมการถดถอย Intercept มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (t -statistics = 4.14) แสดงให้เห็นว่าโดยรวมแล้วกิจการที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยอยู่ที่ 1.94% ต่อเดือนตลอดระยะเวลา 36 เดือนนับตั้งแต่มีการรับเอาหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ และมีค่า Adjusted R² อยู่ที่ 51.70% แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการอธิบายของแบบจำลอง

ต่อเมื่อทำการแบ่งแยกวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงพบว่าและทดสอบโดยสมการถดถอยของแบบจำลอง Calendar-Time Portfolio พบว่าในส่วนของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนในกลุ่มกิจการที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการลงทุนเพิ่มหรือขยายกิจการนั้นจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยต่อเดือนอยู่ที่ 1.51% และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (t -statistics = 3.42) และมีค่า Adjusted R² อยู่ที่ 55.24% แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการอธิบายของแบบจำลอง

และสำหรับในส่วนของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนในกลุ่มกิจการที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้ นั้นจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยต่อเดือนอยู่ที่ 3.68% และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (t -statistics = 3.61) และมีค่า Adjusted R² อยู่ที่ 12.29%

แสดงให้เห็นว่าการเพิ่มทุนทั้งสองวัตถุประสงค์ล้วนแล้วแต่สามารถสร้างผลตอบแทนที่สูงกว่าผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาดได้โดยที่พอร์ตโฟลิโอการลงทุนในกลุ่มกิจการที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้สามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้มากกว่า

4.2.3 วันที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ โดยถือว่าเป็นวันแรกที่หุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลสามารถซื้อขายได้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

$$\text{Calendar-Time Portfolio: } R_{pt}-R_{ft} = \alpha + \beta_m \text{RMRF} + \beta_s \text{SMB}_t + \beta_h \text{HML}_t + \varepsilon_t$$

	All Sample	Group by purpose	
		Purpose 1	Purpose 2
Intercept	0.0179***	0.0131***	0.0389***
(t-statistics)	(3.90)	(3.10)	(3.52)
SMB	0.4386***	0.3345**	0.9379
(t-statistics)	(3.11)	(2.30)	(1.48)
HML	-0.1913	-0.2983**	0.2445
(t-statistics)	(-1.12)	(-1.55)	(0.59)
RMRF	0.9201***	0.9049***	0.8455***
(t-statistics)	(8.97)	(7.76)	(4.54)
Adjusted R ²	50.64%	56.54%	8.13%

***, **, * อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติมีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99, 95, 90 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.13 : แสดงอัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติจากแบบจำลอง Calendar-Time Portfolio ในช่วงเหตุการณ์ที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

ผลของการทดสอบโดยสมการถดถอยของแบบจำลอง Calendar-Time Portfolio พบว่าสำหรับ พอร์ตโฟลิโอของกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล โดยรวมโดยเริ่มต้นซื้อหลักทรัพย์ของกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนในตอนสิ้นเดือนของเดือนที่มีเหตุการณ์และทำการถือหลักทรัพย์นั้นไว้เป็นระยะเวลา 36 เดือนโดยระหว่างนั้นจะมีการปรับพอร์ตโฟลิโอเสมอพบว่าค่าคงที่ของสมการถดถอย Intercept มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (t-statistics = 3.90) แสดงเห็นว่าโดยรวมแล้วกิจการที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยอยู่ที่ 1.79% ต่อเดือนตลอดระยะเวลา 36 เดือนนับตั้งแต่มีการรับเอาหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงเข้าสู่ตลาดหลักทรัพย์ และมีค่า Adjusted R² อยู่ที่ 50.64% แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการอธิบายของแบบจำลอง

ต่อเมื่อทำการแบ่งแยกวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงพบว่าและทดสอบโดยสมการถดถอยของแบบจำลอง Calendar-Time Portfolio พบว่าในส่วนของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนในกลุ่มกิจการที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการลงทุน

เพิ่มหรือขยายกิจการนั้นจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยต่อเดือนอยู่ที่ 1.31% และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (t-statistics = 3.10) และมีค่า Adjusted R² อยู่ที่ 56.54% แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการอธิบายของแบบจำลอง

