

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### แนวคิดและทฤษฎี

##### แนวคิดในเรื่องตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (efficient market) หมายถึงตลาดที่ราคาหลักทรัพย์ทั้งหลายได้สะท้อนข่าวสารข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นอย่างรวดเร็วและทั่วถึงดังนั้นราคาหลักทรัพย์ในขณะนั้นจะไม่เปลี่ยนแปลง โดยแนวความคิดนี้มีรากฐานจากความเชื่อที่ว่าผู้ลงทุนซึ่มีข่าวสารข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดในรูปของราคาหลักทรัพย์ที่ทำให้มีการตัดสินใจซื้อหรือขาย ดังนั้นราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารที่มีอยู่ทั้งหมดซึ่งรวมถึงข้อมูลในอดีต เช่น กำไรในไตรมาสที่ผ่านมา ข้อมูลในปัจจุบันและข่าวที่ประกาศไปแล้วแต่เหตุการณ์นั้นยังไม่เกิดขึ้นจริง เช่น การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน แผนการรวมกิจการ นอกจากนี้ข่าวสารข้อมูลที่อนุমানขึ้นก็ถือว่าเป็นข้อมูลที่สะท้อนในราคาด้วยเช่นกัน เช่น ถ้าผู้ลงทุนทั่วไปมีความเชื่อว่าดอกเบี๊ยะจะสูงขึ้นในเวลาอันสั้นแล้ว ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงความเชื่อนี้ก่อนที่อัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้นจริงๆ<sup>1</sup>

จากที่กล่าวแล้วว่า เงื่อนไขที่จำเป็นในการเกิดประสิทธิภาพของตลาดคือ ข่าวสารข้อมูล โดยราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดอย่างทันทีทันใด ผู้ลงทุนไม่สามารถใช้ข่าวสารข้อมูลเพื่อทำผลตอบแทนส่วนเกิน (abnormal return) ได้ และราคาหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์จะเท่ากับมูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) และถ้าหากว่าข่าวสารข้อมูลบางประเภทมิได้สะท้อนอย่างเต็มที่ในราคาหลักทรัพย์หรือมีความล่าในการสะท้อนความสารข้อมูลแล้ว แสดงว่าตลาดนั้นไม่ได้มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ ตามแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ (efficient market hypothesis) โดยทั่วไปแล้วสามารถแบ่งระดับความประสิทธิภาพของตลาดตามข้อมูลข่าวสารที่ส่งไปยังผู้ลงทุน เป็น 3 ระดับคือ

---

<sup>1</sup> ประสิทธิภาพของตลาดจะเกิดขึ้นได้ ภายใต้สมมติฐานดังต่อไปนี้

1. ตลาดมีผู้ลงทุนเป็นจำนวนมาก โดยเป็นผู้ลงทุนที่มีเหตุผลและต้องการกำไรสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง
2. ไม่มีต้นทุนในการได้มาซึ่งข่าวสารข้อมูล และผู้ลงทุนจะได้รับข่าวสารข้อมูลในเวลาใกล้เคียงกัน
3. ข่าวสารข้อมูลเกิดขึ้นในเชิงสุ่มและข้อมูลแต่ละชิ้นไม่ขึ้นต่อกัน
4. ผู้ลงทุนตอบสนองต่อข่าวสารข้อมูลใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ ทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปตามข่าวสารข้อมูลอย่างรวดเร็ว

1. ความมีประสิทธิภาพระดับต่ำ (weak-form efficiency)

หมายถึงตลาดหลักทรัพย์ที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนถึงมูลค่าตลาด (ซึ่งหมายถึงข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้ว : market information) เรียบร้อยแล้ว ดังนั้นการใช้แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้านเทคนิคเพื่อพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ จึงไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้

2. ความมีประสิทธิภาพระดับกลาง (semi-strong-form efficiency)

หมายถึงตลาดหลักทรัพย์ที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนถึงข้อมูลตลาด และข้อมูลสาธารณะ (ซึ่งหมายถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่น ข้อมูลกำไร เงินปันผล การแตกหุ้น การออกหุ้นเพิ่มทุน การรวมกิจการ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ คุณภาพผู้บริหาร เป็นต้น : public information) เรียบร้อยแล้ว ดังนั้นการใช้แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้านเทคนิคและแนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเพื่อพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ จึงไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้

3. ความมีประสิทธิภาพระดับสูง (strong-form efficiency)

หมายถึงตลาดหลักทรัพย์ที่ราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนถึงข้อมูลทั้งหมดทุกประเภท (ซึ่งหมายถึงข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้นทั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายใน : all information) ดังนั้นจึงไม่มีนักลงทุนรายใดหรือกลุ่มใดที่จะสามารถทำกำไรส่วนเกินได้โดยอาศัยข้อมูลที่มีอยู่

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้ทำการทดสอบถึงความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับกลาง เนื่องจากการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นถือเป็นข้อมูลสาธารณะ โดยทำการทดสอบความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อกิจการมีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งการศึกษาในลักษณะนี้เรียกว่า "event study" หากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลางแล้วจะไม่มีนักลงทุนรายใดสามารถทำกำไรส่วนเกินได้ แต่ถ้ามีความล่า (lag) ในการปรับตัวของราคาปรากฏอยู่ นักลงทุนก็จะสามารถใช้ความล่าที่เกิดขึ้นนี้ทำกำไรส่วนเกินได้ ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

### ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

เมื่อมีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนจะเกิดผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่ได้มีการประกาศนั้น 3 แบบคือ ราคาหลักทรัพย์ไม่เปลี่ยนแปลงซึ่งจะแสดงถึงความมีประสิทธิภาพของตลาดในระดับ Semi-Strong form ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทางลบซึ่งอธิบายได้จาก Information Hypotheses Price Pressure Hypothesis และ Capital Structure Hypothesis และราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทางบวกซึ่งอธิบายได้จากการการส่งสัญญาณที่ดี ดังมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

1. ราคาหลักทรัพย์ไม่เปลี่ยนแปลง (No price effect)

