

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน
โดยวัดจากอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ
อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ
และอัตราการเติบโตของรายได้จากการขายและบริการ



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2558

ถิ่นสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

รายงานการศึกษาอิสระ
เรื่อง
ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน
โดยวัดจากอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ
อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ
และอัตราการเติบโตของรายได้จากการขายและบริการ

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 18 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2558

นางสาวสุพัชรี อัศวกรพงศ์
ผู้วิจัย

ปิยภัสร ธรรมวนิช,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษา

รองศาสตราจารย์ชาตรี จันทร์โคลิกา,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบ

รองศาสตราจารย์อรรถนพ ตันلامถย, Ph.D.
คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

นรีรัตน์ เตชพิรุณทอง,
Ph.D.

กรรมการสอบ

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ฉบับนี้ จะไม่สามารถสำเร็จลุล่วงไปได้หากไม่ได้รับความอนุเคราะห์จากอาจารย์ปียัสร ธรรมวนิช ที่ได้กรุณารับเป็นอาจารย์ที่ปรึกษา อาจารย์รองศาสตราจารย์ชาตรี จันทร์ โคลิกา ที่ได้รับเป็นกรรมการสอบในครั้งนี้ และได้ชี้แนะแนวทางในการจัดทำสารนิพนธ์ รวมทั้งให้คำแนะนำต่างๆ อันเป็นประโยชน์ ตลอดจนการตรวจสอบแก้ไขสารนิพนธ์ฉบับนี้จนสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ผู้วิจัยขอขอบคุณอาจารย์ทุกท่านเป็นอย่างสูง

นอกจากนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ และให้คำปรึกษาตลอดระยะเวลาการศึกษาของผู้วิจัย

ท้ายนี้ ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณบิดามารดา และขอบคุณพี่ๆ และเพื่อนๆ ที่ได้ให้คำปรึกษา คำแนะนำ และเป็นการให้กำลังใจในการจัดทำสารนิพนธ์ฉบับนี้ จนสำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี ทางผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า ผลของสารนิพนธ์ในครั้งนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจในด้านนี้ และสามารถใช้ข้อมูลสารนิพนธ์ไปพัฒนาให้เกิดประโยชน์ต่างๆ ได้ต่อไป

สุพัชรี อัศวักรพงศ์

ผลการดำเนินงานของบริษัทจะทะเบียนที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยวัดจากอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ และอัตราการเติบโตของรายได้จากการขายและบริการ

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

สุพัชรี อัคవัครพงศ์ 5650156

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ : ปิยภัสร ธรรมวนิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาตรี จันทร์โกลกา, Ph.D., นรีรัตน์ เทชพิรุณทอง, Ph.D

บทคัดย่อ

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลการดำเนินงานระยะยาวของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการซึ่งมีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยเปรียบเทียบกับบริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยการเลือกบริษัทเทียบเคียงจะใช้ประเภทของอุตสาหกรรม สินทรัพย์รวม และผลการดำเนินงาน โดยในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทนั้น โดยเลือกใช้ตัววัดผลการดำเนินงานจากอัตราส่วนทางการเงิน 3 อัตราส่วน เพื่อวิเคราะห์ถึงผลการดำเนินงานตั้งแต่ก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน 3 ปี จนถึงหลังออกหุ้นเพิ่มทุน 5 ปี

ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงระยะเวลา ก่อนการเพิ่มทุน 3 ปี (ปีที่ -3 ถึงปีที่ -1) และหลังการเพิ่มทุน 5 ปี (ปีที่ 1 ถึงปีที่ 5) ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลดังกล่าวตรงข้ามกับผลจากการวิจัยในต่างประเทศที่พบว่า ผลการดำเนินงานภายหลังการเพิ่มทุนของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมากกว่าบริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (Cai & Loughran, 1998; Hansen & Crutchley, 1990; Loughran & Ritter, 1997) แต่ผลการวิจัยดังกล่าวให้ผลที่สอดคล้องกับผลการวิจัยของนันทชัย (2554) แต่งานวิจัยนี้ได้ทำเพิ่มมาตรฐานวัดทางบัญชีในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัท โดยคำนึงถึงกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และอัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ และยอดขายด้วย เพื่อเป็นการสนับสนุนผลการวิจัยดังกล่าวให้ถูกต้องมากขึ้น นอกจากนี้ ยังพบอีกว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีแนวโน้มดีมากขึ้นอย่างรวดเร็วในปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน 1 ปี แต่กลับปรับตัวเยลลงอย่างรวดเร็วในปีที่เพิ่มทุน สะท้อนว่าอาจมีการตกแต่งบัญชีให้สวยงาม (window dressing) เพื่อประโยชน์ในการเพิ่มทุน และผลดังกล่าวเริ่มหายไปภายหลังการเพิ่มทุนเสร็จ

คำสำคัญ: การออกหุ้นเพิ่มทุน, ผลการดำเนินงาน, อัตราส่วนทางการเงิน

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	๔
บทคัดย่อ	๕
สารบัญตาราง	๖
สารบัญรูปภาพ	๗
บทที่ ๑ บทนำ	๑
บทที่ ๒ งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	๓
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	๓
2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	๔
บทที่ ๓ วิธีการวิจัย	๘
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกลุ่มตัวอย่าง	๘
3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	๑๑
3.3 ขั้นตอนการศึกษาวิจัย	๑๑
3.3.1 การเลือกบริษัทที่เข้มเครียง	๑๑
3.3.2 การทดสอบค่าสถิติของตัวแปร	๑๑
3.3.3 วิธีทางสถิติ	๑๒
บทที่ ๔ ผลการวิจัย	๑๔
4.1 สถิติเชิงพรรณนา	๑๔
4.2 วิธีการทดสอบของสองประชากรแบบจับคู่	๒๕
4.3 การทดสอบความแตกต่างโดยวิธีข้อมูลภาพตัดขวางตามกาลเวลา	๒๖
บทที่ ๕ สรุปผลการวิจัย	๓๐
บรรณานุกรม	๓๓
ภาคผนวก	๓๕
ประวัติผู้วิจัย	๕๑

สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า
3.1 จำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่ออกหุ้นเพิ่มทุน	9
3.2 จำนวนข้อมูลที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในแต่ละอุตสาหกรรมและสัดส่วนจากข้อมูลตัวอย่าง	10
3.3 จำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในแต่ละปีและสัดส่วนจากบริษัทกลุ่มตัวอย่าง	10
3.4 จำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างในแต่ละประเภทการเพิ่มทุนและสัดส่วนจากบริษัท	10
4.1 สถิติเชิงพรรณของข้อมูลกลุ่มบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน ตั้งแต่ปีก่อนเพิ่มทุนระยะเวลา 3 ปี (ปีที่ -3) จนถึงปีที่ 5 หลังจากเพิ่มทุน (ปีที่ 5)	16
4.2 สถิติเชิงพรรณของข้อมูลกลุ่มบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนตั้งแต่ปีก่อนเพิ่มทุนระยะเวลา 3 ปี (ปีที่ -3) จนถึงปีที่ 5 หลังจากเพิ่มทุน (ปีที่ 5)	19
4.3 ผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน	27
4.4 การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน เมื่อเทียบกับปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0)	28
4.5 การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน เมื่อเทียบกับปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) แบบ Panel Data	29

สารบัญสภาพ

สภาพ	หน้า
4.1 การเปรียบเทียบอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการระหว่าง บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน	22
4.2 การเปรียบเทียบอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการระหว่าง บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน	22
4.3 การเปรียบเทียบอัตราการเติบโตของรายได้จากการขายและบริการระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน	23
4.4 การเปรียบเทียบรายได้จากการขายและบริการระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน	23
4.5 การเปรียบเทียบกำไรจากการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน	24
4.6 การเปรียบเทียบกระแสเงินสดจากการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน	24
4.7 การเปรียบเทียบกำไรสุทธิระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน	25

บทที่ 1

บทนำ

เมื่อบริษัทดำเนินกิจกรรมมาได้สักระยะเวลาหนึ่ง อาจเกิดความจำเป็นที่ต้องการใช้เงินทุนในการดำเนินงาน การขยายกิจการ หรือการลงทุนในโครงการใหม่ โดยแหล่งของเงินทุนอาจได้มาจากแหล่งเงินทุนภายในบริษัท หรืออาจมาจากแหล่งเงินทุนภายนอก ซึ่งตามทฤษฎีการจัดหาเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking Order) บริษัทจะใช้วิธีการจัดหาเงินทุนโดยเริ่มจากภายในบริษัท หลังจากนั้นจะใช้วิธีการกู้ยืมเงิน และการออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นวิธีสุดท้าย (Myers, 1984) อย่างไรก็ตาม การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนก็เป็นวิธีที่นิยมในการจัดหาเงินทุนสำหรับบริษัทที่ขาดทุนเบินในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยค่อนข้างมาก 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 งานวิจัยในประเทศไทยส่วนใหญ่ จะเป็นงานวิจัยเพื่อศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทขาดทุนเบินที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยเปรียบเทียบผลตอบแทนในช่วงก่อนและหลังจากประกาศเพิ่มทุน และพบว่า ได้ผลเช่นเดียวกับในต่างประเทศ คือ การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้ผลตอบแทนของหุ้นในทิศทางลดลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงวันที่ประกาศขึ้นเครื่องหมาย XR (ปัลลิสรา อ่าวรุ่งเรือง และคณะ, 2554) และผลการศึกษาของ สุภกิจ ชาวชุมนุน (2548) เกี่ยวกับผลกระทบของการประกาศเพิ่มทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น พบว่า การประกาศเพิ่มทุนโดยออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทขาดทุนเบินในตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น เว้นแต่การประกาศเพิ่มทุนของธุรกิจการเงินที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นในเชิงลบ อย่างไรก็ตาม การศึกษาถึงผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ กลับมีอยู่อย่างจำกัด

งานวิจัยฉบับนี้จะให้ข้อมูลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ว่าดีกว่าหรือด้อยกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทเดียวกันที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนซึ่งอยู่ในตลาดเดียวกัน นอกจากนี้ ผลจากการวิจัยฉบับนี้ ซึ่งใช้กลุ่มตัวอย่างที่นอกเหนือจากงานวิจัย ในประเทศไทยและสหรัฐอเมริกาที่เคยมีการทำวิจัยเช่นนี้แล้ว จะเป็นการยืนยันหรือโต้แย้งผลการศึกษาของงานวิจัยดังกล่าว ว่าสามารถสรุปผลว่าใช้ได้โดยทั่วไปหรือไม่ อีกทั้ง บริบทในประเทศไทยมีความแตกต่างกับประเทศไทยและประเทศอื่นๆ ที่เคยมีการทำงานวิจัยลักษณะเช่นนี้ ในประเด็นต่างๆ เช่น ลักษณะโครงการสร้างของการถือหุ้นในบริษัทของประเทศไทยซึ่งมีการถือหุ้นโดยส่วนใหญ่จากบุคคลในบุคคลนั่น ผลกระทบโดยรวมของบริษัทมีประสิทธิภาพน้อยกว่าการเปิดเผยข้อมูลในประเทศไทยแต่เดียว รวมทั้งการใช้ประโยชน์ของข้อมูลจากบุคคลภายในก่อนที่ข้อมูลจะเปิดเผยต่อสาธารณะชนยังมีอยู่ เนื่องจากยังขาดการควบคุมดูแลอย่างจริงจังเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลภายใน (Insider trading)

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

งานวิจัยนี้ยังพบว่า ในปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีผลการดำเนินงานที่มากกว่าบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน ขณะที่ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน 1 ปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุนและในปีที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีความแตกต่างกันอย่างมาก โดยผลการดำเนินมีการปรับตัวศึกษาเรื่องปรับตัวเหล่านี้ในปีที่เพิ่มทุน ในขณะที่ผลการดำเนินงานของบริษัทเดียวกันที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน ไม่แสดงให้เห็นว่ามีการตัดต่อตัวเลขทางบัญชีก่อนการเพิ่มทุน (window dressing)

งานวิจัยฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นห้าส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review), วิธีการวิจัย (Methodology), ผลการวิจัย (Results) และสรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ (Conclusion and Suggestion) ตามลำดับ

บทที่ 2

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

2.1.1 ทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information)

ความไม่สมมาตรของข้อมูลจะเกิดขึ้นในสถานการณ์ที่ฝ่ายหนึ่งมีข้อมูลมากกว่าอีกฝ่ายหนึ่ง และฝ่ายที่มีข้อมูลมากกว่าอาจจะเอารัดเอาเปรียบฝ่ายที่ไม่มีข้อมูล หรือฝ่ายที่มีข้อมูลน้อยกว่าได้ (Barkley (2001))

ทฤษฎีนี้สามารถนำมาประยุกต์ในเรื่องการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ว่า การที่ผู้บริหารและนักลงทุนมีข้อมูลของบริษัทที่ไม่เท่าเทียมกัน นักลงทุนจึงมีความเสี่ยงในการลงทุนมากกว่าผู้บริหาร ยกตัวอย่างเช่น ผู้บริหารมีโครงการลงทุนใหม่ ซึ่งคาดว่ากระแสเงินสดและผลประกอบการของโครงการนั้นในอนาคตมีความไม่แน่นอนค่อนข้างสูงและมีความเสี่ยงค่อนข้างสูง 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 โดยปัจจัยที่เกิดขึ้นตามทฤษฎีนี้คือ การที่เป้าหมายและความต้องการของตัวแทนและตัวการไม่สอดคล้องกัน รวมทั้งทัศนคติต่อความเสี่ยงที่ไม่เหมือนกันของตัวการและตัวแทน ทำให้การตอบสนองต่อความเสี่ยง และการกระทำการของตัวการและตัวแทนต่างกัน เมื่อผู้ถือหุ้นแต่งตั้งผู้บริหารให้ดำเนินการแทน โดยมองว่าการตัดสินใจให้ผู้บริหารแทนนั้น หากผู้บริหารตัดสินใจและกระทำการโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเป็นหลัก ก็เป็นไปได้ที่จะไม่เป็นไปตามความต้องการ หรือผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจึงต้องสร้างระบบการให้ผลตอบแทน หรือระบบ

