

บทที่ 4 ผลการศึกษา



ผลของการศึกษา

ในส่วนแรกจะเป็นการวิเคราะห์ด้วยแผนภาพของค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดพลาด (AAR) และค่าสะสมของค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดพลาด (CAR) ในช่วงที่ทำการศึกษาคือ ช่วงก่อนและหลังวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนรวมระยะเวลาทั้งหมด 15 วัน (-15,+15) ซึ่งแสดงโดยแผนภาพที่ 1 2 และ 3 ของการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิม การออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้ประชาชนทั่วไป และการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมในวันเดียวกันกับที่เสนอขายให้ประชาชนทั่วไปตามลำดับ และนำข้อมูลในกลุ่มดังกล่าวมาทำการทดสอบทางสถิติกับค่า AAR และค่า CAR ในส่วนที่สองเป็นการทดสอบทางสถิติกับค่า AAR และ CAR ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่แบ่งตามช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลง พร้อมทั้งมีการวิเคราะห์ด้วยแผนภาพ และในส่วนที่สามจะเป็นการวิเคราะห์ปัจจัยต่างๆ รวมทั้งข้อมูลที่ใช้ในการอธิบายผลตอบแทนผิดพลาดสะสมที่เกิดขึ้นจากการประกาศเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมและผลการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยต่างๆ ที่มีผลต่อผลตอบแทนผิดพลาดสะสม (CAR) ในช่วง (-4,+5) (0,+5) และ (-5,-1) โดยใช้สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) เนื่องจากกลุ่มข้อมูลที่ทำการศึกษาการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมเป็นกลุ่มเดียวที่พบผลตอบแทนผิดพลาด ดังนั้นการศึกษาโดยใช้สมการถดถอยจะเป็นการหาปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนผิดพลาดที่เกิดจากการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมเท่านั้น โดยแบ่งการศึกษาโดยการใช้สมการถดถอยออกเป็น 5 กลุ่มคือ การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนทั้งหมด การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในกลุ่มสถาบันการเงิน การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในกลุ่มอุตสาหกรรม การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงตลาดขาขึ้น การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงตลาดขาลง โดยสาเหตุที่ทำให้การศึกษาแยกตามกลุ่มดังกล่าวคือ การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่แยกศึกษาระหว่างกลุ่มอุตสาหกรรมและกลุ่มสถาบันการเงิน เนื่องจากทั้งสองกลุ่มนี้มีโครงสร้างเงินทุนที่แตกต่างกัน การดำเนินกิจการที่แตกต่างกัน ฯลฯ ซึ่งคาดว่าปัจจัยที่จะสามารถอธิบายการเกิดผลตอบแทนผิดพลาดที่เกิดขึ้นน่าจะแตกต่างกัน ส่วนในการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่แยกศึกษาตามช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลงที่พบค่าสะสมของค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดพลาดที่แตกต่างกัน จึงคาดว่าปัจจัยที่อธิบายการเกิดผลตอบแทนผิดพลาดในช่วงเศรษฐกิจที่ต่างกันน่าจะมีตัวแปรอธิบายที่แตกต่างกัน

4.1 การตอบสนองของตลาดต่อการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน

4.1.1 การวิเคราะห์ด้วยแผนภาพ

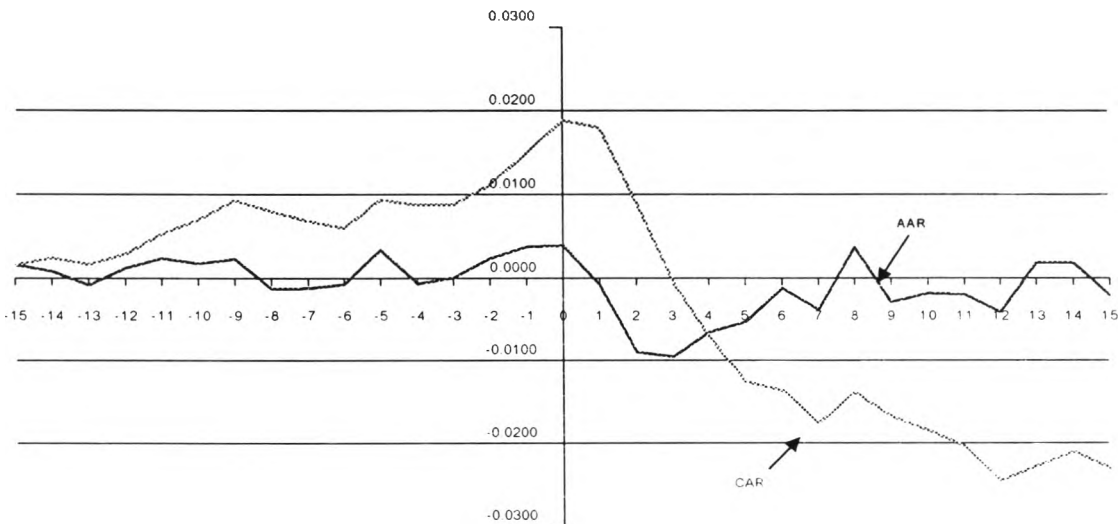
จากแผนภาพที่ 1 แสดงให้เห็นว่าค่าAARของหุ้นที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมนั้นมีการเคลื่อนไหวอยู่ในแดนบวกและแดนลบสลับกันไปยกเว้นช่วงหลังการประกาศ 1 วันถึงหลังวันประกาศ 4 วัน(+1,+4) ซึ่งมีค่าเป็นลบที่มากกว่าช่วงอื่นๆ โดยในวันประกาศมีค่าAARเท่ากับ 0.0039 และช่วงหลังการประกาศค่าAAR ที่ติดลบมากที่สุดคือในวันหลังการประกาศ 3 วัน ซึ่งมีค่าเท่ากับ -0.0095

สำหรับค่าCARในช่วงก่อนการประกาศ 15 วันพบว่ามีค่าเป็นบวกเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และค่าCARเคลื่อนไหวอยู่ในแดนบวกทั้งหมด สำหรับในวันประกาศพบว่ามีค่าCARสูงที่สุด ซึ่งสูงกว่าค่าCARช่วงก่อนและหลังวันประกาศ 15 วัน(-15,+15)โดยมีค่าเท่ากับ0.01882 สำหรับช่วงเวลาหลังการประกาศพบว่าเส้นค่าCARมีค่าความชันเป็นลบทันที โดยเฉพาะหลังวันประกาศ 1 วันถึงหลังวันประกาศ 4 วัน(+1,+4)พบว่ามีค่าความชันที่สูงกว่าช่วงอื่นๆ อย่างไรก็ตามเส้น CARยังคงมีแนวโน้มที่จะเป็นค่าลบที่ลดน้อยลงเมื่อผ่านช่วงหลังวันประกาศ 12 วันเป็นต้นไป

แผนภาพที่ 1

ค่าAAR และค่าCARของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม

แสดงความสัมพันธ์ของค่าAAR (average abnormal return) และค่าCAR (cumulative cumulative average residuals) ของหุ้นทุกตัวที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิม จำนวน 198 วันประกาศหลังจากที่ตัดผลกระทบจากปัจจัยอื่นๆ ทั้งหมดออกแล้ว ระหว่างช่วงเวลา 15 วันก่อนการประกาศฯ จนถึง 15 วันหลังประกาศฯ



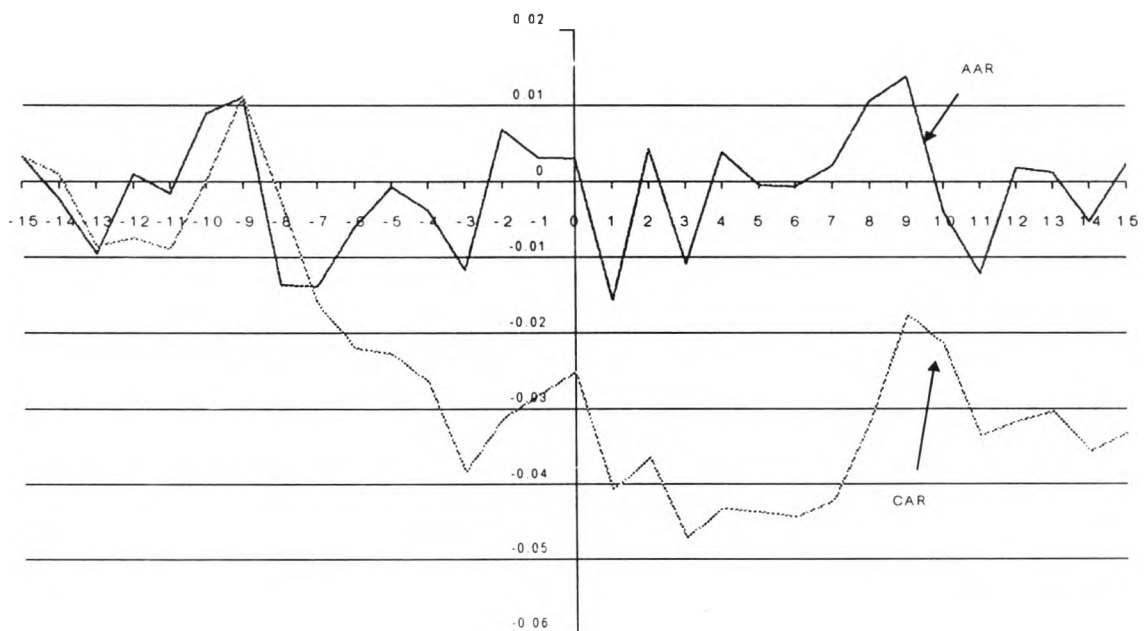
จากแผนภาพที่ 2 แสดงให้เห็นเส้นค่าAAR ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปหลังจากตัดปัจจัยอื่นๆ ที่มีผลกระทบออกแล้ว พบว่าการเคลื่อนไหวของเส้น AAR ไม่มีรูปแบบที่แน่นอนโดยเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงใกล้ค่าศูนย์โดยสลับเป็นค่าบวกและลบซึ่งสาเหตุอาจเกิดจากจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาน้อยเกินไปคือมีจำนวน 11 ข้อมูล ค่าAARในช่วงก่อนและหลังการวันประกาศ(-15,+15) รวมระยะเวลา 31 วันพบว่ามีค่าติดลบมากที่สุดคือหลังวันประกาศ 1 วันซึ่งมีค่าเท่ากับ -0.1568

ค่าCARในช่วงก่อนและหลังวันประกาศ(-15,+15) ส่วนใหญ่มีการเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงติดลบโดยเฉพาะช่วงเวลาใกล้วันประกาศจะพบว่าค่าCAR จะติดลบมากกว่าช่วงอื่นๆ โดยเปรียบเทียบ โดยเฉพาะก่อนวันประกาศ 3 วันถึงหลังวันประกาศ 3 วัน(-3,+3) พบว่าค่าCARจะสูงขึ้นในช่วงก่อนประกาศและลดต่ำลงหลังวันประกาศ ค่าCAR ติดลบมากที่สุดคือในวันหลังประกาศ 3 วัน โดยมีค่าเท่ากับ -0.04716 และหลังวันประกาศ 3 วันเป็นต้นไปค่าCARมีแนวโน้มสูงขึ้น

แผนภาพที่ 2

ค่าAAR และค่าCARของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไป

แสดงความสัมพันธ์ของค่าAAR (average abnormal return) และค่าCAR (cumulative average residuals) ของหุ้นทุกตัวที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป จำนวน 11 วันประกาศหลังจากที่ตัดผลกระทบจากปัจจัยอื่นๆ ทั้งหมดออกแล้ว ระหว่างช่วงเวลา 15 วันก่อนการประกาศฯ จนถึง 15 วันหลังประกาศฯ



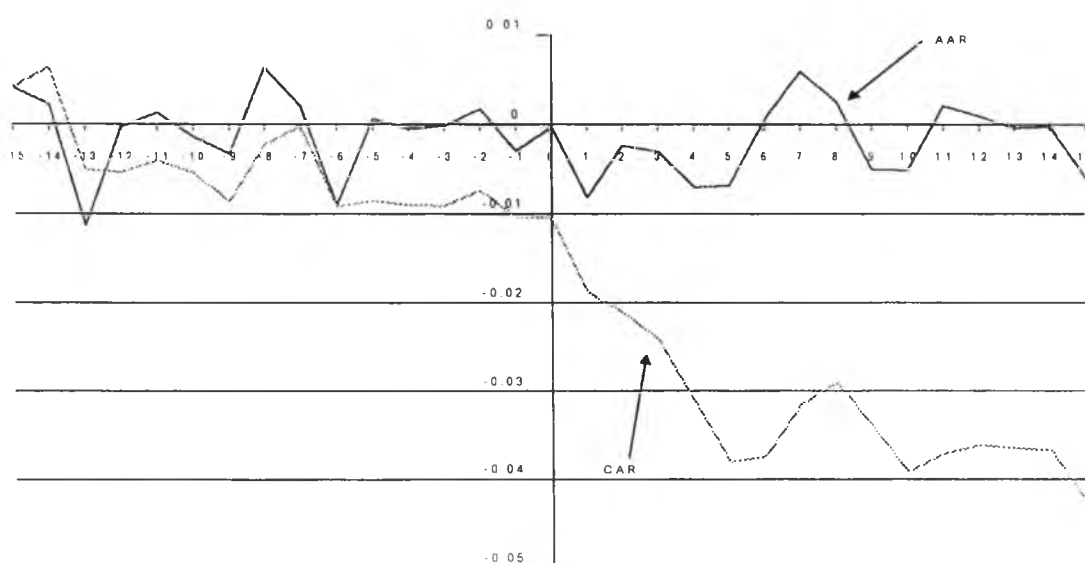
แผนภาพที่ 3 แสดงค่าAAR ของหุ้นที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมในวันเดียวกันกับที่เสนอขายให้ประชาชนทั่วไป โดยหลังจากที่ได้ตัดผลกระทบจากปัจจัยอื่นๆ ออกแล้วพบว่า ในช่วงก่อนวันประกาศและหลังวันประกาศ 15 วัน(-15,+15) พบว่าค่าAARมีการเคลื่อนไหวอยู่ในแดนบวก และแดนลบสลับกันไปโดยไม่มีรูปแบบที่แน่นอน แต่อย่างไรก็ตามไม่ได้มีค่าที่เป็นบวกมากหรือเป็นค่าลบที่สูงกว่าช่วงเวลาอื่นๆ เท่าใดนัก

