

ผลกระทบต่อปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในการประกาศข่าวการเพิ่มทุนแบบ
จัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด
ของบริษัทจดทะเบียนที่ประกาศผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จได้ด้วยความอนุเคราะห์ของบุคคลหลายท่าน ซึ่งไม่อาจจะนำมากล่าวได้ทั้งหมด สำหรับท่านแรก ผู้ศึกษาขอขอบพระคุณ ดร.ปิยภัทร ธาระวานิช อาจารย์ประจำสาขาการเงิน วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล ซึ่งเป็นอาจารย์ที่ปรึกษา ผู้ได้ให้ความรู้ คำแนะนำตรวจทาน และแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ด้วยความเอาใจใส่ทุกขั้นตอน เพื่อให้การเขียนรายงานค้นคว้าอย่างอิสระฉบับนี้สมบูรณ์ที่สุด รวมทั้งยังสนับสนุนผู้ศึกษาในการนำเสนอผลการศึกษาต่อสาธารณชน นอกจากนี้ผู้ศึกษาขอขอบพระคุณ รศ.ดร.ชาติรี จันทรโคติกาที่ให้คำแนะนำด้านเทคนิควิธีการศึกษาวิจัยนี้เป็นอย่างดี และเสนอแนะแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ รวมทั้งเทคนิคการนำเสนองานในการนำเสนอผลการศึกษาต่อสาธารณชน ผู้ศึกษาใคร่ขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ทุกท่านเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้ นอกจากนี้ ผู้ศึกษาวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล ที่ได้สนับสนุนแหล่งข้อมูลในการทำการศึกษานี้จากการเป็นสมาชิกฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นอกจากนี้ ผู้ศึกษาขอขอบคุณ นายจตุพล อุดมผล, นายรัฐวิษณุ วัชรสุทธิ ที่ได้ร่วมสนับสนุนการศึกษาและการจัดเก็บข้อมูลให้แก่ผู้ศึกษา

สุดท้ายนี้ ขอขอบพระคุณครอบครัวของผู้ทำการศึกษาที่ได้ให้ความช่วยเหลือสนับสนุน และอยู่เบื้องหลังความสำเร็จในครั้งนี้

นายมนต์ชัย บุญเดชานันท์

ผลกระทบต่อปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ในการประกาศข่าวการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับ
บุคคลในวงจำกัดของบริษัทจดทะเบียนที่ประกาศผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

IMPACT OF STOCK PRIVATE PLACEMENT ANNOUNCEMENT ON AVERAGE
ABNORMAL VOLUME OF STOCK

มนต์ชัย บุญเดชานันท์ 5650412

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : อาจารย์ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ชาติรี
จันทร์ โคลิกา, Ph.D., อาจารย์เทียนทิพ สุพานิช, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานศึกษานี้ใช้การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) โดยวันที่ที่ประชุมกรรมการบริษัทมีมติอนุมัติการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด (Private Placement: PP) เป็นวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date) ข้อมูลที่ใช้ศึกษาครอบคลุมบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่าง พ.ศ.2545-2557

ผลการศึกษาพบว่า การประกาศการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด (Private Placement : PP) อาจมีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น โดยดูได้จากปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเป็นบวก (Positive Abnormal Volume) เกิดขึ้นก่อนวันประกาศ 2 วันอย่างมีนัยสำคัญ (ความเชื่อมั่นที่ 90%) และอัตราผลตอบแทนผิดปกติเป็นบวก (Positive Abnormal Return) ก่อนวันประกาศ 1 วันอย่างมีนัยสำคัญ (ความเชื่อมั่นที่ 99%) การที่บริษัทแจ้งวัตถุประสงค์ในการใช้เงินเพิ่มทุนเพื่อส่งสัญญาณให้นักลงทุนรับทราบ (Signaling) เพื่อลดผลกระทบจาก Dilution effect แต่ผลที่ได้พบว่ามีนัยสำคัญในช่วงเกิดเหตุการณ์ (-20, 20)

คำสำคัญ : การเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด (Private Placement: PP)

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	จ
สารบัญรูปภาพ	ฉ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ทบทวนวรรณกรรม	3
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	3
2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	4
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย	9
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	9
3.2 ขั้นตอนการแบ่งข้อมูล	10
3.3 วิธีการวิจัย	10
บทที่ 4 ผลการวิจัย	18
บทที่ 5 บทอภิปรายและบทสรุป	25
บรรณานุกรม	27
ภาคผนวก	29
ประวัติผู้วิจัย	33

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
2.1	ผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมจากงานวิจัยในต่างประเทศ	7
2.2	ลักษณะเฉพาะของการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบจำเพาะเจาะจงในแต่ละประเทศ	8
4.1	แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของวันประกาศเพิ่มทุน	18
4.2	แสดงปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) ของวันประกาศเพิ่มทุน	20
4.3	แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของวัตถุประสงค์การใช้เงินเพิ่มทุนและผลกระทบของวิกฤติการเงิน ณ วันประกาศเพิ่มทุน	22



สารบัญรูปรภาพ

ภาพที่		หน้า
3.1	แสดงระยะเวลาแต่ละช่วงเวลาทำการศึกษา	11
4.1	แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของวันประกาศเพิ่มทุน	19
4.2	แสดงปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) ของวันประกาศเพิ่มทุน	21
4.3	แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ตามวัตถุประสงค์การใช้เงินเพิ่มทุน	23
4.4	แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ตามผลกระทบของวิกฤตการเงิน	23



สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	จ
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 ทบทวนวรรณกรรม	3
2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	3
2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	4
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย	9
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	9
3.2 ขั้นตอนการแบ่งข้อมูล	10
3.3 วิธีการวิจัย	10
บทที่ 4 ผลการวิจัย	17
บทที่ 5 บทอภิปรายและบทสรุป	24
บรรณานุกรม	26
ภาคผนวก	28
ประวัติผู้วิจัย	32

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
2.1	ผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมจากงานวิจัยในต่างประเทศ	7
2.2	ลักษณะเฉพาะของการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบจำเพาะเจาะจงในแต่ละประเทศ	8
4.1	แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของวันประกาศเพิ่มทุน	17
4.2	แสดงปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) ของวันประกาศเพิ่มทุน	19
4.3	แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของวัตถุประสงค์การใช้เงินเพิ่มทุนและผลกระทบของวิกฤติการเงิน ณ วันประกาศเพิ่มทุน	21



สารบัญรูปรภาพ

ภาพที่		หน้า
3.1	แผนภาพแสดงระยะเวลาแต่ละช่วงเวลาทำการศึกษา	11
4.1	แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของวันประกาศเพิ่มทุน	18
4.2	แสดงปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) ของวันประกาศเพิ่มทุน	20
4.3	แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ตามวัตถุประสงค์การ ใช้เงินเพิ่มทุน	22
4.4	แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ตามผลกระทบของ วิกฤตการเงิน	22

บทที่ 1

บทนำ

ปัจจุบันมีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวนมากเลือกใช้ การเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด (Private Placement : PP) เนื่องจากสามารถระดมทุน ได้ในระยะเวลาอันสั้น และสามารถเข้าถึงกลุ่มนักลงทุนเป้าหมายที่บริษัทต้องการเสนอขายได้ แต่ ในมุมมองของผู้ถือหุ้นเดิมอาจเกิดความไม่เป็นธรรม เนื่องจากราคาที่เสนอขายแก่นักลงทุนรายใหม่ นั้นเป็นราคาต่ำกว่าราคาในกระดาน อีกทั้งไม่ติด Silent Period ซึ่งจะมี Dilution Effect ในระดับที่สูง แต่ตามเงื่อนไขของการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงบริษัทต้องมีการแจ้งรายละเอียดต่างๆ เกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนในแต่ละครั้ง เพื่อใช้ในการประกอบการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นใน การอนุมัติมติของคณะกรรมการ ซึ่งได้แก่ การแจ้งวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุน ราคาที่เสนอขายแก่นักลงทุนแบบเฉพาะเจาะจง Price Dilution Control Dilution เป็นต้น ซึ่งการประกาศดังกล่าวน่าจะ ช่วยให้เกิดปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่ผู้บริหารทราบกับที่นักลงทุนรับรู้ (Asymmetric Information) ดังนั้นการที่บริษัทมีการประกาศรายละเอียดต่างๆ ในการเพิ่มทุนที่ชัดเจน แก่นักลงทุนเปรียบได้ว่าบริษัทได้ส่งสัญญาณ (Signaling) ให้แก่นักลงทุนรับทราบถึงมูลค่าของ บริษัทที่ควรจะเป็น จากการสื่อสารดังกล่าวจะทำให้ผล Dilution Effect ลดลงได้บ้าง แต่อย่างไรก็ตาม ก่อนจะมีการชำระเงินเพิ่มทุนต้องมีการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อทำการอนุมัติการเพิ่มทุนก่อนทุก ครั้ง

สำหรับวัตถุประสงค์ในการใช้เงินที่ได้จากการเพิ่มทุนของบริษัทสามารถจำแนกได้ 2 วัตถุประสงค์คือ

1. ใช้ในการขยายกิจการและ/หรือใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนของกิจการ (Investment Working Capital)

2. ใช้ในการปรับโครงสร้างทุน โดยการชำระคืนหนี้ (Debt Repayment)

ซึ่งทั้ง 2 วัตถุประสงค์ดังกล่าวมีส่วนสำคัญในการประเมินความเสี่ยงและมูลค่าของ กิจการในอนาคตได้ ดังนั้นอัตราผลตอบแทนผิดปกติของบริษัทอาจจะไม่จำเป็นต้องคิดลบทุกครั้งที่มี การประกาศการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด (Private Placement : PP) ตามทฤษฎี ว่าด้วยลำดับขั้นของการหาแหล่งเงินทุน (The Pecking Order Theory) ก็เป็นไปได้ หากผู้บริหาร

สามารถสร้างความเชื่อมั่นเกี่ยวกับมูลค่ากิจการในอนาคตให้กับนักลงทุนได้สำเร็จ โดยผ่านการส่งสัญญาณต่างๆให้แก่ให้นักลงทุนได้เข้าใจตรงกันระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนได้

งานศึกษานี้ใช้การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) โดยวันที่ตลาดหลักทรัพย์ประกาศข่าวของบริษัท เรื่องมติอนุมัติการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด (Private Placement : PP) เป็นวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date) โดยเมื่อบริษัทประชุมกรรมการบริษัทมีมติอนุมัติเพิ่มทุน บริษัทจะต้องแจ้งข่าวต่อตลาดหลักทรัพย์ทันที และ ตลาดจะทำการประกาศข่าวการเพิ่มทุนของบริษัทในช่วงเช้าก่อนตลาดเปิดในวันถัดไป ข้อมูลที่ใช้ศึกษารอบคลุมบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่าง พ.ศ. 2545-2557 รวมทั้งได้แยกวัตถุประสงค์ใช้เงินที่ได้จากการเพิ่มทุนออกเป็น 2 วัตถุประสงค์คือ ใช้เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนและเงินลงทุนของกิจการ ส่วนอีกวัตถุประสงค์หนึ่งคือใช้เพื่อชำระหนี้สินของบริษัท มีจำนวนเหตุการณ์รวมทั้งสิ้น 139 เหตุการณ์ ซึ่งแหล่งข้อมูลได้มาจากฐานข้อมูล SETSMART โดยมีการกำหนดช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Period) ดังนี้ ใช้ข้อมูลการซื้อขายวันที่ ± 20 วันเพื่อทดสอบว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return : AAR) และปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Volume : AAV) และแบ่ง Event Period [-10,0] , [-5,0] , [-1,0] , [0,+1] , [0,+5] ว่ามีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์หรือไม่รวมทั้งมีการศึกษาโดยแบ่งช่วงวิกฤติเศรษฐกิจแฮมเบอร์เกอร์

