หอสมุดกลาง สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 2
เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดและทฤษฎี

จากทฤษฎีที่บอกว่า การที่เราถือว่าผู้จัดการเป็นตัวแทนของ 3 ฝ่ายด้วยกัน อันได้แก่นักลงทุน พนักงาน ลูกค้าและแหล่งวัตถุดิบ (Supplier) นั้นผู้จัดการควรจะทำการอันใดอันก่อประโยชน์สูงสุดให้กับทั้ง 3 ฝ่ายให้ได้มากที่สุด แต่ทั้งนี้การตัดสินใจที่เกี่ยวกับการลงทุนและการจัดหาแหล่งเงินทุนมิได้ทำให้เกิดความขัดแย้งกันในด้านผลประโยชน์กับ พนักงาน ลูกค้าและแหล่งวัตถุดิบ แต่จะเกิดความขัดแย้งกันผลประโยชน์ของบุคคล 3 ฝ่าย อันได้แก่ ผู้จัดการ เจ้าหนี้ และผู้ถือหุ้น ซึ่งเราเรียกการขัดแย้งนี้ว่า ปัญหาเกี่ยวกับตัวแทน (Agency problem)

หนึ่งในปัญหาเกี่ยวกับตัวแทนนั้นเกิดขึ้นเนื่องจากการรับรู้ข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกัน รวมถึง ผู้จัดการถือผลประโยชน์ผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ ทำให้ผู้จัดการปฏิเสธการออกหุ้นเพิ่มทุนเนื่องจากเป็นการทำให้ผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นเดิมได้รับน้อยลง ทั้งๆที่โครงการที่จะทำการลงทุนเป็นโครงการที่ดี นอกจากนี้หากคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นเป็นสำคัญ ผู้จัดการจะไม่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนเมื่อหุ้นนั้นมีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้นเมื่อเกิดการออกหุ้นเพิ่มทุนไปยังบุคคลภายนอกจึงเป็นการบ่งบอกถึงข่าวที่ไม่ดี ซึ่งจะส่งผลทำให้หุ้นราคาตกลง

นอกจากนี้อีกหนึ่งปัญหาเกี่ยวกับตัวแทนนั้น เกิดขึ้นเนื่องจากความขัดแย้งกันในเรื่องผลประโยชน์ระหว่าง ผู้จัดการ และผู้ถือหุ้น ซึ่งสาเหตุของความขัดแย้งนั้นมาจากการที่ผู้จัดการคำนึงถึงผลประโยชน์ตนเองเป็นหลัก ทำให้การตัดสินใจบางอย่างนั้นไม่คำนึงถึงวัตถุประสงค์ที่กล่าวว่าควรคำนึงถึงมูลค่ากิจการเป็นหลัก นอกจากนี้ยังสามารถกล่าวได้ว่าอีกสาเหตุหนึ่งของปัญหานี้เกิดมาจากการขาดการตรวจสอบที่ดี ซึ่งวิธีทางหนึ่งในแนวทางการแก้ปัญหาคือ การพยายามให้มีระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เพิ่มมากขึ้น (Ownership concentration) ซึ่งจะก่อให้เกิดการตรวจสอบที่เพิ่มมากขึ้น ซึ่งการตรวจสอบที่มากขึ้นนี้บ่งบอกถึงข่าวดีไปยังบุคคลภายนอกทำให้ราคาหุ้นเพิ่มมากขึ้น นอกจากนี้อาจทำการให้หุ้นแก่ผู้จัดการเพื่อให้เขามีประโยชน์ในบริษัทที่มากขึ้นซึ่งจะทำให้เมื่อทำการตัดสินใจทำอะไรจะได้ทำการคำนึงถึงบริษัทที่ตนอยู่มากขึ้น

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Leland and Pyle (1977) ทำการศึกษาถึงเรื่อง การรับรู้ข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกัน โครงสร้างทางด้านการเงิน และ ตัวกลางทางด้านการเงิน ซึ่งในการศึกษาได้มีการกล่าวว่า ตลาดทางการเงินมีความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลเกิดขึ้น โดยหากเมื่อพิจารณาจากการขอกู้ยืมเงิน