ความคุณภาพในเพื่อให้สามารถป้องกันการขักขอกของผู้บริหารเพื่อประโยชน์ส่วนตน เช่น การให้หุ้นแก่ผู้บริหารและพนักงาน การมีระบบการควบคุมภายในที่ดีป้องกันการทุจริต

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

2.1.3 ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน (The Pecking Order Theory)

ทฤษฎีนี้เป็นแนวคิดของ Myer and Majluf (1984) ที่กล่าวว่ากิจการจะจัดหาเงินทุนจากภายนอกเป็นอันดับแรก รองลงมาคือการกู้หนี้ และทางเลือกสุดท้ายคือการออกหุ้นสามัญใหม่ เพราะต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากแหล่งภายนอก (กำไรสะสม) ถูกที่สุด และต้นทุนในการจัดหาเงินทุนจากหนี้สินจะต่ำกว่าการออกหุ้นใหม่ โดยทฤษฎีนี้การรับรู้เริ่มมาจากทฤษฎีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) โดยผู้บริหารมีความรู้ถึงโครงการในอนาคตของบริษัท ความเสี่ยงและมูลค่าของบริษัทมากกว่าบุคลากรภายนอก ซึ่งความไม่สมมาตรของข้อมูลจึงมีผลกระทบต่อทางเลือกระหว่างแหล่งเงินทุนภายนอกและภายนอก และระหว่างการออกหนี้และหุ้นเพิ่มทุน

การตัดสินใจของผู้บริหารในการเลือกวิธีการระดมทุนจึงเป็นสัญญาณ (Signal) ที่ผู้บริหารมองอนาคตของบริษัทว่าดีหรือไม่ ก่อนบริษัทที่มีอนาคตสดใสจะไม่เลือกระดมทุนโดยการจำหน่ายหุ้นสามัญใหม่แต่จะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินแทน เพราะเมื่อบริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้นจากการโครงการลงทุนใหม่จะมีผลทำให้ราคาหุ้นสามัญสูงขึ้นอย่างรวดเร็วและผู้ที่ซื้อหุ้นสามัญที่ออกใหม่ ก็จะได้รับผลประโยชน์ไปด้วยทำให้ผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นเดิมจะได้น้อยลง ในทางตรงกันข้าม ผู้บริหารที่เห็นแนวโน้มในอนาคตไม่สดใส ก็จะเลือกระดมทุนจากการจำหน่ายหุ้นสามัญใหม่แทน ดังนั้น หากผู้บริหารเลือกวิธีจัดหาเงินทุนด้วยวิธีออกจำหน่ายหุ้นสามัญก็มีแนวโน้มที่ผลการดำเนินงานจะลดลงเนื่องจากมีความเสี่ยงและความไม่แน่นอนในอนาคตค่อนข้างสูง

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

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

2.2.1 การศึกษาเกี่ยวกับผลตอบแทนจากการลงทุน (Stock Price Performance) เมื่อมีการประกาศเพิ่มทุน

งานศึกษาวิจัยในกลุ่มนี้ได้ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการเพิ่มทุนและผลตอบแทนจากการลงทุน โดย Loughran and Ritter (1995) ได้ศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นครั้งแรกต่อประชาชน (IPO) หรือออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน (SEO) ในช่วงปี พ.ศ. 1990-1997 โดยเปรียบเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุนที่มีมูลค่าตามราคาตลาดใกล้เคียงกัน ในประเทศไทยจึงพบว่า ผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทที่มีการเสนอขายหุ้นครั้งแรกต่อประชาชนหรือออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัท เปรียบเทียบที่ไม่มีการเสนอขายหุ้นเป็นครั้งแรกหรือออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน 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 มีงานวิจัยที่ผลการศึกษาขัดแย้งกับผลการวิจัยข้างต้น ได้แก่ งานวิจัยของ Wang, Wei, and Pruitt (2006) ซึ่งทำการศึกษาผลตอบแทนของหุ้นในประเทศจีน พบว่า มีผลตอบแทนผิดปกติเชิงบวก (Positive Abnormal Stock Return) อย่างมีนัยสำคัญประมาณ 4.8% ในวันที่ประกาศออกสิทธิเพิ่มทุน (ex-date) และบริษัทที่ออกสิทธิเพิ่มทุนมีผลตอบแทนของราคาหุ้นที่สูงกว่า (outperform) กลุ่มของบริษัทที่นำมาเทียบเคียง โดยเลือกจากขนาดของบริษัท และอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าตลาด (book-to-market ratio) ซึ่งเป็นทิศทางตรงกันข้ามกับงานวิจัยที่กล่าวมาข้างต้น

สำหรับในประเทศไทย ปานิสรา อ่าวรุ่งเรือง และคณะ (2554) ได้ทำการศึกษาถึงผลตอบแทนของหุ้นเมื่อมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนพบว่า ให้ผลเช่นเดียวกันกับในต่างประเทศ คือ การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้ผลตอบแทนของหุ้นในทิศทางลดลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วงวันที่ประกาศขึ้นเครื่องหมาย XR อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาวิจัยของศูนย์วิจัยฯ ช้า ชุมนุม (2548) เกี่ยวกับผลกระทบของการประกาศเพิ่มทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น ให้ผลขัดแย้งกับงานวิจัยของปานิสรา อ่าวรุ่งเรือง และคณะ (2554) โดยพบว่า การประกาศเพิ่มทุนโดยออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจะคงที่ไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้น เนื่องจากหุ้นในช่วงแรกจะลดลงแต่หุ้นในช่วงหลังจะเพิ่มขึ้นและกลับคืนสู่ระดับเดิม จึงสรุปว่าทิศทางของอัตราผลตอบแทนของหุ้นเมื่อมีการประกาศเพิ่มทุนขึ้นอยู่กับแต่ละประเภท อุตสาหกรรมด้วย

2.2.2 การศึกษาเกี่ยวกับผลการดำเนินงานระยะยาวย (Operating Performance) เมื่อมีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

งานศึกษาวิจัยในกลุ่มนี้ได้ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการเพิ่มทุนและผลการดำเนินงานระยะยาวย โดย Loughran & Ritter (1997) ได้วิจัยศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (SEO) โดยใช้กลุ่มตัวอย่างการออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทในช่วงปี 1979 – 1989 ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NYSE AMEX และ Nasdaq ซึ่งไม่รวมสถาบันการเงิน จำนวน ตัวอย่าง 1,338 ตัวอย่าง เปรียบเทียบกับบริษัทที่ยังไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน พบว่าบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมีอัตราการลดลงของผลการดำเนินงานมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งงานวิจัยของ Kabir and Roosenboom (2003) ได้ทำการศึกษาผลการดำเนินงานในทวีปยุโรป และงานวิจัยของ Andrikopoulos (2009) ในประเทศไทย ให้ผลการศึกษาที่สนับสนุนงานวิจัยของ Loughran & Ritter (1997) โดยพบว่า บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีผลการดำเนินงานที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญหลังจากออกสิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งเป็นการสนับสนุนสมมติฐานความไม่สมมาตรของข้อมูล นอกจากนี้การศึกษาวิจัยของ Pastor-Llorca and Martin-Ugedo (2004) ยังให้หลักฐานสนับสนุนผลการวิจัยของ (Loughran & Ritter, 1997) โดยพบว่าในประเทศไทยเป็น บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีกำไรทางบัญชีเพิ่มขึ้นก่อนออกสิทธิ และลดลงต่อไปหลังออกสิทธิเพิ่มทุน ซึ่ง Cai and Loughran (1998) ได้ทำการศึกษาวิจัยผลการดำเนินงานของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ญี่ปุ่นที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงปี ก.ศ. 1971-1992 และ Wang et al. (2006) ซึ่งได้ทำการวิจัยในประเทศไทย พนว่าบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าบริษัทที่ยังคงออกหุ้นเพิ่มทุน

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

นนทชัยราชศิริส่งศรี (2554) ได้ทำการศึกษาเบรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่าง บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน (SEO) กับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งให้ผลการวิจัยบัดແย้งกับ ผลการวิจัยในต่างประเทศ โดยพบว่า บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีผลการดำเนินงานโดยใช้มาตรวัดทาง บัญชีที่ดีขึ้น และบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนก็มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นเช่นกัน ดังนั้น นนทชัย ราชศิริส่งศรี (2554) จึงสรุปว่า การที่กลุ่มตัวอย่างมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นไม่น่าจะเป็นผลมาจากการออกหุ้นเพิ่มทุน

วิธีการคัดเลือกบริษัทเทียบเคียง มาตรวัดผลการดำเนินงาน วิธีการทดสอบทางสถิติ ของงานวิจัยดังกล่าวข้างต้น ได้ถูกสรุปไว้ในภาคผนวก ตารางที่ 3 สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน



บทที่ 3

วิธีการวิจัย

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา และกลุ่มตัวอย่าง (Data and Sample)

การศึกษาวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ซึ่งจัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยใช้ข้อมูลการเพิ่มทุนของบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน เช่น กลุ่มธนาคาร, กลุ่มเงินทุน หลักทรัพย์ และกลุ่มประกันภัย ประกันชีวิต กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานตามงานของ Loughran and Ritter (1997) เนื่องจาก ลักษณะการดำเนินธุรกิจ รูปแบบการบริหารงาน ระบุขึ้นข้อบังคับที่แตกต่างไปจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น จึงทำให้อัตราส่วนทางการเงิน มีความแตกต่างกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ และไม่รวมกลุ่มธุรกิจขนาดกลางเนื่องจาก ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่ได้มีการจัดประเภทอุตสาหกรรมของธุรกิจขนาดกลาง ไว้ ดังนั้น หากนำบริษัทกลุ่มนี้มาทำการวิจัย อาจจะส่งผลให้การเลือกบริษัทเทียบเคียง คลาดเคลื่อนได้ งานวิจัยนี้จะเลือกการเพิ่มทุนที่มาจาก 3 ประเภท คือ การเพิ่มทุนชนิดเดียวจ้าง (Private Placement หรือ PP) การออกหุ้นใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (Right offering หรือ RO) การขายหุ้นเพิ่มทุนใหม่แก่สาธารณะทั่วไป (Public offering หรือ PO) เนื่องจากการเพิ่มทุน 3 ประเภท ดังกล่าวเป็นการเพิ่มทุนเพื่อนำไปลงทุนในกิจการ โดยการเพิ่มทุนของบริษัทที่เลือกมาเป็นกลุ่มตัวอย่างนั้น ต้องไม่มีการเพิ่มทุนมาก่อนหน้านั้น 3 ปี (Barber & Lyon, 1996)(Barber & Lyon, 1996) และเมื่อการเพิ่มทุนของบริษัทใดเข้ามามีเป็นกลุ่มตัวอย่างแล้วนั้น การเพิ่มทุนครั้งต่อๆ ไป จะไม่นำมารวมเป็นกลุ่มตัวอย่างอีก หากการเพิ่มทุนครั้งต่อๆ ไปยังอยู่ภายใต้ใน 5 ปี

งานวิจัยนี้จะศึกษาผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการเพิ่มทุนโดยเปรียบเทียบกับบริษัทที่ไม่มีการเพิ่มทุน ซึ่งจะทำการศึกษาผลการดำเนินงานก่อนเพิ่มทุนเป็นระยะเวลา 3 ปี และหลังเพิ่มทุนเป็นระยะเวลา 5 ปี เพื่อศึกษาถึงความเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานของบริษัทกลุ่มตัวอย่างและบริษัทที่นำมาเปรียบเทียบ ดังนั้น หากบริษัทใดที่เข้ามาอยู่ในกลุ่มตัวอย่างแล้วมีงบการเงินย้อนหลังก่อนเพิ่มทุนไม่ถึง 3 ปี หรือ มีงบการเงินลัดจากปีที่เพิ่มทุนไม่ถึง 5 ปี เนื่องจากบริษัทออกจากตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่ว่าจะด้วยการเลิกกิจการ หรือออกจากเป็นบริษัทขาดทุน ในตลาดหลักทรัพย์อีกต่อไป จะไม่นำรวมในกลุ่มตัวอย่าง งานวิจัยนี้จึงใช้ข้อมูลงบ

การเงินของบริษัทที่การออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเปรียบเทียบ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 – 2556 ซึ่งเป็นข้อมูลเท่าที่สามารถหาข้อมูลได้ล่าสุดในขณะที่ทำงานวิจัย

ตารางที่ 3.1 จำนวนข้อมูลของบริษัทกลุ่มตัวอย่างที่ออกหุ้นเพิ่มทุน

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

หมายเหตุ: CA หมายถึง การจดทะเบียนเพิ่มทุน

CR หมายถึง การจดทะเบียนลดทุน

XC หมายถึง การแปลงสภาพจากหุ้นกู้แปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ

XD หมายถึง การจ่ายปันผลเป็นหุ้น

XE หมายถึง การใช้ใบแสดงลิขิตในการซื้อหุ้นสามัญ

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 การขายหุ้นเพิ่มทุนใหม่แก่สาธารณะทั่วไป

RO คือ การออกหุ้นใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม

3.2 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา คือ อัตราส่วนทางการเงิน ซึ่งใช้ทั้งหมด 3 อัตราส่วน ประกอบด้วย

1. อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ (EBIT/ Revenue from Sales and Services)
2. อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ (Operating Cash Flows / Revenue from Sales and Services)
3. อัตราการเติบโตของรายได้จากการขายและบริการ (Growth of Revenue from Sales and Services)

3.3 ขั้นตอนการศึกษาวิจัย (Methodology)

3.3.1 การเลือกบริษัทเทียบเคียง

เมื่อได้กลุ่มตัวอย่างการเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในช่วงปี พ.ศ. 2547 -2551 แล้ว จะทำการเปรียบเทียบกับบริษัทเทียบเคียงที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนในปีนั้น ก่อนหน้านี้ 3 ปี และหลังจากนี้ 5 ปี (Matching Firm) ซึ่งเป็นการเปรียบเทียบแบบ 1 กลุ่มตัวอย่าง ต่อ 1 บริษัทเทียบเคียง (1:1) โดยเกณฑ์ที่ใช้ในการเทียบเคียง คือ เป็นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน มีมูลค่าของสินทรัพย์รวมและผลการดำเนินงานในปีที่ออกหุ้นเพิ่มทุนใกล้เคียงกับบริษัท กลุ่มตัวอย่างมากที่สุด 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 ซึ่งข้อมูลอัตราส่วนดังกล่าวได้รวมมาจากงบการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ใน SETSMART ศูนย์ข้อมูลออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์ฯ เพื่อนำมาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่าง บริษัท ในกลุ่มตัวอย่าง กับบริษัทที่ใช้เทียบเคียง โดยจะใช้สถิติเชิงพรรณा (Descriptive Statistics) แสดง อัตราส่วนต่างๆ ซึ่งแสดงถึงค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และค่าความเบี่ยงเบนมาตรฐาน ของบริษัทที่เพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียง จากนั้นก็จะนำมาทำการทดสอบทางสถิติ เนื่องจากข้อมูลทางบัญชีมีความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ย (Mean) และค่ามัธยฐาน (Median) ค่อนข้างมาก ทำให้ ข้อมูลมีความเบี้ย (Data Skewness) จึงใช้ค่ามัธยฐานในการทดสอบ และใช้การทดสอบที่ไม่ใช้ พารามิเตอร์ (Non-parametric statistical test) โดยวิธี Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests นอกจากนี้ ผู้วิจัยยังได้ทดสอบทางสถิติโดยใช้วิธีวิเคราะห์แบบ Time Fixed-Effect Regression มาร่วมด้วยเพื่อเป็นการยืนยันผลการทดสอบ โดยมีสมมตฐานในการศึกษาดังนี้

H_0 : ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการเพิ่มทุนไม่แตกต่างจากผลการดำเนินงานของ บริษัทที่ไม่มีการเพิ่มทุน

H_a : ผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการเพิ่มทุนแตกต่างจากผลการดำเนินงานของ บริษัทที่ไม่มีการเพิ่มทุน

3.3.3 วิธีทางสถิติ

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

การทดสอบ Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests เป็นการทดสอบเกี่ยวกับ ค่ามัธยฐาน (Median) ซึ่งข้อมูลนี้จะมีการแจกแจงแบบไม่ปกติ โดยเปรียบเทียบระหว่างกลุ่ม ตัวอย่าง 2 กลุ่มตัวอย่างที่เกี่ยวข้องกัน หรือเป็นกลุ่มตัวอย่างที่เปรียบเทียบกัน เพื่อที่จะประเมินว่า ค่ามัธยฐานของกลุ่มตัวอย่างแตกต่างกันหรือไม่

การคำนวณค่าสถิติที่ใช้ในการทดสอบ

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

- กำหนดให้ $D_i = X_i - Y_i$

- หากำสัมบูรณ์ของ $|D_i|$
- ให้ลำดับที่กับ $|D_i|$ ตามหลักการให้ลำดับที่ของ Wilcoxon (เรียงจากน้อยไปมาก)
- ให้ครึ่งหมายมวลกับลำดับที่ $|D_i|$ ตามครึ่งหมายของ D_i เดิม
- หากลรวมของลำดับที่ที่เป็นบวก (แทนด้วย T^+)
- หากลรวมของลำดับที่ที่เป็นลบ(แทนด้วย T^-)
- เนื่องจากกลุ่มตัวอย่างมีขนาดมากกว่า 15 จึงสามารถยอมรับว่า การแจกแจงของ T^+ มีการกระจายตัวไข่ไก่การแจกแจงแบบปกติ (ฐานนันดร อุสัยนี, ชีวิรุทธิ์ จันทร์หอม, รุสนี มะดา เชษ, & วรรณี ปานาน. (2554)) ดังนั้น จึงสามารถค่าสถิติต่างๆ ได้ตามสูตร ดังนี้

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

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

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

ดังนั้น เมื่อได้ค่า Z ก็จะสามารถคำนวณหาความน่าจะเป็น เพื่อทดสอบสมมติฐานได้

2. วิธีการทดสอบแบบข้อมูลภาพตัดขวางตามกาลเวลา (Panel Data)

ข้อมูลภาพตัดขวางตามกาลเวลา (Panel data) เป็นข้อมูลที่ประกอบด้วยอนุกรรมเวลากองแต่ละข้อมูลตัดขวางตามเวลา งานวิจัยนี้เลือกใช้วิธี Time Fixed-Effect Regression เพื่อวิเคราะห์เพราะสามารถควบคุมอิทธิพลเฉพาะตัวที่ไม่แปรตามเวลาได้ โดยใช้ Dummy Variable ของเวลาในโภคแลน โดยมีรูปแบบสมการ ดังนี้

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_{1D1it} + \beta_{2D2it} + \beta_{3D3it} + \beta_{4D4it} + \beta_{5D5it} + e_{it}$$

Y_{it} คือ ผลต่างระหว่างอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่มีการเพิ่มทุนกับอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่ไม่มีการเพิ่มทุน

D_t คือ ตัวแปรทุนของเวลา (Dummy Variable) โดยกำหนดให้ $D_1 = 1$ ถ้าเป็นข้อมูลในปีที่ 1 และ $D_1 = 0$ ถ้าเป็นข้อมูลในปีอื่นๆ ที่ไม่ใช่ปีที่ 1 สำหรับ $D_{-3}, D_{-2}, D_{-1}, D_2, D_3, D_4, D_5$ จะกีพิจารณาในลักษณะเดียวกันนี้

e_{it} คือค่าความผิดพลาดทางสถิติ ซึ่งมีค่าเฉลี่ยเท่ากับศูนย์

บทที่ 4

ผลการวิจัย

4.1 สถิติเชิงพรรณा (Descriptive Statistics)

ตารางที่ 4.1 และ 4.2 แสดงสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) สะท้อนถึงลักษณะของข้อมูลแต่ละกลุ่ม ทั้งบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียงที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุน เมื่อพิจารณาจากอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ (ROS1) และอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ (ROS2) พบว่า บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีแนวโน้มของผลการดำเนินงานที่ลดลงในช่วงระยะเวลา 3 ปี ก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ -3) จนถึงปีที่เพิ่มทุน (ปีที่ 0) และเพิ่มขึ้นภายหลังจากการเพิ่มทุน โดยพิจารณาจากค่ามัธยฐาน (เนื่องจากค่าเฉลี่ยมีความผันผวนค่อนข้างสูง จึงใช้ค่ามัธยฐานในการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา) เช่น ค่ามัธยฐานของอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ (ROS1) ในช่วงระยะเวลา 3 ปีก่อนเพิ่มทุน (ปีที่ -3) เท่ากับ 9.33% และมีแนวโน้มลดลงเรื่อยๆ จนเท่ากับ 5.84% ในปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) และหลังจากออกหุ้นเพิ่มทุนอัตราส่วนดังกล่าวมีแนวโน้มดีขึ้นจนเท่ากับ 8.83% ในปีที่ 5 หลังจากการเพิ่มทุน

นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาจากอัตราการเติบโต พบร้า อัตราการเติบโตของรายได้จากการขายและบริการ มีแนวโน้มลดลงอย่างต่อเนื่อง ตั้งแต่ ก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน 2 ปี (ปีที่ -2) จนถึง ปีที่ 5 หลังจากการเพิ่มทุน (ปีที่ 5)

จากตารางที่ 4.2 เมื่อพิจารณาจากอัตราส่วนทางการเงินส่วนใหญ่ พบร้า บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีแนวโน้มของผลการดำเนินงานที่ลดลงในช่วงระยะเวลา 3 ปี ก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ -3) และลดลงเรื่อยๆ จนถึงปีที่ 5 หลังจากการเพิ่มทุน (ปีที่ 5) เช่น อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ (ROS1) มีค่ามัธยฐานที่ลดลงเรื่อยๆ จากปีก่อนเป็นออกหุ้นเพิ่มทุน 3 ปี (ปีที่ -3) จนถึงปีที่ 5 หลังจากออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 5) โดยมีค่ามัธยฐานในปีที่ -3 เท่ากับ 8.76% และลดลงจนเหลือ 6.71% เป็นต้น ซึ่งให้ผลในทิศทางตรงกันข้ามกับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนเนื่องจาก พบร้า หลังจากออกหุ้นเพิ่มทุน บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น สำหรับค่ามัธยฐานของอัตราการเติบโตทั้ง 5 อัตรา มีความผันผวนในแต่ละปีก่อนข้าง จึงไม่สามารถวิเคราะห์แนวโน้มการเพิ่มขึ้นหรือลดลงได้

ดังนั้น เมื่อเปรียบเทียบระหว่างตารางที่ 4.1 และ ตารางที่ 4.2 พบว่า ทั้งบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทที่ไม่ได้มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่ลดลงทั้งคู่ในช่วงเวลา ก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน แต่ช่วงเวลาหลังจากออกหุ้นเพิ่มทุนแล้ว พบว่า บริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมีแนวโน้มของผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ในขณะที่ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมีแนวโน้มแย่ลง

เมื่อพิจารณาถึงผลการดำเนินงาน โดยดูจาก รูปภาพที่ 4.1 พบว่า บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน มีกำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการที่ดีขึ้นเรื่อยๆ ในขณะที่อัตราส่วนทางการเงินส่วนใหญ่ของบริษัทที่ Eisenkei มีแนวโน้มลดลง ยกตัวอย่างเช่น ค่ามัธยฐานของอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการในปีที่เพิ่มทุน (ปีที่ 0) มีค่าเท่ากับ 5.84% และมีค่าเพิ่มขึ้นเป็น 8.83% ในปีที่ 5 ในขณะที่บริษัทที่ Eisenkei มีค่ามัธยฐานในปีที่ 0 เท่ากับ 8.15% และลดลงเรื่อยๆ จนในปีที่ 5 เท่ากับ 6.71%

ถ้าพิจารณาด้านกระแสเงินสด รูปภาพที่ 4.2 พบว่า บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการที่ดีขึ้นเรื่อยๆ ในขณะที่อัตราส่วนทางการเงินส่วนใหญ่ของบริษัทที่ Eisenkei มีแนวโน้มลดลง ยกตัวอย่างเช่น ค่ามัธยฐานของอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการในปีที่เพิ่มทุน (ปีที่ 0) มีค่าเท่ากับ 4.70% และมีค่าเพิ่มขึ้นเป็น 8.60% ในปีที่ 5 ในขณะที่บริษัทที่ Eisenkei มีค่ามัธยฐานในปีที่ 0 เท่ากับ 8.21% และลดลงเรื่อยๆ จนในปีที่ 4 เท่ากับ 5.13%

อีกทั้งถ้าพิจารณาในด้านของอัตราการเติบโตของยอดขายทั้งบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน และบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน จะพบว่ามีการเติบโตของยอดขายรวมเพิ่มขึ้นทั้งคู่ โดยสามารถดูได้จากรูปภาพที่ 4.4 จึงยังไม่สามารถสรุปผลได้ว่าอัตราการเติบโตที่เพิ่มขึ้นเป็นผลมาจากการเพิ่มทุน

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

Year	Statistic	ROS1	ROS2	Growth1
-3	No.of Observation	36	36	32
	Median	9.33%	5.92%	14.44%
	Mean	8.59%	5.34%	24.81%
	Maximum	59.82%	51.38%	238.38%
	Minimum	-73.33%	-45.85%	-53.34%
	SD	25.56%	20.48%	45.89%
-2	No.of Observation	38	38	36
	Median	7.18%	6.65%	16.32%
	Mean	6.80%	3.27%	14.67%
	Maximum	55.54%	73.38%	80.25%
	Minimum	-83.91%	-197.17%	-41.76%
	SD	23.12%	38.95%	24.90%
-1	No.of Observation	38	38	38
	Median	7.25%	8.04%	11.53%
	Mean	0.85%	3.44%	17.37%
	Maximum	48.62%	50.00%	190.41%
	Minimum	-127.42%	-204.86%	-75.26%
	SD	36.04%	40.81%	47.12%
0	No.of Observation	38	38	38
	Median	5.84%	4.70%	9.38%
	Mean	-18.95%	-4.14%	8.70%
	Maximum	46.06%	73.87%	94.13%
	Minimum	-667.86%	-217.25%	-95.81%
	SD	115.44%	51.76%	28.42%