อธิบายได้ว่าตลาดหลักทรัพย์นั้นมีประสิทธิภาพในระดับ Semi-Strong Form เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ได้สะท้อนข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนซึ่งเป็นข้อมูลสาธารณะ (Public information) นักลงทุนจึงได้รับรู้ข้อมูลโดยเท่าเทียมกัน ดังนั้นจึงไม่มีนักลงทุนรายใดที่จะสามารถหาผลตอบแทนส่วนเกิน (excess return) ในตลาดหลักทรัพย์ได้จากการใช้ข้อมูลการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน

2. ราคาหลักทรัพย์ได้เปลี่ยนแปลงไปในทางลบ (negative price effect) อธิบายจากหลายทฤษฎี ดังนี้

- Information Hypothesesเกี่ยวกับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) สามารถอธิบายได้จากสมมติฐาน 3 สมมติฐานดังนี้

1. Existing Asset Value Signaling Hypothesis (Myers and Majluf (1984))

ได้อธิบายเกี่ยวกับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน ซึ่งมีพื้นฐานมาจากการที่ผู้บริหารรู้มูลค่าที่แท้จริงของกิจการดีกว่านักลงทุน ยกเว้นในเรื่องการระดมทุนจากภายนอกกิจการนี้นักลงทุนและผู้บริหารรู้ข้อมูลอย่างเท่าเทียมกัน ถ้ากิจการต้องการระดมทุนจากภายนอกแล้วผู้บริหารจะออกหุ้นเพิ่มทุนก็ต่อเมื่อคิดว่ามูลค่ากิจการมากกว่ามูลค่าที่แท้จริงเท่านั้น ดังนั้นเมื่อกิจการมีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนจึงทำให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าติดลบ และเมื่อกิจการมีการประกาศออกตราสารหนี้จะทำให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าบวก

2. Cash Flow Signaling Hypothesis (Miller and Rock (1985))

อธิบายความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับปริมาณกระแสเงินสดภายในของกิจการในปัจจุบัน ทำให้การออกตราสารทางการเงินที่นักลงทุนไม่ได้คาดการณ์มาก่อนส่งสัญญาณว่ากิจการมีเงินทุนภายในที่ไม่เพียงพอที่จะลงทุนในโครงการใหม่ ดังนั้นเมื่อกิจการประกาศออกตราสารหนี้หรือออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อใช้ในโครงการใหม่จึงก่อให้เกิดการลดลงของราคาหลักทรัพย์และการขนาดการลดลงของราคาหลักทรัพย์นี้จะมีความสัมพันธ์กับขนาดของการระดมทุนที่เพิ่มมากขึ้น โดยสมมติว่านักลงทุนกับผู้บริหารมีความเท่าเทียมกันของข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าของกิจการและระดับการลงทุนของกิจการ

3. Wasteful Investment Hypothesis (Berle and Means(1932))

สมมติว่ามีความเท่าเทียมกันของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดภายในกิจการ ปัจจุบัน มูลค่าที่แท้จริงของกิจการและการออกตราสารทางการเงินใหม่ที่ไม่ได้คาดการณ์มาก่อนที่จะส่งสัญญาณเกี่ยวกับระดับการลงทุนของกิจการ สมมติฐานนี้ได้อธิบายว่า Agency Cost ที่เกิดขึ้นนี้มีความสัมพันธ์ต่อการแยกความเป็นเจ้าของกิจการออกจากการ

ควบคุมบริษัทซึ่งจะทำให้ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะลงทุนเกินกว่าที่โครงการที่ควรลงทุนได้ ถ้า Net Present Value ของกิจการเพิ่มขึ้นในอัตราที่ลดลงแล้วราคาหลักทรัพย์จะตกลง โดยขนาดของการลดลงของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับขนาดการระดมทุนที่เพิ่มมากขึ้นและมีความสัมพันธ์กับมูลค่าปัจจุบันของโครงการที่ลดต่ำลง

- Price Pressure Hypothesis (Scholes (1972)) นี้สามารถแยกอธิบายได้เป็น 2 สมมติฐาน คือ

#### 1. Downward Sloping Demand Curve Hypothesis

อยู่ภายใต้สมมติฐานว่าตลาดทุนขาดความสมบูรณ์ทำให้ไม่เกิดหลักทรัพย์ของกิจการใดที่สามารถใช้แทนหลักทรัพย์ของกิจการอื่นๆ ได้อย่างสมบูรณ์ ดังนั้นจึงทำให้เส้นความต้องการของหลักทรัพย์ของกิจการนั้นมีค่าความชันเป็นลบ โดยสมมติฐานนี้ได้บอกว่าการเพิ่มขึ้นของปริมาณหลักทรัพย์จากการออกหุ้นเพิ่มทุนจะก่อให้เกิดการลดลงของราคาหลักทรัพย์อย่างถาวร

#### 2. Transaction Cost Hypothesis

เมื่อมีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน ปริมาณหลักทรัพย์ที่เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ที่ลดลงแบบชั่วคราวเท่านั้นถ้าหลักทรัพย์ของกิจการสามารถใช้แทนกันได้เกือบสมบูรณ์ การลดลงของราคาหลักทรัพย์อธิบายได้จากส่วนลดของราคาหลักทรัพย์ที่ชดเชยให้แก่นักลงทุนจากต้นทุนในการทำธุรกรรม (Transaction cost) ดังนั้นสมมติฐานนี้จึงไม่มีความสัมพันธ์กับการลดลงของขนาดการออกหุ้นเพิ่มทุน

- Capital Structure Hypothesis ได้อธิบายโดยใช้ทฤษฎีดังต่อไปนี้

#### Tax Advantage of Debt Hypothesis

แบบจำลองนี้แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีการก่อหนี้ในโครงสร้างเงินทุนของกิจการที่มากขึ้นนั้นก่อให้เกิดผลดีและผลเสียต่อตัวกิจการเอง สำหรับผลดีของการก่อหนี้ที่มากขึ้นนี้จะทำให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้นเนื่องจากดอกเบี้ยที่จะต้องจ่ายให้กับหนี้สินที่กิจการมีสามารถนำไปหักเป็นค่าใช้จ่ายเพื่อลดหย่อนภาษีได้ (Tax shield) แต่ถ้ากิจการมีส่วนของเจ้าของมากแล้วการจ่ายเงินปันผลของกิจการไม่สามารถนำไปหักภาษีได้ ส่วนผลเสียของการก่อหนี้ที่มากเกินไปนั้น กิจการจะมีต้นทุนในการกู้ยืมต่อหน่วยเพิ่มขึ้นทั้งนี้เนื่องจากเจ้าหนี้จะต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นจากความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากการที่กิจการมีโอกาสที่จะไม่สามารถชำระหนี้คืนได้เพิ่มมากขึ้น รวมทั้งกิจการที่ก่อหนี้จำนวนมากก็มีโอกาสล้มละลายสูงด้วยเช่นกัน ดังนั้นในการบริหารโครงสร้างเงินทุนของกิจการจึงจะต้องมีระดับการก่อหนี้ที่เหมาะสมจึงจะได้ประโยชน์จากการก่อหนี้ให้ได้มากที่สุด ทำให้เมื่อกิจการ