แล้ว ผู้กู้ย่อมรู้เกี่ยวกับหลักประกันของเขา โครงการที่จะทำการลงทุน และ ศีลธรรมของตนเองได้ดีกว่าผู้ให้กู้ ดังนั้นผู้ให้กู้จะต้องทำการคาดเดาและตรวจสอบเกี่ยวกับตัวโครงการ และตัวของผู้กู้ โดยหากทำได้ใกล้เคียงกับความเป็นจริงมากขึ้นเท่าใด ก็จะเป็นประโยชน์แก่คนให้กู้เองมากขึ้นเท่านั้น แต่อย่างไรก็ตามไม่มีทางที่ผู้ให้กู้จะรู้ดีเกี่ยวกับสิ่งต่างๆได้ดีเท่ากับผู้กู้ ดังนั้นมูลค่าตลาดของโครงการนั้นจะเป็นสิ่งหนึ่งที่สะท้อนถึงคุณภาพของโครงการนั้น นอกจากนี้ยังได้มีการกล่าวว่าหากผู้บริหารนั้นทำการลงทุนในตัวโครงการนั้นเองจะส่งผลทำให้มูลค่าของโครงการนั้นสูงขึ้น ทั้งนี้เนื่องมาจากการเชื่อว่าการตรวจสอบจะดีมากขึ้น และตลาดรับรู้ว่าการที่ผู้บริหารทำการถือหุ้นมากขึ้นจะเป็นการส่งสัญญาณบ่งบอกว่าโครงการนี้เป็นโครงการที่ดี

Myers and Majluf (1984) ทำการศึกษาถึงการจัดหาเงินของบริษัทและการตัดสินใจลงทุนของกิจการเมื่อบริษัทมีข้อมูลบางอย่างที่นักลงทุนรับรู้ต่างไปจากผู้จัดการ ซึ่งจากการศึกษาพบว่าผู้จัดการรู้ข้อมูลเกี่ยวกับโครงการที่ทำการลงทุนดีกว่านักลงทุน ทั้งในเรื่องของมูลค่าและ โอกาสหรือความเป็นไปได้ ดังนั้นโดยพื้นฐานแล้วผู้จัดการจะเลือกโครงการลงทุนที่มีค่าปัจจุบันสุทธิ(Net Present Value)ที่เป็นบวก และนักลงทุนก็จะทำการซื้อหุ้น ณ ราคาเฉลี่ย แต่อย่างไรก็ตามจากการที่ผู้จัดการมีข้อมูลภายใน หรือมีการรับรู้ข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้จัดการกับนักลงทุนทั่วไป ผู้จัดการจะเลือกที่จะปฏิเสธการออกหุ้นเพิ่มทุน ทั้งเนื่องจากว่าหากโครงการลงทุนไม่ได้มีค่าปัจจัยบันสุทธิเป็นบวกที่มากเพียงพอกับค่าใช้จ่ายในการออกหุ้น นอกจากนี้อาจเนื่องมาจากการที่ผู้จัดการให้ความสนใจผู้ถือหุ้นเดิมมากกว่า ดังนั้นหากโครงการนี้เป็นโครงการที่ดีจริง ผู้จัดการก็ไม่อยากทำการออกหุ้นเพิ่มทุน เพราะจะเป็นการทำให้ผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นเดิมจะได้รับน้อยลง จึงปฏิเสธโครงการลงทุนนี้ไป ทำให้พลาดโอกาสลงทุนนี้ไป และมูลค่ากิจการลดลง ดังนั้นกิจการเลยพยายามที่จะปรับปรุงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท เพื่อไม่ให้ประสบปัญหาเช่นนี้อีก จากเหตุผลที่ได้มีการกล่าวไว้แล้วข้างต้นนั้นทำให้นักลงทุนเชื่อว่าการออกหุ้นเพิ่มทุน มักไม่ได้บอกถึงข่าวดี แต่มักบ่งบอกถึงข่าวร้ายหรือข่าวที่ไม่ค่อยจะดีนักมากกว่า ดังนั้นเมื่อมีข่าวการเพิ่มทุนราคาหุ้นมักจะตก นอกจากนี้ Myers and Majluf ยังได้มีการกล่าวอีกว่า บริษัทที่ต้องการเงินทุนจะไม่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนเมื่อกิจการมีมูลค่าที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น บริษัทมักจะทำการออกหุ้นเมื่อราคาหุ้นสูงกว่าที่มันควรจะเป็น ซึ่งราคาหุ้นของบริษัทที่ควรจะเป็นนั้นเป็นข้อมูลภายในที่ผู้จัดการนั้นทราบดีที่สุด จึงยิ่งเป็นการสนับสนุนถึงข้อความที่ว่าการออกหุ้นเพิ่มทุน มักไม่ได้บอกถึงข่าวดี แต่มักบ่งบอกถึงข่าวร้ายหรือข่าวที่ไม่ค่อยจะดีนักมากกว่า ดังนั้นราคาหุ้นจึงตกลง

