



แนวคิดในการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนกับผลตอบแทนเกินปกติสะสม
ของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวพิชญา ปัญญาชิรญาณ

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

แนวคิดในการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนกับผลตอบแทนเกินปกติสะสม
ของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวพิชญา ปัญญาชิรญาณ




การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2558
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



THE CONCEPT OF SEASONED EQUITY OFFERING AND STOCKS'
CUMULATIVE ABNORMAL RETURNS OF LISTED COMPANIES
IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

BY

MISS PICHAYA PANYAVACHIRAYAN



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 2015
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวพิชญา ปัญญาวิธาน

เรื่อง

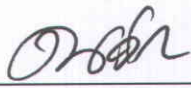
แนวคิดในการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนกับผลตอบแทนเกินปกติสะสม
ของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

30 พ.ค. 2559

เมื่อ วันที่

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ




(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิกา ผดุงสิทธิ์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	แนวคิดในการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนกับผลตอบแทนเกิน ปกติสะสมของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวพิชญา ปัญญาวิธาน
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

เมื่อบริษัทดำเนินกิจการไปได้ในระยะเวลาหนึ่ง จะมีโอกาสในการลงทุนมากขึ้น ทำให้บริษัทวางแผนที่จะลงทุนขยายกิจการในอนาคต โดยการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุน (Seasoned Equity Offering) ถือเป็นอีกหนึ่งช่องทางในการระดมเงินทุนของบริษัท ซึ่งมีแนวคิดการออกจำหน่ายหุ้นที่แตกต่างกัน ไม่ว่าจะเป็นการมองเห็นโอกาสในการเติบโตจากการลงทุนในโครงการต่างๆ (Window of Opportunities) หรือ การจับจังหวะตลาด (Market Timing) เมื่อผู้บริหารมองเห็นโอกาสในการเพิ่มทุนจากการที่ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทมีมูลค่าสูงกว่าความเป็นจริง

งานวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาแนวคิดในการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2548-2557 โดยทำการศึกษาทั้งหมด 150 กลุ่มตัวอย่าง โดยศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน (RUNUP) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าบัญชี (Market-to-Book) กับผลตอบแทนเกินปกติสะสม จากผลการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์กันในทางบวก แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนในช่วงก่อนหน้าที่ดินนกลงทุนเห็นถึงโอกาสในการเติบโตในอนาคต ซึ่งทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดในช่วงการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนนั้นสามารถรักษาระดับผลตอบแทนให้ได้รับผลกระทบด้านราคาที่ลดลงน้อยกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำกว่า โดยมูลค่าราคาหลักทรัพย์ตลาดในปัจจุบันต่อราคาบัญชี (M/B) ที่เกิดขึ้นนี้ถือเป็นตัวสะท้อนโอกาสการลงทุนในอนาคตที่นักลงทุนคาดหวังไว้ (Window of Opportunities) และสนับสนุนว่าบริษัทที่มีผลอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีสูง (M/B) นั้นมีโอกาสเติบโตในอนาคตและได้รับผลตอบแทนที่ดีกลับมาจากโครงการที่ลงทุน

คำสำคัญ: การจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน, การออกหุ้นเพิ่มทุน, หุ้นเพิ่มทุน, การจับจังหวะตลาด,
โอกาสในการลงทุน, Underperformance



Independent Study Title	THE CONCEPT OF SEASONED EQUITY OFFERING AND STOCKS' CUMULATIVE ABNORMAL RETURNS OF LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND
Author	Miss Pichaya Panyavachirayan
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Somchai Supattarakul, Ph.D.
Academic Years	2015

ABSTRACT

When companies run the business for an amount of time, there are more opportunities coming to the companies in order to get growing. Seasoned Equity Offering is one of the sources of capital fund. There are many concepts for seasoned equity offering. One concept is window of opportunities which occurs when managers see growth opportunities in companies. And another one is Market Timing caused by asymmetric information that happens when managers know the intrinsic value of stocks.

This independent study aims to study the concept of seasoned equity offering in the stock exchange of Thailand. The samples are obtained from SET listed companies during 2005 – 2014 with 150 samples. The main objective of this study is to find the relationship between prior performance (RUNUP), Market-to-Book and cumulative abnormal return. The result shows positive relationship between prior performance (RUNUP), Market-to-Book and cumulative abnormal return. The result refers that managers offer the seasoned equity offering by window of opportunities. And the firms with high level of M/B ratio have more growth opportunities and get higher returns from the projects they invest in.

Keywords: Seasoned Equity Offering, Market Timing, Window of Opportunities,
Underperformance



กิตติกรรมประกาศ

งานวิจัยนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์และความช่วยเหลือจากหลายฝ่าย ขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ ที่สละเวลามาให้ข้อเสนอแนะและคำแนะนำที่เป็นประโยชน์ต่อการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ นอกจากนี้ขอขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ดร. มนวิภา ผดุงสิทธิ์ ให้เกียรติมาเป็นประธานกรรมการสอบ และให้คำแนะนำเพิ่มเติมซึ่งช่วยให้การค้นคว้าอิสระสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

ขอขอบพระคุณ คณาจารย์ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี ผู้ให้ความรู้ตลอดระยะเวลาที่ศึกษาในหลักสูตร 5 ปี ตรี-โท ตลอดจนเจ้าหน้าที่หลักสูตรทุกท่านที่ให้ความช่วยเหลือในการติดต่อประสานงานมาเป็นอย่างดี

สุดท้ายนี้ขอขอบคุณ ครอบครัว เพื่อนๆ หลักสูตร 5 ปี ตรี-โท รุ่นที่ 6 ผู้ซึ่งให้ความสนับสนุน ช่วยเหลือและให้คำปรึกษา รวมไปถึงให้กำลังใจมาโดยตลอด

นางสาวพิชญา ปัญญาวิชิตญาณ

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(3)
กิตติกรรมประกาศ	(5)
สารบัญตาราง	(8)
สารบัญภาพ	(9)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	2
1.3 ขอบเขตของงานวิจัย	3
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 แนวคิดการจับจิ้งหะตลาด	4
2.2 แนวคิดโอกาสในการลงทุน	5
2.3 ปัญหาตัวแทนและปัญหาความไม่เท่าเทียมของข้อมูล	6
2.4 ผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็นในช่วงจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน	6
2.5 ตัวแปรที่เกี่ยวข้อง	7
2.6 กรอบงานวิจัย	10

บทที่ 3 วิธีการวิจัย	11
3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	11
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	12
3.3 วิธีการวิจัยและสมมติฐาน	12
3.3.1 วิธีวิจัยเหตุการณ์ศึกษา (Event Studies)	12
3.3.2 วิธีวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	14
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	17
4.1 ผลการวิจัยเหตุการณ์ศึกษา (Event Studies)	17
4.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	19
4.2.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	20
4.2.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	20
4.2.2 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)	22
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	29
5.1 สรุปผลงานวิจัย	25
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	26
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	26
รายการอ้างอิง	27
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก	30
ภาคผนวก ข	31
ประวัติผู้เขียน	32

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 จำนวนเหตุการณ์ประกาศจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นในแต่ละปี	11
3.2 ข้อมูลตัวแปร สัญลักษณ และผลที่คาดหวัง	15
4.1 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return) และอัตราผลตอบแทนสะสมเกินปกติเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return) ในช่วงเหตุการณ์จำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน	17
4.2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่เกี่ยวข้องในการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ	20
4.3 Correlations Matrices of variables	21
4.4 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	22

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
2.1 กรอบงานวิจัย	10
4.1 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในช่วงเหตุการณ์จำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน	18
4.2 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงเหตุการณ์จำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน	18



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญ

เมื่อบริษัทดำเนินกิจการไปได้ในระยะหนึ่ง จะมีโอกาสในการเติบโตมากขึ้น มีช่องทางในการทำธุรกิจที่กว้างขึ้น ทำให้บริษัทวางแผนที่จะลงทุนขยายกิจการในอนาคต ซึ่งแหล่งเงินทุนนั้นมีได้ทั้งแหล่งเงินทุนภายใน คือ กำไรสะสม และแหล่งเงินทุนภายนอก คือ การก่อหนี้ และการระดมทุนจากตราสารทุน ถ้าบริษัทเลือกแหล่งเงินทุนโดยการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุน (Seasoned Equity Offering) บริษัทสามารถจำหน่ายได้ทั้งการระดมทุนในผู้ถือหุ้นเดิมและผู้ถือหุ้นใหม่ นักลงทุนที่เข้าซื้อหลักทรัพย์ของตลาดนั้นจะได้รับผลตอบแทนเป็นเงินปันผลและกำไรจากการขายหลักทรัพย์

การจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนนั้นผู้บริหารมีแรงจูงใจในหลากหลายเหตุผลที่แตกต่างกัน ไม่ว่าจะเป็นการมองเห็นโอกาสเติบโตจากการลงทุนในโครงการต่างๆ (Window of Opportunities) หรือการจับจังหวะตลาด (Market Timing) เมื่อผู้บริหารมองเห็นโอกาสในการเพิ่มทุนจากการที่ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทมีมูลค่าสูงกว่าความเป็นจริง

โดยการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุน (Seasoned Equity Offering) นั้นถือเป็นการส่งสัญญาณสู่ตลาด ซึ่งมีด้วยกันสองแนวคิด โดยแนวคิดที่หนึ่งจากงานวิจัยของ Asquith and Mullins (1986) และ Jung et al. (1996) ถือเป็นการส่งสัญญาณที่ดี ว่าบริษัทกำลังเติบโตหรือมีโครงการที่จะลงทุนในอนาคตและได้รับผลตอบแทนที่คุ้มค่า สร้างรายได้ให้บริษัทในอนาคต ทำให้นักลงทุนตอบสนองโดยการเข้ามาลงทุน

และแนวคิดที่สอง จากงานวิจัยของ Myers and Majluf (1984) และ Eckbo and Masulis (1992) การจัดหาแหล่งเงินทุนนั้น มีปัญหาด้านข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) เนื่องด้วยภาวะตลาดไม่ใช่ตลาดที่สมบูรณ์ ทำให้ผู้บริหารทราบข้อมูลที่แท้จริงของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก และผู้บริหารมิได้เป็นผู้ถือหุ้นทั้งหมดของบริษัท จึงมีโอกาที่ผู้บริหารเลือกลงทุนในสิ่งที่สร้างผลประโยชน์ให้กับตนมากกว่าลงทุนในโครงการที่ส่งผลต่อดีต่อผู้ถือหุ้น เมื่อได้รับข้อมูลว่าราคาหลักทรัพย์นั้นมีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalue) บริษัทจะทำการออกหุ้นเพิ่มทุนตามทฤษฎีการจับจังหวะตลาด (Market Timing) ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นที่เข้าซื้อหลักทรัพย์ในช่วงจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนเสียประโยชน์ จากการซื้อหลักทรัพย์ในราคาที่สูง

การจำหน่ายหุ้นสามัญโดยทั่วไปแล้วพบว่าในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ขึ้นนั้น ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ประกาศจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนนั้นมีแนวโน้มลดลงอย่างมีนัยสำคัญ (Ross, 1977) และ

(Leland and Pyle , 1977) นักลงทุนตอบสนองต่อราคาหลักทรัพย์ในทิศทางด้านลบ เนื่องด้วยนัก
ลงทุนคาดการณ์ว่าผู้บริหารมีความตั้งใจที่จะนำเงินทุนมาใช้เพื่อประโยชน์ของตนหรือบริษัทที่มีความ
ขาดแคลนเงินทุนภายใน จากปัญหาความไม่เท่าเทียมของข้อมูล

โดยความสัมพันธ์ของผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return)
ที่เปรียบเสมือนตัวแทนผลการดำเนินงานของบริษัทกับอัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน
(RUNUP) และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาบัญชีของหลักทรัพย์ (Market-to-Book) มีความสัมพันธ์
กันในทางลบ (Loughran and Ritter, 1997) ซึ่งผลวิจัยแสดงถึงการเลือกออกหุ้นตามแนวคิดที่สอง
มูลค่าหลักทรัพย์ที่สูงกว่าความเป็นจริง (Overvalue) แต่ก็มีงานวิจัยที่ความสัมพันธ์ของผลตอบแทน
เกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) กับผลตอบแทนในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์และ
อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาบัญชีของหลักทรัพย์ มีความสัมพันธ์กันในทางบวก (Asquith and
Mullins, 1986) และ (Jung et al., 1996) เช่นกันที่สามารถตีความได้ว่าผลการดำเนินงานที่ดี
ในช่วงอดีตสามารถสะท้อนผลในอนาคต และตัวบริษัทมีโอกาสในการเติบโตสูง

เนื่องจากมีงานวิจัยที่กล่าวถึงผลกระทบของราคาในช่วงจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุน และ
มีงานวิจัยที่เสนอแนวคิดในการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนที่แตกต่างกัน จึงทำให้ผู้วิจัยสนใจที่จะศึกษาว่า
สำหรับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ช่วงเวลาการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนนั้นส่งผล
ต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมหรือไม่ และผู้บริหารมีการตัดสินใจจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนตาม
แนวคิดใด โดยสามารถศึกษาจากความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน กับตัว
แปรผลการดำเนินงานในอดีตและอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาบัญชีของหลักทรัพย์

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ ดังนี้

1. เพื่อศึกษาถึงผลกระทบในช่วงจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนใน
ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม

2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนเกินปกติสะสมกับอัตราผลตอบแทน
สะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน และอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาบัญชีของหลักทรัพย์ เพื่อทราบถึง
แนวคิดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการตัดสินใจจำหน่ายหุ้นสามัญ
เพิ่มทุน ว่าเป็นไปตามแนวคิดโอกาสในการเติบโตจากการลงทุนในโครงการต่างๆ (Window of
Opportunities) หรือ การจับจังหวะตลาด (Market Timing)

1.3 ขอบเขตของงานวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุนกับผลการดำเนินงานในอดีตและอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาบัญชีของหลักทรัพย์ เพื่อให้ทราบถึงแนวคิดของบริษัทในการตัดสินใจจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยเลือกศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด โดยไม่รวมธุรกิจด้านธนาคาร บริษัทประกันชีวิตและประกันภัย บริษัทหลักทรัพย์ กองทุนเพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน กลุ่มตัวอย่างที่มีการจำหน่ายหลักทรัพย์ทับซ้อนในช่วงประมาณการและช่วงที่เกิดเหตุการณ์ กลุ่มตัวอย่างมีข้อมูลไม่ครบถ้วน โดยทำการศึกษาตั้งแต่เดือนปีพ.ศ.2548 ถึง 2557 เป็นเวลา 10 ปี

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.4.1 ประโยชน์ต่อนักลงทุน

นักลงทุนสามารถทราบถึงแนวโน้มของผลตอบแทนเกินปกติสะสมในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงที่มีการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุน และทราบถึงปัจจัยที่ส่งผลให้บริษัทจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน เพื่อนำไปใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจเลือกซื้อหรือไม่เลือกซื้อหลักทรัพย์ที่อยู่ในช่วงจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน

1.4.2 ประโยชน์ต่อบริษัท

บริษัทสามารถทราบถึงแนวโน้มการตอบสนองต่อราคาของตลาดในช่วงจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน และสามารถตัดสินใจเลือกจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนในช่วงที่เหมาะสม เพื่อลดปัญหาการเกิดอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาความสัมพันธ์ของผลตอบแทนเกินปกติสะสมกับตัวแปรผลการดำเนินงานในอดีตและอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาบัญชีของหลักทรัพย์ ในช่วงเหตุการณ์จำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ทำการค้นคว้างานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังนี้

- 1.แนวคิดโอกาสในการลงทุน (Window of Opportunities)
- 2.แนวคิดการจับจังหวะตลาด (Market Timing)
- 3.ปัญหาตัวแทนและปัญหาความไม่เท่าเทียมของข้อมูล (Agency Cost and Asymmetric Information)
- 4.ผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Underperformance)

2.1 แนวคิดโอกาสในการลงทุน (Window of Opportunities)

การเลือกแหล่งเงินทุนจากภายนอกนั้น จะทำการเลือกแหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ก็ต่อเมื่อบริษัทมีโอกาสในการเติบโตต่ำ แต่สำหรับบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตสูงนั้น จะสามารถลงทุนในโครงการที่มี มูลค่าปัจจุบันสุทธิ (NPV) ที่ให้ผลตอบแทนสูง และเลือกการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนเนื่องจากการใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้จะเกิดภาระผูกพันทางการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยตามระยะเวลา ทำให้ไม่สามารถรับผลประโยชน์อย่างเต็มที่ (Jung et al., 1996)

โดยในงานศึกษานี้พบลักษณะของบริษัท 2 ลักษณะ คือ บริษัทที่มีโอกาสเติบโตสูงและเลือกจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน และบริษัทที่มีโอกาสเติบโตต่ำ เลือกทำการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน เพราะไม่สามารถเลือกก่อหนี้ได้เนื่องด้วยไม่มีความสามารถในการก่อหนี้เพิ่มเติม โดยการออกจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนนั้นส่งสัญญาณด้านลบต่อผู้ถือหุ้นและตลาดเป็นอย่างมาก โดยเฉพาะบริษัทที่มีโอกาสเติบโตต่ำ และจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนนั้นจะมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ลดลงมากกว่าบริษัทที่มีโอกาสเติบโตที่สูงกว่า

Asquith and Mullins (1986) ทำการหาความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์ที่มีโอกาสในการลงทุนที่แตกต่างกัน โดยได้ใช้วิธีวิจัยเหตุการณ์ศึกษา ทำการคำนวณผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) เพื่อเป็นตัวแทนผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ทำให้ทราบถึงประสิทธิภาพในช่วงจำหน่ายหุ้น พบว่าบริษัทที่มีการออกหุ้นสามัญส่วนใหญ่มีผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงก่อนออกหุ้น 200 วันนั้นส่งผลต่อการวัดค่า α ในทางบวก แสดงว่าบริษัทที่มี

ผลตอบแทนก่อนการออกหลักทรัพย์ที่ดีนั้น จะมีผลตอบแทนในช่วงจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ดี เนื่องด้วยบริษัทที่มีโอกาสลงทุนสูงจะรักษาระดับผลตอบแทนในช่วงการจำหน่ายหุ้นไว้ได้มากกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนต่ำ สอดคล้องกับการศึกษาของ Pilotte (1992) และ Man and Sichernan (1991) ที่พบว่าบริษัทที่ลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเกี่ยวข้องกับการดำเนินงานของบริษัทนั้นจะมีผลตอบแทนในช่วงจำหน่ายหุ้นที่ดีกว่าบริษัทที่ไม่ได้ทำการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน

อัตราส่วนของราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Market-to-Book) ถือเป็นตัวแทนของโอกาสในการเติบโตเพราะราคาตลาดในปัจจุบันที่เกิดขึ้นนี้ถือเป็นตัวสะท้อนโอกาสการลงทุนในอนาคตที่นักลงทุนคาดหวังไว้ และสนับสนุนความน่าจะเป็นที่มูลค่าปัจจุบันสุทธิที่คำนวณจากโครงการที่บริษัทมีแผนลงทุนในอนาคตมีค่าสูง (Jung et al., 1996)

2.2 แนวคิดการจับจังหวะตลาด (Market Timing)

การจับจังหวะตลาดเป็นทฤษฎีที่ใช้การทำนายทิศทางตลาด โดยใช้การวิเคราะห์ทางเทคนิค ด้วยการเก็บข้อมูลทางสถิติและเศรษฐกิจ นำผลวิเคราะห์มาตัดสินใจในการลงทุน ซึ่งมีทั้งการจับจังหวะตลาดในการเลือกที่จะลงทุนและการจับจังหวะในการเปลี่ยนแปลงการลงทุนในสินทรัพย์ประเภทต่างๆ

ในส่วนของบริษัทนั้น ทฤษฎีการจับจังหวะตลาดนี้ช่วยในการตัดสินใจของผู้บริหารในการเลือกแหล่งจัดหาเงินทุนของบริษัท เมื่อราคาหลักทรัพย์นั้นมีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalue) มีต้นทุนที่ต่ำกว่าการก่อหนี้ บริษัทจะทำการตัดสินใจเลือกออกจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน แต่เมื่อใดที่ราคาหลักทรัพย์มูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Undervalue) มีต้นทุนสูงกว่าการก่อหนี้ บริษัทจะตัดสินใจก่อหนี้หรือซื้อหุ้นคืน ซึ่งช่วยในการตัดสินใจของผู้บริหารโดยสร้างผลประโยชน์จากผู้ถือหุ้นใหม่ ถ้าราคาของหลักทรัพย์สูงกว่าที่ควรจะเป็น แสดงว่าเกิดความไม่เท่าเทียมของข้อมูลมูลค่าของบริษัท ซึ่งประโยชน์นี้ทำให้ผู้บริหารเลือกที่จะใช้โอกาสในการออกหุ้น

โดยงานวิจัยของ Graham and Harvey (2001) นั้นได้ศึกษาพบว่า ผู้บริหารร้อยละ 66.94 นั้นให้ความสำคัญกับทฤษฎีการจับจังหวะตลาดโดยคำนึงถึงเป็นลำดับต้นๆในการตัดสินใจหาแหล่งเงินทุนทางการเงิน และเมื่อราคาของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ที่จะทำการจำหน่ายนั้นสูงตามไปด้วย

โดยงานวิจัยของ Baker and Wurglar (2002) ได้ให้อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาบัญชี (Market-to-Book ratio) เป็นตัวแทนในการสะท้อนการจับจังหวะตลาด โดยการที่อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาบัญชี มีมูลค่าสูงนั้นแสดงถึงมูลค่าสูงสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalue)

จากงานศึกษาการออกหุ้นเพิ่มทุนในประเภทจำหน่ายหุ้นให้ผู้ถือหุ้นเดิม (Right Offering) ปีค.ศ. 2003 - 2009 ในประเทศไทยพบว่า การจับจังหวะตลาดนั้นส่งผลต่อการจำหน่ายหุ้นประเภทจำหน่ายหุ้นให้ผู้ถือหุ้นเดิม โดยมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในทางลบ (ชนกพรรณ นื้อไม้, 2013)

2.3 ปัญหาตัวแทนและปัญหาความไม่เท่าเทียมของข้อมูล (Agency Cost and Asymmetric Information)

ปัญหาตัวแทน ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารของบริษัทนั้นเกิดขึ้นได้ เนื่องด้วยผู้บริหารนั้นมีใช้ผู้ถือหุ้นทั้งหมด แต่มีหน้าที่บริหารงานของทั้งบริษัท จึงมีโอกาสที่ผู้บริหารเลือกลงทุนในสิ่งที่สร้างผลประโยชน์ให้กับตนมากกว่าลงทุนในโครงการที่ส่งผลต่อดีต่อผู้ถือหุ้น ปัญหานี้ทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ลดลงส่งผลต่อมูลค่าของผู้ถือหุ้น (Jensen and Meckling, 1976) และ (Jensen, 1986)

ปัญหาความไม่เท่าเทียมของข้อมูลนั้น มีเพียงผู้บริหารเท่านั้นที่ทราบถึงมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทและไม่สามารถบอกกล่าวถึงข้อเท็จจริงนี้ถึงผู้ถือหุ้น เมื่อผู้บริหารรับรู้ได้ว่ามูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นมีค่าสูงกว่าความเป็นจริง (Overvalue) จะใช้ประโยชน์จากข้อมูลเหล่านี้ด้วยการตัดสินใจเลือกแหล่งเงินทุนตามแนวคิดการจับจังหวะตลาด (Myers and Majluf, 1984) ส่งผลให้ผู้เข้าซื้อหลักทรัพย์ในช่วงจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนเสียประโยชน์ ดังนั้นการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนเปรียบเสมือนการส่งสัญญาณทางลบสู่ตลาดเพื่อให้ทราบว่าราคาหุ้นของบริษัทมีค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็นหรือบริษัทเกิดปัญหาแหล่งเงินทุนไม่เพียงพอ จากการซื้อหลักทรัพย์ในราคาที่สูง และส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง (Allen and Faulhaber, 1989), (Korajczyk, Lucas and McDonald, 1991), (Eckbo and Masulis, 1992) และ (Chemmanur, 1993)

อย่างไรก็ตามงานวิจัยของ Wagner (2007) พบว่าผู้บริหารที่จะทำการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน ได้มีการคำนวณผลกระทบที่จะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง แต่ผลกระทบนั้นจะไม่ทำให้ราคาจำหน่ายต่ำกว่าราคาที่แท้จริง และยังได้รับส่วนต่างนั้นอยู่

2.4 ผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็นในช่วงจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน (Underperformance)

มีงานวิจัยที่ศึกษาผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน ด้วยวิธีวิจัยศึกษา (Event Studies) โดยได้แบ่งเป็นช่วงการประมาณการราคาหลักทรัพย์ (Estimate period)

และช่วงเหตุการณ์ (Event Windows) ซึ่งผลวิจัยพบว่าผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่ทำการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนนั้นมีทิศทางด้านลบ หรือมีแนวโน้มลดลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ ทั้งในช่วงระยะสั้นและระยะยาว โดยในช่วงระยะสั้น งานวิจัยของ Asquith and Mullins (1986) พบว่าราคาของหลักทรัพย์นั้นในช่วงวันที่เกิดเหตุการณ์และหลังจากวันที่เกิดเหตุการณ์นั้น มีผลตอบแทนเฉลี่ยในทางลบเปลี่ยนแปลงร้อยละ 2 – 3 เช่นเดียวกับกับ Bhagat and Hess (1986), Masulis and Korwar (1986), Korajczyk, Lucas and McDonald (1991), Eckbo and Masulis (1992) และในส่วนของงานศึกษาของ Mikkelsen and Partch (1986) ที่ทำการศึกษาทั้งในหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และหุ้นกู้แปลงสภาพนั้นเหตุการณ์จำหน่ายหลักทรัพย์เหล่านั้นมีผลกับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ในทิศทางลบเช่นกัน โดยสรุปผลได้ว่าการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนถือเป็นการส่งสัญญาณทางด้านลบที่มีความตั้งใจที่นำเงินทุนมาใช้เพื่อประโยชน์ของตนจนเลือกโครงสร้างเงินทุนที่ไม่เหมาะสม ทำให้ราคาของหลักทรัพย์ลดลง (Leland and Pyle, 1977), (Ross, 1977) และ (ชนกพรรณ เนื้อไม้, 2013)

Jung et al. (1996) ได้ทำการศึกษาอัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน (RUNUP) ที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) ในช่วงเหตุการณ์จำหน่ายหุ้น พบว่าผลตอบแทนในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (RUNUP) มีค่าสูงขึ้นเรื่อยๆก่อนที่จะลดลงเมื่อถึงเวลาจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนพบว่าบริษัทที่มีค่าผลตอบแทนในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ และRUNUPมีค่าความสัมพันธ์ในทางบวกกับต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) ในช่วงเหตุการณ์ เนื่องด้วยการดำเนินงานในอดีตที่ดีนั้นส่งผลให้นักลงทุนมองเห็นโอกาสในการลงทุน จึงทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มนี้มีค่าลดลงน้อยกว่ากลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุนต่ำ (RUNUP) ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยของ Loughran and Ritter, (1997) ที่พบผลในทางตรงข้าม อัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน (RUNUP) มีค่าความสัมพันธ์ในทางลบกับผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) ในช่วงเหตุการณ์ เนื่องด้วยปัญหาความไม่เท่าเทียมของข้อมูลที่ผู้บริหารภายในรู้ข้อมูลที่แน่นอนกว่าผู้ลงทุนภายนอกที่ศึกษาข้อมูลจากการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ในตลาด ซึ่งเกิดจากความแตกต่างของระยะเวลาในการคำนวณผลตอบแทนในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (RUNUP)

