

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ



สรุปผลการวิจัย

จากผลการศึกษาการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนทั้งหมดในประเทศไทยตั้งแต่ปี 2531 ถึง 2540 พบว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมเท่านั้นที่พบผลตอบแทนผิดปกติซึ่งมีค่าเท่ากับ -0.0230 นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศถึงหลังวันประกาศ 15 วัน ($-15, +15$) พบว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในวันเดียวกันกับที่เสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไป การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป และการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมมีค่าเท่ากับ -0.0427 -0.0332 และ -0.0230 ตามลำดับ จึงสามารถสรุปได้ว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมนั้นสามารถทำให้เกิดการลดลงของราคาหลักทรัพย์หลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนน้อยกว่าการประกาศออกหุ้นแบบอื่นๆ ที่ทำการศึกษาซึ่งสอดคล้องกับแนวความคิดของ Myers and Majluf (1984) ที่อธิบายถึงระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างนักลงทุนกับผู้บริหารที่ทำให้เมื่อมีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแล้วจะมีการส่งสัญญาณว่าราคานหุ้นจะสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ทำให้ยิ่งนักลงทุนรู้ข้อมูลข่าวสารน้อยเท่าไรจะยิ่งส่งผลให้ราคานหุ้นหลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนลดต่ำลงมากเท่านั้น แนวคิดนี้จึงสอดคล้องกับการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมซึ่งมีระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลต่ำกว่าที่เสนอขายให้แก่นักลงทุนโดยทั่วไป ทำให้เกิดค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติที่ต่ำกว่า

เมื่อพิจารณาแยกตามช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลงเพื่อศึกษาว่าเกิดผลตอบแทนผิดปกติแตกต่างกันหรือไม่พบว่า การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในประเทศไทยจะเกิดความแตกต่างระหว่างช่วงเวลาในการออกเพิ่มทุนเฉพาะการเกิดค่าเฉลี่ยสะสมผลตอบแทนผิดปกติในช่วงระยะเวลาก่อนวันประกาศ โดยในช่วงก่อนวันประกาศช่วงตลาดขาขึ้นจะเกิดผลตอบแทนผิดปกติที่ติดลบมากกว่าช่วงตลาดขาลง ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวแตกต่างจากการศึกษาในมาเลเซียที่พบความแตกต่างระหว่างการเกิดค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติระหว่างช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลงอย่างมีนัยสำคัญทั้งในช่วงก่อนและช่วงหลังวันประกาศ และพบว่าช่วงตลาดขาขึ้นเกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าบวก และในช่วงตลาดขาลงเกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าลบ (N.Salamudin M.Ariff และ A.Nassir (1999)) แต่อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาในช่วงเวลาหลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนของตลาดในประเทศไทยจะพบว่าในช่วงตลาดขาลงจะเกิดค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าที่ติดลบมากกว่าในช่วงตลาดขาขึ้น ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าในช่วงตลาดขาขึ้นนั้นราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มสูงขึ้นตามดัชนีราคา

หลักทรัพย์ ประกอบกับต้นทุนในการระดมทุนที่ต่ำ โอกาสในการลงทุนที่มีเพิ่มมากขึ้นในช่วงตลาดขาขึ้นนี้ยังช่วยอธิบายการลดต่ำลงของราคาหุ้นที่ลดน้อยลง

ดังนั้นจากผลการศึกษาในประเทศไทยที่เกี่ยวกับการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมที่ทำการศึกษาตั้งแต่ปี 2531 ถึง 2540 รวมทั้งหมด 191 ครั้งพบผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าติดลบอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งปัจจัยที่จะสามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นรอบวันประกาศคือ ขนาดของกิจการ ความผันผวนของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนการประกาศและราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของหุ้น โดยมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อแบ่งช่วงการประกาศตามดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อพิจารณาการประกาศเพิ่มทุนตามช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลงพบว่าปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นรอบวันประกาศในช่วงตลาดขาขึ้นคือ ขนาดของกิจการ และความผันผวนของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนการประกาศซึ่งจะมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ และปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นรอบวันประกาศในช่วงตลาดขาลงคือ ราคาตลาดต่อราคาบัญชีของหุ้นซึ่งมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงข้ามกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ

สำหรับการแบ่งกลุ่มการประกาศออกเป็นกลุ่มสถาบันการเงินและกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่าเมื่อมีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแล้วค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นรอบวันประกาศนั้นสามารถอธิบายได้แตกต่างกัน สำหรับกลุ่มสถาบันการเงินอธิบายได้จากจำนวนหุ้นที่เสนอขาย ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมอธิบายได้จากขนาดของกิจการ ความผันผวนของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศและราคาตลาดต่อราคาบัญชีของหุ้น

สรุปได้ว่าเมื่อกิจการในประเทศไทยต้องการที่จะระดมทุนผ่านการออกหุ้นเพิ่มทุนกิจการมักเลือกการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมเนื่องจากมีการลดต่ำลงของราคาหุ้นหลังการประกาศน้อยกว่าการเพิ่มทุนแบบอื่นๆ ซึ่งกิจการสามารถที่จะลดความเสี่ยงจากการลดลงของราคาหลักทรัพย์ได้ระดับหนึ่งถ้ากิจการให้ความสำคัญกับช่วงระยะเวลาในการระดมทุน ขนาดของกิจการ ความผันผวนของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนประกาศออกเพิ่มทุนเป็นสำคัญ โดยช่วงตลาดขาขึ้นนั้นจะทำให้เกิดการลดลงของราคาหลักทรัพย์หลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนต่ำกว่าการประกาศเพิ่มทุนในช่วงตลาดขาลง ขนาดกิจการที่ใหญ่ขึ้นจะส่งผลให้การลดลงของราคาหุ้นหลังการประกาศเพิ่มทุนสูงขึ้นซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และความผันผวนของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศยังมีมากจะแสดงถึงความเสี่ยงที่เพิ่มมากขึ้นจึงทำให้หลังการประกาศเพิ่มทุนราคาหุ้นจะลดต่ำลงมากกว่ากรณีที่มีความผันผวนในช่วงก่อนวันประกาศที่ต่ำ

สรุปสาเหตุที่การออกหุ้นเพิ่มทุนในประเทศสหรัฐอเมริกาไม่นิยมการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมแม้ว่าจะมีต้นทุนในการระดมทุนที่ต่ำกว่าทั้งแบบที่มีผู้ค้าประกันการขายและไม่มีผู้ค้าประกันการขาย มีสาเหตุหลักๆ มาจาก⁸

1. การออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมแบบไม่มีผู้รับประกันการจัดจำหน่ายหลักหลักทรัพย์ (nonunderwritten rights offerings) แม้ว่าจะมีต้นทุนทางตรงที่ต่ำกว่าโดยเฉพาะไม่ต้องจ่ายค่าธรรมเนียมสำหรับผู้รับประกันการจัดจำหน่าย แต่ก็ไม่ได้รับความนิยมเนื่องจากเกือบ 90% ของการเพิ่มทุนแบบนี้จำเป็นต้องมีการรับประกันโดยผู้ถือหุ้นขนาดใหญ่เพียงคนเดียว ซึ่งมักจะเป็นบริษัทแม่ของกิจการที่ออกเพิ่มทุนนั้น หรือเป็นคณะกรรมการบริหารของกิจการนั้น แต่กิจการในสหรัฐนั้นไม่มีผู้ถือหุ้นขนาดใหญ่การถือหุ้นค่อนข้างจะกระจายตัวจึงทำให้เพิ่มทุนตามวิธีดังกล่าวได้ยาก นอกจากนี้การเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมแบบไม่มีผู้รับประกันการจัดจำหน่ายนี้ ผู้ถือหุ้นเดิมจะไม่สามารถได้รับประโยชน์จากการเพิ่มขึ้นของราคาหลักทรัพย์ ต้นทุนสุทธิ (ต้นทุนทางตรงและทางอ้อม) ซึ่งกิจการจะได้จากการเลือกเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไปแบบที่มีผู้รับประกันการจัดจำหน่าย (underwritten public offering)
2. การที่กิจการเลือกการเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไปแบบที่มีผู้รับประกันการจัดจำหน่าย (underwritten public offering) มากกว่าแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมแบบที่มีผู้รับประกันการจัดจำหน่าย (underwritten right offering) แม้ว่าต้นทุนในการระดมทุนจะต่ำกว่าก็ตาม เนื่องมาจากการเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมนี้อาจทำให้เกิดการลดลงของราคาหุ้นในช่วงก่อนวันประกาศและราคาหุ้นจะปรับเพิ่มทุนหลังจากนั้น ในขณะที่การเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปไม่พบผลตอบแทนผิดปกติในช่วงรอบๆ วันประกาศ ซึ่งในการอธิบายการลดลงของราคาหุ้นแบบชั่วคราวนี้เนื่องมาจากต้นทุนในการทำธุรกรรม (transaction cost) โดยสอดคล้องกับ Transaction-cost Hypothesis จากการวิจัยยังพบว่าผู้รับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์แบบที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปสามารถที่จะขายหุ้นเพิ่มทุนในราคาที่สูงกว่าราคาที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมด้วย
3. การออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมยังก่อให้เกิดต้นทุนทางอ้อมในรูปของสภาพคล่องที่ลดลงจากการที่กิจการประกาศเพิ่มทุน ในขณะที่การเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปจะช่วยลดต้นทุนทางอ้อมในรูปของสภาพคล่องของหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งสาเหตุที่อธิบายสภาพคล่องที่เปลี่ยนแปลงไปนี้คือ โครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่จะกระจุกตัวเพิ่ม