และสำหรับในส่วนของพอร์ตโฟลิโอการลงทุนในกลุ่มกิจการที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้ นั้นจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยต่อเดือนอยู่ที่ 3.89% และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 (t-statistics = 3.52) และมีค่า Adjusted R² อยู่ที่ 8.13%

แสดงให้เห็นว่าการเพิ่มทุนทั้งสองวัตถุประสงค์ล้วนแล้วแต่สามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติที่สูงกว่าผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาดได้โดยที่พอร์ตโฟลิโอการลงทุนในกลุ่มกิจการที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้สามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้มากกว่า

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

EVENT PERIOD	SHORT – TERM (CAAR)			LONG – TERM (CTPA)		
	ALL	PURPOSE 1	PURPOSE 2	ALL	PURPOSE 1	PURPOSE 2
	วันที่มีคณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุน	-	-	-	2.49%***	1.66%***
วันที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุน	-	-	-	1.94%***	1.51%***	3.68%***
วันที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์	**	**	-	1.79%***	1.31%***	3.89%***

***, **, * อัตราผลตอบแทนที่ไม่ปกติมีค่าต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99,95,90 ตามลำดับ

ตารางที่ 5.1 : แสดงการสรุปผลการทดลองทั้งระยะสั้นและระยะยาวของทั้งสามช่วงเหตุการณ์

การศึกษาระยะสั้นพบว่า เป็นไปตามสมมติฐานที่ว่า การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในช่วงที่มีการประกาศหุ้นเพิ่มทุนเฉพาะกลุ่มบุคคลไม่ว่าจะด้วยวัตถุประสงค์อะไรก็ตาม โดยในแต่ละวันที่เกิดเหตุการณ์พบว่า ในส่วนของช่วงเหตุการณ์ที่กรรมการมีมติในการออกหุ้นเพิ่มทุนและช่วงเหตุการณ์วันที่มีการชำระราคาหุ้นเพิ่มทุนนั้น จะเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติในเชิงบวกตอนต้นและกลับมาเป็นลบ ซึ่งเหตุที่เป็นเช่นนั้นสามารถอธิบายได้โดยใช้หลักพฤติกรรมเชิงการเงินที่ว่า นักลงทุนมองโลกในแง่ดีเกินไปในช่วงที่มีการประกาศออกตราสารทุน ซึ่งเป็นไปตามการศึกษาของ Loughran and Ritter (1997) ทำให้สามารถอธิบายต่อได้ว่า ผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ในอนาคตหลังจากที่มีการประกาศเพิ่มทุนจะค่อยๆ ลดลง สะท้อนให้เห็นถึงความผิดพลาดในการประเมินมูลค่าของนักลงทุนที่ได้ตีมูลค่ากิจการสูงเกินไป (Overreaction) แต่อย่างไรก็ตาม เราพบว่า ผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวันส่วนใหญ่จะไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงส่งผลให้ผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสมสำหรับช่วงเหตุการณ์ทั้งสองไม่มีนัยสำคัญทางสถิติตามไปด้วย

สำหรับกรณีของช่วงเหตุการณ์ที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดเพื่อทำการซื้อขาย ในส่วนของกลุ่มกิจการที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการลงทุนเพิ่มหรือเป็นเงินหมุนเวียนพบว่าเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติเฉลี่ยรายวันในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยจะพบในช่วงวันที่เกิดเหตุการณ์และภายหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์ไปสองวัน ทั้งนี้คาดว่าเกิดจากการที่นักลงทุนทำการซื้อหุ้นเพิ่มทุนนั้นได้ทำการเทขายหุ้นที่ได้รับมาสู่ตลาด ซึ่งเป็นไปได้ว่าเกิดจากส่วนลดหรือปัจจัยอื่นๆที่ได้รับจากการซื้อหุ้นเพิ่มทุนหรือจากการที่มีข้อมูลของกิจการตามทฤษฎีความสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร ส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสมเชิงลบ ในช่วงเหตุการณ์ตั้งแต่ในช่วงวันก่อนที่เกิดเหตุการณ์ 5 วันจนถึงวันที่ 5 หลังจากการเกิดเหตุการณ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

