

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน
โดยวัดจากอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม กระแสเงินสด
จากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม และอัตรากำไรสุทธิของยอดขายรวม



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

รายงานการศึกษาอิสระ

เรื่อง

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน
โดยวัดจากอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม กระแสเงินสด
จากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม และอัตรากำไรสุทธิของยอดขายรวม

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 18 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558

นางสาววรรณ ศฤงคารศิริ

ผู้วิจัย

ปิยภัทร ชาระวานิช,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษา

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร์โคติกา,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบ

รองศาสตราจารย์อรรณพ ต้นละมัย, Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

นริรัตน์ เตชพิรุณทอง,

Ph.D.

กรรมการสอบ

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยวัดจากอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม และอัตรากำไรสุทธิของยอดขายรวม สำเร็จลุล่วงได้ ด้วยความกรุณาและการสนับสนุนที่ดีจาก ดร. ปิยภัทร ธาระวานิช อาจารย์ที่ปรึกษาในสารนิพนธ์เล่มนี้ ที่ได้ให้คำปรึกษาและข้อเสนอแนะทั้งทางด้านวิชาการและให้ความช่วยเหลือในการตรวจสอบแก้ไขเนื้อหา ตลอดจนช่วยกำกับดูแลกระบวนการจัดทำการศึกษาฉบับนี้ ให้สำเร็จตามกำหนดเวลา ทั้งนี้ ยังมีรองศาสตราจารย์ ดร. ธาตรี จันทร์ โคลิกา ที่ได้ให้คำแนะนำในส่วนของเนื้อหาและการทดสอบแบบจำลองต่างๆ ซึ่งผู้วิจัยขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ และให้คำปรึกษาตลอดระยะเวลาการศึกษาของผู้วิจัย

ผู้วิจัยขอขอบคุณบิดา มารดา พี่น้อง ผู้บังคับบัญชา และเพื่อนๆ ที่ช่วยเหลือสนับสนุนและให้กำลังใจผู้วิจัยมาโดยตลอด สุดท้ายนี้ ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า สารนิพนธ์เล่มนี้ จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจไม่มากนักน้อย และเป็นแนวทางต่อผู้ที่ จะทำการศึกษาเรื่องที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติมต่อไปในอนาคต หากสารนิพนธ์เล่มนี้ มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขออภัยไว้และขออภัยมา ณ ที่นี้

วรพรรณ ศฤงคารศิริ

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยวัดจากอัตราส่วน
กำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม
และอัตรการเติบโตของยอดขายรวม

THE OPERATING PERFORMANCE OF FIRMS CONDUCTING SEASONED EQUITY
OFFERINGS (SEO) IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND (SET) MEASURED BY
EBIT/TOTAL SALES OPERATING CASH FLOW/TOTAL SALES AND GROWTH OF
TOTAL SALES

วรพรรณ ศฤงคารศิริ 5650155

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ : ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร โคลิกา,
Ph.D., นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D

บทคัดย่อ

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานระยะยาวของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกรณีที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยเปรียบเทียบกับบริษัทเทียบเคียงที่ไม่มี
การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยการเลือกบริษัทเทียบเคียงจะใช้ประเภทของอุตสาหกรรม สินทรัพย์รวม และผล
การดำเนินงาน โดยในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทนั้น โดยเลือกใช้ตัววัดผลการดำเนินงานจากอัตราส่วนทาง
การเงิน 3 อัตราส่วน เพื่อวิเคราะห์ถึงผลการดำเนินงานตั้งแต่ก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน 3 ปี จนถึงหลังออกหุ้นเพิ่มทุน 5 ปี
ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงระยะเวลาก่อนการเพิ่มทุน 3 ปี (ปีที่ -3 ถึงปีที่ -1) และหลังการเพิ่มทุน
5 ปี (ปีที่ 1 ถึงปีที่ 5) ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนไม่แตกต่าง
กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลดังกล่าวตรงข้ามกับผลจากงานวิจัยในต่างประเทศที่พบว่า ผลการดำเนินงาน
ภายหลังการเพิ่มทุนของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนต่ำกว่าบริษัทเทียบเคียงที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (Cai &
Loughran, 1998; Hansen & Crutchley, 1990; Loughran & Ritter, 1997) แต่ผลการวิจัยดังกล่าวให้ผลที่สอดคล้อง
กับผลการวิจัยของนนทชัย (2554) แต่งานวิจัยนี้ได้ทำเพิ่มมาตรวัดทางบัญชีในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัท
โดยคำนึงกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และอัตรการเติบโตของยอดขายรวมด้วย เพื่อเป็นการสนับสนุน
ผลการวิจัยดังกล่าวให้ถูกต้องมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ ยังพบอีกว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมี
แนวโน้มดีขึ้นอย่างรวดเร็วในปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน 1 ปี แต่กลับปรับตัวแยกลงอย่างรวดเร็วในปีที่เพิ่มทุน
สะท้อนว่าอาจมีการตกแต่งบัญชีให้สวยงาม (window dressing) เพื่อประโยชน์ในการเพิ่มทุน และผลดังกล่าว
เริ่มหายไปภายหลังการเพิ่มทุนเสร็จ

คำสำคัญ: การออกหุ้นเพิ่มทุน/ ผลการดำเนินงาน/ อัตราส่วนทางการเงิน

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	จ
สารบัญรูปภาพ	ฉ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	3
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	3
2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	4
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	8
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกลุ่มตัวอย่าง	8
3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	11
3.3 ขั้นตอนการศึกษาวิจัย	11
บทที่ 4 ผลการวิจัย	14
4.1 สถิติเชิงพรรณนา	14
4.2 วิธีการทดสอบของสองประชากรแบบจับคู่	23
4.3 การทดสอบความแตกต่างโดยวิธีข้อมูลภาพตัดขวางตามกาลเวลา	24
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย	28
บรรณานุกรม	31
ภาคผนวก	33
ประวัติผู้วิจัย	49

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
3.1	จำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่ออกหุ้นเพิ่มทุน	9
3.2	จำนวนข้อมูลที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในแต่ละอุตสาหกรรมและสัดส่วนจากข้อมูลตัวอย่าง	10
3.3	จำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในแต่ละปีและสัดส่วนจากบริษัทกลุ่มตัวอย่าง	10
3.4	จำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในแต่ละประเภทการเพิ่มทุนและสัดส่วนจากบริษัทกลุ่มตัวอย่าง	10
4.1	สถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลกลุ่มบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนตั้งแต่ปีก่อนเพิ่มทุนระยะเวลา 3 ปี (ปีที่ -3) จนถึงปีที่ 5 หลังจากเพิ่มทุน (ปีที่ 5)	16
4.2	สถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลกลุ่มบริษัทที่เทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนตั้งแต่ปีก่อนเพิ่มทุนระยะเวลา 3 ปี (ปีที่ -3) จนถึงปีที่ 5 หลังจากเพิ่มทุน (ปีที่ 5)	18
4.3	ผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยวิธีทดสอบของสองประชากรแบบจับคู่ (Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests)	25
4.4	การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยวิธีทดสอบของสองประชากรแบบจับคู่ (Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests)	26
4.5	การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน เมื่อเทียบกับปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) โดยวิธีข้อมูลภาพตัดขวางตามกาลเวลา (Panel Data)	27

สารบัญรูปลภาพ

ภาพ		หน้า
4.1	การเปรียบเทียบอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวมระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน	20
4.2	การเปรียบเทียบอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวมระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน	20
4.3	การเปรียบเทียบอัตรากาเรติบ โโตของยอดขายรวมระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน	21
4.4	การเปรียบเทียบยอดขายรวมระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน	21
4.5	การเปรียบเทียบกำไรจากการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน	22
4.6	การเปรียบเทียบกระแสเงินสดจากการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน	22
4.7	การเปรียบเทียบกำไรสุทธิระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน	23

บทที่ 1

บทนำ

เมื่อบริษัทดำเนินกิจการมาได้สักระยะเวลาหนึ่ง อาจเกิดความจำเป็นที่ต้องการใช้เงินลงทุนในการดำเนินงาน การขยายกิจการ หรือการลงทุนในโครงการใหม่ โดยแหล่งของเงินทุนอาจได้มาจากแหล่งเงินทุนภายในบริษัท หรืออาจมาจากแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order) บริษัทจะใช้วิธีการจัดหาเงินทุนโดยเริ่มจากภายในบริษัท หลังจากนั้นจะใช้วิธีการกู้ยืมเงิน และการออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นวิธีสุดท้าย (Myers, 1984) อย่างไรก็ตาม การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนก็เป็นวิธีที่นิยมในการจัดหาเงินทุนสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยค่อนข้างมาก จึงยังเป็นที่น่าสนใจว่าการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นจริงหรือไม่

งานวิจัยในต่างประเทศจำนวนมากได้ศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน พบว่า ผลตอบแทนจากการลงทุน (Stock Price Performance) ลดลงอย่างมีนัยสำคัญหลังจากที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน (Loughran & Ritter, 1997; Kabir and Roosenboom, 2003; Andrikopoulos (2009)) และยังมีอีกหลายงานวิจัยที่ศึกษาถึงผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนในต่างประเทศ พบว่า ผลการดำเนินงานระยะยาว (Operating Performance) ของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนลดลงอย่างมีนัยสำคัญ (Cai & Loughran, 1998; Hansen & Crutchley, 1990; Loughran & Ritter, 1997) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในประเทศไทยส่วนใหญ่จะเป็นงานวิจัยเพื่อศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยเปรียบเทียบผลตอบแทนในช่วงก่อนและหลังจากประกาศเพิ่มทุน และพบว่าได้ผลเช่นเดียวกับในต่างประเทศ คือ การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้ผลตอบแทนของหุ้นในทิศทางลดลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงวันที่ประกาศขึ้นเครื่องหมาย XR (ปานิสรา อ่าวรุ่งเรือง และคณะ, 2554) และผลการศึกษาของ ศุภกิจ ชาวชุนนุม (2548) เกี่ยวกับผลกระทบของการประกาศเพิ่มทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น พบว่า การประกาศเพิ่มทุนโดยออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น เว้นแต่การประกาศเพิ่มทุนของธุรกิจการเงินที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นในเชิงลบ อย่างไรก็ตาม การศึกษาถึงผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ กลับมีอยู่อย่างจำกัด

งานวิจัยฉบับนี้จะให้ข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ว่าดีกว่าหรือด้อยกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนซึ่งอยู่ในตลาดเดียวกัน นอกจากนี้ ผลจากงานวิจัยฉบับนี้ ซึ่งใช้กลุ่มตัวอย่างที่นอกเหนือจากงานวิจัยในประเทศสหรัฐอเมริกาที่เคยมีการทำวิจัยเช่นนี้แล้ว จะเป็นการยืนยันหรือโต้แย้งผลการศึกษางานวิจัยดังกล่าว ว่าสามารถสรุปผลว่าใช้ได้โดยทั่วไปหรือไม่ อีกทั้ง บริบทในประเทศไทยก็มีความแตกต่างกับประเทศสหรัฐอเมริกาและประเทศอื่นๆที่เคยมีการทำงานวิจัยลักษณะเช่นนี้ ในประเด็นต่างๆ เช่น ลักษณะโครงสร้างของการถือหุ้นในบริษัทของประเทศไทยซึ่งมีการถือหุ้นโดยส่วนใหญ่จากบุคคลใดบุคคลหนึ่ง ตระกูลใดตระกูลหนึ่ง และการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทที่มีประสิทธิภาพน้อยกว่าการเปิดเผยข้อมูลในประเทศพัฒนาแล้ว รวมทั้งการใช้ประโยชน์ของข้อมูลจากบุคคลภายในก่อนที่ข้อมูลจะเปิดเผยต่อสาธารณะชนยังมีอยู่ เนื่องจากยังขาดการควบคุมดูแลอย่างจริงจังเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน (Insider trading)

ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงระยะเวลาก่อนการเพิ่มทุน 3 ปี (ปีที่ -3 ถึงปีที่ -1) และหลังการเพิ่มทุน 5 ปี (ปีที่ 1 ถึงปีที่ 5) ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับผลการศึกษาของ นนทชัย (2554) ที่ได้ผลเช่นเดียวกัน แต่อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยดังกล่าวไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศที่พบว่า ผลการดำเนินงานภายหลังการเพิ่มทุนของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแยกว่าบริษัทเทียบเคียงที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (Cai & Loughran, 1998; Hansen & Crutchley, 1990; Loughran & Ritter, 1997)

งานวิจัยนี้ยังพบว่า ในปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีผลการดำเนินงานที่แยกว่าบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน ขณะที่ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน 1 ปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุนและในปีที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีความแตกต่างกันอย่างมากโดยผลการดำเนินงานมีการปรับตัวดีขึ้นอย่างรวดเร็วแล้วจึงปรับตัวแย่ลงในปีที่เพิ่มทุน ในขณะที่ผลการดำเนินงานของบริษัทเทียบเคียงในทั้งสองปีกลับใกล้เคียงกัน สิ่งนี้เป็นข้อบ่งชี้ว่าอาจจะมีการตกแต่งตัวเลขทางบัญชีก่อนการเพิ่มทุน (window dressing)

งานวิจัยฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นห้าส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review), ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ (Data, Variables, and Methodology), ผลการทดสอบ (Results) และสรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ (Conclusion and Suggestion) ตามลำดับ

บทที่ 2

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

2.1.1 ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information)

ความไม่สมมาตรของข้อมูลจะเกิดขึ้นในสถานการณ์ที่ฝ่ายหนึ่งมีข้อมูลมากกว่าอีกฝ่ายหนึ่ง และฝ่ายที่มีข้อมูลมากกว่าอาจจะเอาเปรียบฝ่ายที่ไม่มีข้อมูล หรือฝ่ายที่มีข้อมูลน้อยกว่าได้ (Barkley (2001))