(Hamburger Crisis) ให้ปี พ.ศ. 2550-2551 เป็นช่วงเกิดวิกฤติ โดยแบ่งศึกษาเป็นสามช่วงคือ ช่วงก่อนวิกฤติ (พ.ศ. 2545-2549) ช่วงเกิดวิกฤติ (พ.ศ. 2550-2551) ช่วงหลังวิกฤติ (พ.ศ. 2552-2557) เพื่อทำการทดสอบหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย

ผลการศึกษาพบว่า การประกาศการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด (Private Placement : PP) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติเป็นบวก (Positive Abnormal Return) ก่อนวันประกาศ 1 วัน ส่วนผลต่อปริมาณการซื้อขายผิดปกติเป็นบวก (Positive Abnormal Volume) ก่อนวันประกาศ 2 วัน

ส่วนผลการศึกษาช่วงก่อนและหลังเกิดวิกฤติผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติเป็นบวก (Positive Abnormal Return) แต่ในช่วงระหว่างเกิดวิกฤติผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยมีทั้งบวกและลบ

การศึกษานี้แบ่งออกเป็น 5 ส่วน ได้แก่ ส่วนที่หนึ่งเป็นบทนำ ส่วนที่สองกล่าวถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ส่วนที่สามวิธีการดำเนินการวิจัย ส่วนที่สี่เป็นการนำเสนอผลการศึกษา และสรุปผลการศึกษาเป็นส่วนสุดท้าย

บทที่ 2

ทบทวนวรรณกรรม

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

งานวิจัยเกี่ยวกับผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในการประกาศข่าวการเพิ่มทุนแบบแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด สามารถแบ่งได้เป็น

2.1.1 ทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis : EMH)

การศึกษาของ Fama (1965,1970) พบว่าตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในตลาดนั้น ได้สะท้อนถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องทั้งหมดแล้วโดยเชื่อว่านักลงทุนทุกคนสามารถรับรู้และเข้าถึงข้อมูลข่าวสารได้เท่าเทียมกันจึงทำให้ไม่มีใครสามารถทำกำไรเกินปกติได้ นอกจากนี้ราคาของหลักทรัพย์ในตลาดได้สะท้อนถึงความเชื่อของนักลงทุนเกี่ยวกับความคาดหวังในอนาคตอีกด้วย รวมถึงได้อธิบายการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ว่าไม่มีรูปแบบที่แน่นอนทำให้นักลงทุนไม่สามารถพยากรณ์และทำกำไรจากการคาดการณ์รูปแบบต่างๆ ได้โดย EMH สามารถแบ่งออกได้ 3 ระดับดังนี้

Weak-Form Efficiency ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลของในอดีตทั้งหมดแล้ว ดังนั้นนักลงทุนไม่สามารถใช้ข้อมูลในอดีตในการทำกำไรที่ผิดปกติได้

Semi Strong Form Efficiency ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ ได้สะท้อนข้อมูลที่สาธารณะชน (Public Information) ได้รับทั้งหมดแล้ว ดังนั้นการนำข้อมูลเหล่านั้นมาวิเคราะห์ไม่สามารถทำกำไรที่ผิดปกติได้

Strong-Form Efficiency ราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ ได้สะท้อนทั้งข้อมูลที่เปิดเผยในที่สาธารณะและข้อมูลภายในทั้งหมดแล้ว ดังนั้นนักลงทุนจะไม่สามารถทำกำไรที่ผิดปกติโดยใช้ข้อมูลภายในได้

2.1.2 ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information)

การศึกษาของ Myers and Majluf (1984) พบว่าการที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงหลังจากประกาศเพิ่มทุนเกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารผู้ถือหุ้นเดิมและนัก

ลงทุนที่จะมาซื้อหุ้นเพิ่มทุน โดยผู้บริหารของบริษัท จะมีข้อมูลที่มากกว่านักลงทุน โดยมีสมมติฐานว่าผู้บริหารมองเห็นประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเดิมเหนือสิ่งอื่นใด ดังนั้นถ้าบริษัทต้องการระดมทุนเพื่อนำเงินไปลงทุนในโครงการที่คาดว่าจะเพิ่มมูลค่าให้บริษัทมากที่สุด บริษัทจะเลือกแหล่งเงินทุนตามลำดับขั้น Pecking Order Theory ดังนี้

1. ใช้แหล่งเงินทุนภายในคือการทำกำไรสะสมเป็นอันดับแรก
2. บริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก แต่เนื่องจากบริษัทมีข้อมูลมากกว่านักลงทุนภายนอก ดังนั้นบริษัทจะเริ่มหาเงินทุนจากการเพิ่มหนี้ก่อน เช่น การออกหุ้นกู้
3. หากเงินกู้ได้มาไม่เพียงพอต่อความต้องการบริษัทจึงทำการเพิ่มทุน โดยการออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นลำดับสุดท้าย

รูปแบบลักษณะของการใช้เงินทุนจะเป็นการระดมทุนไปตามลำดับขั้น (Pecking Order) การระดมทุนโดยออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเป็นการแสดงถึงว่าบริษัทไม่สามารถที่จะกู้เงินได้ หรือมีโครงการลงทุนที่ไม่ดี ดังนั้นการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่ไม่ใช่การเสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมจึงเป็นการสื่อถึงข้อมูลที่ไม่ดีของบริษัท อันจะส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลง ทั้งนี้ทฤษฎี Pecking Order ให้ความสำคัญเรื่องของภาษี และ Financial Distress เป็นลำดับรองลงมา

2.1.3 ทฤษฎีทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory)

ศึกษาของ Leland and Pyle (1977) เป็นการอธิบายการส่งสัญญาณจากผู้บริหารของบริษัทไปยังนักลงทุน เพื่อให้รับทราบถึงข้อมูลข่าวสารของบริษัทเช่นเดียวกับที่ผู้บริหารรับรู้ โดยการส่งสัญญาณผ่านการประกาศข่าวต่างๆ ให้นักลงทุนทราบ ผู้บริหารจึงใช้การประกาศเพิ่มทุนหุ้นสามัญแบบเฉพาะเจาะจงเพื่อลดผลกระทบจากการเกิด Price Dilution โดยการประกาศเพิ่มทุนหุ้นสามัญแบบเฉพาะเจาะจง เพื่อเป็นการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนทราบว่าบริษัทมีนักลงทุนรายใหญ่สนใจร่วมลงทุน อีกทั้งมีการส่งสัญญาณผ่านการแจ้งวัตถุประสงค์ของบริษัทในการใช้เงินที่ได้จากการเพิ่มทุน

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)

สามารถแบ่งออกได้เป็นงานวิจัยของการศึกษาการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลทั่วไป (Public Offering) และการศึกษาการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด (Private Placement)

2.2.1 กลุ่มงานวิจัยที่ทำการศึกษาผลตอบแทนของหุ้นหลังจากมีการประกาศเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงในประเทศไทย

ประณต ชีระตันติกุล (2012) งานวิจัยได้ทำการศึกษาข่าวการประกาศเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงในประเทศไทยส่งผลบวกอย่างมีนัยยะสำคัญ ของการประกาศเพิ่มทุนในบริษัทขนาดเล็ก แต่ไม่ส่งผลบวกอย่างมีนัยสำคัญกับบริษัทขนาดใหญ่ โดยให้เหตุผลว่าการเสนอขายแบบเฉพาะเจาะจงมีประโยชน์ต่อบริษัทขนาดเล็กที่มีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลมาก ซึ่งใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2002-2011 โดยอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมเป็นบวกประมาณ 4% (-20,20) โดยมีจำนวนตัวอย่างสำหรับการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง 116 ตัวอย่าง

2.2.2 กลุ่มงานวิจัยที่ทำการศึกษาผลตอบแทนของหุ้นหลังจากมีการประกาศเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลทั่วไปในประเทศไทย

ประณต ชีระตันติกุล (2012) งานวิจัยได้ทำการศึกษาข่าวการประกาศเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปนั้นผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ประกาศข่าวดังกล่าวพบว่าไม่มีนัยสำคัญซึ่งใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2002-2011 โดยอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมเป็นลบประมาณ 6% (-20,20) โดยมีจำนวนตัวอย่างสำหรับการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป 26 ตัวอย่าง

2.2.3 กลุ่มงานวิจัยที่ทำการศึกษาผลตอบแทนของหุ้นหลังจากมีการประกาศเพิ่มทุนลักษณะเฉพาะเจาะจงในต่างประเทศ

งานวิจัยครั้งนี้ เริ่มจาก Wruck, K. H. (1989) ทำการทดสอบการประกาศเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัดพบว่าผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมจะเป็นบวกประมาณ 4.5% โดยงานวิจัยชี้ให้เห็นว่า ผลตอบแทนที่ผิดปกติขึ้นกับการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนของโครงสร้างผู้ถือหุ้นและอำนาจในการบริหาร โดยถ้าผู้ถือหุ้นใหม่ที่ได้รับ Private Placement เข้ามามีส่วนในการบริหาร อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจะติดลบ แต่ถ้าผู้ถือหุ้นที่เข้ามาใหม่ไม่มีส่วนในการบริหารผลตอบแทนที่ผิดปกติจะเป็นบวก ต่อมาการศึกษาของ Micheal Hertzels and Richard L. Smith (1993) ได้ศึกษาต่อจาก Wruck (1989) กลับแย้งว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติที่เป็นบวก (Positive Abnormal Return) นั้นเป็นเพราะผลกระทบของข้อมูลข่าวสาร (Information Effects) ที่ฝ่ายบริหารที่ได้ส่งสัญญาณ (Signaling) ให้แก่นักลงทุนได้รับรู้ ไม่ได้เกิดจากโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Effect) การศึกษานี้เป็นการต่อยอดทฤษฎี Myers and Majluf (1984) เกี่ยวกับปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ซึ่งการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนใหม่แบบเฉพาะเจาะจงโดยสื่อความหมายที่ว่ามูลค่าของบริษัทนั้นต่ำเกินไปโดยสะท้อนออกมาผ่านอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวก และ

ส่วนลดที่ให้กับนักลงทุนกลุ่มใหม่นั้นก็เพื่อเป็นการแลกเปลี่ยนกับข้อมูลของนักลงทุนกลุ่มใหม่ที่มีให้แก่บริษัท

