

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนไทยภายหลัง การจัดสรรหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้แก่นักลงทุน แบบเฉพาะเจาะจง

ณฤดี โรจนคงอยู่* และ ศรศาสตร์ สุขเจริญสิน**

รับวันที่ 1 มิถุนายน 2567
แก้ไขวันที่ 23 กรกฎาคม 2567
ตอบรับตีพิมพ์ 3 ตุลาคม 2567

บทคัดย่อ

การศึกษานี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนไทยหลังการจัดสรรหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้แก่นักลงทุนแบบเฉพาะเจาะจง โดยเปรียบเทียบบริษัทที่ดำเนินการเพิ่มทุนโดยวิธีดังกล่าวกับบริษัทคู่เหมือนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ทั้ง SET และ mai ที่ในช่วงปี พ.ศ. 2550-2556 ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่จะจัดสรรหุ้นแบบ PP มีมูลค่าเพิ่มตามตลาด และอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นสูงขึ้นในช่วง 1 ปีก่อนที่จะจำหน่ายหุ้นแบบเฉพาะเจาะจง และจะค่อย ๆ ลดลงตั้งแต่ปีที่จำหน่ายหุ้นแบบเฉพาะเจาะจง ทั้งนี้ ในทางตรงกันข้ามบริษัทที่จะจัดสรรหุ้นแบบ PP กลับมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนลดลงในช่วง 1 ปีก่อนที่จะจำหน่ายหุ้น และจะค่อย ๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปีที่จำหน่ายหุ้น และพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทที่จะจัดสรรหุ้นแบบ PP มีค่าเฉลี่ยลดลงจาก 1 ปีหลังจำหน่ายหุ้นจนถึง 2 ปีหลังจำหน่ายหุ้น จากการทดสอบการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุพบว่า อัตราผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้นภายหลังที่จำหน่ายหุ้น 1 ปี ขึ้นกับอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นปีก่อนหน้าที่ยำหน่ายหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: การเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง, อัตราส่วนทางการเงิน, ผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้น

* เจ้าหน้าที่ - ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาคารตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 93 ถนนรัชดาภิเษก แขวงดินแดง เขตดินแดง กรุงเทพฯ 10400. E-mail: naruedee.roj@gmail.com

** ศาสตราจารย์ - คณะพัฒนาการเศรษฐกิจ สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์ ถนนเสรีไทย แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กทม. 10240 E-mail: sorasart@nida.ac.th

Firm Performance after Allocation of newly issued Private Placement among Thai Listed Firms

Naruedee Rojjanakonyoo* Sorasart Sukcharoensin**

Received June 1, 2024

Revised July 23, 2024

Accepted October 3, 2024

Abstract

The objective of this study is to study the performance of listed companies after the allocation of newly issued equity to specific investors using private placement (PP) method. The study compares the companies that raised capital by PP method with their counterparts listed on the SET and mai during 2007-2013. The results reveal that those companies allocating shares using PP method have stronger market value and higher rate of return on equity in one year before the specific sale of shares. The advantages have gradually declined since the PP allocation year. On the contrary, companies that allocate PP shares have decreased their debt-to-equity ratio in one year before the shares are sold. The incidences have gradually increased since the year of PP allocation. The results also suggest that the rate of return that abnormal returns of the company that allocated PP shares have decreased, starting from 1 year after the share sale until 2 years after the share sale. The multiple regression analysis reveals that abnormal returns from buying and holding shares after one year of disposition is significantly dependent on equity returns of the year before shares disposals.

Keywords: Private Placement, Financial Ratio, Abnormal Returns

* Officer - The Stock Exchange of Thailand. 93 Ratchadaphisek Road, Din Daeng, Din Daeng, Bangkok 10400
E-mail: naruedee.roj@gmail.com

** Professor - School of Development Economics, National Institute of Development Administration, 148 Seri Thai Road, Klong-Chan, Bangkok, Bangkok 10240, Thailand, E-mail: sorasart@nida.ac.th

1. บทนำ (Introduction)

การเพิ่มทุนเป็นเครื่องมือของบริษัทจดทะเบียนในการระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ เพื่อจัดหาเงินทุนในการนำไปขยายธุรกิจและลงทุนในโครงการต่างๆ เพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มแก่บริษัท ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนมีทางเลือกในการเพิ่มทุนในตลาดทุนซึ่งเป็นแหล่งเงินทุนที่ไม่มีค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย เพื่อให้ได้รับเงินทุนไปใช้ตามความต้องการ บนพื้นฐานของความจำเป็นและเหมาะสม ทั้งนี้ การที่บริษัทจดทะเบียนต้องการเงินทุน นั้นแสดงว่ามีแผนในการใช้เงินทุนเพื่อการขยายธุรกิจ การเพิ่มสภาพคล่อง การแก้ไขฐานะการเงิน หรือต้องการหาผู้ร่วมทุนที่จะสร้างประโยชน์ให้กับบริษัทก็เป็นได้ ซึ่งอาจมองได้ว่าการเพิ่มทุนมีส่วนช่วยให้บริษัทจดทะเบียนมีผลการดำเนินงานหรือฐานะการเงินที่มั่นคงมากขึ้นได้

ทั้งนี้ การเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในลักษณะการเสนอขายหุ้นตามฤดูกาล (Seasoned Equity Offerings: SEO) สามารถดำเนินการได้โดยจำแนกเป็นวิธีการหลักๆ คือ การนำหลักทรัพย์เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป (Public Offering: PO) การเพิ่มทุนแบบการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อเสนอขายต่อผู้ถือหุ้นเดิม (Right Offering: RO) การเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง (Private Placement: PP) โดยที่นิยมคือ การเพิ่มทุนแบบ RO และแบบ PP

ทั้งนี้ การเพิ่มทุนที่ใช้ระยะเวลาสั้นที่สุดในการระดมทุนคือ การเพิ่มทุนแบบ PP จะทำให้บริษัทจดทะเบียนได้รับเงินเร็วที่สุด โดยการเสนอขายแบบ PP เป็นการเสนอขายในลักษณะใดลักษณะหนึ่งต่อไปนี้ 1) วงเงินที่เสนอขาย: มูลค่าการเสนอขาย (คำนวณจากราคาขาย) ไม่เกิน 20 ล้านบาท ภายในรอบ 12 เดือนใด ๆ (ไม่นับรวมส่วนที่ขายให้ผู้ลงทุนสถาบัน) 2) จำนวนผู้ลงทุน: ไม่เกิน 50 ราย ภายในรอบ 12 เดือนใด ๆ (นับจากบุคคลที่เป็นเจ้าของที่แท้จริง และไม่นับรวมส่วนที่ขายให้ผู้ลงทุนสถาบัน) 3) ลักษณะของผู้ลงทุน: การเสนอขายให้ผู้ลงทุนสถาบัน (ไม่จำกัดวงเงินที่เสนอขาย และจำนวนผู้ลงทุน) 4) ลักษณะของการเสนอขาย: การเสนอขายหุ้นกรณีทั้งผู้ขายและผู้ซื้อเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ออกหุ้นนั้น และไม่มีลักษณะเป็นการเสนอขายโดยทั่วไป การเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ให้แก่บุคคลที่เป็นเจ้าหน้าที่ของบริษัทตามแผนฟื้นฟูกิจการที่ศาลให้ความเห็นชอบตามกฎหมายว่าด้วยล้มละลาย ทั้งนี้ เฉพาะกรณีที่แผนฟื้นฟูกิจการกำหนดให้เจ้าหน้าที่ต้องรับหุ้นที่ออกใหม่ดังกล่าวแทนการรับชำระหนี้ และการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ทั้งหมดโดยนิติบุคคลตามกฎหมายเฉพาะต่อผู้ถือหุ้นของนิติบุคคลดังกล่าว ตามสัดส่วนการถือหุ้น โดยได้รับชำระราคาเต็มมูลค่าที่เสนอขายจากผู้ถือหุ้น

อย่างไรก็ดี การเพิ่มทุนแบบ PP จะทำให้เกิดผลกระทบกับผู้ถือหุ้นเดิม ดังนั้น หากบริษัทจดทะเบียนประสงค์จะออกหุ้นเพิ่มทุนให้กับ PP ควรคำนึงถึงความคุ้มค่าที่ผู้ถือหุ้นเดิมพึงจะได้รับเป็นสำคัญ ทั้งนี้ เดิมกฎเกณฑ์การเพิ่มทุนให้ PP นั้นเกิดขึ้นเพื่อให้บริษัทจดทะเบียนที่ต้องการเงินทุนเร่งด่วนเพื่อนำเงินที่ได้รับไปสร้างประโยชน์ให้กับบริษัท และ/หรือต้องการผู้ร่วมทุนที่เป็น Strategic Partners เพื่อให้เข้ามาสร้างผลประโยชน์ให้กับบริษัทต่อไป แต่ในปัจจุบันบริษัทจดทะเบียนไม่ได้ตระหนักถึง

ผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นเดิม และ/หรือค่านึงถึงประโยชน์ด้าน Strategic Partners มากนัก ทำให้การออกหุ้นเพิ่มทุนให้ PP อาจไม่ได้ผ่านกระบวนการกลั่นกรองอย่างถี่ถ้วน หรืออาจมองได้ว่าบริษัทจดทะเบียนเน้นค่านึงถึงเพียงเงินทุนเท่านั้น ซึ่งการกระทำดังกล่าวก่อให้เกิดผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นเดิมเป็นอย่างมาก รวมทั้งทำให้ผู้วิจัยเกิดข้อสงสัยว่าบริษัทจดทะเบียนได้ใช้เงินทุนที่ได้รับจากการเพิ่มทุน PP อย่างมีประสิทธิภาพหรือไม่

ทั้งนี้ ในแง่ของการออกหุ้นเพิ่มทุน Asquith and Mullins (1986) ได้ทำการศึกษาและพบว่า การเพิ่มทุนของบริษัทส่งผลในทางลบต่อผลตอบแทนของหุ้น ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับแบบจำลองที่ว่ามีความ ไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้บริหาร และนักลงทุนในตลาด นอกจากนี้ผู้บริหารยังสามารถเลือกช่วงเวลาที่จะออกหุ้นเพิ่มทุนได้ จากสองสาเหตุข้างต้นจึงทำให้ตลาดเชื่อว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารว่าราคาหุ้นในปัจจุบันสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (Overvalued)

แต่จากผลงานวิจัยของ Healy and Palepu (1990) พบว่าผลกำไรของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนไม่ได้ลดลงหลังจากมีการออกหุ้นเพิ่มทุน และนักวิเคราะห์ทางการเงินก็ไม่ได้มีการปรับลดประมาณการกำไรของบริษัทเหล่านี้ Healy and Palepu (1990) จึงสรุปว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนไม่ได้เป็นการสื่อสารข้อมูลเกี่ยวกับระดับผลการดำเนินงานของบริษัทหลังจากการออกหุ้นเพิ่มทุน แต่เป็นการสื่อสารข้อมูลเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของความเสี่ยงในอนาคต โดยผู้บริหารตัดสินใจที่จะออกหุ้นเพิ่มทุน เพื่อลดอัตราส่วนวัดการก่อหนี้ (Financial leverage) เมื่อผู้บริหารคาดการณ์ว่าจะมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการทำกำไรในอนาคต ซึ่งเป็นผลมาจากความเสี่ยงของธุรกิจที่เพิ่มขึ้น