กลุ่มกิจการที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้ นั้นจะไม่พบผลตอบแทนเฉลี่ยรายวันที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญแต่อย่างใด ซึ่งส่งผลให้ผลตอบแทนที่ไม่ปกติแบบสะสมสำหรับช่วงเหตุการณ์ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติตามไปด้วย ทั้งนี้คาดว่าเกิดจากนักลงทุนเหล่านั้นเล็งเห็นว่ากิจการจะสามารถสร้างผลดำเนินงานได้ดีขึ้นในอนาคต จากการที่ความกดดันทางการเงินและดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง ทำให้นักลงทุนเหล่านั้นไม่พากันเทขายหุ้นเพิ่มทุนออกมาโดยคาดหวังว่าจะได้รับผลตอบแทนที่ดีขึ้นในอนาคต

ผลการศึกษาระยะยาวพบว่าในแต่ละวันที่เกิดเหตุการณ์ไม่ว่าจะเป็นวันที่กรรมการมีมติออกหุ้นเพิ่มทุน วันที่รับชำระเงินค่าหุ้นเพิ่มทุน หรือวันที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ซื้อขาย หากเราทำการซื้อและถือหลักทรัพย์ของกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล ณ สิ้นเดือนของวันที่เกิดเหตุการณ์และถือไว้เป็นระยะเวลา 36 เดือน จะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติในเชิงบวกได้ เนื่องจากในตอนที่มีการซื้อหุ้นของกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นจะสามารถซื้อหุ้นที่ราคาต่ำกว่าปกติได้ ซึ่งเป็นไปตามผลที่ได้มาจากการศึกษาระยะสั้นนั่นเอง และหากแบ่งวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลนั้นออกมาจะพบว่าพอร์ตโฟลิโอที่ทำการลงทุนในกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้จะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติได้มากกว่าการลงทุนในกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการลงทุนหรือหมุนเวียนในกิจการ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ว่าในระยะยาวจะเกิดผลตอบแทนของราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่าตลาด (Underperformance) สำหรับกิจการที่มีการประกาศหุ้นเพิ่มทุนเฉพาะกลุ่มบุคคลไม่ว่าจะด้วยวัตถุประสงค์อะไรก็ตามเนื่องจากการซื้อหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่พอร์ตโฟลิโอของเราเกิดจากตอนที่ราคาหุ้นมีผลตอบแทนที่ไม่ปกติเชิงลบหลังจากเกิดเหตุการณ์เรียบร้อยแล้วเปรียบเสมือนกับการที่เราได้หุ้นของกิจการนั้นที่ราคาต่ำกว่าความเป็นจริงทำให้ในระยะยาวราคาหุ้นจะต้องปรับตัวเข้าสู่ราคาปกตินั่นเอง

5.2 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัย

สำหรับนักลงทุนระยะสั้นสามารถนำผลการศึกษางานวิจัยไปปรับใช้ในการลงทุนระยะสั้นได้โดยจะเห็นว่าในช่วงก่อนที่ตลาดหลักทรัพย์จะรับเอาหุ้นเพิ่มทุนเข้าสู่ตลาดเพื่อทำการซื้อขาย นักลงทุนสามารถทำการขายหุ้นนั้นออกไปก่อนถ้าหากนักลงทุนถือหุ้นของกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลนั้นไว้ หากไม่มีหุ้นของกิจการนั้นในพอร์ตโฟลิโอก็ควรหลีกเลี่ยงการลงทุนในช่วงระยะเวลานั้น เพื่อป้องกันการเกิดผลตอบแทนที่ไม่ปกติเชิงลบ

สำหรับนักลงทุนระยะยาวสามารถนำผลการศึกษางานวิจัยไปปรับใช้ในการลงทุนระยะยาวได้โดยทำการซื้อหุ้นของกิจการที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคล ณ วันสิ้นเดือนของเดือนที่เกิดเหตุการณ์และถือไว้เป็นระยะเวลา 36 เดือนเพราะในระยะยาวหุ้นเหล่านั้นจะสามารถสร้างผลตอบแทนที่ไม่ปกติเชิงบวกต่อพอร์ตโฟลิโอการลงทุนของเราได้

สำหรับกิจการสามารถทราบถึงผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในวันที่หุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลในแต่ละวัตถุประสงค์เข้าสู่การซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ซึ่งจะเห็นได้ว่าเป็นการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลเพื่อการปรับโครงสร้างหนี้ นั้นราคาหุ้นของกิจการจะไม่ได้รับผลกระทบจากการเพิ่มทุนอย่างมีนัยสำคัญ

5.3 ข้อจำกัดทางการวิจัย

เนื่องจากการศึกษาอิสระนี้ได้ทำการศึกษาทั้งในส่วนระยะสั้นและระยะยาว จึงทำให้เกิดข้อจำกัดทางด้านข้อมูล โดยงานศึกษานี้ใช้ข้อมูลเฉพาะครั้งสุดท้ายที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลมาทำการทดสอบเพื่อให้สอดคล้องกับผลการทดสอบระยะยาวและให้มั่นใจได้ว่าไม่มีผลกระทบมาจากการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลซ้ำอีก และกลุ่มกิจการที่มีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการปรับโครงสร้างหนี้ มักจะหาข้อมูลการซื้อขายได้ยากเนื่องจาก ณ ขณะที่มีการเพิ่มทุนนั้นกิจการเหล่านี้ได้ถูกพักการซื้อขาย ทำให้กลุ่มตัวอย่างอาจจะมีจำนวนน้อยเกินไป

5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับการทำวิจัยครั้งต่อไป

ในการศึกษาครั้งถัดไปผู้ที่สนใจอาจขยายกรอบระยะเวลาการศึกษาเพื่อให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่มีมากขึ้นและเพิ่มช่วงระยะเวลาในการทดสอบเพื่อให้ทราบถึงผลกระทบของเหตุการณ์ได้ดียิ่งขึ้น และผู้ที่สนใจอาจศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับปัจจัยต่างๆเพิ่มเติมว่าปัจจัยใดบ้างที่อาจจะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ไม่ปกติในช่วงเหตุการณ์ที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนเฉพาะกลุ่มบุคคล

รายการอ้างอิง

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

ฝ่ายพัฒนากิจการจดทะเบียน. ประโยชน์ของการออกและเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุน[อินเทอร์เน็ต]. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย; 2557 [สืบค้นเมื่อวันที่ 26 พ.ย. 2557]. จาก: <http://www.set.or.th/th/products/financial/files/CommonStock.pdf>

รายงานประจำปี 2556 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย[อินเทอร์เน็ต]. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย; 2557 [สืบค้นเมื่อวันที่ 26 พ.ย. 2557]. จาก: http://www.set.or.th/th/about/annual/files/annual_report_2556_thai_full.pdf

Event Studies with Stata [อินเทอร์เน็ต]. กรุงเทพฯ: Princeton University Library; 2558 [สืบค้นเมื่อวันที่ 23 ม.ค. 2558]. จาก: http://dss.princeton.edu/online_help/stats_packages/stata/eventstudy.html

Articles

Barberis, N.,M. Huang, (2008). Stocks as Lotteries: The Implications of Probability Weighting for Security Prices. *American Economic Review*, 98, 2066-2100

Chou, D. W., M. Gombala, and F. Y. Liu, (2009). Long-run underperformance following private equity placements: The role of growth opportunities. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 1113–1128.

Dann, L.Y. and H. DeAngelo, (1988). Corporate Financial Policy and Corporate Control: A study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol 20, 87-128.

Galai, D. and R. W. Masulis, (1976). The option pricing model and the risk factor of stock. *Journal of financial economics*.

Hertzel, M. and R. Smith, (1993). Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately. *Journal of Finance* 48, 459-485.

