

บทที่ 4
ผลการวิเคราะห์ข้อมูล



ลักษณะข้อมูล(Descriptive Information)

1. ลักษณะของข้อมูลที่ทำการศึกษา

ทำการศึกษาถึงลักษณะของข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษา และเปรียบเทียบกับลักษณะของข้อมูลการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง และแบบจำหน่ายให้กับบุคคลทั่วไป โดยข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2541 จำนวน 70⁸ และ 7 ข้อมูลตามลำดับ ซึ่งเมื่อทำการเปรียบเทียบระหว่างการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงกับการจำหน่ายหุ้นให้กับบุคคลทั่วไปได้ผลดังตารางที่ 1 ซึ่งสามารถอธิบายได้ดังนี้

ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงเมื่อทำการคิดเป็นเปอร์เซ็นต์จะมีค่าน้อยกว่าแบบจำหน่ายให้กับประชาชนทั่วไป⁹ แต่มีค่าเบี่ยงเบนหรือผันผวนที่มากกว่ามาก รวมถึงมีช่วงของข้อมูลที่กว้างกว่าการจำหน่ายหุ้นให้กับบุคคลทั่วไปมาก ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าการรับรู้ข่าวสารในทางลบอันเนื่องมาจากการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนของกิจการแบบเฉพาะเจาะจงในแต่ละโครงการนั้นมีความแตกต่างกันมากมีทั้งเป็นไปในด้านบวก และลบ ต่างกับการรับรู้เรื่องกรจำหน่ายหุ้นให้กับบุคคลทั่วไปที่เป็นไปในด้านลบอย่างเดียว ซึ่งการรับรู้ของแต่ละโครงการก็มิได้มีความแตกต่างกันมากเหมือนกับการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง

ค่าเฉลี่ยของมูลค่าหุ้นที่ทำการเพิ่มทุน เมื่อทำการใส่ค่าLog เพื่อให้ค่าของข้อมูลมีความใกล้เคียงกันหรือมีการกระจายใกล้เคียงการกระจายแบบปกติ พบว่าค่าเฉลี่ยของมูลค่าหุ้นที่ทำการจำหน่ายแบบเฉพาะเจาะจงนั้นมีค่าใกล้เคียงกับมูลค่าหุ้นที่ทำการจำหน่ายให้แก่บุคคลทั่วไป โดยค่าเฉลี่ยมูลค่าหุ้นเพิ่มทุนที่ทำการจำหน่ายแบบเฉพาะเจาะจงจะมีค่าน้อยกว่าเพียงเล็กน้อย แต่เมื่อพิจารณาถึงความเบี่ยงเบนมาตรฐานพบว่ากรมูลค่าหุ้นเพิ่มทุนที่ทำการจำหน่ายแบบเฉพาะเจาะจงนั้นมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่มากกว่าการจำหน่ายหุ้นแบบขายให้กับบุคคลทั่วไป รวมถึงมีช่วงข้อมูลที่กว้างกว่าการจำหน่ายหุ้นให้กับบุคคลทั่วไป ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า การ

⁸ จากข้อมูลการประกาศการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงที่มีการกล่าวถึงผู้เข้ามาทำการซื้อหุ้นจำนวน 160 ตัวอย่าง

⁹ แสดงในภาคผนวก ก เรื่องอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบออกขายให้กับประชาชนทั่วไป

จำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงนั้นอาจทำได้ตั้งแต่ในระดับที่น้อย ถึงมาก แต่โดยมากนั้นจะเป็นในระดับที่มาก อาทิเช่นการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนเพื่อให้ผู้ลงทุนที่เข้ามาทำการซื้อหุ้นนั้นขยายขอบข่ายการดำเนินงาน หรือร่วมกันดำเนินงานกับบริษัทที่ทำการจำหน่ายหุ้น ต่างจากการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนให้กับบุคคลทั่วไปที่เป็นการจำหน่ายหุ้นได้ในระดับที่มาก และไม่ค่อยมีการผันผวน ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทที่ทำการจำหน่ายหุ้นแบบนี้มักต้องการเงินทุนจำนวนมาก จึงทำการระดมทุนจากประชาชนทั่วไป รวมถึงต้นทุนสูง จึงทำให้เวลาระดมทุนนิยมทำเป็นจำนวนมาก

