

บทที่ 1

บทนำ



ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (Right issue) นี้เป็นวิธีการระดมทุนรูปแบบหนึ่งที่ถูกใช้กันอย่างกว้างขวางทั้งในกลุ่มประเทศแถบมหาสมุทรแปซิฟิก และกลุ่มประเทศแถบยุโรป การออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมเป็นการเสนอขายหุ้นใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้นปัจจุบันโดยได้รับสิทธิในการซื้อหุ้นใหม่ตามสัดส่วนที่ผู้ถือหุ้นเดิมมีอยู่ ในประเทศไทยตลอดระยะเวลา 10 ปีที่ผ่านมาบริษัทมหาชนจำกัดและบริษัทจำกัดนิยมการระดมทุนผ่านการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมมากกว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนในรูปแบบอื่นๆ และมีแนวโน้มว่าในอนาคตการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมจะเพิ่มมากขึ้นเรื่อยๆ ในขณะที่การออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปมีแนวโน้มลดลง

อย่างไรก็ตามจากการศึกษาในสหรัฐอเมริกาพบว่ากิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมเมื่อมีความต้องการระดมทุนผ่านการออกหุ้นเพิ่มทุนแล้วกิจการจะเลือกใช้การออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปแบบที่มีผู้ค้ำประกันการขายหุ้น (firm-commitment underwritten offer) มากกว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม และจำนวนการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมนั้นน้อยกว่า 10% ของจำนวนการออกหุ้นเพิ่มทุนทั้งหมดในสหรัฐ แม้ว่าจากการศึกษาจะพบว่าต้นทุนทางตรงในการออกหุ้นเพิ่มทุน (direct flotation cost) ที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมจะน้อยกว่าที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปโดยเฉลี่ยมากกว่า 2% ขึ้นไปก็ตาม (Eckbo and Masulis (1992))

การศึกษาในสหรัฐพบว่าผลของการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นค่าติดลบ (White and Lusztig (1980), at -1.03%; Hansen(1989), at -2.61%; Eckbo and Masulis(1992), at -1.39%; and Singh (1997), at -1.07%) ในขณะที่การออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นทั่วไปแบบที่มีผู้ค้ำประกันการขายหุ้นพบว่าเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นค่าติดลบที่มากกว่า (Mikkelson and Partch(1986), at -3.6%; Masulis and Korwar(1986), at -3.3%; and Asquith and Mullins(1986), at -2.7%) การที่กิจการออกหุ้นเพิ่มทุนแล้วเกิดผลตอบแทนในช่วงประกาศ เป็นค่าติดลบนี้สามารถอธิบายได้โดยความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) ที่เกิดขึ้นระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน กับการส่งสัญญาณ (signal) ในทางที่ไม่ดีออกมาซึ่งถูกอธิบายในแบบจำลองของMyers and Majluf (1984)

อย่างไรก็ตามการศึกษานในตลาดหุ้นที่เกิดขึ้นใหม่ (emerging share market) เช่น มาเลเซีย สิงคโปร์ เกาหลี พบว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมได้ก่อให้เกิดผล

ตอบแทนที่ผิดปกติในช่วงเศรษฐกิจดี(favorable economic condition)เป็นค่าบวกอย่างมีนัยสำคัญ (N.Salamudin et al.(1999)) โดยช่วงเวลาก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมนั้นจะเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เป็นค่าติดลบ ซึ่งผลการศึกษาในสหรัฐทั้งก่อนและหลังการประกาศให้ผลเป็นไปในทางตรงกันข้าม ทั้งนี้การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เป็นบวกที่เกิดขึ้นในมาเลเซียสามารถอธิบายได้จากการออกหุ้นในช่วงที่เศรษฐกิจขยายตัว ต้นทุนในการออกหุ้นเพิ่มทุนที่ต่ำ และการระดมทุนที่สามารถเพิ่มทุนได้เป็นจำนวนมาก

ดังนั้นวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงต้องการที่จะศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าเป็นตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพหรือไม่จากการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมและที่เสนอขายให้ประชาชนทั่วไป โดยทำการวัดค่าเฉลี่ยผลตอบแทนผิดปกติ (abnormal return) ทั้งก่อนและหลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน เมื่อพิจารณาจำนวนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในประเทศไทยแล้วพบว่าส่วนใหญ่เป็นการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมและจากข้อมูลในอดีตจนถึงปัจจุบันจำนวนการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมมีจำนวนเพิ่มขึ้นในขณะที่การออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปมีจำนวนลดลง วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงให้ความสนใจกับการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมที่นับวันจะยิ่งมีความสำคัญมากยิ่งขึ้นและถ้าผลการทดสอบพบผลตอบแทนผิดปกติหลังการประกาศเป็นค่าบวกแสดงว่าการประกาศเพิ่มทุนนี้เป็นข่าวดี (good news) หรือถ้าเป็นค่าลบแสดงว่าการประกาศเพิ่มทุนนี้เป็นข่าวร้าย (bad news) ต่อจากนั้นจึงทำการศึกษาเพื่อหาปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติดังกล่าวโดยทำการแยกศึกษาเพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างระหว่างกลุ่มสถาบันการเงินและกลุ่มอุตสาหกรรม และช่วงตลาดขาขึ้นกับช่วงตลาดขาลง รวมทั้งอธิบายความแตกต่างของการออกหุ้นเพิ่มทุนในประเทศที่ตลาดทุนพัฒนาแล้วกับตลาดทุนเกิดใหม่โดยให้ความสนใจการศึกษาในสหรัฐอเมริกากับประเทศไทยว่าเพราะเหตุใดในตลาดทุนสหรัฐอเมริกาจึงมีปริมาณการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้ประชาชนทั่วไปมากกว่าแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม ในขณะที่ตลาดทุนในประเทศไทยนั้นมีปริมาณการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมมากกว่า