จากนั้น Kato K. and J. S. Schallheim (1993) ทำการทดสอบเช่นเดียวกันพบว่าผลที่ได้จากการประกาศขาย Private Equity Placement ของบริษัทสัญชาติญี่ปุ่น มีนัยสำคัญทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยจะเป็นบวกประมาณ 5% และยังสามารถทดสอบแยกย่อยอีก 2 แบบ คือแยกระหว่างบริษัทในเครือ (Keirets) กับบริษัทที่ไม่ใช่เครือเดียวกัน (Non-Keirets) โดยพบว่ากลุ่มบริษัทที่อยู่ในเครือเดียวกัน (keirets) มักส่งผลบวกกับผู้ที่ถือหุ้น ส่วนกลุ่มบริษัทที่ไม่ใช่เครือเดียวกัน (Non-Keirets) มักจะส่งผลลบกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ

จากนั้น Tan, R. S. K., P. L. Chng, et al. (2002) ได้ศึกษาการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบ Public Offering กับ Private Placement พบว่าข่าวการประกาศเพิ่มทุนทั้งสองแบบมีผลเชิงบวกการวิจัยยังได้ศึกษาต่อโดยทดสอบว่าการเพิ่มทุนนั้นได้นำเงินไปใช้เพื่อวัตถุประสงค์ดังนี้ การลงทุนในโครงการใหม่หรือมีการเพิ่มค่าใช้จ่ายด้านงบลงทุนไปจะส่งผลเชิงบวกของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นบวกจากนั้น

Anderson, H. D., L. C. Rose, et al. (2006) ทำการศึกษาข่าวการประกาศเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัดในนิวซีแลนด์ ผลคือมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมช่วงก่อนการประกาศเป็นบวก แต่ช่วงหลังจากประกาศจะเป็นลบ เนื่องจากนิวซีแลนด์มีกฎระเบียบข้อบังคับที่แตกต่างจากประเทศอื่นๆ โดยหุ้นทำที่ Private Placement สามารถขายได้ทันทีไม่ติด Silent Period ทำให้ผลช่วง 5 วันหลังจากมีการประกาศ Private Placement ปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมเป็นบวก การศึกษายังจำแนกราคาเสนอขาย Private Placement มีทั้งแบบ Premium และ Discount โดยการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบมี Premium อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมเป็นบวกประมาณ 2% ส่วนการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบมี Discount อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสมเป็นลบประมาณ 10%

Barnes and Walker (2006) ศึกษาความสัมพันธ์ของรูปแบบการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนในประเทศอังกฤษพบว่าประเภทของการเพิ่มทุนนั้นมีผลต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยการเสนอขายแบบเฉพาะเจาะจงนั้นบริษัทมีการติดต่อกับนักลงทุนโดยตรง ซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นกลุ่มนักลงทุนสถาบัน และพบว่า การเพิ่มทุนลักษณะนี้ทำให้มีผลตอบแทนมากกว่าแบบอื่น เนื่องจาก ผลของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลนั้นส่งผลน้อยกว่า การเสนอขายให้กับประชาชนทั่วไป

ล่าสุด Normazia, M., T. Hassan, et al. (2013) ทำการศึกษาข่าวการประกาศเพิ่มทุน Private equity placements โดยสนใจตลาดเกิดใหม่พร้อมทั้งศึกษาปัจจัยทางด้านวิกฤติเศรษฐกิจเข้าไปพร้อมกัน สรุปว่าเมื่อบริษัทมีการประกาศเพิ่มทุนแบบ private placement พบว่าอัตรา

ผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยจะเป็นบวก 2-3% โดยการเพิ่มทุนลักษณะนี้ในช่วงเวลาที่มีวิกฤติเศรษฐกิจนั้นส่งผลดีกับบริษัทซึ่งทำให้บริษัทได้เงินทุนมาใช้ในช่วงเวลาที่ยากลำบากทำให้ผลตอบแทนเป็นบวก และงานวิจัยนี้ยังพบว่าหากมีการควบคุมการขายหุ้นหลังจากได้หุ้นเพิ่มทุน (silent period) นั้นมีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติของหุ้นเป็นบวก

อย่างไรก็ตาม ยังมีการศึกษาของ Aman and Miyazaki (2009) ได้ศึกษาผลกระทบของการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง โดยใช้กลุ่มตัวอย่างของกลุ่มสถาบันการเงินในประเทศญี่ปุ่น กลับพบว่าไม่มีผลเป็นลบ และยังศึกษาต่อถึงกลุ่มธนาคารที่เสนอขายแบบเฉพาะเจาะจง โดยแยกออกเป็นกลุ่มธนาคารที่มีเงินทุนเพียงพอ และกลุ่มที่มีเงินทุนไม่เพียงพอ โดยกลุ่มที่มีเงินทุนเพียงพอตลาดจะตอบสนองในเชิงบวก ส่วนกลุ่มที่มีเงินทุนไม่เพียงพอตลาดจะตอบสนองในเชิงลบ

ส่วนงานศึกษาที่เป็นการศึกษาเกี่ยวกับมูลค่าของกิจการที่ขึ้นอยู่กับโครงสร้างทางการเงิน ซึ่งเป็นการศึกษาของ Stephen A. Ross (1977) ที่ได้ต่อยอดงานวิจัยของ Modigliani and Miller (1958) ในเรื่อง Capital structure โดยเสนอว่าหนี้สินเป็นการส่งสัญญาณที่มีต้นทุนที่สามารถใช้แยกแยะระหว่างบริษัทดีและไม่ดีได้ การใช้หนี้สินในสัดส่วนที่สูงเป็นการส่งสัญญาณว่าผู้บริหารมีมุมมองที่ดีต่อผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่ใช้หนี้สินในสัดส่วนที่ต่ำ

ตารางที่ 2.1 ผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมจากงานวิจัยในต่างประเทศ

Event window	Aus (%)	Event window	HK (%)	Event window	NZ (%)	Event window	SG (%)	Event window	US (%)
-15,+10	9.89 (3.85)			-30,-1	-1.00 (-0.35)	-5,-2	0.13 (0.41)	-29,-10	4.99 (3.22*)
-15,-1	7.64 (5.51**)			-5,-1	3.94 (2.72***)	-1,0	-0.89 (-2.11**)	-9,0	3.28 (2.48**)
-1,0	2.06 (4.43**)	-1,0	1.97 (5.01)	0,1	0.15 (0.13)	+1,+5	-0.44 (-0.20)	-3,0	1.72 (2.3**)
-1,+1	3.42 (6.62)	-1,+1	3.51 (7.28**)	+2,+20	-5.05 (-2.16**)	+1,+10	-0.98 (-0.63)	+1,+10	0.51 (0.86**)
+2,+10	-0.371 (-0.36)			+2,+30	-8.55 (-2.53**)	+1,+20	-0.12 (-0.85)	-29,+10	8.78 (3.95**)

() คือ CAAR โดยใช้วิธีของ Patell (1976) เป็นการทดสอบแบบ Z-test โดย *,**,*** คือค่าความเชื่อมั่นที่ 90%, 95%, 99%

Note: ตารางที่ 2.1 อ้างอิงมาจาก Table 1 Results on wealth effect of private placement announcement, International Evidence งานวิจัย Normazia, M., T. Hassan, et al. (2013)

ตารางที่ 2.2 ลักษณะเฉพาะของการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบจำเพาะเจาะจงในแต่ละประเทศ

ลักษณะของการเพิ่มทุนแบบจำเพาะเจาะจง	ไทย	มาเลเซีย	สิงคโปร์	นิวซีแลนด์	สหรัฐอเมริกา	อังกฤษ
จำนวนหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง	ไม่มีข้อกำหนด	ไม่เกิน 10% ของส่วนทุนเดิม	ไม่เกิน 10% ของส่วนทุนเดิมโดยเฉลี่ยของ 12 เดือนย้อนหลัง	ไม่เกิน 10% ของส่วนทุนเดิมโดยเฉลี่ยของ 12 เดือนย้อนหลัง	ไม่มีข้อกำหนด	ก่อนปี ค.ศ.1990 ออกหุ้นเพิ่มทุนได้ไม่เกิน 3 ล้านปอนด์ ปี 1990-1995 ออกได้ไม่เกิน 15 ล้านปอนด์ หลังจากปี 1996 ไม่มีข้อกำหนดในการออกหุ้นเพิ่มทุน
ราคาขายหุ้นเพิ่มทุน	ไม่มีข้อกำหนด	มีส่วนลดได้ไม่เกิน 10% ของราคาหุ้นเฉลี่ยย้อนหลังห้าวันก่อนวันกำหนดราคาเพิ่มทุน	มีส่วนลดได้ไม่เกิน 10% ของราคาหุ้นในตลาด	ไม่มีข้อกำหนด	ไม่มีข้อกำหนด	มีส่วนลดได้ไม่เกิน 10% ของราคาเฉลี่ยของหุ้นในตลาด
ข้อกำหนดการขายหลังจากได้รับหุ้นเพิ่มทุน (Silent Period)	ไม่มีข้อกำหนด***	ไม่สามารถขายได้ก่อนครบ 3 ปีหลังจากได้รับหุ้นเพิ่มทุน	ไม่มีข้อกำหนด	ไม่มีข้อกำหนด	ไม่สามารถขายในตลาดรองได้ แต่สามารถขายให้กับนักลงทุนรายใหญ่ระหว่างกันได้	ไม่มีข้อกำหนด
ผู้ได้รับสิทธิเพิ่มทุน	ไม่สามารถขายให้กับผู้บริหาร กรรมการของบริษัท หรือบริษัทที่มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท หรือผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ที่ออกหุ้นเพิ่มทุนแบบจำเพาะเจาะจง	ไม่สามารถขายให้กับผู้บริหาร กรรมการของบริษัท หรือบริษัทที่มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท หรือผู้ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ที่ออกหุ้นเพิ่มทุนแบบจำเพาะเจาะจง	ไม่สามารถขายให้กับผู้บริหาร และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท	ไม่สามารถขายให้กับผู้บริหาร และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท	ขายได้ไม่เกิน 35 บุคคลและไม่สามารถขายให้กับผู้บริหารและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียได้	นักลงทุนที่ได้สิทธิ์ต้องเป็นนักลงทุนที่ไม่ใช่ผู้ออกหุ้นเดิม

***ตั้งแต่ ค.ศ.2558 เป็นต้นมา ราคาเสนอขายต่ำกว่าร้อยละ 90 ของราคาเสนอขายวันแรกที่เสนอขายต่อนักลงทุน โดยมีเงื่อนไขคิด Silent Period ดังนี้
75% ของจำนวนหุ้นที่เพิ่มทุนทั้งหมด คิด Silent Period 1 ปี
25% ของจำนวนหุ้นที่เพิ่มทุนทั้งหมด คิด Silent Period 6 เดือน

บทที่ 3

วิธีดำเนินการวิจัย

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของหุ้นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วง พ.ศ. 2545 -2557 มาคัดเลือกตามเกณฑ์ดังนี้