2.5 ตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

2.5.1 อัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน (RUNUP)

ราคาหุ้นจะสูงขึ้นในช่วงประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน โดยใช้ประโยชน์จากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) และออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงที่มีราคาสูงกว่าปกติ

(Overvalue) ทำให้ได้ประโยชน์จากราคาที่สูงขึ้น ส่งผลให้นักลงทุนตอบสนองในทางลบ และมีแนวโน้มความสัมพันธ์ในทางลบกับผลตอบแทนสะสมที่เกินกว่าปกติ (Loughran and Ritter, 1997)

ในทางกลับกันอัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน ที่มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลตอบแทนสะสมที่เกินกว่าปกติ (CAR) เป็นไปได้ว่าเป็นผลจากการดำเนินงานในอดีตที่ดีสะท้อนให้เห็นความเติบโตของบริษัท (Jung et al., 1996)

2.5.2 การมีโอกาสนในการลงทุน (Market-to-book, M/B)

อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (M/B) เป็นตัวแทนที่สะท้อนการวัดการจับจังหวะตลาด โดยเปรียบเทียบมูลค่าตลาดของบริษัทนั้นสูงกว่ามูลค่าบัญชี โดยอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาตามบัญชีที่มีค่าสูง หมายความว่าราคาหลักทรัพย์ในตลาดของบริษัทมีค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overvalue) ส่งผลให้บริษัทใช้โอกาสนั้นในการออกหุ้นเพิ่มทุนและส่งผลให้ผลตอบแทนหลังจากนั้นของบริษัทลดลง (Baker and Wurglar, 2002) โดยอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีนี้มีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลตอบแทนสะสมที่เกินกว่าปกติ (CAR)

ในทางกลับกัน Market to book ratio ที่สูง สามารถตีความได้ว่าตัวบ่งชี้ถึงโอกาสในการลงทุน (Window of Opportunities) ดังนั้นบริษัทจึงทำการเพิ่มทุนเพื่อหาเงินทุนเพื่อรองรับการเติบโตในอนาคต (Jung et al., 1996) ทำให้อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีนี้มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลตอบแทนสะสมที่เกินกว่าปกติ

2.5.3 ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (Profitability, EBIT/TA)

อัตราส่วนของกำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีต่อสินทรัพย์ทั้งหมด แสดงถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจากสินทรัพย์ที่มีอยู่ จากงานวิจัยของ Cline et al. (2012) พบว่ากำไรจากการดำเนินงานก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีถือเป็นตัววัดที่ดีในการเปรียบเทียบความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน ถ้าบริษัทสามารถสร้างมีกำไรจากการดำเนินงานที่ดีแล้วนั้นแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารในอนาคตต่อไป โดยอัตราส่วนของกำไรก่อนหักต้นทุนทางการเงินและภาษีต่อสินทรัพย์ทั้งหมดนี้มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลตอบแทนสะสมที่เกินกว่าปกติ (CAR)

2.5.4 ขนาดของบริษัท (firm size , Logarithm Market Capitalization)

โดยวัดจาก Logarithm ของมูลค่าตลาด จากงานวิจัยของ Detta et al. (2005) และ McLuaghlin et al. (1998) บริษัทที่มีขนาดใหญ่มีต้นทุนที่จะล้มละลายน้อยกว่า เจ้าหน้าที่ใช้ต้นทุนต่ำกว่าในการติดตามหนี้ มีการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารและได้รับการติดตามจากนักวิเคราะห์จำนวนมาก ทำให้ข้อมูลของบริษัทนั้นกระจายในวงกว้าง เกิดความน่าเชื่อถือมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ลดปัญหา Agency Cost และ Asymmetric Information โดยขนาดของบริษัทนั้นมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลตอบแทนสะสมที่เกินกว่าปกติ (CAR)

2.5.5 อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ (CASH/TA)

จากงานวิจัยของ Guo and Mech (2000) อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ถือเป็นตัวบ่งชี้ถึงแหล่งเงินทุนภายในบริษัท เมื่อกิจการขาดแคลนเงินทุนนั้นบริษัทเลือกที่จะจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนเพื่อนำเงินสดมาลงทุนในโครงการที่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น แต่อย่างไรก็ดีถ้าบริษัทจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนทั้งที่มีปริมาณเงินสดภายในเป็นจำนวนมากแล้วนั้น อาจเป็นเหตุจูงใจให้ผู้บริหารนำเงินสดที่ได้รับจากรายได้ไปใช้จ่ายเพื่อประโยชน์ส่วนตัวได้ โดยอัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลตอบแทนสะสมที่เกินกว่าปกติ (CAR)

2.5.6 อัตราส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (D/A)

Mclaughlin et al. (1996) อัตราส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ในปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นถ้าบริษัทมีอัตราส่วนที่สูง แสดงให้เห็นว่ามีความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเลือกเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน เนื่องด้วยนำเงินสดที่ได้รับไปใช้ชำระหนี้เพื่อปรับเปลี่ยนให้โครงสร้างเงินทุนเข้าสู่เป้าหมายที่วางไว้ ซึ่งคาดหวังว่าถ้าอัตราส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์สูงจะมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลตอบแทนสะสมที่เกินกว่าปกติ (CAR)

อย่างไรก็ตามการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนในช่วงที่มีอัตราส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์สูง แต่ไม่ได้มีจุดประสงค์มาใช้ในการชำระหนี้ จะส่งผลให้มีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลตอบแทนสะสมที่เกินกว่าปกติ (CAR)

2.5.7 ขนาดของการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน (Proceeds/Market Capitalization)

Bayless and Chaplinsky (1996) ถ้าบริษัทมีการเสนอขายหุ้นในปริมาณที่สูงในช่วงที่ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้น ทำให้บริษัทได้รับเงินสดโดยที่ไม่มีภาระผูกพันในการจ่ายชำระดอกเบี้ยทำให้เกิดปัญหาตัวแทนในภายหลัง โดยผู้บริหารได้ตัดสินใจเอาเงินไปลงทุนโดยไม่เหมาะสมเพื่อใช้ประโยชน์ส่วนตัว

แต่อย่างไรก็ตามมีความเป็นไปได้ที่บริษัทจะทำการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนเป็นปริมาณมาก เพื่อนำเงินไปลงทุนในโครงการใหญ่ๆ ที่จะสร้างกำไรต่อไปในอนาคต

โดยขนาดของการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนสามารถมีความสัมพันธ์ได้ทั้งในทางบวกและทางลบกับผลตอบแทนสะสมที่เกินกว่าปกติ (CAR)

2.6 กรอบงานวิจัย



ภาพที่ 2.1 กรอบงานวิจัย

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลรายปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ทำการเพิ่มทุนโดยการจำหน่ายหลักทรัพย์ในประเภทการเสนอขายหลักทรัพย์แก่บุคคลในวงจำกัด (Private Placement) และการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไป (Public Offering) โดยไม่รวมเหตุการณ์ที่เสนอขายหลักทรัพย์ให้แก่พนักงานและกรรมการของบริษัท (Employee Store Option Program) เนื่องด้วยการเสนอขายหลักทรัพย์นี้ถือเป็นการเสนอขายเพื่อสร้างแรงจูงใจในการทำงานภายใน และไม่รวมเหตุการณ์ที่เสนอขายหลักทรัพย์ให้ผู้ถือหุ้นเดิม (Right Offering) เนื่องด้วยการศึกษานี้มีวัตถุประสงค์การจับจ้องตลาดที่พยายามสร้างผลประโยชน์จากการเสนอขายให้นักลงทุนรายใหม่โดยไม่รวมผู้ถือหุ้นเดิม

กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลตั้งแต่เดือนปีพ.ศ.2548 – 2557 เป็นเวลา 10 ปี โดยไม่รวมกลุ่มตัวอย่าง สถาบันทางการเงิน (ประกอบธุรกิจด้านธนาคาร บริษัทประกันชีวิตและประกันภัย บริษัทหลักทรัพย์) กองทุนเพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (real estate investment trust) เนื่องจากมีความแตกต่างกันในด้านการวางแผนโครงสร้างทางการเงิน รวมไปถึงไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน (Companies Under Rehabilitation) บริษัทจดทะเบียนที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน (Listed company which has possibility to be delisted) กลุ่มตัวอย่างที่มีการจำหน่ายหลักทรัพย์ทับซ้อนในช่วงประมาณการและช่วงที่เกิดเหตุการณ์ และกลุ่มตัวอย่างมีข้อมูลไม่ครบถ้วน ทำให้มีเหตุการณ์ที่เข้าข่ายกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 150 เหตุการณ์ โดยแบ่งจำนวนบริษัทตามปีในตารางที่ 3.1

ตารางที่ 3.1 จำนวนเหตุการณ์ประกาศจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนในแต่ละปี (รวม 150 เหตุการณ์)

ปี	จำนวนเหตุการณ์	ปี	จำนวนเหตุการณ์
2548	16	2553	10
2549	18	2554	14
2550	11	2555	13
2551	10	2556	23
2552	7	2557	30

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ซึ่งจะประกอบด้วยข้อมูลจากรายงานทางการเงินของบริษัทเพื่อใช้ในการศึกษาค้นคว้า ซึ่งทำการหาข้อมูลจาก SETSMART (Set Marketing and Reporting Tools) และฐานข้อมูล DataStream คณะพาณิชย์ศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