ออกหุ้นเพิ่มทุนแสดงว่าไม่สามารถใช้ประโยชน์จากการก่อหนี้ได้ต่อไปจึงส่งผลให้การออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นการส่งสัญญาณที่ไม่ดีแก่นักลงทุน

#### Pecking Order Hypothesis

Stewart Myers (1984) อธิบายว่าเมื่อกิจการต้องการเงินทุนเพื่อใช้ในการลงทุน โครงการใหม่กิจการจะเลือกใช้เงินทุนจากภายในกิจการ (internal fund) เป็นอันดับแรก ซึ่งหมายถึง retain earning ของกิจการ และ Free cash flow รวมทั้ง Financial slack<sup>2</sup> และเมื่อใช้เงินทุนจากภายในกิจการจนหมดแล้วกิจการจึงจะเลือกใช้เงินทุนจากภายนอกกิจการโดยจะเลือกที่จะใช้ตราสารหนี้(debt)ที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าก่อน (Chaplinsky and Niehaus(1990)) และทางเลือกที่กิจการจะใช้ในการระดมทุนเป็นทางเลือกสุดท้ายก็คือการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยทฤษฎีนี้ขึ้นอยู่กัสมมติฐาน 2 ข้อซึ่งเขียนโดย Myer & Majluf(1984) คือ (1) ผู้บริหารจะรู้ข้อมูลเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนของกิจการรวมถึงผลกำไรในปัจจุบันของกิจการหรือข้อมูลอื่นๆ ซึ่งถือว่าเป็น private information ดีกว่านักลงทุนภายนอกถือเป็นสมมติฐานของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information assumption) (2) ผู้บริหารจะต้องปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเดิม

ทำให้เมื่อกิจการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนจึงทำให้นักลงทุนคิดว่ากิจการไม่สามารถใช้เงินทุนจาก ภายในกิจการได้กิจการอาจไม่มีretain earningมากเพียงพอ และกิจการไม่สามารถระดมทุนด้วยการออกตราสารหนี้ซึ่งได้รับประโยชน์จากการลดหย่อนภาษี (tax shield) ซึ่งอาจเกิดจากกิจการมีการก่อหนี้มากเกินไป กิจการอาจกังวลเกี่ยวกับการล้มละลายได้ (Bankruptcy cost) ฐานะทางการเงินของกิจการอาจจะอยู่ในภาวะที่ไม่ดี (Financial distress) และการออกหุ้นเพิ่มทุนนี้เป็นทางเลือกสุดท้าย ซึ่งกิจการจะออกหุ้นเพิ่มทุนตาม Pecking Order Theory นี้ก็ต่อเมื่อราคาหุ้นของกิจการนั้นสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง (overvalue) ทำให้สามารถอธิบายได้ว่าเมื่อกิจการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนจึงเป็นสาเหตุที่ทำให้กิจการมีราคาหุ้นที่ลดต่ำลง

ดังนั้นถ้ากิจการที่มีผลการดำเนินงานดีมีความต้องการระดมทุน มักใช้แหล่งเงินทุนภายในบริษัทเพื่อหลีกเลี่ยงการส่งสัญญาณไม่ดีแก่นักลงทุนจากการออกหุ้น อย่างไรก็ตามกิจการมีการระดมทุนโดยใช้การออกหุ้นเพิ่มทุนนั้น นักลงทุนอาจมองว่าบริษัทมีสภาพที่ไม่ค่อยดีแม้ว่ากิจการอาจมีโครงการที่ดีรวมทั้งมีโอกาสสร้างมูลค่าให้แก่กิจการเพิ่มขึ้นได้ แต่ถ้การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนอาจทำให้ราคาหุ้นลดต่ำลงจนอาจทำให้ผู้

<sup>2</sup> หมายถึง large cash, marketable security ที่กิจการถืออยู่

ถือหุ้นเดิมเสียประโยชน์ แล้วบริษัทก็อาจไม่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนและยกเลิกการลงทุนในโครงการนั้นไป

#### Signaling hypothesis

อยู่ภายใต้สมมติฐานความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนเช่นเดียวกับ Pecking Order Model แต่ในกรณีนี้กิจการมีต้นทุนในการส่งผ่านข้อมูลเพื่อให้กิจการมีความแตกต่างจากกิจการอื่นๆ ที่มีผลประกอบการหรือมีโครงการเพื่อที่จะระดมทุนที่ต่ำกว่า เพื่อให้กิจการมีต้นทุนในการระดมทุนจากการลดลงของราคาหุ้นเมื่อกิจการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนน้อยลงโดยการให้นักลงทุนแยกกิจการที่ดีและกิจการที่ไม่ดีออกจากกัน

### 3. ราคาหลักทรัพย์ได้เปลี่ยนแปลงไปในทางบวก (Positive Price Effect)

อธิบายได้จากการมีข้อมูลที่ดีเกี่ยวกับหลักทรัพย์ที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนส่งผ่านไปยังนักลงทุนก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุน ทำให้นักลงทุนเชื่อมั่นว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวเป็นหลักทรัพย์ที่ดีจริงและมีความแตกต่างจากหลักทรัพย์อื่นที่ประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน เช่น กิจการแสดงให้เห็นว่ากิจการมีโครงการที่ดีนำลงทุน การประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน การประกาศผลกำไรของกิจการก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน ฯลฯ ซึ่งจะทำให้นักลงทุนสามารถแยกกิจการที่ดีและไม่ดีจากการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนได้ จึงทำให้ผลของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนของกิจการที่มีผลประกอบการที่ดีหรือมีโครงการนำลงทุนที่ดีจริงๆ ไม่ทำให้ราคาหุ้นลดต่ำลง นอกจากนี้การลดปริมาณการก่อกวนของกิจการในกรณีที่กิจการมีการก่อกวนนี้มากเกินไป จะช่วยทำให้กิจการลดต้นทุนที่เกิดจาก Financial distress และ Agency cost ได้ ทำให้การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนนี้เป็นข่าวดีราคาหลักทรัพย์จึงสามารถให้ผลตอบแทนเป็นบวกได้หลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน

#### เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยที่ทำการศึกษาเกี่ยวกับผลของการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (Right Offering) ต่อราคาหลักทรัพย์มีการศึกษาในหลายประเทศ เช่น สหราชอาณาจักร นิวซีแลนด์ มาเลเซีย เป็นต้น Paul Marsh (1979) ได้ทำการศึกษาในสหราชอาณาจักร เนื่องจากการระดมทุนของกิจการเกือบทั้งหมดในสหราชอาณาจักรเป็นการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาอยู่ในช่วงระหว่างปี 1962 ถึงปี 1975 มีจำนวนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมทั้งหมดที่ทำการศึกษาเท่ากับ 254 ครั้ง จากการศึกษาพบว่าตลาดทุนมีประสิทธิภาพในระดับ Semi-strong form จากการประกาศดังกล่าว นอกจากนี้ Marsh ได้พบว่าขนาดของการออกหุ้นเพิ่มทุน (issue size) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทน

แทนผิดปกติที่เกิดขึ้นซึ่งให้ผลที่ตรงกันข้ามกับ Price Pressure Hypothesis ส่วน N.Salamudin, M.Ariff, and A.Md. Nassir (1999) ทำศึกษาการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในมาเลเซียซึ่งถือเป็นตลาดทุนเกิดใหม่ และพิจารณาความแตกต่างของสภาพเศรษฐกิจว่ามีผลต่อราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปหลังประกาศแตกต่างกัน ข้อมูลที่ทำการศึกษาดังแต่ปี 1980 ถึงปี 1995 จำนวนการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมที่ทำการศึกษามีทั้งหมด 60 ครั้ง ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงเศรษฐกิจดีพบผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าบวกที่ 3.45% อย่างมีนัยสำคัญซึ่งอธิบายได้จากการมีต้นทุนในการออกหุ้นที่ต่ำ การเกิด dilution effect ต่อผู้ถือหุ้นเดิมที่น้อยกว่า และช่วงเศรษฐกิจที่ดีทำให้การระดมทุนทำได้ง่ายยิ่งขึ้น และในช่วงเศรษฐกิจไม่ดีพบว่าเกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าลบที่ -3.04% อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ยังพบว่ามูลค่าของกิจการโดยเฉลี่ยและลักษณะการออกหุ้นเพิ่มทุนของกิจการที่มีผลต่อผลตอบแทนผิดปกตินั้นไม่มีความแตกต่างระหว่างช่วงเศรษฐกิจดีหรือไม่ดี แต่จำนวนการออกหุ้นเพิ่มทุนมีความแตกต่าง การอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เป็นบวกนี้สนับสนุนข่าวดี (good news hypothesis) เพราะว่านักลงทุนคาดการณ์ว่ากิจการทำการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อไปใช้ในโครงการที่มีกำไรดี มีมูลค่าปัจจุบันสุทธิเป็นค่าบวกมาก และเป็นการระดมทุนที่เกิดขึ้นในประเทศที่เศรษฐกิจมีการเจริญเติบโตที่สูง สำหรับการศึกษานี้ในประเทศนิวซีแลนด์ที่ถือเป็นตลาดทุนที่พัฒนาแล้วแต่มีขนาดเล็กนั้น Alastair Marsden (2000) เพื่ออธิบายว่าเหตุใดกิจการจึงนิยมการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมและการออกหุ้นเพิ่มทุนนี้จะให้ผลแตกต่างกับหรือไม่ระหว่างการใช้ผู้ค้าประกันการขายหุ้น (underwriter) กับการไม่ใช้ผู้ค้าประกันการขายหุ้น (non-underwriter) ข้อมูลที่ใช้ศึกษาคือช่วงระหว่างปี 1976-1994 มีจำนวนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมที่ทำการศึกษาเท่ากับ 88 ครั้งเนื่องจากไม่พิจารณากิจการที่อยู่ในกลุ่มเหมืองแร่ น้ำมัน และสถาบันการเงิน โดยแบ่งเป็นการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบ non-underwritten rights issues 26 ครั้ง และ underwritten right issues 62 ครั้ง ผลของการศึกษาพบว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมมีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์โดยทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นค่าลบอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้การออกหุ้นเพิ่มทุนแบบ non-underwritten rights issues จะทำให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติที่เป็นค่าลบน้อยกว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบ underwritten right issues ซึ่งอธิบายว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบ non-underwritten rights issues มีการคาดการณ์ก่อนว่าจะมีผู้ถือหุ้นเดิมเข้ามาซื้อหุ้นเพิ่มทุนเป็นจำนวนมาก และการออกหุ้นเพิ่มทุนจำนวนมาก (issue size) มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์ที่ลดลงหลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนอย่างมีนัยสำคัญ การออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมได้รับความนิยมในนิวซีแลนด์เนื่องจากช่วงเวลาที่ทำการศึกษานี้ได้รับการสนับสนุนจากผู้ถือหุ้นเดิมเป็นจำนวนมากและโครงสร้างผู้

ถือหุ้นของกิจการมีแนวโน้มที่จะกระจุกเพิ่มมากขึ้นรวมทั้งราคาเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนที่ถูกกว่าราคาตลาด

ในงานวิจัยโดยทั่วไปที่เกี่ยวกับการประกาศออกเพิ่มทุนที่มีต่อผลตอบแทนของหุ้น พบว่าจะทำให้ราคาหุ้นของกิจการลดต่ำลงซึ่งดูได้จากงานวิจัยของ Asquith and Mullins (1986) Masulis and Korwar(1986) และ Mikkelson and Partch(1986) ฯลฯ ซึ่งผลการทดสอบของนักวิจัยเหล่านี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Myers and Majluf (1984) ที่ได้อธิบายเกี่ยวกับระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุน (Information Asymmetry) โดยปกติแล้วการศึกษาในสหรัฐอเมริกาจะพบว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนจะเกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าติดลบประมาณ 3% สาเหตุที่ทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดต่ำลงอธิบายได้หลายสมมติฐาน เช่น Price Pressure Hypothesis Information Hypothesis และ Capital Structure Hypothesis ดังที่ได้กล่าวรายละเอียดมาแล้ว