สำหรับค่าCAR นั้นมีการเคลื่อนไหวอยู่ในแดนลบเป็นส่วนใหญ่ เมื่อพิจารณาช่วงเวลาก่อนการประกาศพบว่าค่าCAR ที่ใกล้วันประกาศจะมีแนวโน้มที่เป็นค่าติดลบที่มากขึ้นแต่ยังไม่มี ความผันผวนมากนัก แต่ในช่วงวันประกาศและหลังวันประกาศ 5 วันจะพบว่าเส้นCARจะมีค่าความชันเป็นค่าติดลบที่สูงกว่าช่วงอื่นๆ โดยในวันหลังการประกาศ 5 วันมีค่าCAR เท่ากับ -0.03799 ซึ่งเป็นค่าติดลบที่มากที่สุดในช่วงก่อนและหลังวันประกาศ 15 วัน(-15,+15) นอกจากนี้ ในช่วงหลังการประกาศราคาหุ้นยังไม่มีแนวโน้มที่จะเคลื่อนตัวไปในแนวก

แผนภาพที่ 3

ค่าAAR และค่าCARของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในวันเดียวกันกับที่เสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไป

แสดงความสัมพันธ์ของค่าAAR (average abnormal return) และค่าCAR (cumulative average residuals) ของหุ้นทุกตัวที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้ประชาชนทั่วไปในวันเดียวกันกับการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิม จำนวน 31 วันประกาศ หลังจากที่ได้ตัดผลกระทบอื่นๆ ออกหมดแล้ว เช่น วันประกาศจ่ายเงินปันผล ระหว่างช่วงเวลา 15 วันก่อนและหลังวันประกาศฯ



4.1.2 การทดสอบทางสถิติกับค่า Average Abnormal Return (AAR)และค่า Cumulative Average Residuals (CAR)

จากตารางที่ 2 ได้แบ่งการทดสอบสมมติฐานของวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมออกเป็นสองส่วนคือ การทดสอบสมมติฐานกับเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติ (AAR) และการทดสอบสมมติฐานกับค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติ (CAR) โดยใช้ข้อมูลวันประกาศทั้งหมด 198 วันประกาศ พบว่าเกิดการปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า $AAR=0$ ในช่วงหลังวันประกาศ 2 วัน 3 วันและ 4 วันซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% 99% 90% ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพ ต่อการประกาศดังกล่าวเมื่อพิจารณาจากข้อมูลการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในช่วงเวลาที่ทำการทดสอบ และในการทดสอบสมมติฐานของวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมกับค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติ (CAR) พบว่าในช่วงก่อนวันประกาศ 15 วันถึงวันประกาศ(-15,0) และในช่วงก่อนวันประกาศ 15 วันถึงหลังวันประกาศ 12 วัน (-15,+12) มีการปฏิเสธสมมติฐานว่าค่า $CAR=0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 90% นอกจากนี้สามารถสรุปได้ว่าถ้าพิจารณาในช่วงระยะเวลา 31 วันในรอบช่วงวันประกาศจะพบว่าเกิดค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ -0.0230

จากตารางที่ 3 ได้แบ่งการทดสอบสมมติฐานของวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไปออกเป็นสองส่วนคือ การทดสอบสมมติฐานกับเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติ (AAR) และการทดสอบสมมติฐานกับค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติ (CAR) โดยใช้ข้อมูลวันประกาศทั้งหมด 11 วันประกาศพบว่ายอมรับสมมติฐานที่ว่า $AAR=0$ และ $CAR=0$ ตลอดช่วงระยะเวลาที่ทำการทดสอบคือช่วง 31 วัน ดังนั้นจึงสามารถอธิบายได้ว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% 95% 99% ซึ่งแสดงให้เห็นว่าตลาดมีประสิทธิภาพจากการประกาศดังกล่าว แต่มีข้อสังเกตว่าการยอมรับสมมติฐานดังกล่าวอาจเนื่องมาจากข้อมูลที่ทำการศึกษาที่ติดตามเกณฑ์ที่กำหนดออกแล้วมีจำนวนที่น้อยเกินไปจึงอาจเกิดความผิดพลาดจากการศึกษาได้ นอกจากนี้สามารถสรุปได้ว่าถ้าพิจารณาในช่วงระยะเวลา 31 วันในรอบช่วงวันประกาศจะพบว่าเกิดค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ -0.0332

ตารางที่ 4 ได้แบ่งการทดสอบสมมติฐานของวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในวันเดียวกันกับที่เสนอขายให้ประชาชนทั่วไปออกเป็นสองส่วนคือ การทดสอบสมมติฐานกับเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติ (AAR) และการทดสอบสมมติฐานกับค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติ (CAR) โดยใช้ข้อมูลวันประกาศทั้งหมด 31 วันประกาศพบว่ายอมรับสมมติฐาน

ที่ว่า $AAR=0$ และ $CAR=0$ เกือบตลอดช่วงระยะเวลาที่ทำการทดสอบ ยกเว้นในวันก่อนประกาศ 13 วันมีการปฏิเสธสมมติฐาน $AAR=0$ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% นอกจากนี้ยังพบการปฏิเสธสมมติฐาน $CAR=0$ ในช่วงเวลาก่อนการประกาศ 15 วันถึงหลังวันประกาศ 5 วัน(-15,+5) และในช่วงเวลาก่อนประกาศ 15 วันถึงช่วงเวลาลังการประกาศ 6 วัน(-15,+6) เนื่องจากมีการปฏิเสธสมมติฐานในช่วงเวลาที่ยาวนานมากและไม่อยู่ใกล้วันประกาศฯ ผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นดังกล่าวอาจเกิดจากปัจจัยอื่นๆ ที่ไม่สามารถควบคุมได้ นอกจากนี้ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีน้อยมาก ดังนั้นจึงไม่อาจสรุปได้ว่าตลาดมีประสิทธิภาพจากการประกาศฯ ดังกล่าวหรือไม่ นอกจากนี้สามารถสรุปได้ว่าถ้าพิจารณาในช่วงระยะเวลา 31 วันในรอบช่วงวันประกาศจะพบค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ -0.0427

ดังนั้นสามารถสรุปได้ว่าการประกาศออกหุ้นที่ทำการทดสอบสมมติฐานทั้งหมดนั้น การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมเท่านั้นที่มีการปฏิเสธสมมติฐานอย่างมีนัยสำคัญ และเกี่ยวข้องกับช่วงวันประกาศ นอกจากนี้ยังพบว่าการพิจารณาในช่วงระยะเวลา 31 วันในรอบช่วงวันประกาศค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมจะต่ำที่สุด ส่วนค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในวันเดียวกันกับที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปจะสูงที่สุด จึงสามารถสรุปได้ว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมนั้นสามารถทำให้เกิดการลดลงของราคาหลักทรัพย์หลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนน้อยกว่าการประกาศออกหุ้นแบบอื่นๆ ที่ทำการศึกษาซึ่งสอดคล้องกับแนวความคิดของ Myers and Majluf (1984) ที่อธิบายถึงระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างนักลงทุนกับผู้บริหารที่ทำให้เมื่อมีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแล้วจะมีการส่งสัญญาณว่าราคาหุ้นจะสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริง ทำให้ยังนักลงทุนรู้ข้อมูลข่าวสารน้อยเท่าไรจะยิ่งส่งผลให้ราคาหุ้นหลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนลดต่ำลงมากเท่านั้น แนวคิดนี้จึงสอดคล้องกับการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมซึ่งมีระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลต่ำกว่าที่เสนอขายให้แก่นักลงทุนโดยทั่วไป ทำให้เกิดค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติที่ต่ำกว่า

ดังนั้นในการศึกษาช่วงต่อไปนี้จะให้ความสำคัญเฉพาะการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมเพื่อหาปัจจัยต่างๆ ที่จะสามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นได้ เนื่องจากมีการปฏิเสธสมมติฐานอย่างมีนัยสำคัญกับเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติ (AAR) และกับค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติ (CAR)

ตารางที่ 2 : การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม

สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมหลังจากที่ได้ตัดปัจจัยอื่นๆ กับค่า Average Abnormal Return (AAR) และค่า Cumulative Average Residuals (CAR)

n=198	AAR	t=AAR/S(AAR)	CAR	t=CAR/S(CAR)
-15	0.0016	0.4917	0.0016	0.6073
-14	0.0008	0.2425	0.0024	0.6412
-13	-0.0008	-0.2350	0.0016	0.3560
-12	0.0012	0.3700	0.0029	0.5368
-11	0.0024	0.7287	0.0053	0.8826
-10	0.0017	0.5204	0.0070	1.0680
-9	0.0023	0.6897	0.0093	1.3108
-8	-0.0013	-0.3944	0.0080	1.0539
-7	-0.0012	-0.3555	0.0068	0.8472
-6	-0.0008	-0.2337	0.0060	0.7125
-5	0.0033	1.0118	0.0094	1.0561
-4	-0.0006	-0.1901	0.0087	0.9434
-3	0.0001	0.0227	0.0088	0.9141
-2	0.0024	0.7164	0.0112	1.1174
-1	0.0038	1.1453	0.0149	1.4447
0	0.0039	1.1751	0.0188	1.7616*
1	-0.0008	-0.2511	0.0180	1.6339
2	-0.0090	-2.7255***	0.0090	0.7944
3	-0.0095	-2.8891***	-0.0005	-0.0454
4	-0.0066	-1.9914**	-0.0071	-0.5943
5	-0.0054	-1.6319	-0.0125	-1.0198
6	-0.0012	-0.3542	-0.0137	-1.0896
7	-0.0039	-1.1690	-0.0175	-1.3667
8	0.0037	1.1097	-0.0138	-1.0582
9	-0.0029	-0.8746	-0.0167	-1.2528
10	-0.0018	-0.5389	-0.0185	-1.3590
11	-0.0019	-0.5828	-0.0204	-1.4721
12	-0.0041	-1.2369	-0.0245	-1.7343*
13	0.0018	0.5345	-0.0228	-1.5816
14	0.0018	0.5363	-0.0210	-1.4340
15	-0.0020	-0.6175	-0.0230	-1.5477

ระดับความเชื่อมั่น ***99%, **95%, *90%

ตารางที่ 3 : การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไป
สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไป
หลังจากที่ได้ตัดปัจจัยอื่นๆ ออกหมดแล้วกับค่า Average Abnormal Return (AAR)

และค่า Cumulative Average Residuals (CAR)

n=11	AAR	t=AAR/S(AAR)	CAR	t=CAR/S(CAR)
-15	0.0033	0.3424	0.0033	0.4229
-14	-0.0023	-0.2386	0.0010	0.0907
-13	-0.0094	-0.9798	-0.0084	-0.6246
-12	0.0010	0.1076	-0.0074	-0.4745
-11	-0.0015	-0.1543	-0.0089	-0.5096
-10	0.0090	0.9384	0.0002	0.0079
-9	0.0112	1.1579	0.0113	0.5479
-8	-0.0136	-1.4124	-0.0023	-0.1043
-7	-0.0138	-1.4306	-0.0161	-0.6873
-6	-0.0059	-0.6126	-0.0220	-0.8913
-5	-0.0007	-0.0755	-0.0227	-0.8779
-4	-0.0038	-0.3897	-0.0265	-0.9795
-3	-0.0117	-1.2141	-0.0382	-1.3570
-2	0.0069	0.7166	-0.0313	-1.0711
-1	0.0031	0.3250	-0.0281	-0.9311
0	0.0030	0.3154	-0.0251	-0.8042
1	-0.0157	-1.6270	-0.0408	-1.2675
2	0.0044	0.4551	-0.0364	-1.0993
3	-0.0108	-1.1190	-0.0472	-1.3871
4	0.0039	0.4033	-0.0433	-1.2406
5	-0.0005	-0.0477	-0.0437	-1.2235
6	-0.0006	-0.0600	-0.0443	-1.2112
7	0.0021	0.2224	-0.0422	-1.1273
8	0.0107	1.1079	-0.0315	-0.8243
9	0.0140	1.4508	-0.0175	-0.4493
10	-0.0039	-0.4073	-0.0214	-0.5392
11	-0.0121	-1.2541	-0.0335	-0.8272
12	0.0018	0.1917	-0.0317	-0.7676
13	0.0013	0.1310	-0.0304	-0.7242
14	-0.0052	-0.5387	-0.0356	-0.8335
15	0.0024	0.2509	-0.0332	-0.7643

ระดับความเชื่อมั่น ***99%, **95%, *90%

ตารางที่ 4 : การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในวันเดียวกันกับที่
เสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไป

สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในวันเดียวกันกับที่
เสนอขายให้แก่ประชาชนโดยทั่วไปหลังจากที่ได้ตัดปัจจัยอื่นๆ ออกหมดแล้วกับ