เมื่อพิจารณาถึงสัดส่วนการออกหุ้นเพิ่มทุนพบว่า สัดส่วนการออกหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงโดยเฉลี่ยของหุ้นที่ทำการจำหน่ายแบบเฉพาะเจาะจงนั้นมีสัดส่วนที่สูงกว่าหุ้นที่ทำการจำหน่ายให้กับบุคคลทั่วไป รวมถึงมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานและ ช่วงของข้อมูลที่กว้างกว่าด้วย

ขนาดของกิจการที่ทำการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงโดยเฉลี่ยนั้น จะมีขนาดเล็กกว่าการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบขายให้กับบุคคลทั่วไปรวมถึงมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่น้อยกว่าและช่วงของข้อมูลที่แคบกว่าการจำหน่ายหุ้นให้กับบุคคลทั่วไป (ขนาดของกิจการในที่นี้คือ มูลค่าหุ้นทั้งหมดของกิจการตามราคาตลาด หาดด้วยมูลค่าหุ้นทั้งหมดในตลาด ณ วันนั้น) ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า การจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบออกขายให้บุคคลทั่วไปนั้น โดยมากต้องเป็นบริษัทที่ใหญ่ เนื่องจาก มีความมั่นคง น่าเชื่อถือ มีผลประกอบการที่ดีต่อเนื่อง รวมถึงต้องการเงินทุนจำนวนมาก ส่วนการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงนั้น ไม่ว่าจะบริษัทจะมีขนาดใหญ่หรือเล็ก ก็สามารถทำการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงได้

เมื่อทำการพิจารณาถึงข้อมูลที่ได้มีการเปรียบเทียบของการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงพบว่า อัตราส่วนลดจากราคาตลาดนั้นมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ -32.055 โดยมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 165.356 และเมื่อพิจารณาถึงค่าสูงสุดต่ำสุดพบว่ามีส่วนที่กว้างมาก ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าค่าอัตราส่วนลดจากราคาตลาดนั้นมีความผันผวนมาก ส่วนค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังทำการปรับส่วนลดแล้วนั้นพบว่ามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ -22.431 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 92.007 และมีช่วงของข้อมูลที่ค่อนข้างกว้าง และกว้างกว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ต่อมาเมื่อพิจารณาระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของนั้นมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 48.368 และมีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่มากคือเท่ากับ 20.601 ส่วนการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของของการเพิ่มทุนนั้นมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 7.047 โดยมีความผันผวนในการเปลี่ยนแปลงอย่างมาก ค่าการเปลี่ยนแปลงนั้นมีทั้งการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นและลดลง

แต่ทั้งนี้การศึกษาเกี่ยวกับลักษณะข้อมูลของการประกาศเพิ่มทุนแบบจำหน่ายให้กับบุคคลทั่วไปนั้นมีข้อบกพร่องเนื่องจากจำนวนข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษามีเพียง 7 ข้อมูล

ต่อจากนี้เมื่อเรามาพิจารณาถึงตัวอย่างข้อมูลของการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงพบว่า ข้อมูลเรานำมาใช้ในการศึกษานั้น โดยส่วนมากกระจายอยู่ในหลายอุตสาหกรรม โดยเน้นหนักที่กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ กลุ่มธนาคาร และกลุ่มบันเทิงและสันทนาการ ตามลำดับ ดังแสดงให้เห็นในตารางที่ 2

ตารางที่ 1

ลักษณะของข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษา

ตารางแสดงลักษณะข้อมูลที่นำมาใช้ศึกษาเรื่องการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง และแสดงการเปรียบเทียบถึงลักษณะของข้อมูลการจำหน่ายหุ้นแบบเฉพาะเจาะจง กับ ข้อมูลการเพิ่มทุนแบบขายให้กับบุคคลทั่วไป โดยข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลระหว่างวันที่ ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม 2541 จำนวน 70 ข้อมูล และ 7 ข้อมูล ตามลำดับ