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. เพื่อทดสอบว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม (Right Offering) และที่เสนอขายให้ประชาชนทั่วไป (Public Offering) มีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปจากราคาที่ควรจะเป็นหรือไม่ (announcement effect)
2. เพื่อทดสอบว่ามีปัจจัยใดที่สามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นได้จากการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน ในกรณีที่ผลการทดสอบพบว่าพบผลตอบแทนที่ผิดปกติ และปัจจัยอธิบายดังกล่าวสามารถอธิบายได้แตกต่างกันหรือไม่ระหว่างกิจการในกลุ่มสถาบันการเงินกับกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรม และระหว่างช่วงตลาดขาขึ้นกับช่วงตลาดขาลง

ขอบเขตของการวิจัย

งานวิจัยนี้ได้กำหนดขอบเขตในการวิจัยไว้ดังนี้

1. ศึกษาเฉพาะการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมและที่เสนอขายให้ประชาชนทั่วไป
2. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนและผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งผลตอบแทนผิดปกติจากการประกาศฯ วัดจากความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงกับผลตอบแทนที่ควรจะเป็นจากสมการ Market Model นอกจากนี้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมจะใช้ช่วงระยะเวลา 60 วันทำการก่อนช่วงการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่ทำการศึกษาซึ่งหมายถึงช่วงก่อนและหลังวันประกาศ 15 วัน ซึ่งการวิจัยครั้งนี้จะทำการศึกษาข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อจะได้ข้อมูลที่อยู่บนพื้นฐานของกฎระเบียบ ข้อบังคับที่เหมือนกัน ข้อมูลที่นำมาใช้ศึกษานี้จะรวมทุกบริษัทที่มีการจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. การพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนจะทำการพิจารณาถึงการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์รายวัน โดยจะใช้ข้อมูลในช่วงเวลาดังแต่ปี 2531-2540

ข้อสมมติฐานการวิจัย

1. การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมและการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปมีความสัมพันธ์ต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ที่กิจการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน
2. ผลของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในประเทศไทยจะให้ผลตอบแทนเกินปกติเป็นค่าบวกเช่นเดียวกับการประกาศฯ ดังกล่าวในประเทศมาเลเซีย สิงคโปร์ และ เกาหลี และผลการประกาศฯ นี้จะแตกต่างจากผลการศึกษาในสหรัฐอเมริกา
3. ปัจจัยที่อธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม คือ มูลค่ากิจการตามราคาตลาด ราคาตลาดต่อราคาบัญชีของหุ้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ เป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้น ในขณะที่ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน สัดส่วนของหุ้นที่เสนอขาย อัตราส่วนลดของราคาเสนอขาย เป็นตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้น

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. เพื่อให้ทราบว่าคุณสมบัติหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพในระดับ Semi- Strong Form หรือไม่
2. เพื่อให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมและการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้ประชาชนทั่วไป กับราคาของหลักทรัพย์ของกิจการทั้งก่อนและหลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน
3. เพื่อให้ทราบว่าผลการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์แตกต่างจากการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปอย่างไร และวิธีการใดที่กิจการควรเลือกใช้ในการออกหุ้นเพิ่มทุนมากกว่ากัน
4. เพื่อให้ทราบถึงสาเหตุในการอธิบายการออกหุ้นเพิ่มทุนในสหรัฐอเมริกาที่นิยมการออกหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ประชาชนทั่วไปมากกว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม ซึ่งตรงกันข้ามกับการออกหุ้นเพิ่มทุนในประเทศไทยที่นิยมการออกหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมมากกว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนให้แก่ประชาชนทั่วไป
5. เพื่อให้ทราบว่าปัจจัยใดที่สามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนหลักทรัพย์เมื่อกิจการมีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม และทราบว่า

ปัจจัยอธิบายตัวสามารถอธิบายความแตกต่างระหว่างกิจการในกลุ่มสถาบันการเงิน
กับกลุ่มอุตสาหกรรม และระหว่างช่วงตลาดขาขึ้นกับช่วงตลาดขาลงได้

ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

ในงานวิจัยฉบับนี้มีขั้นตอนในการนำเสนอต่อไปนี้

บทที่ 1 บทนำ กล่าวถึงความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์
ขอบเขตของการวิจัย ขอบสมมติฐานการวิจัย และประโยชน์ที่จะได้รับจากการวิจัย

บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย กล่าวถึงข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

บทที่ 4 ผลการศึกษา

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