Mikkelson และ Partch (1986) ได้ให้ความสำคัญกับชนิดของหลักทรัพย์ที่ทำการออกระดมทุนว่าจะมีส่วนทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ โดยเน้นที่การเปลี่ยนแปลงด้านโครงสร้างเงินทุนของกิจการ และยังอธิบายว่าลักษณะของการออกหุ้นเพิ่มทุน เช่น จำนวนที่ทำการระดมทุน จะไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์หลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน นอกจากนี้ยังทดสอบถึงกรณีที่กิจการออกหุ้นเพิ่มทุนสำเร็จและไม่สำเร็จว่าจะเกิดผลตอบแทนผิดปกติหลังการประกาศดังกล่าวอย่างไร โดยพบว่าถ้ากิจการออกหุ้นเพิ่มทุนสำเร็จแล้วราคาหุ้นระหว่างช่วงวันประกาศและช่วงวันออกหุ้นจะเป็นบวก และราคาหุ้นหลังจากวันออกหุ้นจะมีค่าเป็นลบ แต่ในกรณีที่กิจการออกหุ้นเพิ่มทุนไม่สำเร็จราคาหุ้นระหว่างช่วงทั้งสองก็จะเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ดังนั้นเมื่อผู้บริหารรู้ว่าหลังวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแล้วเกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าลบแล้วกิจการจึงเลือกที่จะยกเลิกการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นไป เนื่องจากถ้าเสนอขายออกมาประโยชน์ที่กิจการจะได้รับจากการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนที่มีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงก็จะหมดไป

แต่เมื่อพิจารณางานวิจัยของ Asquith and Mullins (1986) พบว่าได้ให้ความสำคัญกับขนาดของการออกหุ้นเพิ่มทุนและค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนประกาศ 11 เดือนว่ามีส่วนสำคัญในการอธิบายการลดลงของราคาหลักทรัพย์หลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน โดยอธิบายการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ว่าจะติดลบมากขึ้นถ้าขนาดของการระดมทุนเพิ่มสูงขึ้น และอธิบายว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นจะส่งสัญญาณที่เป็นลบต่อนักลงทุน ตาม Price Pressure Hypothesis ส่วนค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วง 11 เดือนก่อนการประกาศถ้ามีค่าเป็นบวกเพิ่มขึ้นก็จะช่วยให้ราคาหุ้นหลังประกาศเพิ่มทุนไม่ลดต่ำลงมากนัก ซึ่งหมายถึงยังมีความเสี่ยงในช่วงก่อนการประกาศมากจะยิ่งทำให้หลังเพิ่มทุนราคาหุ้นก็จะต้องลดต่ำลงมากด้วย



นอกจากนี้ในงานวิจัยของ Masulis and Korwar(1986) ยังได้แยกพิจารณากิจการที่เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมออกจากกลุ่มกิจการที่เป็นของสาธารณะว่าเมื่อมีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแล้วกลุ่มอุตสาหกรรมจะมีการลดลงของราคาหุ้นมากกว่ากลุ่มกิจการสาธารณะเนื่องจากกิจการของกลุ่มสาธารณะมีการออกหุ้นเพิ่มทุนที่ต่ำกว่า

จากผลการศึกษาทั้งหมดข้างต้นจะพบว่าสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Myers and Majluf (1984) ได้เสนอแบบจำลองที่อธิบายระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน เนื่องจากผู้บริหารจะรู้ข้อมูลเกี่ยวกับกิจการเช่น ผลกำไรในปัจจุบัน โอกาสในการลงทุนที่ดีกว่านักลงทุนภายนอกและผู้บริหารจะต้องรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเดิมให้มากที่สุด ดังนั้นเมื่อผู้บริหารมีความต้องการออกหุ้นเพิ่มทุนแล้วจึงส่งสัญญาณว่ามูลค่ากิจการขณะนั้นจะต้อสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง เพราะว่าผู้บริหารจะพยายามระดมเงินทุนผ่านการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อให้มีต้นทุนต่ำ การออกหุ้นเพิ่มทุนของกิจการจึงเป็นการส่งสัญญาณที่เป็นทางลบต่อนักลงทุน โดยนักลงทุนจะประเมินมูลค่ากิจการให้ลดต่ำลง ดังนั้นยิ่งระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนมีมากเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้กิจการที่ทำการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนจะมีมูลค่ากิจการที่ลดต่ำลงมากยิ่งขึ้น นอกจากนี้ในแบบจำลองของ Myers และ Majluf ยังได้อธิบายว่าขนาดของกิจการมีผลต่อการลดลงของราคาหลักทรัพย์ที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนโดยกิจการขนาดใหญ่เมื่อมีการออกหุ้นเพิ่มทุนราคาหลักทรัพย์จะลดลงน้อยกว่ากิจการขนาดเล็ก ทั้งนี้เกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับนักลงทุนของกิจการที่กิจการขนาดเล็กมีมากกว่านั่นเอง

งานวิจัยที่อธิบายการลดลงของราคาหุ้นหลังการประกาศเพิ่มทุนที่เกี่ยวกับสัดส่วนของผู้ถือหุ้นของกิจการนั้น Jensen and Meckling (1976) ได้ใช้ Agency Model เพื่อคาดการณ์ว่าการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นของกิจการที่ผู้บริหารถือครองอยู่จะช่วยลดความขัดแย้ง (conflicts of interest) ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นภายนอกได้ โดยทั้งนักลงทุนและผู้บริหารจะมีเป้าหมายเดียวกันที่จะทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นสูงสุด ดังนั้นการออกหุ้นเพิ่มทุนของกิจการจะทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารลดลงจึงส่งผลให้ราคาหุ้นของกิจการและมูลค่าของกิจการลดต่ำลงจาก conflicts of interest ที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้การออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อระดมทุนจำนวนมากจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการลดต่ำลงมากเช่นกันโดยสมมติว่าผู้บริหารไม่ได้ซื้อหุ้นเพิ่มจากการออกหุ้นเพิ่มทุน ส่วน Leland and Pyle (1977) ได้แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารสามารถส่งสัญญาณที่ทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นได้จากการระดมทุนจากภายนอกกิจการผ่านการถือหุ้นของผู้บริหารที่เพิ่มมากขึ้น ซึ่งใช้ signalling model ในการอธิบายว่าการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในกิจการมีส่วนสำคัญในการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของกิจการและการตัดสินใจตัดสินใจซื้อหุ้นของนักลงทุน เนื่องจากนักลงทุนไม่รู้ข้อมูลเกี่ยวกับผลตอบแทนที่คาดการณ์ในอนาคตจากโครงการที่ต้องการ