	ค่าเฉลี่ย	ค่ากึ่งกลาง	ค่าเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	จำ นวน
การจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง						
อัตราส่วนลดจากราคาตลาด	-32.055	0.635	165.356	- 1,233.33	84.615	70
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (-10,-1)(%)	-6.863	-3.556	26.297	-143.331	32.544	70
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด	-22.431	-2.353	92.007	-602.423	78.209	69
มูลค่าหุ้นที่ทำการเพิ่มทุน(log)	8.017	8.271	1.310	1.000	11.267	70
มูลค่าหุ้นที่ทำการเพิ่มทุน(ล้านบาท)	3,238.78	186.61	22,078.11	10.000	185,000	70
มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามตลาด	2.063	1.020	4.226	-2.190	33.460	70
สัดส่วนการออกหุ้นเพิ่มทุน	0.198	0.124	0.200	0.000	0.842	70
ขนาดของกิจการ	0.005	0.002	0.011	0.000	0.056	70
ขนาดของกิจการ(ล้านบาท)	8,134.84	3,211.33	15,569.74	25.00	7,811.67	70
ระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของก่อนทำการ เพิ่มทุน	48.368	46.940	20.601	4.132	86.860	69
การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ	7.047	2.567	12.817	-11.296	49.032	63
การจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบออกขายให้กับบุคคลทั่วไป						
อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม(0,3)(%)	-7.759	-5.416	8.173	-25.368	-1.566	7
มูลค่าหุ้นที่ทำการเพิ่มทุน(ล้านบาท)	306.35	160	416.74	26.92	1,230	7
มูลค่าหุ้นที่ทำการเพิ่มทุน(log)	8.221	8.204	0.516	7.430	9.090	7
สัดส่วนการออกหุ้นเพิ่มทุน	0.160	0.120	0.156	0.020	0.470	7
ขนาดกิจการ	0.017	0.005	0.033	0.002	0.091	7
ขนาดกิจการ(ล้านบาท)	31,255.45	7,600	48,387.91	4,800	138,260	7

ตารางที่ 2

ตารางแสดงลักษณะข้อมูลจำแนกตามลักษณะอุตสาหกรรม

ลักษณะข้อมูลการประกาศจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง จำนวน 70 ตัวอย่าง ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2541 จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรม	จำนวน ตัวอย่าง	จำนวน บริษัท	อุตสาหกรรม	จำนวน ตัวอย่าง	จำนวน บริษัท
การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	2	2	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	5	4
การแพทย์	2	1	ยานพาหนะ	1	1
ขนส่ง	2	2	เยื่อกระดาษ และกระดาษ	2	2
เคมีภัณฑ์และพลาสติก	2	2	โรงแรมและบริการท่องเที่ยว	3	3
เงินทุนหลักทรัพย์	13	10	วัสดุก่อสร้างและตกแต่ง	1	1
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	1	1	สิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม	2	1
ธนาคาร	10	8	สื่อสาร	3	2
ธุรกิจการเกษตร	5	4	อาหารและเครื่องดื่ม	4	2
บันเทิงและสันทนาการ	10	4	เครื่องมือและเครื่องจักร	2	1

2. ผลการศึกษาลักษณะและจำนวนของนักลงทุนในการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง

เมื่อทำการศึกษาถึงลักษณะข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษา ได้ผลตามตารางที่ 3 ซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้ ในส่วนที่ 1 เป็นการแสดงลักษณะของนักลงทุน พบว่า จากบริษัทที่ทำการเพิ่มทุนจำนวน 70 บริษัทพบว่าเป็นบริษัทที่นักลงทุนเป็นชาวต่างประเทศจำนวน 34 ข้อมูล นอกจากนี้ยังพบว่าใน 70 ข้อมูลนั้นเป็นการเพิ่มทุนโดยสถาบันการเงินเข้ามาทำการลงทุนจำนวน 25 ราย และเป็นผู้บริหารเข้ามาทำการลงทุนจำนวน 8 ข้อมูล

ในส่วนที่ 2 เป็นการดูถึงจำนวนนักลงทุนที่เข้ามาทำการซื้อหุ้นแบบเฉพาะเจาะจงในการออกหุ้นเพิ่มทุนแต่ละครั้ง พบว่า จากข้อมูลจำนวน 70 ตัวอย่าง เป็นนักลงทุนรายเดียวจำนวน 28 ตัวอย่าง เป็นนักลงทุนหลายรายจำนวน 42 ตัวอย่างโดยแบ่งได้เป็น ช่วงตั้งแต่ 2-5 คน จำนวน 22 ตัวอย่าง 6-10 คน จำนวน 11 ตัวอย่าง 11-20 คน จำนวน 4 ตัวอย่าง มากกว่า 20 คน จำนวน 3 ตัวอย่าง และไม่สามารถระบุจำนวนคนได้จำนวน 2 ตัวอย่าง