หลังจากนั้น ได้มีผลการวิจัยของต่างประเทศที่ทดสอบผลการดำเนินงานของบริษัทหลังจากออกหุ้นเพิ่มทุน โดย Loughran and Ritter (1995) ได้ทำการทดสอบบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ของอเมริกาในช่วงปี ค.ศ. 1970-1990 ทั้งบริษัทที่เสนอขายหุ้นใหม่แก่ประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก หรือ Initial Public Offering (IPOs) และบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน หรือ Seasoned Equity Offerings (SEOs) พบว่าบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนทั้งสองแบบข้างต้นมีผลการดำเนินงาน 5 ปีหลังจากวันที่ออกหุ้นเพิ่มทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Underperformed) นอกจากนี้ Cai and Loughran (1998) ได้ทำการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ของญี่ปุ่นที่มีการออก SEO ในช่วงปี ค.ศ. 1971-1992 จำนวน 1,389 บริษัท พบว่าบริษัทที่มีการออก SEO มีผลการดำเนินงาน 5 ปีหลังจากวันที่ออกหุ้นเพิ่มทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็นเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุนซึ่งมีขนาดมูลค่าตามราคาตลาดโดยรวม (Market Capitalization) ที่ใกล้เคียงกัน

จึงเป็นที่น่าสนใจว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมีการเปลี่ยนแปลงหลังจากที่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนหรือไม่ และหากมีการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานดังกล่าวจะเพิ่มขึ้นหรือลดลง

โดยการวิจัยเล่มนี้จะเฉพาะเจาะจงไปถึงการเพิ่มทุนแบบ PP เนื่องจากตระหนักว่า การเพิ่มทุนให้ PP นั้นสร้างผลกระทบให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม และบริษัทจดทะเบียนอาจใช้เครื่องมือการเพิ่มทุน PP ได้อย่างไม่มีประสิทธิภาพเท่าที่ควร

โดยในศึกษา จะเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนก่อนและหลังการจัดสรรหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบ PP เพื่อหาผลว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนภายหลังการจัดสรรหุ้นดังกล่าวดีขึ้นหรือไม่ และหากเปรียบเทียบกับบริษัทคู่เหมือนที่ไม่ได้มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน PP จะมีผลดำเนินงานดีกว่าหรือไม่ รวมทั้งผลการดำเนินงานทางตลาดภายหลังจัดสรรหุ้น PP ของบริษัทจดทะเบียนที่ทำการจัดสรรหุ้นเพิ่มทุนแบบ PP จะเป็นเช่นไร นอกจากนี้ การศึกษานี้ยังได้หาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นก่อนจัดสรรหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบ PP กับผลการดำเนินงานโดยใช้อัตราผลตอบแทนภายหลังจัดสรรหุ้นแบบ PP อีกด้วย

2. ทบทวนวรรณกรรม (Literature Reviews)

มีงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน และผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบ PP อยู่ในต่างประเทศจำนวนไม่น้อย โดยเป็นการศึกษาทั้งในมิติของผลการดำเนินงาน และผลตอบแทนจากการถือครองหุ้น โดยส่วนใหญ่ผลการดำเนินงาน และผลตอบแทนของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนแบบ PP จะต่ำลง แต่ก็ม้งานวิจัยบางชิ้นที่มีข้อสรุปว่าผลการดำเนินงาน และผลตอบแทนไม่ได้ลดลงเสมอไป อาจเป็นเพราะเงินทุนจากการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบ PP ที่เข้ามาได้สร้างประโยชน์ให้กับกิจการ เช่น การเข้าถึงทรัพยากรได้มากขึ้น การได้รับการสนับสนุนที่ดีจาก PP เป็นต้น หรือในด้านผลตอบแทนนั้น อาจขึ้นอยู่กับความสนใจของนักลงทุนในระยะยาวด้วย

โดย Hertz, Lemmon, Linck and Rees (2002) ได้ศึกษาประสิทธิภาพระยะยาวของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน PP โดยใช้ข้อมูลคือ บริษัทที่จัดสรรหุ้นเพิ่มทุน PP ในตลาดหลักทรัพย์ NYSE, AMEX และ NASDAQ ในช่วงเวลา ค.ศ. 1980 - 1996 ใช้วิธีวัดจากผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้น (BHAR) ตัวแบบสามปัจจัยของ Fama and French (1993) ตามวิธี Calendar-Time Portfolio Approach และวัดผลการดำเนินงานจาก OIBD/Assets, ROA และ CE+RD/Assets ผลการศึกษาพบว่าทั้งๆ ที่การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน PP มีสัญญาณเชิงบวก แต่หลังจากนั้น 3 ปี กลับมีผลการดำเนินงานกลับต่ำกว่าบริษัทคู่เทียบ โดยพบว่าบริษัทที่ประกาศจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบ PP มีการลงทุนในการวิจัย และพัฒนาจำนวนมากก่อนการออกหุ้น ตัวแบบที่ผู้วิจัยนำมาใช้วัดราคาค่าหุ้น ได้แก่ ผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้น (BHAR) และ ตัวแบบสามปัจจัย ของ Fama and French (1993) ตามวิธี Calendar-Time Portfolio Approach ผลการศึกษาทั้งสองตัว แบบพบผลตอบแทนผิดปกติที่ออกมาเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

นอกจากนี้ ผู้วิจัยยังใช้ผลการดำเนินงานของบริษัทมาอธิบายสาเหตุที่นักลงทุนมีความคาดหวังต่อการเติบโตของบริษัทเป็นอย่างมาก เนื่องจากบริษัทที่จำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบ PP มีผลการดำเนินงานก่อนการจำหน่ายหุ้นสูงกว่าบริษัทคู่เทียบ แต่จะมีผลการดำเนินงานลดลงในภายหลัง ดังนั้น จึงสรุปได้ว่าราคาหุ้นที่ลดลงภายหลังการจำหน่ายหุ้น เป็นผลสะท้อนมาจากความผิดหวังของนักลงทุนที่คาดหวังให้ธุรกิจเติบโตสูงเกินไป เมื่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่เคยสูงในช่วงการประกาศจำหน่ายหุ้นกลับลดลงในภายหลัง ทำให้ราคาหุ้นต่ำลง นักลงทุนจึงเกิดความผิดหวัง เพราะผลการดำเนินงานของบริษัทแตกต่างจากที่คาดการณ์ไว้

ต่อมา Folta and Janney (2004) ได้ศึกษาเจาะลึกถึงผลประโยชน์ในระยะสั้นและระยะยาวของการจัดสรรหุ้นแบบ PP โดยใช้ข้อมูลบริษัทสัญชาติ U.S. ด้าน biotechnology ที่จดทะเบียนระหว่าง ค.ศ. 1973-1998 สำหรับการวัดอัตราผลตอบแทนของหุ้นจะวัดจากผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR) ของการจัดสรรหุ้นแบบ PP และหุ้นเพิ่มทุนทั่วไป โดยคาดหวังว่าผลตอบแทนระยะสั้นของการออกหุ้นแบบ PP จะเป็นบวก และของการออกหุ้นเพิ่มทุนทั่วไปจะเป็นลบ ผลการศึกษาพบว่า PP ที่เข้ามาได้สร้างประโยชน์ เช่น การเข้าถึงทรัพยากรได้มากขึ้น การได้รับการสนับสนุนที่ดีจาก PP เป็นต้น จึงเป็นที่น่าสนใจหากบริษัทจดทะเบียนได้คัดสรรกลุ่มผู้ลงทุนที่ดีก็จะทำให้ผลตอบแทนหุ้นสูงขึ้นได้จากมุมมองที่ดีจากนักลงทุน

ในด้านของตลาดหุ้นในเอเชีย Shiu and Wei (2013) ได้ทำการศึกษาวิเคราะห์หุ้นและผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นแบบ PP ในไต้หวัน โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนที่ออกหุ้นเพิ่มทุนแบบ PP ในตลาดหุ้นไต้หวัน ช่วงเดือน ม.ค. 2002 – ธ.ค. 2008 และใช้วิธีวัด คือ 1) ผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR) 2) ตัวแบบสามปัจจัยของ Fama and French (1993) ตามวิธี Calendar-Time Portfolio Approach ผลการศึกษาพบว่าก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน PP จะมีบริษัทจดทะเบียนจะมีผลการดำเนินงานที่ต่ำ และจะมีผลตอบแทนดีขึ้นในช่วงที่มีการประกาศการเพิ่มทุน โดยการประกาศเพิ่มทุนจะส่งผลอย่างมากกับบริษัทที่มีขนาดเล็ก และบริษัทที่มีมูลค่าทางบัญชีต่ำกว่าตลาด และในระยะยาวผลตอบแทนหลังการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบ PP นั้นจะขึ้นอยู่กับความสนใจของนักลงทุน

จากงานวิจัยตามที่ได้กล่าวข้างต้น จะพบข้อมูลเกี่ยวกับความคาดหวัง และความสนใจของนักลงทุนที่ส่งผลต่อผลตอบแทนจากการเพิ่มทุนแบบ PP ผู้วิจัยจึงได้ทำการค้นคว้าเพิ่มเติมโดยงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการคาดหวังของนักลงทุน พบว่า Chou, Gombola and Liu (2005) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความคาดหวังของนักลงทุน (Investor Optimism) กับ ผลตอบแทนของหุ้นและผลการดำเนินงานระยะยาวภายหลังการจำหน่ายหุ้นแบบ PP โดยให้ความสำคัญกับโอกาสในการเติบโตของธุรกิจ ใช้ข้อมูลจากบริษัทที่จดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ NYSE, AMEX และ NASDAQ ในระหว่างปี ค.ศ. 1980–2000 สำหรับการวัดอัตราผลตอบแทนของหุ้นจะวัด จาก 1) ผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR) 2) ผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้น (BHAR) 3) ตัวแบบสามปัจจัยของ Fama and

French (1993) ตามวิธี Calendar-Time Portfolio Approach และผลการดำเนินงานของบริษัทวัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และ อัตราส่วนความสามารถในการใช้สินทรัพย์ (OIBD/Assets) โดยนำค่าที่ได้ไปเปรียบเทียบกับบริษัทคู่เหมือน

ผลการศึกษาพบว่าบริษัทในกลุ่มที่มีการเติบโตสูงอัตราผลตอบแทนของหุ้นเป็นลบและแตกต่างจากบริษัทคู่เหมือนอย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับผลการดำเนินงานของบริษัท ก็ต่ำกว่าบริษัทคู่เหมือนอย่างมีนัยสำคัญเช่นกัน แต่ไม่พบความแตกต่างดังกล่าวในกลุ่มที่มีโอกาสเติบโตต่ำสรุปได้ว่าบริษัทที่มีการเติบโตสูงจะมีผลการดำเนินงานที่ต่ำลงภายหลังการออกจำหน่ายหุ้นเนื่องจากนักลงทุนมักจะคาดหวังสูงเกินไปในการเติบโตของธุรกิจ และเมื่อผลการดำเนินงานไม่เป็นไปตามที่คาดว่าจะส่งผลให้ราคาหุ้นต่ำลงที่สุดในที่สุด