ทฤษฎีนี้สามารถนำมาประยุกต์ในเรื่องการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ว่า การที่ผู้บริหารและนักลงทุนมีข้อมูลของบริษัทที่ไม่เท่าเทียมกัน นักลงทุนจึงมีความเสี่ยงในการลงทุนมากกว่าผู้บริหาร ยกตัวอย่างเช่น ผู้บริหารมีโครงการลงทุนใหม่ ซึ่งคาดว่าจะกระแสนเงินสดและผลประโยชน์ของโครงการนั้นในอนาคตมีความไม่แน่นอนค่อนข้างสูงและมีความเสี่ยงค่อนข้างสูง ผู้บริหารจึงมีนโยบายออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อลดความเสี่ยงของผู้ถือหุ้นเดิมลง และลดความเสี่ยงต่อการล้มละลายของบริษัท ดังนั้น บริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนจึงมีความเป็นไปได้ค่อนข้างสูงที่ผลการดำเนินงานหลังออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะแย่กว่าบริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน

2.1.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

ทฤษฎีนี้เป็นแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ซึ่งอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ (Principals) และตัวแทน (Agents) ในธุรกิจ ตัวการ คือ ผู้ถือหุ้น และตัวแทน คือผู้บริหาร โดยปัญหาที่เกิดขึ้นตามทฤษฎีนี้คือ การที่เป้าหมายและความต้องการของตัวแทนและตัวการไม่สอดคล้องกัน รวมทั้งทัศนคติต่อความเสี่ยงที่ไม่เหมือนกันของตัวการและตัวแทน ทำให้การตอบสนองต่อความเสี่ยง และการกระทำของตัวการและตัวแทนต่างกัน เมื่อผู้ถือหุ้นแต่งตั้งผู้บริหารให้ดำเนินการแทนโดยมอบอำนาจการตัดสินใจให้ผู้บริหารแทนนั้น หากผู้บริหารตัดสินใจและกระทำการโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเป็นหลัก ก็เป็นไปได้ที่จะไม่เป็นไปตามความต้องการหรือผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจึงต้องสร้างระบบการให้ผลตอบแทน หรือระบบ

ควบคุมภายในเพื่อให้สามารถป้องกันการรั่วไหลของผู้บริหารเพื่อประโยชน์ส่วนตน เช่น การให้หุ้นแก่ผู้บริหารและพนักงาน การมีระบบการควบคุมภายในที่ดีป้องกันการทุจริต

McColgan (2001) พบปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน (Agency Problems) หลายประการ ได้แก่ ความขัดแย้งที่เกิดจากผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนบริหารงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เช่น ผู้บริหารเลือกที่จะจัดหาเงินทุนโดยการออกหุ้นเพิ่มทุนแทนการกู้ยืม ถึงแม้ว่าต้นทุนทางการเงินของการออกหุ้นเพิ่มทุนจะสูงกว่าการกู้ยืมตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (Pecking Order Theory) เนื่องจากผู้บริหารต้องการลดการถูกตรวจสอบเพราะผู้ถือหุ้นมีมาตรการการควบคุมและติดตามการดำเนินงานที่น้อยกว่าเจ้าหน้าที่ ซึ่งเป็นประโยชน์สำหรับผู้บริหารในการนำเงินที่ได้จากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนไปใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตนมากกว่าที่จะนำมาลงทุนในกิจกรรมที่สร้างรายได้ให้แก่บริษัท อันส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานของบริษัทลดลงในระยะยาว

2.1.3 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (The Pecking Order Theory)

ทฤษฎีนี้เป็นแนวคิดของ Myer and Majluf (1984) ที่กล่าวว่ากิจการจะจัดหาเงินทุนจากภายในเป็นอันดับแรก รองลงมาคือการกู้ยืม และทางเลือกสุดท้ายคือการออกหุ้นสามัญใหม่ เพราะต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายใน (ถ้าไร้เสสม) ถูกที่สุด และต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากหนี่สินจะต่ำกว่าการออกหุ้นใหม่ โดยทฤษฎีนี้การริเริ่มมาจากทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) โดยผู้บริหารมีความรู้ถึงโครงการในอนาคตของบริษัท ความเสี่ยงและมูลค่าของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก ซึ่งความไม่สมมาตรของข้อมูลจึงมีผลกระทบต่อทางเลือกระหว่างแหล่งเงินทุนภายในและภายนอก และระหว่างการออกหนี่และหุ้นเพิ่มทุน

การตัดสินใจของผู้บริหารในการเลือกวิธีการระดมทุนจึงเป็นสัญญาณ (Signal) ที่ผู้บริหารมองอนาคตของบริษัทว่าดีหรือไม่ คือบริษัทที่มีอนาคตสดใสจะไม่เลือกระดมทุนโดยการจำหน่ายหุ้นสามัญใหม่แต่จะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากหนี่สินแทนเพราะเมื่อบริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้นจาก การโครงการลงทุนใหม่จะมีผลทำให้ราคาหุ้นสามัญสูงขึ้นอย่างรวดเร็วและผู้ซื้อหุ้นสามัญที่ออกใหม่ ก็จะได้รับผลประโยชน์ไปด้วยทำให้ผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นเดิมจะได้น้อยลงในทางตรงกันข้าม ผู้บริหารที่เห็นแนวโน้มในอนาคตไม่สดใส ก็จะเลือกระดมทุนจากการจำหน่ายหุ้นสามัญใหม่แทน ดังนั้น หากผู้บริหารเลือกวิธีจัดหาเงินทุนด้วยวิธีออกจำหน่ายหุ้นสามัญก็มีแนวโน้มที่ผลการดำเนินงานจะลดลงเนื่องจากมีความเสี่ยงและความไม่แน่นอนในอนาคตค่อนข้างสูง

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

ที่ผ่านมาได้มีงานศึกษาเชิงประจักษ์ทั้งในและต่างประเทศหลายงานที่ได้ศึกษาถึงการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยมีการศึกษาในเรื่องต่างๆ เช่น ผลตอบแทนจากการลงทุน (Stock Price Performance) และผลการดำเนินงาน (Operating Performance) ภายหลังจากที่บริษัทที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ซึ่งผู้วิจัยสามารถสรุปผลการศึกษาที่ผ่านมาได้ ดังนี้

2.2.1 การศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนจากการลงทุน (Stock Price Performance) เมื่อมีการประกาศเพิ่มทุน

งานศึกษาวิจัยในกลุ่มนี้ได้ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการเพิ่มทุนและผลตอบแทนจากการลงทุน โดย Loughran and Ritter (1995) ได้ศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นครั้งแรกต่อประชาชน (IPO) หรือออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน (SEO) ในช่วงปีพ.ศ. 1990-1997 โดยเปรียบเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุนที่มีมูลค่าตามราคาตลาดใกล้เคียงกัน ในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นครั้งแรกต่อประชาชนหรือออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทเปรียบเทียบที่ไม่มีมีการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกหรือออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ต่อมาได้มีงานวิจัยของ Pastor-Llorca and Martin-Ugedo (2004) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับราคาหุ้นของบริษัทที่ออกสิทธิเพิ่มทุนในสเปน Kabir and Roosenboom (2003) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับมูลค่าตลาดของหุ้นเมื่อมีการออกหุ้นเพิ่มทุนในทวีปยุโรปและ Cai and Loughran (1998) ได้ทำการศึกษาวิจัยผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงปี ค.ศ. 1971-1992 ซึ่งผลการวิจัยทั้งสามงานพบว่า ได้ผลเช่นเดียวกันกับงานวิจัยของ Loughran and Ritter (1995) คือ ราคาหุ้นของบริษัทที่เพิ่มทุนให้ผลตอบแทนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Underperform) กว่าบริษัทเทียบเคียง

อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยที่ผลการศึกษาคัดแย้งกับผลการวิจัยข้างต้น ได้แก่ งานวิจัยของ Wang, Wei, and Pruitt (2006) ซึ่งทำการศึกษาผลตอบแทนของหุ้นในประเทศจีน พบว่า มีผลตอบแทนผิดปกติเชิงบวก (Positive Abnormal Stock Return) อย่างมีนัยสำคัญประมาณ 4.8% ในวันที่ประกาศออกสิทธิเพิ่มทุน (ex-date) และบริษัทที่ออกสิทธิเพิ่มทุนมีผลตอบแทนของราคาหุ้นที่สูงกว่า (outperform) กลุ่มของบริษัทที่นำมาเทียบเคียงโดยเลือกจากขนาดของบริษัท และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (book-to-market ratio) ซึ่งเป็นทิศทางตรงกันข้ามกับงานวิจัยที่กล่าวมาข้างต้น

สำหรับในประเทศไทย ปาณิสรา อ่าวรุ่งเรือง และคณะ (2554) ได้ทำการศึกษาถึงผลตอบแทนของหุ้นเมื่อมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนพบว่า ให้ผลเช่นเดียวกันกับในต่างประเทศ คือ การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้ผลตอบแทนของหุ้นในทิศทางลดลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงวันที่ประกาศขึ้นเครื่องหมาย XR อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาวิจัยของศุภกิจ ชวชมโนม (2548) เกี่ยวกับผลกระทบของการประกาศเพิ่มทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นให้ผลขัดแย้งกับงานวิจัยของปาณิสรา อ่าวรุ่งเรือง และคณะ (2554) โดยพบว่า การประกาศเพิ่มทุนโดยออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น เว้นแต่การประกาศเพิ่มทุนของธุรกิจการเงินที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นในเชิงลบ จึงสรุปว่าทิศทางของอัตราผลตอบแทนของหุ้นเมื่อมีการประกาศเพิ่มทุนขึ้นอยู่กับแต่ละประเภทอุตสาหกรรมด้วย

2.2.2 การศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานระยะยาว (Operating Performance) เมื่อมีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

งานศึกษาวิจัยในกลุ่มนี้ได้ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการเพิ่มทุนและและผลการดำเนินงานระยะยาว โดย Loughran & Ritter (1997) ได้วิจัยศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (SEO) โดยใช้กลุ่มตัวอย่างการออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทในช่วงปี 1979 – 1989 ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NYSE AMEX และ Nasdaq ซึ่งไม่รวมสถาบันการเงิน จำนวนตัวอย่าง 1,338 ตัวอย่าง เปรียบเทียบกับบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุน พบว่าบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมีอัตราการลดลงของผลการดำเนินงานมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งงานวิจัยของ Kabir and Roosenboom (2003) ได้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานในทวีปยุโรป และงานวิจัยของ Andrikopoulos (2009) ในประเทศอังกฤษ ให้ผลการศึกษาที่สนับสนุนงานวิจัยของ Loughran & Ritter (1997) โดยพบว่า บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีผลการดำเนินงานที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญหลังจากออกสิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งเป็นการสนับสนุนสมมติฐานความไม่สมมาตรของข้อมูล นอกจากนี้การศึกษาวิจัยของ Pastor-Llorca and Martin-Ugedo (2004) ยังให้หลักฐานสนับสนุนผลการวิจัยของ (Loughran & Ritter, 1997) โดยพบว่าในประเทศสเปน บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีกำไรทางบัญชีเพิ่มขึ้นก่อนออกสิทธิ และลดลงตั้งแต่ออกสิทธิถึงหลังออกสิทธิเพิ่มทุน ซึ่ง Cai and Loughran (1998) ได้ทำการศึกษาวิจัยผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงปี ค.ศ. 1971-1992 และ Wang et al. (2006) ซึ่งได้ทำวิจัยในประเทศจีน พบว่าบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าบริษัทเทียบเคียงหลังจากออกหุ้นเพิ่มทุน

สำหรับการศึกษาวิจัยที่ใช้ข้อมูลของบริษัทในประเทศไทย Kim, Kitsabunnarat, and Nofsinger (2004) ได้ทำการศึกษาวิจัยเกี่ยวกับความเป็นเจ้าของและผลการดำเนินงานในประเทศกำลังพัฒนา โดยได้ศึกษาซึ่งใช้ข้อมูลบริษัทในประเทศไทยที่ออกขายหลักทรัพย์ใหม่ พบว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทไทยหลังจากที่ได้ขายหลักทรัพย์ให้กับประชาชน มีผลการดำเนินงานลดลง และมีความรุนแรงของการลดลงของผลการดำเนินงานมากกว่าประเทศสหรัฐอเมริกา อย่างไรก็ตาม

นนทชัย ราชศิริสังศรี (2554) ได้ทำการศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน (SEO) กับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งให้ผลการวิจัยขัดแย้งกับผลการวิจัยในต่างประเทศ โดยพบว่า บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีผลการดำเนินงานโดยใช้มาตรวัดทางบัญชีที่ดีขึ้น และบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนก็มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นเช่นกัน ดังนั้น นนนทชัย ราชศิริสังศรี (2554) จึงสรุปว่า การที่กลุ่มตัวอย่างมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ไม่น่าจะเป็นผลมาจากการออกหุ้นเพิ่มทุน

วิธีการคัดเลือกบริษัทเทียบเคียง มาตรวัดผลการดำเนินงาน วิธีการทดสอบทางสถิติของงานวิจัยดังกล่าวข้างต้น ได้ถูกสรุปไว้ในภาคผนวก ตารางที่ 3 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน

บทที่ 3

วิธีการวิจัย

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกลุ่มตัวอย่าง (Data and Sample)

การศึกษาวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ซึ่งจัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยใช้ข้อมูลการเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในช่วงปี พ.ศ. 2547 -2551 ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน เช่น กลุ่มธนาคาร, กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ และกลุ่มประกันภัย ประกันชีวิต กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานตามงานของ Loughran and Ritter (1997) เนื่องจาก ลักษณะการดำเนินธุรกิจรูปแบบการบริหารงาน ระเบียบข้อบังคับที่แตกต่างไปจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น จึงทำให้อัตราส่วนทางการเงิน มีความแตกต่างกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ และไม่รวมกลุ่มธุรกิจขนาดกลางเนื่องจากข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้มีการจัดประเภทอุตสาหกรรมของธุรกิจขนาดกลางไว้ ดังนั้น หากนำบริษัทกลุ่มนี้มาทำการวิจัย อาจส่งผลให้การเลือกบริษัทเทียบเคียงตลาดเคลื่อนได้ งานวิจัยนี้จะเลือกการเพิ่มทุนที่มาจาก 3 ประเภท คือ การเพิ่มทุนชนิดเฉพาะเจาะจง (Private Placement หรือ PP) การออกหุ้นใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (Right offering หรือ RO) การขายหุ้นเพิ่มทุนใหม่แก่สาธารณชนทั่วไป (Public offering หรือ PO) เนื่องจากการเพิ่มทุน 3 ประเภทดังกล่าวเป็นการเพิ่มทุนเพื่อนำไปลงทุนในกิจการ โดยการเพิ่มทุนของบริษัทที่เลือกมาเป็นกลุ่มตัวอย่างนั้น ต้องไม่มีการเพิ่มทุนมาก่อนหน้านั้น 3 ปี (Barber & Lyon, 1996) (Barber & Lyon, 1996) และเมื่อการเพิ่มทุนของบริษัทใดเข้ามาเป็นกลุ่มตัวอย่างแล้วนั้น การเพิ่มทุนครั้งต่อไป จะไม่นำมารวมเป็นกลุ่มตัวอย่างอีก หากการเพิ่มทุนครั้งต่อไปยังอยู่ภายใน 5 ปี