ค่า Average Abnormal Return (AAR) และค่า Cumulative Average Residuals (CAR)

n=31	AAR	t=AAR/S(AAR)	CAR	t=CAR/S(CAR)
-15	0.0041	0.6852	0.0041	0.8463
-14	0.0023	0.3781	0.0063	0.9286
-13	-0.0114	-1.9051*	-0.0050	-0.6003
-12	-0.0003	-0.0520	-0.0053	-0.5520
-11	0.0013	0.2197	-0.0040	-0.3724
-10	-0.0014	-0.2280	-0.0054	-0.4549
-9	-0.0032	-0.5408	-0.0086	-0.6736
-8	0.0064	1.0730	-0.0022	-0.1616
-7	0.0020	0.3434	-0.0002	-0.0110
-6	-0.0090	-1.5082	-0.0092	-0.5995
-5	0.0006	0.1080	-0.0085	-0.5313
-4	-0.0005	-0.0781	-0.0090	-0.5366
-3	-0.0001	-0.0241	-0.0091	-0.5238
-2	0.0018	0.2950	-0.0074	-0.4073
-1	-0.0029	-0.4907	-0.0103	-0.5500
0	-0.0003	-0.0446	-0.0106	-0.5463
1	-0.0082	-1.3718	-0.0187	-0.9409
2	-0.0023	-0.3933	-0.0211	-1.0289
3	-0.0030	-0.5030	-0.0241	-1.1440
4	-0.0070	-1.1764	-0.0311	-1.4399
5	-0.0069	-1.1505	-0.0380	-1.7152*
6	0.0006	0.0948	-0.0374	-1.6508*
7	0.0059	0.9919	-0.0315	-1.3591
8	0.0025	0.4270	-0.0290	-1.2229
9	-0.0051	-0.8469	-0.0340	-1.4074
10	-0.0051	-0.8555	-0.0391	-1.5873
11	0.0021	0.3508	-0.0370	-1.4742
12	0.0010	0.1597	-0.0361	-1.4103
13	-0.0004	-0.0657	-0.0365	-1.4009
14	-0.0002	-0.0365	-0.0367	-1.3856
15	-0.0060	-1.0090	-0.0427	-1.5868

ระดับความเชื่อมั่น ***99%, **95%, *90%

4.1.3 การตอบสนองของการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม

ผลการทดสอบทางสถิติของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในหลายช่วงระยะเวลา ทั้งในช่วงก่อนและหลังการประกาศ ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม จำนวน 198 ข้อมูล จากในตารางที่ 6 สามารถสรุปได้ว่าในช่วงระยะเวลาก่อนการประกาศนั้นไม่มี ช่วงระยะเวลาใดเลยที่มีการปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า $CAR=0$ แสดงว่าช่วงระยะเวลาก่อนประกาศ นั้นไม่เกิดผลตอบแทนผิดปกติ แต่ในช่วงระยะเวลาก่อนถึงหลังวันประกาศนั้นพบว่าการปฏิเสธ สมมติฐานอย่างมีนัยสำคัญแสดงให้เห็นว่าเกิดผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนถึงหลังวันประกาศ ยกเว้นในช่วงก่อนวันประกาศ 15 วันถึงหลังวันประกาศ 15 วันที่มีการยอมรับสมมติฐานดังกล่าว นอกจากนี้เมื่อพิจารณาในช่วงระยะเวลาหลังวันประกาศแล้วพบว่าการปฏิเสธสมมติฐานทั้งหมด ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% แสดงให้เห็นว่าหลังวันประกาศเกิดผลตอบแทนผิดปกติ

ตารางที่ 5 : ค่า CAR ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม

แสดงค่า Cumulative Average Residuals (CAR) ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม
ที่คำนวณในแต่ละช่วงเวลาตั้งแต่ (-15,+15) (0,+15) (+1,+15) และ (+2,+15)

n=198	AAR	(-15,+15)	(0,+15)	(+1,+15)	(+2,+15)
-15	0.0016	0.0016			
-14	0.0008	0.0024			
-13	-0.0008	0.0016			
-12	0.0012	0.0029			
-11	0.0024	0.0053			
-10	0.0017	0.0070			
-9	0.0023	0.0093			
-8	-0.0013	0.0080			
-7	-0.0012	0.0068			
-6	-0.0008	0.0060			
-5	0.0033	0.0094			
-4	-0.0006	0.0087			
-3	0.0001	0.0088			
-2	0.0024	0.0112			
-1	0.0038	0.0149			
0	0.0039	0.0188	0.0039		
1	-0.0008	0.0180	0.0030	-0.0008	
2	-0.0090	0.0090	-0.0059	-0.0098	-0.0090
3	-0.0095	-0.0005	-0.0155	-0.0194	-0.0185
4	-0.0066	-0.0071	-0.0220	-0.0259	-0.0251
5	-0.0054	-0.0125	-0.0274	-0.0313	-0.0305
6	-0.0012	-0.0137	-0.0286	-0.0325	-0.0316
7	-0.0039	-0.0175	-0.0325	-0.0363	-0.0355
8	0.0037	-0.0138	-0.0288	-0.0327	-0.0318
9	-0.0029	-0.0167	-0.0317	-0.0356	-0.0347
10	-0.0018	-0.0185	-0.0335	-0.0373	-0.0365
11	-0.0019	-0.0204	-0.0354	-0.0393	-0.0384
12	-0.0041	-0.0245	-0.0395	-0.0433	-0.0425
13	0.0018	-0.0228	-0.0377	-0.0416	-0.0407
14	0.0018	-0.0210	-0.0359	-0.0398	-0.0390
15	-0.0020	-0.0230	-0.0380	-0.0418	-0.0410

ระดับความเชื่อมั่น ***99%, **95%, *90%

ตารางที่ 6 : ค่าCARบางช่วงของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม
สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมหลังจากที่ได้ตัดปัจจัย
อื่นๆ ออกหมดแล้วกับค่าCAR ในบางช่วงเวลา

n=198	CAR	t=CAR/S(CAR)
(-10,-1)	0.0097	1.1453
(-5,-1)	0.0089	1.4947
(-3,-1)	0.0062	1.3437
(-2,-1)	0.0061	1.6259
(-4,+5)	-0.0218	-2.5854***
(-2,+4)	-0.0159	-2.2502**
(-2,+5)	-0.0213	-2.8175***
(-15,+15)	-0.0230	-1.5477
(0,+3)	-0.0155	-2.8966***
(0,+4)	-0.0220	-3.6908***
(0,+5)	-0.0274	-4.1920***
(0,+6)	-0.0286	-4.0464***
(0,+7)	-0.0325	-4.2955***
(0,+9)	-0.0317	-3.7502***
(+1,+5)	-0.0313	-5.2412***
(+1,+6)	-0.0325	-4.9632***
(+2,+5)	-0.0305	-5.7048***
(+2,+6)	-0.0316	-5.2982***

ระดับความเชื่อมั่น ***99%, **95%, *90%

4.2 การตอบสนองของตลาดต่อการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม แยกระหว่างช่วงตลาดขาขึ้นและตลาดขาลง

4.2.1 การทดสอบทางสถิติกับค่า Average Abnormal Return (AAR) และ Cumulative Average Residuals (CAR)

จากการทดสอบในตารางที่ 7 และตารางที่ 8 ซึ่งเป็นการแยกพิจารณาการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตามช่วงตลาดขาขึ้น และช่วงตลาดขาลง จากการประกาศทั้งหมดตั้งแต่ปี 2531 ถึงปี 2540 โดยจำนวนการประกาศในช่วงตลาดขาขึ้นมีจำนวน 115 ครั้ง และการประกาศในช่วงตลาดขาลงมีจำนวน 76 ครั้ง เพื่อพิจารณาว่าช่วงเศรษฐกิจที่แตกต่างกันนี้มีผลต่อค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติ (CAR) ต่างกันหรือไม่ จากการศึกษาพบว่าในช่วงตลาดขาขึ้นนั้นค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติ (AAR) นั้นแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญในช่วงหลังวันประกาศ 2 วันและ 3 วัน ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% และ 95% ตามลำดับ ส่วนในช่วงตลาดขาลงพบว่าค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติ ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญมีแค่ช่วงหลังวันประกาศ 3 วันและ 5 วัน ที่ระดับความเชื่อมั่น 90% และ 95% ตามลำดับ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมสำหรับในช่วงตลาดขาขึ้นแล้วจะเกิดผลตอบแทนผิดปกติที่ชัดเจนกว่าและเกิดในช่วงใกล้วันประกาศมากกว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงตลาดขาลง

นอกจากนี้กลุ่มข้อมูลในช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลงในช่วงก่อนวันประกาศ 15 วัน และช่วงหลังวันประกาศ 15 วันมีค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ -0.0383 และ -0.0029 ตามลำดับ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าในช่วงตลาดขาขึ้นนั้นเกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าติดลบที่มากกว่า แต่เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติเป็นช่วงเวลาก่อนประกาศ และหลังประกาศแยกกันจะพบว่าในช่วงก่อนวันประกาศ เช่น ช่วงเวลาก่อนวันประกาศ 5 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วัน หรือช่วงเวลาก่อนวันประกาศ 10 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วันค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติของกลุ่มข้อมูลที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงตลาดขาขึ้นจะเป็นค่าติดลบที่มากกว่ากลุ่มข้อมูลที่มีการประกาศเพิ่มทุนในช่วงตลาดขาลง นอกจากนี้เมื่อพิจารณาในช่วงหลังวันประกาศ เช่น ช่วงวันประกาศถึงหลังวันประกาศ 5 วัน หรือช่วงหลังวันประกาศ 2 วันถึงหลังวันประกาศ 6 วันค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติของกลุ่มข้อมูลการประกาศเพิ่มทุนในช่วงตลาดขาขึ้นจะมีสูงกว่าในช่วงตลาดขาลง

จากการทดสอบสมมติฐานของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติพบว่ากลุ่มการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงตลาดขาขึ้นจะเกิดการปฏิเสธสมมติฐานเฉพาะช่วงก่อนถึงหลังวันประกาศ และช่วงหลังวันประกาศเท่านั้น ในขณะที่กลุ่มการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงตลาดขา

ลงจะมีการปฏิเสสมมติฐานทั้งช่วงก่อนประกาศ ช่วงก่อนถึงหลังวันประกาศ และช่วงหลังวันประกาศ แสดงให้เห็นว่าผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นนี้จะสามารถเกิดได้ในช่วงรอบๆ วันประกาศ โดยจะเกิดในช่วงตลาดขาลงมากกว่าทั้งนี้เนื่องจากตลาดโดยรวมถูกมองว่ามีการส่งสัญญาณที่ไม่ดีอยู่แล้ว โดยเมื่อพิจารณาความแตกต่างของค่าเฉลี่ย (difference between means) ของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติระหว่างช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลงแล้วจะพบว่าในช่วงก่อนวันประกาศเท่านั้นที่มีการปฏิเสสมมติฐานดังกล่าว เช่น ช่วงก่อนวันประกาศ 10 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วัน และช่วงก่อนวันประกาศ 5 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วัน ทำให้สามารถสรุปได้ว่าในการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลงนั้นค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศเท่านั้นที่จะเกิดความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญระหว่างช่วงเวลาดังกล่าวโดยที่การประกาศในช่วงตลาดขาลงจะให้ผลตอบแทนผิดปกติที่เป็นค่าติดลบที่สูงกว่า

ดังนั้นสรุปได้ว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในประเทศไทยจะเกิดความแตกต่างระหว่างช่วงเวลาในการออกเพิ่มทุนเฉพาะการเกิดค่าเฉลี่ยสะสมผลตอบแทนผิดปกติในช่วงระยะเวลาก่อนวันประกาศและพบว่าในช่วงก่อนวันประกาศนี้ช่วงตลาดขาขึ้นจะเกิดผลตอบแทนผิดปกติที่ติดลบมากกว่า ผลการศึกษาดังกล่าวแตกต่างจากการศึกษาการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในมาเลเซียที่พบความแตกต่างระหว่างการเกิดค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติระหว่างช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลงอย่างมีนัยสำคัญทั้งในช่วงก่อนวันประกาศ ช่วงก่อนถึงหลังวันประกาศ และในช่วงหลังวันประกาศ นอกจากนี้ยังสรุปว่าในช่วงตลาดขาขึ้นเกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าบวก และในช่วงตลาดขาลงเกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าลบ (N.Salamudin M.Ariff และA.Nassir (1999)) แต่อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาในช่วงเวลาหลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแล้วจะพบว่าในช่วงตลาดขาลงจะเกิดค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าที่ติดลบมากกว่าในช่วงตลาดขาขึ้น

ตารางที่ 7 : ค่าAAR และ ค่าCAR ของช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลง

สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมที่แบ่งตามช่วงตลาดขาขึ้น และช่วงตลาดขาลง หลังจากที่ได้ตัดปัจจัยอื่นๆ ออกหมดแล้วกับค่าAAR และแสดงค่าCAR