1. ต้องเป็นการประกาศข่าวเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัดของบริษัทจดทะเบียน ที่ประกาศอย่างเป็นทางการผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ศึกษาเฉพาะข่าวของบริษัทจดทะเบียนที่ประกาศผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพิจารณาเฉพาะหุ้นสามัญของบริษัท

3. ต้องเป็นบริษัทที่ไม่มีการประกาศข่าวอื่นในช่วง 20 วันก่อนการประกาศข่าวเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด และ 20 วันหลังจากการประกาศข่าวเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด ซึ่งได้แก่ ข่าวการประกาศจ่ายปันผล ข่าวประกาศผลการดำเนินงานของบริษัท การประกาศร่วมทุน การเปลี่ยนแปลงอำนาจการควบคุมการเปลี่ยนแปลงมูลค่าที่ตราไว้การเรียกหรือไถ่ถอนหลักทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงในโครงการลงทุนที่สำคัญ การเปลี่ยนแปลงวัตถุประสงค์ของบริษัท การเปลี่ยนแปลงนโยบายการบัญชีที่สำคัญ การซื้อหรือขายสินทรัพย์ที่สำคัญ การออกผลิตภัณฑ์ใหม่ที่สำคัญการเรียกไถ่ถอนหลักทรัพย์การกู้ยืมเงินในจำนวนที่มีนัยสำคัญต่อฐานะทางการเงินและผลการดำเนินงานข้อพิพาททางกฎหมายที่สำคัญ การทำราคาเสนอซื้อหลักทรัพย์ของบริษัทอื่นซึ่งถือว่าเป็นเหตุการณ์ที่บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยให้ประชาชนทราบทันทีเนื่องจากอาจมีผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัททั้งนี้เพื่อลดข้อสงสัยว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นมาจากปัจจัยใด

ซึ่งจะได้กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 212 เหตุการณ์ที่ประกาศข่าวเพิ่มทุน และเมื่อนำมาเข้าเกณฑ์ในการคัดเลือกจะเหลือกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 135 เหตุการณ์

3.2 ขั้นตอนการแบ่งข้อมูล

1. เราแบ่งข้อมูลระหว่างการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด (PP) และบุคคลทั่วไป (PO) ของบริษัทจดทะเบียน โดยทางกลุ่มจะศึกษาในสถานการณ์เพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด

2. ข้อมูลการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด ในช่วง Estimation Period และ Event Period จะต้องไม่ทับซ้อนกัน เพื่อป้องกันปัญหา Mix Event โดยเราได้เพิ่มข้อมูล Dummy Overlap เพื่อป้องกันปัญหานี้

3. เงินที่ได้จากการเพิ่มทุน นำไปใช้เพื่อใช้หนี้เดิมหรือเพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียน/ลงทุนโครงการใหม่

4. ปีที่บริษัททำการเพิ่มทุน

3.3 วิธีการวิจัย

โดยนำมาศึกษาและวิเคราะห์ข้อมูลตามแนวทางของวิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้สำหรับการศึกษาถึงผลกระทบของเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่งที่จะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งหากเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นส่งผลกระทบต่อค่าการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญแล้วอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์จะมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ในทางกลับกันหากเหตุการณ์นั้นไม่ส่งผลกระทบต่อค่าการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจะมีค่าเท่ากับหรือใกล้เคียงกับศูนย์โดยในการศึกษาเหตุการณ์โดยดำเนินการดังนี้

3.3.1 แบ่งช่วงเวลาทำการศึกษากเป็น 2 ช่วง ดังนี้

ช่วงที่ 1 ช่วงประมาณการ (Estimation Period) ใช้สำหรับประมาณการแบบจำลองการกำหนดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลการซื้อขายจำนวน 100 วัน โดยนับตั้งแต่วันที่ -120 ถึงวันที่ -21 (วันที่ 0 เป็นวันที่ประกาศข่าวการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด อย่างเป็นทางการผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

ช่วงที่ 2 ช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Period) ใช้ข้อมูลผลอัตราผลตอบแทนของการซื้อขายหุ้นวันที่ ± 20 วัน (วันที่ 0 เป็นวันที่ประกาศข่าวการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด อย่างเป็นทางการผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)



ภาพที่ 3.1 แสดงระยะเวลาแต่ละช่วงเวลาทำการศึกษา

3.3.2. ขั้นตอนในการหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return)

3.3.2.1 วิธีการศึกษาผลกระทบของราคาของหลักทรัพย์จากการประกาศเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัดสำหรับระยะเวลา 20 วันก่อนการประกาศข่าว โดยใช้ค่าเบต้าจากการประมาณในช่วงประมาณการ (-120,-21)

3.3.2.2 อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงเวลาก่อนและหลังเหตุการณ์ประกาศข่าวการเพิ่มทุน ใช้วิธีการคำนวณจากการนำผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงหักออกด้วยผลตอบแทนที่คาดหวัง ณ เวลา T โดยดำเนินการดังนี้

1. คำนวณผลตอบแทนที่คาดหวังโดยใช้ Market Model จากสมการ

$$R_{iT} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{iT} \quad (1)$$

Estimation-window สามารถแสดงได้จาก regression system,

$$R_i = X_i \theta_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

ให้ L_1 คือ $T_1 - T_0$

L_2 คือ $T_2 - T_1$

โดย $R_i = [R_{iT_0+1} \dots R_{iT_1}]'$ คือ $(L_1 \times 1)$ เวกเตอร์ของ estimation-window ของผลตอบแทน

$X_i = [1 R_m]$ คือ $(L_2 \times 2)$ เมตริกซ์ของเวกเตอร์ของ คอลัมน์แรกและเวกเตอร์ของ Market-return ที่ได้จากกลุ่มตัวอย่าง $R_m = [R_{mT_0+1} \dots R_{mT_1}]'$ estimation-window ของผลตอบแทนในคอลัมน์ที่สอง และ $\theta_i = [\alpha_i \beta_i]'$ คือ พารามิเตอร์เวกเตอร์ (2×1)

OLS estimator's ของ market-model ใช้ estimation window ของ L_1 คือ

$$\hat{\theta}_i = (X_i' X_i)^{-1} X_i' R_i \quad (3)$$

$$\hat{\sigma}_{\epsilon_i}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \epsilon_i' \epsilon_i \quad (4)$$

$$\hat{\epsilon}_i = R_i - X_i \hat{\theta}_i \quad (5)$$

$$\text{Var}[\hat{\theta}_i] = (X_i' X_i)^{-1} \sigma_{\epsilon_i}^2 \quad (6)$$

2. จาก Market-model สามารถวิเคราะห์หาผลตอบแทนที่ผิดปกติได้จาก ϵ_i เป็น $(L_2 \times 1)$ เวกเตอร์ของกลุ่มตัวอย่าง ของผลตอบแทนที่ผิดปกติของบริษัท i จาก event window, $T_1 + 1$ ถึง T_2 จากนั้นจะได้ ผลตอบแทนที่ผิดปกติของเวกเตอร์

$$\begin{aligned} \epsilon_i^* &= R_i^* - \hat{\alpha}_i 1 - \hat{\beta}_i R_m^* \\ &= R_i^* - X_i^* \hat{\theta}_i, \end{aligned} \quad (7)$$

โดย $R_i^* = [R_{iT_1+1} \dots R_{iT_2}]'$ คือ เวกเตอร์ $(L_2 \times 1)$ ของ estimation-window ของ ผลตอบแทน

$X_i = [1 R_m^*]$ คือ $(L_2 \times 2)$ เมตริกซ์ของเวกเตอร์ของ คอลัมน์แรกและเวกเตอร์ของ Market-return ที่ได้จากกลุ่มตัวอย่าง $R_m^* = [R_{mT_1+1} \dots R_{mT_2}]'$ estimation-window ของ ผลตอบแทนในคอลัมน์ที่สอง และ $\hat{\theta}_i = [\hat{\alpha}_i \hat{\beta}_i]'$ คือ (2×1) พารามิเตอร์เวกเตอร์ ประมาณการ

ผลตอบแทนที่ผิดปกติจะเป็น Normal distributed with zero conditional mean and conditional covariance matrix V_i ดังสมการ

$$E[\hat{\epsilon}_i^* | X_i^*] = E[R_i^* - X_i^* \hat{\theta}_i | X_i^*]$$

$$\begin{aligned}
&= E[(R_i^* - X_i^* \theta_i) - X_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i) | X_i^*] \\
&= 0
\end{aligned} \tag{8}$$

$$\begin{aligned}
V_i &= E[\hat{\epsilon}_i^* \hat{\epsilon}_i^{*'} | X_i^*] \\
&= E\left[[\epsilon_i^* - X_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i)] [\epsilon_i^* - X_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i)]' | X_i^* \right] \\
&= E\left[\epsilon_i^* \epsilon_i^{*'} - \epsilon_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i)' X_i^{*'} - X_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i) \epsilon_i^{*'} - X_i^* (\hat{\theta}_i - \theta_i) (\hat{\theta}_i - \theta_i)' X_i^{*'} | X_i^* \right] \\
V_i &= I \sigma_{\epsilon_i}^2 + X_i^* (X_i^* X_i^*)^{-1} X_i^{*'} \sigma_{\epsilon_i}^2
\end{aligned} \tag{9}$$

โดย I คือ $(L_2 \times L_2)$ identity matrix

สมมติฐาน H_0 ไม่มี Mean และ Variance ของผลตอบแทนที่ผิดปกติ เราสามารถใช้สมการ P, P2 และ Joint normality of abnormal return

จาก H_0 สำหรับ เวกเตอร์ของ event-window จะได้ผลตอบแทนที่ผิดปกติจาก

$$\hat{\epsilon}_i^* \sim \mathcal{N}(0, V_i) \tag{10}$$

3. ผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม

$\widehat{CAR}_i(\tau_1, \tau_2)$ คือ ผลตอบแทนที่ผิดปกติของหุ้น i จาก τ_1 ถึง τ_2

โดยให้ γ เป็น $(L_2 \times 1)$ เวกเตอร์เป็นเลข 1 ในช่วง $\tau_1 - T_1$ ถึง $\tau_2 - T_1$ นอกนั้นเป็น 0

$$\widehat{CAR}_i(\tau_1, \tau_2) \equiv \gamma' \hat{\epsilon}_i^* \tag{11}$$

$$\text{Var}[\widehat{CAR}_i(\tau_1, \tau_2)'] = \sigma_i^2(\tau_1, \tau_2) = \gamma' V_i \gamma \tag{12}$$

จากสมการ (10) ภายใต้ H_0 ,

$$\widehat{CAR}_i(\tau_1, \tau_2) \sim N(0, \sigma_i^2(\tau_1, \tau_2)) \tag{13}$$

ทำให้สามารถสร้าง test สำหรับ H_0 ของหุ้น i จากสมการ (13) ใช้ Standardized cumulative abnormal return,

$$\widehat{SCAR}_i(\tau_1, \tau_2) \equiv \frac{\widehat{CAR}_i(\tau_1, \tau_2)}{\sigma_i^2(\tau_1, \tau_2)} \quad (14)$$