ต่อมา Lin, Chang, Chen and Liao (2013) ได้ศึกษาว่าการวิเคราะห์ที่ดีเกินไปของนักวิเคราะห์สามารถอธิบายประสิทธิภาพของบริษัทจดทะเบียนในระยะยาวได้หรือไม่ โดยใช้ข้อมูลบริษัทที่จัดสรรหุ้นเพิ่มทุน PP ในตลาดหลักทรัพย์ NYSE, AMEX และ NASDAQ ค.ศ. 1981-2003 และใช้ตัววัดจากผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้น (BHAR) และตัวแบบสามปัจจัยของ Fama and French (1993) ตามวิธี Calendar-Time Portfolio Approach ผลการศึกษาพบว่าผลของการวิเคราะห์ที่มองในแง่ดีเกินไปนั้น การวิเคราะห์ดังกล่าวจะสะท้อนเมื่อเวลาผ่านไป 2 ปี หลังจากการออกหุ้นเพิ่มทุน และผลกำไรจากการคาดการณ์ดีเกินไปไม่ได้ลดลงเสมอไป

ทั้งนี้นอกเหนือจากการวัดผลการดำเนินงาน และอัตราผลตอบแทนแล้ว ยังพบงานวิจัยที่ทำการศึกษเกี่ยวกับกำไรรายได้ คือ Chen, Cheng and Chih (2010) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไร และผลการดำเนินงานที่ผิดปกติหลังการออกหุ้นแบบ PP ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NYSE, AMEX และ NASDAQ ช่วงเวลา ค.ศ.1997-2003 โดยตัววัดคือ 1) ผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR) 2) ผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้น (BHAR) 3) ตัวแบบสามปัจจัยของ Fama and French (1993) ตามวิธี Calendar-Time Portfolio Approach และผลการดำเนินงานวัดโดย CA (Current Accrual of Firm) ผลการศึกษาพบว่าตัวแปรสำคัญของผลตอบแทนระยะยาวของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนแบบ PP คือ การจัดการกำไรก่อนเสนอขายหุ้น และพบว่า CA มีความผิดปกติหลังจากเสนอขายหุ้น นอกจากนี้ยังพบว่ามีผู้จัดการกำไร เช่น ปรับปรุงงบการเงินรายไตรมาสอย่างมีนัยสำคัญก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน PP

ในการศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน และผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบ PP ในประเทศไทยจะพบในลักษณะงานวิจัยเกี่ยวกับ การจัดการกำไรและผลการดำเนินงานภายหลังการจำหน่ายหุ้นแบบ PP โดย Koonsing (2013) ได้ศึกษาการจัดการกำไรและผลการดำเนินงานภายหลังการจำหน่ายหุ้นแบบเฉพาะเจาะจงของบริษัทจดทะเบียนใน SET โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียน

ทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการออกจำหน่ายหุ้นสามัญแบบ PP ในช่วงปี ค.ศ. 2004-2008 ผลการศึกษาพบว่าผลการวิจัย ในส่วนของการทดสอบการจัดการกำไรก่อนการจำหน่ายหุ้นนั้น พบว่าในภาพรวมไม่มีการจัดการกำไรให้สูงขึ้นก่อนการจำหน่ายหุ้น แต่เป็นที่น่าสังเกตคือมีการจัดการกำไรที่มีค่าเฉลี่ยเป็นลบมากภายหลังการจำหน่ายหุ้น 1 ปี จึงอาจเป็นไปได้ว่ามีบางบริษัทที่ทำการจัดการกำไรให้สูงขึ้นก่อนการจำหน่ายหุ้น ผู้วิจัยจึงนำระดับการจัดการกำไรในแต่ละปี มาแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีการจัดการกำไรเป็นบวก และกลุ่มที่มีการจัดการกำไรเป็นลบ พบว่าในกลุ่มที่มีการจัดการกำไรเป็นบวก มีการจัดการกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนถึงช่วงแรกของการจำหน่ายหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่ามีเพียงกลุ่มบริษัทที่มีการจัดการกำไรที่เป็นบวกเท่านั้นที่มีการจัดการกำไรให้สูงขึ้นก่อนการจำหน่ายหุ้น สาเหตุที่บริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP มีการจัดการกำไรให้สูงขึ้นเพียงแค่นี้ในบางกลุ่มบริษัท เนื่องมาจากบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ขาดโอกาสและแรงจูงใจในการจัดการกำไร เพราะการจำหน่ายหุ้นประเภทนี้เป็นการจำหน่ายหุ้นให้แก่แก่นักลงทุนสถาบันที่มีความรู้ความเข้าใจและความชำนาญในการลงทุน นอกจากนี้นักลงทุนสถาบันยังมีข้อมูลที่ดีในการลงทุนอีกด้วย

นอกจากนี้ งานวิจัยบางส่วนยังพบว่าการจัดการกำไรของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้นภายหลังการจำหน่ายหุ้น ทั้งในภาพรวมและในกลุ่มที่มีการจัดการกำไรเป็นบวก ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัย ของ Chou et al. (2010) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดการกำไรกับผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้นภายหลังการจำหน่ายหุ้นในภาพรวม

อาจกล่าวได้ว่า ในภาพรวมบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ไม่มีการจัดการกำไรให้สูงขึ้นในช่วงก่อนถึงช่วงแรกของการจำหน่ายหุ้น ยกเว้นในกลุ่มบริษัทที่มีการจัดการกำไรเป็นบวกจะมีการจัดการกำไรให้สูงขึ้น และการจัดการกำไรดังกล่าวนี้ไม่มีความสัมพันธ์ กับผลการดำเนินงานภายหลัง การจำหน่ายหุ้นไม่ว่าจะเป็นผลการดำเนินงานทางบัญชีหรือผลการดำเนินงานทางตลาด อย่างไรก็ตาม Yang and Zhou (2021) พบว่า การจำหน่ายหุ้นแบบ PP มีผลกระทบต่อการปรับปรุงอย่างมีนัยสำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน แต่ผลกระทบในการปรับปรุงนี้จะลดลงเมื่อเวลาผ่านไป

ในด้านของการเพิ่มทุนแบบ SEO จะพบงานวิจัยมากมายที่การศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนของหุ้นและผลการดำเนินงานภายหลังการจัดสรรหุ้นเพิ่มทุน อาทิ Spiess and Grave (1995) ได้ทำการทดสอบผลตอบแทนระยะยาวของหุ้นหลังออกหุ้นเพิ่มทุนว่าเป็นเช่นไรเมื่อเทียบกับบริษัทจับคู่เหมือนศึกษาในช่วงปี 1975-1989 โดยวัดผลการดำเนินงานเปรียบเทียบ 3 วิธีได้แก่ 1) บริษัทที่มีขนาดใกล้เคียงกัน 2) บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน และมีขนาดใกล้เคียงกัน 3) บริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาดและขนาดบริษัทที่ใกล้เคียงกัน นอกจากนี้ต้องไม่ออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา การทดสอบเพื่อดูวัตถุประสงค์เพื่อดูผลการดำเนินงานหลังจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนว่าบริษัท

มีผลการดำเนินงานที่ลดลงหรือไม่ จากการศึกษาพบว่าผลตอบแทนของหุ้นทั้งในช่วง 3 ปี และ 5 ปี ลดลงมากกว่าที่ควรจะเป็น และผลตอบแทนในช่วง 5 ปี ลดลงกว่าช่วง 3 ปี นอกจากนี้ จากการศึกษา ยังพบว่าบริษัทที่เล็กสุด อายุน้อยที่สุด อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาดต่ำที่สุด จะมีผลตอบแทนลดลงมากที่สุด

ต่อมา Loughran and Ritter (1997) ได้ทำการวิจัยศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์อเมริกาที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วง 1979-1989 จำนวน 1,338 บริษัท เปรียบเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุนอยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกัน มีขนาดสินทรัพย์ใกล้เคียงกัน และมีผลการดำเนินงานที่ใกล้เคียงกัน โดยใช้อัตราส่วนทางบัญชี ผลคือ ค่ามัธยฐานของอัตรากำไรสุทธิของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนลดลงจาก 5.4% ในปีที่ออก เหลือเพียง 2.5% หลังจากผ่านไป 4 ปี และค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ลดลงจาก 6.3% เหลือเพียง 3.2% ในขณะที่ ค่ามัธยฐานของอัตรากำไรสุทธิของบริษัทที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุนลดลงจาก 3.9% ในปีที่ออกเหลือ 3.3% หลังจากผ่านไป 4 ปี และค่ามัธยฐานของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ลดลงจาก 5.7% เหลือ 4.2% ซึ่งจะเห็นได้ว่าบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมีอัตราการลดมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุน

หลังจากนั้น Loughran and Ritter (1997) ได้แบ่งบริษัทออกเป็นบริษัทขนาดเล็กและบริษัทขนาดใหญ่ โดยแบ่งตามขนาดของสินทรัพย์ ซึ่งสามารถแบ่งได้เป็น 4 กลุ่มแล้วพบว่าบริษัทขนาดเล็กจะมีผลการดำเนินงานลดลงมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะมีนักวิเคราะห์ติดตามและนำเสนอข้อมูลอย่างสม่ำเสมอ ตรงกันข้ามกับบริษัทขนาดเล็กที่ไม่ค่อยมีการนำเสนอข้อมูลออกสู่สาธารณะชน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล

สำหรับในประเทศไทย Lertsupongkit (2002) ได้ศึกษาปฏิกิริยาตอบสนองของตลาดต่อการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี ค.ศ. 1994-2001 จำนวน 59 บริษัท พบว่าราคาหุ้นปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเมื่อมีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน และ Ngamwutikul (2002) ได้ศึกษาบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนในมุมมองของผลการดำเนินงาน โดยทำการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงปี ค.ศ. 1991-1994 พบว่าบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมีผลการดำเนินงานสูงขึ้นก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุน แต่มีผลการดำเนินงานลดลงอย่างมีนัยสำคัญหลังจากการออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งพบหลักฐานที่เด่นชัดจากการใช้มาตรวัดทางการตลาดอย่าง Tobin's q มากกว่าการใช้มาตรวัดทางบัญชี และได้ทดสอบผลกระทบของ Information Asymmetry โดยใช้ขนาดของบริษัทเป็นเกณฑ์แบ่ง พบว่าบริษัทที่มี Information Asymmetry สูงจะมีผลการดำเนินงานต่ำกว่าบริษัทที่มี Information Asymmetry ต่ำกว่า

นอกจากนี้ Rajsirisongsri (2011) ได้ศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทคู่เหมือนมีผลการดำเนินงาน โดยใช้มาตรวัดทางบัญชีที่ดีขึ้นเหมือนกัน ดังนั้นจึงสรุปว่าผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นไม่น่าจะเป็นผลมาจากการออกหุ้นเพิ่มทุน เนื่องจากผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้นทั้งกลุ่มที่ออกหุ้นเพิ่มทุน และกลุ่มที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน สำหรับผลการดำเนินงานที่ใช้มาตรวัดทางการตลาดนั้นพบว่าบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนไม่ได้มีผลการดำเนินงานลดลงในระยะยาว แต่มีผลการดำเนินงานลดลงภายหลังจากการออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นระยะเวลา 2 ปี ซึ่งไม่น่าจะเป็นผลมาจากการออกหุ้นเพิ่มทุนเนื่องจากผลกระทบใช้ระยะเวลานานเกินไป