	ช่วงตลาดขาขึ้น			n=76	ช่วงตลาดขาลง		
	n=115	AAR	t-value		CAR	AAR	t-value
-15	0.0014	0.3706	0.0014	-15	0.0035	0.7063	0.0035
-14	0.0017	0.4312	0.0031	-14	-0.0002	-0.0390	0.0033
-13	0.0011	0.2818	0.0042	-13	-0.0032	-0.6447	0.0001
-12	0.0014	0.3623	0.0056	-12	0.0014	0.2806	0.0015
-11	0.0020	0.5304	0.0076	-11	0.0038	0.7705	0.0053
-10	0.0002	0.0591	0.0078	-10	0.0042	0.8557	0.0095
-9	0.0033	0.8683	0.0112	-9	-0.0011	-0.2172	0.0084
-8	-0.0023	-0.6058	0.0088	-8	-0.0002	-0.0480	0.0082
-7	-0.0038	-0.9903	0.0050	-7	0.0034	0.6880	0.0116
-6	0.0005	0.1331	0.0055	-6	-0.0038	-0.7627	0.0078
-5	-0.0004	-0.1005	0.0051	-5	0.0074	1.4981	0.0152
-4	-0.0023	-0.6058	0.0028	-4	-0.0006	-0.1218	0.0146
-3	-0.0003	-0.0724	0.0025	-3	0.0010	0.2011	0.0156
-2	-0.0023	-0.5920	0.0003	-2	0.0073	1.4736	0.0228
-1	0.0010	0.2625	0.0013	-1	0.0073	1.4737	0.0301
0	0.0032	0.8208	0.0044	0	0.0040	0.8116	0.0341
1	0.0020	0.5271	0.0065	1	-0.0079	-1.5961	0.0262
2	-0.0105	-2.7393***	-0.0041	2	-0.0071	-1.4475	0.0191
3	-0.0093	-2.4176**	-0.0134	3	-0.0093	-1.8989*	0.0098
4	-0.0057	-1.4709	-0.0190	4	-0.0069	-1.4012	0.0029
5	-0.0022	-0.5761	-0.0212	5	-0.0098	-1.9944**	-0.0070
6	-0.0036	-0.9309	-0.0248	6	0.0012	0.2407	-0.0058
7	-0.0061	-1.5985	-0.0309	7	-0.0019	-0.3829	-0.0077
8	0.0050	1.3073	-0.0259	8	0.0034	0.6977	-0.0042
9	-0.0034	-0.8966	-0.0294	9	-0.0012	-0.2486	-0.0054
10	-0.0038	-0.9958	-0.0332	10	-0.0009	-0.1796	-0.0063
11	-0.0004	-0.0920	-0.0335	11	-0.0037	-0.7417	-0.0100
12	-0.0048	-1.2394	-0.0383	12	-0.0022	-0.4412	-0.0121
13	0.0021	0.5583	-0.0362	13	0.0033	0.6652	-0.0089
14	-0.0009	-0.2459	-0.0371	14	0.0087	1.7688*	-0.0002
15	-0.0012	-0.3027	-0.0383	15	-0.0027	-0.5544	-0.0029

ระดับความเชื่อมั่น ***99%, **95%, *90%

ตารางที่ 8 : ค่าCAR ของช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลง

สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมที่แบ่งตามช่วงตลาดขาขึ้น และช่วงตลาดขาลง หลังจากที่ได้ตัดปัจจัยอื่นๆ ออกหมดแล้วกับค่า CAR พร้อมกับดูความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของข้อมูลทั้งสองกลุ่ม

	ช่วงตลาดขาขึ้น		ช่วงตลาดขาลง		Difference between means
	CAR	t-value	CAR	t-value	
(-10,-1)	-0.0063	-0.7477	0.0248	2.9355***	-1.3380*
(-5,-1)	-0.0043	-0.7129	0.0223	3.7266***	-1.7313**
(-3,-1)	-0.0015	-0.3338	0.0155	3.3476***	-1.1677
(-2,-1)	-0.0013	-0.3351	0.0145	3.8381***	-1.2185
(-4,+5)	-0.0264	-3.1220***	-0.0221	-2.6207***	-0.3451
(-15,+15)	-0.0383	-2.5729**	-0.0029	-0.1946	-0.8888
(0,+3)	-0.0146	-2.7394	-0.0203	-3.8040	0.2794
(0,+4)	-0.0203	-3.3964	-0.0272	-4.5564	0.3368
(0,+5)	-0.0225	-3.4387***	-0.037	-5.6589***	0.8522
(0,+6)	-0.0261	-3.6897	-0.0358	-5.0717	0.5158
(0,+7)	-0.0322	-4.2643	-0.0377	-4.9934	0.3088
(0,+9)	-0.0306	-3.6273	-0.0355	-4.2047	0.2944
(+1,+5)	-0.0257	-4.2948***	-0.041	-6.8674***	0.9121
(+1,+6)	-0.0292	-4.4673	-0.0398	-6.0882	0.5443
(+2,+5)	-0.0277	-5.1809	-0.0332	-6.2083	0.5054
(+2,+6)	-0.0313	-5.2327	-0.032	-5.3547	0.0567

ระดับความเชื่อมั่น ***99%, **95%, *90%

4.2.2 การวิเคราะห์ด้วยแผนภาพของตลาดขาขึ้นและตลาดขาลง

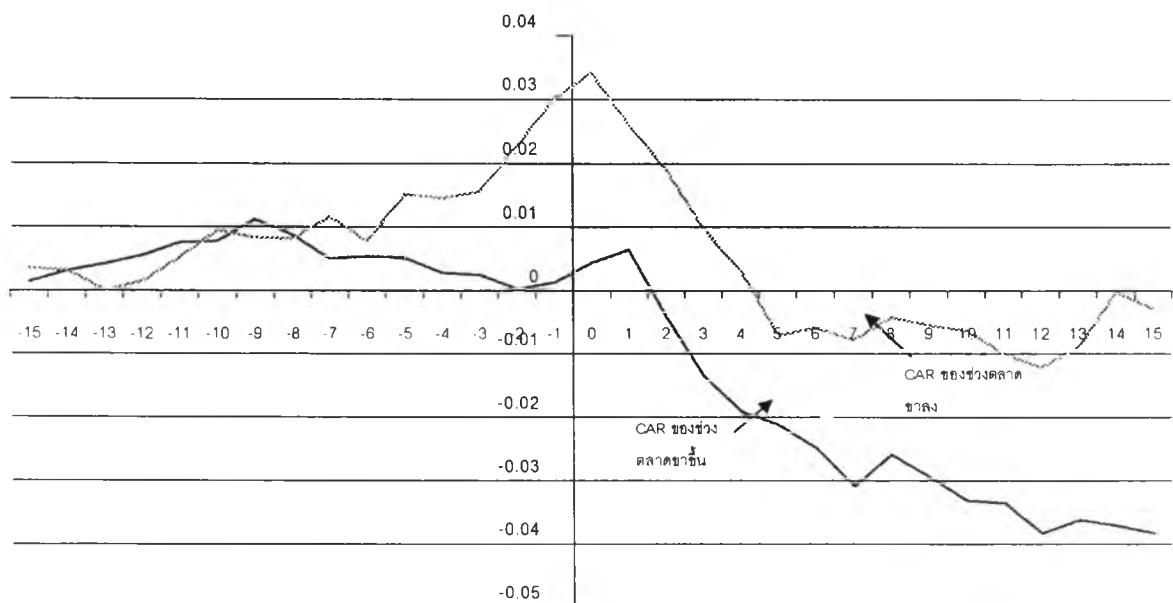
จากแผนภาพที่ 4 แสดงให้เห็นชัดเจนว่าความแตกต่างของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติระหว่างช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลงจะเกิดเฉพาะในช่วงก่อนวันประกาศเท่านั้น โดยเฉพาะตั้งแต่ช่วงเวลา 10 วันถึง 1 วันก่อนวันประกาศ ซึ่งสอดคล้องกับผลสรุปที่ได้ทำการทดสอบในตารางที่ 8 ที่พบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติระหว่างช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลงในช่วงระยะเวลาก่อนวันประกาศ

ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 15 วันถึงก่อนวันประกาศ 7 วันนั้นเส้น CAR จะไม่มีความแตกต่างกัน แต่เมื่อยิ่งเข้าใกล้ช่วงวันประกาศมากเท่าไรความแตกต่างระหว่างช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลงยิ่งมีมากขึ้น โดยในช่วงตลาดขาลงนั้นตลาดจะตอบสนองไปในทางที่เป็นบวกมากกว่าช่วงตลาดขาขึ้นอย่างมาก ซึ่งสังเกตได้จากความชันที่เป็นบวกเพิ่มสูงขึ้น แม้ว่าในช่วงหลังวันประกาศเส้น CAR ของกลุ่มข้อมูลช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลงจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันแต่กลุ่มข้อมูลช่วงตลาดขาขึ้นมีค่า CAR ในช่วงหลังวันประกาศที่เป็นค่าลบต่ำกว่ากลุ่มข้อมูลช่วงตลาดขาลง

แผนภาพที่ 4

ค่า CAR ของช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลง

แสดงความแตกต่างระหว่างค่า CAR (cumulative average residuals) ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมในช่วงตลาดขาขึ้น และช่วงตลาดขาลง หลังจากที่ได้ตัดผลกระทบจากปัจจัยอื่นๆ ทั้งหมดออกแล้ว ระหว่างช่วงเวลา 15 วันก่อนการประกาศฯ จนถึง 15 วันหลังประกาศฯ

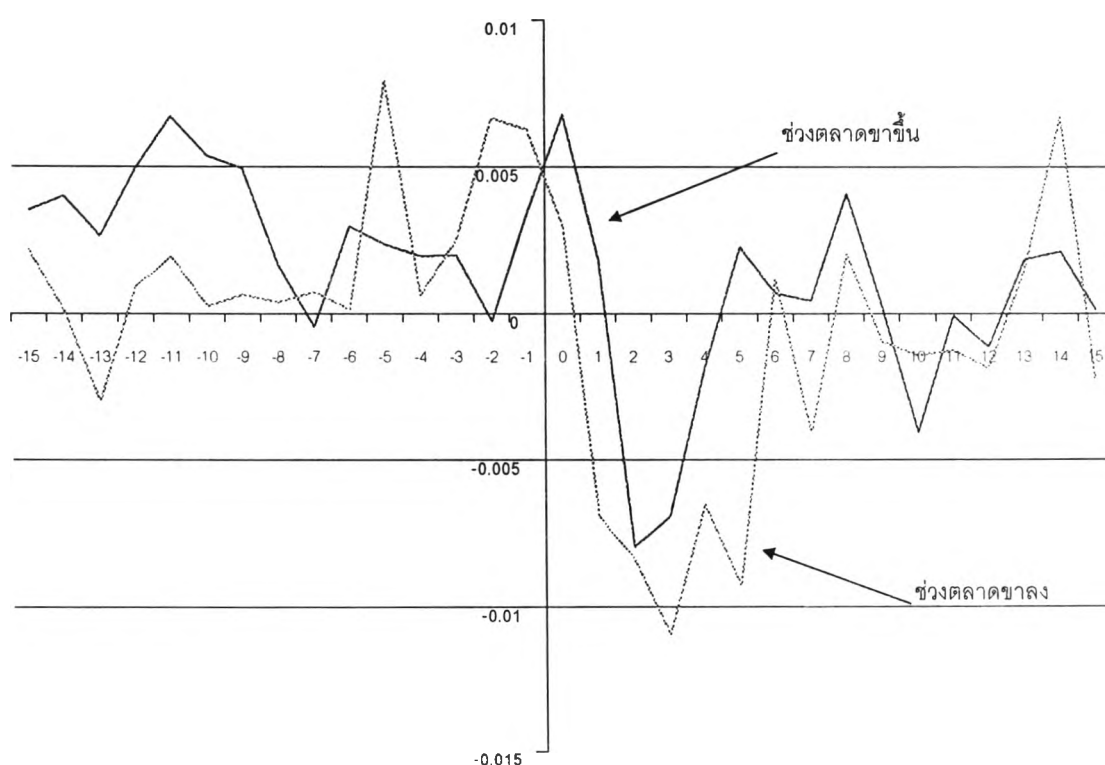


จากแผนภาพที่ 5 เนื่องจากการดูความแตกต่างระหว่างตลาดขาขึ้นและตลาดขาลงในแผนภาพที่ 4 ไม่ค่อยชัดเจนนัก จึงทำการตรวจสอบผลสรุปว่าผลสรุปดังกล่าวถูกต้องหรือไม่ และสามารถสรุปได้หรือไม่ว่าตลาดขาขึ้นและตลาดขาลงหลังการประกาศให้ผลแตกต่างกันด้วยวิธีการคำนวณค่าเฉลี่ยของความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนของหุ้นกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ จากแผนภาพสรุปได้ว่าพบความแตกต่างระหว่างช่วงตลาดขาขึ้นและตลาดขาลงหลังวันประกาศอย่างชัดเจน โดยพบว่าหลังการประกาศนั้นในช่วงตลาดขาขึ้นจะเป็นค่าติดลบน้อยกว่าในช่วงตลาดขาลง และทั้งช่วงตลาดขาขึ้นและขาลงหลังการประกาศมีการเคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกัน

แผนภาพที่ 5

ค่าเฉลี่ย (Ri-Rm) ของช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลง

แสดงความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของผลต่างของผลตอบแทนของหุ้นกับผลตอบแทนของตลาดของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมในช่วงตลาดขาขึ้น และช่วงตลาดขาลง หลังจากที่ได้ตัดผลกระทบจากปัจจัยอื่นๆ ทั้งหมดออกแล้ว ระหว่างช่วงเวลา 15 วันก่อนการประกาศฯ จนถึง 15 วันหลังประกาศฯ