⁸ Robert S. Hansen (1989) และ Meeta Kothare (1997)

มากขึ้นจากการเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมซึ่งจะส่งผลต่อ bid-ask spread ระหว่างราคาซื้อและราคาขายที่เพิ่มสูงขึ้น (transaction cost)

สาเหตุที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนิยมการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมมากกว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้ประชาชนทั่วไป แม้ว่าในกฎหมายบริษัทมหาชนได้มีการบังคับให้บริษัทจดทะเบียนต้องให้สิทธิในหุ้นเพิ่มทุนแก่ผู้ถือหุ้นเดิมก่อน⁹ สามารถอธิบายจากเหตุผลดังต่อไปนี้

1. เมื่อกิจการต้องการขยายทุนเพิ่มหรือก่อตั้งกิจการใหม่ อาจทำการระดมเงินทุนโดยการจำหน่ายหุ้นซึ่งจำแนกการเสนอขายหลักทรัพย์ออกเป็น 3 กรณีคือ การเสนอขายหุ้นแก่ผู้ถือหุ้นเดิม (Right Offering) การเสนอขายหลักทรัพย์ด้วยวิธีเฉพาะเจาะจง (Private Placement) และการเสนอขายหลักทรัพย์แก่ประชาชนทั่วไป (Public Offering) ซึ่งการเสนอขายหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมเป็นกรณีเดียวที่อยู่ภายใต้ข้อบังคับของ พ.ร.บ.หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ไม่ต้องทำแบบขออนุญาตเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ และไม่ต้องยื่นแบบแสดงรายการข้อมูลการเสนอขายหุ้นและร่างหนังสือชี้ชวน (แบบ filling) ทำให้ไม่เกิดความยุ่งยากซับซ้อนในการดำเนินตามขั้นตอนทั้งยังลดต้นทุนที่ใช้ในการออกหุ้นเพิ่มทุนด้วย กิจการสามารถดำเนินการได้ทันที นอกจากนี้กิจการสามารถเลือกได้ว่าจะใช้ผู้ค้าประกันการขายหุ้นหรือไม่ก็ได้ ซึ่งปกติแล้วจะไม่นิยมใช้เพราะจะเพิ่มต้นทุนในการออกหุ้นเพิ่มทุน ส่วนการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปนั้นมีขั้นตอนและค่าใช้จ่ายที่ค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม เช่น มีต้นทุนแรกเริ่มจากค่าธรรมเนียมการรับประกันการจัดจำหน่ายหลักทรัพย์ ต้นทุนค่าเสียโอกาส ต้นทุนต่อเนื่องจากเงินปันผล ฯลฯ
2. จากการสำรวจต้นทุนการระดมทุนที่ตกแก่ผู้ระดมทุนในช่วงปี 2531-2540 (พิชิต อัคราทิตย์ และพวก(2542)) ได้ชี้ให้เห็นว่าสาเหตุของการเสื่อมความนิยมของการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปนั้นไม่น่าจะมีสาเหตุจากต้นทุนการระดมทุน เนื่องจากผู้ระดมทุนมีต้นทุนต่ำกว่าการระดมทุนผ่านระบบธนาคาร และเมื่อเทียบกับต้นทุนลักษณะเดียวกันในต่างประเทศ ดังนั้นสาเหตุของปัญหาจึงมีการสันนิษฐานว่าน่าจะเกิดจากด้านผู้ออมเงินมากกว่าด้านผู้ระดมทุน กล่าวคือ ผู้ออมเงินมีความต้องการที่จะลงทุนในหุ้นสามัญลดลง และเป็นสาเหตุต่อเนื่องให้ผู้ต้องการระดมทุนไม่สามารถใช้การขายหุ้นสามัญแก่ประชาชนทั่วไปในการ