อย่างไรก็ตาม การศึกษาในประเทศไทยดังที่ได้กล่าวมาแล้ว เป็นการศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนปกติที่เสนอขายต่อผู้ถือหุ้นเดิมทั่วไป โดยการศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนไทยภายหลังการจัดสรรหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบ PP ยังไม่เคยมีการศึกษาในประเทศไทยมาก่อน การศึกษานี้จึงเป็นการศึกษาชิ้นแรกที่ศึกษาในประเทศนี้

3. กรอบแนวคิดการวิจัย (Conceptual Framework)

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจากงบการเงินรวมรายปีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ระหว่างปี พ.ศ. 2548-2558 โดยเก็บข้อมูลยอดขาย ต้นทุนขาย ดอกเบี้ยจ่าย กำไรสุทธิ เงินปันผล สินทรัพย์รวมหนี้สินรวม ส่วนของผู้ถือหุ้น และมูลค่าตลาดของบริษัท ทั้งนี้ ข้อมูลราคาปิด หรือสถิติอื่นใด ใช้ฐานข้อมูลจาก SETSMART

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ที่มีการออกจำหน่ายหุ้นสามัญแบบ PP ในช่วงปี พ.ศ. 2550-2556 โดยถือวันเริ่มการขายเป็นวันจำหน่ายหุ้น ประชากรที่นำมาใช้ต้องมีข้อมูลครบถ้วนเพียงพอต่อการวิจัยคือ มีข้อมูลเพียงพอสำหรับการคำนวณมาตรวัดทางบัญชี ได้แก่ อัตราส่วนทางการเงินต่างๆ และมาตรวัดทางการตลาด ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ไม่นับบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน บริษัทจดทะเบียนที่แก้ไขผลการดำเนินงานไม่ได้ตามกำหนดมาเป็นกลุ่มตัวอย่าง หากบริษัทหนึ่งๆ มีการจำหน่ายหุ้นหลายครั้งในช่วงการทดสอบ จะใช้การจำหน่ายหุ้นครั้งแรกเพื่อไม่ให้เกิดความซ้ำซ้อนของข้อมูล

เกณฑ์ที่ใช้ในการคัดเลือกบริษัทที่จะนำมาเปรียบเทียบคือ 1) ประเภทของอุตสาหกรรม 2) บริษัทที่มีขนาดใกล้เคียงกัน 3) ผลการดำเนินงาน โดยเริ่มคัดเลือกจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน และมีขนาดของสินทรัพย์ใกล้เคียงกับกลุ่มตัวอย่าง จากนั้นนำมาเรียงลำดับตามอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อมูลค่าทางสินทรัพย์รวม แล้วเลือกบริษัทที่มีค่าใกล้เคียงกับบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมากที่สุด นอกจากนี้บริษัทที่จะนำมาเปรียบเทียบต้องไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน ในช่วง 2 ปี ก่อนและหลังที่จะทำการศึกษา

1. ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

การคำนวณมาตรวัดทางบัญชี : อัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรสุทธิ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน

การคำนวณมาตรวัดทางการตลาด : Tobin's q ตามแนวทางของ Chung and Pruitt (1994)

$$\text{Tobin's } q = \frac{\text{มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ} + \text{มูลค่าทางบัญชีของหนี้สิน}}{\text{มูลค่าทางบัญชีของสินทรัพย์}}$$

การคำนวณผลการดำเนินงานทางตลาดจากผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้น (BHAR)

ภายหลังการจัดสรรหุ้น 2 ปี (BHAR) เริ่มต้นคำนวณ 1 เดือนภายหลังจำหน่ายหุ้น

ขั้นตอนที่ 1 คำนวณอัตราผลตอบแทนของหุ้น ตามสมการต่อไปนี้

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + \text{div}_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

โดยที่ $R_{i,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้นบริษัท i ในเดือน t

$P_{i,t}$ คือ ราคาปิดของหุ้นบริษัท i ในเดือนที่ t

$P_{i,t-1}$ คือ ราคาปิดของหุ้นบริษัท i ในเดือนที่ $t-1$

$\text{div}_{i,t}$ คือ เงินปันผลของบริษัท i ในเดือนที่ t

คำนวณหาผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาด โดยใช้ดัชนีของอุตสาหกรรมเดียวกันกับบริษัทที่จำหน่ายหุ้นเป็นดัชนีของตลาด ดังนี้

$$R_{m,t} = \frac{(P_{m,t} - P_{m,t-1})}{P_{m,t-1}}$$

โดยที่ $R_{m,t}$ คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด ในวันที่ t

$P_{m,t}$ คือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด ในวันที่ t

$P_{m,t-1}$ คือ ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาด ในวันที่ $t-1$

ขั้นตอนที่ 2 เมื่อทำการหาผลตอบแทนในแต่ละเดือนแล้ว ให้ทำการหาผลรวมผลตอบแทนในแต่ละเดือน โดยทำการคำนวณหาผลตอบแทนเฉลี่ยจากหุ้นและจากตลาดสำหรับช่วงเวลา 12 เดือน ให้ได้ผลตอบแทนจากการซื้อและถือครองหุ้น ในเวลา 1 ปี ดังสมการต่อไปนี้

$$\text{BHR}_{i,t} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{m,t}) - 1$$

$$\text{BHR}_{m,t} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{m,t}) - 1$$

โดยที่ $BHR_{i,t}$	คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้น i ในช่วงเวลา 1 ปี
$BHR_{m,t}$	คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด ในช่วงเวลา 1 ปี
$r_{i,t}$	คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้น i ในเดือนที่ t
$r_{m,t}$	คือ อัตราผลตอบแทนของตลาดในเดือนที่ t

ขั้นตอนที่ 3 คำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นโดยนำอัตราผลตอบแทนของหุ้นในบริษัทที่ออกจำหน่ายหุ้นแบบ PP มาลบด้วยผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ของตลาดตามสมการดังต่อไปนี้

$$BHAR_{i,t} = BHR_{i,t} - BHR_{m,t}$$

โดยที่ $BHAR_{i,t}$	คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัท i ณ ช่วงเวลา 1 ปี
$BHR_{i,t}$	คือ อัตราผลตอบแทนของบริษัท i ในช่วงเวลา 1 ปี
$BHR_{m,t}$	คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด ในช่วงเวลา 1 ปี

4. วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

สถิติเชิงพรรณนา

แสดงอัตราส่วนทางการเงินต่างๆ มาตรฐานทางการเงินการตลาด ผลการดำเนินงานทางตลาด (BHAR) โดยเปรียบเทียบค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และค่าความเบี่ยงเบนของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน PP กับบริษัทที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุน

สถิติเชิงอนุมาน

1. ทดสอบค่ามัธยฐานของผลการดำเนินงานของกลุ่มตัวอย่างโดยใช้ Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests โดยจะกำหนดระดับนัยสำคัญที่ใช้ในการทดสอบ (ค่าSignificant) ไว้ที่ 0.05 หรือที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ซึ่งเป็นแบบ 2-tailed โดยแบ่งออกเป็น

1.1 การทดสอบความแตกต่างของผลการดำเนินงานของบริษัทที่จัดสรรหุ้นแบบ PP ก่อน และหลังจัดสรรหุ้น

ในการทดสอบ จะใช้สถิติทดสอบเปรียบเทียบค่ามัธยฐานของผลการดำเนินงานในปีที่ $t = -2$ กับ $t = 0$ และ $t = 0$ กับ $t = 2$ ว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่โดยมีสมมติฐานในการทดสอบ ดังนี้

H_0 : ค่ามัธยฐานของผลการดำเนินงานของประชากรกลุ่มตัวอย่างใน 2 ปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน ปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน และ 2 ปีหลังออกหุ้นเพิ่มทุนไม่แตกต่างกัน

H_1 : ค่ามัธยฐานของผลการดำเนินงานของประชากรกลุ่มตัวอย่างใน 2 ปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน ปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน และ 2 ปีหลังออกหุ้นเพิ่มทุนแตกต่างกัน

1.2 การทดสอบความแตกต่างของผลการดำเนินงานของบริษัทที่จัดสรรหุ้น PP และบริษัทคู่เหมือนในการทดสอบจะใช้สถิติทดสอบเปรียบเทียบค่ามัธยฐานของผลการดำเนินงานของบริษัทใน

กลุ่มตัวอย่าง ที่ออกหุ้นเพิ่มทุน กับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน โดยเปรียบเทียบกันปีต่อปีว่าในแต่ละปีมีผลการดำเนินงานแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยมีสมมติฐานในการทดสอบ คือ

H0: ค่ามัธยฐานของผลการดำเนินงานของประชากรกลุ่มบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน PP และบริษัทที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุนใดๆ ไม่แตกต่างกัน

H1: ค่ามัธยฐานของผลการดำเนินงานของประชากรกลุ่มบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน PP และบริษัทที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุนใดๆ แตกต่างกัน

2. การใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) โดยมีตัวแบบ คือ

2.1 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ROE ตัวแปรควบคุม และผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้นภายหลังที่จำหน่ายหุ้นในปีที่ t+1 ในภาพรวม

$$\begin{aligned} BHAR_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1(ROE_{t-2}) + \beta_2(ROE_{t-1}) + \beta_3(ROE_t) + \beta_4(PP \text{ Firm}) + \beta_5(\ln_MV_t) + \beta_6(BtoM_t) + \\ & \beta_7(D/E_t) + \beta_8(PP_No. \text{ of shares}) + \beta_9(\text{Price_Market Price}) + \beta_{10}(PP_Company) + \beta_{11}(PP_People) + \\ & \beta_{12}(PP_Time \text{ to allot share}) + \beta_{13}(\text{Year_2550}) + \beta_{14}(\text{Year_2551}) + \beta_{15}(\text{Year_2552}) + \beta_{16}(\text{Year_2553}) + \\ & \beta_{17}(\text{Year_2554}) + \beta_{18}(\text{Year_2555}) + \epsilon \end{aligned}$$

2.2 ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ROE ตัวแปรควบคุม และผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้นภายหลังที่จำหน่ายหุ้นในปีที่ t+2 ในภาพรวม

$$\begin{aligned} BHAR_{t+2} = & \beta_0 + \beta_1(ROE_{t-2}) + \beta_2(ROE_{t-1}) + \beta_3(ROE_t) + \beta_4(PP \text{ Firm}) + \beta_5(\ln_MV_{t+1}) + \beta_6(BtoM_{t+1}) + \\ & \beta_7(D/E_{t+1}) + \beta_8(PP_No. \text{ of shares}) + \beta_9(\text{Price_Market Price}) + \beta_{10}(PP_Company) + \\ & \beta_{11}(PP_People) + \beta_{12}(PP_Time \text{ to allot share}) + \beta_{13}(\text{Year_2550}) + \beta_{14}(\text{Year_2551}) + \beta_{15}(\text{Year_2552}) + \\ & \beta_{16}(\text{Year_2553}) + \beta_{17}(\text{Year_2554}) + \beta_{18}(\text{Year_2555}) + \epsilon \end{aligned}$$