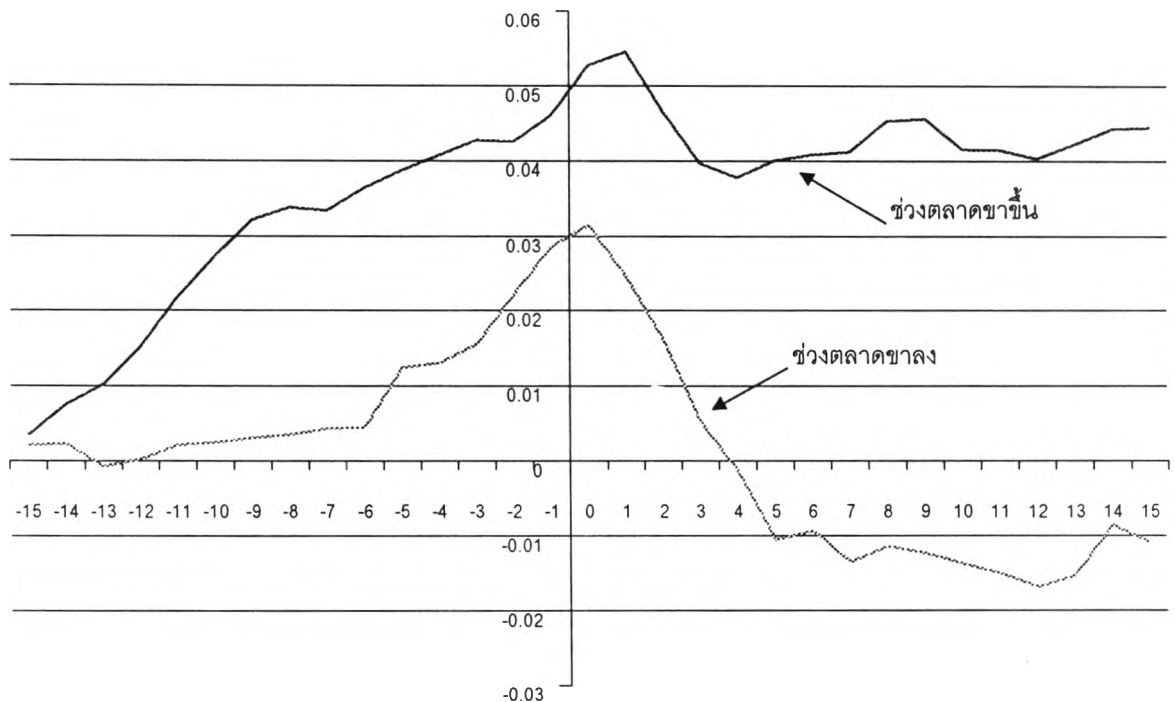


จากแผนภาพที่ 6 แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยสะสมของผลต่างระหว่างผลตอบแทนนั้นกับผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ โดยพบว่าสามารถเห็นได้ชัดเจนถึงความแตกต่างระหว่างช่วงตลาดขาขึ้นและตลาดขาลงตั้งแต่ในช่วงก่อนจนถึงหลังวันประกาศ โดยให้ผลสรุปที่สอดคล้องกับที่ได้อธิบายไปแล้วว่าในช่วงตลาดขาลงจะเกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าติดลบมากกว่าช่วงตลาดขาขึ้น

แผนภาพที่ 6

ค่าเฉลี่ยสะสมของ (Ri-Rm) ของช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลง

แสดงความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยสะสมของผลต่างของผลตอบแทนของหุ้นกับผลตอบแทนของตลาดของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนแบบที่เสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมในช่วงตลาดขาขึ้น และช่วงตลาดขาลง หลังจากที่ตัดผลกระทบจากปัจจัยอื่นๆ ทั้งหมดออกแล้ว ระหว่างช่วงเวลา 15 วันก่อนการประกาศฯ จนถึง 15 วันหลังประกาศฯ



4.3 ผลการศึกษาของปัจจัยที่มีผลต่อค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติ

4.3.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา

ลักษณะของกลุ่มข้อมูลที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม

จากตารางที่ 9 สรุปได้ว่าลักษณะของข้อมูลที่ใช้เป็นตัวแปรอธิบายการเกิดผลตอบแทนผิดปกติของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมมีดังนี้ ค่าlogarithmของมูลค่ากิจการ (LOGMKT) เป็นมูลค่ากิจการตามราคาตลาดที่ใส่logเพื่อให้ค่าของข้อมูลมีความใกล้เคียงกันหรือมีการกระจายใกล้เคียงการกระจายแบบปกติ ซึ่งมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 9.4472 ค่ากึ่งกลางเท่ากับ 9.4255 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.6010 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 7.9117 ค่าสูงสุดเท่ากับ 11.1386 ตัวแปรดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าขนาดของกิจการที่นำมาพิจารณามีความหลากหลาย ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติก่อนวันประกาศ 75 วัน (SDAR) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0276 ค่ากึ่งกลางเท่ากับ 0.0263 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.0108 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.0074 ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.0673 แสดงถึงตัวแปรดังกล่าวมีความเบี่ยงเบนมาตรฐานในช่วงก่อนประกาศไม่แตกต่างกันมากนักความเสี่ยงที่เกิดจากความผันผวนอยู่ในระดับไม่แตกต่างกันมาก ราคาตลาดต่อราคาบัญชีของหุ้น (MTBV)โดยรวมมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.5237 ค่ากึ่งกลางเท่ากับ 0.8689 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.8937 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.0265 ค่าสูงสุดเท่ากับ 11.5478 แสดงให้เห็นถึงระดับความเจริญเติบโตของกิจการที่มีความหลากหลาย อัตราส่วนลดของราคาเสนอขาย (REPDIS) คือตัวแปรที่บอกถึงสัดส่วนของราคาเสนอขายที่ลดต่ำกว่าราคาปิด ณ วันที่ประกาศมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.5946 ค่ากึ่งกลางเท่ากับ 0.6667 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.3894 ค่าต่ำสุดเท่ากับ -2.5714 ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.9902 แสดงให้เห็นถึงความผิดพลาดของตัวแปรดังกล่าวที่อธิบายระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลเนื่องจากโดยปกติการออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมจะขายในราคาต่ำกว่าราคาตลาดเสมอ แต่ในที่นี้มีข้อมูลบางตัวที่ราคาขายสูงกว่าราคาในตลาด ดังนั้นวันที่ประกาศเพิ่มทุนไปราคาในตลาดอาจจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยอื่นๆ ที่อาจจะยังไม่ได้ตัดออกจากการพิจารณาได้ทำให้ราคาเสนอขายสูงกว่าราคาในท้องตลาดได้ สัดส่วนของหุ้นที่เสนอขาย (SHARE) ที่ใช้แทนปริมาณการออกหุ้นของกิจการมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.9076 ค่ากึ่งกลางเท่ากับ 0.5 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.1696 ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.0041 ค่าสูงสุดเท่ากับ 8.3333 ตัวแปรนี้แสดงว่ากลุ่มข้อมูลมีความหลากหลายของปริมาณการออกหุ้นซึ่งเป็นข้อดีของการศึกษาตัวแปรดังกล่าว อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)คือกำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวมของกิจการมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0332 ค่ากึ่งกลางเท่ากับ 0.0302 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.1369 ค่าต่ำสุดเท่ากับ -1.6327 ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.349 เป็นอีกตัวแปรหนึ่งที่ใช้แทนการเจริญเติบโตของกิจการเหมือนกับราคาตลาดต่อราคาบัญชีของหุ้น แต่ไม่มีความผันผวนของตัวแปรน้อยกว่ามาก

ตารางที่ 9

ลักษณะของกลุ่มข้อมูลที่นำมาใช้ของกลุ่มการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน ที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมทั้งหมด

ลักษณะของข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยต่างๆ ที่มีผลต่อผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR) โดยทำการคำนวณค่าเฉลี่ย ค่ากึ่งกลาง ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และจำนวนข้อมูล ของข้อมูลที่เป็นตัวแปรอธิบายเหล่านี้ คือ LOGMKT = ค่า logarithm ของมูลค่ากิจการตามราคาตลาด SDAR = ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติ ช่วง(-75,-1) MTBV = มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด / มูลค่าหุ้นตามราคาบัญชี REPDIS = (ราคาปิด ณ วันประกาศฯ - ราคาเสนอขาย)/ราคาปิด ณ วันประกาศฯ SHARE = จำนวนหุ้นที่เสนอขาย / จำนวนหุ้นของกิจการทั้งหมด ROA = กำไรสุทธิ / สินทรัพย์รวม ของกลุ่มการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมทั้งหมด

	กลุ่มการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมทั้งหมด					
	ค่าเฉลี่ย	ค่ากึ่งกลาง	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	จำนวน
LOGMKT	9.4472	9.4255	0.6010	7.9117	11.1386	191
SDAR	0.0276	0.0263	0.0108	0.0074	0.0673	191
MTBV	1.5237	0.8689	1.8937	0.0265	11.5478	191
REPDIS	0.5946	0.6667	0.3894	-2.5714	0.9902	191
SHARE	0.9076	0.5000	1.1696	0.0041	8.3333	191
ROA	0.0332	0.0302	0.1369	-1.6327	0.3490	191

ลักษณะของกลุ่มข้อมูลสำหรับกลุ่มสถาบันการเงินและอุตสาหกรรม

การศึกษาเกี่ยวกับลักษณะข้อมูลที่ใช้เป็นตัวแปรอธิบายของกลุ่มสถาบันการเงินและกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่า มีจำนวนข้อมูลทั้งหมด 74 และ 117 ข้อมูลตามลำดับในตารางที่ 10 เมื่อเปรียบเทียบลักษณะของข้อมูลระหว่างกลุ่มดังกล่าวพบว่า ค่าเฉลี่ยของ SDAR MTBV REPDIS SHARE ROA ของกลุ่มอุตสาหกรรมสูงกว่ากลุ่มสถาบันการเงิน ส่วนค่าเฉลี่ยของ LOGMKT ของกลุ่มสถาบันการเงินมีมากกว่าและเมื่อพิจารณาจากช่วงค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดแล้วจะแสดงให้เห็นว่ามูลค่ากิจการตามราคาตลาดโดยเฉลี่ยของกลุ่มสถาบันการเงินที่ออกหุ้นเพิ่มทุนมีขนาดใหญ่กว่ากลุ่มอุตสาหกรรม

ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของ MTBV ทั้งกลุ่มสถาบันการเงินและกลุ่มอุตสาหกรรมมีค่าเท่ากับ 1.39 และ 2.0128 ตามลำดับซึ่งเป็นค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่สูงประกอบกับช่วงค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดของ ROA ในข้อมูลทั้งสองกลุ่มมีค่าตั้งแต่ติดลบจนถึงค่าบวกซึ่งแสดงให้เห็นถึงกิจการที่ออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นอาจจะเป็นกิจการที่มีการเจริญเติบโตที่สูงหรือต่ำก็ได้

ตารางที่ 10

ลักษณะของกลุ่มข้อมูลที่นำมาใช้ของกลุ่มสถาบันการเงินและกลุ่มอุตสาหกรรม

ลักษณะของข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยต่างๆ ที่มีผลต่อผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR) ของกลุ่มสถาบันการเงินและกลุ่มอุตสาหกรรม โดยทำการคำนวณค่าเฉลี่ย ค่ากึ่งกลาง ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และจำนวนข้อมูล ของข้อมูลที่เป็นตัวแปรอธิบายเหล่านี้ คือ LOGMKT = ค่าlogarithmของมูลค่ากิจการตามราคาตลาด SDAR = ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติ ในช่วง (-75,-1) MTBV = มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด / มูลค่าหุ้นตามราคาบัญชี REPDIS = (ราคาปิด ณ วันประกาศฯ - ราคาเสนอขาย)/ราคาปิด ณ วันประกาศฯ SHARE = จำนวนหุ้นที่เสนอขาย / จำนวนหุ้นของกิจการทั้งหมด ROA = กำไรสุทธิ / สินทรัพย์รวม

กลุ่มสถาบันการเงิน						
	ค่าเฉลี่ย	ค่ากึ่งกลาง	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	จำนวน
LOGMKT	9.6389	9.6368	0.5399	8.6975	11.1386	74
SDAR	0.0239	0.0223	0.0107	0.0074	0.0586	74
MTBV	0.7605	0.2332	1.3900	0.0265	8.8147	74
REPDIS	0.5249	0.4856	0.2924	-0.1399	0.9815	74
SHARE	0.8149	0.3311	1.4167	0.0041	8.3333	74
ROA	0.0226	0.0138	0.0355	-0.0865	0.1888	74
กลุ่มอุตสาหกรรม						
	ค่าเฉลี่ย	ค่ากึ่งกลาง	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	จำนวน
LOGMKT	9.3259	9.3118	0.6082	7.9117	10.8357	117
SDAR	0.0299	0.0283	0.0102	0.0099	0.0673	117
MTBV	2.0065	1.4573	2.0128	0.0841	11.5478	117
REPDIS	0.6387	0.7452	0.4354	-2.5714	0.9902	117
SHARE	0.9663	0.6667	0.9842	0.0211	5.0000	117
ROA	0.0400	0.0500	0.1726	-1.6327	0.3490	117

ลักษณะของกลุ่มข้อมูลที่สำหรับกลุ่มตลาดขาขึ้นและตลาดขาลง

การศึกษาลักษณะของข้อมูลการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่แยกระหว่างช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลงซึ่งมีจำนวนข้อมูลเท่ากับ 115 และ 76 ข้อมูลตามลำดับ ค่าเฉลี่ยของ SDAR MTBV REPDIS SHARE ROA ของกลุ่มการประกาศฯ ช่วงตลาดขาขึ้นสูงกว่าช่วงตลาดขาลง ยกเว้นค่าเฉลี่ยของ LOGMKT ที่ช่วงตลาดขาลงมีสูงกว่าซึ่งอธิบายได้ว่าการที่กิจการจะประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงตลาดขาลงนั้นมักจะเป็นกิจการที่มีขนาดใหญ่เท่านั้นกิจการจึงจะมีโอกาสระดมทุนได้มากกว่า ในช่วงตลาดขาขึ้นการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นจะมีสูงกว่าในช่วงตลาดขาลงซึ่งสอดคล้องกับความเป็นจริงดูได้จากค่าเฉลี่ยของSHAREในช่วงตลาดขาขึ้นและตลาดขาลงเท่ากับ