⁹ หากบริษัทมหาชนจำกัดได้มีข้อบังคับกำหนดให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นเดิมเมื่อเพิ่มทุนไว้ บริษัทมหาชนนั้นหากเพิ่มทุนจะต้องให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นเดิมก่อน

เป็นช่องทางการระดมทุนได้ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อให้กิจการจำเป็นต้องเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมเพิ่มมากขึ้น

จากการศึกษาผลของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมนี้ก่อให้เกิดผลประโยชน์สำหรับนักลงทุน คือ นักลงทุนจะคาดการณ์ได้ว่าจะเกิดการลดลงของราคาหลักทรัพย์หลังการประกาศเพิ่มทุนอย่างแน่นอนโดยถ้ากิจการเพิ่มทุนแบบเสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงต่ำกว่าการเพิ่มทุนชนิดอื่นๆ ดังนั้นนักลงทุนจึงต้องพิจารณาหุ้นนั้นให้ดีว่ามีอะไรที่จูงใจให้นักลงทุนซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นเดิมเพิ่มเงินลงทุนในกิจการนั้นหรือไม่ เช่น ราคาหุ้นที่เสนอขายต่ำกว่าราคาตลาดหรือไม่ หรือว่านักลงทุนจะรอเพื่อซื้อหุ้นดังกล่าวตามราคาตลาดภายหลังจากที่กิจการประกาศเพิ่มทุน นอกจากนี้นักลงทุนควรลงทุนในช่วงตลาดขาขึ้นมากกว่า โดยดูจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้น เนื่องจากการประกาศเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมถ้าทำในช่วงตลาดขาขึ้นแล้วนักลงทุนจะมีความเสี่ยงที่ลดต่ำลงจากราคาหุ้นที่ไม่ลดต่ำลงมากนักหลังประกาศเพิ่มทุนเมื่อเปรียบเทียบกับการเพิ่มทุนช่วงตลาดขาลง นักลงทุนควรดูปัจจัยอื่นๆ เช่น ขนาดของกิจการ ความผันผวนของผลตอบแทนผิดปกติก่อนวันประกาศ ของกิจการที่นักลงทุนสนใจซื้อหุ้นเพิ่มทุนเพราะว่าเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไปหลังการประกาศเพิ่มทุน

ข้อจำกัดในการวิจัย

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ต้องการศึกษาผลของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมต่อราคาหลักทรัพย์ว่าจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปจากราคาที่ควรจะเป็นหรือไม่ (Announcement Effect) ซึ่งเป็นวิธีการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดทุนในระดับ Semi-Strong form และหาปัจจัยที่จะสามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้น ช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษาการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนคือช่วงปี 2531 ถึงปี 2540 อย่างไรก็ตามผลที่ได้จากการทดสอบรวมทั้งความถูกต้องจึงขึ้นอยู่กับวิธีการ ข้อจำกัด และข้อสมมติฐานที่ใช้ในการทดสอบที่อาจมีผลต่อความถูกต้องดังนี้