งานวิจัยนี้จะศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการเพิ่มทุน โดยเปรียบเทียบกับบริษัทที่ไม่มีการเพิ่มทุน ซึ่งจะทำการศึกษาผลการดำเนินงานก่อนเพิ่มทุนเป็นระยะเวลา 3 ปี และหลังเพิ่มทุนเป็นระยะเวลา 5 ปี เพื่อศึกษาถึงความเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานของบริษัทกลุ่มตัวอย่างและบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบ ดังนั้น หากบริษัทใดที่เข้ามาอยู่ในกลุ่มตัวอย่างแล้วมีงบการเงินย้อนหลังก่อนเพิ่มทุนไม่ถึง 3 ปี หรือ มีงบการเงินถัดจากปีที่เพิ่มทุนไม่ถึง 5 ปี เนื่องจากบริษัทออกจากตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่ว่าจะด้วยการเลิกกิจการ หรือออกจากความเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ อีกต่อไป จะไม่นำมารวมในกลุ่มตัวอย่าง งานวิจัยนี้จึงใช้ข้อมูลบ

การเงินของบริษัทที่การออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเปรียบเทียบ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 – 2556 ซึ่งเป็นข้อมูลเท่าที่สามารถหาข้อมูลได้ล่าสุดในขณะที่ทำงานวิจัย

ตารางที่ 3.1 จำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่ออกหุ้นเพิ่มทุน

กลุ่มตัวอย่าง	จำนวนข้อมูล
บริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนทุกประเภททั้งหมดในช่วงปี พ.ศ.2547-2551	1,854
หัก บริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนที่ไม่ได้จ่ายเป็นเงินสด (CA,CR,XC,XD,XE)	1,375
หัก บริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนภายหลังภายใน 5 ปี (จึงตัดการเพิ่มทุนภายหลังออก)	291
หัก บริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน (ธนาคาร, ประกัน, เงินทุน)	21
หัก บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง	11
หัก บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานในปีที่มีการเพิ่มทุน	21
หัก บริษัทที่ออกจากตลาดหลักทรัพย์ภายใน 5 ปีหลังจากออกหุ้นเพิ่มทุน (Delisted)	24
หัก บริษัทที่มีการเพิ่มทุนมาก่อนถูกเลือกเข้าในกลุ่มตัวอย่าง 3 ปี	32
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	41
จำนวนข้อมูลที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง	38

หมายเหตุ: CA หมายถึง การจดทะเบียนเพิ่มทุน

CR หมายถึง การจดทะเบียนลดทุน

XC หมายถึง การแปลงสภาพจากหุ้นคู่แปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ

XD หมายถึง การจ่ายปันผลเป็นหุ้น

XE หมายถึง การใช้ใบแสดงสิทธิในการซื้อหุ้นสามัญ

ตารางที่ 3.2 จำนวนข้อมูลที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในแต่ละอุตสาหกรรมและสัดส่วนจากข้อมูลตัวอย่าง

กลุ่มอุตสาหกรรม	จำนวนข้อมูล	สัดส่วนจากข้อมูลตัวอย่าง (%)
1. เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	5	13.16%
2. สินค้าอุปโภคบริโภค	3	7.89%
3. สินค้าอุตสาหกรรม	2	5.26%
4. อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	12	31.58%
5. ทรัพยากร	1	2.63%
6. บริการ	10	26.32%
7. เทคโนโลยี	5	13.16%
รวม	38	100%

ตารางที่ 3.3 จำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในแต่ละปีและสัดส่วนจากบริษัทกลุ่มตัวอย่าง

ปี พ.ศ.	จำนวนบริษัท	สัดส่วนจากข้อมูลตัวอย่าง (%)
2547	8	21.05%
2548	7	18.42%
2549	13	34.22%
2550	7	18.42%
2551	3	7.89%
รวม	38	100%

ตารางที่ 3.4 จำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในแต่ละประเภทการเพิ่มทุนและสัดส่วนจากบริษัทกลุ่มตัวอย่าง

ประเภทการเพิ่มทุน	จำนวนบริษัท	สัดส่วนจากข้อมูลตัวอย่าง (%)
PP	18	47.37%
PO	3	7.90%
RO	17	44.73%

หมายเหตุ: PP คือ การเพิ่มทุนชนิดเฉพาะเจาะจง

PO คือ การขายหุ้นเพิ่มทุนใหม่แก่สาธารณชนทั่วไป

RO คือ การออกหุ้นใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คือ อัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งใช้ทั้งหมด 3 อัตราส่วนประกอบด้วย

1. อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม (EBIT/ Total Sales)
2. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม (Operating Cash Flows / Total Sales)
3. อัตราการเติบโตของยอดขายรวม (Growth of Total Sales)

3.3 ขั้นตอนการศึกษาวิจัย (Methodology)

3.3.1 การเลือกบริษัทเทียบเคียง

เมื่อได้กลุ่มตัวอย่างการเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในช่วงปี พ.ศ. 2547 -2551 แล้ว จะทำการเปรียบเทียบกับบริษัทเทียบเคียงที่ไม่มีออกหุ้นเพิ่มทุนในปีนั้น ก่อนหน้านี้ 3 ปี และหลังจากนี้ 5 ปี (Matching Firm) ซึ่งเป็นการเปรียบเทียบแบบ 1 กลุ่มตัวอย่าง ต่อ 1 บริษัทเทียบเคียง (1:1) โดยเกณฑ์ที่ใช้ในการเทียบเคียง คือ เป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน มีมูลค่าของสินทรัพย์รวมและผลการดำเนินงานในปีที่ออกหุ้นเพิ่มทุนใกล้เคียงกับบริษัทกลุ่มตัวอย่างมากที่สุด โดยวิธีการคัดเลือกบริษัทเทียบเคียงจะพิจารณาจาก 1) กลุ่มอุตสาหกรรม 2) ขนาดของสินทรัพย์ 3) ผลการดำเนินงาน โดยใช้วิธีตาม Loughran and Ritter (1997) ซึ่งบริษัทที่นำมาเทียบเคียงต้องเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ และอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันกับบริษัทกลุ่มตัวอย่าง โดยจะมีขนาดของสินทรัพย์รวมอยู่ระหว่าง ร้อยละ 25 ถึง ร้อยละ 200 ของขนาดสินทรัพย์รวมของบริษัทกลุ่มตัวอย่าง หลังจากนั้น ให้เรียงลำดับตามอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (EBIT/ Average Total Assets) เทียบกับบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน บริษัทใดที่มีผลการดำเนินงานใกล้เคียงกับบริษัทกลุ่มตัวอย่างมากที่สุดก็จะถูกนำมาเป็นบริษัทเทียบเคียง (matching firm)

3.3.2 การทดสอบค่าสถิติของตัวแปร

เมื่อเลือกบริษัทเทียบเคียงแล้ว บริษัทในกลุ่มตัวอย่างและบริษัทเทียบเคียงจะถูกวัดผลการดำเนินงานด้วย อัตราส่วนทางการเงินทั้ง 3 อัตราส่วนดังที่กล่าวมาในข้างต้น ซึ่งข้อมูลอัตราส่วนดังกล่าวได้รวบรวมมาจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ใน SETSMART

ศูนย์ข้อมูลออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อนำมาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่าง บริษัทในกลุ่มตัวอย่าง กับบริษัทที่ใช้เทียบเคียง โดยจะใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) แสดงอัตราส่วนต่างๆ ซึ่งแสดงถึงค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐานของบริษัทที่เพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียง จากนั้นก็จะนำมาทำการทดสอบทางสถิติ เนื่องจากข้อมูลทางบัญชีมีความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ย (Mean) และค่ามัธยฐาน (Median) ค่อนข้างมาก ทำให้ข้อมูลมีความเบ้ (Data Skewness) จึงใช้ค่ามัธยฐานในการทดสอบ และใช้การทดสอบที่ไม่ใช้พารามิเตอร์ (Non-parametric statistical test) โดยวิธี Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests นอกจากนี้ ผู้วิจัยยังได้ทดสอบทางสถิติโดยใช้วิธีวิเคราะห์แบบ Time Fixed-Effect Regression มาร่วมด้วยเพื่อเป็นการยืนยันผลการทดสอบ โดยมีสมมติฐานในการศึกษาดังนี้

Ho: ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการเพิ่มทุนไม่แตกต่างจากผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่มีการเพิ่มทุน

Ha: ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการเพิ่มทุนแตกต่างจากผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่มีการเพิ่มทุน

3.3.3 วิธีทางสถิติ

1. วิธีการทดสอบของสองประชากรแบบจับคู่ (Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests)

การทดสอบ Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests เป็นการทดสอบเกี่ยวกับค่ามัธยฐาน (Median) ซึ่งข้อมูลนั้นจะมีการแจกแจงแบบไม่ปกติ โดยเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มตัวอย่าง 2 กลุ่มตัวอย่างที่เกี่ยวข้องกัน หรือเป็นกลุ่มตัวอย่างที่เปรียบเทียบกัน เพื่อที่จะประเมินว่าค่ามัธยฐานของกลุ่มตัวอย่างแตกต่างกันหรือไม่

การคำนวณค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบ

- สมมติให้มีกลุ่มตัวอย่างขนาด n จำนวน โดยข้อมูลอัตราส่วนของกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีการเพิ่มทุน ให้เป็น X_i และข้อมูลอัตราส่วนของกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ไม่ได้มีการเพิ่มทุน ให้เป็น Y_i ดังนั้น จึงมีคู่ลำดับทั้งหมด n คู่ ได้แก่ (X_i, Y_i) เมื่อ $i = 1, 2, 3, \dots, n$

- กำหนดให้ $D_i = X_i - Y_i$
- หาค่าสัมบูรณ์ของ D_i ($|D_i|$)
- ให้ลำดับที่กับ $|D_i|$ ตามหลักการให้ลำดับที่ของ Wilcoxon (เรียงจากน้อยไปมาก)
- ให้เครื่องหมายบวกลบกับลำดับที่ $|D_i|$ ตามเครื่องหมายของ D_i เดิม
- หาผลรวมของลำดับที่ที่เป็นบวก (แทนด้วย T^+)

- หาผลรวมของลำดับที่เป็นลบ(แทนด้วย T-)
- เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างมีขนาดมากกว่า 15 จึงสามารถยอมรับว่า การแจกแจงของ T+ มีการกระจายตัวเข้าใกล้การแจกแจงแบบปกติ (ฐานันดร อุสัยณี, ธวีรุท จันทรหอม, รุสนี มะดาเยะ, & วรรณิ ปาทาน. (2554)) ดังนั้น จึงสามารถค่าสถิติต่างๆ ได้ตามสูตร ดังนี้

$$\text{Mean} = \mu_{T+} = \frac{n(n+1)}{4}$$

$$\text{Variance} = \sigma_{T+}^2 = \frac{n(n+1)(2n+1)}{24}$$

$$Z = \frac{T+ - \frac{n(n+1)}{4}}{\sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{24}}}$$

ดังนั้น เมื่อได้ค่า Z ก็จะสามารถคำนวณหาความน่าจะเป็น เพื่อทดสอบสมมติฐานได้

2. วิธีการทดสอบแบบข้อมูลภาพตัดขวางตามกาลเวลา (Panel Data)

ข้อมูลภาพตัดขวางตามกาลเวลา (Panel data) เป็นข้อมูลที่ประกอบด้วยอนุกรมเวลาของแต่ละข้อมูลตัดขวางตามเวลา งานวิจัยนี้เลือกใช้วิธี Time Fixed-Effect Regression เพื่อวิเคราะห์ เพราะสามารถควบคุมอิทธิพลเฉพาะตัวที่ไม่แปรตามเวลาได้ โดยใช้ Dummy Variable ของเวลาในโมเดล โดยมีรูปแบบสมการ ดังนี้

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 D_{1it} + \beta_2 D_{2it} + \beta_3 D_{3it} + \beta_4 D_{4it} + \beta_5 D_{5it} + e_{it}$$

Y_{it} คือ ผลต่างระหว่างอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่มีการเพิ่มทุนกับอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่ไม่มีการเพิ่มทุน

D_t คือ ตัวแปรหุ่นของเวลา (Dummy Variable) โดยกำหนดให้ $D_1 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลในปีที่ 1 และ $D_1 = 0$ ถ้าเป็นข้อมูลในปีอื่นๆ ที่ไม่ใช่ปีที่ 1 สำหรับ D_2, D_3, D_4, D_5 จะก็พิจารณาในลักษณะเดียวกันนี้

e_{it} คือค่าความผิดพลาดทางสถิติ ซึ่งมีค่าเฉลี่ยเท่ากับศูนย์

บทที่ 4

ผลการวิจัย

4.1 สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตารางที่ 4.1 และ 4.2 แสดงสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) สะท้อนถึงลักษณะของข้อมูลแต่ละกลุ่ม ทั้งบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุน เมื่อพิจารณาจากอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม (ROS1) และอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม (ROS2) พบว่า บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีแนวโน้มของผลการดำเนินงานที่ลดลงในช่วงระยะเวลา 3 ปี ก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ -3) จนถึงปีที่เพิ่มทุน (ปีที่ 0) และเพิ่มขึ้นภายหลังจากการเพิ่มทุน โดยพิจารณาจากค่ามัธยฐาน (เนื่องจากค่าเฉลี่ยมีความผันผวนค่อนข้างสูง จึงใช้ค่ามัธยฐานในการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา) เช่น ค่ามัธยฐานของอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม (ROS1) ในช่วงระยะเวลา 3 ปีก่อนเพิ่มทุน (ปีที่ -3) เท่ากับ 8.72% และมีแนวโน้มลดลงเรื่อยๆ จนเท่ากับ 5.74% ในปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) และหลังจากออกหุ้นเพิ่มทุนอัตราส่วนดังกล่าวมีแนวโน้มดีขึ้นจนเท่ากับ 8.53% ในปีที่ 5 หลังจากการเพิ่มทุน