1.0153 และ 0.7447 ตามลำดับและช่วงค่าต่ำสุดและสูงสุดของช่วงเศรษฐกิจขาขึ้นที่มีช่วงแคบกว่า ช่วงตลาดขาขึ้นมาก ค่าเฉลี่ยของSHARE ROA ที่ใช้พิจารณาการเจริญเติบโตของกิจการพบว่าในช่วงตลาดขาขึ้นโดยเฉลี่ยแล้วกิจการจะเติบโตสูงกว่าช่วงตลาดขาลงซึ่งสอดคล้องกับความเป็นจริง

ตารางที่ 11

ลักษณะของกลุ่มข้อมูลที่นำมาใช้ของกลุ่มตลาดขาขึ้นและขาลง

ลักษณะของข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยต่างๆ ที่มีผลต่อผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR) ของกลุ่มการประกาศฯ ช่วงตลาดขาขึ้นและช่วงตลาดขาลง โดยทำการคำนวณค่าเฉลี่ย ค่ากึ่งกลาง ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด และจำนวนข้อมูล ของข้อมูลที่เป็นตัวแปรอธิบายเหล่านี้ คือ LOGMKT = ค่า logarithm ของมูลค่ากิจการตามราคาตลาด SDAR = ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติ ช่วง(-75,-1) MTBV = มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด / มูลค่าหุ้นตามราคาบัญชี REPDIS = (ราคาปิด ณ วันประกาศฯ - ราคาเสนอขาย)/ราคาปิด ณ วันประกาศฯ SHARE = จำนวนหุ้นที่เสนอขาย / จำนวนหุ้นของกิจการทั้งหมด ROA = กำไรสุทธิ / สินทรัพย์รวม

กลุ่มการประกาศฯ ช่วงตลาดขาขึ้น						
	ค่าเฉลี่ย	ค่ากึ่งกลาง	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	จำนวน
LOGMKT	9.2449	9.3093	0.5037	7.9117	10.3566	115
SDAR	0.0283	0.0270	0.0107	0.0074	0.0673	115
MTBV	1.5476	1.1287	1.6938	0.0279	10.6896	115
REPDIS	0.6272	0.6825	0.2816	-0.1399	0.9902	115
SHARE	1.0153	0.5000	1.3786	0.0238	8.3333	115
ROA	0.0365	0.0389	0.1693	-1.6327	0.3490	115
กลุ่มการประกาศฯ ช่วงตลาดขาลง						
	ค่าเฉลี่ย	ค่ากึ่งกลาง	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	จำนวน
LOGMKT	9.7534	9.7065	0.6096	8.5289	11.1386	76
SDAR	0.0264	0.0227	0.0109	0.0076	0.0586	76
MTBV	1.4876	0.7289	2.1731	0.0265	11.5478	76
REPDIS	0.5453	0.6304	0.5095	-2.5714	0.9815	76
SHARE	0.7447	0.5000	0.7294	0.0041	3.0314	76
ROA	0.0283	0.0231	0.0625	-0.2024	0.2256	76

4.3.2 ผลการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยต่างๆ ที่มีผลต่อผลตอบแทนผิดปกติสะสม (CAR) โดยการใช้สมการถดถอย

เนื่องจากการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมเป็นการประกาศเพียงอย่างเดียวที่มีการปฏิเสฐสมมติฐาน ซึ่งอธิบายได้ว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมนี้เกิดผลตอบแทนผิดปกติ ดังนั้นจึงทำการหาปัจจัยที่จะสามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นนี้โดยใช้สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมนั้น

สมการที่ใช้เพื่อหาปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นคือ

$$CAR_{i(k,l)} = \alpha + \beta_1 LOGMKT_i + \beta_2 SDAR_i + \beta_3 SHARE_i + \beta_4 MTBV_i + \beta_5 ROA_i + \beta_6 REPDIS_i + \mu_1 \quad [1]$$

จากแผนภาพที่ 1 ที่แสดงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติและจากผลการทดสอบทางสถิติกับค่า CAR ในตารางที่ 7 นั้นพบว่าค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติที่เหมาะสมน่าจะเป็นช่วงเวลาก่อนวันประกาศ 4 วันถึงหลังวันประกาศ 5 วัน(-4,+5) เนื่องจากมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% นอกจากนี้ยังศึกษาถึงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนการประกาศซึ่งเลือกใช้ช่วงก่อนวันประกาศ 5 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วัน(-5,-1) ถึงแม้ว่าจะไม่มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญก็ตาม และศึกษาถึงค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงหลังการประกาศซึ่งเลือกใช้ช่วงวันประกาศถึงหลังวันประกาศ 5 วัน(0,+5) ซึ่งมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99%

ดังนั้นตัวแปรถูกอธิบายที่จะนำมาใช้ในการทดสอบสมการถดถอยจะเป็นค่า $CAR_{i(-4,+5)}$, $CAR_{i((0,+5))}$ และ $CAR_{i(-5,-1)}$ เพื่อหาว่ามีปัจจัยใดบ้างที่สามารถอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาดังกล่าวได้บ้าง

ผลการทดสอบสมการถดถอยของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมทั้งหมด

จากตารางที่ 12 เป็นแสดงผลการทดสอบสมการถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมทั้งหมด พบว่าในการอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 4 วันถึงหลังวันประกาศ 5 วัน(-4,+5) สามารถอธิบายได้โดยค่าlogarithmของมูลค่ากิจการตามราคาตลาด (LOGMKT) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 75 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วัน (-75,-1) (SDAR) เท่านั้น สมการดังกล่าวมีความสามารถในการอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นโดยดูจากค่า R^2 และค่าAdjusted R^2 ที่มีค่าเท่ากับ 0.0691 และ 0.0387 ตามลำดับ ค่าProb(F-statistic)มีค่าเท่ากับ 0.0384 แสดงว่ามีการปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% หมายความว่ามีความแปรปรวนอย่างน้อยหนึ่งตัวที่สามารถอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกตินี้ได้ ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าLOGMKTมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีค่าเท่ากับ -0.0378 ซึ่งเครื่องหมายแตกต่างกับที่คาดการณ์ไว้ ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าSDARมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีค่าเท่ากับ -2.2155 ซึ่งเครื่องหมายตรงกับที่คาดการณ์ไว้เช่นกัน

ในการอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงวันประกาศถึงหลังวันประกาศ 5 วัน(0,+5) พบว่าตัวแปรที่สามารถอธิบายได้ยังคงเป็นค่าlogarithmของมูลค่ากิจการตามราคาตลาด (LOGMKT) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 75 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วัน(-75,-1) (SDAR) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0343 และ -1.9598 ตามลำดับ ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าLOGMKTมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าSDARมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% นอกจากนี้สมการดังกล่าวสามารถอธิบายค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นโดยดูจากค่า R^2 และค่าAdjusted R^2 ที่มีค่าเท่ากับ 0.0719 และ 0.0417 ตามลำดับ ค่าProb(F-statistic)มีค่าเท่ากับ 0.0310 แสดงว่ามีการปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% จากค่า R^2 และค่าAdjusted R^2 ที่มีค่าสูงขึ้น และตัวแปรอธิบายLOGMKT และSDARที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะค่าLOGMKTที่มีระดับความเชื่อมั่นที่สูงขึ้นสามารถอธิบายได้ว่าตัวแปรอธิบายดังกล่าวสามารถอธิบายค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติของช่วงวันประกาศถึงช่วงหลังการประกาศ 5 วัน(0,+5) ได้ดีกว่าการอธิบายค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติของช่วงก่อนการประกาศ 4 วันถึงหลังวันประกาศ 5 วัน(-4,+5)

ในการอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 5 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วัน(-5,-1) พบว่าตัวแปรที่สามารถอธิบายได้คือ ราคาตลาดต่อราคาบัญชีของหุ้น (MTBV) เพียงตัวแปรเดียว โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0556 ซึ่งแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% โดยเครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์นี้แตกต่างกับที่คาดการณ์ไว้ สมการดังกล่าวมีค่า R^2 และค่า Adjusted R^2 เท่ากับ 0.0731 และ 0.0429 ตามลำดับ ค่า Prob(F-statistic) มีค่าเท่ากับ 0.0283 แสดงว่ามีการปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ดังนั้นสามารถสรุปได้ว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมนี้ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นในช่วงก่อนถึงหลังวันประกาศ และที่เกิดขึ้นในช่วงหลังวันประกาศสามารถอธิบายได้โดย มูลค่ากิจการตามราคาตลาด (market value) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน เนื่องจากทิศทางความสัมพันธ์ของมูลค่ากิจการตามราคาตลาดตรงข้ามกับที่ได้คาดการณ์เอาไว้ และมีความสัมพันธ์เป็นลบกับค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติอาจมีสาเหตุมาจากการขนาดของกิจการอาจจะไม่ได้แสดงถึงระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นและนักลงทุนได้ และนักลงทุนอาจจะตีความไปได้หลายแนวทางจึงทำให้ทิศทางความสัมพันธ์ไม่ได้ตรงกับที่คาดการณ์ไว้ได้ เช่น ขนาดของกิจการอาจจะแสดงถึงความสามารถที่กิจการจะสามารถระดมทุนโดยใช้เงินทุนภายในกิจการได้มากกว่า แต่เมื่อมาประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนจึงทำให้เกิดการตอบสนองไปในทางลบได้เช่นกัน ส่วนความเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนการประกาศมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นและตรงกับที่คาดการณ์ไว้ ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าการที่กิจการมีความเบี่ยงเบนมาตรฐานในช่วงก่อนประกาศ ยิ่งมากจะแสดงความเสี่ยงที่นักลงทุนจะได้รับจากการถือหุ้นดังกล่าวจะมีมากขึ้นด้วย ดังนั้นเมื่อมีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนโดยมีความผันผวนในช่วงก่อนประกาศที่มากก็จะเกิดผลตอบแทนผิดปกติที่ลดต่ำลงมากด้วยเช่นกัน ซึ่งแตกต่างจากการศึกษาการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในประเทศมาเลเซีย (N.Salamudin M.Ariff และ A.Nassir (1999)) ที่พบว่าความสัมพันธ์ของค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานในช่วงเวลาก่อนการประกาศกับผลตอบแทนผิดปกติเป็นไปในทางเดียวกันโดยอธิบายว่าความผันผวนก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนมากเท่าไรจะส่งผลให้นักลงทุนคาดว่าจะได้รับผลตอบแทนในอัตราที่สูง ดังนั้นเมื่อนักลงทุนมีความต้องการหุ้นดังกล่าวมากแล้ว ผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นก็จะมากขึ้นด้วย แต่อย่างไรก็ตามสัมประสิทธิ์ของค่า SDAR นี้ไม่มีนัยสำคัญซึ่งอาจจะทำให้การอธิบายของนักวิจัยดังกล่าวเกิดข้อผิดพลาดได้

นอกจากนี้ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นก่อนการประกาศสามารถอธิบายได้โดย ราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของหุ้นซึ่งเป็นตัวแปรที่อธิบายการเจริญเติบโตของกิจการ

การโดยมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้าม ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่ตรงกับที่คาดการณ์ไว้ที่เป็นเช่นนี้อธิบายได้ว่าตัวแปรที่ใช้อธิบายการเจริญเติบโตของกิจการส่วนใหญ่ประเมินมูลค่าได้ยาก การตีความข้อมูลดังกล่าวก็ทำได้ไม่ชัดเจนหรือข้อมูลต่างๆ ยังไม่ส่งถึงมือนักลงทุน ส่งผลให้ในช่วงระยะเวลาก่อนวันประกาศทิศทางความสัมพันธ์ของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติกับราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของหุ้นเป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามได้ แต่เมื่อพิจารณาในช่วงก่อนถึงหลังวันประกาศ และในช่วงหลังวันประกาศพบว่าทิศทางความสัมพันธ์ของค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติกับราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของหุ้นเป็นไปในทิศทางเดียวกันแม้จะไม่มีนัยสำคัญในการอธิบายก็ตาม แสดงว่าถ้ากิจการมีโอกาสในการเจริญเติบโตที่สูงแล้วประกอบกับกิจการมีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนจะส่งผลให้เกิดค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติเพิ่มขึ้นได้

ตารางที่ 12

ผลการทดสอบสมการถดถอยของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน
ที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมทั้งหมด

แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมตั้งแต่ปี 2531 ถึงปี 2540 เพื่อหาปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นตามสมการ $CAR_{i(k,L)} = \alpha + \beta_1 LOGMKT_i + \beta_2 SDAR_i + \beta_3 SHARE_i + \beta_4 MTBV_i + \beta_5 ROA_i + \beta_6 REPDIS_i + \mu_i$ โดยที่ตัวแปรตามคือ CAR ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติ ณ ช่วงเวลา (-4,+5) (0,+5) และ (-5,-1) ส่วนตัวแปรอธิบายคือ LOGMKT = ค่า logarithm ของมูลค่ากิจการตามราคาตลาด SDAR = ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติ ช่วง(-75,-1) SHARE = จำนวนหุ้นที่เสนอขาย / จำนวนหุ้นของกิจการทั้งหมด MTBV = มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด / มูลค่าหุ้นตามราคาบัญชี ROA = กำไรสุทธิ / สินทรัพย์รวม REPDIS = (ราคาปิด ณ วันประกาศฯ - ราคาเสนอขาย)/ราคาปิด ณ วันประกาศฯ

n=191	CAR(-4,+5)		CAR(0,+5)		CAR(-5,-1)	
Variable	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic
C	0.3936 (0.1515)	2.5976**	0.3311 (0.1316)	2.5164**	-0.0049 (0.0949)	-0.0521
LOGMKT	-0.0378 (0.0147)	-2.5736**	-0.0343 (0.0128)	-2.6845***	0.0049 (0.0092)	0.5291
SDAR	-2.2155 (0.9255)	-2.3939**	-1.9598 (0.8037)	-2.4384**	-0.3229 (0.5799)	-0.5568
SHARE	0.0117 (0.0082)	1.4223	0.0064 (0.0071)	0.8945	-0.0007 (0.0033)	-0.2112
MTBV	0.0042 (0.0053)	0.7868	0.0031 (0.0046)	0.6794	-0.0556 (0.0161)	-3.4497***
ROA	0.0383 (0.0688)	0.5576	0.0357 (0.0597)	0.5978	0.0061 (0.0051)	1.1837
REPDIS	-0.0282 (0.0257)	-1.0949	0.0148 (0.0223)	0.6626	0.0193 (0.0431)	0.4477
R-squared	0.0691		0.0719		0.0731	
Adjusted R-squared	0.0387		0.0417		0.0429	
F-statistic	2.2750		2.3771		2.4192	
Prob(F-statistic)	0.0384		0.0310		0.0283	