3.3 วิธีการวิจัยและสมมติฐาน

งานวิจัยนี้แบ่งการศึกษาเป็น 2 ขั้นตอน

3.3.1 วิจัยเหตุการณ์ศึกษา (Event Studies)

ศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นสามัญในการประกาศจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุน ด้วย เพื่อสังเกตผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์หลังจากการประกาศเพิ่มทุน โดยแบ่งเป็น 2 ช่วงเหตุการณ์เพื่อใช้ในการศึกษา

1. ช่วงประมาณการ (Estimation Period) เป็นช่วงเวลาก่อนเหตุการณ์การซื้อขายหุ้นเพิ่มทุนที่ยังมิได้รับผลจากการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน โดยช่วงประมาณการใช้ข้อมูลทั้งหมด 260 วัน โดยทำการนับวันย้อนหลังจากวันที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนไป 265 วันจนถึง 6 วันก่อนที่มีการประกาศหุ้นเพิ่มทุน $[-265, -6]$

2. ช่วงเหตุการณ์ (Event window) เป็นช่วงเวลาที่มีการออกจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนซึ่งมีความเป็นไปได้ที่นักลงทุนนั้นจะได้รับข่าวสารจากการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนไม่พร้อมกัน จึงทำการศึกษาในช่วงวันก่อนเกิดเหตุการณ์ 5 วันถึงหลังจากวันที่มีการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน 5 วัน $[-5, 5]$ โดยช่วงเหตุการณ์ใช้ข้อมูลทั้งหมด 11 วัน

โดยศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเกินปกติ ในช่วงเหตุการณ์จำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน ด้วย One-Sample T-test โดยเมื่อเกิดเหตุการณ์แล้วส่งผลให้อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเกินปกตินั้นมีค่าที่แตกต่างจากศูนย์ แสดงว่าเหตุการณ์การจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนไม่ว่าจะเกิดขึ้นในทางบวกหรือทางลบ และถ้าพบว่าเหตุการณ์นั้นไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนเฉลี่ยปกติจะทำให้การศึกษามีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์

โดยทำการคำนวณอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเกินปกติสะสมเพื่อใช้ในการศึกษาวิจัยเหตุการณ์ศึกษา และใช้เป็นตัวแปรตามในการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ ดังนี้

1.1 คำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละตัวและอัตราผลตอบแทนในตลาดหลักทรัพย์ในแต่ละวันที่เกี่ยวข้อง

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}, R_{m,t} = \frac{SET_{i,t} - SET_{i,t-1}}{SET_{i,t-1}}$$

โดย $R_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$R_{m,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด ณ เวลา t

$P_{i,t}$ คือ ราคาของหลักทรัพย์รายวันของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$P_{i,t-1}$ คือ ราคาของหลักทรัพย์รายวันของหลักทรัพย์ i ณ เวลา $t-1$

$SET_{i,t}$ คือ ราคาของหลักทรัพย์รายวันของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$SET_{i,t-1}$ คือ ราคาของหลักทรัพย์รายวันของหลักทรัพย์ i ณ เวลา $t-1$

1.2 คำนวณหาค่า α และ β โดยนำอัตราผลตอบแทนของตลาด $R_{m,t}$ และอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของตลาด $R_{i,t}$ ในช่วงที่ศึกษา หาความสัมพันธ์แบบถดถอย Ordinary least square

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{it}$$

โดย $R_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

α_i, β_i คือ ค่าสัมประสิทธิ์จากความสัมพันธ์ถดถอย

$R_{m,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด ณ เวลา t

ε_{it} คือ ค่าความคลาดเคลื่อนของหลักทรัพย์

1.3 คำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง นำค่าอัตราผลตอบแทนของตลาด $R_{m,t}$ และค่าสัมประสิทธิ์จากสมการถดถอยมาใช้ในการคำนวณ

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{it}$$

โดย $E(R_{i,t})$ คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง

1.4 คำนวณอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติ โดยนำอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t มาในการคำนวณ

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

โดย $AR_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติ

1.5 คำนวณอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสม ($CAR_{i,t}$) โดยนำอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติ $AR_{i,t}$ และอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสมในงวดก่อนหน้า $CAR_{i,t-1}$ มาใช้ในการคำนวณ

$$CAR_{i,t} = AR_{i,t} + CAR_{i,t-1}$$

โดย $CAR_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสม

$CAR_{i,t-1}$ คือ อัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสมในงวดก่อนหน้า

1.6 คำนวณหาค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติจาก $AR_{i,t}$ และค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสม $CAR_{i,t}$ เพื่อนำไปทดสอบนัยสำคัญทางสถิติ

$$\text{ค่าเฉลี่ย } AR_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{N}, \text{ ค่าเฉลี่ย } CAR_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^N CAR_{i,t}}{N},$$

โดย $AR_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติ

$CAR_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสม

N คือ จำนวนเหตุการณ์

1.7 คำนวณส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในช่วงประมาณการ และทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมว่ามีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญด้วยวิธี One Sample T-test (T-statistic)

$$t - test = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{i,t}}{\sigma/N}, t - test = \frac{\sum_{i=1}^N CAR_{i,t}}{\sigma/N},$$

จากวิธีการข้างต้นใช้ทดสอบสมมติฐานที่ 1-2 ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 : ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return) มีค่าแตกต่างจากศูนย์

สมมติฐานที่ 2 : อัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Abnormal Return) มีค่าแตกต่างจากศูนย์

3.3.2 วิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยใช้

วิธีการ Robust Standard Errors เพื่อทดสอบว่าในช่วงการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์ แนวคิดได้ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงออกจำหน่ายหุ้น โดยใช้ตัวแปรตามเป็นอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยเกินปกติสะสมที่ได้คำนวณไว้ข้างต้น ซึ่งเป็นเป็นตัวแทนผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ทำให้ทราบถึงประสิทธิภาพในช่วงจำหน่ายหุ้น

โดยมีแบบจำลองในการทดสอบดังนี้

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RunUp_{t-1} + \beta_2 \left(\frac{M}{B} \right)_{t-1} + \beta_3 \left(\frac{EBIT}{TA} \right)_{t-1} + \beta_4 Log(MktCap)_{t-1} + \beta_5 \left(\frac{Cash}{TA} \right)_{t-1} + \beta_6 \left(\frac{D}{A} \right)_{t-1} + \beta_7 \left(\frac{Proc}{MktCap} \right)_{t-1}$$

ตารางที่ 3.2 ข้อมูลตัวแปร สัญลักษณ์ และผลที่คาดหวัง

ข้อมูลตัวแปร	สัญลักษณ์	ผลคาดหวัง
ตัวแปรต้น		
- อัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน (RUNUP) คำนวณจาก Holding Period Return 20 วันก่อนช่วงเหตุการณ์	RUNUP	+/-
- การมีโอกาสในการลงทุน (Market-to-book, M/B) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีในปีก่อนเกิดเหตุการณ์	M/B	+/-
ตัวแปรควบคุม		
- ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (Profitability, EBIT/TA) อัตราส่วนของกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีต่อสินทรัพย์ทั้งหมดในปีก่อนเกิดเหตุการณ์	EBIT/TA	+
- ขนาดของบริษัท (firm's size) คำนวณจาก Logarithm ของมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ในปีก่อนเกิดเหตุการณ์	Log(MktCap)	+
- อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ (CASH/TA) คำนวณจากเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์ทั้งหมดในปีก่อนเกิดเหตุการณ์	CASH/TA	-
- อัตราส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (D/A) คำนวณจากหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมดในปีก่อนเกิดเหตุการณ์ ในปีก่อนเกิดเหตุการณ์	D/A	+/-
- ขนาดของการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน (SEO's size) คำนวณจากรายได้จากการขายหุ้นเพิ่มทุนต่อมูลค่าตลาด (Market Capitalization) ในปีก่อนเกิดเหตุการณ์	Proc/MktCap	+/-

จากวิธีการข้างต้นใช้ทดสอบสมมติฐานที่ 3-6 ดังนี้

สมมติฐานที่ 3 : อัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุนมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลตอบแทนสะสมที่เกินกว่าปกติ (ทดสอบแนวคิดโอกาสในการลงทุน)

สมมติฐานที่ 4 : อัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุนมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลตอบแทนสะสมที่เกินกว่าปกติ (ทดสอบแนวคิดการจับจังหวะตลาด)

สมมติฐานที่ 5 : อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าบัญชีมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลตอบแทนสะสมที่เกินกว่าปกติ (ทดสอบแนวคิดโอกาสในการลงทุน)

สมมติฐานที่ 6 : อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าบัญชีมีความสัมพันธ์ในทางลบกับผลตอบแทนสะสมที่เกินกว่าปกติ (ทดสอบแนวคิดการจับจังหวะตลาด)



บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

กลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนที่ทำการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนประเภท Private Placement และ Public Offering โดยมีข้อมูลตั้งแต่เดือนปีพ.ศ. 2548 – 2557