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาจากอัตรากำไรสุทธิ พบว่า อัตรากำไรสุทธิของยอดขายรวมค่อนข้างมีความผันผวนมาก จึงไม่สามารถวิเคราะห์แนวโน้มได้

จากตารางที่ 4.2 เมื่อพิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงินส่วนใหญ่ พบว่า บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีแนวโน้มของผลการดำเนินงานที่ลดลงในช่วงระยะเวลา 3 ปี ก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ -3) และลดลงเรื่อยๆ จนถึงปีที่ 5 หลังจากการเพิ่มทุน (ปีที่ 5) เช่น อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม (ROS1) มีค่ามัธยฐานที่ลดลงเรื่อยๆ จากปีก่อนปีออกหุ้นเพิ่มทุน 3 ปี (ปีที่ -3) จนถึงปีที่ 5 หลังจากการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 5) โดยมีค่ามัธยฐานในปีที่ -3 เท่ากับ 8.75% และลดลงจนเหลือ 6.12% ในปีที่ 5 หลังจากการออกหุ้นเพิ่มทุน เป็นต้น ซึ่งให้ผลในทิศทางตรงกันข้ามกับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน เนื่องจาก พบว่า หลังจากการออกหุ้นเพิ่มทุน บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น สำหรับค่ามัธยฐานของอัตรากำไรสุทธิ มีความผันผวนในแต่ละปีก่อนข้างมาก จึงไม่สามารถวิเคราะห์แนวโน้มการเพิ่มขึ้นหรือลดลงได้

ดังนั้น เมื่อเปรียบเทียบระหว่างตารางที่ 4.1 และ ตารางที่ 4.2 พบว่า ทั้งบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ลดลงทั้งคู่ในช่วงเวลาก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน แต่ช่วงเวลาหลังจากออกหุ้นเพิ่มทุนแล้ว พบว่า บริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมีแนวโน้มของผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ในขณะที่ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมีแนวโน้มแย่ลง

เมื่อพิจารณาถึงผลการดำเนินงาน โดยดูจากรูปภาพที่ 4.1 พบว่า บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวมที่ดีขึ้นเรื่อยๆ ในขณะที่อัตราส่วนทางการเงินส่วนใหญ่ของบริษัทที่เทียบเคียงมีแนวโน้มลดลง ยกตัวอย่างเช่น ค่ามัธยฐานของอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวมในปีที่เพิ่มทุน (ปีที่ 0) มีค่าเท่ากับ 5.74% และมีค่าเพิ่มขึ้นเป็น 8.53% ในปีที่ 5 ในขณะที่บริษัทที่เทียบเคียงมีค่ามัธยฐานในปีที่ 0 เท่ากับ 7.99% และลดลงเรื่อยๆ จนในปีที่ 5 เท่ากับ 6.12%

ถ้าพิจารณาด้านกระแสเงินสด รูปภาพที่ 4.2 พบว่า บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวมเพิ่มขึ้น หลังจากออกหุ้นเพิ่มทุน ในขณะที่อัตราส่วนทางการเงินส่วนใหญ่ของบริษัทที่เทียบเคียงมีแนวโน้มลดลง ยกตัวอย่างเช่น ค่ามัธยฐานของอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวมในปีที่เพิ่มทุน (ปีที่ 0) มีค่าเท่ากับ 4.64% และมีค่าเพิ่มขึ้นเป็น 7.64% ในปีที่ 5 ในขณะที่บริษัทที่เทียบเคียงมีค่ามัธยฐานในปีที่ 0 เท่ากับ 8.12% และลดลงเรื่อยๆ จนในปีที่ 5 เท่ากับ 7.91%

อีกทั้งถ้าพิจารณาในด้านของอัตรการเติบโตของยอดขายทั้งบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน จะพบว่ามีการเติบโตของยอดขายรวมลดลงทั้งคู่ โดยสามารถดูได้จากรูปภาพที่ 4.3 จึงยังไม่สามารถสรุปผลได้ว่าอัตรการเติบโตที่ลดลงเป็นผลมาจากการเพิ่มทุน

ตารางที่ 4.1 สถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลกลุ่มบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน ตั้งแต่ปีก่อนเพิ่มทุนระยะเวลา 3 ปี (ปีที่ -3) จนถึงปีที่ 5 หลังจากเพิ่มทุน (ปีที่ 5)

Year	Statistic	ROS1	ROS2	Growth
-3	No.of Observation	36	36	32
	Median	8.72%	5.34%	13.35%
	Mean	8.41%	6.13%	24.01%
	Maximum	55.28%	50.74%	263.28%
	Minimum	-56.66%	-45.10%	-47.04%
	SD	20.97%	17.58%	49.68%
-2	No.of Observation	38	38	36
	Median	6.92%	5.76%	15.98%
	Mean	7.72%	6.35%	17.22%
	Maximum	52.51%	72.98%	131.99%
	Minimum	-38.13%	-73.78%	-39.43%
	SD	16.93%	23.23%	32.18%
-1	No.of Observation	38	38	38
	Median	6.64%	7.79%	9.91%
	Mean	2.69%	5.99%	13.52%
	Maximum	46.35%	46.54%	195.60%
	Minimum	-97.20%	-97.40%	-69.11%
	SD	29.29%	26.37%	45.37%
0	No.of Observation	38	38	38
	Median	5.74%	4.64%	10.78%
	Mean	-4.99%	-0.54%	12.77%
	Maximum	43.35%	69.52%	92.63%
	Minimum	-319.78%	-166.19%	-32.95%
	SD	57.74%	36.39%	22.86%
1	No.of Observation	38	38	38
	Median	5.15%	3.96%	5.91%
	Mean	-10.20%	4.81%	11.45%
	Maximum	50.41%	75.57%	255.35%
	Minimum	-538.40%	-97.19%	-68.74%
	SD	92.27%	25.02%	52.74%
2	No.of Observation	38	38	38
	Median	6.48%	5.91%	12.01%
	Mean	5.09%	7.05%	7.00%
	Maximum	45.35%	68.84%	72.64%
	Minimum	-107.98%	-40.21%	-41.56%
	SD	26.16%	18.66%	25.33%
3	No.of Observation	38	38	38
	Median	5.81%	5.88%	3.43%
	Mean	4.37%	7.50%	6.36%
	Maximum	38.84%	65.57%	78.61%
	Minimum	-84.33%	-36.17%	-56.81%
	SD	20.92%	16.42%	27.86%

ตารางที่ 4.1 สถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลกลุ่มบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน ตั้งแต่ปีก่อนเพิ่มทุนระยะเวลา 3 ปี (ปีที่ -3) จนถึงปีที่ 5 หลังจากเพิ่มทุน (ปีที่ 5) (ต่อ)

Year	Statistic	ROS1	ROS2	Growth
4	No.of Observation	38	38	38
	Median	6.22%	4.03%	10.04%
	Mean	-3.74%	-3.05%	8.14%
	Maximum	42.68%	70.33%	114.37%
	Minimum	-225.73%	-243.57%	-97.29%
	SD	46.95%	45.04%	40.63%
5	No.of Observation	38	38	38
	Median	8.53%	7.64%	7.84%
	Mean	5.51%	-0.89%	29.50%
	Maximum	48.41%	42.43%	353.80%
	Minimum	-120.48%	-278.67%	-75.81%
	SD	26.65%	52.16%	81.67%

หมายเหตุ : ROS1 หมายถึง อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม (EBIT/ Total Sales)

ROS2 หมายถึง อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม (Operating Cash Flows / Total Sales)

Growth หมายถึง อัตราการเติบโตของรายได้จากการขายและบริการ (Growth of Total Sales)

ตารางที่ 4.2 สถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลกลุ่มบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน ตั้งแต่ปีก่อนเพิ่มทุนระยะเวลา 3 ปี (ปีที่ -3) จนถึงปีที่ 5 หลังจากเพิ่มทุน (ปีที่ 5)

Year	Statistic	ROS1	ROS2	Growth
-3	No.of Observation	33	33	28
	Median	8.75%	5.72%	6.83%
	Mean	10.66%	0.09%	33.73%
	Maximum	41.44%	44.03%	613.58%
	Minimum	-59.19%	-98.29%	-40.97%
	SD	18.87%	30.69%	116.95%
-2	No.of Observation	38	38	33
	Median	7.47%	5.34%	11.27%
	Mean	12.14%	3.31%	18.34%
	Maximum	46.84%	41.44%	170.45%
	Minimum	-20.56%	-34.64%	-55.26%
	SD	12.93%	16.44%	43.03%
-1	No.of Observation	38	38	38
	Median	7.69%	3.58%	9.20%
	Mean	10.73%	5.69%	16.52%
	Maximum	45.24%	47.38%	198.51%
	Minimum	-14.64%	-44.71%	-42.64%
	SD	11.64%	17.84%	40.06%
0	No.of Observation	38	38	38
	Median	7.99%	8.12%	19.08%
	Mean	11.48%	9.13%	19.59%
	Maximum	46.04%	56.10%	110.62%
	Minimum	-8.08%	-37.29%	-14.55%
	SD	11.86%	15.16%	21.28%
1	No.of Observation	38	38	38
	Median	7.36%	5.31%	1.73%
	Mean	9.84%	5.82%	3.99%
	Maximum	49.37%	71.99%	89.59%
	Minimum	-45.26%	-44.39%	-44.03%
	SD	15.02%	21.36%	27.08%
2	No.of Observation	38	38	38
	Median	5.86%	7.92%	3.93%
	Mean	7.96%	9.38%	6.76%
	Maximum	47.26%	54.49%	306.19%
	Minimum	-21.52%	-50.30%	-51.96%
	SD	14.52%	15.86%	55.91%

ตารางที่ 4.2 สถิติเชิงพรรณนาของข้อมูลกลุ่มบริษัทที่เกี่ยวข้องที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน ตั้งแต่ปีก่อนเพิ่มทุนระยะเวลา 3 ปี (ปีที่ -3) จนถึงปีที่ 5 หลังจากเพิ่มทุน (ปีที่ 5) (ต่อ)

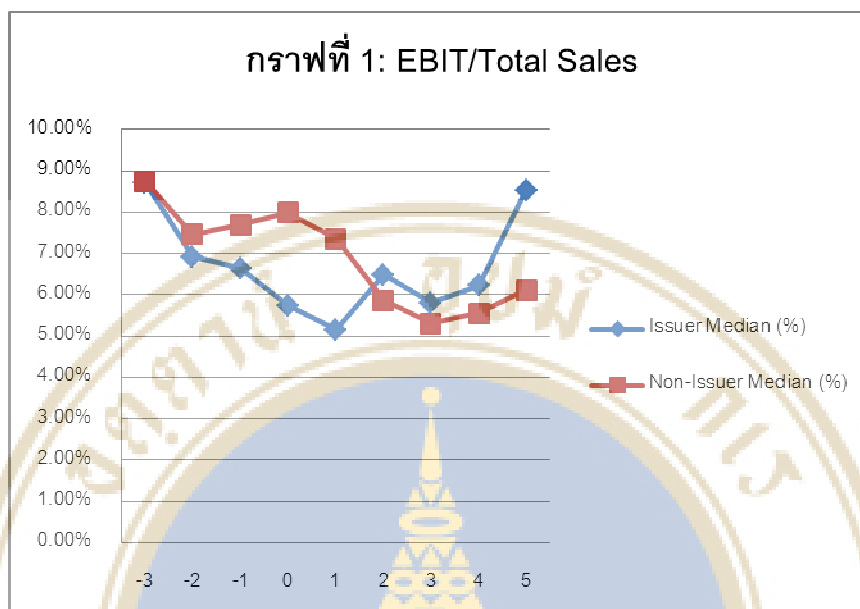
Year	Statistic	ROS1	ROS2	Growth
3	No.of Observation	38	38	38
	Median	5.30%	7.42%	2.83%
	Mean	9.69%	10.39%	7.78%
	Maximum	44.53%	62.54%	80.67%
	Minimum	-14.94%	-10.53%	-26.10%
	SD	13.30%	14.76%	25.89%
4	No.of Observation	38	38	38
	Median	5.56%	5.02%	5.06%
	Mean	8.78%	6.58%	1.92%
	Maximum	39.18%	46.18%	42.40%
	Minimum	-15.84%	-37.64%	-52.26%
	SD	12.57%	16.33%	20.24%
5	No.of Observation	38	38	38
	Median	6.12%	7.91%	5.28%
	Mean	9.89%	8.75%	6.60%
	Maximum	38.77%	46.62%	89.31%
	Minimum	9.89%	8.75%	6.60%
	SD	12.43%	15.90%	25.97%

หมายเหตุ : ROS1 หมายถึง อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม (EBIT/ Total Sales)

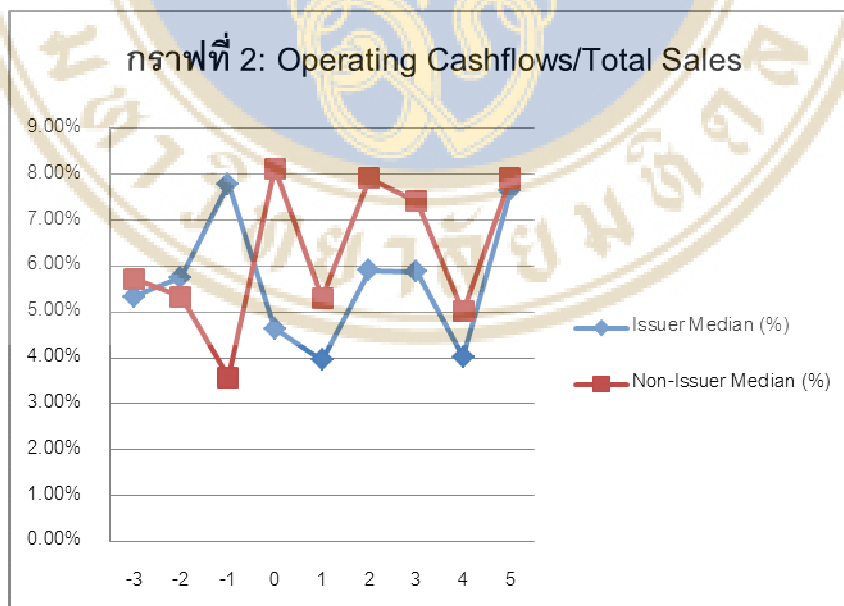
ROS2 หมายถึง อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม (Operating Cash Flows / Total Sales)