นอกเหนือจากตัวแปรที่สนใจศึกษาในครั้งนี้แล้ว เพื่อควบคุมผลกระทบจากปัจจัยอื่นที่อาจมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนั้นจึงต้องมีการควบคุมตัวแปรอื่นที่อาจมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของกิจการ ดังนี้

1. ตัวแปรหุ้นของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบเฉพาะเจาะจง (PP Firm)

ตัวแปรหุ้นของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นจะนำมาใช้ในการทดสอบเพื่อแสดงให้เห็นว่าการจำหน่ายหุ้น มีต่อผลการดำเนินงานภายหลังการจำหน่ายหุ้นหรือไม่ โดยให้

บริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบเฉพาะเจาะจง (PP Firm) = 1

บริษัทคู่เหมือนที่ไม่ได้จำหน่ายหุ้น (Match firm) = 0

2. ค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาด ($\ln_MV$)

สำหรับตัวแปรควบคุมที่นำมาใช้ในส่วนขนาดกิจการนั้นในการวัดค่าทางตลาดจะใช้ค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาด ณ วันสิ้นสุด

3. อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BtoM) เป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงโอกาสในการเติบโตของบริษัท

4. อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นอัตราส่วนที่แสดงถึงภาระผูกพันทางการเงินของบริษัท บริษัทที่มีหนี้สินจำนวนมากก่อให้เกิดความเสี่ยงในการขาดชำระหนี้สิน

5. จำนวนหุ้นที่ออกจำหน่าย ทำให้เกิด Control Dilution

6. ราคาที่จัดสรรต่อราคาตลาด ทำให้เกิด Price Dilution ถ้าขายหุ้นในราคาต่ำให้ PP เท่าใดก็จะส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นเดิมเท่านั้น โดยราคาตลาดจะกำหนดที่ 7 วันทำการก่อนการจัดสรรหุ้นแบบ PP

7. ลักษณะของ PP ที่ได้รับการจัดสรร แบ่งเป็น นิติบุคคล บุคคล และ นิติบุคคลและบุคคล โดยถ้าเป็นบุคคล หรือนิติบุคคลให้ค่าเป็น 1

8. จำนวนครั้งที่จัดสรรหุ้นสามัญที่ได้รับการอนุมัติให้เพิ่มทุนนั้นๆ การจัดสรรหลายครั้งอาจเป็นกลยุทธ์อย่างหนึ่งที่อาจทำให้ PP ที่เคยได้รับหุ้นไปแล้ว นำหุ้นไปขายในตลาด แล้วกลับมาได้รับการจัดสรรหุ้นในครั้งถัดๆ ไป โดยจำนวนครั้งในการจัดสรรควรเหมาะสมกับระยะเวลาความต้องการใช้เงินทุนนั่นเอง

9. ปีที่จำหน่ายหุ้น (Year) ข้อมูลบริษัทที่จำหน่ายหุ้นนั้นจะใช้จากบริษัทที่จำหน่ายหุ้น PP ในช่วงปี พ.ศ. 2550-2556 เป็นระยะเวลา 7 ปี จึงกำหนดให้ปีของข้อมูลที่จำหน่ายหุ้นเป็นตัวแปรควบคุม เพื่อควบคุมผลกระทบจากเวลาการจำหน่ายหุ้นที่แตกต่างกัน โดยถ้าเป็นบริษัทที่จำหน่ายหุ้น PP ในปี 2550-2555 ให้ค่าเป็น 1

งานวิจัยของ Chou et al. (2005) และ Hertz et al. (2002) ได้นำผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้น มาวัดผลตอบแทนผิดปกติของหุ้น ซึ่งเป็นวิธีที่ใช้กันมากในการวิจัยเพื่อหาผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นจากเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่ง

- ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ROE ในปี t-2 ตัวแปรควบคุม และผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้นภายหลังที่จำหน่ายหุ้น ปีที่ t+1 และปีที่ t+2
- ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ROE ในปี t-1 ตัวแปรควบคุม และผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้นภายหลังที่จำหน่ายหุ้น ปีที่ t+1 และปีที่ t+2
- ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง ROE ในปี t ตัวแปรควบคุม และผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้นภายหลังที่จำหน่ายหุ้น ปีที่ t+1 และปีที่ t+2

2.3 การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ROE ตัวแปรควบคุมและบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP (ตัวแปรหุ้น)

$$\begin{aligned} PP \text{ Firm} = & \beta_0 + \beta_1(ROE_{t-2}) + \beta_2(ROE_{t-1}) + \beta_3(ROE_t) + \beta_4(BHAR_{t+1}) + \beta_5(BHAR_{t+2}) + \beta_6(\ln_MV_{t+1}) + \\ & \beta_7(BtoM_{t+1}) + \beta_8(D/E_{t+1}) + \beta_9(PP_No. \text{ of shares}) + \\ & \beta_{10}(\text{Price_Market Price}) + \\ & \beta_{11}(PP_Company) + \beta_{12}(PP_People) + \beta_{13}(PP_Time \text{ to allot share}) + \beta_{14}(\text{Year_2550}) + \beta_{15}(\text{Year_2551}) + \\ & \beta_{16}(\text{Year_2552}) + \beta_{17}(\text{Year_2553}) + \beta_{18}(\text{Year_2554}) + \beta_{19}(\text{Year_2555}) + \epsilon \end{aligned}$$

5. ผลการวิจัย (Results)

ในส่วนนี้ จะกล่าวถึงการตรวจสอบผลการดำเนินงานของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP และบริษัทคู่เหมือน รวมทั้งทำการวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับความสัมพันธ์ในส่วนผลตอบแทนผู้ถือหุ้น และผลการดำเนินงานภายหลังการจำหน่ายหุ้น ซึ่งแบ่งออกเป็น

ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปรที่ใช้ในการดูมาตรวัดทางการตลาด ได้แก่ Tobin's q โดยจะแสดงข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรเกี่ยวกับ ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของตัวแปรแต่ละตัวจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 88 บริษัทและบริษัทคู่เหมือนที่ไม่ได้จำหน่ายหุ้นจำนวน 88 บริษัท

ตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นและผลการดำเนินงานภายหลังการจำหน่ายหุ้น ประกอบไปด้วยตัวแปร อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น ผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้น ค่าลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาด อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งในการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น สามารถแสดงข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรเกี่ยวกับ ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของตัวแปรแต่ละตัวจากกลุ่มตัวอย่างจำนวน 88 บริษัทและบริษัทคู่เหมือนที่ไม่ได้จำหน่ายหุ้นจำนวน 88 บริษัท สถิติเชิงพรรณนาเป็นสถิติที่ใช้บรรยายลักษณะของข้อมูลที่เก็บรวบรวมมาได้ตามรายละเอียด ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 1: ค่าสถิติเชิงพรรณนาของ Tobin's q ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ระหว่างปีที่ t-2 ถึงปีที่ t+2

(n = 88)

รายละเอียด	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
Tobin's qt-2	0.3182	15.7375	1.5677	2.4002
Tobin's qt-1	0.6044	15.7375	1.7816	2.3564
Tobin's qt	0.5001	15.6179	1.6472	1.7249
Tobin's qt+1	0.5960	10.3608	1.6713	1.5781
Tobin's qt+2	0.4303	7.9918	1.4759	0.9404

หมายเหตุ: Tobin's qt-2 หมายถึง มาตรวัดทางการตลาด Tobin's q 2 ปีก่อนปีที่จำหน่ายหุ้น
 Tobin's qt-1 หมายถึง มาตรวัดทางการตลาด Tobin's q 1 ปีก่อนปีที่จำหน่ายหุ้น
 Tobin's qt หมายถึง มาตรวัดทางการตลาด Tobin's q ในปีที่ยจำหน่ายหุ้น
 Tobin's qt+1 หมายถึง มาตรวัดทางการตลาด Tobin's q 1 ปีภายหลังปีที่จำหน่ายหุ้น
 Tobin's qt+2 หมายถึง มาตรวัดทางการตลาด Tobin's q 2 ปีภายหลังปีที่จำหน่ายหุ้น

จากตารางที่ 1 แสดงให้ค่าสถิติเชิงพรรณนาของ Tobin's q ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ในระหว่างปีที่ t-2 ถึงปีที่ t+2 จำนวน 88 บริษัท พบว่าปี ที่มีค่าเฉลี่ยสูงที่สุด คือ ปีที่ t-1 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ

ร้อยละ 1.7816 รองลงมา คือ ปีที่ $t+1$ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 1.6713 ซึ่งใกล้เคียงกับปีที่ t ที่มีค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 1.6472 ค่าเฉลี่ย Tobin's q ที่ต่ำที่สุด คือ ปีที่ $t+2$ มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 1.4759

โดย Tobin's q ของบริษัทที่ออกหุ้นแบบ PP จะสูงขึ้นในช่วง 1 ปี ก่อนปีที่จำหน่ายหุ้น (จากร้อยละ 1.5677 เป็นร้อยละ 1.7816) และปีที่จำหน่ายหุ้นจะลดลงอย่างเห็นได้ชัด ต่อมาในปีที่ $t+2$ จะมี Tobin's q ต่ำที่สุด

ตารางที่ 2: ค่าสถิติเชิงพรรณนาของมาตรวัดทางการตลาดของบริษัทคู่เหมือนระหว่างปีที่ $t-2$ ถึงปีที่ $t+2$

($n = 88$)

รายละเอียด	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
Tobin's q_{t-2}	0.4614	4.3066	1.1927	0.7851
Tobin's q_{t-1}	0.3759	5.4905	1.2762	0.9196
Tobin's q_t	0.3084	8.2248	1.3240	1.1440
Tobin's q_{t+1}	0.5432	5.7780	1.3003	0.7620
Tobin's q_{t+2}	0.5794	7.6036	1.4161	1.0005

จากตารางที่ 2 แสดงให้ค่าสถิติเชิงพรรณนาของ Tobin's q ของบริษัทคู่เหมือนในระหว่างปีที่ $t-2$ ถึงปีที่ $t+2$ จำนวน 88 บริษัท พบว่าปีที่มี Tobin's q สูงที่สุด คือ ปีที่ $t+2$ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 1.4161 รองลงมา คือ ปีที่ t มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 1.3240 ค่าเฉลี่ย Tobin's q ที่ต่ำที่สุด คือ ปีที่ $t-2$ มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 1.1927

เมื่อดูในภาพรวมจะเห็นได้ว่าบริษัทคู่เหมือนที่ไม่ได้จำหน่ายหุ้นแบบเฉพาะเจาะจงมีค่าเฉลี่ย Tobin's q ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากร้อยละ 1.1927 ในปี $t-2$ เป็น 1.4161 ในปี $t+2$ ตรงกันข้ามกับบริษัทที่ออกหุ้นแบบเฉพาะเจาะจงที่มีแนวโน้มค่าเฉลี่ย Tobin's q ที่ลดลง

ตารางที่ 3: ค่าสถิติเชิงพรรณนาของค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาด และ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ระหว่างปีที่ t ถึงปีที่ $t+1$

($n = 88$)

รายละเอียด	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
$\ln_MV_t$	11.7517	19.3813	14.7900	1.7501
$\ln_MV_{t+1}$	11.5675	19.4007	14.9947	1.8251
$BtoMt$	0.0239	3.6644	0.8188	0.6728
$BtoMt+1$	0.0252	5.2188	0.8595	0.7530