โดย $\hat{\sigma}_i^2(\tau_1, \tau_2)$ ได้จากการคำนวณ $\hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2$ ในสมการ (4) แทนที่เพื่อหาค่า $\sigma_{\varepsilon_i}^2$ ภายใต้ H_0 ของ $\widehat{SCAR}_i(\tau_1, \tau_2)$ จะเป็นการศึกษา t ด้วย $L_1 - 2$ Degree of freedom

จาก t Distribution, ค่าของ $\widehat{SCAR}_i(\tau_1, \tau_2)$ เท่ากับ 0 และ ค่าความแปรปรวนเท่ากับ $\frac{L_1-2}{L_2-4}$ สำหรับ กลุ่มตัวอย่างที่ $n > 30$ สามารถประมาณการได้ว่า $\widehat{SCAR}_i(\tau_1, \tau_2)$ มีการกระจายตัวเป็น Normal Distribution

ค่าเฉลี่ยของ Abnormal Return สามารถหาค่าเฉลี่ยของ ε^* จากสมการ (7)

ให้กลุ่มตัวอย่างของหุ้น N เหตุการณ์ จะหาค่า ε^* เป็นค่าเฉลี่ยของ N Abnormal return vector ดังนี้

$$\bar{\varepsilon}^* = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \varepsilon_i^* \quad (15)$$

$$Var[\bar{\varepsilon}^*] = V = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N V_i \quad (16)$$

หา $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$ โดยใช้ผลรวมค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่ผิดปกติจาก τ_1 ถึง τ_2

เมื่อ $T_1 < \tau_1 \leq \tau_2 \leq T_2$ และ γ คือ เวกเตอร์ ($L_2 \times 1$) จะได้

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) \equiv \gamma' \bar{\varepsilon}^* \quad (17)$$

$$Var[\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)] = \bar{\sigma}^2(\tau_1, \tau_2) = \gamma' V \gamma \quad (18)$$

ดังนั้นจาก $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$ สามารถหา Sample Cumulative abnormal return สำหรับหุ้น i จำนวน N เหตุการณ์ดังนี้

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \widehat{CAR}_i(\tau_1, \tau_2) \quad (19)$$

$$\text{Var}[\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)] = \bar{\sigma}^2(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2(\tau_1, \tau_2) \quad (20)$$

จากสมการ (16),(17) และ (20) โดยเรามีสมมติฐานว่าเหตุการณ์ N เหตุการณ์ไม่มีการ Overlap (Covariance terms to zero) กันเราจึงหา Cumulative abnormal returns จาก

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) \sim \mathcal{N}(0, \bar{\sigma}^2(\tau_1, \tau_2)), \quad (21)$$

จาก $H_0 = 0$ คือไม่มี abnormal return เนื่องจาก $\bar{\sigma}^2(\tau_1, \tau_2)$ เราไม่ทราบค่า ดังนั้นเราจึงใช้ $\hat{\sigma}^2(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \hat{\sigma}_i^2(\tau_1, \tau_2)$ เป็นค่าประมาณการเพื่อทดสอบ H_0 ด้วย

$$T_1 = \frac{\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)}{\left[\hat{\sigma}^2(\tau_1, \tau_2)\right]^{\frac{1}{2}}} \sim \mathcal{N}(0, 1), \quad (22)$$

3.3.3. ขั้นตอนในการหาปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (Abnormal Volume)

ปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ (AV) สำหรับวันที่ t คำนวณได้จาก

$$AV_{j,t} = \frac{V_{j,t}}{EV_j} - 1$$

โดย EV คือปริมาณการซื้อขายที่คาดหวังบนปริมาณการซื้อขายปกติ (V) โดยประมาณการ ดังสมการ

$$EV = \frac{\sum_{-120}^{-21} V_{j,t}}{100}$$

ปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติจากค่าเฉลี่ย สามารถคำนวณได้จากสูตร t-test คำนวณจาก:

$$t = \frac{AAV_t}{\sqrt{\frac{\sum_{j=1}^N \sigma_{j,pre}^2}{N}}}$$

โดย $\sigma_{j,pre}$ คือ ค่าความผันผวนของปริมาณการซื้อขายของช่วงก่อนเหตุการณ์จนถึงช่วงเวลาการ
ประมาณการ

$$\sigma_{j,pre} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-120}^{-21} AV_{j,t}^2}{100 - 1}}$$

งานวิจัยนี้แบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

1. เพื่อศึกษาหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return : AAR) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ของหลักทรัพย์ในการประกาศข่าวการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด โดยศึกษาถึงผลตอบแทนในช่วงก่อนและช่วงหลังจากการมีประกาศเพิ่มทุน

2. ศึกษาความสัมพันธ์ของปริมาณการซื้อขายผิดปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Volume : AAV) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกรณีที่มีการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัดของบริษัทจดทะเบียนในช่วงก่อน และช่วงหลังที่มีการประกาศเพิ่มทุน

ส่วนที่ 1

1. ขณะที่ผลกระทบของวิกฤตการเงินในปี 2550-2551
2. ผลกระทบของวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัดของบริษัทจดทะเบียน (เพื่อใช้หนี้เดิมหรือเพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียน/ลงทุนโครงการใหม่)

สมมติฐานที่ใช้คือการทดสอบว่าการประกาศเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัดมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนหรือไม่ โดยทำการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเฉลี่ย ที่เกิดขึ้นในช่วงระหว่างเกิดเหตุการณ์แล้วจึงทดสอบค่าคาดหวังดังกล่าวแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

สมมติฐานการศึกษา

$$H_0: \quad AAR(t_k) = 0$$

$$H_1: \quad AAR(t_k) \neq 0$$

H_0 คือ ไม่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย

H_1 คือ มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย

สมมติฐานการศึกษา

$$H_0: \text{CAAR}(t_1, t_k) = 0$$

$$H_1: \text{CAAR}(t_1, t_k) \neq 0$$

H_0 คือ ไม่มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม

H_1 คือ มีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม

ส่วนที่ 2

1. ผลกระทบของวิกฤติการเงินในปี 2550-2551

2. ผลกระทบของวัตถุประสงค์ในการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัดของบริษัทจดทะเบียน (เพื่อใช้หนี้เดิมหรือเพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียน/ลงทุนโครงการใหม่)

สมมติฐานที่ใช้คือ การทดสอบว่าการประกาศเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนหรือไม่โดยทำการคำนวณหาปริมาณการซื้อขายผิดปกติ (Average Abnormal Volume : AAV) ที่เกิดขึ้นในช่วงระหว่างเกิดเหตุการณ์แล้วจึงทดสอบค่าคาดหวังดังกล่าวแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

สมมติฐานการศึกษา

$$H_0: \text{AAV}(t_1, t_k) = 0$$

$$H_1: \text{AAV}(t_1, t_k) \neq 0$$

H_0 คือ ไม่มีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ

H_1 คือ มีปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติ



บทที่ 4

บทผลการวิจัย

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) และการทดสอบค่านัยสำคัญทางสถิติในแต่ละวันในช่วงเวลาเหตุการณ์ประกาศเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด ดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAAR) ของวันประกาศเพิ่มทุน

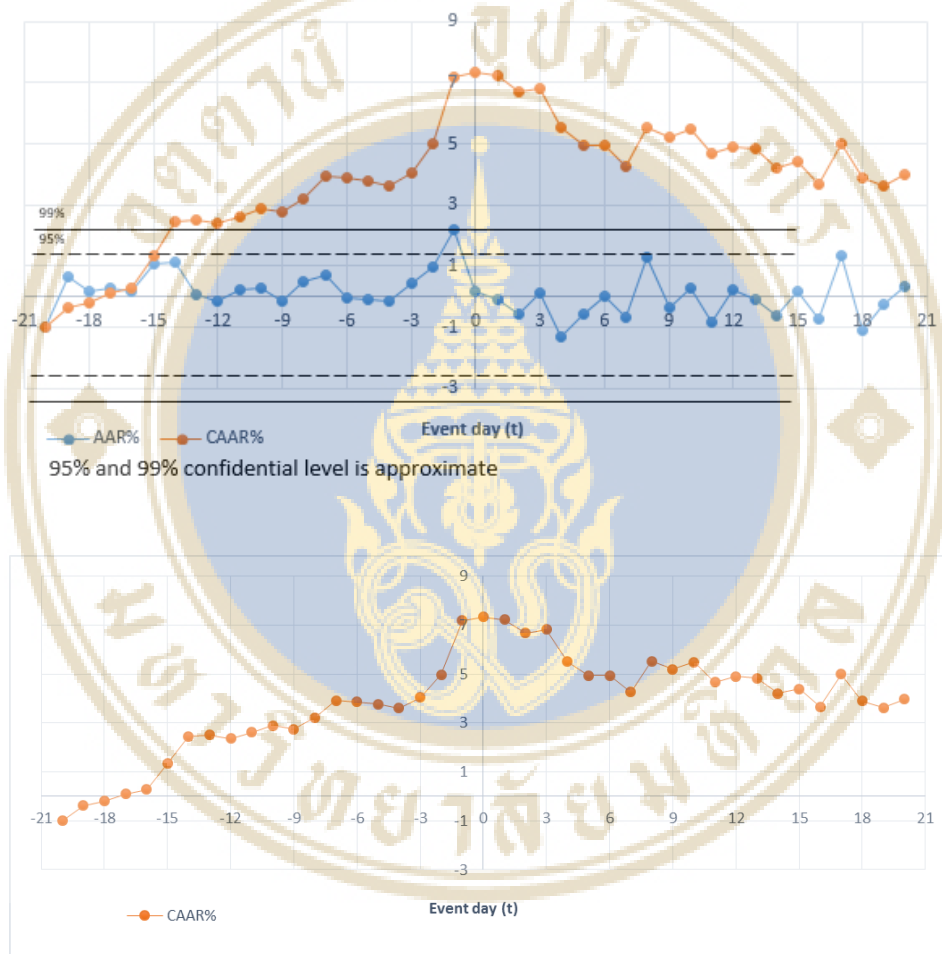
Daily Average Abnormal Returns(AAR) and Cumulative Average Abnormal Return(CAAR) surrounding private placement announcement, 2002 - 2014
Total sample (n = 135)

Event day(t)	AAR(%)	se	Z	Remark
-20	-0.996	0.702	-1.399	
-19	0.623	0.704	0.723	
-18	0.184	0.703	0.248	
-17	0.280	0.704	0.236	
-16	0.192	0.703	0.083	
-15	1.061	0.702	1.243	
-14	1.122	0.703	1.278	
-13	0.039	0.703	-0.039	
-12	-0.131	0.704	0.087	
-11	0.243	0.703	0.123	
-10	0.272	0.704	0.413	
-9	-0.138	0.702	-0.110	
-8	0.467	0.703	0.475	
-7	0.707	0.703	0.654	
-6	-0.064	0.704	-0.188	
-5	-0.093	0.702	-0.137	
-4	-0.154	0.703	-0.126	
-3	0.426	0.703	0.391	
-2	0.947	0.705	1.048	
-1	2.210	0.702	2.644	***
0	0.147	0.703	0.056	
1	-0.111	0.705	-0.171	
2	-0.551	0.703	-0.781	
3	0.141	0.702	0.196	
4	-1.315	0.703	-1.643	*
5	-0.565	0.703	-0.722	
6	0.000	0.703	-0.085	
7	-0.678	0.705	-0.936	
8	1.268	0.706	1.427	*
9	-0.339	0.706	-0.261	
10	0.300	0.704	0.413	
11	-0.823	0.704	-1.144	
12	0.244	0.703	0.191	
13	-0.075	0.703	-0.124	
14	-0.623	0.705	-0.778	
15	0.182	0.704	0.184	
16	-0.729	0.728	-1.007	
17	1.329	0.717	1.601	*
18	-1.100	0.703	-1.432	
19	-0.266	0.702	-0.405	
20	0.350	0.702	0.379	
CAAR(%)				
[-20,20]	3.983	28.240	0.141	
[-10,0]	4.729	5.965	0.793	
[-5,0]	3.484	3.109	1.121	
[-1,0]	2.357	0.996	2.366	**
[0,+1]	0.036	0.997	0.036	
[0,+5]	-2.254	3.109	-0.725	

The symbols*, ** and *** denote statistical significance at the 0.10, 0.05 and 0.01 levels, respectively, using a two-tailed test.