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

Year	Statistic	ROS1	ROS2	Growth1
1	No.of Observation	38	38	38
	Median	5.92%	5.30%	7.58%
	Mean	-10.52%	3.85%	22.90%
	Maximum	276.49%	83.15%	401.06%
	Minimum	-782.82%	-141.32%	-56.21%
	SD	138.87%	31.71%	86.13%
2	No.of Observation	38	38	38
	Median	7.77%	6.00%	10.33%
	Mean	3.34%	5.04%	6.31%
	Maximum	98.50%	73.07%	96.29%
	Minimum	-251.53%	-140.48%	-44.83%
	SD	51.73%	30.45%	27.52%
3	No.of Observation	38	38	38
	Median	6.33%	6.22%	3.62%
	Mean	12.65%	7.00%	5.57%
	Maximum	335.54%	69.88%	73.01%
	Minimum	-99.83%	-40.66%	-48.51%
	SD	58.79%	18.81%	25.94%
4	No.of Observation	38	38	38
	Median	6.29%	4.06%	10.31%
	Mean	-12.48%	-18.79%	8.58%
	Maximum	48.17%	79.38%	116.41%
	Minimum	-470.13%	-507.29%	-98.27%
	SD	84.36%	105.92%	39.79%

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

Year	Statistic	ROS1	ROS2	Growth1
5	No.of Observation	38	38	38
	Median	8.83%	8.60%	4.31%
	Mean	13.11%	-25.40%	28.36%
	Maximum	513.09%	48.32%	455.88%
	Minimum	-215.51%	-841.92%	-79.68%
	SD	95.24%	150.76%	97.51%

หมายเหตุ : ROS1 หมายถึง อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ
(EBIT/ Revenue from Sales and Services)

ROS2 หมายถึง อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและ
บริการ (Operating Cash Flows / Revenue from Sales and Services)

Growth1 หมายถึง อัตราการเติบโตของรายได้จากการขายและบริการ (Growth of
Revenue from Sales and Services)

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

Year	Statistic	ROS 1	ROS 2	Growth 1
-3	No.of Observation	33	33	18
	Median	8.76%	6.01%	7.38%
	Mean	13.36%	0.60%	35.68%
	Maximum	81.01%	46.31%	641.94%
	Minimum	-61.57%	-115.20%	-43.56%
	SD	24.23%	33.99%	123.07%
-2	No.of Observation	38	38	33
	Median	8.14%	5.41%	11.75%
	Mean	14.03%	4.14%	21.00%
	Maximum	74.08%	46.67%	194.18%
	Minimum	-21.66%	-37.14%	-55.13%
	SD	16.91%	18.33%	47.87%
-1	No.of Observation	38	38	38
	Median	7.82%	4.46%	9.52%
	Mean	11.83%	6.42%	17.80%
	Maximum	50.22%	50.78%	197.38%
	Minimum	-15.41%	-45.90%	-42.66%
	SD	13.51%	19.02%	40.42%
0	No.of Observation	38	38	38
	Median	8.15%	8.21%	19.47%
	Mean	12.60%	9.83%	19.67%
	Maximum	50.22%	61.20%	112.35%
	Minimum	-8.48%	-39.14%	-13.58%
	SD	13.75%	16.34%	21.28%

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

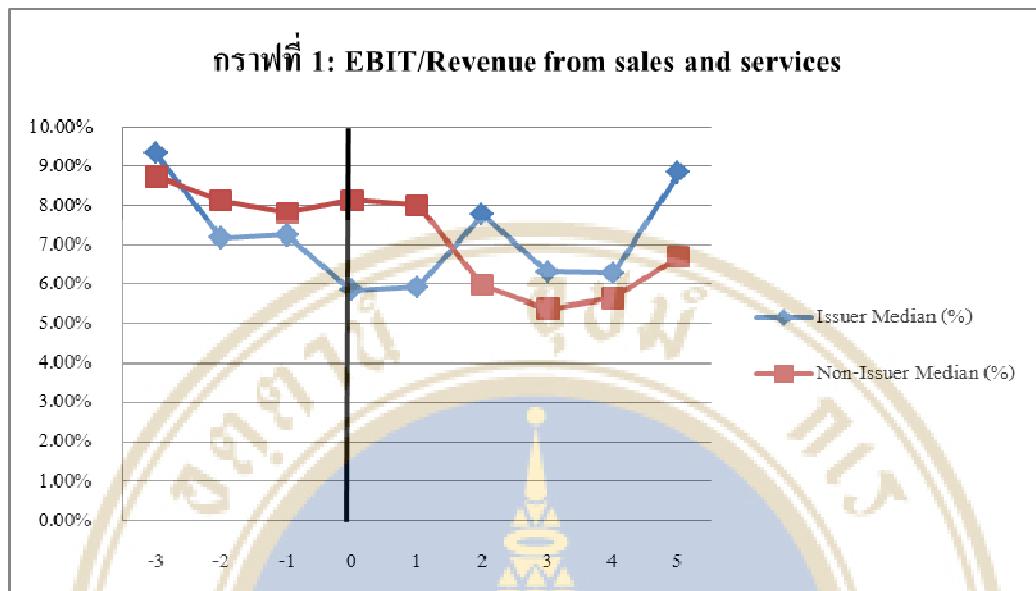
Year	Statistic	ROS 1	ROS 2	Growth 1
1	No.of Observation	38	38	38
	Median	8.02%	5.45%	0.01%
	Mean	11.37%	6.63%	4.15%
	Maximum	57.92%	73.53%	93.01%
	Minimum	-49.44%	-45.25%	-45.44%
	SD	18.31%	22.50%	28.59%
2	No.of Observation	38	38	38
	Median	5.97%	8.05%	3.37%
	Mean	9.37%	10.28%	7.60%
	Maximum	57.92%	57.82%	327.61%
	Minimum	-22.21%	-51.37%	-44.91%
	SD	17.76%	16.91%	58.84%
3	No.of Observation	38	38	38
	Median	5.38%	7.52%	2.25%
	Mean	10.86%	11.26%	8.03%
	Maximum	55.63%	73.08%	78.67%
	Minimum	-15.59%	-10.67%	-26.77%
	SD	15.94%	16.18%	26.19%
4	No.of Observation	38	38	38
	Median	5.66%	5.13%	2.53%
	Mean	9.90%	7.18%	1.75%
	Maximum	49.37%	49.59%	42.49%
	Minimum	-15.92%	-40.44%	-53.60%
	SD	14.75%	17.71%	21.44%

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

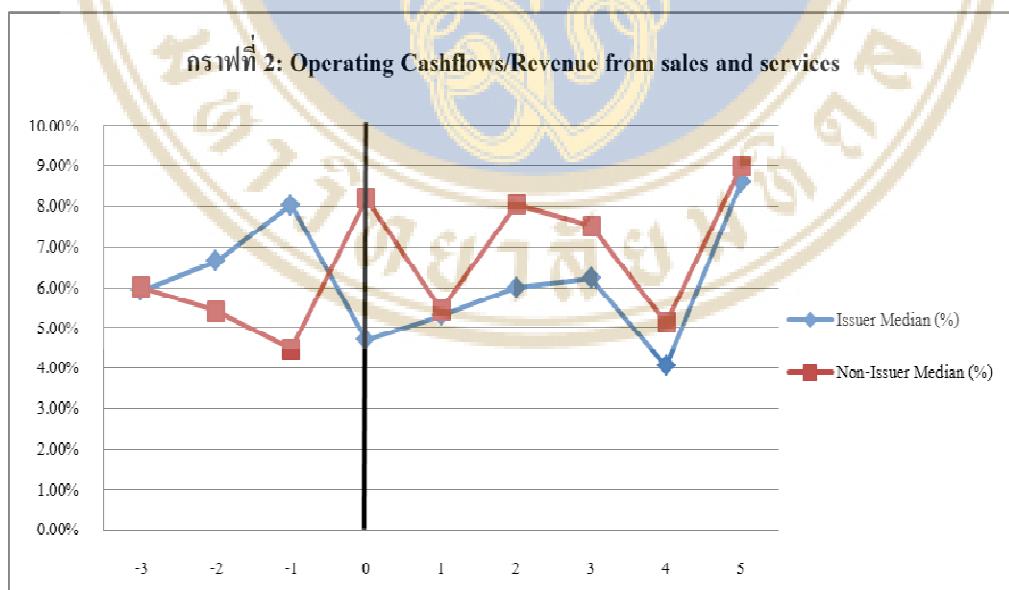
Year	Statistic	ROS 1	ROS 2	Growth 1
5	No.of Observation	38	38	38
	Median	6.71%	9.00%	6.68%
	Mean	11.10%	9.30%	6.75%
	Maximum	49.75%	47.51%	95.21%
	Minimum	11.10%	9.30%	6.75%
	SD	14.64%	17.40%	26.45%

หมายเหตุ : ROS 1 หมายถึง อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ (EBIT/ Revenue from Sales and Services)
 ROS 2 หมายถึง อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ (Operating Cash Flows / Revenue from Sales and Services)
 Growth 1 หมายถึง อัตราการเติบโตของรายได้จากการขายและบริการ (Growth of Revenue from Sales and Services)

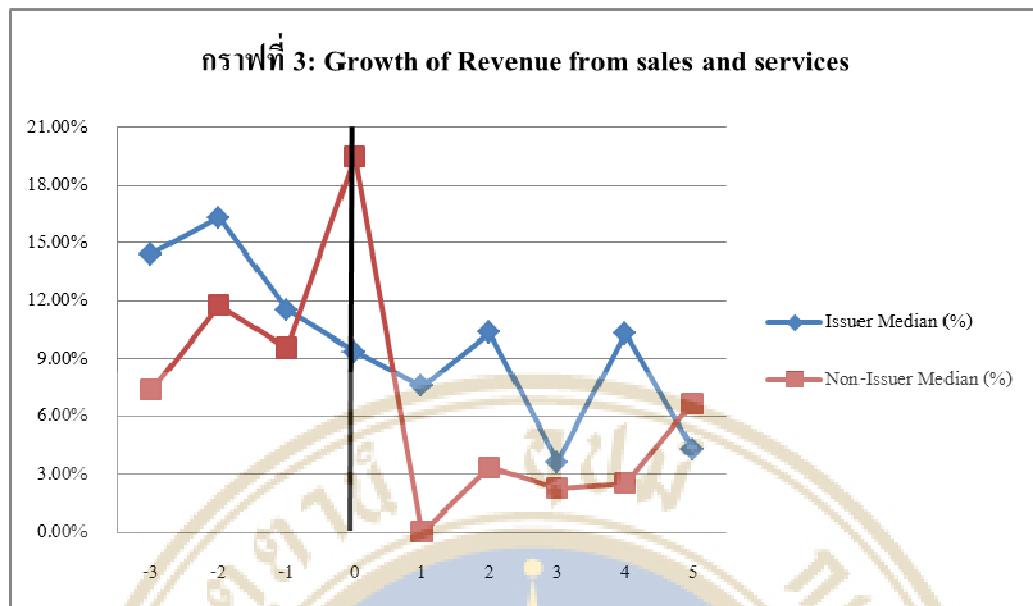
การเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่าง บริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน



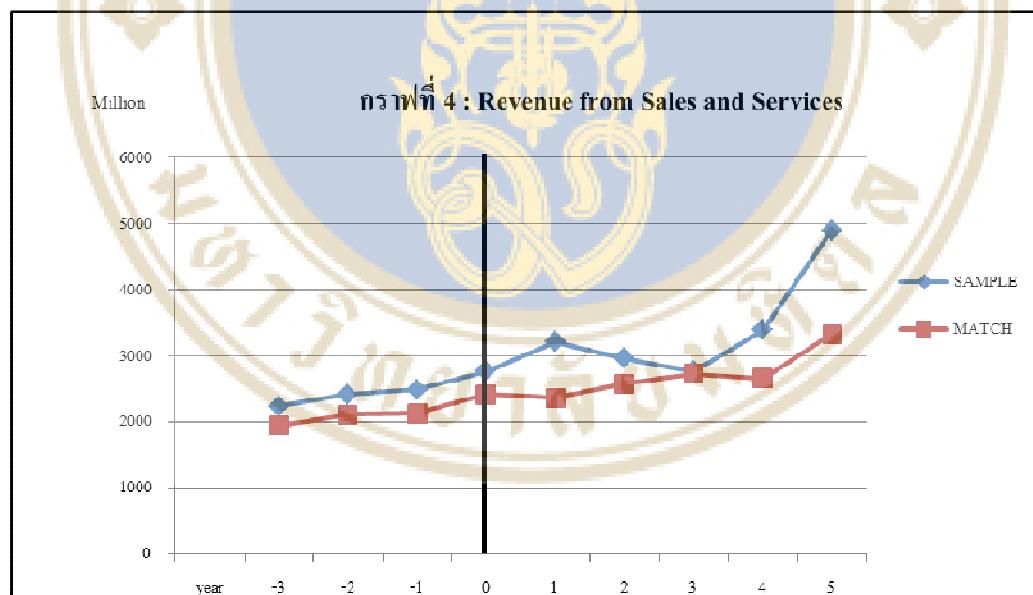
ภาพที่ 4.1 การเปรียบเทียบอัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการระหว่าง บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน



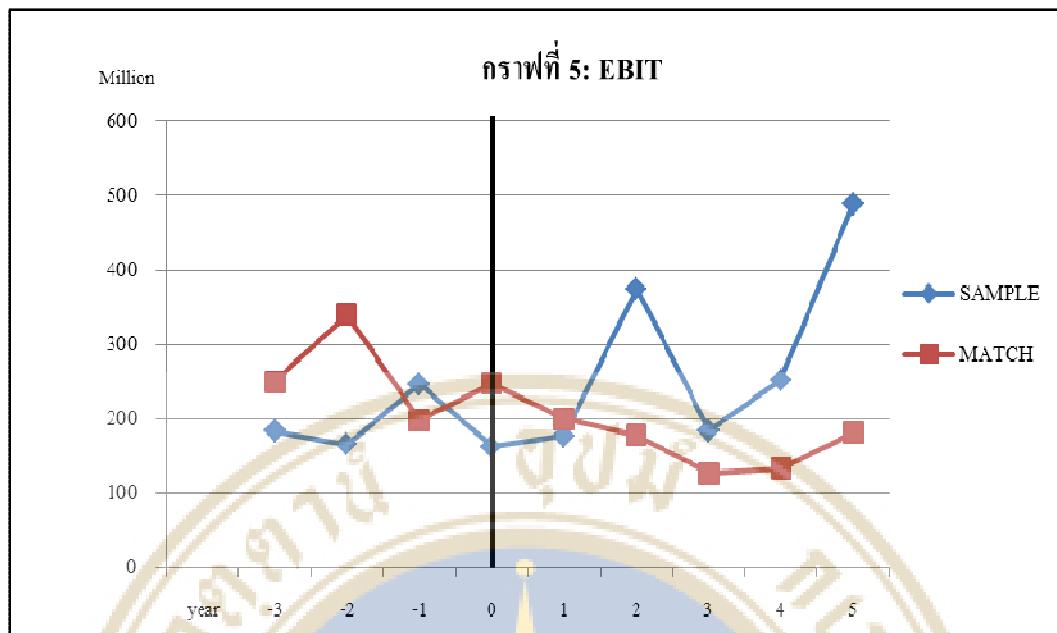
ภาพที่ 4.2 การเปรียบเทียบอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการระหว่าง บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน



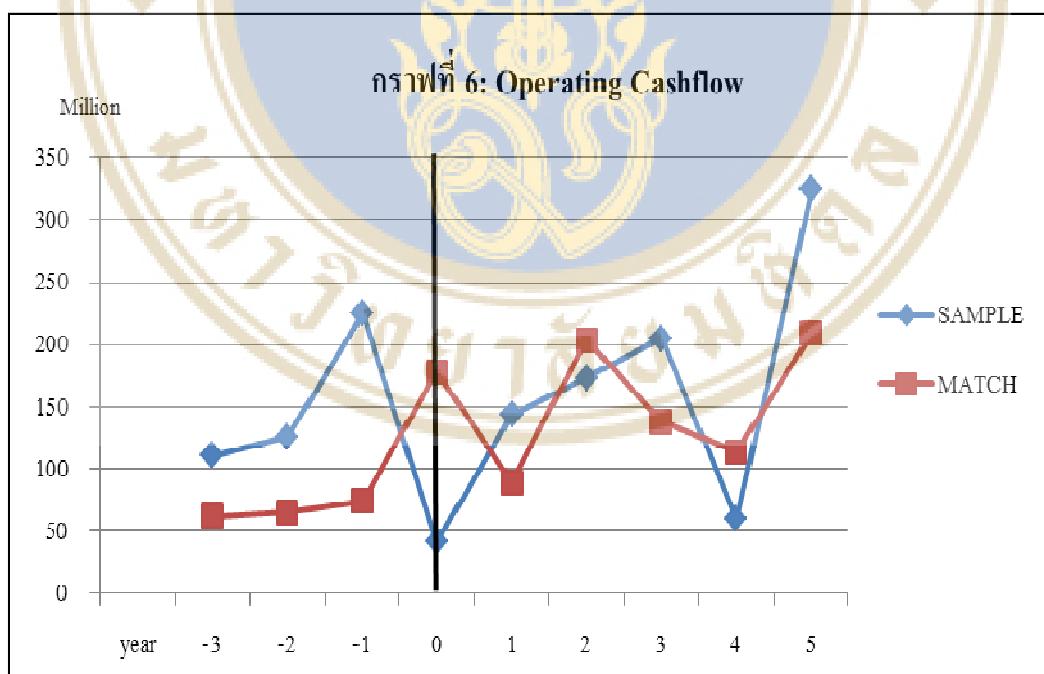
ภาพที่ 4.3 การเปรียบเทียบอัตราการเติบโตของรายได้จากการขายและบริการระหว่าง บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน



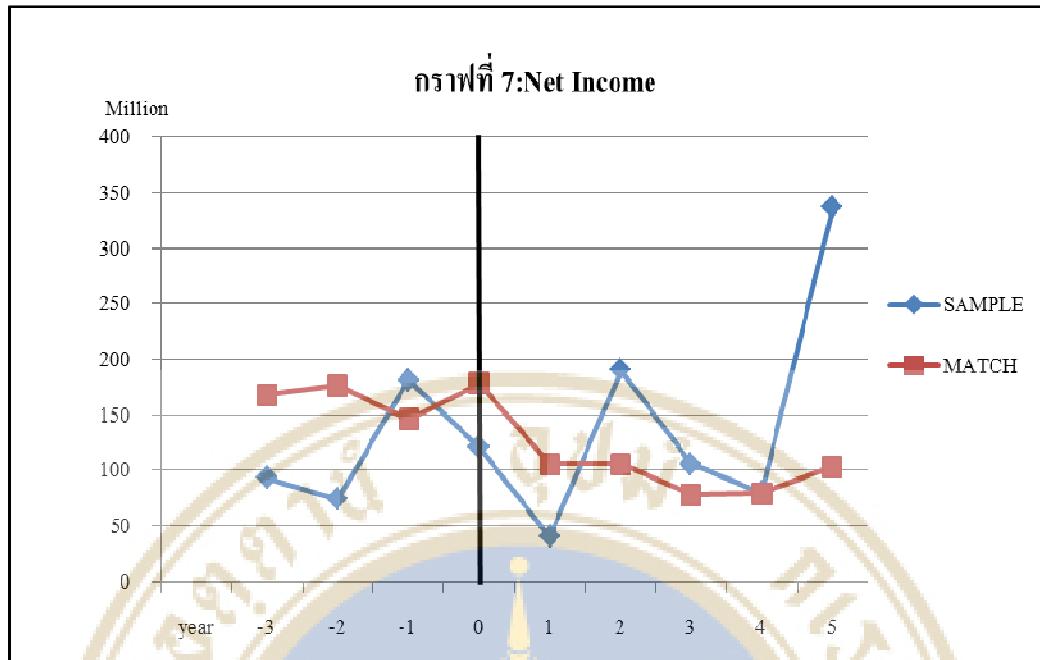
ภาพที่ 4.4 การเปรียบเทียบรายได้จากการขายและบริการระหว่าง บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน



ภาพที่ 4.5 การเปรียบเทียบกำไรจากการดำเนินงานระหว่าง บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน



ภาพที่ 4.6 การเปรียบเทียบกระแสเงินสดจากการดำเนินงานระหว่าง บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับ บริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน



ภาพที่ 4.7 การเปรียบเทียบกำไรสุทธิระหว่าง บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน

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

ตัวนี้เป็นการนำอัตราส่วนทางการเงินข้างบนมาทดสอบหาความแตกต่างของผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน โดยใช้วิธีทางสถิติ Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินวัดผลการดำเนินงาน มีทั้งหมด 3 อัตราส่วน คือ อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อรายได้จากการขายและบริการ อัตราการเติบโตของรายได้จากการขายและบริการ

สำหรับการทดสอบสมมติฐานของอัตราส่วนทางการเงินต่างๆ ของบริษัทกลุ่มตัวอย่าง และบริษัทเทียบเคียง โดยใช้วิธี Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests ในตารางที่ 4.3 จะพบว่า หลังจากมีการออกหุ้นเพิ่มทุนไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญของอัตราส่วนทางการเงินระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่ม

อย่างไรก็ตาม พนวณ ใบปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) มีความแตกต่างกันของอัตราส่วนทางการเงินระหว่าง บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุนอย่างมี

นัยสำคัญ ซึ่งพบว่าบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนจดทะเบียนมีผลการดำเนินงานที่แย่กว่าบริษัทที่ไม่ออกหุ้นเพิ่มทุน และเมื่อพิจารณาผลการดำเนินงานในแต่ละปี โดยเปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานในปีที่ออกหุ้นเพิ่มทุน (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 ในขณะที่ค่าดังกล่าวของบริษัทเทียบเคียงในปีที่ -1 มีการเปลี่ยนแปลงไปจากปีที่ -2 ไม่มากนัก สำหรับปีที่ 0 บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีค่าดังกล่าวลดลงอย่างรวดเร็ว ในขณะที่บริษัทเทียบเคียงมีค่าดังกล่าวเพิ่มขึ้น จึงมีความเป็นไปได้ว่า ตัวเลขทางบัญชีและอตราส่วนทางการเงินของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนในปีก่อนออกหุ้นเพิ่มทุน 1 ปี (ปีที่ -1) ผิดปกติ

4.3 การทดสอบความแตกต่างโดยวิธีข้อมูลภาพตัดขวางตามกาลเวลา (Panel Data)

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

ตารางที่ 4.3 ผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน

Measure of Operating Performance	Year Relative to Issuing Year									
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	
ROS1 (EBIT/Revenue from Sales and Services)										
N = จำนวนข้อมูล : คู่	31	38	38	38	38	38	38	38	38	
Issuer Median (%)	9.33%	7.18%	7.25%	5.84%	5.92%	7.77%	6.33%	6.29%	8.83%	
Non-Issuer Median (%)	8.76%	8.14%	7.82%	8.15%	8.02%	5.97%	5.38%	5.66%	6.71%	
Wilcoxon Statistics	0.137	-1.298	-1.095	-2.516 **	-1.573	0.036	-1.283	-0.935	0.022	
ROS2 (Operating Cashflows/Revenue from Sales and Services)										
N = จำนวนข้อมูล : คู่	31	38	38	38	38	38	38	38	38	
Issuer Median (%)	5.92%	6.65%	8.04%	4.70%	5.30%	6.00%	6.22%	4.06%	8.60%	
Non-Issuer Median (%)	6.01%	5.41%	4.46%	8.21%	5.45%	8.05%	7.52%	5.13%	9.00%	
Wilcoxon Statistics	-0.118	0.413	0.558	-1.922 *	-0.689	-0.486	-1.515	-0.964	-0.631	
Growth of Revenue from Sales and Services										
N = จำนวนข้อมูล : คู่	25	31	38	38	38	38	38	38	38	
Issuer Median (%)	14.44%	16.32%	11.53%	9.38%	7.58%	10.33%	3.62%	10.31%	4.31%	
Non-Issuer Median (%)	7.38%	11.75%	9.52%	19.47%	0.01%	3.37%	2.25%	2.53%	6.68%	
Wilcoxon Statistics	0.686	-0.392	-0.428	-1.878 *	0.645	1.617	-0.341	0.921	1.153	

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

ตารางที่ 4.4 การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน เมื่อเทียบกับปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0)

Measure of Operating Performance	Year Relative to Issuing Year								
	-3	-2	-1	1	2	3	4	5	
ROS1 (EBIT/Revenue from Sales and Services)									
N = จำนวนข้อมูล : คู่	31	38	38	38	38	38	38	38	38
Issuer Median (%)	1.47%	1.74%	1.65%	-0.73%	0.96%	-1.43%	-0.99%	0.40%	
Non-Issuer Median (%)	1.99%	1.01%	0.14%	-0.95%	-0.89%	-0.16%	-0.72%	-0.57%	
Wilcoxon Statistics	0.901	0.848	2.023 **	-0.225	2.241 **	0.152	0.674	1.182	
ROS2 (Operating Cashflows/Revenue from Sales and Services)									
N = จำนวนข้อมูล : คู่	31	38	38	38	38	38	38	38	38
Issuer Median (%)	2.10%	1.43%	2.69%	0.64%	1.24%	1.57%	-1.88%	2.64%	
Non-Issuer Median (%)	-1.10%	-2.95%	-1.74%	-0.85%	-1.51%	0.19%	-1.44%	0.38%	
Wilcoxon Statistics	0.803	2.531 **	2.748 ***	1.312	0.921	0.529	0.268	0.877	
Growth of Revenue from Sales and Services									
N = จำนวนข้อมูล : คู่	25	31	38	38	38	38	38	38	38
Issuer Median (%)	3.90%	4.65%	3.43%	-7.18%	-6.24%	-5.37%	-2.33%	-2.48%	
Non-Issuer Median (%)	-9.29%	0.48%	-3.28%	-18.02%	-13.86%	-10.03%	-14.99%	-12.58%	
Wilcoxon Statistics	1.117	-0.216	0.616	0.776	1.907 *	1.008	2.139 **	1.341	

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

ตารางที่ 4.5 การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน เมื่อเทียบกับปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) แบบ Panel Data

Measure of Operating Performance	Year Relative to Issuing Year								
	-3	-2	-1	1	2	3	4	5	
ROS1 (EBIT/Revenue from Sales and Services) (n = 38 คู่)									
T-test Statistics	1.69 *	1.34	1.13	0.53	1.41	1.84 *	0.50	1.85	
P-Value	0.092 *	0.182	0.258	0.595	0.161	0.067 *	0.614	0.066	
F-test Statistics (R-sq = 0.0192)	0.88								
P-Value	0.5351								
ROS2 (Operating Cashflows/Revenue from Sales and Services) (n = 38 คู่)									
T-test Statistics	1.26	0.93	0.78	0.79	0.62	0.69	-0.85	-1.47	
P-Value	0.210	0.353	0.436	0.427	0.536	0.491	0.394	0.142	
F-test Statistics (R-sq = 0.0283)	1.64								
P-Value	0.1144								
Growth of Revenue from Sales and Services(n = 38 คู่)									
T-test Statistics	-0.47	0.44	0.61	1.71 *	0.56	0.49	1.02	1.87 *	
P-Value	0.642	0.658	0.546	0.089 *	0.579	0.625	0.307	0.062 *	
F-test Statistics (R-sq = 0.0277)	1.00								
P-Value	0.4330								