ตารางที่ 3

ลักษณะ และจำนวนของนักลงทุนที่เข้ามาทำการซื้อหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง
 ตารางนี้แสดงถึงลักษณะตัวอย่างที่เรานำมาใช้ในการศึกษา โดยบอกถึงลักษณะของนักลงทุนและจำนวนนักลง
 ทุนที่เข้ามาทำการซื้อหุ้นแบบเฉพาะเจาะจง ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลการประกาศการจำหน่ายหุ้นเพิ่ม
 ทุนแบบเฉพาะเจาะจงระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ.25.9 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ.2541 จำนวน 70 ข้อมูล

ลักษณะของนักลงทุนที่เข้ามาทำการลงทุนแบบเฉพาะเจาะจง	
ลักษณะ	ความถี่
นักลงทุนชาวต่างประเทศ	34
นักลงทุนประเภทสถาบัน	25
ผู้บริหารเป็นผู้ลงทุน	8
จำนวนของนักลงทุนที่เข้ามาทำการลงทุนแบบเฉพาะเจาะจง	
จำนวนของนักลงทุน	ความถี่
นักลงทุนรายเดียว	28
นักลงทุนหลายราย	42
มากกว่า20	3
"11-20"	4
"6-10"	11
"2-5"	22
ไม่สามารถระบุได้	2

3.ศึกษาผลกระทบของการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงต่อโครงสร้างความเป็นเจ้าของ

หลังจากศึกษาถึงลักษณะข้อมูล แล้วทำการศึกษาถึงผลกระทบของการจำหน่ายหุ้นเพิ่ม
 ทุนแบบเฉพาะเจาะจงที่มีต่อโครงสร้างการความเป็นเจ้าของหรือโครงสร้างผู้ถือหุ้น แสดงผลในตา
 รางที่4 ข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาจำนวน 70 ตัวอย่างจากการประกาศการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน
 แบบเฉพาะเจาะจงตั้งแต่วันที่1มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31ธันวาคม พ.ศ. 2541 ซึ่งสามารถกล่าว
 ได้ว่า เมื่อดูโดยรวมแล้วการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงนั้นส่งผลให้โครงสร้างผู้ถือหุ้น
 นั้นมีการเปลี่ยนแปลงที่แตกต่างจากศูนย์ อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ99 แต่
 เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบแบ่งแยกตามกลุ่มข้อมูลย่อย สามารถสรุปได้ดังนี้

กลุ่มนักลงทุนรายเดียว กับ กลุ่มนักลงทุนหลายราย พบว่า ไม่ว่าจะเป็่นนักลง
 ทุนรายเดียวหรือมิใช่ นักลงทุนรายเดียว ก็จะก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นแตกต่างจาก

ศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ99 และร้อยละ90 ตามลำดับเช่นเดียวกัน เพียงแต่หากเป็นนักลงทุนรายเดียวจะก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญที่มากกว่า ส่วนเมื่อทำการเปรียบเทียบว่าการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นของการที่ผู้เข้ามาทำการลงทุนเป็นนักลงทุนคนเดียว หรือหลายรายไม่ได้มีความแตกต่างกันจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ แต่อย่างใด

กลุ่มนักลงทุนประเภทสถาบัน กับ กลุ่มนักลงทุนที่มีโซสถาบัน พบว่า การที่นักลงทุนประเภทสถาบันเข้ามาทำการลงทุนทำให้โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่หากเป็นนักลงทุนที่มีโซนักลงทุนประเภทสถาบันเข้ามาทำการลงทุน ส่งผลทำให้โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ99 ทั้งนี้การที่นักลงทุนที่มีโซสถาบันนั้นมีโอกาสความน่าจะเป็นที่จะมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มากกว่าการที่นักลงทุนประเภทสถาบันเข้ามาทำการลงทุนคาดว่าเนื่องมาจากการที่นักลงทุนประเภทสถาบันเข้ามาทำการลงทุนเพียงเพื่อกระจายความเสี่ยง หรือ เพื่อเก็งกำไร แต่ถ้าหากเป็นนักลงทุนประเภทอื่นทำการลงทุนเนื่องมาจาก ต้องการทำการซื้อกิจการ หรือต้องเข้าทำการร่วมลงทุน เลยก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อทำการเปรียบเทียบระหว่างการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นโดยเฉลี่ยของการเป็นนักลงทุนประเภทสถาบันกับมีโซสถาบันนั้นไม่ได้มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ90