ตารางที่ 4.1 แสดงว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ การประกาศเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด ส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) สามารถตรวจสอบย้อนหลังได้ 1 วันก่อนเกิดเหตุการณ์ และมีผลต่อเนื่องถึง 17 วันหลังเกิดเหตุการณ์ แต่อย่างไรก็ตาม อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยที่มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ 99% เกิดขึ้นเหตุการณ์ 1 วัน

เมื่อทำการทดสอบช่วงเวลาต่างๆ รอบๆ เหตุการณ์ พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ จะเกิดในช่วง (-1,0)



ภาพที่ 4.1 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของวันประกาศเพิ่มทุน

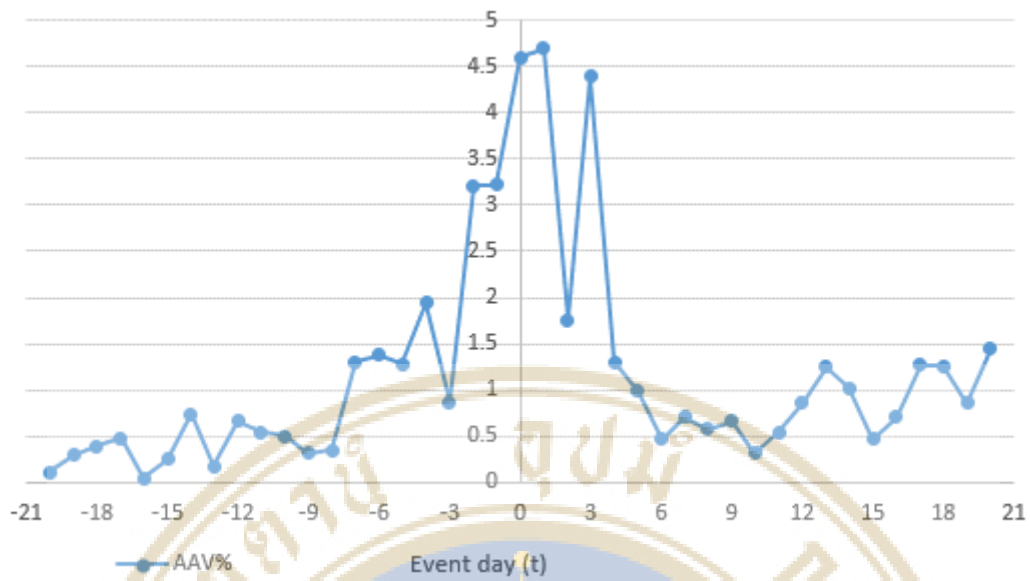
ภาพที่ 4.1 แสดงของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในช่วงเวลาเหตุการณ์ประกาศเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัดพบว่าในช่วง (-20,0) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) แนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่าง

ต่อเนื่อง ส่วนในช่วง (0,+20) มีแนวโน้มลดลง

ตารางที่ 4.2 แสดงปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) ของวันประกาศเพิ่มทุน

Total sample (n = 135)					
Event day(t)	AAV(%)	se	ttest	p-value	Remark
-20	0.104	1.832	0.057	0.955	
-19	0.299	1.832	0.163	0.871	
-18	0.391	1.832	0.213	0.831	
-17	0.478	1.832	0.261	0.795	
-16	0.044	1.832	0.024	0.981	
-15	0.251	1.832	0.137	0.891	
-14	0.734	1.832	0.400	0.689	
-13	0.174	1.832	0.095	0.924	
-12	0.667	1.832	0.364	0.716	
-11	0.539	1.832	0.294	0.769	
-10	0.496	1.832	0.271	0.787	
-9	0.316	1.832	0.172	0.863	
-8	0.347	1.832	0.190	0.850	
-7	1.298	1.832	0.708	0.480	
-6	1.373	1.832	0.749	0.455	
-5	1.279	1.832	0.698	0.486	
-4	1.944	1.832	1.061	0.291	
-3	0.864	1.832	0.472	0.638	
-2	3.213	1.832	1.754	0.082	*
-1	3.224	1.832	1.760	0.081	*
0	4.593	1.832	2.507	0.013	**
1	4.696	1.832	2.563	0.011	**
2	1.754	1.832	0.957	0.340	
3	4.396	1.832	2.399	0.018	**
4	1.297	1.832	0.708	0.480	
5	0.983	1.832	0.536	0.593	
6	0.469	1.832	0.256	0.798	
7	0.702	1.832	0.383	0.702	
8	0.575	1.832	0.314	0.754	
9	0.662	1.832	0.362	0.718	
10	0.310	1.832	0.169	0.866	
11	0.548	1.832	0.299	0.765	
12	0.859	1.832	0.469	0.640	
13	1.244	1.832	0.679	0.498	
14	1.020	1.832	0.557	0.579	
15	0.469	1.832	0.256	0.798	
16	0.705	1.832	0.385	0.701	
17	1.274	1.832	0.695	0.488	
18	1.257	1.832	0.686	0.494	
19	0.855	1.832	0.466	0.642	
20	1.442	1.832	0.787	0.433	

The symbols*, ** and *** denote statistical significance at the 0.10, 0.05 and 0.01 levels, respectively, using a two-tailed test.



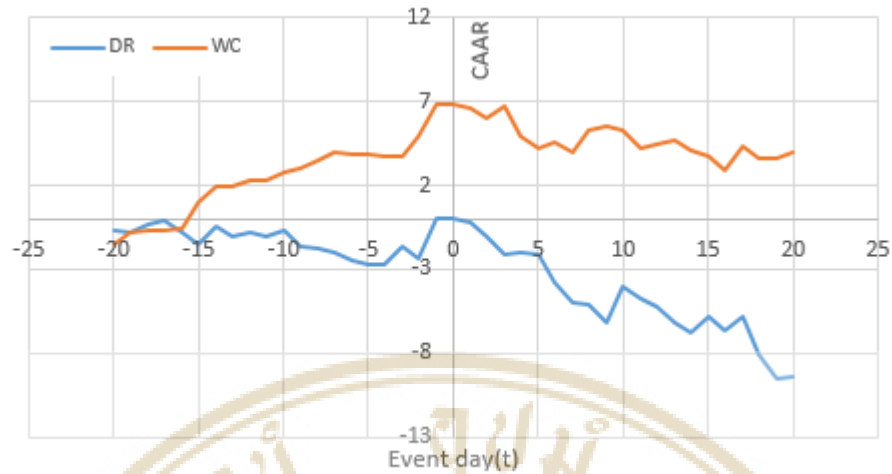
ภาพที่ 4.2 แสดงปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) ของวันประกาศเพิ่มทุน

ตารางที่ 4.2, ภาพที่ 4.2 แสดงว่าปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ การประกาศเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด ส่งผลกระทบการเปลี่ยนแปลงต่อปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAV) ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ 2 วัน (ความเชื่อมั่นที่ 90%) และมีผลต่อเนื่องถึง 3 วันหลังเกิดเหตุการณ์ (ความเชื่อมั่นที่ 95%) ซึ่งแสดงให้เห็นว่ามีการใช้ข้อมูลภายในในการซื้อขายของผู้ที่ล่วงรู้ข้อมูลของบริษัท ก่อนที่บริษัทจะมีการประกาศเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด

ตารางที่ 4.3 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (AAR) และ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของวัตถุประสงค์การใช้เงินเพิ่มทุนและผลกระทบของวิกฤติการเงิน ณ วันประกาศเพิ่มทุน