Growth หมายถึง อัตราการเติบโตของรายได้จากการขายและบริการ (Growth of Total Sales)

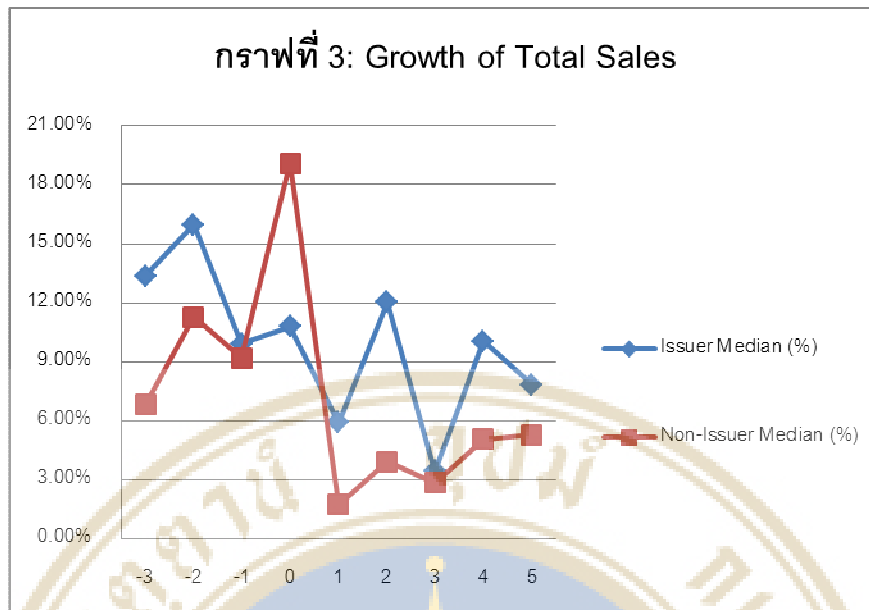
การเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่าง บริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน



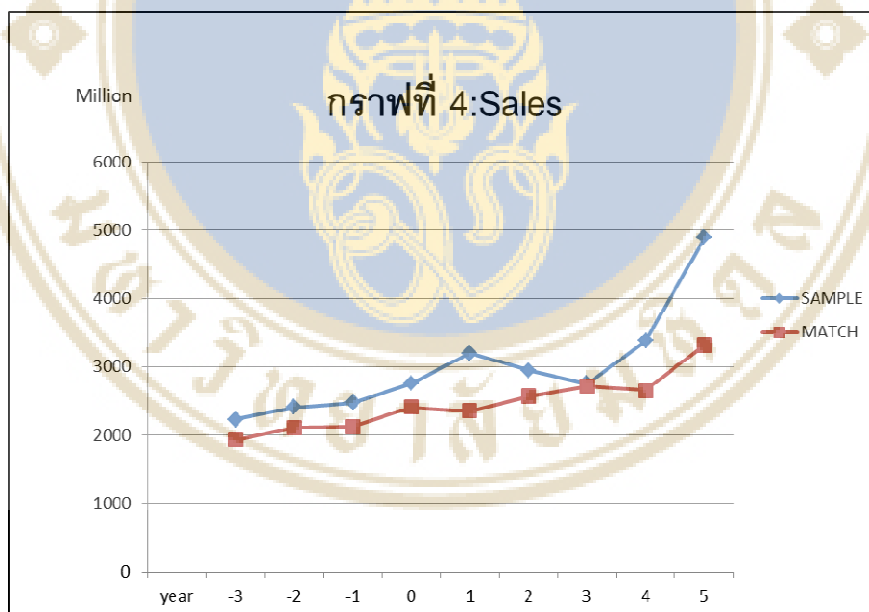
ภาพที่ 4.1 การเปรียบเทียบอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวมระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน



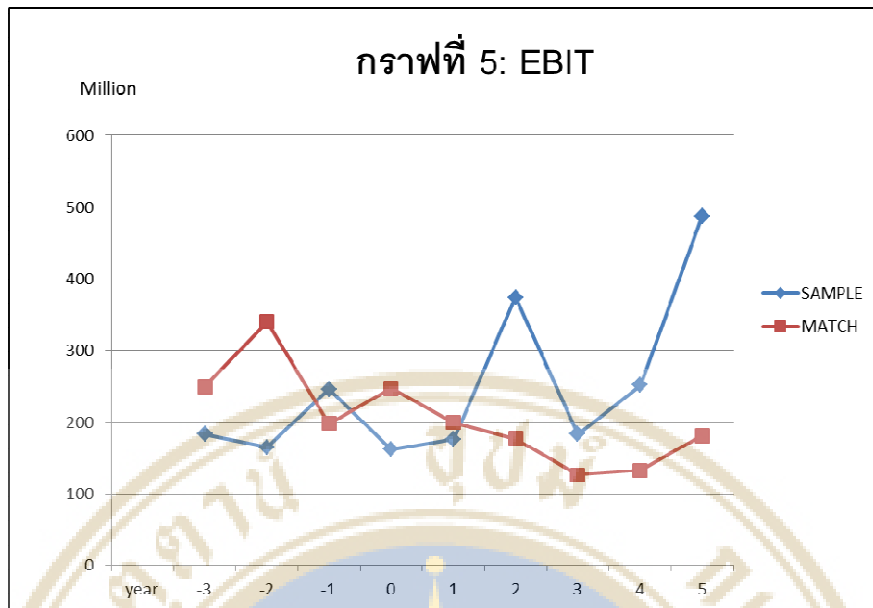
ภาพที่ 4.2 การเปรียบเทียบอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวมระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน



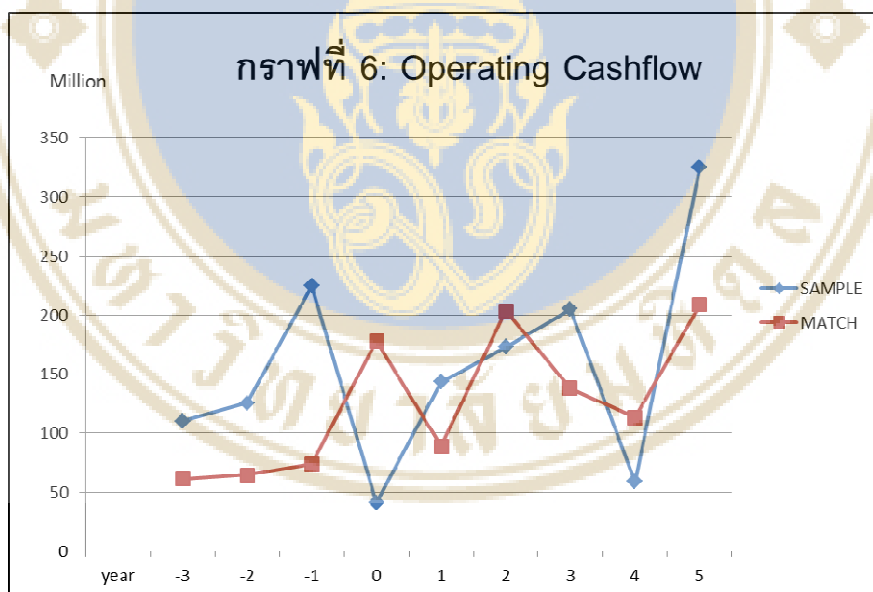
ภาพที่ 4.3 การเปรียบเทียบอัตราการเติบโตของยอดขายรวมระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน



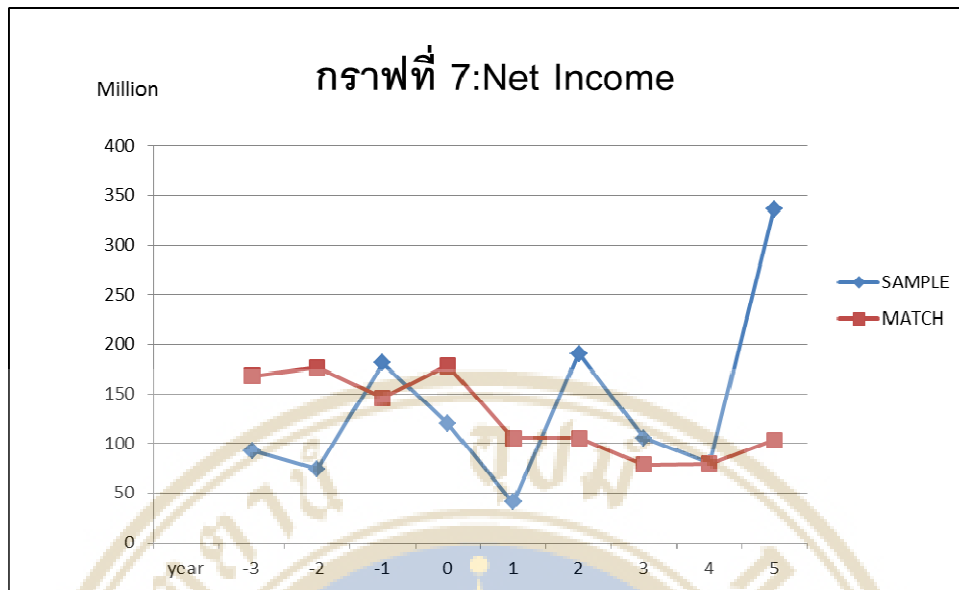
ภาพที่ 4.4 การเปรียบเทียบยอดขายรวมระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน



ภาพที่ 4.5 การเปรียบเทียบกำไรจากการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน



ภาพที่ 4.6 การเปรียบเทียบกระแสเงินสดจากการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน



ภาพที่ 4.7 การเปรียบเทียบกำไรสุทธิระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน

4.2 วิธีการทดสอบของสองประชากรแบบจับคู่ (Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests)

ส่วนนี้เป็นการนำอัตราส่วนทางการเงินข้างบนมาทดสอบหาความแตกต่างของผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน โดยใช้วิธีทางสถิติ Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินวัดผลการดำเนินงาน มีทั้งหมด 3 อัตราส่วน คือ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อยอดขายรวม อัตราการเติบโตของยอดขายรวม

สำหรับการทดสอบสมมติฐานของอัตราส่วนทางการเงินต่างๆ ของบริษัทกลุ่มตัวอย่างและบริษัทเทียบเคียง โดยใช้วิธี Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests ในตารางที่ 4.3 จะพบว่าหลังจากมีการออกหุ้นเพิ่มทุนไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญของอัตราส่วนทางการเงินระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่ม

อย่างไรก็ตาม พบว่า ในปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) มีความแตกต่างกันของอัตราส่วนทางการเงินระหว่าง บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งพบว่าบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนจดทะเบียนมีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าบริษัทที่ไม่ออกหุ้นเพิ่มทุน และเมื่อพิจารณาผลการดำเนินงานในแต่ละปี โดยเปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานในปี

ที่ออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) ระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน พบว่ามีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน 1 ปี (ปีที่ -1) โดยที่ค่าผลต่างระหว่างผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน ในปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน 1 ปี (ปีที่ -1) กับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนในปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อเทียบกับค่าผลต่างดังกล่าวของบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความผิดปกติของผลการดำเนินงานในปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน

ทั้งนี้ยังมีหลักฐานสนับสนุนได้จาก รูปภาพที่ 4.5 รูปภาพที่ 4.6 และ รูปภาพที่ 4.7 จะพบว่า กำไรจากการดำเนินงาน (EBIT) กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operating Cash Flow) และกำไรสุทธิ (Net Income) ของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนในปีที่ -1 มีค่าสูงกว่าปีที่ -2 อย่างมาก ในขณะที่ค่าดังกล่าวของบริษัทที่เทียบเคียงในปีที่ -1 มีการเปลี่ยนแปลงไปจากปีที่ -2 ไม่มากนัก สำหรับปีที่ 0 บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีค่าดังกล่าวลดลงอย่างรวดเร็ว ในขณะที่บริษัทที่เทียบเคียงมีค่าดังกล่าวเพิ่มขึ้น จึงมีความเป็นไปได้ว่า ตัวเลขทางบัญชีและอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนในปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน 1 ปี (ปีที่ -1) ผิดปกติ

4.3 การทดสอบความแตกต่างโดยวิธีข้อมูลภาพตัดขวางตามกาลเวลา (Panel Data)

ทางผู้วิจัยยังได้ทำการทดสอบโดยใช้ Time Fixed-Effect Regression พบว่าไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญของอัตราส่วนทางการเงินระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน ตามผลการวิจัยในตารางที่ 4.5 ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยที่ได้จากวิธีการทดสอบของสองประชากรแบบจับคู่ (Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests)

ตารางที่ 4.3 ผลการดำเนินงานด้านบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยวิธีทดสอบของสองประชากรแบบจับคู่ (Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests)

Measure of Operating Performance	Year Relative to Issuing Year										
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5		
ROSI (EBIT/Total Sales)											
N = จำนวนข้อมูล : คู่	31	38	38	38	38	38	38	38	38	38	
Issuer Median (%)	8.72%	6.92%	6.64%	5.74%	5.15%	6.48%	5.81%	6.22%	8.53%		
Non-Issuer Median (%)	8.75%	7.47%	7.69%	7.99%	7.36%	5.86%	5.30%	5.56%	6.12%		
Wilcoxon Statistics	-0.059	-1.356	-0.964	-2.487 **	-1.646 *	-0.036	-1.356	-0.964	-0.094		
ROS2 (Operating Cash flows/Total Sales)											
N = จำนวนข้อมูล : คู่	31	38	38	38	38	38	38	38	38		
Issuer Median (%)	5.34%	5.76%	7.79%	4.64%	3.96%	5.91%	5.88%	4.03%	7.64%		
Non-Issuer Median (%)	5.72%	5.34%	3.58%	8.12%	5.31%	7.92%	7.42%	5.02%	7.91%		
Wilcoxon Statistics	0.137	0.79	0.761	-1.878 *	-0.428	-0.529	-1.341	-0.964	-0.254		
Growth of Total Sales											
N = จำนวนข้อมูล : คู่	25	31	38	38	38	38	38	38	38		
Issuer Median (%)	13.35%	15.98%	9.91%	10.78%	5.91%	12.01%	3.43%	10.04%	7.84%		
Non-Issuer Median (%)	6.83%	11.27%	9.20%	19.08%	1.73%	3.93%	2.83%	5.06%	5.28%		
Wilcoxon Statistics	0.955	-0.470	-0.573	-1.225	0.442	1.153	0.007	0.761	1.719 *		