1. ในการคำนวณค่าเบต้า (β) และค่าอัลฟา (α) โดยใช้ข้อมูลผลตอบแทนของหลักทรัพย์และผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ 60 วันก่อนช่วงเวลากการทดสอบ อาจมีปัญหาในเรื่อง Bias ได้ เนื่องจากสภาวะตลาดในช่วงคำนวณค่าเบต้า (β) และค่าอัลฟา (α) อาจมีผลกระทบจากปัจจัยอื่นๆ ซึ่งไม่ได้ตัดออกจากการพิจารณาและสภาวะตลาดในช่วงที่นำค่าเบต้า (β) และค่าอัลฟา (α) ไปใช้อาจจะตัดปัจจัยที่มีผลกระทบออกตามเกณฑ์ไม่หมด ดังนั้นค่าเบต้า (β) และค่าอัลฟา (α) ที่นำมาใช้ในการทดสอบจึงไม่ได้เป็นค่าเบต้า (β) และค่าอัลฟา (α) ที่นำมาใช้ในการทดสอบ
2. ค่าเบต้า (β) ซึ่งเป็นตัวแปร (Parameter) ของ Market Model ที่นำมาใช้ในการทดสอบอาจไม่คงที่ตลอดเวลาในการทดสอบ (Non-Stationary) ซึ่งหากค่าเบต้า (β) เปลี่ยนแปลงตลอดเวลา ค่า Residual Term ของหุ้นแต่ละบริษัทที่คำนวณได้ อาจเป็นค่าที่ Bias ได้
3. ข้อมูลอื่นๆ ที่นอกจากการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่ทำการศึกษสามารถขจัดออกไปได้เฉพาะข้อมูลที่แจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์เท่านั้น ดังนั้นข้อมูลที่ไม่ได้มีการแจ้งต่อตลาดหลักทรัพย์แต่ได้เกิดขึ้นในช่วงที่ทำการศึกษา จึงไม่สามารถที่จะประมาณหรือคาดการณ์ผลกระทบที่เกิดขึ้นจากข้อมูลดังกล่าวได้
4. ข้อมูลเกี่ยวกับผลตอบแทนของหุ้นในแต่ละกิจการ พบว่าบางกิจการไม่สามารถหาผลตอบแทนของหุ้นได้ครบตามเกณฑ์ที่ใช้คือ ไม่มีข้อมูลในช่วง estimation period ครบ 40 ข้อมูลขึ้นไป หรือไม่มีข้อมูลในช่วง event period ครบทั้ง 31 ข้อมูล ทำให้วันประกาศของกิจการนั้นจะต้องตัดออกจากการพิจารณา ทำให้วันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษาน้อยกว่าวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนทั้งหมดที่เกิดขึ้นจริงในตลาด

ข้อเสนอแนะ

ผลการทดสอบที่ได้จากการศึกษาจึงเป็นผลการทดสอบที่ได้ตามวิธีการ ข้อจำกัด และข้อสันนิษฐานที่ใช้เฉพาะสำหรับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เท่านั้น หากต้องการที่จะทดสอบเพิ่มเติมในหัวข้อนี้ต่อไปในอนาคตอาจพิจารณาเปลี่ยนแปลงเรื่องดังต่อไปนี้

1. ขยายช่วงข้อมูลที่นำมาใช้ในการคำนวณค่าเบต้า (β) และค่าอัลฟา (α) จากที่ใช้ 60 วัน เป็นระยะเวลาที่ยาวขึ้น เนื่องจาก Market Model เหมาะสมกับการทดสอบกับข้อมูลที่มีระยะเวลายาว มากกว่าข้อมูลที่มีระยะเวลาน้อย (เพราะสันนิษฐานว่า ค่าเบต้า (β) เป็นค่าคงที่)
2. ใช้วิธีการทดสอบที่หลากหลายนอกจากการใช้ Market Model แต่เพียงอย่างเดียวเพื่อเปรียบเทียบผลการทดสอบที่เกิดขึ้น เช่น การใช้ Capital Asset Pricing Model
3. ศึกษาถึงโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure) ซึ่งน่าจะเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลสำคัญต่อการออกหุ้นเพิ่มทุนว่ามีโครงสร้างแบบกระจายตัวหรือแบบกระจุกตัว โดยเฉพาะโครงสร้างผู้ถือหุ้นดังกล่าวมีความสัมพันธ์กับขนาดของกิจการหรือไม่อย่างไร