Event day(t)	Panel A Intended use of proceeds				Panel B Different economic condition									
	Debt repayment (n = 36)		WC/Investment (n = 99)		Before Crisis (45-49) (n = 45)		During Crisis (50-51) (n = 22)		After Crisis (52-57) (n = 68)					
	AAR (%)	se	AAR (%)	se	AAR (%)	se	AAR (%)	se	AAR (%)	se				
-20	-0.73	0.63	-1.52	0.91	*	-0.79	0.78	-0.17	0.87	-1.76	1.26			
-19	-0.10	0.63	0.77	0.91		0.15	0.78	2.00	0.87	**	0.48	1.27		
-18	0.53	0.63	0.07	0.91		0.76	0.78	-0.01	0.87		-0.05	1.26		
-17	0.22	0.63	-0.05	0.91		-0.69	0.78	-0.65	0.87		1.16	1.27		
-16	-0.77	0.63	0.23	0.91		0.52	0.78	-1.37	0.88		0.28	1.26		
-15	-0.63	0.63	1.52	0.91	*	2.61	0.77	***	-0.35	0.87	0.06	1.26		
-14	0.97	0.63	0.91	0.91		2.67	0.77	***	-0.88	0.87	0.45	1.26		
-13	-0.52	0.63	0.05	0.91		-1.02	0.78		0.44	0.87	0.53	1.26		
-12	0.23	0.63	0.26	0.91		0.05	0.78		0.60	0.88	-0.13	1.27		
-11	-0.23	0.63	0.05	0.91		-0.62	0.78		0.65	0.87	0.54	1.27		
-10	0.32	0.64	0.48	0.91		0.84	0.78		-0.55	0.88	0.28	1.27		
-9	-0.88	0.64	0.23	0.91		0.72	0.77		-0.26	0.87	-0.69	1.26		
-8	-0.16	0.63	0.44	0.91		-0.30	0.78		0.36	0.87	0.86	1.26		
-7	-0.23	0.63	0.57	0.91		-0.15	0.78		0.93	0.88	0.95	1.26		
-6	-0.52	0.63	-0.12	0.91		0.71	0.77		-0.25	0.87	-0.76	1.27		
-5	-0.23	0.63	-0.07	0.91		-0.94	0.78		1.06	0.87	0.19	1.26		
-4	0.05	0.64	-0.07	0.91		-1.08	0.78		-0.82	0.87	0.87	1.26		
-3	1.05	0.63	*	-0.07	0.91		-0.15	0.78		0.73	0.87	0.60	1.26	
-2	-0.79	0.63		1.22	0.91		-0.32	0.78		0.20	0.87	1.97	1.27	
-1	2.39	0.63	***	1.92	0.91	**	2.28	0.77	***	1.07	0.88	2.33	1.26	*
0	0.02	0.63		-0.03	0.91		-0.40	0.78		-0.58	0.87	0.57	1.26	
1	-0.24	0.63		-0.12	0.91		-1.26	0.78		-0.45	0.87	0.48	1.27	
2	-0.85	0.64		-0.64	0.91		-0.22	0.78		-1.17	0.87	-0.80	1.26	
3	-1.04	0.64		0.67	0.91		-0.30	0.78		-0.93	0.87	0.87	1.26	
4	0.16	0.64		-1.80	0.91	**	-0.85	0.78		-0.17	0.88	-2.05	1.27	
5	-0.19	0.64		-0.72	0.91		0.01	0.78		-0.87	0.88	-0.98	1.26	
6	-1.65	0.64	***	0.45	0.91		-1.06	0.78		-1.36	0.88	1.15	1.27	
7	-1.20	0.64	*	-0.70	0.91		-0.26	0.78		0.97	0.88	-1.69	1.27	
8	-0.11	0.64		1.43	0.91		-0.45	0.78		2.60	0.87	***	1.88	1.27
9	-1.08	0.64	*	0.23	0.91		0.58	0.78		1.62	0.88	*	-1.54	1.27
10	2.15	0.63	***	-0.27	0.91		0.30	0.78		-0.22	0.87	0.59	1.27	
11	-0.74	0.63		-1.09	0.91		0.13	0.77		-0.95	0.88	-1.76	1.27	
12	-0.48	0.64		0.27	0.91		-0.10	0.78		-1.14	0.88	0.89	1.27	
13	-0.93	0.64		0.16	0.91		-0.52	0.77		0.24	0.87	0.18	1.26	
14	-0.62	0.63		-0.61	0.91		-0.56	0.77		-0.16	0.87	-0.88	1.27	
15	1.04	0.64		-0.25	0.91		0.30	0.78		0.57	0.88	-0.20	1.26	
16	-0.89	0.64		-0.85	0.94		-0.03	0.95		-1.25	0.87	-1.37	1.27	
17	0.80	0.63		1.45	0.93		0.40	0.87		0.36	0.87	2.08	1.26	*
18	-2.16	0.63	***	-0.81	0.91		-0.92	0.78		-0.74	0.87	-1.46	1.26	
19	-1.54	0.63	**	0.03	0.91		-0.91	0.78		0.20	0.87	-0.05	1.26	
20	0.13	0.64		0.31	0.91		-0.04	0.77		0.04	0.88	0.67	1.26	
CAAR(%)														
[-20,20]	-9.45	23.01		3.92	47.35		-0.91	34.40		-0.62	43.89	4.76	91.36	
[-10,0]	1.03	4.86		4.49	10.00		1.21	7.31		1.92	9.26	7.19	19.28	
[-5,0]	2.49	2.54		2.89	5.21		-0.61	3.79		1.68	4.82	6.54	10.06	
[-1,0]	2.41	0.81	***	1.88	1.67		1.87	1.21		0.49	1.54	2.91	3.22	
[0,+1]	-0.22	0.81		-0.16	1.67		-1.66	1.21		-1.03	1.54	1.05	3.22	
[0,+5]	-2.14	2.56		-2.65	5.22		-3.02	3.81		-4.16	4.80	-1.92	10.06	

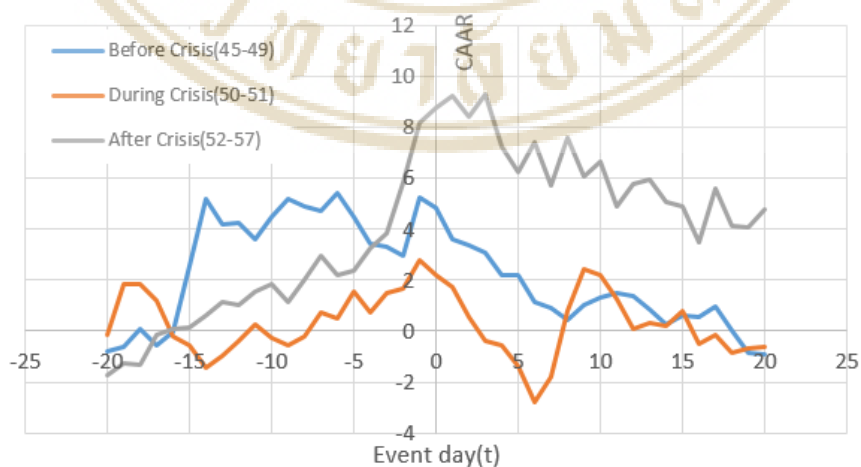
The symbols*, ** and *** denote statistical significance at the 0.10, 0.05 and 0.01 levels, respectively, using a two-tailed test.



ภาพที่ 4.3 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ช่วง (-20,20) ตามวัตถุประสงค์การใช้เงินเพิ่ม
ทุน

ภาพที่ 4.3 แสดงกราฟของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ตามวัตถุประสงค์การใช้เงิน โดยสามารถสรุปผลได้ดังนี้คือ หากการเพิ่มทุนมีวัตถุประสงค์เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนหรือเตรียมไว้เพื่อใช้ในโครงการใหม่ของบริษัท แนวโน้มของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) เพิ่มขึ้นโดยเฉพาะช่วง (-20,0) ของเหตุการณ์

ส่วนการแจ้งวัตถุประสงค์ของการใช้เงินเพื่อชำระคืนหนี้ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) จะมีแนวโน้มลดลงโดยตลอด



ภาพที่ 4.4 แสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ตามผลกระทบของวิกฤติการเงิน

ภาพที่ 4.4 แสดงกราฟของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยจำแนกตามช่วงวิกฤติเศรษฐกิจแฮมเบอร์เกอร์ (Hamburger Crisis) ให้อัตราปี พ.ศ. 2550-2551 เป็นช่วงเกิดวิกฤติ โดยแบ่งศึกษาเป็นสามช่วงคือ ช่วงก่อนวิกฤติ (พ.ศ. 2545-2549) ช่วงเกิดวิกฤติ (พ.ศ. 2550-2551) ช่วงหลังวิกฤติ (พ.ศ. 2552-2557) เพื่อดูว่าการประกาศเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัดมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR)อย่างไร

พบว่า ช่วงก่อนวิกฤติและช่วงระหว่างเกิดวิกฤติอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ไม่สามารถระบุแนวโน้มได้ ส่วนหลังเกิดวิกฤติอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นชัดเจน



บทที่ 5

บทอภิปรายและบทสรุป

งานวิจัยฉบับนี้ได้ศึกษาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return : AAR) ผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) และ ปริมาณการซื้อขายผิดปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Volume : AAV) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีที่บริษัทมีการประกาศเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด ช่วงระยะเวลา 13 ปี (ปี 2545 – 2557) ในการศึกษาได้ใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) นอกจากนี้ ยังแยกทดสอบโดยแบ่งตามวัตถุประสงค์ของการใช้เงินที่ได้จากการเพิ่มทุนได้แก่ 1. เพื่อชำระคืนหนี้ 2. เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนหรือเพื่อเตรียมไว้สำหรับ โครงการใหม่ของบริษัท รวมทั้งยังแยกทดสอบตามช่วงวิกฤติเศรษฐกิจแฮมเบอร์เกอร์ (Hamburger Crisis) ให้ปี พ.ศ. 2550-2551 เป็นช่วงเกิดวิกฤติ โดยแบ่งศึกษาเป็นสามช่วงคือ ช่วงก่อนวิกฤติ (พ.ศ. 2545-2549) ช่วงเกิดวิกฤติ (พ.ศ. 2550-2551) ช่วงหลังวิกฤติ (พ.ศ. 2552-2557)

ผลการศึกษาพบว่า การประกาศการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด (Private Placement : PP) มีผลต่ออัตราผลตอบแทนผิดปกติเป็นบวก (Positive Abnormal Return) ก่อนวันประกาศ 1 วัน ส่วนผลต่อปริมาณการซื้อขายผิดปกติเป็นบวก (Positive Abnormal Volume) ก่อนวันประกาศ 2 วัน โดยหากแบ่งตามวัตถุประสงค์ของการใช้เงินที่ได้จากการเพิ่มทุน พบว่าถ้าใช้เพื่อเป็นเงินทุนหมุนเวียนหรือเพื่อเตรียมไว้สำหรับ โครงการใหม่ของบริษัท แนวโน้มของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) เพิ่มขึ้น ส่วนเพื่อชำระคืนหนี้แนวโน้มของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ลดลง หากจำแนกตามช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ พบว่าช่วงก่อนวิกฤติและช่วงระหว่างเกิดวิกฤติอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ไม่สามารถระบุแนวโน้มได้ ส่วนหลังเกิดวิกฤติอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นชัดเจน

ดังนั้นจึงสรุปได้ว่า การประกาศการเพิ่มทุนแบบจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด (Private Placement : PP) อาจมีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น โดยดูได้จากปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติเป็นบวก (Positive Abnormal Volume) เกิดขึ้นก่อนวันประกาศ 2 วันอย่างมีนัยสำคัญ (ความเชื่อมั่นที่ 90%) และอัตราผลตอบแทนผิดปกติเป็นบวก (Positive Abnormal Return) ก่อนวันประกาศ 1 วันอย่างมีนัยสำคัญ (ความเชื่อมั่นที่ 99%)

การที่บริษัทแจ้งวัตถุประสงค์ในการใช้เงินเพิ่มทุนเพื่อส่งสัญญาณให้นักลงทุนรับทราบ (Signaling) เพื่อลดผลกระทบจาก Dilution effect แต่ผลที่ได้พบว่าไม่มีนัยสำคัญในช่วงเกิดเหตุการณ์ (-20,20)



บรรณานุกรม

- ปานิสรา อ่าวรุ่งเรือง, สิทธานต์ วงศ์ปณณวัฒน์, และ สุกัญญา หวานสูงเนิน. (2554). การศึกษาอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกรณีที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน. *RMUTT Global Business and Economics Review* 2011, หน้า 18-34.
- ประณต ธีระตันติกุล. (2011). กลยุทธ์การส่งสัญญาณเพื่อลดผลกระทบจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน. วิทยานิพนธ์ที่จัดทำขึ้นเพื่อเป็นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าแบบอิสระ, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- Aman, H., and H. Miyazaki. (2009). Valuation Effects of New Equity Issues by Banks: Evidence from Japan. *Applied Financial Economics* 19, no. 8: 635-645.
- Anderson, Hamish D., Lawrence C. Rose, and Steven F. Cahan. (2006). Differential Shareholder Wealth and Volume Effects Surrounding Private Equity Placements in New Zealand. *Pacific-Basin Finance Journal* 14, no. 4: 367-394.
- Barnes, E., and M. Walker. (2006). The Seasoned-Equity Issues of Uk Firms: Market Reaction and Issuance Method Choice. *Journal of Business Finance and Accounting* 33, no. 1-2: 45-78.
- Brown, Stephen J., and Jerold B. Warner. (1985). Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics* 14, no. 1: 3-31.
- Fama, Eugene F. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business* 38, no. 1: 34-105.
- Fonseka, M. M., Sisira R. N. Colombage, and Gao-Liang Tian. (2014). Effects of Regulator's Announcements, Information Asymmetry and Ownership Changes on Private Equity Placements: Evidence from China. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 29, 126-49.
- Hertzel, Michael, and Richard L. Smith. (1993). Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately. *The Journal of Finance* 48, no. 2: 459-85.