หมายเหตุ: $\ln_MV_t$ หมายถึง ค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาดในปีที่จำหน่ายหุ้น
 $\ln_MV_{t+1}$ หมายถึง ค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาด 1 ปีภายหลังปีที่จำหน่ายหุ้น
 $BtoMt$ หมายถึง อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดในปีที่จำหน่ายหุ้น
 $BtoMt+1$ หมายถึง อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด 1 ปีภายหลังปีที่จำหน่ายหุ้น

จากตารางที่ 3 แสดงให้ค่าสถิติเชิงพรรณนาของค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาด ($\ln MV$) ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบเฉพาะเจาะจงในระหว่างปีที่ t ถึงปีที่ $t+1$ จำนวน 88 บริษัท พบว่ามีค่าเฉลี่ยของ $\ln MV$ เพิ่มขึ้นจาก 14.7900 ในปี t เป็น 14.9947 ในปี $t+1$ และมีค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกันจาก 0.8188 ในปี t เป็น 0.8595 ในปี $t+1$

ตารางที่ 4: ค่าสถิติเชิงพรรณนาของค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาด และ อัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด ของบริษัทคู่เหมือนระหว่างปีที่ t ถึงปีที่ $t+1$

($n = 88$)

รายละเอียด	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
$\ln_MV_t$	11.4721	19.8395	14.3621	1.6549
$\ln_MV_{t+1}$	11.4721	19.7485	14.5326	1.6511
$BtoMt$	0.0153	4.3021	1.1551	0.7554
$BtoMt+1$	0.0230	6.5753	1.0558	0.8792

จากตารางที่ 4 แสดงให้ค่าสถิติเชิงพรรณนาของค่าลอการิทึมของมูลค่าตลาด ($\ln MV$) ของบริษัทคู่เหมือนในระหว่างปีที่ t ถึงปีที่ $t+1$ จำนวน 88 บริษัท พบว่ามีค่าเฉลี่ยของ $\ln MV$ เพิ่มขึ้นจาก 14.3621 ในปี t เป็น 14.5326 ในปี $t+1$ แต่มีค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาดลดลงจาก 1.1551 ในปี t เป็น 1.0558 ในปี $t+1$

ตารางที่ 5: ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ระหว่างปีที่ t-2 ถึงปีที่ t+2

(n = 88)

รายละเอียด	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
DEt-2	0.02	448.08	6.7811	48.7526
DEt-1	0.03	24.54	1.9030	3.4561
DEt	0.03	189.49	3.5019	20.1319
DEt+1	0.04	234.59	4.0225	24.9078
DEt+2	0.05	168.84	4.4905	20.2644

หมายเหตุ: DEt-2 หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน 2 ปีก่อนปีที่จำหน่ายหุ้น
 DEt-1 หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน 1 ปีก่อนปีที่จำหน่ายหุ้น
 DEt หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนในปีที่จำหน่ายหุ้น
 DEt+1 หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน 1 ปีภายหลังปีที่จำหน่ายหุ้น
 DEt+2 หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน 2 ปีภายหลังปีที่จำหน่ายหุ้น

จากตารางที่ 5 แสดงให้ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ในระหว่างปีที่ t-2 ถึงปีที่ t+2 จำนวน 88 บริษัท พบว่าปีที่มีค่าเฉลี่ย D/E สูงที่สุด คือ ปีที่ t-2 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 6.7811 รองลงมา คือ ปีที่ t+2 มีค่าเฉลี่ย D/E เท่ากับ 4.4905 ซึ่งใกล้เคียงกับปีที่ t+1 ที่มีค่าเฉลี่ยที่ 4.0225 ค่าเฉลี่ย D/E ต่ำที่สุด คือ ปีที่ t-1 มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดเท่ากับ 1.9030

โดย D/E ของบริษัทที่ออกหุ้นแบบ PP จะลดต่ำลงอย่างมากในช่วง 1 ปี ก่อนปีที่จำหน่ายหุ้น (จาก 6.7811 เป็น 1.9030) และจะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปีที่ t ที่ 3.5019 อย่างต่อเนื่องไปจนเป็น 4.4905 ในปี t+2

ตารางที่ 6: ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัทคู่เหมือนระหว่างปี ที่ t-2 ถึงปีที่ t+2

(n = 88)

รายละเอียด	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
DEt-2	0.02	3.83	0.8518	0.7291
DEt-1	0.02	4.71	0.9866	0.9326
DEt	0.02	7.88	1.0792	1.1848
DEt+1	0.03	95.63	2.2080	10.1558
DEt+2	0.03	28.87	1.4476	3.2637

จากตารางที่ 6 แสดงให้ค่าสถิติเชิงพรรณนาของ D/E ของบริษัทคู่เหมือนในระหว่างปีที่ t-2 ถึงปีที่ t+2 จำนวน 88 บริษัท พบว่าปีที่มี D/E สูงที่สุด คือ ปีที่ t+1 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.2080 รองลงมา คือ ปีที่ t+2 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.4476 ปีที่มี D/E ต่ำที่สุด คือ ปีที่ t-2 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.8518

เมื่อดูในภาพรวมจะเห็นได้ว่าบริษัทคู่เหมือนมีค่าเฉลี่ย D/E ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 0.8518 ในปี t-2 เป็น 2.2080 ในปี t+1 และปรับตัวลดลงเป็น 1.4476 ในปี t+2

ตารางที่ 7: ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ปีที่ t-2 ถึงปีที่ t+2

(n = 88)

รายละเอียด	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
ROEt-2	-188.56	28.24	-6.86	33.59
ROEt-1	-225.69	61.13	-5.28	41.21
ROEt	-327.84	46.11	-10.90	50.98
ROEt+1	-750.12	38.73	-15.56	84.21
ROEt+2	-200.66	119.28	-5.12	39.04

หมายเหตุ: ROEt-2 หมายถึง อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น 2 ปีก่อนปีที่จำหน่ายหุ้น
 ROEt-1 หมายถึง อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น 1 ปีก่อนปีที่จำหน่ายหุ้น
 ROEt หมายถึง อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นในปีที่จำหน่ายหุ้น
 ROEt+1 หมายถึง อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น 1 ปีภายหลังปีที่จำหน่ายหุ้น
 ROEt+2 หมายถึง อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น 2 ปีภายหลังปีที่จำหน่ายหุ้น

จากตารางที่ 7 แสดงให้ค่าสถิติเชิงพรรณนาของ ROE ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ในระหว่างปีที่ t-2 ถึงปีที่ t+2 จำนวน 88 บริษัท พบว่าปีที่มีค่าเฉลี่ย ROE สูงที่สุด คือ ปีที่ t+2 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ ร้อยละ -5.12 รองลงมา คือ ปีที่ t-1 มีค่าเฉลี่ยของเท่ากับร้อยละ -5.28 ค่าเฉลี่ย ROE ต่ำที่สุด คือ ปีที่ t+1 มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดเท่ากับร้อยละ -15.56

โดยเมื่อเทียบ t-2 กับ t-1 จะเห็นได้ว่าบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP มีแนวโน้มที่จะทำให้ ROE สูงขึ้นในช่วง 1 ปี ก่อนปีที่จำหน่ายหุ้น (จากร้อยละ -6.86 เป็นร้อยละ -5.28) โดย ปีที่จำหน่ายหุ้น ROE จะลดลงอย่างเห็นได้ชัด ต่อมาในปีที่ t+1 จะมี ROE ต่ำที่สุด โดย ROE จะเริ่มกลับสู่ระดับปกติอีกครั้งในปีที่ t+2

ตารางที่ 8: ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นของบริษัทคู่เหมือนระหว่างปี ที่ t-2 ถึงปีที่ t+2

(n = 88)

รายละเอียด	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
ROEt-2	-40.60	108.62	10.55	16.99
ROEt-1	-117.02	54.88	5.69	21.46
ROEt	-107.18	76.57	3.93	24.28
ROEt+1	-144.39	60.17	3.20	25.31
ROEt+2	-149.20	75.39	5.12	25.68

จากตารางที่ 8 แสดงให้ค่าสถิติเชิงพรรณนาของ ROE ของบริษัทคู่เหมือนในระหว่างปีที่ t-2 ถึงปีที่ t+2 จำนวน 88 บริษัท พบว่าปีที่มี ROE สูงที่สุด คือ ปีที่ t-2 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 10.55 รองลงมา คือ ปีที่ t-1 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 5.69 ค่าเฉลี่ย ROE ต่ำที่สุด คือ ปีที่ t+1 มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 3.20

โดยเมื่อเทียบ t-2 กับ t-1 จะเห็นได้ว่าบริษัทคู่เหมือนมี ROE ที่ลดลงจากร้อยละ 10.55 เป็นร้อยละ 5.69 ทำให้เห็นว่าไม่มีการผลักดัน ROE แต่อย่างใด อย่างไรก็ตาม ROE ปรับตัวลดลงในปีที่บริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ได้ทำการจำหน่ายหุ้น และลดลงต่ำสุดในปีถัดมา รวมทั้ง ROE ดีขึ้นในปีที่ t+2 จะเห็นได้ว่าช่วงหลังจากที่บริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ได้ทำการจำหน่ายหุ้น สถานการณ์ของบริษัทคู่เหมือนจะเหมือนกับของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP โดยอาจสันนิษฐานได้ว่าเป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่ม Sector เดียวกันผู้ถือหุ้นจึงมีการมองภาพที่คล้ายกัน

ตารางที่ 9: ค่าสถิติเชิงพรรณนาของผลการดำเนินงานทางตลาดจากผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้น (BHAR) ภายหลังการจำหน่ายหุ้นแบบเฉพาะเจาะจงตั้งแต่ปี ที่ t+1 ถึงปีที่ t+2

(n = 88)

รายละเอียด	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
BHARt+1	-1.5048	7.0611	0.0475	1.0621
BHARt+2	-1.4403	9.4886	0.0389	1.1872

หมายเหตุ: BHARt+1, BHARt+2 หมายถึง BHAR ปีที่ 1, 2 ภายหลังปีที่จำหน่ายหุ้นตามลำดับ

จากตารางที่ 9 แสดงให้ค่าสถิติเชิงพรรณนาของ BHAR ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ในระหว่างปีที่ t+1 ถึงปีที่ t+2 จำนวน 88 บริษัท พบว่ามีค่าเฉลี่ยลดลงจาก 0.0475 ในปี t+1 เป็น 0.0389 ในปี t+2

ตารางที่ 10: ค่าสถิติเชิงพรรณนาของผลการดำเนินงานทางตลาดบริษัทคู่เหมือนตั้งแต่ปี t+1 ถึงปีที่ t+2

(n = 88)

รายละเอียด	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
BHARt+1	-1.3079	2.1164	0.0687	0.4849
BHARt+2	-1.1163	8.3002	0.2400	1.2765

จากตารางที่ 10 แสดงให้ค่าสถิติเชิงพรรณนาของ BHAR ของบริษัทคู่เหมือนในระหว่างปีที่ t+1 ถึงปีที่ t+2 จำนวน 88 บริษัท พบว่ามีค่าเฉลี่ยเพิ่มขึ้นจาก 0.0687 ในปี t+1 เป็น 0.2400 ในปี t+2

ตารางที่ 11: ค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรควบคุมที่ใช้ในสถิติเชิงอนุมาณ