หมายเหตุ: * ** *** แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

ตารางที่ 4.4 การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนที่ไม่มีภาคถือหุ้นเพิ่มทุน โดยวิธีทดสอบของสองประชากรแบบจับคู่ (Wilcoxon matched-pairs signed-rank test)

Measure of Operating Performance	Year Relative to Issuing Year							
	-3	-2	-1	1	2	3	4	5
ROSI (EBIT/Total Sales)								
N = จำนวนข้อมูล : คู่	31	38	38	38	38	38	38	38
Issuer Median (%)	0.88%	2.03%	1.35%	-0.92%	0.51%	-1.46%	-0.79%	0.31%
Non-Issuer Median (%)	1.48%	0.79%	0.19%	-0.66%	-0.74%	-0.16%	-0.64%	-0.67%
Wilcoxon Statistics	1.195	0.573	2.067 **	-0.181	2.502 **	-0.007	0.587	1.153
ROS2 (Operating Cashflows/Total Sales)								
N = จำนวนข้อมูล : คู่	31	38	38	38	38	38	38	38
Issuer Median (%)	2.26%	1.68%	2.56%	0.64%	0.67%	1.37%	-0.27%	2.54%
Non-Issuer Median (%)	-1.12%	-3.46%	-1.18%	-0.84%	-1.35%	0.16%	-1.45%	0.39%
Wilcoxon Statistics	1.097	2.908 ***	2.922 ***	1.167	0.718	0.428	0.805	0.993
Growth of Total Sales								
N = จำนวนข้อมูล : คู่	25	31	38	38	38	38	38	38
Issuer Median (%)	3.36%	2.11%	2.28%	-9.21%	-1.81%	-4.78%	-1.55%	0.05%
Non-Issuer Median (%)	-9.63%	0.29%	-4.25%	-17.53%	-14.23%	-9.56%	-16.33%	-12.07%
Wilcoxon Statistics	1.144	-0.216	0.529	0.616	1.864 **	1.08	1.777 *	1.893 *

หมายเหตุ: ***,**,* แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 10%,5%,5% และ 1% ตามลำดับ

ตารางที่ 4.5 การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนเมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) โดยวิธีข้อมูลตัดขวางตามกาลเวลา (Panel Data)

Measure of Operating Performance	Year Relative to Issuing Year							
	-3	-2	-1	1	2	3	4	5
ROSI (EBIT/Total Sales) (n = 38 ๓)								
T-test Statistics	1.97 *	1.34	0.94	-0.40	1.51	1.24	0.44	1.34
P-Value	0.050 *	0.181	0.349	0.691	0.131	0.216	0.661	0.180
<i>F-test Statistics (R-sq = 0.0199)</i>								
P-Value	1.18							
ROS2 (Operating Cashflows/Total Sales) (n = 38 ๓)								
T-test Statistics	1.97 *	1.83 *	1.43	1.25	1.06	0.97	0.01	0.00
P-Value	0.050 *	0.069 *	0.152	0.214	0.292	0.331	0.996	0.996
<i>F-test Statistics (R-sq = 0.0214)</i>								
P-Value	1.21	0.2944						
Growth of Total Sales (n = 38 ๓)								
T-test Statistics	-0.81	0.19	0.25	0.95	0.47	0.36	0.87	1.98 **
P-Value	0.421	0.850	0.800	0.343	0.639	0.720	0.386	0.049 **
<i>F-test Statistics (R-sq = 0.0281)</i>								
P-Value	1.04	0.4051						

หมายเหตุ: *, **, *** แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อการศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน โดยใช้ข้อมูลการเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในช่วงปี พ.ศ. 2547 -2551 ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน เช่น กลุ่มธนาคาร, กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ และกลุ่มประกันภัย ประกันชีวิต กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และงานวิจัยนี้จะเลือกการเพิ่มทุนที่มาจาก 3 ประเภท คือ การเพิ่มทุนชนิดเฉพาะเจาะจง (Private Placement หรือ PP) การออกหุ้นใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (Right offering หรือ RO) การขายหุ้นเพิ่มทุนใหม่แก่สาธารณชนทั่วไป (Public offering หรือ PO) บริษัทที่เลือกมาเป็นกลุ่มตัวอย่างนั้น ต้องไม่มีการเพิ่มทุนมาก่อนหน้านั้น 3 ปี (Barber & Lyon, 1996)(Barber & Lyon, 1996)และเมื่อการเพิ่มทุนของบริษัทใดเข้ามาเป็นกลุ่มตัวอย่างแล้วนั้น การเพิ่มทุนครั้งต่อไป จะไม่นำมารวมเป็นกลุ่มตัวอย่างอีก หากการเพิ่มทุนครั้งต่อไปยังอยู่ภายใน 5 ปี

การเลือกบริษัทเทียบเคียง จะต้องเป็นบริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนในปีนั้น ก่อนหน้านั้น 3 ปี และหลังจากนี้ 5 ปี ซึ่งเป็นการเปรียบเทียบแบบ 1 กลุ่มตัวอย่าง ต่อ 1 บริษัทเทียบเคียง (1:1) โดยเกณฑ์ที่ใช้ในการเทียบเคียง คือ เป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน มีมูลค่าของสินทรัพย์รวมและผลการดำเนินงานในปีที่ออกหุ้นเพิ่มทุน ใกล้เคียงกับบริษัทกลุ่มตัวอย่างมากที่สุด โดยวิธีการคัดเลือกบริษัทเทียบเคียงจะพิจารณาจาก 1) กลุ่มอุตสาหกรรม 2) ขนาดของสินทรัพย์ 3) ผลการดำเนินงาน ซึ่งบริษัทที่นำมาเทียบเคียงต้องเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ และอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันกับบริษัทกลุ่มตัวอย่าง โดยจะมีขนาดของสินทรัพย์รวมอยู่ระหว่าง ร้อยละ 25 ถึง ร้อยละ 200 ของขนาดสินทรัพย์รวมของบริษัทกลุ่มตัวอย่าง ให้เรียงลำดับตามอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (EBIT/ Average Total Assets) เทียบกับบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน บริษัทใดที่มีผลการดำเนินงานใกล้เคียงกับบริษัทกลุ่มตัวอย่างมากที่สุดก็จะถูกนำมาเป็นบริษัทเทียบเคียง (matching firm)

ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงระยะเวลาก่อนการเพิ่มทุน 3 ปี (ปีที่ -3 ถึงปีที่ -1) และหลังการเพิ่มทุน 5 ปี (ปีที่ 1 ถึงปีที่ 5) ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับผล

การศึกษาของ นนทชัย (2554) ที่ได้ผลเช่นเดียวกัน แต่งานวิจัยนี้ได้ทำเพิ่มเติมโดยใช้มาตรวัดทางบัญชีในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัท โดยคำนึงกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ และยอดขายด้วย เพื่อเป็นการสนับสนุนผลการวิจัยดังกล่าวให้ถูกต้องมากยิ่งขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยดังกล่าวไม่สอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศที่พบว่าผลการดำเนินงานภายหลังการเพิ่มทุนของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนแยกว่าบริษัทเทียบเคียงที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (Cai & Loughran, 1998; Hansen & Crutchley, 1990; Loughran & Ritter, 1997) แต่งานวิจัยนี้ พบว่าไม่มีความแตกต่างกันระหว่างผลการดำเนินงานบริษัทที่เพิ่มทุนและบริษัทที่ไม่เพิ่มทุน ซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาในต่างประเทศ

นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ยังพบว่า ในปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีผลการดำเนินงานที่แยกว่าบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน โดยได้พิจารณาผลการดำเนินงานจากทั้ง 3 อัตราส่วน

ผลการศึกษายังพบอีกว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน ในปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน 1 ปี และ ในปีที่ออกหุ้นเพิ่มทุน มีความแตกต่างกันอย่างมาก ในขณะที่ผลการดำเนินงานของบริษัทเทียบเคียงของทั้งสองปีใกล้เคียงกัน ซึ่งเป็นข้อบ่งชี้ว่าอาจจะมีการตกแต่งตัวเลขก่อนการเพิ่มทุน 1 ปี เนื่องจาก กำไรจากการดำเนินงาน กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและกำไรสุทธิของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็วในปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน 1 ปี และลดลงในปีที่เพิ่มทุน

ทั้งนี้งานวิจัยนี้มีข้อจำกัดเกี่ยวกับขนาดตัวอย่างที่ทดสอบ เนื่องจากการศึกษาวิจัยนี้จะใช้กลุ่มตัวอย่างที่มีการเพิ่มทุนที่มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเงินมาใช้ในการลงทุนเท่านั้น ประกอบกับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนหลาย ก็ไม่สามารถเข้ามาเป็นกลุ่มตัวอย่างได้ทั้งหมด เพื่อลดการซ้ำซ้อนของข้อมูล อีกทั้งต้องเป็นบริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมาก่อนหน้านั้น 3 ปี และหลังจากมีการออกหุ้นเพิ่มทุนมา 5 ปี ทำให้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้มีจำนวนน้อยลง เพราะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะมีการออกหุ้นเพิ่มทุนหลายครั้ง และความสมบูรณ์ของข้อมูลมีอยู่อย่างจำกัด เนื่องจากเป็นข้อมูลในระยะยาวถึง 9 ปี

นอกจากนี้ยังมีข้อจำกัดในการเลือกบริษัทเทียบเคียง เนื่องจากการจัดประเภทอุตสาหกรรมของตลาดหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงในช่วงที่ทำการศึกษา รวมทั้งเป็นการยากที่จะหาบริษัทเทียบเคียงที่มีลักษณะการดำเนินธุรกิจใกล้เคียงกัน เพราะบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์มีอยู่ไม่มากเท่ากับในต่างประเทศ

สำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป ทางคณะวิจัยเห็นว่าอาจจะใช้ตัวแปรอัตราส่วนทางการเงินอื่นๆ ในการศึกษา เช่น รายจ่ายในการวิจัยและพัฒนา การเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ถาวร หรือเปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์ในการคัดเลือกบริษัทเทียบเคียงเพื่อให้ใกล้เคียงกับกลุ่มตัวอย่างมากขึ้น รวมถึงอาจจะเปลี่ยนวิธีการทดสอบทางสถิติอื่นๆ มาใช้ในการทดสอบ



บรรณานุกรม

- ฐานันดร อุสัยณี, ธวีร์วุฑฒ จันทร์หอม, รุสนี มะดาเยะ, & วรณิ ปาทาน. (2554). The Wilcoxon Test.
- นนทชัยราชศิริสังศรี. (2554). การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน (SEO) และบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน.
- ปานิสรา อ่าวรุ่งเรือง, สอทธานต์ วงศ์ปณณวัฒน์, สุกัญญา หวานสูงเนิน, & ดร.ปิยภัศร ธาระวานิช. (2554). การศึกษาอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกรณีที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน.
- สุภกิจ ชาขุมนุม. (2548). ผลกระทบของการประกาศเพิ่มทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น.
- Andrikopoulos, P. (2009). Seasoned equity offerings, operating performance and overconfidence: Evidence from the UK. *Journal of Economics and Business*, 61(3), 189-215.
- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1996). Detecting abnormal and operating performance: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 359-399.
- Barkley, R. J. (2001). A Nobel Prize for Asymmetric Information: The Economic Contributions of George Akerlof, Michael Spence, and Joseph Stiglitz. *Review of Political Economy James Madison University*, 1-46.
- Cai, J., & Loughran, T. (1998). The Performance of Japanese seasoned equity offerings, 1971-1992. *Pacific-Basin Finance Journal*, 6(5), 395-425.
- Hansen, R. S., & Crutchley, C. (1990). Corporate Earnings and Financing: An Empirical Analysis. *Journal of Business*, 63(3), 347-371.
- JENSEN, M. C., & MECKLING, W. H. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Kabir, R., & Roosenboom, P. (2003). Can the stock market anticipate future operating performance? Evidence from equity rights issues. *Journal of Corporate Finance*, 9(1), 93-113.
- Kim, K. A., Kitsabunnarat, P., & Nofsinger, J. R. (2004). Ownership and operating performance in an emerging market: evidence from Thai IPO firms. *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 355-381.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (1995). The New Issues Puzzle. *Journal of Finance*, 50(1), 23-51.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (1997). The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. *Journal of Finance*, 52(5), 1823-1850.
- McColgan, P. (2001). Agency theory and corporate governance: a review for the literature from a UK perspective. *Department of Accounting & Finance University of Strathclyde*, 1-76.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3).
- Myers, S. C., & Majlu, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Pastor-Llorca, M. J., & Martin-Ugedo, J. F. (2004). Long-run performance of Spanish seasoned equity issues with rights. *International Review of Financial Analysis*, 13(2), 191-215.
- Wang, J., Wei, K. C. J., & Pruitt, S. W. (2006). An analysis of the share price and accounting performance of rights offering in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 14(1), 49-72.