กลุ่มนักลงทุนชาวต่างประเทศ กับนักลงทุนในประเทศ พบว่า ไม่ว่าจะนักลงทุนประเภทใดก็ก่อให้เกิด การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ95 และ99 เมื่อทำการเปรียบเทียบระหว่างการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นระหว่างนักลงทุนชาวต่างประเทศ กับในประเทศไม่ได้มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ90

กลุ่มนักลงทุนประเภทสถาบันต่างประเทศ กับประเทศสถาบันภายในประเทศ พบว่าทั้ง2กลุ่มไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ90 เมื่อพิจารณาถึงการเปรียบเทียบระหว่างการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ระหว่างนักลงทุนประเภทสถาบันภายในประเทศกับประเภทสถาบันต่างประเทศไม่มีค่าความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ90

ตารางที่ 4

โครงสร้างความเป็นเจ้าของของบริษัทที่ทำการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง ตารางนี้แสดงถึงค่าเฉลี่ยของโครงสร้างความเป็นเจ้าของของกลุ่มข้อมูลย่อยก่อนและหลังทำการเพิ่มทุน โดยโครงสร้างความเป็นเจ้าของหมายถึงจำนวนเปอร์เซ็นต์ของหุ้นที่คณะกรรมการ ผู้บริหาร และ ผู้ถือหุ้นของกิจการ มากกว่าร้อยละ 5 มีไว้ในครอบครอง เปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของโดยเฉลี่ยคำนวณ จากค่าเฉลี่ยของเปอร์เซ็นต์โครงสร้างความเป็นเจ้าของหลังการเพิ่มทุนหักเปอร์เซ็นต์โครงสร้างความเป็นเจ้าของ ก่อนทำการเพิ่มทุน ส่วนค่าความน่าจะเป็นในการปฏิเสธสมมติฐาน (p-value) ใช้วิธีการคำนวณแบบ Wilcoxon signed-ranked test โดยมีสมมติฐานว่าการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของมีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์ โดยข้อมูลที่น่านำมาใช้ในการศึกษามี 70 ข้อมูลอยู่ในช่วงระหว่าง 1 มกราคม พ.ศ.2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ.2541

	%โครงสร้างความเป็นเจ้าของก่อน เพิ่มทุน	%โครงสร้างความเป็นเจ้าของหลังทำ การประกาศเพิ่ม ทุน	การเปลี่ยนแปลง โครงสร้างความเป็น เจ้าของ	p-value ในการเปลี่ยน แปลงโครงสร้าง ความเป็นเจ้าของ	จำนวน
ส่วนที่ 1 ภาพรวม					
ข้อมูลทั้งหมด	48.368	56.633	8.265	0.000	63
ส่วนที่ 2 โครงสร้างความเป็นเจ้าของของกลุ่มข้อมูลย่อย					
นักลงทุนรายเดียว	50.912	58.214	7.1750	0.000	27
อื่นๆ	46.631	55.448	6.9510	0.053	36
	p-value สำหรับความแตกต่าง		0.4367		
นักลงทุนประเภทสถาบัน ¹⁰	41.181	50.608	8.8290	0.094	23
อื่นๆ	54.027	60.851	6.6320	0.000	37
	p-value สำหรับความแตกต่าง		0.4426		
นักลงทุนชาวต่างประเทศ ¹¹	43.331	51.325	6.4950	0.012	30
อื่นๆ	52.985	61.459	7.5480	0.004	33
	p-value สำหรับความแตกต่าง		0.4362		
นักลงทุนประเภทสถาบันต่างประเทศ	37.947	44.943	6.9960	0.281	15
นักลงทุนประเภทสถาบันในประเทศ	46.572	61.230	12.2650	0.263	8
	p-value สำหรับความแตกต่าง		0.8399		

¹⁰ นักลงทุนประเภทสถาบันในที่นี้ หมายถึง การที่นักลงทุนประเภทสถาบันการเงินเข้ามาทำการซื้อหุ้นมากกว่าร้อยละ 50