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

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทำการศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน โดยใช้ข้อมูลการเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในช่วงปี พ.ศ. 2547 -2551 ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน เช่น กลุ่มน้ำมัน, กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ และกลุ่มประกันภัย ประกันชีวิต กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และงานวิจัยนี้จะเลือกการเพิ่มทุนที่มาจาก 3 ประเภท คือ การเพิ่มทุนชนิดเฉพาะเจาะจง (Private Placement หรือ PP) การออกหุ้นใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (Right offering หรือ RO) การขายหุ้นเพิ่มทุนใหม่แก่สาธารณะทั่วไป (Public offering หรือ PO) บริษัทที่เลือกมาเป็นกลุ่มตัวอย่างนี้ ต้องไม่มีการเพิ่มทุนมาก่อนหน้านี้ 3 ปี (Barber & Lyon, 1996)(Barber & Lyon, 1996) และเมื่อการเพิ่มทุนของบริษัทใดเข้ามาเป็นกลุ่มตัวอย่างแล้วนั้น การเพิ่มทุนครั้งต่อๆ ไป จะไม่นำมารวมเป็นกลุ่มตัวอย่างอีก หากการเพิ่มทุนครั้งต่อๆ ไปยังอยู่ภายใต้ 5 ปี

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

ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงระยะเวลา ก่อนการเพิ่มทุน 3 ปี (ปีที่ -3 ถึงปีที่ -1) และหลังการเพิ่มทุน 5 ปี (ปีที่ 1 ถึงปีที่ 5) ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน ไม่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับผล

การศึกษาของ นนทชัย (2554) ที่ได้ผลเช่นเดียวกัน แต่งานวิจัยนี้ได้ทำเพิ่มเติม โดยใช้มาตรวัดทางบัญชีในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัท โดยคำนึงกระແສເງິນສດຈາກການດໍາເນີນງານ ແລະອັຕຣາກາຮເຕີບໂຕຂອງກໍາໄຣສຸທີ ແລະຍອດຫາຍດ້ວຍ ເພື່ອເປັນກາຮສັນສຸນພດກາຮວິຈີຍດັກລ່າວໃຫ້ຄູກຕ້ອງມາກຢຶງຂຶ້ນ ແຕ່ອຍ່າງໄຣກໍຕາມ ພດກາຮວິຈີຍດັກລ່າວໄມ່ສອດຄລ້ອງກັບກາຮວິຈີຍໃນຕ່າງປະເທດທີ່ພບວ່າ ພດກາຮດໍາເນີນງານກາຍຫລັງກາຮເພີ່ມຖຸນຂອງບຣິຍັກທີ່ມີກາຮອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນແຢກວ່າບຣິຍັກເທິບເຄີຍທີ່ໄມ່ມີກາຮອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນ (Cai & Loughran, 1998; Hansen & Crutchley, 1990; Loughran & Ritter, 1997) ແຕ່ ຈາກວິຈີຍນີ້ ພບວ່າໄມ່ມີກາຮແຕກຕ່າງກັນຮ່ວງພດກາຮດໍາເນີນງານບຣິຍັກທີ່ເພີ່ມຖຸນແລະບຣິຍັກທີ່ໄມ່ເພີ່ມຖຸນ ຜົ່ງແຕກຕ່າງຈາກພດກາຮສຶກຍາໃນຕ່າງປະເທດ

ນອກຈາກນີ້ ຈາກວິຈີຍນີ້ຂັ້ງພບວ່າ ໃນປີທີ່ມີກາຮອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນ (ປີທີ່ 0) ພດກາຮດໍາເນີນງານຂອງບຣິຍັກທີ່ອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນແລະບຣິຍັກທີ່ໄມ່ໄດ້ອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນມີກາຮແຕກຕ່າງກັນອຍ່າງມີນັຍສຳຄັນທາງສົດຕິ ໂດຍບຣິຍັກທີ່ອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນມີພດກາຮດໍາເນີນງານທີ່ແຢກວ່າບຣິຍັກທີ່ໄມ່ໄດ້ອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນ ໂດຍໄດ້ພິຈາລະນາພດກາຮດໍາເນີນງານຈາກທັງ 3 ອັຕຣາສ່ວນ

ພດກາຮສຶກຍາຂັ້ງພບວ່າ ພດກາຮດໍາເນີນງານຂອງບຣິຍັກທີ່ອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນ ໃນປີກ່ອນອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນ 1 ປີ ແລະ ໃນປີທີ່ອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນ ມີກາຮແຕກຕ່າງກັນອຍ່າງນາກ ໃນຂະໜາດທີ່ພດກາຮດໍາເນີນງານຂອງບຣິຍັກເທິບເຄີຍຂອງທັງສອງປີໄກລ໌ເຄີຍກັນ ຜົ່ງເປັນຂໍອ່ມ່ງຂຶ້ວາຈະມີກາຮຕົກແຕ່ງຕົວເລັກກ່ອນກາຮເພີ່ມຖຸນ 1 ປີ ເນື່ອງຈາກ ກໍາໄລຈາກກາຮດໍາເນີນງານ ຮະແສເງິນສດຈາກກາຮດໍາເນີນງານແລະກໍາໄຣສຸທີ ຂອງບຣິຍັກທີ່ອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນມີແນວໂນມເພີ່ມສູງຂຶ້ນອ່າງຮວດເຮົວໃນປີກ່ອນອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນ 1 ປີ ແລະດັດລັງໃນປີທີ່ເພີ່ມຖຸນ

ທັງນີ້ຈາກວິຈີຍນີ້ມີຂໍອ້າກັດເກື່ອງກັບນາດຕ້ວອ່າງທີ່ທົດສອນ ເນື່ອງຈາກກາຮສຶກຍາວິຈີຍນີ້ຈະໃຊ້ກຸລຸ່ມຕ້ວອ່າງທີ່ມີກາຮເພີ່ມຖຸນທີ່ມີວັດຖຸປະສົງກໍເພື່ອນໍາເງິນມາໃຊ້ໃນກາຮສົງທຸນເທົ່ານີ້ ປະກອບກັນບຣິຍັກທີ່ມີກາຮອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນຫລາຍ ກໍ່ໄນ່ສາມາດເຂົ້າມາເປັນກຸລຸ່ມຕ້ວອ່າງໃດທັງໝົດ ເພື່ອລົດກາຮ້າສ້ອນຂອງຂໍອ່ມ່ລ ອີກທັງໝົດເປັນບຣິຍັກທີ່ໄມ່ມີກາຮອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນມາກ່ອນໜ້ານີ້ 3 ປີ ແລະຫລັງຈາກມີກາຮອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນມາ 5 ປີ ທ່ານໄກລ໌ຕ້ວອ່າງທີ່ໃໝ່ຈຳນວນນ້ອຍລົງ ເພົ່າບຣິຍັກທີ່ຈຳກະເປີນໃນຕາດຫລັກທັງພົມແກ່ປະເທດມັກຈະມີກາຮອອກຫຸ້ນເພີ່ມຖຸນຫລາຍຄົງ ແລະຄວາມສົມຜູ້ຮັນຂອງຂໍອ່ມ່ລມື່ງໆ ອ່າງຈຳກັດ ເນື່ອງຈາກເປັນຂໍອ່ມ່ລໃນຮະບະຍາວັດ 9 ປີ

ນອກຈາກນີ້ຂັ້ງມີຂໍອ້າກັດໃນກາຮເລື່ອກບຣິຍັກເທິບເຄີຍ ເນື່ອງຈາກກາຮຈຳປະເທດອຸຕສາຫກຮຽນຂອງຕາດຫລັກທັງພົມມີກາຮເປີ່ມແປງໃນໜ່ວຍທີ່ທຳກາຮສຶກຍາ ລວມທັງເປັນກາຮຍາກທີ່ຈະຫາວິຍັກເທິບເຄີຍທີ່ມີລັກຍະກາຮດໍາເນີນຮຽກງານໄກລ໌ເຄີຍກັນ ເພົ່າບຣິຍັກທີ່ຈຳກະເປີນອູ້ໃນຕາດຫລັກທັງພົມມື່ງໆໄນ້ມາກເທົ່າກັນໃນຕ່າງປະເທດ

สำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป ทางคณะวิจัยเห็นว่าอาจจะใช้ตัวแปรอัตราส่วนทางการเงินอื่นๆ ใน การศึกษา เช่น รายจ่ายในการวิจัยและพัฒนา การเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์固定 หรือเปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์ในการคัดเลือกบริษัทเทียบเคียงเพื่อให้ใกล้กับกลุ่มตัวอย่างมากขึ้น รวมถึงอาจจะเปลี่ยนวิธีการทดสอบทางสถิติอื่นๆ มาใช้ในการทดสอบ



บรรณานุกรม

- ฐานนันดร์ อุสัยนี, ชวีร์กุล จันทร์หอม, รุสนี มะตาเยะ, & วรรณี ป่าทານ. (2554). The Wilcoxon Test.
- นนพชัยราชคิริสั่งศรี. (2554). การศึกษาเปรียบเทียบผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน (SEO) และบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน.
- ปาลิสรา อ่าวรุ่งเรือง, สอthonan วงศ์ปุณณวัฒน์, สุกัญญา หวานสูงเนิน, & ดร.ปิยภัสร ธรรมวนิช. (2554). การศึกษาอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกรณีที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน.
- สุกิจ ชาวชุมนุม. (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.

បររលាយក្រម (ទៅ)

- 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 fo the literature from a UK perpective. *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 รายชื่อบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทที่ยื่บคีียง ในระหว่างปี 2547 – 2551

ลำดับ	ปี	บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน			บริษัทที่ยื่บคีียง	
		ประเภทสิทธิ	ชื่อย่อหักทรัพย์	ชื่อหักทรัพย์	ชื่อย่อหักทรัพย์	ชื่อหักทรัพย์
1	2547	PP	CCET	บริษัท แคล-คอมพ์ อีเล็กโตรอนิกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	HANA	บริษัท hana ไมโครอิเล็กโตรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)
2	2547	XR	EASTW	บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากร่น้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน)	BAFS	บริษัท บริการเชื้อเพลิงการบินกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)
3	2547	PP	MAJOR	บริษัท เมเจอร์ ซีเนเพล็กซ์ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	SAFARI	บริษัท ชาฟารีเวิลด์ จำกัด (มหาชน)
4	2547	XR	S & J	บ.เอส แอนด์ เจ อินเตอร์เนชั่นแนล เอนเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	JCT	บริษัท แจ็คเจี้ยอุดสาหกรรม (ไทย) จำกัด (มหาชน)
5	2547	PO	SPORT	บริษัท สยามสปอร์ต ชินดิคท จำกัด (มหาชน)	POST	บริษัท โพสต์ พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน)
6	2547	PP	SSC	บริษัท เสริมสุข จำกัด (มหาชน)	TVO	บริษัท นำมันพืชไทย จำกัด (มหาชน)
7	2547	PO	TPIPL	บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน)	SSI	บริษัท สาหร่ายสตีลอลินดัสตรี จำกัด (มหาชน)
8	2547	XR	UMI	บริษัท สา โม่สกอตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)	TIW	บริษัท ไทยแลนด์ ไอคอนเวิลส์ จำกัด (มหาชน)
9	2548	PP	IEC	บริษัท อินเตอร์เนชั่นแนล เอนจีนีียริ่ง จำกัด (มหาชน)	SIM	บริษัท สามารถ ไอ-โนบาย จำกัด (มหาชน)
10	2548	XR	NC	บริษัท นิวชิตี้(กรุงเทพฯ) จำกัด (มหาชน)	ABC	บริษัท แอกเซท ไบร์ท จำกัด (มหาชน)
11	2548	XR	NCH	บริษัท เอ็น. ชี. เอ็กซ์ชั่น จำกัด (มหาชน)	SAMCO	บริษัท ศัมมานกร จำกัด (มหาชน)
12	2548	XR	PAE	บริษัท พีเออี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	NOBLE	บริษัท โนเบล ดีวัลคูลป์เมนท์ จำกัด (มหาชน)
13	2548	PP	SAMTEL	บริษัท สามารถtelecom จำกัด (มหาชน)	SIM	บริษัท สามารถ ไอ-โนบาย จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 1 รายชื่อบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเที่ยบเคียง ในระหว่างปี 2547 – 2551 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน			บริษัทเที่ยบเคียง	
		ประเภทสิทธิ	ชื่oyieldholderทรัพย์	ชื่oyieldholderทรัพย์	ชื่oyieldholderทรัพย์	ชื่oyieldholderทรัพย์
14	2548	XR	TASCO	บริษัท ทิปโก้แอสฟัลท์ จำกัด (มหาชน)	WIIK	บริษัทวิค แอนด์ ฮุคันด์ 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 สุภालัย จำกัด (มหาชน)
17	2549	PP	BTS	บริษัท บีทีเอส กรุ๊ป โอลดิงส์ จำกัด (มหาชน)	SEAFCO	บริษัท ซีฟโก้ จำกัด (มหาชน)
18	2549	XR	CENTEL	บริษัท โทรแรมเมชั่น ทรัพพาชา จำกัด (มหาชน)	DTC	บริษัท ดุสิตธานี จำกัด (มหาชน)
19	2549	PP	CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)	GOLD	บริษัท แฟ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)
20	2549	PP	EE	บริษัท อีกอนิก เอ็นเนอยี จำกัด (มหาชน)	PPC	บริษัท แพ็คฟู้ด จำกัด (มหาชน)
21	2549	XR	MINT	บริษัท ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	TVO	บริษัท นำมันพีช ไทย จำกัด (มหาชน)
22	2549	XR	NEW	บริษัท วัฒนาการแพทช์ จำกัด (มหาชน)	M-CHAI	บริษัท โรงพยาบาลมหาชัย จำกัด (มหาชน)
23	2549	XR	PB	บริษัท เพรสชิดคนท์ เบเกอรี่ จำกัด (มหาชน)	HTC	บริษัท หาดทิพย์ จำกัด (มหาชน)
24	2549	XR	PG	บริษัท ประชากรณ์ จำกัด (มหาชน)	ICC	บริษัท ไอ.ซี.ซี. อินเดอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
25	2549	PP	SORKON	บริษัท ส. ขอนแก่นฟู้ดส์ จำกัด (มหาชน)	APURE	บริษัท อกริเพียว โอลดิงส์ จำกัด (มหาชน)
26	2549	PP	STEC	บริษัท ชีโน-ไทย เอ็นจีนียริ่ง แอนด์ คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)	CK	บริษัท ช.การช่าง จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 1 รายชื่อบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเที่ยบเคียง ในระหว่างปี 2547 – 2551 (ต่อ)