(n = 176)

รายละเอียด	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน
DEt	0.02	189.49	2.2906	14.2710
DEt+1	0.03	234.59	3.1152	18.9876
ln_MVt	11.4721	19.8395	14.5761	1.7118
ln_MVt+1	11.4721	19.7485	14.7636	1.7507
BtoMt	0.0153	4.3021	0.9869	0.7329
BtoMt+1	0.0230	6.5753	0.9576	0.8221

จากตารางที่ 11 แสดงให้ค่าสถิติเชิงพรรณนาของ D/E ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP และบริษัทคู่เหมือนในระหว่างปีที่ t ถึงปีที่ t+1 รวมจำนวน 176 บริษัท พบว่ามีค่าเฉลี่ยเพิ่มขึ้นจาก 2.2906 ในปี t เป็น 3.1152 ในปี t+1 และค่าสถิติเชิงพรรณนาของ ln MV ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP และบริษัทคู่เหมือนในระหว่างปีที่ t ถึงปีที่ t+1 รวมจำนวน 176 บริษัท พบว่ามีค่าเฉลี่ยเพิ่มขึ้นจาก 14.5761 ในปี t เป็น 14.7636 ในปี t+1

อย่างไรก็ตาม ค่าสถิติเชิงพรรณนาของ BtoM ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP และบริษัทคู่เหมือน ในช่วงปี t ถึงปี $t+1$ รวมจำนวน 176 บริษัท พบว่ามีค่าเฉลี่ยลดลงจาก 0.9869 ในปี t เป็น 0.9576 ในปี $t+1$

ส่วนที่ 2 การทดสอบความแตกต่างของผลการดำเนินงานของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ก่อนและหลังออกหุ้นเพิ่มทุน

ผลการทดสอบค่ามัธยฐานของผลการดำเนินงานของกลุ่มตัวอย่างโดยใช้ Wilcoxon Matched-Pairs Signed Rank Tests โดยจะกำหนดระดับนัยสำคัญที่ใช้ในการทดสอบ (ค่า Significant) ไว้ที่ 0.05 หรือที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ซึ่งเป็นแบบ 2-tailed มีดังนี้

ตารางที่ 12: การทดสอบความแตกต่างของ ROE ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ก่อน และหลังออกหุ้นเพิ่มทุน

ตัวแปร	ปีที่ 0 - ปีที่ (-2)	ปีที่ +2 - ปีที่ 0
ROE	-.724	-.562
Asymp. Sig. (2-tailed)	.469	.574

จากตารางที่ 12 พบว่าค่ามัธยฐานของ ROE ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ใน 2 ปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน ปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน และ 2 ปีหลังออกหุ้นเพิ่มทุนไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

ตารางที่ 13: การทดสอบความแตกต่างของมาตรวัดทางการตลาด (Tobin's q) ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ก่อนและหลังออกหุ้นเพิ่มทุน

ตัวแปร	ปีที่ 0 - ปีที่ (-2)	ปีที่ +2 - ปีที่ 0
Tobin's q	-3.130	-1.337
Asymp. Sig. (2-tailed)	.002	.181

จากตารางที่ 13 พบว่าค่ามัธยฐานของ Tobin's q ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ใน 2 ปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน กับปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่ค่ามัธยฐานของ Tobin's q ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ในปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน และ 2 ปีหลังออกหุ้นเพิ่มทุนไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

การทดสอบความแตกต่างของผลการดำเนินงานของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ก่อนและบริษัทคู่เหมือน

ตารางที่ 14: การทดสอบความแตกต่างของ ROE และ Tobin's q ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP และบริษัทคู่เหมือนเทียบในแต่ละปีตั้งแต่ t-2 ถึง t+2

ตัวแปร	ปีที่ -2	ปีที่ -1	ปีที่ 0	ปีที่ +1	ปีที่ +2
ผลต่างของ ROE	-5.124	-2.438	-2.863	-3.645	-3.354
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000	.015	.004	.000	.001
ผลต่างของ Tobin's q	-.652	-2.582	-3.266	-1.918	-.773
Asymp. Sig. (2-tailed)	.514	.010	.001	.055	.440

จากตารางที่ 14 พบว่า ROE ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP และบริษัทคู่เหมือน มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญในทุกปีที่ทำการศึกษา ในขณะที่ Tobin's q พบว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญเฉพาะในปีที่ t-1 และปีที่ t เท่านั้น

ส่วนที่ 3 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น(ROE) ตัวแปรควบคุม และผลการดำเนินงานทางตลาดจากผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้น (BHAR) ในส่วนนี้จะทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ROE ตัวแปรควบคุม และ BHAR โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ตัวแปรควบคุมวัดโดยใช้ตัวแปรหุ่นบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP (PP Firm) ค่าลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาด (ln_MV) มูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (BtoM) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) จำนวนหุ้นที่จัดสรร (No. of Shares) ราคาที่จัดสรร (Price/Market Price) ลักษณะของ PP (Company, People) และปีที่จำหน่ายหุ้น (Year) โดยในการทดสอบความถดถอยเชิงพหุนี้จะทดสอบทั้งในบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP และบริษัทคู่เหมือนพร้อมกัน จำนวนรวมทั้งสิ้น 176 ตัวอย่างโดยผลการทดสอบเป็นดังนี้

ตารางที่ 15: ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ROE ตัวแปรควบคุม และ BHAR

ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม : ผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้นภายหลังที่ จำหน่ายหุ้น (BHAR)			
	BHARt+1		BHARt+2	
	ค่าสัมประสิทธิ์	p-value	ค่าสัมประสิทธิ์	p-value
C	0.6596	0.2357	0.0619	0.9171
ROEt-2	0.0026	0.4252	-0.0025	0.4707
ROEt-1	-0.0070	0.0110*	0.0024	0.4091
ROEt	0.0057	0.0205*	-0.0016	0.5342
PP Firm	-0.7147	0.0484*	0.0507	0.8954
ln_MV	-0.0263	0.4530	0.0038	0.9191
BtoM	-0.0572	0.5247	-0.0033	0.9729
D/E	-0.0359	0.2917	0.0116	0.7495
Price/ Market Price	0.6982	0.0137*	-0.3785	0.2087
PP_Company	-0.0158	0.9531	0.1233	0.6686
PP_People	0.0355	0.8965	0.0349	0.9053
Time to allot shares	-0.0149	0.8199	0.0156	0.8238
Number of Shares	0.0000	0.6774	-0.0000	0.4000
Year_2550	0.1916	0.3674	-0.0958	0.6740
Year_2551	-0.1325	0.4769	-0.0248	0.9011
Year_2552	-0.2992	0.1857	-0.3928	0.1060
Year_2553	-0.2413	0.1353	-0.2307	0.1828
Year_2554	-0.0044	0.9767	0.0466	0.7710
Year_2555	-0.2568	0.0605	0.0190	0.8962
Sample		143		143
R2		0.2045		0.0979
Adjusted R2		0.0890		-0.0331
p-value		0.0361		0.7560

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

จากตารางที่ 15 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ROE ตัวแปรควบคุม และ BHAR ปีที่ $t+1$ และปีที่ $t+2$ พบว่าในปีที่ $t+1$ นั้นตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้นภายหลังที่จำหน่ายหุ้น 1 ปี ($BHAR_{t+1}$) ประกอบด้วยอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นปีก่อนหน้าที่ยังจำหน่ายหุ้น (ROE_{t-1}) และปีที่จำหน่ายหุ้น (ROE_t) โดยค่าสัมประสิทธิ์มีเครื่องหมายที่แตกต่างกัน ROE_{t-1} อาจโดนผลักดันทำให้เกิดความผิดปกติ เพื่อให้ความจำเป็นหรือเพื่อให้เกิดโอกาสที่ดีในการจำหน่ายหุ้นแบบ PP ซึ่งสะท้อนกับ $BHAR_{t+1}$ ในทางตรงกันข้าม ส่วน ROE_t จะสะท้อนไปในทิศทางเดียวกัน จากการเข้าสู่ภาวะปกติและผลกระทบจากการออกหุ้นแบบ PP

ในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่าตัวแปรสองตัวที่มีความสัมพันธ์กับ $BHAR_{t+1}$ ประกอบด้วยตัวแปรหุ้นบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP โดยค่าสัมประสิทธิ์มีค่าเป็นลบซึ่งเนื่องมาจากบริษัทที่ออกหุ้นแบบ PP จะทำให้เกิด $BHAR_{t+1}$ ในทางตรงกันข้ามได้ และราคาที่จัดสรรที่เทียบเป็นร้อยละต่อราคาตลาด (7 วันทำการก่อนเสนอขายหุ้น) โดยค่าสัมประสิทธิ์มีค่าเป็นบวก เนื่องจากราคาตลาดที่ผู้ซื้อหุ้นแบบ PP จะได้รับนั้นเป็นการดู Price dilution ที่เกิดขึ้น หากเป็นการจัดสรรที่ราคาต่ำกว่าตลาดผู้ถือหุ้นเดิมก็จะเกิดการ dilute มากกว่าที่จัดสรรในราคาตลาดดังนั้น จึงสอดคล้องกันว่าหากมีการจัดสรรที่ราคาตลาด $BHAR_{t+1}$ จะเป็นบวก หรือจัดสรรต่ำกว่าราคาตลาด $BHAR_{t+1}$ จะเป็นลบ

ส่วนในช่วงเวลาที่ $t+2$ ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง ROE ตัวแปรควบคุม และผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้นภายหลังที่จำหน่ายหุ้น 2 ปี ($BHAR_{t+2}$) อย่างไรก็ตามสำหรับในช่วงเวลา $t+2$ เมื่อมีการเปลี่ยนตัวแปรควบคุมจาก DE_t เป็น DE_{t+1} , $lnMV_t$ เป็น $lnMV_{t+1}$ และ $BtoMt$ เป็น $BtoMt+1$ จะได้ค่าตามตารางด้านล่าง

ตารางที่ 16: ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ROE ตัวแปรควบคุม และผลการดำเนินงานทางตลาดจากผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้นภายหลังที่จำหน่ายหุ้น 2 ปี (BHARt+2) (เปลี่ยนตัวแปรควบคุมจาก DEt เป็น DEt+1, lnMVt เป็น lnMVt+1 และ BtoMt เป็น BtoMt+1)

ตัวแปรอิสระ	ตัวแปรตาม : BHARt+2	
	ค่าสัมประสิทธิ์	p-value
C	-0.1848	0.7524
ROEt-2	-0.0032	0.3630
ROEt-1	0.0011	0.7088
ROEt	-0.0049	0.0631
PP Firm	-0.6778	0.0060*
ln_MV t+1	0.0353	0.3344
BtoM t+1	-0.2423	0.0177*
D/E t+1	-0.0180	0.6237
Price/Market Price	0.1211	0.0003*
PP_Company	0.2190	0.3732
PP_People	0.2396	0.3118
Time to allot shares	-0.0010	0.9899
Number of Shares	0.0000	0.8656
Year_2550	0.1651	0.5362
Year_2551	0.2265	0.2325
Year_2552	-0.3163	0.1549
Year_2553	-0.0855	0.6385
Year_2554	0.2823	0.0747
Year_2555	0.1855	0.2269
Sample		152
R2		0.2643
Adjusted R2		0.1647
p-value		0.0008