ภาคผนวก

ตารางที่ 1 รายชื่อบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียง ในระหว่างปี 2547 – 2551

ลำดับ	ปี	บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน			บริษัทเทียบเคียง	
		ประเภทสิทธิ	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อหลักทรัพย์	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อหลักทรัพย์
1	2547	PP	CCET	บริษัท แคล-คอมพ์ อีเล็กทรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	HANA	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
2	2547	XR	EASTW	บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน)	BAFS	บริษัท บริการเชื้อเพลิงการบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
3	2547	PP	MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซินีเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	SAFARI	บริษัท ซาฟารีเวิลด์ จำกัด (มหาชน)
4	2547	XR	S & J	บ.เอส แอนด์ เจ อินเตอร์เนชั่นแนล เอนเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	JCT	บริษัท แจ็กเจ็ดยูทสาหกรรม (ไทย) จำกัด (มหาชน)
5	2547	PO	SPORT	บริษัท สยามสปอร์ต ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)	POST	บริษัท โปสต์พับลิชชิง จำกัด (มหาชน)
6	2547	PP	SSC	บริษัท เสริมสุข จำกัด (มหาชน)	TVO	บริษัท น้ำมันพืชไทย จำกัด (มหาชน)
7	2547	PO	TPIPL	บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)	SSI	บริษัท สหวิยาสตีลอินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
8	2547	XR	UMI	บริษัท สหโมเสคอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	TIW	บริษัท ไทยแลนด์ไอออนเว็คส์ จำกัด (มหาชน)
9	2548	PP	IEC	บริษัท อินเทอร์เน็ตเนชั่นเนลเอนจิเนียริง จำกัด (มหาชน)	SIM	บริษัท สามารถ ไอ-โมบาย จำกัด (มหาชน)
10	2548	XR	NC	บริษัท นิวซีดี (กรุงเทพฯ) จำกัด (มหาชน)	ABC	บริษัท แอสเซท ไบรท์ จำกัด (มหาชน)
11	2548	XR	NCH	บริษัท เอ็น. ซี. เฮ้าส์ซิ่ง จำกัด (มหาชน)	SAMCO	บริษัท สัมมากร จำกัด (มหาชน)
12	2548	XR	PAE	บริษัท พีเออี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	NOBLE	บริษัท โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
13	2548	PP	SAMTEL	บริษัท สามารถเทลคอม จำกัด (มหาชน)	SIM	บริษัท สามารถ ไอ-โมบาย จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 1 รายชื่อบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียง ในระหว่างปี 2547 – 2551 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน			บริษัทเทียบเคียง	
		ประเภทสิทธิ	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อหลักทรัพย์	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อหลักทรัพย์
14	2548	XR	TASCO	บริษัท ทิปโก้เอสพีเค จำกัด (มหาชน)	WIJK	บริษัท วิค แอนด์ ซุกสันด์ จำกัด (มหาชน)
15	2548	PO	THCOM	บริษัท ไทยคม จำกัด (มหาชน)	SAMART	บริษัท สามารถคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
16	2549	PP	AP	บริษัท เอพี (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)	SPALI	บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน)
17	2549	PP	BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	SEAFKO	บริษัท ซีพี จำกัด (มหาชน)
18	2549	XR	CENTEL	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)	DTC	บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน)
19	2549	PP	CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	GOLD	บริษัท แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
20	2549	PP	EE	บริษัท อีเทอเนล เอนเนอจี จำกัด (มหาชน)	PPC	บริษัท แพ็คฟู้ด จำกัด (มหาชน)
21	2549	XR	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	TVO	บริษัท น้ำมันพืช ไทย จำกัด (มหาชน)
22	2549	XR	NEW	บริษัท วัฒนาการแพทย์ จำกัด (มหาชน)	M-CHAI	บริษัท โรงพยาบาลมหาชัย จำกัด (มหาชน)
23	2549	XR	PB	บริษัท เพรซิเดนท์ เบเกอร์ จำกัด (มหาชน)	HTC	บริษัท หาดทิพย์ จำกัด (มหาชน)
24	2549	XR	PG	บริษัท ประชาอากาศ จำกัด (มหาชน)	ICC	บริษัท ไอ.ซี.ซี. อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
25	2549	PP	SORKON	บริษัท ส. ขอนแก่นฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน)	APURE	บริษัท อกริเพียว โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)
26	2549	PP	STEC	บริษัท ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 1 รายชื่อบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียง ในระหว่างปี 2547 – 2551 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน			บริษัทเทียบเคียง	
		ประเภทสิทธิ	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อหลักทรัพย์	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อหลักทรัพย์
27	2549	PP	TICON	บริษัท ไทคอน อินดัสเทรียลคอนเน็คชั่น จำกัด (มหาชน)	SPALI	บริษัท สุภาลัย จำกัด (มหาชน)
28	2549	PP	TNPC	บริษัท ไทยนามพลาสติกส์ จำกัด (มหาชน)	TKT	บริษัท ที.กรุงไทยอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
29	2550	XR	KCE	บริษัท เคซีอี อีเลคโทรนิคส์ จำกัด (มหาชน)	METCO	บริษัท มูราโมโต้ อีเล็คตรอน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
30	2550	XR	KKC	บริษัท กุศลเรอร์บี จำกัด (มหาชน)	FMT	บริษัท ฟรุททาว เม้าท์ล (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
31	2550	PP	LOXLEY	บริษัท ล็อกซเลย์ จำกัด (มหาชน)	SPI	บริษัท สหพัฒนาอินเตอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
32	2550	XR	LRH	บริษัท ลาภูนารี สอรัท แอนด์ โฮเทล จำกัด (มหาชน)	SHANG	บริษัท แชนกรี-ลา โฮเต็ล จำกัด (มหาชน)
33	2550	XR	NPARK	บริษัท แนเชอรัล พาร์ค จำกัด (มหาชน)	A	บริษัท อารีชา พรอพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
34	2550	PP	PRO	บริษัท โปรเฟสชั่นแนล เวสต์ เทคโนโลยี (1999) จำกัด (มหาชน)	GENCO	บริษัท บริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม จำกัด (มหาชน)
35	2550	PP	UV	บริษัท ยูนิ เวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)	CI	บริษัท ชาญอิสสระ ดีเวลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
36	2551	XR	SPC	บริษัท สหพัฒนาพิบูล จำกัด (มหาชน)	SPI	บริษัท สหพัฒนาอินเตอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)
37	2551	PP	SUPER	บริษัท ซุปเปอร์บล็อก จำกัด (มหาชน)	TWP	บริษัท ไทยไวร์โปรดักท์ จำกัด (มหาชน)
38	2551	PP	WAVE	บริษัท เวฟ เอ็นเตอร์เทนเมนท์ จำกัด (มหาชน)	SPORT	บริษัท สยามสปอร์ต ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 2 รายชื่อบริษัทในกลุ่มธุรกิจธนาคารและกลุ่มธุรกิจขนาดกลางที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียง ในระหว่างปี 2547 – 2551

ลำดับ	ปี	บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน			บริษัทเทียบเคียง	
		ประเภทสิทธิ	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อหลักทรัพย์	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อหลักทรัพย์
1	2547	PP	ASP	บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	MFC	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)
2	2547	XR	ZMICO	บริษัทหลักทรัพย์ ซีมิโก้ จำกัด (มหาชน)	MFC	บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน เอ็มเอฟซี จำกัด (มหาชน)
3	2548	PP	AMANAH	บริษัท อะมานะฮ์ ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)	SGF	บริษัท สยามเจนเนอรัลเฟคตอริง จำกัด (มหาชน)
4	2548	XR	SCBLIF	บริษัท ไทยพาณิชย์ประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)	AYUD	บริษัท ศรีอยุธยา แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)
5	2548	PP	TIP	บริษัท ทิพยประกันภัย จำกัด (มหาชน)	SMG	บริษัท สามัคคีประกันภัย จำกัด (มหาชน)
6	2548	XR	TNITY	บริษัท ทรีนิตี้ วัฒนา จำกัด (มหาชน)	SGF	บริษัท สยามเจนเนอรัลเฟคตอริง จำกัด (มหาชน)
7	2548	PP	TVI	บริษัท ประกันภัยไทยวิวัฒน์ จำกัด (มหาชน)	NSI	บริษัท นำสินประกันภัย จำกัด (มหาชน)
8	2549	XR	BUI	บริษัท บางกอกสหประกันภัย จำกัด (มหาชน)	TSI	บริษัท ไทยเศรษฐกิจประกันภัย จำกัด (มหาชน)
9	2549	PP	THANI	บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)	CIMBI	ธนาคาร ซีไอเอ็มบี ไทย จำกัด (มหาชน)
10	2549	XR	TIC	บริษัท ไทยประกันภัย จำกัด (มหาชน)	TSI	บริษัท ไทยเศรษฐกิจประกันภัย จำกัด (มหาชน)
11	2550	PP	ACAP	บริษัท เอแคปแอนด์ไวเซอริ จำกัด (มหาชน)	TK	บริษัท ฐิติกร จำกัด (มหาชน)
12	2550	PP	ADAM	บริษัท อาดามัส อินคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	MATCH	บริษัท แม็ทซิ่ง แม็ทซิโมซ์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)
13	2550	PO	CIG	บริษัท ซี.ไอ.กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	SMIT	บริษัท สหมิตรเครื่องกล จำกัด (มหาชน)
14	2550	XR	ILINK	บริษัท อินเทอร์เน็ต คอมมิวนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	INET	บริษัท อินเทอร์เน็ตประเทศไทย จำกัด (มหาชน)
15	2551	XR	GL	บริษัท กรุ๊ปลิส จำกัด (มหาชน)	TK	บริษัท ฐิติกร จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 3 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน

ลำดับ	ชื่องานวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	Matching Firm	Ratio ที่ใช้	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา	ทฤษฎี	ประเทศ
1.	TIM LOUGHRAN and JAY R. RITTER	<p>1. บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน 1,338 ตัวอย่าง ตั้งแต่ปี 1979-1989 จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NYSE, AMEX and Nasdag ซึ่งไม่รวมกลุ่มสถาบันการเงิน กับกลุ่มสาธารณูปโภค</p> <p>2. เป็นการเพิ่มทุนที่จ่ายเป็นเงินสด</p> <p>3. ถ้า SEO เดียวกันมีการเพิ่มทุนหลายครั้ง ให้เลือกครั้งแรกสุด และหลังจากนั้น 5 ปี ต้องไม่มีการเพิ่มทุนอีก</p> <p>4. เลือกแต่บริษัทที่มีมูลค่าตามบัญชีของ</p>	<p>บริษัทเทียบเคียง คัดเลือกตาม</p> <p>1. อุตสาหกรรม</p> <p>2. ขนาดของสินทรัพย์ ณ ปีที่ 0 ต้องอยู่ระหว่าง 25%-200% ของบริษัทที่เพิ่มทุน</p> <p>3. ผลการดำเนินงาน นำมาเรียงลำดับจากกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาต่อสินทรัพย์ บริษัทที่มี ratio ใกล้เคียงที่สุดก็จะถูกเลือกมาเป็นบริษัทเทียบเคียง บริษัทดังกล่าวต้องไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมาก่อนหน้า 5 ปี</p>	<p>— EBITDA/ASSET</p> <p>— Profit Margin</p> <p>— ROA</p> <p>— EBITDA/SALES</p> <p>— CE+RD/Asset</p> <p>— Market/ Book</p>	<p>Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests ในการทดสอบสมมติฐานว่า การกระจายตัวของอัตราส่วนของบริษัทที่เพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่เพิ่มทุนเหมือนกันหรือไม่</p> <p>Ho: การกระจายตัวของกลุ่มตัวอย่างกับบริษัทที่เทียบเคียงเหมือนกัน</p>	<p>ค่า Z ของทุก Ratio มีค่าติดลบ แสดงว่ามีการลดลงของ Ratio อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติระหว่างปีที่ 0 และปีที่ 4 สำหรับบริษัทที่เพิ่มทุนเมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่เพิ่มทุน</p>		USA

ตารางที่ 3 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ต่อ)

ลำดับ	ชื่องานวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	Matching Firm	Ratio ที่ใช้	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา	ทฤษฎี	ประเทศ
		สินทรัพย์ตั้งแต่ 20 ล้าน บาทขึ้นไป	หากไม่มีบริษัทใดถูกเลือก จะนำมาพิจารณาใหม่ โดยดูจากขนาดสินทรัพย์ที่อยู่ระหว่าง 90% -110%ของบริษัทที่เพิ่มทุน					
2	Jun Cai, Tim Loughran	บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน 1,389 บริษัท ในระหว่างปี 1971-1992 ไม่รวมกลุ่มสถาบันการเงิน ไม่รวมบริษัทที่มีจำนวนเงินเพิ่มทุนน้อยกว่า 100 ล้านดอลลาร์ ถ้า SEO เดียวกันมีการเพิ่มทุนหลายครั้ง ให้เลือกครั้งแรกสุด และหลังจากนั้น 5 ปี ต้องไม่มีการเพิ่มทุนอีก	ต้องไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมาก่อนหน้า 5 ปี เลือกตามกลุ่มอุตสาหกรรมกับ operating performance	<ul style="list-style-type: none"> — Ordinary income (=Operating income - Depre+Interest income and expense before taxes) — Operating Income — Operating cash flow ทั้ง 3 ค่าหารด้วย total Asset กับหารด้วย net sales	Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests	การลดลงของ Ratio ของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนน้อยกว่าประเทศ USA Growth rate มีค่าลดลงอย่างมีนัยสำคัญ หลังจากมีการเพิ่มทุน บริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนผลการดำเนินงานก็แยกลงเหมือนกัน แต่น้อยกว่าบริษัทที่เพิ่มทุน		ญี่ปุ่น

ตารางที่ 3 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ต่อ)

ลำดับ	ชื่องานวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	Matching Firm	Ratio ที่ใช้	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา	ทฤษฎี	ประเทศ
				— Growth rate of capex, net sales, Operating income		Stock performance มีค่าลดลง เหมือนกันแต่น้อยกว่าบริษัทที่เพิ่ม		
3	นนทชัย	บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปี 1998 – 2006 ยกเว้น กลุ่มสถาบันการเงิน และอยู่ระหว่างการฟื้นฟูผลการดำเนินงาน เป็นบริษัทการเพิ่มทุนที่จ่ายเป็นเงินสด (cash offer) ต้องไม่มีการเพิ่มทุนหลังจากนั้น 4 ปี	เลือกตามอุตสาหกรรมเดียวกัน ใช้ผลการดำเนินงาน ในการ match โดยมีขนาดสินทรัพย์อยู่ระหว่าง 25%- 200% นำมาเรียงตาม ROA (EBLT/ASSET) เอามา RANK เลือกบริษัทที่มีค่าใกล้เคียงที่สุด แต่ทั้งนี้ต้องมีค่าแตกต่างกันไม่เกิน 5%ของบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง และเลือกบริษัทที่มีค่าใกล้เคียง	— EBIT/Total Asset — EBIT/Sales	Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests ทดสอบ ปีที่ -4 กับ 0 กับปีที่ 4 กับ 0 ใช้ค่า median (ค่าที่ได้ไม่แตกต่างกัน)	บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น หลังจากที่มีการเพิ่มทุน แต่ไม่ได้มีผลแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ จึงไม่น่าจะเป็นผลมาจากการออกหุ้นเพิ่มทุน	1. Information asymmetry 2. Agency conflicts 3. Signaling theory	ประเทศไทย

ตารางที่ 3 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ต่อ)