ลำดับ	ปี	บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน			บริษัทเที่ยบเคียง	
		ประเภทสิทธิ	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อหลักทรัพย์	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อหลักทรัพย์
27	2549	PP	TICON	บริษัท ไทยคอน อินดัสเตรียลคอนเนคชั่น จำกัด (มหาชน)	SPALI	บริษัท ศุภารัตน์ จำกัด (มหาชน)
28	2549	PP	TNPC	บริษัท ไทยนามพลาสติกส์ จำกัด (มหาชน)	TKT	บริษัท ที.กรุง ไทยอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน)
29	2550	XR	KCE	บริษัท เคซี อีเลคโทรนิคส์ จำกัด (มหาชน)	METCO	บริษัท มูร่าโน โต อีเล็คตรอน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)
30	2550	XR	KKC	บริษัท กุลธารเครื่องรับ จำกัด (มหาชน)	FMT	บริษัท ฟรุก้าว เมี้ยทัล (ไทยแลนด์) จำกัด (มหาชน)
31	2550	PP	LOXLEY	บริษัท ล็อกซเล่ย์ จำกัด (มหาชน)	SPI	บริษัท สาหพัฒนาอินเตอร์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)
32	2550	XR	LRH	บริษัท ลากูน่า รีสอร์ท แอนด์ ไฮเทล จำกัด (มหาชน)	SHANG	บริษัท แซงกรี-ลา โซลิด จำกัด (มหาชน)
33	2550	XR	NPARK	บริษัท แนเชอรัล พาร์ค จำกัด (มหาชน)	A	บริษัท อารียา พรอพเพอร์ตี้ จำกัด (มหาชน)
34	2550	PP	PRO	บริษัท โปรเฟสชั่นแนล เวสต์ เทคโนโลยี (1999) จำกัด (มหาชน)	GENCO	บริษัท บริหารและพัฒนาเพื่อการอนุรักษ์ลิ่งแวดล้อม จำกัด (มหาชน)
35	2550	PP	UV	บริษัท ยูนิเวนเจอร์ จำกัด (มหาชน)	CI	บริษัท ชาญอิสสระ ดีวิลล์ ปัมเนท จำกัด (มหาชน)
36	2551	XR	SPC	บริษัท สาหพัฒนพิบูล จำกัด (มหาชน)	SPI	บริษัท สาหพัฒนาอินเตอร์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)
37	2551	PP	SUPER	บริษัท ชูปีเรอร์นล็อก จำกัด (มหาชน)	TWP	บริษัท ไทยไวร์ โปรดักท์ จำกัด (มหาชน)
38	2551	PP	WAVE	บริษัท เวฟ เอ็นเตอร์เทนเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	SPORT	บริษัท สยามสปอร์ต ชินดิเกท จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 2 รายชื่อบริษัทในกลุ่มธุรกิจนาคการและกลุ่มธุรกิจนาดกลางที่ออกหุ้นเพิ่มทุนและบริษัทเทียบเคียง ในระหว่างปี 2547 – 2551

ลำดับ	ปี	บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน			บริษัทเทียบเคียง	
		ประเภทสิทธิ	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อหลักทรัพย์	ชื่อย่อหลักทรัพย์	ชื่อหลักทรัพย์
1	2547	PP	ASP	บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส กรุ๊ป โอลดิงล์ 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 อะมานะ ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)	SGF	บริษัท สยามเจนอรัลแฟกตอริ่ง จำกัด (มหาชน)
4	2548	XR	SCBLIF	บริษัท ไทยพาณิชย์ประกันชีวิต จำกัด (มหาชน)	AYUD	บริษัท ศรีอุฐฯ แคนปีตอล จำกัด (มหาชน)
5	2548	PP	TIP	บริษัท ทิพยประกันภัย จำกัด (มหาชน)	SMG	บริษัท สามัคคีประกันภัย จำกัด (มหาชน)
6	2548	XR	TNITY	บริษัท ทีนิตี้ วัฒนา จำกัด (มหาชน)	SGF	บริษัท สยามเจนอรัลแฟกตอริ่ง จำกัด (มหาชน)
7	2548	PP	TVI	บริษัท ประกันภัยไทยวิวัฒน์ จำกัด (มหาชน)	NSI	บริษัทนำสินประกันภัย 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 ซีไออีมี ไทย จำกัด (มหาชน)
10	2549	XR	TIC	บริษัท ไทยประกันภัย จำกัด (มหาชน)	TSI	บริษัท ไทยเศรษฐกิจประกันภัย จำกัด (มหาชน)
11	2550	PP	ACAP	บริษัท เอแคป แอ็ด ไบเซอร์ จำกัด (มหาชน)	TK	บริษัท รูติกร จำกัด (มหาชน)
12	2550	PP	ADAM	บริษัท อาดามส อินคอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	MATCH	บริษัท เมมฟิช แม็กซิมัช โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)
13	2550	PO	CIG	บริษัท ซี.ไอ.กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	SMIT	บริษัท สหมิตรเครื่องกล จำกัด (มหาชน)
14	2550	XR	ILINK	บริษัท อินเตอร์ลิงค์ คอมมิวนิเคชั่น จำกัด (มหาชน)	INET	บริษัท อินเทอร์เน็ตประเทศไทย จำกัด (มหาชน)
15	2551	XR	GL	บริษัท กรุ๊ปเลส จำกัด (มหาชน)	TK	บริษัท รูติกร จำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 3: สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน

ลำดับ	ชื่องานวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	Matching Firm	Ratio ที่ใช้	วิธีศึกษา	ผลการศึกษา	ทฤษฎี	ประเทศ
1.	TIM LOUGHRAN and JAY R. RITTER	1. บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน หุ้น 1,338 ตัวอย่าง ตั้งแต่ปี 1979-1989 จดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์ NYSE, AMEX และ Nasdag ซึ่งไม่รวมกลุ่ม สถาบันการเงิน กับ กลุ่มสาขาวัสดุปิโภค 2. เป็นการเพิ่มทุนที่จ่าย เป็นเงินสด 3. ถ้า SEO เดียวกันมี การเพิ่มทุนหลายครั้ง ให้เลือกครั้งแรกสุด และหลังจากนั้น 5 ปี ต้องไม่มีการเพิ่มทุน อีก 4. เลือกแต่บริษัทที่มี มูลค่าตามบัญชีของ	บริษัทเทียบเคียง คัดเลือกตาม 1. อุตสาหกรรม 2. ขนาดของสินทรัพย์ ณ ปีที่ 0 ต้องอยู่ ระหว่าง 25%-200% ของบริษัทที่เพิ่มทุน 3. ผลการดำเนินงาน นำมาเรียงลำดับจาก กำไรจากการ ดำเนินงานก่อนถึง เสื่อมราคาต่อ สินทรัพย์ บริษัทที่มี ratio ใกล้เคียงที่สุดก็ จะถูกเลือกมาเป็น บริษัทเทียบเคียง บริษัทดังกล่าวต้องไม่มี การออกหุ้นเพิ่มทุนมา ก่อนหน้า 5 ปี	— EBITDA/ASSET — Profit Margin — ROA — EBITDA/SALES — CE+RD/Asset — Market/ Book	Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests ในการทดสอบ สมมติฐานว่า การ กระจายตัวของ อัตราส่วนของ บริษัทที่เพิ่มทุนกับ บริษัทที่ไม่เพิ่มทุน เมื่อเทียบกันหรือไม่ Ho: การกระจายตัว ของกลุ่มตัวอย่างกับ บริษัทที่เทียบเคียง เมื่อเทียบกัน	ค่า Z ของทุก Ratio มีค่าติดลบ แสดงว่า มีการลดลงของ Ratio อย่างมี นัยสำคัญทางสถิติ ระหว่างปีที่ 0 และปี ที่ 4 สำหรับบริษัทที่ เพิ่มทุนเมื่อเทียบกับ บริษัทที่ไม่เพิ่มทุน		USA

ตารางที่ 3: สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ต่อ)

ลำดับ	ชื่องานวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	Matching Firm	Ratio ที่ใช้	วิธีศึกษา	ผลการศึกษา	ทฤษฎี	ประเทศ
		สินทรัพย์ตั้งแต่ 20 ล้านบาทขึ้นไป	หากไม่มีบริษัทใดอูก เดือด จะนำมาพิจารณา ใหม่ โดยดูจากขนาด สินทรัพย์ที่อยู่ระหว่าง 90% -110% ของบริษัท ที่เพิ่มทุน					
2	Jun Cai, Tim Loughran	บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน 1,389 บริษัท ใน ระหว่างปี 1971-1992 ไม่รวมกลุ่มสถาบัน การเงิน ไม่รวมบริษัทที่ มีจำนวนเงินเพิ่มทุน น้อยกว่า 100 ล้านเยน ถ้า SEO เดียวกันมีการ เพิ่มทุนหลายครั้ง ให้ เดือกรวบรวมสุด และ หลังจากนั้น 5 ปี ต้องไม่ มีการเพิ่มทุนอีก	ต้องไม่มีการออกหุ้น เพิ่มทุนมาก่อนหน้า 5 ปี เดือกดามกลุ่ม อุตสาหกรรมกับ operating performance	<ul style="list-style-type: none"> — Ordinary income (=Operating income - Depreciation + Interest income and expense before taxes) — Operating Income — Operating cash flow <p>ทั้ง 3 ค่าหารือตัวปี total Asset กับหารือตัวปี net sales</p>	Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests	การลดลงของ Ratio ของบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนน้อยกว่าประเทศ USA Growth rate มีค่าลดลงอย่างมีนัยสำคัญ หลังจากมีการเพิ่มทุน บริษัทที่ไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนผลการดำเนินงานก็แย่ลง เหมือนกัน แต่น้อยกว่าบริษัทที่เพิ่มทุน		ญี่ปุ่น

ตารางที่ 3: สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ต่อ)

ลำดับ	ชื่องานวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	Matching Firm	Ratio ที่ใช้	วิธีศึกษา	ผลการศึกษา	ทฤษฎี	ประเทศ
				— Growth rate of capex, net sales, Operating income		Stock performance มีค่าลดลง เมื่อองค์กรแต่งตั้งอยู่ ว่าบริษัทที่เพิ่ม		
3	นนทรัช	บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปี 1998 – 2006 ยกเว้น กลุ่มสถาบันการเงิน และอยู่ระหว่างการ พื้นฟูผลการดำเนินงาน เป็นบริษัทการเพิ่มทุนที่ จำกัดเป็นเงินสด (cash offer) ต้องไม่มีการเพิ่มทุนหลังจากนั้น 4 ปี	เลือกตาม อุดสาหกรรมเดียวกัน ใช้ผลการดำเนินงาน ใน การ match โดยมีขนาด สินทรัพย์อยู่ระหว่าง 25% - 200% นำมาเรียง ตาม ROA (EBLT/ASSET) เอามา RANK เลือกบริษัทที่มีค่า ใกล้เคียงที่สุด แต่ทั้งนี้ ต้องมีค่าแตกต่างกันไม่เกิน 5% ของบริษัทที่ เป็นกลุ่มตัวอย่าง และ เลือกบริษัทที่มีค่า ใกล้เคียง	— EBIT/Total Asset — EBIT/Sales	Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests ทดสอบ ปีที่ -4 กับ 0 กับปีที่ 4 กับ 0 ใช้ค่า median (ค่าที่ได้ไม่แตกต่าง กัน)	บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่ม หุ้นกับบริษัทที่ ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่ม หุ้น มีผลการดำเนิน ที่ดีขึ้น หลังจากที่มี การเพิ่มทุน แต่ ไม่ได้มีผลแตกต่าง กันอย่างมีนัยสำคัญ ทางสถิติ จึงไม่ น่าจะเป็นผลมาจากการออกหุ้นเพิ่มทุน	1. Information asymmetry 2. Agency conflicts 3. Signaling theory	ประเทศไทย

ตารางที่ 3: สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ต่อ)