หมายเหตุ: * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

พบว่าตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้นภายหลังที่จำหน่ายหุ้น 2 ปี ($BHAR_{t+2}$) ประกอบด้วยตัวแปรหุ่นบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP โดยค่าสัมประสิทธิ์มีค่าเป็นลบ, ราคาที่จัดสรรที่เทียบเป็นร้อยละต่อราคาตลาด โดยค่าสัมประสิทธิ์มีค่าเป็นบวก เช่นเดียว กับความสัมพันธ์กับ $BHAR_{t+1}$ ที่กล่าวไปแล้วข้างต้น นอกจากนี้ยังพบว่า $BtoM$ มีความสัมพันธ์กับ $BHAR_{t+2}$ โดยค่าสัมประสิทธิ์มีค่าเป็นลบ เนื่องจากอาจจะมองได้ว่าเมื่อภายหลังการจำหน่ายหุ้นแบบ PP 1 ปี $BtoM$ จะเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งสะท้อนมาจากการจำหน่ายหุ้นแบบ PP และเมื่อผู้ลงทุนได้พบความเปลี่ยนแปลงนั้น ก็จะทำให้เกิดผลกระทบต่อ $BHAR_{t+2}$ ในทางตรงกันข้ามนั่นเอง

6. สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ (conclusion and suggestion)

สรุปผลการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP และบริษัท คู่เหมือน โดยที่ผลการดำเนินงานแบ่งออกเป็นผลการดำเนินงานทางบัญชี ได้แก่ มาตรการวัดทางการเงิน (Tobin's q) อัตราส่วนทางการเงินต่างๆ และผลการดำเนินงานทางตลาดวัดโดยผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้น ($BHAR$) โดยประชากรที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ บริษัทจดทะเบียนใน SET และ mai ที่ได้จัดสรรหุ้นให้กับ PP ในช่วงปี พ.ศ. 2550-2556 รวมจำนวน 88 บริษัท และบริษัท คู่เหมือน รวมทั้งหมด 176 บริษัท

ผลการวิจัยในส่วนของสถิติพรรณนาบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP มี Tobin's q ที่ลดลงหลังจากจำหน่ายหุ้นตรงกันข้ามกับบริษัทคู่เหมือนที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น, มีมูลค่าตลาด และมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด ($BtoM$) เพิ่มขึ้น แต่บริษัทคู่เหมือนแม้จะมีการเพิ่มขึ้นของ $ln MV$ เช่นเดียวกัน แต่ $BtoM$ กลับปรับตัวลดลง, มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) เพิ่มขึ้นตั้งแต่ปีที่จำหน่ายหุ้นตรงกันข้ามกับบริษัทคู่เหมือน

ในส่วนของอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (ROE) บริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP มีแนวโน้มที่จะทำให้ ROE สูงขึ้นในช่วง 1 ปีก่อนปีที่จำหน่ายหุ้น โดยปีที่จำหน่ายหุ้น ROE จะลดลงอย่างเห็นได้ชัด ต่อมา 1 ปีหลังจำหน่ายหุ้นจะมี ROE ต่ำที่สุด และ ROE จะเริ่มกลับสู่ระดับปกติอีกครั้งในช่วง 2 ปีหลังจำหน่ายหุ้น เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทคู่เหมือนจะไม่พบว่ามีผลการผลักดัน ROE ในช่วง 1 ปีก่อนปีที่จำหน่ายหุ้น แต่อย่างไรก็ดี แนวโน้ม ROE ของบริษัทคู่เหมือนช่วงหลังจากที่บริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ได้ทำการจำหน่ายหุ้นจะเหมือนกับของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP และในส่วนของ $BHAR$ ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP พบว่ามีค่าเฉลี่ยลดลงจาก 1 ปีหลังจำหน่ายหุ้นจนถึง 2 ปีหลังจำหน่ายหุ้น ซึ่งในด้านของบริษัทคู่เหมือนพบว่ามีผลตรงกันข้าม คือ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ ผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยของ Spiess and Grave (1995), Loughran and Ritter (1995,1997), Cai and Loughran (1998), Hertz et al. (2002), Lertsupongkit (2002) และ Ngamwutikul (2002) แต่แตกต่างกับของ Healy and Palepu (1990) และ Lin et al. (2013)

ผลการวิจัยในส่วนของสถิติเชิงอนุมาณพบว่าค่ามัธยฐานของ ROE ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ใน 2 ปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน ปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน และ 2 ปีหลังออกหุ้นเพิ่มทุนไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่าค่ามัธยฐานของ Tobin's q ของบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP ใน 2 ปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน กับปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่ค่ามัธยฐานของปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน และ 2 ปีหลังออกหุ้นเพิ่มทุนไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ รวมทั้ง ผลการทดสอบค่ามัธยฐาน ROE ของที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP กับบริษัทคู่เหมือน พบว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญในทุกปีที่ทำการศึกษา ในขณะที่ Tobin's q พบว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ เฉพาะ 1 ปีก่อนจำหน่ายหุ้น และปีที่จำหน่ายหุ้นเท่านั้น ซึ่งแตกต่างกับ Rajsirongsri (2011)

ทั้งนี้ ผลการศึกษาความสัมพันธ์ด้วยวิธีการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ พบว่าในตัวแปรอิสระที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนผิดปกติจากการซื้อและถือครองหุ้นภายหลังที่จำหน่ายหุ้น 1 ปี ($BHAR_{t+1}$) ประกอบด้วยอัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้นปีก่อนหน้าที่ยังจำหน่ายหุ้น (ROE_{t-1}) และปีที่จำหน่ายหุ้น (ROE_t) โดย ROE_{t-1} อาจโดนผลักดันทำให้เกิดความผิดปกติ เพื่อให้ความจำเป็นหรือเพื่อให้เกิดโอกาสที่ดีในการจำหน่ายหุ้นแบบ PP ซึ่งสะท้อนกับ $BHAR_{t+1}$ ในทางตรงกันข้าม ส่วน ROE_t จะสะท้อนไปในทิศทางเดียวกันจากการเข้าสู่ภาวะปกติและจากการได้รับผลกระทบจากการออกหุ้นแบบ PP ในส่วนของตัวแปรควบคุมพบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับ $BHAR_{t+1}$ ได้แก่ บริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP และราคาการจัดสรรที่เทียบเป็นร้อยละต่อราคาตลาด

ส่วนในช่วงเวลาที่ $t+2$ เมื่อเปลี่ยนตัวแปรควบคุมจาก DE_t เป็น DE_{t+1} , $lnMV_t$ เป็น $lnMV_{t+1}$ และ $BtoM_t$ เป็น $BtoM_{t+1}$ พบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับ $BHAR_{t+2}$ ประกอบด้วยตัวแปรหุ้นบริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบ PP, ราคาการจัดสรรที่เทียบเป็นร้อยละต่อราคาตลาด เช่นเดียวกับความสัมพันธ์กับ $BHAR_{t+1}$ นอกจากนี้ยังพบว่า $BtoM$ มีความสัมพันธ์กับ $BHAR_{t+2}$ โดยอาจจะมองได้ว่าเมื่อภายหลังการจำหน่ายหุ้นแบบ PP 1 ปี มูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดจะเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งสะท้อนมาจากการจำหน่ายหุ้นแบบ PP และเมื่อผู้ลงทุนได้พบความเปลี่ยนแปลงนั้น ก็จะทำให้เกิด $BHAR$ ในปีถัดไป หรือปีที่ 2 หลังจำหน่ายหุ้นนั่นเอง

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากงานวิจัยครั้งนี้ ไม่ได้ศึกษาถึงปัจจัยที่ทำให้ความสามารถในการทำกำไรหรืออัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้น ก่อนปีที่จำหน่ายหุ้น ดังนั้น ในการวิจัยครั้งต่อไป ผู้วิจัยสามารถศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับปัจจัย หรือสาเหตุที่ทำให้บริษัทที่จำหน่ายหุ้นแบบเฉพาะเจาะจงมีความสามารถในการทำกำไรหรืออัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นได้

บรรณานุกรม

- Asquith, P., & Mullins, J. D. W. (1986). Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 61-89.
- Cai, J., & Loughran, T. (1998). The performance of Japanese seasoned equity offerings, 1971–1992. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6(5), 395-425.
- Chen, A. S., Cheng, L. Y., Cheng, K. F., & Chih, S. W. (2010). Earnings management, market discounts and the performance of private equity placements. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1922–1932.
- Chou, D. W., Gombola, M., & Liu, F. Y. (2009). Long-run underperformance following private equity placement: The role of growth opportunities. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(3), 1113-1128.
- Chou, D.W., Gombola, M., & Liu, F.Y. (2010). Earnings management and long-run stock performance following private equity placements. *Review Quantitative Finance Accounting*, 34(2), 225–245.
- Chung, K. H., & Pruitt S. W. (1994). *A Simple Approximation of Tobin's Q*. *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- Folta, T. B., & Janney, J. J. (2004). Strategic benefits to firms issuing private equity placements. *Strategic Management Journal*, 25(3), 223-242.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (1990). Earnings and risk changes surrounding primary stock offers. *Journal of Accounting Research*, 28(1), 25-48.
- Hertzel, M., Lemmon, M., Linck, J. S., & Rees, L. (2002). Long-Run Performance following Private Placements of Equity. *The Journal of Finance*, 57(6), 2595-2617
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (1995). The New Issues Puzzle. *Journal of Finance*, 50(1), 23-51.
- Lertsupongkit, P. (2002). *Thai Stock Market's Reaction to equity offering announcements*. [Independent Study], Thammasat University, Retrieved from http://www.mif.bus.tu.ac.th/abstract_main.php?p=in
- Lin, W. C., Chang, S. C., Chen, S. S., & Liao, T. L. (2013). The over-optimism of financial analysts and the long-run performance of firms following private placements of equity. *Finance Research Letters*, 10(2), 82–92.

- Ngamwutikul, A. (2002). *Operating Performance in Seasoned Equity Offering Firms: Evidence from Thailand* [Independent Study], Thammasat University. Retrieved from http://www.mif.bus.tu.ac.th/abstract_main.php?p=in
- Spiess, D. K., & Grave, J. A. (1995). Underperformance in long-run stock returns following seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 38(3), 243-267.
- Shiu, C.Y., & Wei, H. S. (2013). Do Private Placements Turn Around Firms? Evidence from Taiwan. *Financial Management*, 42(4), 875-899.
- Yang, Y., & Zhou, Y. (2021). *The impact of private placement on the business performance of listed companies -- an empirical study based on factor analysis*. Proceeding 2021 International Conference on Education Technology and E-Business Management (ETEM 2021). Retrieved from <https://www.clausiuspress.com/conferences/AETP/ETEM%202021/Y0347.pdf>
- ปัทมา คุณสิงห์. (2556). *การจัดการกำไรและผลการดำเนินงานภายหลังการจำหน่ายหุ้นแบบเฉพาะเจาะจงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* [วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์]. สืบค้นได้จาก <https://dric.nrct.go.th/Search/SearchDetail/271892>.
- นนทชัย ราชศิริสังศรี. (2554). *การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน (SEO) กับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน* [การศึกษาอิสระปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์]. สืบค้นได้จาก https://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:121983.