ระดับความเชื่อมั่น ***99%, **95%, *90%

ผลการทดสอบสมการถดถอยของกลุ่มสถาบันการเงิน

จากตารางที่ 13 แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของกลุ่มสถาบันการเงินตั้งแต่ปี 2531 ถึงปี 2540 จำนวน 74 ข้อมูล พบว่าในการอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 4 วันถึงหลังวันประกาศ 5 วัน(-4,+5) สามารถอธิบายได้โดยค่าlogarithmของมูลค่ากิจการตามราคาตลาด (LOGMKT) ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าLOGMKTมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% โดยมีค่าเท่ากับ -0.0415 ซึ่งเครื่องหมายไม่ตรงกับที่คาดการณ์ไว้ สมการดังกล่าวมีความสามารถในการอธิบายค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้น โดยดูจากค่า R^2 และค่าAdjusted R^2 ที่มีค่าเท่ากับ 0.1431 และ 0.0664 ตามลำดับ ค่าProb(F-statistic)มีค่าเท่ากับ 0.0998 แสดงว่ามีการปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

ในการอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงวันประกาศถึงหลังวันประกาศ 5 วัน(0,+5) พบว่าไม่มีตัวแปรอธิบายตัวใดที่สามารถอธิบายได้ สมการดังกล่าวสามารถอธิบายค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นโดยดูจากค่า R^2 และค่าAdjusted R^2 ที่มีค่าเท่ากับ 0.1635 และ 0.0885 ตามลำดับ ค่าProb(F-statistic)มีค่าเท่ากับ 0.0555 แสดงว่ามีการปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

ในการอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 5 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วัน(-5,-1) พบว่าตัวแปรที่สามารถอธิบายได้คือสัดส่วนของหุ้นที่เสนอขาย (SHARE) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0151 โดยแตกต่างศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ซึ่งมีเครื่องหมายตรงกับที่คาดการณ์ไว้และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) มีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0109 โดยแตกต่างศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% ซึ่งมีเครื่องหมายตรงกับที่คาดการณ์ไว้ จากสมการดังกล่าวมีค่า R^2 และค่าAdjusted R^2 ที่มีค่าเท่ากับ 0.1364 และ 0.0591 ตามลำดับ ค่าProb(F-statistic)มีค่าเท่ากับ 0.1199 แสดงว่ามีการยอมรับสมมติฐานที่ว่า $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

ดังนั้นสามารถสรุปได้ว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของกลุ่มสถาบันการเงิน ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นในช่วงก่อนถึงหลังวันประกาศอธิบายได้โดย มูลค่ากิจการตามราคาตลาดที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ซึ่งถือว่ามีความสามารถในการอธิบายได้ค่อนข้างต่ำ โดยมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้น ซึ่งสามารถให้เหตุผลเหมือนกับที่เคยกล่าวมาแล้วในสรุปตารางที่ 12 และในการอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นในช่วงก่อนวันประกาศของกลุ่มสถาบันการเงินสามารถอธิบายได้โดยสัดส่วนของหุ้นที่เสนอขายและอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ การที่สัดส่วน

ของหุ้นที่เสนอขายสามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นในวันก่อนประกาศนี้แสดงให้เห็นถึงการรั่วไหลของข่าวก่อนวันประกาศเพิ่มทุนจริง และนักลงทุนคาดหมายว่าจะได้รับผลกระทบจากการออกหุ้นเพิ่มทุนดังกล่าว ยิ่งกิจการในกลุ่มสถาบันมีการออกหุ้นเพิ่มทุนมากเท่าไรจะส่งผลให้ราคาหุ้นจะยิ่งลดต่ำลงตาม ซึ่งสอดคล้องกับ Price Pressure Hypothesis (Scholes (1972)) ที่อธิบายว่ายิ่งมีปริมาณการออกหุ้นเพิ่มทุนมากเท่าไรจะส่งผลต่อราคาลักษณะที่ลดลงมากเท่านั้น และจะทำให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติที่ลดลงด้วย นอกจากนี้อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์สามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นก่อนวันประกาศด้วยเช่นกันแต่ที่ระดับความเชื่อมั่น 90% ซึ่งถือว่าค่อนข้างต่ำแต่ทิศทางความสัมพันธ์นั้นได้ตรงกับที่คาดการณ์ไว้ซึ่งอธิบายได้ว่าการที่กิจการมีการเจริญเติบโตที่ดีแล้วก่อนการประกาศหุ้นเพิ่มทุนนักลงทุนจะตีความไปในทางที่ดีด้วยส่งผลให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นค่าบวก

ตารางที่ 13

ผลการทดสอบสมการถดถอยของกลุ่มสถาบันการเงิน

แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของกลุ่มสถาบันการเงินตั้งแต่ปี 2531 ถึงปี 2540 เพื่อหาปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นตามสมการ $CAR_{(K,L)} = \alpha + \beta_1 LOGMKT_t + \beta_2 SDAR_t + \beta_3 SHARE_t + \beta_4 MTBV_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 REPDIS_t + \mu_1$ โดยที่ตัวแปรตามคือ CAR ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติ ณ ช่วงเวลา (-4,+5) (0,+5) และ (-5,-1) ส่วนตัวแปรอธิบายคือ LOGMKT = ค่า logarithm ของมูลค่ากิจการตามราคาตลาด SDAR = ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติ ช่วง(-75,-1) SHARE = จำนวนหุ้นที่เสนอขาย / จำนวนหุ้นของกิจการทั้งหมด MTBV = มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด / มูลค่าหุ้นตามราคาบัญชี ROA = กำไรสุทธิ / สินทรัพย์รวม REPDIS = (ราคาปิด ณ วันประกาศฯ - ราคาเสนอขาย)/ราคาปิด ณ วันประกาศฯ

Variable	n=74		CAR(-4,+5)		CAR(0,+5)		CAR(-5,-1)	
	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic
C	0.3500 (0.2457)	1.4244	0.2595 (0.1930)	1.3450	0.0715 (0.1405)	0.5091		
LOGMKT	-0.0415 (0.0240)	-1.7336*	-0.0271 (0.0188)	-1.4412	-0.0105 (0.0137)	-0.7686		
SDAR	-0.6847 (1.3950)	-0.4908	-1.5229 (1.0956)	-1.3900	1.0142 (0.7977)	1.2714		
SHARE	0.0081 (0.0103)	0.7898	0.0026 (0.0081)	0.3219	-0.0151 (0.0072)	-2.0917**		
MTBV	-0.0024 (0.0126)	-0.1878	0.0146 (0.0099)	1.4795	0.0293 (0.0320)	0.9176		
ROA	0.6965 (0.4548)	1.5316	0.4957 (0.3571)	1.3881	0.0109 (0.0059)	1.8448*		
REPDIS	0.0604 (0.0559)	1.0807	0.0024 (0.0439)	0.0541	-0.0281 (0.2600)	-0.1082		
R-squared	0.1431		0.1635		0.1364			
Adjusted R-squared	0.0664		0.0885		0.0591			
F-statistic	1.8648		2.1819		1.7644			
Prob(F-statistic)	0.0998		0.0555		0.1199			

ระดับความเชื่อมั่น ***99%, **95%, *90%

ผลการทดสอบสมการถดถอยของกลุ่มอุตสาหกรรม

จากตารางที่ 14 แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของกลุ่มอุตสาหกรรมตั้งแต่ปี 2531 ถึงปี 2540 จำนวน 117 ข้อมูล พบว่าในการอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 4 วันถึงหลังวันประกาศ 5 วัน(-4,+5) สามารถอธิบายได้โดยค่าlogarithmของมูลค่ากิจการตามราคาตลาด (LOGMKT) ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 75 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วัน(-75,-1) (SDAR) และอัตราส่วนลดของราคาเสนอขาย (REPDIS) เท่านั้น สมการดังกล่าวสามารถอธิบายค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นโดยดูจากค่า R^2 และค่าAdjusted R^2 ที่มีค่าเท่ากับ 0.0955 และ 0.0462 ตามลำดับ ค่าProb(F-statistic)มีค่าเท่ากับ 0.0811 แสดงให้เห็นถึงการปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าLOGMKTมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีค่าเท่ากับ -0.0423 ซึ่งเครื่องหมายแตกต่างกับที่คาดการณ์ไว้ ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าSDARมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยมีค่าเท่ากับ -2.9202 ซึ่งเครื่องหมายตรงกับที่คาดการณ์ไว้ และค่าสัมประสิทธิ์ของค่าREPDISมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% โดยมีค่าเท่ากับ -0.0527 ซึ่งเครื่องหมายตรงกับที่คาดการณ์ไว้

ในการอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงวันประกาศถึงหลังวันประกาศ 5 วัน(0,+5) พบว่าตัวแปรที่สามารถอธิบายได้คือ ค่าLOGMKT และค่าSDAR โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0449 และ -1.9216 ตามลำดับ ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าLOGMKTมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ของค่าSDARมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% นอกจากนี้สมการดังกล่าวอธิบายค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นโดยดูจากค่า R^2 และค่าAdjusted R^2 ที่มีค่าเท่ากับ 0.0819 และ 0.0318 ตามลำดับ ค่าProb(F-statistic)มีค่าเท่ากับ 0.1441 แสดงว่ามีการยอมรับสมมติฐานที่ว่า $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

ในการอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 5 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วัน(-5,-1) พบว่าตัวแปรที่สามารถอธิบายได้คือ ราคาตลาดต่อราคาบัญชีของหุ้น (MTBV) เพียงตัวเดียว โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0730 โดยแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งเครื่องหมายของสัมประสิทธิ์นี้แตกต่างกับที่คาดการณ์ไว้ ในสมการดังกล่าวมีค่า R^2 และค่าAdjusted R^2 ที่มีค่าเท่ากับ 0.1602 และ 0.1144 ตามลำดับ ค่าProb(F-statistic)มีค่าเท่ากับ 0.0033 แสดงว่ามีการปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

สรุปได้ว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของกลุ่มอุตสาหกรรม ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 4 วันถึงหลังวันประกาศ 5 วัน (-4,+5) และค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงวันประกาศถึงหลังวันประกาศ 5 วัน (0,+5) สามารถอธิบายได้โดยมูลค่ากิจการตามราคาตลาด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ นอกจากนี้ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนอธิบายได้โดยราคาตลาดต่อราคาบัญชีของหุ้นที่ระดับความเชื่อมั่นสูงถึง 99% ซึ่งความสัมพันธ์ดังกล่าวต่อผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นสามารถอธิบายได้เช่นเดียวกันกับที่สรุปในตารางที่ 12

ตารางที่ 14

ผลการทดสอบสมการถดถอยของกลุ่มอุตสาหกรรม

แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของกลุ่มอุตสาหกรรมตั้งแต่ปี 2531 ถึงปี 2540 เพื่อหาปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นตามสมการ $CAR_{i(k,L)} = \alpha + \beta_1 LOGMKT_i + \beta_2 SDAR_i + \beta_3 SHARE_i + \beta_4 MTBV_i + \beta_5 ROA_i + \beta_6 REPDIS_i + \mu_1$ โดยที่ตัวแปรตามคือ CAR ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติ ณ ช่วงเวลา (-4,+5) (0,+5) และ (-5,-1) ส่วนตัวแปรอธิบายคือ LOGMKT = ค่า logarithm ของมูลค่ากิจการตามราคาตลาด SDAR = ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติช่วง(-75,-1) SHARE = จำนวนหุ้นที่เสนอขาย / จำนวนหุ้นของกิจการทั้งหมด MTBV = มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด / มูลค่าหุ้นตามราคาบัญชี ROA = กำไรสุทธิ / สินทรัพย์รวม REPDIS = (ราคาปิด ณ วันประกาศฯ - ราคาเสนอขาย)/ราคาปิด ณ วันประกาศฯ

Variable	CAR(-4,+5)		CAR(0,+5)		CAR(-5,-1)	
	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic
C	0.4653 (0.2015)	2.3091**	0.4170 (0.1835)	2.2729**	-0.0304 (0.1278)	-0.2375
LOGMKT	-0.0423 (0.0202)	-2.0919**	-0.0449 (0.0184)	-2.4431**	0.0126 (0.0128)	0.9820
SDAR	-2.9202 (1.2569)	-2.3233**	-1.9216 (1.1445)	-1.6790*	-1.1708 (0.7975)	-1.4682
SHARE	0.0107 (0.0130)	0.8203	0.0072 (0.0119)	0.6090	-0.0006 (0.0042)	-0.1439
MTBV	0.0049 (0.0066)	0.7403	0.0033 (0.0060)	0.5551	-0.0730 (0.0188)	-3.8753***
ROA	0.0216 (0.0719)	0.3006	0.0289 (0.0655)	0.4421	-0.0012 (0.0083)	-0.1493
REPDIS	-0.0527 (0.0297)	-1.7758*	0.0152 (0.0270)	0.5630	0.0139 (0.0456)	0.3051
R-squared	0.0955		0.0819		0.1602	
Adjusted R-squared	0.0462		0.0318		0.1144	
F-statistic	1.9368		1.6354		3.4985	
Prob(F-statistic)	0.0811		0.1441		0.0033	