- Hertzel, M., M. Lemmon, J. Linck, and L. Rees, (2002). Long Run Performance Following Private Placements of Equity. *Journal of Finance* 57, 2595-2617
- Kang, J. K., & Kim, Y.C., and Stulz, R. M., (1999). The Underreaction Hypothesis and the New Issue Puzzle: Evidence from Japan, *Review of Financial Studies, Society for Financial Studies*, vol. 12(3), pages 519-34.
- Kent Daniel & David Hirshleifer & Avanidhar Subrahmanyam, (1998). Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions., *Journal of Finance, American Finance Association*, vol. 53(6), pages 1839-1885, December.
- Kothari, S. P., & Warner, J. (1997). Measuring long-horizon security performance. *Journal of Financial Economics*, 43, 301–339
- Krishnamurthy, S., P. Spindt, V. Subramaniam, and T. Woidtke, (2005). Does Investor Identity Matter in Equity Issues? Evidence from Private Placements. *Journal of Financial Intermediation* 14, 210-238.
- Limvijitsuk, D, (2013). The determinants of underpricing for seasoned equity offering. *Financial Management Commerce and Accountancy Thammasat University*
- Loughran T. and Ritter J.R., (1995). The New Issues Puzzle. *Journal of Finance*, 23-51
- Loughran, T., & Ritter, J. (1997). The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings. *Journal of Finance*, 52, 1823–1850.
- Miller, Merton H. and Kevin Rock, (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40, 1031–1052.
- Mitchell, Mark L & Stafford, Erik, 2000. "Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance," *The Journal of Business, University of Chicago Press*, 73(3), pages 287-329, July.

- Myers, S. C., & Majluf, N.S., (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Pynnönen, Seppo., (2003). A Powerful Testing Procedure of Abnormal Stock Returns in Long-Horizon Event Studies. *EFMA Annual Meeting*.
- Ritter J.R., (1991). The long-run performance of initial public offerings., *Journal of Finance*, 46, 3-27
- Rodphothong, C, (2008). Shareholder wealth and volume effect surrounding private equity placement: Evidence in Thailand. *Financial Management Commerce and Accountancy Thammasat University*
- Scholes, Myron, (1972). The market for securities: Substitution versus price pressure and the effects of information on share prices. *Journal of Business*, 45, 179–211.
- Shiu, C. Y., & H. S. Wei, (2013). Do Private Placements Turn Around Firms? Evidence from Taiwan. *Financial Management*, 875-899
- Wruck, K.H., (1989). Equity ownership concentration and firm value: evidence from private equity financings. *Journal of Financial Economics*, 23, 3–27
- Wruck, K., & Wu, Y. (2009). Relationships, corporate governance, and performance: Evidence from private placements of common stock. *Journal of Corporate Finance*, 15(1), 30-47.



ภาคผนวก

ภาคผนวก ก.
รายชื่อหลักทรัพย์

<i>No.</i>	<i>STOCK</i>	<i>EVENTDATE1</i>	<i>EVENTDATE2</i>	<i>EVENTDATE3</i>	<i>Purpose 1</i>	<i>Purpose 2</i>
1	APURE	20090918	20091030	20091125	1	0
2	AJ	20110602	20110602	20110608	1	0
3	AP	20070713	20070713	20070718	1	0
4	AQ	20040107	20040315	20040409	1	0
5	AQUA	20110519	20110721	20110725	1	0
6	BCP	20051011	20060516	20060518	1	0
7	BGH	20110404	20110408	20110531	1	0
8	BLAND	20060825	20060914	20060927	0	1
9	BTC	20031114	20031124	20031209	1	0
10	BH	20040609	20040616	20040623	1	0
11	CCET	20050127	20050127	20050207	0	1
12	CK	20100326	20100322	20100330	1	0
13	CTW	20020117	20020702	20020805	1	0
14	CMR	20071105	20071203	20080304	1	0
15	CGD	20101115	20101115	20101221	1	0
16	ESTAR	20031217	20031218	20031229	1	0
17	EMC	20041216	20041220	20050107	1	0
18	ERW	20081002	20081001	20081017	1	0
19	EE	20061002	20061017	20061208	1	0
20	GJS	20080326	20080325	20080328	0	1
21	GENCO	20031105	20031110	20031119	1	0
22	GRAMMY	20080814	20081229	20090219	1	0
23	GOLD	20020514	20021031	20020611	1	0
24	GLAND	20110429	20111021	20111109	1	0
25	GRAND	20110422	20110928	20111006	0	1
26	HEMRAJ	20030915	20030916	20030929	0	1