นอกจากนี้ Myers and Majluf ยังกล่าวอีกว่า หากมีทางเลือกระหว่างการทำการกู้ยืม กับการทำการเพิ่มทุน บริษัทที่มีความแตกต่างในการรับรู้ข่าวสารมาก และโครงการลงทุนมี

ความเสี่ยงต่ำมักทำการกู้ยืมมากกว่าการเพิ่มทุน หากเป็นโครงการที่มีความเสี่ยงสูงมักทำการออกหุ้นเพิ่มทุนมากกว่า นอกจากนี้ยังกล่าวโดยรวมอีกว่า กิจการมักใช้หนี้มากกว่าใช้ทุนเนื่องจากหากมีความแตกต่างในด้านการรับรู้ข้อมูล ผลกระทบของข้อมูลข่าวสารเรื่องข้อมูลมีมากกว่าข่าวสารเรื่องความเสี่ยง ดังนั้นโดยสรุปอาจกล่าวได้ว่าหากมีข่าวเรื่องการออกหุ้นเพิ่มทุน ราคาหุ้นมักตก ส่วนหากทำการใช้หนี้ราคาหุ้นมักไม่ตก

จากที่ได้กล่าวมาหมดข้างต้นนี้จะเห็นได้ว่า Mayers and Majlufไม่ได้มีการศึกษาถึงการออกหุ้นแบบขายให้กับบุคคลเฉพาะเจาะจงเพียงแต่กล่าวถึงเท่านั้น

Shleifer and Vishny (1986) ทำการศึกษาเรื่องผู้ถือหุ้นรายใหญ่และการควบคุมกิจการ โดยในการศึกษาได้มีการกล่าวไว้ว่าบุคคลภายนอกที่เป็นผู้ถือหุ้นรายเล็ก มักมีการกระจายการลงทุนไปยังหุ้นหลายตัว ดังนั้นบุคคลเหล่านี้จะไม่ทำการซื้อกิจการ (Takeover) และไม่ทำการพัฒนา ตรวจสอบบริษัทเนื่องจากเขาได้กำไรเพียงแค่จากหุ้นที่เขาทำการถืออยู่ ซึ่งมีอยู่เพียงน้อยนิดแต่ต้องจ่ายค่าใช้จ่ายในการตรวจสอบเป็นจำนวนมาก ส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้มีการกล่าวไว้ว่ามีบทบาทที่สำคัญในการซื้อกิจการหรือตรวจสอบกิจการ ถึงแม้ว่าบางที่อาจไม่มีความสามารถที่จะตรวจสอบงานได้ด้วยตนเอง ก็จะทำการจ้างบุคคลที่3มาทำการตรวจสอบแทน โดยยอมเสียกำไรบางส่วนที่ได้จากการถือหุ้นของตนเองไป หากผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสัดส่วนการถือหุ้นที่เพิ่มมากขึ้น บทบาทของการเข้าซื้อกิจการหรือการตรวจสอบของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีมากขึ้น ซึ่งส่งผลทำให้ราคาหุ้นในตลาดและมูลค่าบริษัทในตลาดเพิ่มมากขึ้นด้วย