ระดมทุน นักลงทุนจึงใช้การเปลี่ยนแปลงสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารของกิจการเป็นการส่งสัญญาณที่มีส่วนในการตัดสินใจในการซื้อหุ้นที่ออกเพิ่มทุน โดยเฉพาะถ้าผู้บริหารมีส่วนร่วมในการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อโครงการนี้มากเท่าใดนักลงทุนจะยิ่งให้ความสนใจทำการซื้อหุ้นที่ออกเพิ่มทุนในจำนวนที่มากขึ้นซึ่งจะส่งผลให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นด้วย

Miller and Rock (1985) ได้ใช้ signalling model อธิบายการประกาศการระดมทุนจากภายนอกกิจการทั้งจากการออกตราสารหนี้หรือการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่ไม่ได้คาดการณ์มาก่อนว่าจะทำให้นักลงทุนตีความจากการส่งสัญญาณนี้ว่า ผลกำไรในปัจจุบัน (current earnings) ของกิจการมีแนวโน้มลดลง เนื่องจากตาม pecking order theory เมื่อกิจการต้องการระดมทุนกิจการจะเริ่มใช้จากเงินทุนภายในกิจการก่อนเป็นอันดับแรก (internal financing) ดังนั้นถ้ากิจการระดมทุนโดยการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนเพียงอย่างเดียวแล้วจะทำให้ราคาหุ้นหลังการประกาศนี้ลดต่ำลงมากกว่ากรณีที่กิจการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนพร้อมกับการออกตราสารหนี้อื่นๆ นอกจากนี้ได้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของการระดมทุนแบบที่ไม่ได้คาดการณ์มาก่อนกับราคาหลักทรัพย์ที่มีการประกาศว่าเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามเพราะการระดมทุนจากภายนอกกิจการที่มีขนาดใหญ่แบบที่นักลงทุนไม่ได้คาดการณ์มาก่อนจะทำให้ส่งข้อมูลที่ไม่ดีเกี่ยวกับกระแสเงินสดภายในกิจการ นอกจากนี้ Miller and Rock (1982) ยังได้ใช้ dividend policy under asymmetric information model ในการอธิบายว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลได้บอกถึงกระแสเงินสดของกิจการ ถ้าการจ่ายเงินปันผลเพิ่มมากขึ้นแสดงว่ากิจการคาดการณ์ว่ากระแสเงินสดที่กิจการมีจะเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้นด้วย แต่ถ้ากิจการมีการใช้เงินทุนจากภายนอกกิจการมากกว่าระดับที่คาดการณ์ไว้จะแสดงถึงระดับกระแสเงินสดภายในกิจการที่ลดต่ำลงซึ่งจะเป็นข่าวร้ายสำหรับนักลงทุน ดังนั้นเมื่อมีการประกาศระดมทุนจากภายนอกกิจการแล้วจะส่งผลให้โดยเฉลี่ยแล้วราคาหุ้นจึงลดต่ำลง

การศึกษาของ Lucas and McDonald (1990) ได้อธิบายว่าเพราะเหตุใดการออกหุ้นเพิ่มทุนของกิจการจึงทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นค่าลบและในช่วงก่อนประกาศราคาหุ้นจึงเพิ่มสูงขึ้น ถ้ามูลค่ากิจการในขณะที่จะทำการออกหุ้นเพิ่มทุนต่ำกว่ามูลค่าที่แท้จริงแล้วกิจการจะเลื่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนออกไปจนกระทั่งข่าวดีที่เกี่ยวกับกิจการจะถูกปล่อยออกไป แต่ถ้ามูลค่ากิจการสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงแล้วกิจการจะออกหุ้นเพิ่มทุนทันที ถ้าโครงการใหม่ที่กิจการต้องการลงทุนนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นในอดีตแล้วการออกหุ้นเพิ่มทุนโดยเฉลี่ยจะเกิดขึ้นหลังจากที่เกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าบวกรวมทั้งเกิดมูลค่ากิจการสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ดังนั้นกิจการที่มีผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าบวกก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนมากจึงมักจะทำให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติที่เป็นค่าติดลบหลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนนั้น

ผลของการประกาศการออกหุ้นเพิ่มทุนได้ส่งผ่านข้อมูลไปสู่ตลาด ซึ่งโดยส่วนใหญ่แล้ว การส่งผ่านข้อมูลนี้นักลงทุนจะตีความให้เป็นค่าลบเสมอ จากงานวิจัยของ Myers and Majluf (1984) และ Miller and Rock (1985) ได้กล่าวว่าการประกาศออกหลักทรัพย์จะถูกตีความหมายว่า ผลกำไร (earning) ของกิจการจะถูกทำให้ลดต่ำกว่าผลกำไรที่คาดการณ์ไว้ในอนาคตและการที่กิจการต้องการออกหลักทรัพย์ก็เพราะว่าต้องการให้กระแสเงินสด (Cash Flow) ของกิจการสมดุลกัน (identity balance) ในแบบจำลองของ Miller and Rock (1985) ไม่ได้แยกความแตกต่างระหว่าง ชนิดของหลักทรัพย์ที่จะทำการออกระดมทุนว่าจะส่งผลอย่างไรต่อกิจการ ในขณะที่ Myers and Majluf (1984) และ Mikkelsons and Partch (1986) สนใจและให้ความสำคัญกับชนิดของหลักทรัพย์ที่จะต้องการออกระดมทุน

ในการอธิบายการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนนั้น Korajczyk Lucas and McDonald (1990) ได้อธิบายไว้ว่าตลาดได้รับรู้เกี่ยวกับโครงการของกิจการนี้ว่าเป็นโครงการที่น่าลงทุนซึ่งคิดมูลค่าปัจจุบันสุทธิ (net present value) เป็นบวก รวมทั้งรับรู้ว่าการทำการระดมทุนผ่านการออกหุ้นเพิ่มทุนครั้งนี้เพื่อไปลงทุนในโครงการใหม่ทำให้ราคาหลักทรัพย์ของกิจการมีการรวมมูลค่าของโครงการที่คาดการณ์ไว้ด้วย ดังนั้นราคาหลักทรัพย์ก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนจึงเพิ่มขึ้น ซึ่งการเพิ่มขึ้นนี้จะเป็นจริงก็ต่อเมื่อการออกหุ้นเพิ่มทุนมีเป้าหมายเพื่อใช้ในโครงการลงทุนใหม่เท่านั้น นอกจากนี้ยังได้ใช้ Naive Trading Rule ในการอธิบายความเชื่อของผู้บริหารและนักลงทุนที่คิดว่าราคาหลักทรัพย์จะลดต่ำลงหลังจากที่ได้เกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าบวกอย่างต่อเนื่องระยะหนึ่งซึ่งสอดคล้องกับการอธิบายเกี่ยวกับช่วงเวลา que ผู้บริหารจะทำการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยจะทำการออกหุ้นเพิ่มทุนเมื่อมูลค่าของกิจการสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง

ในสหรัฐอเมริกาเมื่อกิจการต้องการระดมทุนโดยการออกหุ้นเพิ่มทุนจะต้องเป็นบริษัทที่จดทะเบียนกับ Securities and Exchange Commission (SEC) ภายหลังจากที่กิจการได้รับการตรวจสอบจากทาง SEC และได้รับการอนุมัติแล้วก็จะทำการเสนอราคาหลักทรัพย์และขนาดของการระดมทุนก่อนวันออกหุ้นเพิ่มทุนจริง ในช่วงระหว่างวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนวันแรก ระดับของราคาและขนาดของการระดมทุนจะถูกเสนอออกมาให้ทราบและในวันออกหุ้นเพิ่มทุนผู้รับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (underwriters) ก็จะทำกรจะทำการรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับกิจการและทำการเสนอให้แก่แก่นักลงทุนสถาบันที่มีศักยภาพโดยไม่มีข้อมูลทางด้านราคา ดังนั้นราคาที่เสนอขายและขนาดของการระดมทุนสามารถปรับเปลี่ยนได้หรือจะยกเลิกการออกหุ้นเพิ่มทุนได้หลังจากมีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในครั้งแรกไปแล้ว (Myron Marie and Kent (2000)) สาเหตุที่อธิบายว่าทำไมกิจการในสหรัฐอเมริกาจึงมีการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้

ผู้ถือหุ้นเดิมน้อยกว่า 10% ของการออกหุ้นเพิ่มทุนทั้งหมด แม้ว่า การออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมนี้มีต้นทุนทางตรงที่ต่ำกว่า<sup>3</sup> นักวิจัยหลายท่านได้อธิบายสาเหตุไว้แตกต่างกันถึงสาเหตุที่สหรัฐนิยมการเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป

Smith (1977) การออก firm-commitment underwritten offer นั้นถูกรับประกันว่าเป็นการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนที่ประสบความสำเร็จ เนื่องจากขบวนการในการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นเป็นไปอย่างรวดเร็วจากผู้ค้าประกันการขายหุ้นซึ่งได้ดำเนินการให้คำแนะนำปรึกษาหรือขั้นตอนทางกฎหมายอื่นๆ แก่กิจการนั้นและต้นทุนอื่นๆ ของการออก firm-commitment underwritten offer นี้ก็ถูกกว่า นอกจากนี้ Smith ยังกล่าวอีกว่าการเกิดต้นทุนในการระดมทุนที่สูงนี้จากการออก firm-commitment underwritten offer เป็นเพราะว่าผู้บริหารกิจการได้รับผลประโยชน์บางอย่างจากผู้ค้าประกันการขายซึ่งสะท้อนออกมาให้เห็นในรูปของความขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร แต่อย่างไรก็ตาม Smith ก็ยังคงสรุปว่าไม่มีการอธิบายใดๆ ที่จะอธิบายว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบ firm-commitment underwritten offer ของกิจการนั้นจะดีกว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบอื่นๆ

ในขณะที่ Eckbo and Masulis (1992) ได้อธิบายเกี่ยวกับทางเลือกของการออกหุ้นเพิ่มทุนที่กิจการเลือกใช้ว่านิยมทั้งหมด 3 แบบคือ ออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมแบบไม่มีผู้ค้าประกันการขาย (uninsured rights) แบบที่ไม่มีผู้ค้าประกันการขาย (right with standby underwrite) และการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปที่มีการรับประกันการขาย (firm-commitment underwriting) การเลือกวิธีในการระดมทุนขึ้นกับระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ลักษณะของผู้ถือหุ้นรวมถึงโครงสร้างผู้ถือหุ้น ความบ่อยของการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมและต้นทุนทางตรงของการออกหุ้นเพิ่มทุน Eckbo and Masulis ได้ทำการสันนิษฐานว่ากิจการที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่กระจุกตัวอยู่กับกลุ่มใดกลุ่มหนึ่งมากเกินไปมีแนวโน้มที่จะถูกคาดการณ์ไว้สูงว่าจะทำการออกหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม ดังนั้นกิจการจะทำการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบ firm-commitment underwritten offer มากขึ้นก็ต่อเมื่อกิจการมีขนาดใหญ่ กลุ่มผู้ถือหุ้นมีอยู่อย่างกระจายตัวทำให้ออกาสที่กิจการจะออกหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมได้ลดระดับลงไปด้วย การที่กิจการได้ใช้ firm-commitment underwritten offer นี้ก็เพราะว่าต้องการลดต้นทุนที่

<sup>3</sup> Eckbo and Masulis (1992) ทำการศึกษาพบว่าต้นทุนทางตรงที่ใช้ในการระดมทุนผ่านการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมแบบไม่มีผู้ค้าประกันการขายหุ้น (uninsured rights offers) โดยเฉลี่ยของกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมคิดเป็น 1% เมื่อเทียบกับการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมแบบที่มีผู้ค้าประกันการขายหุ้น (insured rights offers หรือ standby rights offers) คิดเป็น 4% และเมื่อเทียบกับการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปแบบที่มีผู้ประกอบการค้ารับซื้อหุ้น (firm commitment underwritten offers) ที่กิจการในสหรัฐนิยมนั้นมีต้นทุนทางตรงสูงถึง 6%

เกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (information asymmetry) ที่เกิดขึ้นระหว่างนักลงทุนและผู้บริหารให้ต่ำที่สุดโดยส่วนหนึ่งผ่านการให้ผู้รับประกันการขายหุ้นซึ่งสามารถลดระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลได้ นอกจากนี้ได้อธิบายอีกว่าการที่กิจการขนาดเล็กมีความเป็นไปได้สูงที่จะจัดหาเงินทุนใหม่ผ่านทางออกหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าการที่ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นมีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลเกี่ยวกับมูลค่าของกิจการนั้นมีอิทธิพลต่อการคาดการณ์เกี่ยวกับความเต็มใจของผู้ถือหุ้นเดิมที่จะซื้อหุ้นของกิจการเพิ่มขึ้นหรือไม่ถ้ากิจการมีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม ซึ่งเป็นส่วนสำคัญในการกำหนดวิธีในการระดมทุน (flotation method) นอกจากนี้ Eckbo and Masulis ยังพบว่าปริมาณการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมที่มากขึ้นจะมีความสัมพันธ์กับการลดลงของราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นอย่างมีนัยสำคัญ

Hansen (1989) ได้อธิบายถึงสาเหตุสำคัญของการไม่นิยมการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมแบบไม่มีผู้รับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ (nonunderwritten rights offerings) แม้ว่าจะมีต้นทุนทางตรงที่ต่ำกว่าโดยเฉพาะไม่ต้องจ่ายค่าธรรมเนียมสำหรับผู้รับประกันการจัดจำหน่าย แต่ก็ไม่ได้ได้รับความนิยม เนื่องจากเกือบ 90% ของการเพิ่มทุนแบบนี้จำเป็นต้องมีการรับประกันโดยผู้ถือหุ้นขนาดใหญ่เพียงคนเดียว ซึ่งมักจะเป็นบริษัทแม่ของกิจการที่ออกเพิ่มทุนนั้น หรือเป็นคณะกรรมการบริหารของกิจการนั้น แต่กิจการในสหรัฐนั้นไม่มีผู้ถือหุ้นขนาดใหญ่การถือหุ้นค่อนข้างจะกระจายตัวจึงทำให้เพิ่มทุนตามวิธีดังกล่าวได้ยาก นอกจากนี้การเพิ่มทุนที่เสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมแบบไม่มีผู้รับประกันการจัดจำหน่ายนี้ ผู้ถือหุ้นเดิมจะไม่สามารถได้รับประโยชน์จากการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ ต้นทุนสุทธิ (ต้นทุนทางตรงและทางอ้อม) ซึ่งกิจการจะได้จากการเลือกเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไปแบบที่มีผู้รับประกันการจัดจำหน่าย (underwritten public offering) นอกจากนี้ยังได้อธิบายถึงสาเหตุที่กิจการเลือกการเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไปแบบที่มีผู้รับประกันการจัดจำหน่าย (underwritten public offering) มากกว่าแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมแบบที่มีผู้รับประกันการจัดจำหน่าย (underwritten right offering) แม้ว่าต้นทุนในการระดมทุนจะต่ำว่าก็ตาม เนื่องมาจากการเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมนี้อาจทำให้เกิดการลดลงของราคาหุ้นในช่วงก่อนวันประกาศและราคาหุ้นจะปรับเพิ่มทุนหลังจากนั้น ในขณะที่การเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้ประชาชนทั่วไปไม่พบผลตอบแทนผิดปกติในช่วงรอบๆ วันประกาศ ซึ่งในการอธิบายการลดลงของราคาหุ้นแบบชั่วคราวนี้เนื่องมาจากต้นทุนในการทำธุรกรรม (transaction cost) โดยสอดคล้องกับ Transaction-cost Hypothesis จากการวิจัยยังพบว่าผู้รับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์แบบที่เสนอขายให้ประชาชนทั่วไปสามารถที่จะขายหุ้นเพิ่มทุนในราคาที่สูงกว่าราคาเสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมด้วย สาเหตุเนื่องจากผู้ค้าประกันการขายหุ้น (underwriters) สามารถที่จะขายหุ้นออกไปยังนักลงทุนได้ใน

ราคาที่ปรากฏอยู่ในตลาดนั้นโดยปราศจากการยอมรับราคาที่ถูกกำหนดจากการสั่งซื้อก่อนจากการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม

นอกจากนี้ Meeta Kothare (1997) ได้แสดงให้เห็นว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมนั้นได้ก่อให้เกิดต้นทุนทางอ้อมอย่างมีนัยสำคัญซึ่งอยู่ในรูปของสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่ลดลงจากการที่กิจการได้ทำการออกหุ้นเพิ่มทุน ในขณะที่การออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไปนั้นได้ช่วยลดต้นทุนทางอ้อมในรูปสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่เพิ่มมากขึ้น และเหตุผลที่ใช้ในการอธิบายสภาพคล่องที่เปลี่ยนแปลงไปนั้นคือ โครงสร้างผู้ถือหุ้น (ownership structure) เนื่องจากการระดมทุนผ่านการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมและที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปนั้นส่งผลต่อความเป็นเจ้าของกิจการแตกต่างกัน ยิ่งออกหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมมากเท่าไรสัดส่วนความเป็นเจ้าของกิจการของผู้ถือหุ้นเดิมจะยิ่งมีมากขึ้นรวมทั้งความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนคนอื่นๆ ยิ่งมีมากขึ้น ส่งผลให้ Bid-Ask spread ระหว่างราคาซื้อและขายมีสูงขึ้น (Transaction Cost) ทำให้หลักทรัพย์ที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนให้ผู้ถือหุ้นเดิมมีสภาพคล่องที่ต่ำลง ในทางตรงกันข้ามการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปจะยิ่งทำให้ความเป็นเจ้าของกิจการกระจายไปยังกลุ่มนักลงทุนต่างๆ มากยิ่งขึ้นจึงส่งผลให้ Bid-Ask spread แคบลงจึงทำให้หลักทรัพย์นั้นมีสภาพคล่องที่เพิ่มสูงขึ้น