No.	STOCK	EVENTDATE1	EVENTDATE2	EVENTDATE3	Purpose 1	Purpose 2
27	IEC	20080529	20080613	20080627	1	0
28	IT	20031222	20040127	20040205	1	0
29	JAS	20031112	20031209	20031229	0	1
30	JTS	20110503	20110428	20110506	1	0
31	JUTHA	20030430	20030530	20030606	0	1
32	KAMART	20080611	20080723	20080811	0	1
33	LIVE	20090910	20090915	20090923	1	0
34	LOXLEY	20070312	20070504	20070604	1	0
35	LPN	20020430	20020628	20020711	0	1
36	MPIC	20090616	20090625	20090708	1	0
37	MAJOR	20040715	20040824	20041012	1	0
38	MATCH	20040824	20040909	20040917	1	0
39	MAX	20090817	20090921	20091116	1	0
40	MFEC	20110426	20110601	20110606	1	0
41	MILL	20080303	20080416	20080514	1	0
42	MINT	20090123	20090511	20090622	1	0
43	MK	20030929	20031006	20031103	0	1
44	NNCL	20040825	20050301	20050318	1	0
45	NWR	20050706	20050825	20050914	0	1
46	NEP	20040803	20041001	20041007	0	1
47	NUSA	20111104	20111221	20120104	1	0
48	OGC	20040116	20040405	20040517	1	0
49	PAE	20080206	20080225	20080314	1	0
50	PLE	20050815	20050816	20050824	1	0
51	PRAKIT	20110321	20110428	20110511	1	0
52	PF	20040331	20040319	20040405	0	1
53	RML	20040719	20040719	20040804	1	0
54	RCL	20100430	20101111	20101122	1	0
55	ROBINS	20021223	20021029	20021104	0	1

No.	STOCK	EVENTDATE1	EVENTDATE2	EVENTDATE3	Purpose 1	Purpose 2
56	S & J	20110225	20111025	20111117	1	0
57	SSI	20110126	20110224	20110303	1	0
58	SAMTEL	20050920	20051130	20051226	1	0
59	SAM	20050322	20060724	20060802	1	0
60	SIRI	20020808	20020814	20020830	1	0
61	SF	20030822	20030929	20031008	1	0
62	SIAM	20041111	20050518	20050614	0	1
63	SKR	20031027	20031111	20031111	1	0
64	STEC	20060106	20060112	20060119	1	0
65	SNC	20060407	20060411	20060619	1	0
66	SAT	20100615	20100831	20100908	1	0
67	STA	20040803	20040805	20040820	1	0
68	SUPER	20080229	20081027	20081219	1	0
69	SYNTEC	20031006	20031002	20031226	0	1
70	TSTH	20060217	20060321	20060324	1	0
71	THAI	20041020	20050328	20050516	1	0
72	TCC	20060403	20060405	20060424	0	1
73	TFD	20040116	20040123	20040203	1	0
74	TNPC	20060118	20060518	20060731	0	1
75	TOG	20080623	20080923	20080926	1	0
76	TPP	20030929	20031107	20031223	1	0
77	TRUBB	20020515	20020801	20020930	1	0
78	TUF	20100903	20101018	20101029	1	0
79	TWS	20031222	20041221	20050110	0	1
80	TGCI	20070924	20080110	20080206	0	1
81	TTA	20031218	20031218	20031224	1	0
82	TICON	20061108	20061128	20061204	1	0
83	DTAC	20070824	20070725	20070914	1	0
84	TPIPL	20060703	20060821	20060829	0	1
85	TRUE	20060707	20060710	20060714	1	0

No.	STOCK	EVENTDATE1	EVENTDATE2	EVENTDATE3	Purpose 1	Purpose 2
86	UV	20070612	20070713	20070720	1	0
87	VIBHA	20110307	20111031	20111220	1	0
88	WAVE	20080402	20080801	20080818	1	0
89	DTM	20020906	20021024	20021101	1	0
90	TCP	20030328	20030328	20030411	0	1
91	SGF	20031008	20031204	20031218	1	0
92	THL	20040426	20040928	20041005	1	0
93	MPT	20050623	20051128	20051221	1	0
94	YNP	20050713	20050720	20050803	1	0
95	MINOR	20050808	20051027	20051111	0	1
96	SAICO	20051125	20051229	20060116	0	1
97	SINGHA	20071012	20071008	20071022	1	0
98	SECC	20081016	20081016	20081030	1	0
99	PRO	20091029	20100317	20100408	1	0
100	GSTEL	20110302	20111101	20111108	0	1