ระดับความเชื่อมั่น ***99%, **95%, *90%

ผลการทดสอบสมการถดถอยของกลุ่มข้อมูลในช่วงตลาดขาขึ้น

จากตารางที่ 15 แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของกลุ่มการประกาศฯ ที่อยู่ในช่วงตลาดขาขึ้นตั้งแต่ปี 2531 ถึงปี 2540 มีจำนวน 115 ข้อมูล พบว่าในการอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 4 วันถึงหลังวันประกาศ 5 วัน(-4,+5) สามารถอธิบายได้โดยค่า logarithm ของมูลค่ากิจการตามราคาตลาด (LOGMKT) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 75 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วัน(-75,-1) (SDAR) สมการนี้สามารถอธิบายค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นโดยดูจากค่า R^2 และค่า Adjusted R^2 ที่มีค่าเท่ากับ 0.1452 และ 0.0978 ตามลำดับ ค่า Prob(F-statistic) มีค่าเท่ากับ 0.0084 แสดงให้เห็นถึงการปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% ค่าสัมประสิทธิ์ของค่า LOGMKT มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% โดยมีค่าเท่ากับ -0.0584 ซึ่งเครื่องหมายแตกต่างกับที่คาดการณ์ไว้ ส่วนค่าสัมประสิทธิ์ของค่า SDAR มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% มีค่าเท่ากับ -3.4307 ซึ่งเครื่องหมายตรงกับที่คาดการณ์ไว้

ในการอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงวันประกาศถึงหลังวันประกาศ 5 วัน(0,+5) พบว่าตัวแปรที่สามารถอธิบายได้คือ ค่า LOGMKT และค่า SDAR โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0458 และ -2.9607 ตามลำดับ ค่าสัมประสิทธิ์ของค่า LOGMKT มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ของค่า SDAR มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% นอกจากนี้สมการดังกล่าวอธิบายค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นโดยดูจากค่า R^2 และค่า Adjusted R^2 ที่มีค่าเท่ากับ 0.1290 และ 0.0806 ตามลำดับ ค่า Prob(F-statistic) มีค่าเท่ากับ 0.0188 แสดงว่ามีการปฏิเสธสมมติฐานที่ว่า $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ในการอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 5 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วัน(-5,-1) พบว่าตัวแปรที่สามารถอธิบายได้คือ SHARE โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0093 โดยแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% ซึ่งเครื่องหมายของสัมประสิทธิ์นี้ตรงกับที่คาดการณ์ไว้ ในสมการดังกล่าวมีค่า R^2 และค่า Adjusted R^2 ที่มีค่าเท่ากับ 0.0638 และ 0.0118 ตามลำดับ ค่า Prob(F-statistic) มีค่าเท่ากับ 0.2985 แสดงว่ามีการยอมรับสมมติฐานที่ว่า $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 90%

สรุปได้ว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงตลาดขาขึ้น ผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นในช่วงก่อนถึงหลังการประกาศ และที่เกิดขึ้นในช่วงหลังวันประกาศสามารถอธิบายได้โดยมูลค่ากิจการตามราคาตลาด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ

โดยมีความสามารถในการอธิบายได้สูงถึงระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวยังคงเหมือนกับที่อธิบายในตารางที่ 12 ส่วนผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนประกาศอธิบายได้โดยสัดส่วนของหุ้นที่เสนอขายซึ่งทิศทางความสัมพันธ์และการอธิบายเหมือนกับที่อธิบายในตารางที่ 13

ผลการทดสอบสมการถดถอยของกลุ่มข้อมูลในช่วงตลาดขาลง

จากตารางที่ 16 แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมของกลุ่มการประกาศฯ ที่อยู่ในช่วงตลาดขาลงตั้งแต่ปี 2531 ถึงปี 2540 มีจำนวน 76 ข้อมูล พบว่าในการอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 4 วันถึงหลังวันประกาศ 5 วัน(-4,+5) สามารถอธิบายได้โดยอัตราส่วนลดของราคาเสนอขาย (REPDIS) สมการนี้สามารถอธิบายค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นโดยดูจากค่า R^2 และค่า Adjusted R^2 ที่มีค่าเท่ากับ 0.0884 และ 0.0092 ตามลำดับ ค่า Prob(F-statistic) มีค่าเท่ากับ 0.3623 แสดงให้เห็นถึงการยอมรับสมมติฐานที่ว่า $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% ค่าสัมประสิทธิ์ของค่า REPDIS มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% มีค่าเท่ากับ -0.0776 ซึ่งเครื่องหมายตรงกับที่คาดการณ์ไว้

ในการอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงวันประกาศถึงหลังวันประกาศ 5 วัน(0,+5) พบว่าไม่มีตัวแปรใดที่สามารถอธิบายได้อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้สมการดังกล่าวอธิบายค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นโดยดูจากค่า R^2 และค่า Adjusted R^2 ที่มีค่าเท่ากับ 0.0382 และ -0.0454 ตามลำดับ ค่า Prob(F-statistic) มีค่าเท่ากับ 0.8374 แสดงว่ามีการยอมรับสมมติฐานที่ว่า $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

ส่วนค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศ 5 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วัน(-5,-1) พบว่าตัวแปรที่สามารถอธิบายได้คือ ราคาตลาดต่อราคาบัญชีของหุ้น (MTBV) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.0660 ซึ่งแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% ซึ่งเครื่องหมายของสัมประสิทธิ์นี้แตกต่างจากที่คาดการณ์ไว้ ในสมการดังกล่าวมีค่า R^2 และค่า Adjusted R^2 ที่มีค่าเท่ากับ 0.1614 และ 0.0885 ตามลำดับ ค่า Prob(F-statistic) มีค่าเท่ากับ 0.0518 แสดงว่ามีการยอมรับสมมติฐานที่ว่า $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_n = 0$ ที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

สรุปได้ว่าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงตลาดขาลงนี้ ตัวแปรอธิบายที่สามารถอธิบายค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนวันประกาศถึงหลังวันประกาศ คือ อัตราส่วนลดของราคาเสนอขายเท่านั้น ซึ่งเป็นอีกตัวแปรหนึ่งที่ใช้แทนระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ซึ่ง

ทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปในทางตรงกันข้ามกับผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้น ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าเมื่อกิจการที่จะทำการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนทำการลดราคาเสนอขายหลักทรัพย์ที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมจำนวนมากแล้วนักลงทุนภายนอกจะมองว่าเป็นการจูงใจผู้ถือหุ้นเดิม เนื่องจากระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่เป็นผู้ถือหุ้นเดิมและผู้บริหารอาจแตกต่างกันมาก ดังนั้นถ้าผู้บริหารไม่ลดราคาเสนอขายให้ต่ำกว่าราคาตลาดแล้วอาจจะไม่สามารถจูงใจให้ผู้ถือหุ้นเดิมซื้อหุ้นที่เพิ่มทุนดังกล่าวได้ ยิ่งผู้บริหารกิจการยิ่งลดราคาหุ้นที่เสนอขายให้ต่ำกว่าราคาตลาดมากขึ้น จะยิ่งส่งผลให้ราคาหุ้นลดลง ซึ่งจะทำให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติที่ลดลงด้วยเช่นกัน ส่วนค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติในช่วงก่อนประกาศนั้นสามารถอธิบายได้โดยราคาตลาดต่อราคาบัญชีของหุ้น ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์ดังกล่าวเหมือนกับที่อธิบายในสรุปตารางที่ 12



ตารางที่ 15

ผลการทดสอบสมการถดถอยของกลุ่มข้อมูลในช่วงตลาดขาขึ้น

แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในช่วงตลาดขาขึ้นโดยใช้เกณฑ์ว่าเป็นช่วงที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์สูงกว่าค่าเฉลี่ยของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2531-2540 เพื่อหาปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นตามสมการ $CAR_{(K,L)} = \alpha + \beta_1 LOGMKT_t + \beta_2 SDAR_t + \beta_3 SHARE_t + \beta_4 MTBV_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 REPDIS_t + \mu_1$ โดยที่ตัวแปรตามคือ CAR ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติ ณ ช่วงเวลา (-4,+5) (0,+5) และ (-5,-1) ส่วนตัวแปรอธิบายคือ $LOGMKT$ = ค่า logarithm ของมูลค่ากิจการตามราคาตลาด $SDAR$ = ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติช่วง(-75,-1) $SHARE$ = จำนวนหุ้นที่เสนอขาย / จำนวนหุ้นของกิจการทั้งหมด $MTBV$ = มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด / มูลค่าหุ้นตามราคาบัญชี ROA = กำไรสุทธิ / สินทรัพย์รวม $REPDIS$ = (ราคาปิด ณ วันประกาศฯ - ราคาเสนอขาย)/ราคาปิด ณ วันประกาศฯ

n=115	CAR(-4,+5)		CAR(0,+5)		CAR(-5,-1)	
Variable	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic
C	0.5631 (0.2253)	2.4995**	0.4401 (0.1935)	2.2742**	0.0280 (0.1404)	0.1992
LOGMKT	-0.0584 (0.0223)	-2.6213***	-0.0458 (0.0191)	-2.3933**	-0.0008 (0.0139)	-0.0561
SDAR	-3.4307 (1.2445)	-2.7567***	-2.9607 (1.0692)	-2.7691***	-0.7782 (0.7758)	-1.0031
SHARE	0.0081 (0.0091)	0.8869	0.0060 (0.0078)	0.7703	-0.0093 (0.0053)	-1.7383*
MTBV	-0.0036 (0.0086)	-0.4237	0.0014 (0.0074)	0.1942	0.0039 (0.0319)	0.1230
ROA	0.0260 (0.0722)	0.3593	0.0131 (0.0621)	0.2110	0.0048 (0.0057)	0.8380
REPDIS	0.0743 (0.0512)	1.4517	0.0616 (0.0440)	1.4002	0.0276 (0.0450)	0.6122
R-squared	0.1452		0.1290		0.0638	
Adjusted R-squared	0.0978		0.0806		0.0118	
F-statistic	3.0586		2.6666		1.2264	
Prob(F-statistic)	0.0084		0.0188		0.2985	

ระดับความเชื่อมั่น ***99%, **95%, *90%

ตารางที่ 16

ผลการทดสอบสมการถดถอยของกลุ่มข้อมูลในช่วงตลาดขาลง

แสดงผลการทดสอบสมการถดถอยโดยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (OLS) ของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนที่เสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิมในช่วงตลาดขาลงโดยใช้เกณฑ์ว่าเป็นช่วงที่ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของดัชนีตลาดหลักทรัพย์ตั้งแต่ปี 2531-2540 เพื่อหาปัจจัยที่สามารถอธิบายผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นตามสมการ $CAR_{(K,L)} = \alpha + \beta_1 LOGMKT_t + \beta_2 SDAR_t + \beta_3 SHARE_t + \beta_4 MTBV_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 REPDIS_t + \mu_1$ โดยที่ตัวแปรตามคือ CAR ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนผิดปกติ ณ ช่วงเวลา (-4,+5) (0,+5) และ (-5,-1) ส่วนตัวแปรอธิบายคือ $LOGMKT$ = ค่า logarithm ของมูลค่ากิจการตามราคาตลาด $SDAR$ = ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนผิดปกติช่วง(-75,-1) $SHARE$ = จำนวนหุ้นที่เสนอขาย / จำนวนหุ้นของกิจการทั้งหมด $MTBV$ = มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด / มูลค่าหุ้นตามราคาบัญชี ROA = กำไรสุทธิ / สินทรัพย์รวม $REPDIS$ = (ราคาปิด ณ วันประกาศฯ - ราคาเสนอขาย)/ราคาปิด ณ วันประกาศฯ

n=76	CAR(-4,+5)		CAR(0,+5)		CAR(-5,-1)	
Variable	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic
C	0.1226 (0.2397)	0.5117	0.1219 (0.2208)	0.5520	-0.0166 (0.1503)	-0.1107
LOGMKT	-0.0110 (0.0227)	-0.4842	-0.0147 (0.0209)	-0.7016	0.0056 (0.0142)	0.3906
SDAR	-0.9709 (1.4699)	-0.6605	-0.8553 (1.3538)	-0.6317	0.3629 (0.9220)	0.3937
SHARE	0.0162 (0.0210)	0.7721	0.0051 (0.0194)	0.2623	0.0048 (0.0046)	1.0641
MTBV	0.0068 (0.0073)	0.9382	0.0030 (0.0067)	0.4487	-0.0660 (0.0218)	-3.0219***
ROA	0.2791 (0.2770)	1.0074	0.2782 (0.2551)	1.0905	0.0044 (0.0132)	0.3319
REPDIS	-0.0776 (0.0348)	-2.2293**	-0.0145 (0.0321)	-0.4524	0.0103 (0.1738)	0.0595
R-squared	0.0884		0.0382		0.1614	
Adjusted R-squared	0.0092		-0.0454		0.0885	
F-statistic	1.1157		0.4573		2.2139	
Prob(F-statistic)	0.3623		0.8374		0.0518	

ระดับความเชื่อมั่น ***99%, **95%, *90%