¹¹ นักลงทุนชาวต่างประเทศหมายถึง ในการเพิ่มทุนครั้งนั้นมีนักลงทุนชาวต่างประเทศเข้ามาทำการซื้อหุ้นมากกว่าร้อยละ 50

อัตราส่วนลดจากราคาตลาด

จากการศึกษาถึงเรื่องอัตราส่วนลดจากราคาตลาดนั้น พบว่าอัตราส่วนลดจากราคาตลาดมีค่าโดยเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ -32.055 (ดังแสดงในตารางที่ 1) โดยมีค่าอัตราส่วนลดจากราคาตลาดเป็นค่าบวกอยู่ร้อยละ 50 และเป็นลบอยู่ร้อยละ 50 เช่นเดียวกัน ซึ่งเป็นการแสดงให้เห็นว่าแทนที่บริษัทต้องเสียต้นทุนอันเนื่องมาจากการชดเชยต้นทุนในการประเมินกิจการของผู้ที่เข้ามาทำการเพิ่มทุน แต่กลับได้กำไรจากการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง และเมื่อได้มีการเปลี่ยนแปลงวันที่นำมาใช้ในการคำนวณหาอัตราส่วนลดจากราคาตลาด จากเดิมที่ใช้ราคาหุ้นหลังวันประกาศ 10 วัน เป็นวันต่างๆรอบวันประกาศ 10 วันก็พบว่าอัตราส่วนลดจากราคาตลาดโดยเฉลี่ยก็ยังคงมีค่าเป็นลบ¹² ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากสาเหตุดังต่อไปนี้

1) ราคาหุ้นตกในระหว่างช่วงเวลาที่ได้มีการทำการต่อรองกันกับช่วงเวลาทำการประกาศการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง¹³

2) การที่นักลงทุนเดิมที่ทำการถือหุ้นบริษัทในจำนวนหนึ่งอยู่แล้ว ต้องการหุ้นเพิ่มจึงยอมเสียเงินจำนวนมากในการที่จะทำให้ได้หุ้นมาเพื่อเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในกิจการนั้น¹⁴

ดังนั้นเราจะมาทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของอัตราส่วนลดจากราคาตลาดกับปัจจัยต่างๆมาเพื่อพิจารณาว่ามีปัจจัยใดบ้างที่มีความสัมพันธ์กับส่วนลดจากราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญ และมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางใด ซึ่งจากการศึกษาได้ผลดังต่อไปนี้

1. ผลการศึกษาลักษณะของข้อมูลตัวอย่างที่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนลดจากราคาตลาด

หลังจากที่ได้ทำการศึกษาถึงลักษณะข้อมูลตัวอย่างที่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนลดจากราคาตลาด อันเนื่องมาจากการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง โดยการหาความสัมพันธ์ 2 ตัวแปรระหว่างอัตราส่วนลดจากราคาตลาดกับตัวแปรอิสระตัวอื่นๆ ได้ผลการศึกษาดังสามารถแสดงได้ในตารางที่ 5 ซึ่งในส่วนของที่ 1 เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวแปร หรือปัจจัยที่มีค่าต่อเนื่อง

¹² แสดงผลการศึกษาอัตราส่วนลดจากราคาตลาด 10 วัน รอบวันประกาศ ในภาคผนวก ค (ตารางที่ ค.1 ,ค.2 และกราฟที่ ค.1)

¹³ แสดงในภาคผนวก ข เรื่องดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2538-2541 (กราฟที่ ข.1)

¹⁴ แสดงผลการศึกษาเรื่องลักษณะข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของอันเนื่องมาจากการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงในภาคผนวก ง (ตารางที่ ง.1)

กับอัตราส่วนลดจากราคาตลาด โดยใช้วิธีการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของลำดับที่ของสเปียร์แมนซึ่งได้ผลดังต่อไปนี้คือ

ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับขนาดของอัตราส่วนลดจากราคาตลาด อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เป็นค่าบวก ซึ่งหมายถึงเมื่อกิจการมีขนาดใหญ่ อัตราส่วนลดจากราคาตลาดจะมีค่ามาก ซึ่งไม่ตรงตามสมมติฐานที่ได้มีการคาดการณ์ไว้ว่าอัตราส่วนลดจากราคาตลาดจะมีค่าน้อยเมื่อกิจการมีขนาดใหญ่ เนื่องจากการรับรู้ข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้จัดการกับผู้ถือหุ้นจะน้อยเมื่อกิจการมีขนาดใหญ่ สาเหตุที่ตัวแปรดังกล่าวไม่เป็นไปตามสมมติฐานอาจเนื่องมาจาก ช่วงที่ทำการศึกษเป็นช่วงตลาดขาลง ทำให้ราคาหุ้นในตลาดนั้นตกลง ซึ่งราคาหุ้นในตลาดที่จะมีความผันผวนสูงเวลาตกก็ตกแรงมักจะ เป็นหุ้นขนาดเล็ก ดังนั้นหากช่วงเวลาหลังจากที่ได้มีการเจรจาต่อรอง ถึงช่วงเวลาทำการประกาศ เป็นช่วงเวลาหุ้นตก หุ้นของบริษัทที่มีขนาดเล็กก็จะทำให้เกิดอัตราส่วนลดจากราคาตลาดที่มักจะได้เป็นค่าลบ หรือได้กำไรจากจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง ต่างจากหุ้นขนาดใหญ่ ที่ความผันผวนของราคาน้อย ถึงแม้ตลาดตกราคาหุ้นอาจไม่ลดลง หรือบางที่อาจจะคงตัว จึงทำให้เกิดอัตราส่วนลดจากราคาตลาดที่ให้ผลค่าบวกหรือลบน้อยกว่า คือบริษัทจะต้องมีการชดเชยต้นทุนในการประเมินให้แก่ผู้ซื้อ ซึ่งทั้งหมดนี้สามารถสังเกตได้จากตารางที่ 5 ว่ายิ่งกิจการมีขนาดเล็ก ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนลดจากราคาตลาดนั้นยิ่งมีค่าเป็นลบเพิ่มมากขึ้น หรือมีกำไรจากการขายหุ้นเพิ่มทุนเพิ่มมากขึ้น นอกจากนี้ยังพบว่ากิจการที่มีขนาดปานกลางจะส่งผลให้อัตราส่วนลดจากราคาตลาด มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 ส่วนกิจการที่มีขนาดเล็กและใหญ่ค่าอัตราส่วนลดจากราคาตลาด จะมีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่ทั้งนี้เนื่องจากข้อมูลที่มีน้อยเกินไปอาจทำให้การทดสอบว่าค่าอัตราส่วนลดจากราคาตลาด ของกิจการที่มีขนาดเล็กและขนาดปานกลางอาจมีข้อผิดพลาดได้

ขนาดของสัดส่วนการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้น ไม่มีความสัมพันธ์ต่อขนาดของอัตราส่วนลดจากราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 รวมถึง ณ ขนาดของสัดส่วนการออกหุ้นต่างๆ กัน ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนลดจากราคาตลาดไม่ได้มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ

ขนาดของมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด ไม่มีความสัมพันธ์ต่อขนาดของอัตราส่วนลดจากราคาตลาด ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่บริษัทที่มีมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดที่มีค่ามากนั้น จะมีค่าอัตราส่วนลดจากราคาตลาดที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่ทั้งนี้บริษัทที่มีมูลค่าหุ้นตามราคา

บัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดที่ระดับน้อยและปานกลางไม่ได้มีค่าเฉลี่ยอัตราส่วนลดจากราคาตลาดที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่อย่างใด

ตารางที่ 5

การแสดงผลลักษณะของข้อมูลตัวอย่างที่ส่งผลกระทบต่ออัตราส่วนลดจากราคาตลาด อัตราส่วนลดจากราคาตลาดเป็นการวัดความสัมพันธ์ของราคาหุ้นหลังทำการประกาศ 10 วัน กับราคาหุ้นที่ทำการเพิ่มทุน ข้อมูลการประกาศการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงที่นำมาใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูล ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2541 จำนวน 70 ข้อมูล