Morck, Shleifer, Vishny (1987) ทำการศึกษาถึงเรื่อง การถือหุ้นของผู้บริหารกับมูลค่าของกิจการ โดยได้มีการอ้างอิงถึงการศึกษาของ Berle and Means (1932) ว่าเมื่อผู้บริหารถือหุ้นของบริษัทในจำนวนที่น้อย และนักลงทุนกระจายการลงทุนแล้ว ผลประโยชน์อันเกิดเนื่องจากทรัพย์สินของบริษัทนั้นจะตกอยู่กับผู้บริหารมากกว่าผู้ถือหุ้น ซึ่งผลประโยชน์ที่ผู้บริหารจะได้รับได้แก่ การเลี่ยงงาน การได้รับผลประโยชน์อื่นนอกเหนือจากเงินเดือนซึ่งไม่ได้ก่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่มูลค่าบริษัท นอกจากนี้ยังได้มีการกล่าวอ้างอิงถึงการศึกษาของ Jensen and Meckling (1976) ว่าการกระทำที่ไม่ก่อให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดแก่บริษัทจะลดน้อยลงเมื่อการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มมากขึ้น แต่ตามการศึกษาของ Demsetz (1983) และFama and Jensen (1983) บอกว่าถึงแม้ผู้บริหารถือหุ้นบริษัทเป็นจำนวนน้อย แต่กฎเกณฑ์ต่างๆของตลาดก็จะผลักดันให้เขาทำสิ่งต่างๆที่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่กิจการมากที่สุด แต่ในทางตรงข้ามหากผู้บริหารถือหุ้นที่มากอาจใช้อำนาจในการออกเสียงลงมติให้กับตนเองในเรื่องต่างๆ เช่นการขึ้นเงินเดือนให้กับ

ตนเอง หรือการป้องกันตำแหน่งหน้าที่การงานของตนเอง ซึ่งจากที่ได้มีการกล่าวมาทั้งหมดนั้น สามารถสรุปได้ว่าอาจเนื่องมาจากสมมติฐาน 2 ประการ อันได้แก่ สมมติฐานการมีความสนใจร่วมกัน (Convergence of interests) และ สมมติฐานการลดลง (Entrenchment) โดยสมมติฐานการมีความสนใจร่วมกันกล่าวว่า การถือหุ้นที่มากขึ้น มีความสัมพันธ์ต่อมูลค่าของบริษัทที่เพิ่มมากขึ้น โดยสมมติฐานนี้คาดว่าความสัมพันธ์จะมีทิศทางไปในทิศทางเดียวกันตลอด ส่วนสมมติฐานการลดลงกล่าวว่า การที่ผู้บริหารทำการถือหุ้นเพิ่มมากขึ้นนั้น ทำให้ผู้บริหารอาศัยอำนาจในการออกเสียงในการสนับสนุนการกระทำอันก่อประโยชน์ให้กับตนเองมากกว่าการคำนึงถึงการก่อประโยชน์สูงสุดให้กับกิจการ ดังนั้นเมื่อมีการถือหุ้นที่เพิ่มมากขึ้นในช่วงระดับหนึ่งความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นกับมูลค่ากิจการจะเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งในการศึกษาของ Morck, Shleifer, Vishny ได้ทำการเก็บข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจาก Corporate Data Exchange ของบริษัทจำนวน 456 บริษัทที่มีชื่ออยู่ใน Fortune 500 ในเดือน ธันวาคม 1980 และ ใช้ Tobin's Qเป็นตัวแทนของมูลค่ากิจการในการศึกษา ซึ่งในการศึกษานี้ใช้วิธี Piecewise linear Regression โดยกำหนดจุดหักไว้ 2 จุดได้แก่ ณ ระดับการถือหุ้นของคณะกรรมการที่ ร้อยละ5 และร้อยละ 25 เนื่องจาก ณ ระดับร้อยละ 5 เป็นช่วงที่มีกฎบังคับให้มีการเปิดเผยข้อมูล และร้อยละ 25 เป็นช่วงที่คาดว่าจะสามารถป้องกันการเข้าซื้อกิจการแบบไม่เต็มใจได้ ซึ่งจากการศึกษาพบว่า ณ ระดับการถือหุ้นน้อยกว่าร้อยละ 5 นั้น มูลค่ากิจการเพิ่มสูงขึ้น ส่วนช่วงระดับการถือหุ้นร้อยละ 5 ถึงร้อยละ 25 พบว่าเมื่อการถือหุ้นเพิ่มมากขึ้น จะส่งผลทำให้มูลค่ากิจการนั้นลดลง ทั้งนี้คาดว่าเนื่องมาจากสมมติฐานการลดลง และณ ระดับการถือหุ้นที่มากกว่าร้อยละ 25 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่ากิจการ กับระดับการถือหุ้นมีค่าเป็นบวกกลับขึ้นมาอีกครั้งหนึ่งแต่มีความชันที่น้อยกว่าเดิม