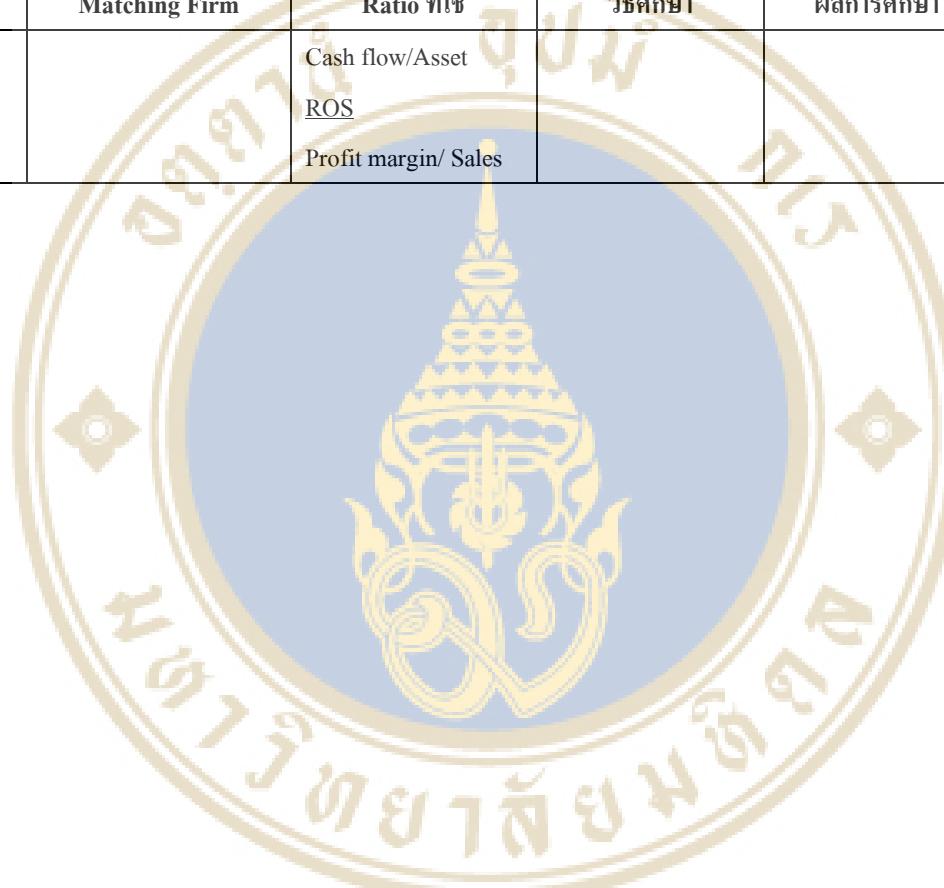
ลำดับ	ชื่องานวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	Matching Firm	Ratio ที่ใช้	วิธีศึกษา	ผลการศึกษา	ทฤษฎี	ประเทศ
			กรณีที่ไม่เข้าเงื่อนไข มีส่วนได้เสียในอุตสาหกรรมเดียวกันคาดสินทรัพย์อยู่ระหว่าง 80%-120%					
4	Maria Jesus Pastor-Llorca, Juan Francisco Martin-Ugedo	บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 125 บริษัท ตั้งแต่ปี 1989 -1996	บริษัทเทียบเคียงจะต้องไม่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนมาก่อนหน้า 3 ปี Matching โดยใช้อุตสาหกรรมเดียวกันขนาดของบริษัทปีที่ -1 อยู่ระหว่าง 25%-200% นำมา rank โดยอัตราส่วน operating cash flow / asset ของปีที่ -1 ถ้าไม่มีบริษัทเทียบเคียงให้เลือกโดยไม่ได้คำนึงถึงอุตสาหกรรม	<ul style="list-style-type: none"> — Pretax operating cash flow — EBIT — Free Cash flow — Operating performance — การเปลี่ยนแปลงของที่ clin อุปกรณ์สำนักงาน ต่อสินทรัพย์รวม — Book to market ratio — ขนาดของบริษัท 	Wilcoxon matched-pairs signed-rank tests	มีการเพิ่มขึ้นของกำไรทางบัญชีก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุน และลดลงหลังจากนั้น บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมี Book to market ratio น้อยกว่าตลาด แสดงว่าตลาดคิดว่าบริษัทที่เพิ่มทุนจะมีโครงการ การลงทุนที่มีกำไรที่ดี		สเปน

ตารางที่ 3: สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ต่อ)

ลำดับ	ชื่องานวิจัย	กลุ่มตัวอย่าง	Matching Firm	Ratio ที่ใช้	วิธีศึกษา	ผลการศึกษา	ทฤษฎี	ประเทศ
			และเดียวกันมากของ บริษัทที่ 90% - 110% ของบริษัทที่เพิ่มทุน					
5	Junbo Wang, K.C. John Wei, Stephen W. Pruitt	บริษัทที่ออกสิทธิเพิ่ม ทุนตั้งแต่ปี 1994-1999 ได้ทั้งหมด 432 บริษัท	Match กับบริษัทที่มี มูลค่าตลาดของสิทธิ ใกล้เคียงกัน โดยใช้ ราคาน้ำหนึ่งเดือนที่ออก สิทธิ	— 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	บริษัทเทียบเคียงต้องไม่มี มีการออกหุ้นเพิ่มทุน หลังจากนั้น 5 ปี	ROA Net income/Asset EBIT/Asset EBITDA/Asset	Wilcoxon signed- rank tests two tails	ราคา กับผลการ ดำเนินงานของ บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่ม ทุน มีค่าลดลง		เบลเยียม, เนเธอร์ แลนด์

ตารางที่ 3: สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ต่อ)

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



ตารางที่ 4: ผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน (เพิ่มบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินและกลุ่มธุรกิจธนาคาร)

Measure of Operating Performance	Year Relative to Issuing Year									
	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	
ROS1 (EBIT/Revenue from Sales and Services)										
N = จำนวนข้อมูล : คู่	44	53	53	53	53	53	53	53	53	
Issuer Median (%)	9.85%	9.88%	10.88%	6.62%	6.87%	9.15%	7.88%	7.02%	7.70%	
Non-Issuer Median (%)	9.32%	9.72%	7.94%	8.23%	8.59%	5.83%	6.11%	6.29%	8.80%	
Wilcoxon Statistics	0.058	-0.376	-0.925	-1.616	-0.996	0.589	-1.208	-0.137	0.429	
ROS2 (Operating Cashflows/Revenue from Sales and Services)										
N = จำนวนข้อมูล : คู่	44	53	53	53	53	53	53	53	53	
Issuer Median (%)	5.18%	6.86%	10.38%	6.21%	6.22%	6.40%	7.69%	5.63%	8.02%	
Non-Issuer Median (%)	6.11%	6.19%	5.16%	10.10%	5.22%	7.57%	9.22%	5.32%	9.36%	
Wilcoxon Statistics	-0.945	0.35	0.031	-1.996 **	-0.403	-0.553	-0.863	-0.208	-1.368	
Growth of Revenue from Sales and Services										
N = จำนวนข้อมูล : คู่	36	44	53	53	53	53	53	53	53	
Issuer Median (%)	14.27%	17.03%	11.69%	10.23%	8.33%	9.27%	4.08%	10.41%	4.59%	
Non-Issuer Median (%)	9.19%	15.38%	9.03%	16.32%	-0.75%	-2.47%	2.94%	4.87%	5.92%	
Wilcoxon Statistics	0.581	0.152	0.757	-1.208	1.43	1.554	0.022	1.952 *	0.704	

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

ตารางที่ 5: การเปลี่ยนแปลงของผลการดำเนินงานสำหรับบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน เมื่อเทียบกับปีที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุน (ปีที่ 0) (เพิ่มบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงินและกลุ่มธุรกิจนาคคลาส)

Measure of Operating Performance	Year Relative to Issuing Year								
	-3	-2	-1	1	2	3	4	5	
ROS1 (EBIT/Revenue from Sales and Services)									
N = จำนวนข้อมูล : คู่	44	53	53	53	53	53	53	53	53
Issuer Median (%)	0.57%	0.18%	0.93%	-1.31%	0.58%	-3.04%	-1.01%	-0.84%	
Non-Issuer Median (%)	2.46%	0.89%	0.04%	0.28%	-1.59%	-0.15%	-0.69%	-0.64%	
Wilcoxon Statistics	-0.455	0.872	0.553	-1.049	2.138	-0.447	1.226	1.315	
ROS2 (Operating Cashflows/Revenue from Sales and Services)									
N = จำนวนข้อมูล : คู่	44	53	53	53	53	53	53	53	53
Issuer Median (%)	0.87%	1.03%	0.84%	0.58%	1.38%	0.83%	-0.14%	1.40%	
Non-Issuer Median (%)	-1.84%	-3.83%	0.55%	-0.92%	-1.89%	0.31%	-1.61%	-1.36%	
Wilcoxon Statistics	0.537	1.439	1.244	1.704 *	1.093	0.73	0.562	0.562	
Growth of Revenue from Sales and Services									
N = จำนวนข้อมูล : คู่	36	44	53	53	53	53	53	53	53
Issuer Median (%)	2.44%	4.65%	4.74%	-7.26%	-10.61%	-5.31%	-1.41%	-3.25%	
Non-Issuer Median (%)	-4.05%	3.19%	-3.48%	-18.95%	-14.08%	-11.24%	-10.96%	-11.09%	
Wilcoxon Statistics	0.770	0.000	1.253	1.403	1.66 *	1.217	2.687 **	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/Revenue from Sales and Services) (n = 53 คู่)									
T-test Statistics	0.15	0.43	0.32	-1.24	0.36	-0.27	0.40	1.08	
P-Value	0.882	0.665	0.752	0.217	0.722	0.789	0.690	0.279	
F-test Statistics (R-sq =0.0151)	0.80								
P-Value	0.6024								
ROS2 (Operating Cashflows/Revenue from Sales and Services) (n = 53 คู่)									
T-test Statistics	1.21	-0.25	0.32	0.15	0.42	0.36	0.77	-0.64	
P-Value	0.227	0.803	0.751	0.884	0.677	0.718	0.440	0.522	
F-test Statistics (R-sq =0.0087)	0.57								
P-Value	0.7994								
Growth of Revenue from Sales and Services (n = 53 คู่)									
T-test Statistics	-0.46	-0.91	0.75	1.14	0.25	0.48	1.51	1.00	
P-Value	0.643	0.361	0.452	0.255	0.799	0.633	0.133	0.317	
F-test Statistics (R-sq =0.0207)	1.11								
P-Value	0.3580								

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/Revenue from Sales and Services)										
N = จำนวนข้อมูล : 42	33	42	42	42	42	42	42	42	42	
Issuer Median (%)	9.83%	7.45%	7.25%	6.49%	5.92%	7.77%	6.33%	6.29%	7.29%	
Non-Issuer Median (%)	8.85%	9.09%	7.82%	8.15%	8.02%	5.57%	5.62%	5.66%	7.47%	
Wilcoxon Statistics	0.205	-1.469	-1.257	-2.107 **	-1.444	0.194	-1.157	-0.756	-0.531	
ROS2 (Operating Cashflows/Revenue from Sales and Services)										
N = จำนวนข้อมูล : 42	33	42	42	42	42	42	42	42	42	
Issuer Median (%)	4.79%	5.86%	8.04%	4.29%	3.91%	6.24%	6.22%	4.19%	8.60%	
Non-Issuer Median (%)	5.92%	3.38%	4.99%	9.42%	5.23%	8.05%	7.52%	5.13%	9.00%	
Wilcoxon Statistics	-0.438	0.656	0.356	-2.332 **	-0.469	-0.544	-1.544	-0.731	-0.556	
Growth of Revenue from Sales and Services										
N = จำนวนข้อมูล : 42	26	33	42	42	42	42	42	42	42	
Issuer Median (%)	14.61%	16.48%	11.53%	9.92%	8.23%	8.26%	3.62%	10.42%	3.26%	
Non-Issuer Median (%)	14.25%	13.21%	6.56%	16.38%	0.90%	0.24%	2.75%	2.53%	6.44%	
Wilcoxon Statistics	0.800	-0.509	-0.156	-1.057	1.119	1.369	-0.506	1.419	0.631	

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/Revenue from Sales and Services)									
N = จำนวนข้อมูล : 42	33	42	42	42	42	42	42	42	
Issuer Median (%)	0.81%	0.14%	1.19%	-0.93%	0.75%	-2.13%	-0.99%	-0.14%	
Non-Issuer Median (%)	2.29%	1.01%	0.03%	-0.69%	-0.82%	-0.16%	-0.62%	-0.48%	
Wilcoxon Statistics	0.884	0.194	1.069	-0.969	2.182 **	0.231	0.581	0.394	
ROS2 (Operating Cashflows/Revenue from Sales and Services)									
N = จำนวนข้อมูล : 42	33	42	42	42	42	42	42	42	
Issuer Median (%)	1.02%	1.43%	2.69%	0.64%	1.41%	1.57%	-0.76%	3.23%	
Non-Issuer Median (%)	-1.91%	-3.54%	0.05%	-0.85%	-1.51%	0.61%	-0.31%	0.38%	
Wilcoxon Statistics	0.599	2.507 **	2.107 **	1.419	0.769	0.131	0.581	1.207	
Growth of Revenue from Sales and Services									
N = จำนวนข้อมูล : 42	26	33	42	42	42	42	42	42	
Issuer Median (%)	3.77%	5.77%	3.43%	-7.18%	-8.62%	-5.37%	-0.97%	-4.25%	
Non-Issuer Median (%)	-4.59%	2.83%	-2.74%	-13.31%	-13.86%	-8.61%	-12.28%	-11.60%	
Wilcoxon Statistics	0.749	-0.491	0.431	0.907	1.182	0.469	2.319 **	0.669	

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/Revenue from Sales and Services) (n = 42 คู่)								
T-test Statistics	1.68 *	1.21	0.94	0.44	1.45	1.93 *	0.60	1.59
P-Value	0.094 *	0.228	0.346	0.659	0.148	0.054 *	0.552	0.113
F-test Statistics (R-sq = 0.0159)	0.84							
P-Value	0.5654							
ROS2 (Operating Cashflows/Revenue from Sales and Services) (n = 42 คู่)								
T-test Statistics	1.66 *	1.36	1.22	1.29	2.30 **	1.96 *	0.92	-0.10
P-Value	0.098 *	0.173	0.223	0.197	0.022 **	0.051 *	0.358	0.993
F-test Statistics (R-sq = 0.0228)	1.26							
P-Value	0.2615							
Growth of Revenue from Sales and Services (n = 42 คู่)								
T-test Statistics	-0.65	0.16	0.45	1.73 *	0.24	0.19	1.14	1.43
P-Value	0.514	0.875	0.651	0.085 *	0.814	0.851	0.255	0.153
F-test Statistics (R-sq = 0.0268)	1.04							
P-Value	0.4070							

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