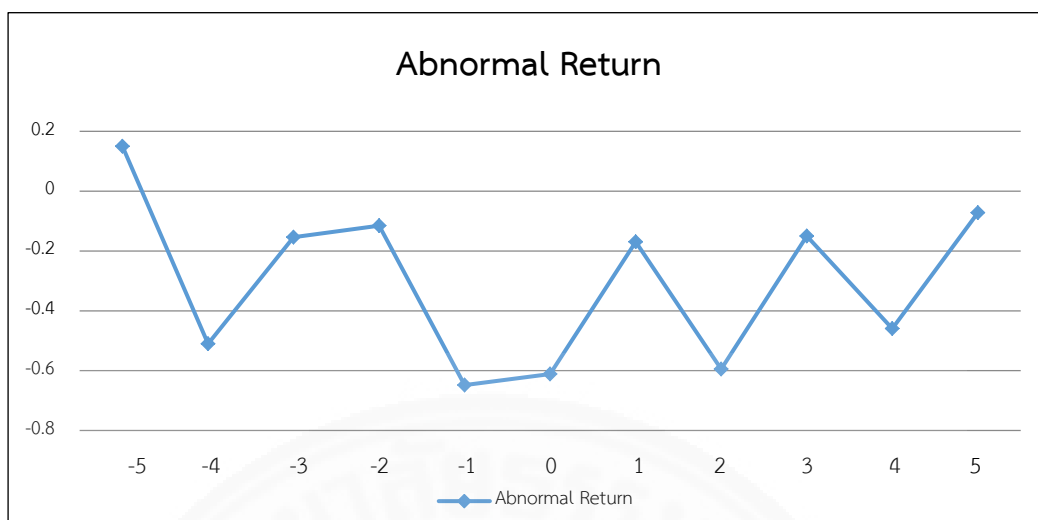
4.1 ผลการวิจัยเหตุการณ์ศึกษา (Event Studies)

จากการศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นสามัญในการประกาศจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุน ด้วยวิธีวิจัยเหตุการณ์ศึกษา (Event Studies) เพื่อสังเกตผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์จากการประกาศเพิ่มทุน โดยทดสอบค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมด้วย (One Sample T-test) พบว่ามีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ได้ผลตามตารางที่ 4.1 ดังนี้

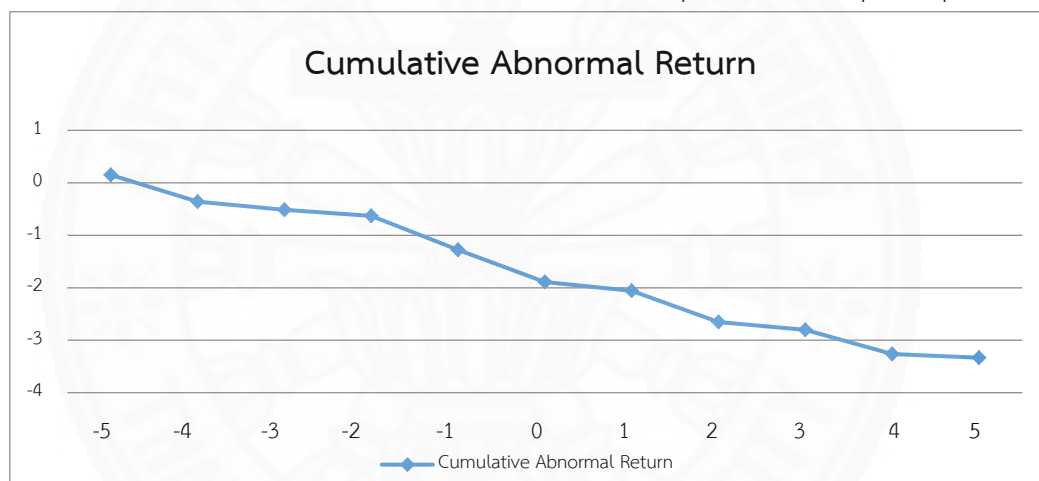
ตารางที่ 4.1 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return) ช่วงเหตุการณ์

วัน	Average Abnormal Return	P-value	Cumulative Average Abnormal Return	P-value
-5	0.1502	0.6569	0.1502	0.6569
-4	-0.5103*	0.0641	-0.3601	0.3929
-3	-0.1539	0.0638	-0.5140	0.3544
-2	-0.1151	0.6469	-0.6291	0.2957
-1	-0.6482**	0.0261	-1.2773**	0.0378
0	-0.6115**	0.0204	-1.8888**	0.0122
1	-0.1695	0.6842	-2.0582**	0.0366
2	-0.5944*	0.0619	-2.6527**	0.0207
3	-0.1503	0.5594	-2.8030**	0.0189
4	-0.4591*	0.0648	-3.2621***	0.0087
5	-0.0720	0.7772	-3.3341***	0.0087
ค่าเฉลี่ย	-0.3031***	0.0039		

* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 90%, ** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95%, *** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99%



ภาพที่ 4.1 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในช่วงเหตุการณ์จำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน



ภาพที่ 4.2 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงเหตุการณ์จำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน

จากตารางที่ 4.1 การทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยด้วยวิธีเหตุการณ์ศึกษา พบว่าช่วงเหตุการณ์ตั้งแต่วันที่ [-4,5] มีผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในทางลบ โดยค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติพบว่ามีค่าเฉลี่ย -0.3031 แตกต่างจากศูนย์ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 99 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1 ที่ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return) มีค่าแตกต่างจากศูนย์ โดยภาพที่ 4.1 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นในช่วงเหตุการณ์

อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงเหตุการณ์ตั้งแต่วันที่ [-4,5] มีผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยในทางลบเช่นกัน โดยอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม มีแนวโน้มลดลงจากวันที่ -5 ที่มีค่าอยู่ที่ 0.1502 จนกระทั่งวันที่ 5 ที่มีค่าอยู่ที่ -3.3341 ตามภาพที่ 4.2 โดยในช่วงเหตุการณ์ตั้งแต่วันที่ [-1,3] และในช่วงวันที่ [4,5] มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 95 และร้อยละ 99 ตามลำดับ จากการศึกษายอมรับสมมติฐานที่ 2 ที่ว่า

อัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Abnormal Return) มีค่าแตกต่างจาก ศูนย์ตั้งแต่วันที่ [-4,5]

โดยผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยในการศึกษานี้ตรงตามการศึกษาของ Asquith and Mullins (1986) โดยผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยของหลักทรัพย์มีค่าในทางลบในช่วงที่เกิดเหตุการณ์การจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน

4.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

งานวิจัยนี้ทดสอบว่าในช่วงการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์ แนวคิดโดยส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์หลังจากออกจำหน่ายหุ้นโดยการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติ และวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ก่อนทำการศึกษา ได้ทำการทดสอบแบบจำลองว่าพบปัญหาที่มีค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนคงที่ (heteroskedasticity) หรือไม่ โดยใช้ โดยทดสอบตามวิธี Breusch-Pagan และพบว่าแบบจำลองมีปัญหา heteroskedasticity เนื่องด้วยข้อมูลเป็น Cross-Sectional data จึงทำให้มีค่าความแปรปรวนที่แตกต่างกันมาก และได้ทำการแก้ไขแบบจำลองด้วยวิธีการทดสอบโดยใช้ Robust Standard Errors ในการวิเคราะห์สมการถดถอย

4.2.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตารางที่ 4.2 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่เกี่ยวข้องในการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
CAR [-5,5]	-3.3341	13.7964	-39.0890	78.7870
RUNUP	5.3770	21.0949	-42.3125	141.0774
M/B	2.3768	2.8684	0.13	26.3
EBIT/TA	0.02706	0.1942	-1.0561	0.2551
Log (MktCap)	21.5698	1.7887	18.3128	27.0502
Cash/TA	0.0802	0.1026	0.0004	0.6654
D/A	0.5331	0.2264	0.0253	0.9606
Proc/MktCap	0.8626	4.1500	0.0001	40.0015

จากตารางที่ 4.2 แสดงการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาทั้งหมด 8 ตัวแปร โดยผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมมีค่าเฉลี่ยในทางลบที่ -3.3341 มีค่าต่ำสุดที่ -39.0890 และค่าสูงสุดที่ 78.7870 ตัวแปร RUNUP มีค่าเฉลี่ยอยู่ในทางบวกแสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุนตามผลงานวิจัยของ Asquith and Mullins (1986) มีค่าต่ำสุดที่ -42.3125 และค่าสูงสุดที่ 141.0774 ตัวแปร M/B ซึ่งเป็นตัวแทนของโอกาสในการลงทุนมีค่าเฉลี่ย 2.3768 แสดงว่ามูลค่าของราคาหลักทรัพย์ในตลาดมีค่าประมาณสองเท่าของราคาตามบัญชี ตลาดมีค่าต่ำสุดที่ 0.13 มูลค่าของราคาหลักทรัพย์นั้นมีค่าเป็นร้อยละ 13 จากราคาตามบัญชี และค่าสูงสุดที่ 26.3 มูลค่าของราคาหลักทรัพย์สูงกว่าราคาตามบัญชีประมาณ 26 เท่า ตัวแปรควบคุม EBIT/TA, Log(MktCap), Cash/TA, D/A, Proc/MktCap มีค่าเฉลี่ยที่ 0.02706 มีค่าเฉลี่ย 21.5698, 0.0802 0.5331 0.8626 ตามลำดับ

4.2.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ตารางที่ 4.3 Correlations Matrices of variables (จำนวนเหตุการณ์ = 150)