Wruck (1989) ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างราคากับการเปลี่ยนแปลงในการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้บริหารในกรณีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง โดยในการศึกษาได้มีการกล่าวไว้ว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนในรูปแบบที่แตกต่างกันส่งสัญญาณให้ตลาดในความหมายที่แตกต่างกัน อาทิเช่นการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบขายให้ประชาชนทั่วไปส่งสัญญาณให้กับตลาดว่าบริษัทนั้นมีมูลค่าที่สูงกว่าความเป็นจริง ส่วนการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงส่งสัญญาณให้ตลาดว่าบริษัทนั้นมีมูลค่าที่ต่ำกว่าความเป็นจริงทั้งนี้เป็นเพราะว่าเป็นการส่งสัญญาณให้ตลาดรู้ว่ากิจการกำลังจะมีโครงการที่น่าสนใจและเป็นโครงการที่ดีอยู่ ซึ่งการขายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงนี้ทำให้ผู้บริหารทำการอธิบายถึงโครงการที่ดีหรือโอกาสที่ดีได้ง่ายกว่าการออกหุ้นแบบขายให้แก่ประชาชนทั่วไป ดังนั้นการออกหุ้นเพิ่มทุนจึงส่งผลทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติในทางบวก และจากการที่ได้กล่าวมาทั้งหมดแล้วนั้น Wruckเชื่อว่ามันเป็นผลอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนโครงสร้างการถือหุ้นของนักลงทุนรายใหญ่ และนักบริหาร ดังนั้น

Wruck จึงได้ศึกษาถึงลักษณะของผู้ที่เข้ามาลงทุน, ช่วงการเกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ, ผลของการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงให้กับผู้บริหารกับไม่ใช่ผู้บริหารต่างกันอย่างไร และความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงมูลค่าบริษัทอันเนื่องมาจากสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นเปลี่ยนแปลงไป โดยใช้ข้อมูลการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงจาก Dow Jones Information Retrieval Service Data Base จำนวน 193ตัวอย่าง ในช่วงวันที่ 1 กรกฎาคม 1979 ถึง 31ธันวาคม 1985 โดยไม่รวมข้อมูลการเพิ่มทุนที่หุ้นไม่ได้ทำการซื้อขายใน NYSEหรือAMEX และข้อมูลของอัตราผลตอบแทนทำการเก็บมาจาก Center for Research in Securities Prices (CRSP) Data Base โดย.ในการศึกษา Wruckใช้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติในช่วง ก่อนทำการประกาศ3วันถึงวันประกาศทำการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด การที่Wruckใช้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดในการศึกษาเนื่องจากเขาเชื่อว่าในการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของบริษัทอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นนั้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสามารถแบ่งออกได้เป็น 2 ส่วน คือ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอันเป็นผลเนื่องมาจากข่าวที่ทำการประกาศออกไปทำให้เกิดการประเมินเกี่ยวกับมูลค่าปัจจุบันสุทธิของบริษัทใหม่ และ อีกส่วนคือ การที่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเป็นตัวแทนของการชดเชยให้กับผู้ซื้ออันเนื่องมาจากทำให้มูลค่ากิจการเปลี่ยนแปลงไป ซึ่งจากการศึกษาสรุปได้ว่า การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างการถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับมูลค่าบริษัทที่เปลี่ยนแปลงไป โดยเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มากขึ้นจะทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มมากขึ้น นอกจากนี้สัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและมูลค่าบริษัทมีค่าเป็นบวก ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า หากมีระดับของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้บริหารมาก จะส่งผลทำให้มีความสามารถที่จะกดดันผู้บริหารให้มีการตัดสินใจในสิ่งที่ก่อเกิดผลประโยชน์ให้แก่กิจการได้มากที่สุด แต่ทั้งนี้เนื่องจากมีค่าสัมประสิทธ์ความสัมพันธ์ระหว่างระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นและมูลค่าบริษัทที่ต่ำ จึงทำการอธิบายว่ามูลค่าบริษัทจะเพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยหากเดิมบริษัทมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่อยู่ในระดับสูงอยู่แล้ว นอกจากนี้ยังมีการบ่งชี้ว่าการเปลี่ยนแปลงมูลค่าบริษัทในทางบวกเมื่อมีการประกาศถึงการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงนั้น ขึ้นอยู่กับว่าเป็นการเปลี่ยนแปลง ณ ระดับของการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้บริหารที่สูงหรือต่ำ แต่จะส่งผลทางลบต่อมูลค่าบริษัทเมื่อเป็นการเปลี่ยนแปลง ณ ระดับโครงสร้างผู้ถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ คณะกรรมการและผู้บริหารปานกลาง