ลำดับ	ชื่องานวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	Matching Firm	Ratio ที่ใช้	วิธีการศึกษา	ผลการศึกษา	ทฤษฎี	ประเทศ
			กรณีที่ไม่เข้าเงื่อนไข มี สนใจอุตสาหกรรม เลือกขนาดหลักทรัพย์อยู่ ระหว่าง 80%-120%					
4	Maria Jesus Pastor-Llorca, Juan Francisco Martin-Ugedo	บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน จำนวน 125 บริษัท ตั้งแต่ปี 1989 -1996	บริษัทที่เทียบเคียงจะต้อง ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน มาก่อนหน้า 3 ปี Matching โดยใช้อุตสาหกรรมเดียวกัน ขนาดของบริษัทปีที่ -1 อยู่ระหว่าง 25%-200% นำมา rank โดย อัตราส่วน operating cash flow / asset ของปีที่ -1 ถ้าไม่มีบริษัทที่เทียบเคียง ให้เลือกโดยไม่ได้ คำนึงถึงอุตสาหกรรม	<ul style="list-style-type: none"> — Pretax operating cash flow — EBIT — Free Cash flow — Operating performance — การเปลี่ยนแปลงของที่ดิน อุปกรณ์สำนักงาน ต่อลิตรพัทธ์รวม — Book to market ratio — ขนาดของบริษัท 	Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests	มีการเพิ่มขึ้นของ กำไรทางบัญชีก่อน การออกหุ้นเพิ่มทุน และลดลงหลังจาก นั้น บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่ม ทุนมี Book to market ratio น้อย กว่าตลาด แสดงว่า ตลาดคิดว่าบริษัทที่ เพิ่มทุนจะมี โครงการ การลงทุน ที่มีกำไรที่ดี		สเปน

ตารางที่ 3 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ต่อ)

ลำดับ	ชื่องานวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	Matching Firm	Ratio ที่ใช้	วิธีศึกษา	ผลการศึกษา	ทฤษฎี	ประเทศ
			และเลือกขนาดของ บริษัทที่ 90% - 110% ของบริษัทที่เพิ่มทุน					
5	Junbo Wang, K.C. John Wei, Stephen W. Pruit	บริษัทที่ออกสิทธิเพิ่ม ทุนตั้งแต่ปี 1994-1999 ได้ทั้งหมด 432 บริษัท	Match กับบริษัทที่มี มูลค่าตลาดของสิทธิ ใกล้เคียงกัน โดยใช้ ราคา ณ สิ้นเดือนที่ออก สิทธิ	<ul style="list-style-type: none"> — P/E ratio — Book/Market — ROA — Cash flow / Asset — Asset turnover — Sales growth 	Wilcoxon matched- pairs signed-rank tests	ผลการดำเนินงาน ของบริษัทที่เพิ่มทุน มีค่าต่ำกว่าบริษัทที่ ไม่เพิ่มทุน ยกเว้น growth ของ Sales กับ Capex พบว่ามี ความสัมพันธ์เชิง บวกระหว่าง stock return กับการ เปลี่ยนแปลงของผล การดำเนินงาน		จีน
6	Rezaul Kabir, Peter Roosenboom	บริษัทที่เพิ่มทุนจด ทะเบียนในตลาด อัม เตอร์ดัม ตั้งแต่ปี 1984- 1995 ตัดกลุ่มสถาบัน	บริษัทเทียบเคียงต้องไม่ มีการออกหุ้นเพิ่มทุน หลังจากนั้น 5 ปี	<ul style="list-style-type: none"> ROA Net income/Asset EBIT/Asset EBITDA/Asset 	Wilcoxon signed- rank tests two tails	ราคากับผลการ ดำเนินงานของ บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่ม ทุนมีค่าลดลง		เบลเยียม , เนเธอร์แลนด์

ตารางที่ 3 สรุปรงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ต่อ)

ลำดับ	ชื่องานวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	Matching Firm	Ratio ที่ใช้	วิธีศึกษา	ผลการศึกษา	ทฤษฎี	ประเทศ
		การเงิน บริษัท หลักทรัพย์ บริษัท ประกัน		Cash flow/Asset ROS Profit margin/ Sales				



ตารางที่ 4 ผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน (เพิ่มบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินและกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง)

Measure of Operating Performance	Year Relative to Issuing Year									
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	
ROS1 (EBIT/Total Sales)										
N = จำนวนข้อมูล : คู่	44	53	53	53	53	53	53	53	53	53
Issuer Median (%)	9.68%	9.41%	10.35%	6.52%	6.30%	8.42%	7.39%	6.46%	7.61%	
Non-Issuer Median (%)	10.29%	8.19%	7.85%	9.00%	7.28%	5.30%	5.77%	6.62%	8.41%	
Wilcoxon Statistics	-0.455	-0.367	-0.872	-1.925 *	-0.509	0.722	-1.598	-0.553	0.385	
ROS2 (Operating Cashflows/Total Sales)										
N = จำนวนข้อมูล : คู่	44	53	53	53	53	53	53	53	53	
Issuer Median (%)	4.75%	6.29%	8.73%	6.03%	6.16%	6.26%	7.67%	5.54%	7.54%	
Non-Issuer Median (%)	5.72%	6.15%	5.14%	9.35%	4.30%	7.66%	9.02%	6.28%	9.23%	
Wilcoxon Statistics	-0.513	0.509	0.491	-1.563	-0.066	-1.067	-1.155	-0.27	-0.66	
Growth of Total Sales										
N = จำนวนข้อมูล : คู่	36	44	53	53	53	53	53	53	53	
Issuer Median (%)	13.55%	16.04%	10.59%	11.99%	7.47%	11.22%	3.33%	9.25%	10.86%	
Non-Issuer Median (%)	9.54%	12.89%	8.64%	17.79%	-0.05%	1.37%	2.78%	4.01%	4.97%	
Wilcoxon Statistics	1.194	0.222	0.155	-0.456	1.058	1.66 *	0.713	1.598	0.872	

หมายเหตุ: *, **, *** แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

ตารางที่ 5 การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน เมื่อเทียบกับปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) (เพิ่มบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินและกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง)

Measure of Operating Performance	Year Relative to Issuing Year								
	-3	-2	-1	1	2	3	4	5	
ROS1(EBIT/Total Sales)									
N = จำนวนข้อมูล : คู่	44	53	53	53	53	53	53	53	
Issuer Median (%)	0.24%	1.65%	0.91%	-1.22%	0.13%	-2.77%	-0.91%	-0.81%	
Non-Issuer Median (%)	2.35%	0.74%	-0.04%	-0.45%	-1.54%	-0.15%	-0.42%	-0.81%	
Wilcoxon Statistics	0.082	0.571	0.854	-0.341	2.643 ***	-0.792	0.376	1.208	
ROS2 (Operating Cashflows/Total Sales)									
N = จำนวนข้อมูล : คู่	44	53	53	53	53	53	53	53	
Issuer Median (%)	1.99%	1.40%	2.00%	0.68%	0.90%	0.80%	0.06%	0.16%	
Non-Issuer Median (%)	-3.57%	-3.71%	0.55%	-0.78%	-1.35%	0.95%	-0.38%	0.14%	
Wilcoxon Statistics	0.257	1.81 *	1.058	1.182	0.367	0.075	0.429	0.297	
Growth of Total Sales									
N = จำนวนข้อมูล : คู่	36	44	53	53	53	53	53	53	
Issuer Median (%)	0.87%	5.29%	1.96%	-9.87%	-6.92%	-4.98%	-0.94%	0.55%	
Non-Issuer Median (%)	-5.34%	0.82%	-3.36%	-17.48%	-14.31%	-8.39%	-13.95%	-8.00%	
Wilcoxon Statistics	0.189	0.070	0.633	0.713	1.545	0.775	1.979 **	0.828	

หมายเหตุ: *, **, *** แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

ตารางที่ 6 การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน เมื่อเทียบกับปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) แบบ Panel Data (เพิ่มบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินและกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง)

Measure of Operating Performance	Year Relative to Issuing Year								
	-3	-2	-1	1	2	3	4	5	
ROS1(EBIT/Total Sales) (n = 53 คู่)									
T-test Statistics	0.73	1.54	0.22	1.64	0.87	-0.46	-0.01	1.37	
P-Value	0.465	0.124	0.823	0.103	0.387	0.646	0.993	0.170	
F-test Statistics (R-sq = 0.0186)	1.15								
P-Value	0.3294								
ROS2 (Operating Cashflows/Total Sales) (n = 53 คู่)									
T-test Statistics	-0.7	-1.85 *	-0.15	-0.76	-1.30	-0.93	-1.02	-1.17	
P-Value	0.484	0.065 *	0.879	0.450	0.193	0.354	0.310	0.242	
F-test Statistics (R-sq = 0.0100)	0.64								
P-Value	0.7438								
Growth of Total Sales (n = 53 คู่)									
T-test Statistics	-1.04	0.39	0.22	0.75	0.19	0.21	0.83	0.82	
P-Value	0.299	0.694	0.824	0.455	0.850	0.836	0.410	0.414	
F-test Statistics (R-sq = 0.0115)	0.57								
P-Value	0.8008								

หมายเหตุ: *, **, *** แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

ตารางที่ 7 ผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน (เพิ่มบริษัทในกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง)

Measure of Operating Performance	Year Relative to Issuing Year								
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
ROS1 (EBIT/Total Sales)									
N = จำนวนข้อมูล : คู่	33	42	42	42	42	42	42	42	42
Issuer Median (%)	9.53%	7.22%	6.64%	6.27%	5.15%	6.48%	5.81%	6.22%	7.21%
Non-Issuer Median (%)	8.83%	7.95%	7.69%	7.99%	7.36%	5.53%	5.56%	5.56%	6.96%
Wilcoxon Statistics	0.009	-1.569	-1.119	-2.132 **	-1.519	-0.081	-1.657 *	-0.806	-0.644
ROS2 (Operating Cashflows/Total Sales)									
N = จำนวนข้อมูล : คู่	33	42	42	42	42	42	42	42	42
Issuer Median (%)	4.36%	5.03%	7.79%	4.04%	3.45%	6.14%	5.88%	4.16%	7.64%
Non-Issuer Median (%)	4.68%	3.34%	4.23%	9.30%	4.91%	7.92%	7.42%	5.02%	7.91%
Wilcoxon Statistics	-0.188	0.982	0.519	-2.319 **	-0.169	-0.606	-1.382	-0.769	-0.194
Growth of Total Sales									
N = จำนวนข้อมูล : คู่	26	33	42	42	42	42	42	42	42
Issuer Median (%)	13.55%	16.03%	10.61%	11.62%	8.08%	10.52%	3.43%	10.04%	3.44%
Non-Issuer Median (%)	7.28%	12.47%	7.85%	18.36%	1.73%	3.17%	2.89%	5.06%	5.56%
Wilcoxon Statistics	1.079	-0.581	-0.306	-0.419	0.882	0.994	0.094	0.819	1.069

หมายเหตุ: *, **, *** แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

ตารางที่ 8 การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน เมื่อเทียบกับปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) (เพิ่มบริษัทในกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง)

Measure of Operating Performance	Year Relative to Issuing Year							
	-3	-2	-1	1	2	3	4	5
ROS1 (EBIT/Total Sales)								
N = จำนวนข้อมูล : คู่	33	42	42	42	42	42	42	42
Issuer Median (%)	0.81%	0.88%	0.99%	-0.98%	0.15%	-2.59%	-0.79%	0.19%
Non-Issuer Median (%)	2.22%	0.79%	-0.02%	-0.14%	-0.53%	-0.16%	-0.46%	-0.44%
Wilcoxon Statistics	1.188	-0.069	1.069	-0.882	1.982 **	-0.381	0.206	0.344
ROS2 (Operating Cashflows/Total Sales)								
N = จำนวนข้อมูล : คู่	33	42	42	42	42	42	42	42
Issuer Median (%)	2.03%	1.68%	2.56%	0.64%	1.38%	1.37%	-0.01%	3.08%
Non-Issuer Median (%)	-2.60%	-3.71%	0.06%	-0.84%	-1.35%	0.57%	-0.33%	0.39%
Wilcoxon Statistics	0.902	2.845 ***	2.257 **	1.269	0.544	0.031	1.057	1.332
Growth of Total Sales								
N = จำนวนข้อมูล : คู่	26	33	42	42	42	42	42	42
Issuer Median (%)	2.07%	2.85%	2.28%	-9.21%	-4.13%	-4.78%	-1.35%	-1.04%
Non-Issuer Median (%)	-6.37%	1.00%	-4.05%	-13.95%	-14.07%	-8.23%	-11.95%	-10.31%
Wilcoxon Statistics	0.749	-0.491	0.219	0.231	1.107	0.431	1.494	1.094

หมายเหตุ: *, **, *** แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ

ตารางที่ 9 การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน เมื่อเทียบกับปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) แบบ Panel Data (เพิ่มกลุ่มธุรกิจขนาดกลาง)

Measure of Operating Performance	Year Relative to Issuing Year							
	-3	-2	-1	1	2	3	4	5
ROS1(EBIT/Total Sales) (n = 42 คู่)								
T-test Statistics	1.93 *	1.2	0.68	-0.48	1.41	1.02	0.44	1.01
P-Value	0.054 *	0.230	0.494	0.633	0.161	0.309	0.660	0.314
<i>F-test Statistics (R-sq = 0.0159)</i>	1.07							
P-Value	0.3848							
ROS2 (Operating Cashflows/Total Sales) (n = 42 คู่)								
T-test Statistics	2.50 **	2.62 ***	2.17 **	2.20 **	2.31 **	1.93 *	1.66 *	1.22
P-Value	0.013 **	0.009 ***	0.030 **	0.028 **	0.021 **	0.054 *	0.097 *	0.223
<i>F-test Statistics (R-sq = 0.0259)</i>	1.36							
<i>P-Value</i>	0.2148							
Growth of Total Sales (n = 42 คู่)								
T-test Statistics	-1.20	-0.35	-0.15	0.59	-0.08	-0.05	0.44	1.13
P-Value	0.232	0.730	0.880	0.554	0.937	0.964	0.662	0.261
<i>F-test Statistics (R-sq = 0.0195)</i>	0.75							
P-Value	0.6493							

หมายเหตุ: *,**,*** แสดงถึงระดับนัยสำคัญที่ 10%, 5% และ 1% ตามลำดับ