	CAR	RUNUP	M/B	EBIT/TA	Log (MktCap)	Cash/TA	D/A
RUNUP	0.3215**						
M/B	0.0902	-0.0607					
EBIT/TA	0.1373*	-0.1099**	-0.3353 ***				
Log (MktCap)	0.0713	-0.1913***	0.1058	0.2389***			
Cash/TA	-0.0998	0.0126	-0.0306	-0.1114	0.0028		
D/A	-0.0915	-0.0520	0.2714 ***	-0.1175	0.0284	-0.0840	
Proc/ MktCap	0.1981**	0.1069	0.2582***	-0.0678	-0.2062**	-0.0172	-0.1150

* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 90%, ** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95%, *** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99%

จากตารางที่ 4.3 แสดงการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ร่วมกัน พบว่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรในหลายคู่ที่มีความสัมพันธ์กันในทางบวกและทางลบอยู่ในระดับนัยสำคัญทางสถิติทั้งร้อยละ 90 ร้อยละ 95 และร้อยละ 99

โดยค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของผลตอบแทนเกินปกติสะสมสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุนในทางบวก ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 95 สัมพันธ์กับอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์ทั้งหมดในทางบวก ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 90 และสัมพันธ์กับขนาดของการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 95

ในส่วนของสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรต้นและตัวแปรควบคุมพบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่สัมพันธ์กันมากที่สุดนั้นคืออัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีสัมพันธ์กับอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์ทั้งหมดในทางบวก ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 99 ที่ 0.3353 ในทางลบ เนื่องจากค่าความสัมพันธ์มีค่าไม่เกิน 0.5 ดังนั้น แบบจำลองข้างต้นนี้ไม่เผชิญกับปัญหา Multicollinearity และการศึกษานี้ทำการพิจารณาค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าค่า VIF ของตัวแปรในแบบจำลองนี้มีค่าอยู่ระหว่าง 1.06 ถึง 1.45 ซึ่งมีผลน้อยกว่า 10 ดังนั้น ตัวแปรของแบบจำลองนี้ ไม่พบปัญหา Multicollinearity เช่นเดียวกัน

4.2.3 การวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics)

ตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ทดสอบโดยใช้ Robust Standard Errors (จำนวนเหตุการณ์ = 150)

Variable	CAR [-5,5]	
	Coefficient (Robust standard error)	t-statistic (P-value)
RUNUP	0.2304* (0.1277)	1.80 (0.073)
M/B	0.7769** (0.3455)	2.25 (0.026)
EBIT/TA	12.8318* (7.2225)	1.78 (0.078)
Log(MktCap)	0.8486 (0.5562)	1.53 (0.129)
Cash/TA	-18.4452** (9.1532)	-2.02 (0.046)
D/A	8.7747 (6.0627)	1.45 (0.150)
Proc/MktCap	0.4364 (0.4318)	1.01 (0.314)
intercept	-18.9512 (12.5593)	-1.51 (0.134)
Number of Observations	150	
F	3.72 (0.001)***	
Adj R-squared	0.2133	

* ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 90%, ** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 95%, *** ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 99%

จากการวิเคราะห์ผลการทดสอบสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) โดยทดสอบโดยใช้ Robust Standard Errors ที่ใช้แบบจำลองในการหาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสม (CAR) กับตัวแปรต้น อัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่ม

ทุน (RUNUP) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (M/B) และตัวแปรควบคุมความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (EBIT/TA) ขนาดของบริษัท (LogMktCap) อัตราส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์ (CASH/TA) อัตราส่วนของหนี้สินต่อสินทรัพย์ (D/A) ขนาดของการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน (Proc/MktCap) โดยมีกลุ่มตัวอย่างจำนวน 150 เหตุการณ์ โดยพบว่าตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสม (CAR) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ และในส่วนของตัวแปรควบคุมมีทั้งหมด 2 ตัวแปรคือ (EBIT/TA) และ (CASH/TA) ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสม (CAR) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ แสดงรายละเอียดในตารางที่ 4.4

โดยผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3 และ 4 พบว่าอัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน (RUNUP) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสมในทางบวก (CAR) ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 90 ซึ่งผลวิจัยที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Jung et al. (1996) ที่ศึกษาไว้ว่าอัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสมในทางบวกนั้น แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนในช่วงก่อนหน้าที่ดินนั้น นักลงทุนเห็นถึงโอกาสในการเติบโตในอนาคต ซึ่งทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดในช่วงการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนนั้นสามารถรักษาระดับผลตอบแทน ทำให้ได้รับผลกระทบน้อยกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตที่ต่ำกว่า จึงยอมรับสมมติฐานที่ 3 ที่บริษัทจำหน่ายหุ้นตามแนวคิดความมีโอกาในการลงทุน และปฏิเสธสมมติฐานที่ 4 ที่บริษัทออกหุ้นตามแนวคิดการจับจังหวะตลาด

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ 5 และ 6 ผลการทดสอบพบว่าอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (M/B) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสม (CAR) ในทางบวก ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 95 ซึ่งผลวิจัยที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Jung, et al. (1996) เนื่องด้วยมูลค่าราคาหลักทรัพย์ตลาดในปัจจุบัน (M/B) ที่เกิดขึ้นนี้ถือเป็นตัวสะท้อนโอกาสการลงทุนในอนาคต (Window of Opportunities) โดยผลที่ได้สนับสนุนว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีสูงนั้น มีโอกาสในการเติบโตจากการลงทุนในอนาคต เพราะราคาตลาดในปัจจุบันที่เกิดขึ้นนี้ถือเป็นตัวสะท้อนโอกาสการลงทุนในอนาคตที่นักลงทุนคาดไว้ จึงยอมรับสมมติฐานที่ 5 ที่บริษัทจำหน่ายหุ้นตามแนวคิดความมีโอกาในการลงทุน และปฏิเสธสมมติฐานที่ 6 ที่บริษัทออกหุ้นตามแนวคิดการจับจังหวะตลาด

ในส่วนของตัวแปรควบคุมนั้น ผลการทดสอบพบว่าอัตราส่วนของกำไรก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (EBIT/TA) ซึ่งเป็นตัวแทนด้านความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสม (CAR) ในทางบวก ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 90 ซึ่งผลวิจัยที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Cline et al. (2012) ถ้าบริษัท

สามารถสร้างกำไรจากการดำเนินงานที่ดีแล้วนั้นแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการบริหารในอนาคตต่อไป ส่งผลให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีค่าเป็นบวกเมื่อความสามารถในการทำกำไรดี

ผลการทดสอบพบว่าอัตราส่วนของเงินสดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (Cash/TA) ซึ่งเป็นตัวแทนบ่งชี้ถึงแหล่งเงินทุนภายในบริษัท มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสม (CAR) ในทางลบ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติร้อยละ 95 ซึ่งผลวิจัยที่ได้สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Guo and Mech (2000) เมื่อบริษัทมีเงินสดในบริษัทน้อยและมีความต้องการลงทุน ผู้บริหารสามารถเลือกที่จะจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนเพื่อนำเงินสดมาลงทุนในโครงการที่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้น แต่อย่างไรก็ดีถ้าบริษัทจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนทั้งที่มีปริมาณเงินสดภายในเป็นจำนวนมากแล้วนั้น อาจเป็นเหตุจูงใจให้ผู้บริหารนำเงินสดที่ได้รับจากรายได้ไปใช้จ่ายเพื่อประโยชน์ส่วนตนได้

สำหรับตัวแปรควบคุมขนาดของบริษัท (LogMktCap), อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (D/A) และขนาดของการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน (Proc/MktCap) ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลงานวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงผลกระทบในช่วงจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ และศึกษาความสัมพันธ์ของผลตอบแทนเกินปกติสะสมกับอัตราผลตอบแทนก่อนออกหุ้นเพิ่มทุนและอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อราคาบัญชีของหลักทรัพย์ เพื่อทราบถึงแนวคิดของบริษัทในการตัดสินใจจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทำการศึกษาเหตุการณ์การจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 150 เหตุการณ์ ตั้งแต่เดือนปีพ.ศ.2548 ถึง 2557 เป็นเวลา 10 ปี

จากผลการวิจัยพบว่า ผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยของหลักทรัพย์มีค่าแตกต่างจากศูนย์ในทางลบ ณ ช่วงที่เกิดเหตุการณ์การจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน ทำให้เห็นว่าเหตุการณ์การจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนส่งผลต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยของหลักทรัพย์ และมีแนวโน้มลดลงเรื่อยๆในช่วงเวลาของเหตุการณ์ที่ศึกษา

อัตราผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน (RUNUP) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสมในทิศทางบวก (CAR) แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนในช่วงก่อนหน้าที่ดีนั้นนักลงทุนเห็นถึงโอกาสในการเติบโตในอนาคต ซึ่งทำให้ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดในช่วงการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนนั้นสามารถรักษาระดับผลตอบแทนให้ได้รับผลกระทบด้านราคาที่ลดลงน้อยกว่าบริษัทที่มีโอกาสในการเติบโตต่ำกว่า ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Jung et al. (1996)

อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (M/B) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่เกินกว่าปกติสะสม (CAR) ในทางบวก โดยมูลค่าราคาหลักทรัพย์ตลาดในปัจจุบัน (M/B) ที่เกิดขึ้นนี้ถือเป็นตัวสะท้อนโอกาสการลงทุนในอนาคตที่นักลงทุนคาดไว้ (Window of Opportunities) และสนับสนุนว่าบริษัทที่มีผลอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชีสูง (M/B) นั้นมีโอกาสเติบโตในอนาคตและมีความน่าจะเป็นที่จะได้รับผลตอบแทนที่ดีกลับมาจากโครงการที่ลงทุน