คำอธิบายตาราง

STOCK คือ รายชื่อหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่มตัวอย่าง

EVENTDATE1 คือ วันที่มีคณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุน

EVENTDATE2 คือ วันที่มีการชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุน

EVENTDATE3 คือ วันที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

Purpose 1 ถ้าเป็น 1 หมายถึง การเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์ในการใช้เงินเพิ่มทุนไปกับการลงทุนเพิ่มหรือใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนภายในกิจการ

Purpose 2 ถ้าเป็น 1 หมายถึง การเพิ่มทุนแบบเฉพาะกลุ่มบุคคลที่มีวัตถุประสงค์ในการใช้เงินเพิ่มทุนไปกับการปรับโครงสร้างหนี้หรือการชำระเงินแก่เจ้าหนี้

ภาคผนวก ข.

การวิเคราะห์สมการถดถอยที่ได้จากโปรแกรมสำเร็จรูป STATA สำหรับผลการทดสอบ
ระยะยาวแบ่งตามช่วงที่เกิดเหตุการณ์และวัตถุประสงค์ของการใช้เงินเพิ่มทุน

ก.) วันที่มีคณะกรรมการมีมติการออกหุ้นเพิ่มทุน

```
. reg retall smb hml rmrfl ,robust
```

Linear regression

Number of obs = 151
F(3, 147) = 37.77
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.4544
Root MSE = .07311

retall	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
smb	.410986	.1703534	2.41	0.017	.074328	.7476441
hml	-.1849684	.1833431	-1.01	0.315	-.5472971	.1773603
rmrfl	1.0664	.1295388	8.23	0.000	.810401	1.322399
_cons	.0249368	.0063487	3.93	0.000	.0123902	.0374834

```
. reg retl smb hml rmrfl ,robust
```

Linear regression

Number of obs = 150
F(3, 146) = 46.93
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.5166
Root MSE = .05851

retl	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
smb	.3306602	.1813723	1.82	0.070	-.0277941	.6891146
hml	-.2258377	.1868725	-1.21	0.229	-.5951623	.1434869
rmrfl	.9616877	.1194155	8.05	0.000	.7256813	1.197694
_cons	.016606	.0046824	3.55	0.001	.007352	.02586

```
. reg ret2 smb hml rmrf ,robust
```

Linear regression

```
Number of obs = 143
F( 3, 139) = 19.94
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.2589
Root MSE = .13684
```

ret2	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
smb	.4968425	.2647223	1.88	0.063	-.0265605	1.020246
hml	-.1003847	.2562327	-0.39	0.696	-.6070023	.4062329
rmrf	1.269919	.1733108	7.33	0.000	.9272531	1.612586
_cons	.0326977	.0121497	2.69	0.008	.0086756	.0567198

ข.) วันที่มีการรับชำระเงินในการซื้อหุ้นเพิ่มทุน

```
. reg retall smb hml rmrf,robust
```

Linear regression

```
Number of obs = 150
F( 3, 146) = 51.10
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.5170
Root MSE = .05862
```

retall	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
smb	.3494235	.1527832	2.29	0.024	.047471	.6513759
hml	-.1567098	.1863962	-0.84	0.402	-.5250931	.2116734
rmrf	.9671055	.1187862	8.14	0.000	.7323429	1.201868
_cons	.0194116	.0046937	4.14	0.000	.0101353	.0286879

```
. reg ret1 smb hml rmrf,robust
```

Linear regression

```
Number of obs = 149
F( 3, 145) = 40.98
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.5524
Root MSE = .05396
```

ret1	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
smb	.2723614	.1677486	1.62	0.107	-.0591868	.6039097
hml	-.2792076	.2048883	-1.36	0.175	-.6841611	.1257458
rmrf	.9376563	.1284783	7.30	0.000	.6837242	1.191588
_cons	.0151723	.0044352	3.42	0.001	.0064063	.0239382

```
. . reg ret2 smb hml rmrf,robust
```