จากการทั้งหมดที่ได้กล่าวมาแล้วนั้นWruckทำการศึกษาแต่หุ้นที่มีขนาดใหญ่ ไม่ได้ทำกาศึกษาหุ้นที่มีขนาดเล็ก นอกจากนี้ไม่ได้ทำการศึกษาถึงเรื่องว่านอกจากผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้บริหาร และการเข้าซื้อโดยผู้จัดการแล้วมีปัจจัยอื่นอีกหรือไม่ที่ส่งผลกระทบถึงมูลค่าบริษัทที่เปลี่ยนแปลงไปที่ส่งผลกระทบต่อผลตอบ

แทนที่ผิดปกติอีกทีหนึ่ง และยังไม่ได้มีการศึกษาอีกว่าผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นนั้นเนื่องมาจากสาเหตุอะไรบ้าง และปัจจัยอะไรมีผลต่อขนาดของผลตอบแทนที่ผิดปกตินั้น

Hertzel and Smith (1993) ได้ทำการศึกษาเรื่องส่วนลดตลาดและผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับจากการจำหน่ายหุ้นให้แก่บุคคลเฉพาะเจาะจง โดยได้มีการกล่าวไว้ว่า เมื่อบริษัททำการออกหุ้นแบบขายให้กับบุคคลทั่วไปเป็นการส่งสัญญาณให้ตลาดทราบว่าผู้จัดการมีความเชื่อว่าหุ้นของกิจการมีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็นและการออกหุ้นแบบจำหน่ายให้กับบุคคลเฉพาะเจาะจงเป็นการส่งสัญญาณให้ตลาดทราบว่าผู้จัดการมีความเชื่อที่ว่ากิจการมีมูลค่าตลาดที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ซึ่งส่งผลทำให้ราคาหุ้นในตลาดปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นเมื่อทำการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง และก่อให้เกิดผลได้กับผู้ถือหุ้น ดังนั้น Hertzel and Smith จึงได้ต้องการที่จะทำการศึกษาถึงเรื่องผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับ โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น2ส่วนด้วยกันอันได้แก่ ส่วนลดตลาด และผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด ซึ่งเขาสามารถอธิบายส่วนลดตลาดและผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดได้ด้วยสมมติฐาน 2 ประการดังต่อไปนี้ คือสมมติฐานด้านข้อมูล และ สมมติฐานด้านความเป็นเจ้าของ หากดูในแง่ของสมมติฐานด้านข้อมูลแล้วการเปลี่ยนแปลงมูลค่าตลาดของหุ้นตัวนั้นหลังการทำการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงเกิดขึ้นเนื่องมาจากการประเมินสินทรัพย์และโอกาสในการลงทุน แต่หากมองในแง่ความเป็นเจ้าของแล้วการเปลี่ยนแปลงในมูลค่าตลาดของบริษัทอันเนื่องมาจากการคาดหวังถึงการตรวจสอบการดำเนินงาน นอกจากนี้เขายังนำเอาส่วนลดตลาดมาใช้เป็นตัวแทนในการแสดงถึงต้นทุนในการประเมินกิจการ โดยศึกษาถึงความสัมพันธ์กับตัวแปรที่มีความเกี่ยวข้องกับขนาดของการรับรู้ข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้จัดการกับผู้ถือหุ้น (asymmetric