- Kato, Kiyoshi, and James S. Schallheim. (1993). Private Equity Financings in Japan and Corporate Grouping (Keiretsu). *Pacific-Basin Finance Journal* 1, no. 3: 287-307.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13, no. 2: 187-221.
- Normazia, M., Taufiq Hassan, M. Ariff, and M. Shamsheer. (2013). Private Placement, Share Prices, Volume and Financial Crisis: An Emerging Market Study. *Global Finance Journal* 24, no. 3: 203-221.
- Ross, Stephen A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics* 8, no. 1: 23-40.
- Sharpe, William F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. *The Journal of Finance* 19, no. 3: 425-442.
- Tan, Ruth S. K., P. L. Chng, and Y. H. Tong. (2002). Private Placements and Rights Issues in Singapore. *Pacific-Basin Finance Journal* 10, no. 1: 29-54.
- Wruck, Karen Hopper. (1989). Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings. *Journal of Financial Economics* 23, no. 1: 3-28.
- Wruck, Karen H., and YiLin Wu. (2009). Relationships, Corporate Governance, and Performance: Evidence from Private Placements of Common Stock. *Journal of Corporate Finance* 15, no. 1: 30-47.
- Wu, Xueping, and Zheng Wang. (2005). Equity Financing in a Myers–Majluf Framework with Private Benefits of Control. *Journal of Corporate Finance* 11, no. 5: 915-945.
- Kinley, A. M. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*.35, 13-39.

ภาคผนวก

นियามบุคคลในวงจำกัด

การเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่บุคคลในวงจำกัด (Private Placement หรือ PP)

การเสนอขายแบบ PP ได้รับอนุญาตเป็นการทั่วไป (ไม่ต้องยื่นคำขอ และ ไม่ต้องยื่นแบบ filing ก่อน ปี 2558) ซึ่งได้แก่ การเสนอขายในลักษณะใดลักษณะหนึ่งต่อไปนี้

1. วงเงินที่เสนอขาย มูลค่าการเสนอขาย (คำนวณจากราคาขาย) ไม่เกิน 20 ล้านบาท ภายในรอบ 12 เดือนใด ๆ (ไม่นับรวมส่วนที่ขายให้ผู้ลงทุนสถาบัน) หรือ
 2. จำนวนผู้ลงทุน ไม่เกิน 50 ราย ภายในรอบ 12 เดือนใด ๆ (นับจากบุคคลที่เป็นเจ้าของที่แท้จริง และไม่นับรวมส่วนที่ขายให้ผู้ลงทุนสถาบัน) หรือ
 3. ลักษณะของผู้ลงทุน การเสนอขายให้ผู้ลงทุนสถาบัน (ไม่จำกัดวงเงินที่เสนอขาย และจำนวนผู้ลงทุน) หรือ
 4. ลักษณะของการเสนอขาย
- การเสนอขายหุ้นกรณีทั้งผู้ขายและผู้ซื้อเป็นผู้ถือหุ้นของบริษัทที่ออกหุ้นนั้น และไม่มีลักษณะเป็นการเสนอขายโดยทั่วไป

การเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ให้แก่บุคคลที่เป็นเจ้าหน้าที่ของบริษัทตามแผนฟื้นฟูกิจการที่ศาลให้ความเห็นชอบตามกฎหมายว่าด้วยล้มละลาย ทั้งนี้ เฉพาะกรณีที่แผนฟื้นฟูกิจการกำหนดให้เจ้าหน้าที่ต้องรับหุ้นที่ออกใหม่ดังกล่าวแทนการรับชำระหนี้

การเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ทั้งหมดโดยนิติบุคคลตามกฎหมายเฉพาะต่อผู้ถือหุ้นของนิติบุคคลดังกล่าวตามสัดส่วนการถือหุ้น โดยได้รับชำระราคาเต็มมูลค่าที่เสนอขายจากผู้ถือหุ้น

เงื่อนไขการอนุญาตการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่บุคคลในวงจำกัด

1. ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ต้องไม่โฆษณาการเสนอขายหลักทรัพย์เป็นการทั่วไป
2. ในกรณีที่ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ประสงค์จะแจกจ่ายเอกสารเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่จะเสนอขายหรืออยู่ระหว่างเสนอขาย ผู้เสนอขายหลักทรัพย์ต้องแจกจ่ายเอกสารดังกล่าวให้แก่ผู้ลงทุน โดยเฉพาะเจาะจงเท่านั้น

การเปิดเผยข้อมูลหลังการขาย PP

ผู้เสนอขายมีหน้าที่รายงานผลการขายหลักทรัพย์ ให้ ก.ล.ต. ทราบภายใน 15 วัน นับแต่วันปิดการเสนอขาย โดยระบุ

1. วันที่เสนอขาย
2. ประเภท ลักษณะ และชื่อเฉพาะของหลักทรัพย์ (ถ้ามี)
3. จำนวนหลักทรัพย์ที่เสนอขายทั้งหมด และจำนวนหลักทรัพย์ที่ขายได้ทั้งหมด
4. ราคาเสนอขาย
5. ชื่อและที่อยู่ของผู้ซื้อ และจำนวนที่ผู้ซื้อแต่ละรายได้รับจัดสรร
6. ชื่อ สถานที่ติดต่อ และเบอร์ โทรศัพท์ของผู้ขาย

ผู้ลงทุนสถาบัน ได้แก่

- (ก) ธนาคารพาณิชย์
- (ข) บริษัทเงินทุน
- (ค) บริษัทหลักทรัพย์เพื่อเป็นทรัพย์สินของตนเอง หรือเพื่อการบริหารกองทุนส่วนบุคคลหรือเพื่อการจัดการ โครงการลงทุนที่จัดตั้งขึ้นตามกฎหมายว่าด้วยการประกอบธุรกิจเงินทุนธุรกิจหลักทรัพย์ และธุรกิจเครดิตฟองซิเออร์
- (ง) บริษัทเครดิตฟองซิเออร์
- (จ) บริษัทประกันภัย
- (ฉ) ส่วนราชการและรัฐวิสาหกิจตามกฎหมายว่าด้วยวิธีการงบประมาณ หรือนิติบุคคล

อื่นที่มีกฎหมายเฉพาะจัดตั้งขึ้น

- (ช) ธนาคารแห่งประเทศไทย
- (ซ) สถาบันการเงินระหว่างประเทศ
- (ฌ) กองทุนเพื่อการฟื้นฟูและพัฒนา ระบบสถาบันการเงิน
- (ญ) กองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ
- (ฎ) กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ
- (ฏ) กองทุนรวม
- (ฐ) ผู้ลงทุนต่างประเทศซึ่งมีลักษณะเดียวกับผู้ลงทุนตาม (ก) ถึง (ฏ) โดยอนุโลม

คุณสมบัติเพิ่มเติมสำหรับการขายหุ้นต่ำกว่าราคาตลาด (เฉพาะบริษัทจดทะเบียน)

1. หนังสือนัดประชุม

- ส่งหนังสือนัดประชุมล่วงหน้าอย่างน้อย 14 วัน และมีเงื่อนไขดังนี้

1. มีข้อมูลที่เพียงพอต่อการตัดสินใจ อย่างน้อยในเรื่อง
2. วัตถุประสงค์ของการเสนอขายหุ้นราคาต่ำ
3. จำนวนหุ้นที่เสนอขาย/ราคาเสนอขาย/ราคาใช้สิทธิแปลงสภาพ ซึ่งระบุราคาหรือส่วนลดที่แน่นอน

4. ราคาตลาดที่ใช้เปรียบเทียบ และวิธีการคำนวณ
5. ชื่อกลุ่มบุคคลที่คาดว่าจะได้รับการเสนอขาย
6. Price dilution และ control dilution
7. สิทธิคัดค้านของผู้ถือหุ้น
8. ความเห็นคณะกรรมการบริษัทในเรื่องความจำเป็นที่ต้องขายราคาต่ำ ความเหมาะสมและเหตุผลของราคาตลาดที่ใช้ และการกำหนดราคาเสนอขาย
9. หนังสือมอบฉันทะ ระบุข้อมูลกรรมการอิสระอย่างน้อย 1 คน ที่สามารถเป็นผู้รับมอบฉันทะและตัวแทนได้เสียพิเศษของกรรมการอิสระ (ถ้ามี)

2. มติที่ประชุม

- ได้มติไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของผู้ที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง
- ไม่มีผู้ถือหุ้นตั้งแต่ 10% คัดค้าน

ราคาตลาด ให้ใช้ราคาใดราคาหนึ่ง ดังนี้

1. ราคาปิดถัวเฉลี่ยของหุ้นในตลาด, ย้อนหลังไม่น้อยกว่า 7 วันแต่ไม่เกิน 15 วันทำการติดต่อกัน ก่อนวันกำหนดราคาเสนอขาย โดยราคาที่นำถัวเฉลี่ยดังกล่าวอาจใช้ราคาปิดหรือราคาเฉลี่ยของการซื้อขายหุ้นนั้นในแต่ละวันก็ได้ ทั้งนี้ วันกำหนดราคาเสนอขายให้เป็นไปตามมติคณะกรรมการบริษัท ซึ่งเป็นวันใดวันหนึ่งดังนี้

- วันที่คณะกรรมการมีมติให้เสนออวาระต่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อขออนุมัติให้บริษัทเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ในราคาต่ำ

- วันที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นมีมติอนุมัติให้บริษัทเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ในราคาต่ำ
- วันแรกที่เสนอขายต่อผู้ลงทุน
- วันที่ผู้ลงทุนมีสิทธิแปลงสภาพตามหุ้นกู้แปลงสภาพ หรือมีสิทธิซื้อหุ้นตามใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น หรือ

2. ราคาที่กำหนดได้จากการใช้กระบวนการทางการตลาด เช่น การสำรวจความต้องการซื้อหลักทรัพย์ (book building) เป็นต้น หรือ

3. ราคายุติธรรมที่ประเมินโดยที่ปรึกษาทางการเงินที่อยู่ในบัญชีที่ ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ

ข้อยกเว้น กรณีบริษัทจดทะเบียนขายหุ้นต่ำกว่าราคาตลาด แต่ไม่ต้องขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น

1. เสนอขายหุ้นตามแผนฟื้นฟูกิจการตาม พระราชบัญญัติล้มละลาย พ.ศ. 2483 ที่ได้รับความเห็นชอบจากศาลแล้ว
2. แสดงต่อ ก.ล.ต. ได้ว่า มีเหตุจำเป็นและได้รับผ่อนผันจาก ก.ล.ต. แล้ว