Linear regression

```
Number of obs = 149
F( 3, 145) = 12.55
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.1229
Root MSE = .16879
```

ret2	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
smb	.8564098	.5966527	1.44	0.153	-.3228502	2.03567
hml	.3209278	.4256726	0.75	0.452	-.5203968	1.162252
rmrf	1.000703	.1708225	5.86	0.000	.6630796	1.338327
_cons	.036849	.0102037	3.61	0.000	.0166818	.0570162

ค.) วันที่ตลาดหลักทรัพย์รับเอาหุ้นเพิ่มทุนเข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์

```
. reg retall smb hml rmrf,robust
```

Linear regression

```
Number of obs = 149
F( 3, 145) = 63.66
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.5064
Root MSE = .0567
```

retall	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
smb	.4386264	.1412645	3.11	0.002	.1594228	.71783
hml	-.1912888	.1711116	-1.12	0.265	-.529484	.1469065
rmrf	.9200535	.1025765	8.97	0.000	.7173151	1.122792
_cons	.017927	.0045945	3.90	0.000	.0088461	.0270079

```
. reg ret1 smb hml rmrf,robust
```

Linear regression

```
Number of obs = 148
F( 3, 144) = 48.97
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.5654
Root MSE = .05049
```

ret1	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
smb	.3344713	.1456805	2.30	0.023	.0465227	.6224198
hml	-.2983035	.1918473	-1.55	0.122	-.6775041	.0808972
rmrf	.9048683	.1165544	7.76	0.000	.6744898	1.135247
_cons	.0131194	.0042365	3.10	0.002	.0047458	.0214931

```
. reg ret2 smb hml rmrf,robust
```

Linear regression

```
Number of obs = 148
F( 3, 144) = 8.46
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.0813
Root MSE = .18003
```

ret2	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
smb	.9379387	.6335186	1.48	0.141	-.3142584	2.190136
hml	.2445348	.4127208	0.59	0.554	-.5712387	1.060308
rmrf	.8455124	.1862362	4.54	0.000	.4774027	1.213622
_cons	.0389382	.0110765	3.52	0.001	.0170447	.0608317

ภาคผนวก ค.

คำสั่งที่ใช้ในการคำนวณหาผลตอบแทนที่ไม่ปกติโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป STATA

```
//Cleaning the data and Calculating the Event and Estimation Windows
sort company_id date
by company_id: gen datenum=_n
by company_id: gen target=datenum if date==event_date
egen td=min(target), by(company_id)
drop target
gen dif=datenum-td
by company_id: gen event_window=1 if dif>=-5 & dif<=5
egen count_event_obs=count(event_window), by(company_id)
by company_id: gen estimation_window=1 if dif<=-5 & dif>=-65
egen count_est_obs=count(estimation_window), by(company_id)
replace event_window=0 if event_window==.
replace estimation_window=0 if estimation_window==.
tab company_id if count_event_obs<11
tab company_id if count_est_obs<60
drop if count_event_obs < 11
drop if count_est_obs < 60
//Estimating Normal Performance
set more off /* this command just keeps stata from pausing after each screen of output */
gen predicted_return=.
egen id=group(company_id)
/* for multiple event dates, use: egen id = group(group_id) */
forvalues i=1(1)N { /*note: replace N with the highest value of id */
    l id company_id if id==`i' & dif==0
    reg ret market_ret if id==`i' & estimation_window==1
    predict p if id==`i'
    replace predicted_return = p if id==`i' & event_window==1
    drop p
}
}
```

```
//Abnormal and Cumulative Abnormal Returns
sort id date
gen abnormal_return=ret-predicted_return if event_window==1
by id: egen cumulative_abnormal_return = sum(abnormal_return)
//Testing for Significance
sort id date
by id: egen ar_sd = sd(abnormal_return)
gen test =(1/sqrt(number of days in event window)) * ( cumulative_abnormal_return /ar_sd)
list company_id cumulative_abnormal_return test if dif==0
//Testing Across All Events
reg cumulative_abnormal_return if dif==0, robust
```

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ	นายณัฐดนัย บุษราคัมตระกูล
วันเดือนปีเกิด	8 ธันวาคม 2534
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2556 บัณฑิต (บัญชีแบบบูรณาการ) มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