โดยประโยชน์ที่นักลงทุนได้รับจากงานวิจัยนี้ คือสามารถทราบได้ว่าในช่วงที่มีการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุน ผลตอบแทนเกินปกติสะสมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นจะมีแนวโน้มลดลงตามการตอบสนองของตลาด ทราบถึงแนวคิดด้านโอกาสในการลงทุนถือเป็นแนวคิดที่ส่งผลให้บริษัททำการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน และสามารถตัดสินใจเลือกซื้อ

หลักทรัพย์ในช่วงเพิ่มทุนจากการศึกษาผลตอบแทนในอดีตและอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี ซึ่งหลักทรัพย์ที่มีค่าของตัวแปรเหล่านี้สูงมีโอกาสมิผลกระทบของราคาหลักทรัพย์ลดลงน้อยกว่าบริษัทที่มีตัวแปรเหล่านี้ต่ำ

รวมไปถึงตัวบริษัทสามารถทราบถึงแนวโน้มการตอบสนองต่อตลาดของนักลงทุนในช่วงเพิ่มทุนและสามารถตัดสินใจเลือกเวลาจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนในช่วงที่เหมาะสม เมื่อบริษัทมีการวางแผนลงทุนในโครงการที่คาดว่าจะมีโอกาสดำเนินการได้ดี เพื่อลดปัญหาการเกิดอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

งานวิจัยชิ้นนี้ทำการเก็บข้อมูลตัวแปร ณ วันสิ้นปีของปีก่อนที่จะเกิดเหตุการณ์ เพื่อใช้เป็นตัวแทนในการทดสอบ ซึ่งอาจจะไม่ได้ข้อมูลที่มีความทันสมัยที่ใกล้กับช่วงที่มีการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนมากที่สุด รวมไปถึงบางบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนทำให้มีความจำเป็นต้องละทิ้งกลุ่มตัวอย่างเหล่านั้นก่อนที่จะทำการทดสอบ

งานวิจัยชิ้นนี้ทำการศึกษาช่วงเหตุการณ์จำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนในช่วงเวลา 11 วันซึ่งถือเป็นการศึกษาผลกระทบระยะสั้น และมีการคำนวณผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุนในอดีตในช่วง 20 วันย้อนหลังจากช่วงเหตุการณ์ จึงมีความเป็นไปได้เมื่อมีการขยายจำนวนวันของช่วงเหตุการณ์ หรือจำนวนวันในการคำนวณผลตอบแทนสะสมก่อนออกหุ้นเพิ่มทุนในอดีต อาจส่งผลในทิศทางอื่นนอกเหนือจากในงานวิจัยชิ้นนี้

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

1. งานวิจัยชิ้นนี้ทำการศึกษาช่วงเหตุการณ์จำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนในช่วงเวลา 11 วันซึ่งถือเป็นการศึกษาผลกระทบระยะสั้น สำหรับผู้ที่สนใจศึกษาในอนาคตสามารถทำการเพิ่มจำนวนวันเพื่อคำนวณตัวแปรผลตอบแทนสะสมเกินปกติเพื่อศึกษาผลกระทบที่เกิดขึ้นในระยะยาว

2. งานวิจัยชิ้นนี้ทำการเก็บข้อมูลตัวแปร ณ วันสิ้นปีของปีก่อนที่จะเกิดเหตุการณ์ สำหรับผู้ที่สนใจศึกษาในอนาคตสามารถ เลือกใช้ข้อมูลที่มีความทันสมัยกว่าข้อมูล ณ วันสิ้นปีก่อนหน้า เช่น ข้อมูลรายไตรมาส ในการศึกษาเพื่อให้ได้ผลวิจัยที่ชัดเจนยิ่งขึ้น

รายการอ้างอิง

วิทยานิพนธ์

- ชนกพรรณ เนื้อไม้. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างแรงจูงใจในการประกาศเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนและอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญช่วงประกาศเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. กรุงเทพฯ : คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ดวงกมล ถิ่นวิจิตรสุข. (2556). ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อระดับการ Underpricing ของหุ้นเพิ่มทุน. กรุงเทพฯ : คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ภาสิรี พิพัฒน์นเรศรชฎ. (2556). ผลกระทบของการถือหุ้นโดยผู้เกี่ยวข้องภายในของกิจการต่อการตอบสนองของนักลงทุนในช่วงประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน. กรุงเทพฯ : คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

Articles

- Allen, F., and Faulhaber, G.R. (1989). Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*, 23, 303-323.
- Asquith, P., and David W. (1986). Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*, 15, 61-89.
- Baker, M., and Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 57, 1-33.
- Bayless, M., and Chaplinsky, S. (1996). Is there a window of opportunity for seasoned equity Issuance?. *Journal of Finance*, 57, 253-278.
- Chemmanur, T.J. (1993). The Pricing of initial public offerings: A dynamic model with information production. *Journal of Finance*, 48, 285-304.
- Graham, J.R., and Harvey, C.R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- Guo, L., and Mech, T.S. (2000). Conditional event studies, anticipation, and asymmetric information: the case of seasoned equity issues and pre-issue information releases. *Journal of Empirical Finance*, 7, 113-141.

- Jensen, M.C., and Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Studies. *Journal of Financial Economics*, 4, 305-360.
- Jensen, C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jung, K., Kim, Y., and Stulz, R. (1996). Timing, investment opportunities, managerial discretion, and the security issue decision. *Journal of Financial Economics*, 42, 159-185.
- Kayhan, A., and Titman, S. (2007). Firm's Histories and their Capital Structures. *Journal of Financial Economics*, 83, 1-32.
- Korajczyk, R., Lucas, D., and McDonald, R. (1991). The Effect of Information Releases on the Pricing and Timing of Equity Issues. *Review of Financial Studies*, 4, 685-708.
- Leland, H.E., and Pyle, D.H. (1977). Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32, 71-87.
- Loughran, T and Ritter, J.R. (1995). The new issues puzzle. *Journal of Finance*, 50, 23-51.
- Loughran, T and Ritter, J.R. (1997). The Operating Performance of Seasoned Equity Offering. *Journal of Finance*, 52, 1823-1850.
- Masulis, R.W., and Korwar, A.N. (1986). Seasoned equity offerings: An empirical investigation. *Journal of Financial Economics*, 15, 91-118.
- McLaughlin, R., Safieddine, A., and Vasudevan G.K. (1996). The Operating Performance of Seasoned Equity Issuers: Free Cash Flow and Post-Issue Performance. *Journal of Finance*, 50, 101-122.
- Modigliani, F., and Miller, M.H. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 49, 665-669.
- Modigliani, F., and Miller, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. *The American Economic Review*, 53, 433-443.
- Mikkelson, W.H., and Partch, M. (1986). Valuation effects of security offerings and the issuance process. *Journal of Financial Economics*, 3, 1-60.

Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, 39, 575-592.

Myers, S.C., and Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187 -221.

Pilotte, E. (1992). Growth Opportunities and The Stock Price response to New Financing. *Journal of Business*, 65, 371-394.

Ross, Stephen A. (1977). The determination of financial structure: The incentive signalling approach. *Journal of Economics*, 8, 23-40.





ภาคผนวก

ภาคผนวก ก

ผลการทดสอบปัญหา Multicollinearity ของแบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบสมการถดถอย
พหุคูณ เพื่อตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลอง

ตารางที่ ก.1 แสดงค่า Variance Inflation Factor (VIF) ของตัวแปรในแบบจำลอง

Variable	VIF
RUNUP	1.06
M/B	1.43
EBIT/TA	1.29
Log(MktCap)	1.21
Cash/TA	1.31
D/A	1.45
Proc/MktCap	1.23

การศึกษานี้ทำการพิจารณาค่า Variance Inflation Factor (VIF) พบว่าค่า VIF ของตัวแปรในแบบจำลองนี้มีค่าอยู่ระหว่าง 1.06 ถึง 1.45 ซึ่งมีผลน้อยกว่า 10 ดังนั้นตัวแปรของแบบจำลองนี้ไม่พบปัญหา Multicollinearity

ภาคผนวก ข

ผลการทดสอบปัญหา heteroskedasticity ของแบบจำลองที่ใช้ในการทดสอบ
สมการถดถอยพหุคูณ เพื่อว่าแบบจำลองมีค่าความแปรปรวนของ
ค่าความคลาดเคลื่อนคงที่หรือไม่ด้วยวิธี Breusch-Pagan

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

สมมติฐานที่ 0 : มีค่า variance คงที่

โดยมีตัวแปรดังนี้ : RUNUP, M/B, EBIT/TA, Log(MktCap), Cash/TA, D/A,
Proc/MktCap

$F(7, 142) = 6.08$

Prob > F = 0.0000***

ปฏิเสธสมมติฐานที่ 0 มีค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนคงที่ แสดงว่าพบ
ปัญหาค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนไม่คงที่ heteroskedasticity เนื่องด้วยข้อมูลเป็น
Cross-Sectional data จึงทำให้มีค่าความแปรปรวนที่แตกต่างกันมาก จึงใช้วิธีการทดสอบโดยใช้
Robust Standard Errors ในการวิเคราะห์สมการถดถอย

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นางสาวพิชญา ปัญญาวิธาน

วันเดือนปีเกิด

วันที่ 21 กรกฎาคม พ.ศ.2536

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2557 : บัณฑิต

(การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ)

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