information)โดยมองผ่านสมมติฐานด้านข้อมูล ส่วนทางด้านสมมติฐานด้านความเป็นเจ้าของสะท้อนถึงการคาดหวังถึงการตรวจสอบ และผลประโยชน์ที่ได้จากการตรวจสอบ ในการศึกษาการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงนั้น Hertzel and Smith ได้ทำการเก็บข้อมูลการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง จำนวน 106 ข้อมูล ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 1980 ถึง 31 พฤษภาคม 1987 โดยการหาข้อมูลการเพิ่มทุนจาก Dow Jones News Retrieval Service, Standard and Poor's News Reports และInvestment Dealers' Digest และตรวจสอบข้อมูลจาก S&P Stocks Reports, Moody's Manual and Q-files for prospectuses และ 10-Ks โดยไม่รวมข้อมูลที่มีข้อมูลเกี่ยวกับอัตราผลตอบแทนที่ไม่เพียงพอ ข้อมูลการเพิ่มทุนที่ประกาศพร้อมกับการเพิ่มทุนแบบอื่น ซึ่งจากการศึกษาพบว่าอัตราส่วนลดจากราคาตลาด มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับ ตัวแปรที่เป็นตัวแทนในเรื่องเกี่ยวกับต้นทุนการประเมิน การคาดหวังเกี่ยวกับการประกาศ และการคาดหวังเกี่ยวกับการตรวจสอบ นอกจากนี้ยังพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ที่ผู้ถือหุ้นเดิมได้รับนั้นซึ่งแสดงแทนด้วยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับ

ส่วนลดนั้นมีความสัมพันธ์กับตัวแปรที่แสดงถึงโอกาสในการลงทุน ส่วนเรื่องเกี่ยวกับสมมติฐานในด้านความเป็นเจ้าของนั้น พบแตกต่างจากWruck (1989) ในเรื่องความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าตลาดของกิจการกับการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างความเป็นเจ้าของโดยพบว่าขนาดการเปลี่ยนแปลงการถือหุ้นของผู้จัดการ คณะกรรมการ และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งผลกระทบต่อมูลค่ากิจการในทางบวกเมื่ออยู่เปลี่ยนแปลงไปอยู่ในระดับสูง แต่ให้ผลเป็นลบเมื่อเปลี่ยนแปลงไปอยู่ในระดับต่ำและปานกลาง ทั้งนี้เนื่องจาก Wruckทำการศึกษาแต่บริษัทขนาดใหญ่ ในขณะที่ Hertzel and Smith ทำการศึกษาบริษัทที่มีขนาดเล็กด้วย ซึ่งมีความแตกต่างในลักษณะพื้นฐานอยู่แล้วว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กมักจะกำลังโตและสภาพคล่องน้อยดังนั้นควรมีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้จัดการ คณะกรรมการ และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มาก ส่วนบริษัทที่มีขนาดใหญ่นั้นถ้าหากมีเปอร์เซนต์การถือหุ้นของผู้จัดการ คณะกรรมการ และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่น้อยจะยิ่งทำให้สภาพคล่องมากขึ้น ดังนั้นการตรวจสอบที่เพิ่มมากขึ้นจึงมีความสำคัญ