	ช่วงมูลค่า	อัตราส่วนลดจากราคาตลาด(%)			จำนวน ข้อมูล
		ค่าเฉลี่ย	ค่าสัมประสิทธิ์ ¹⁵	p-value [†]	
<i>ส่วนที่ 1 ตัวแปรที่มีค่าต่อเนื่อง</i>					
ขนาดของกิจการ ¹⁶	<=0.000177	-233.389	0.311352	0.0087	6
	0.000177-0.00078	-67.328 ^{***}			13
	>0.00078	0.622			50
สัดส่วนการจำหน่ายหุ้น	<=0.06	-31.034	0.012791	0.9163	20
	0.06-0.23	0.196			26
	>0.23	-69.445			23
มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่า หุ้นตามราคาตลาด	<=0.6	5.623	-0.219136	0.0684	22
	0.6-1.6	-0.383			24
	>1.6	-102.782 ^{***}			23
มูลค่าหุ้นที่ทำการเพิ่มทุน (ล้านบาท)	<=50	-20.323	0.058144	0.6326	25
	50-360	-65.207			21
	>360	-15.048			23
ระดับโครงสร้างความเป็นเจ้า ของ	<=5%	-20.323	-0.070088	0.5676	1
	5%-25%	-65.207 [†]			7
	>25%	-15.048 ^{***}			61
ระดับโครงสร้างความเป็นเจ้า ของ	<=39%	3.900	-0.070088	0.5676	23
	39%-61%	-30.821 [†]			22
	>61%	-72.192			24
การเปลี่ยนแปลงระดับโครง สร้างความเป็นเจ้าของ	<=-0.15	-5.820	-0.026931	0.3404	21
	-0.15 - 6	-34.735			21
	>6	-69.737			21

¹⁵ แสดงถึงค่าสัมประสิทธิ์แสดงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร 2 ตัว โดยการใช้วิธีการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของลำดับที่ของสเปียร์แมน

¹⁶ ขนาดกิจการ มีค่าเท่ากับ มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด 30 วันก่อนทำการประกาศ ต่อมูลค่าตลาด ณ วันนั้น

ตารางที่4(ต่อ)

ช่วงมูลค่า	อัตราส่วนลดจากราคาตลาด(%)			จำนวน ข้อมูล
	ค่าเฉลี่ย	ค่าสัมประสิทธิ์ ¹²	p-value [†]	
ส่วนที่2 ตัวแปรงี้ (Dummy Variable)				
การประสบปัญหาทางการเงิน	-69.080		0.1180	32
อื่นๆ	-0.876			37
นักลงทุนรายเดียว	41.350 ^{**}		0.6688	28
อื่นๆ	-25.859			41
ผู้บริหารเป็นผู้ซื้อ	-18.998		0.0281	8
อื่นๆ	-39.442 ^{***}			60
นักลงทุนชาวต่างประเทศ	-6.060		0.1953	34
อื่นๆ	-56.606			35

*, **, *** แสดงถึงข้อมูลนี้มีค่าเฉลี่ยแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 95 และ 90 ตามลำดับ

[†] แสดงถึง p-value ในส่วนที่1คำนวณโดยใช้วิธีการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของลำดับที่ของสเปียร์แมน ส่วนค่า p-value ในส่วนที่2 คำนวณความแตกต่างระหว่างกลุ่มข้อมูล โดยใช้วิธี Two-tailed difference in means test

ขนาดของมูลค่าหุ้นที่ทำการเพิ่มทุนนั้นไม่ได้มีความสัมพันธ์กับขนาดของอัตราส่วนลดจากราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ขนาดของระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของก่อนทำการเพิ่มทุนนั้น ไม่ได้มีความสัมพันธ์ต่อขนาดอัตราส่วนลดจากราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่อย่างไรก็ตาม เมื่อแบ่งขนาดของระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของออกเป็น 3 ระดับตามการศึกษาของ Morck, Shleifer and Vishny จะพบว่า เมื่อโครงสร้างความเป็นเจ้าของอยู่ระดับปานกลาง (อยู่ระหว่างร้อยละ 5 ถึง ร้อยละ 25) และ มาก (มากกว่าร้อยละ 25) มูลค่าของอัตราส่วนลดจากราคาตลาดจะมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และ 90 ตามลำดับ แต่เนื่องจากการศึกษานี้มีข้อมูลเพียง 1 ข้อมูลที่มีโครงสร้างความเป็นเจ้าของอยู่ในระดับต่ำ (น้อยกว่า ร้อยละ 5) จึงไม่อาจสรุปได้ว่า ณ ระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่ต่ำนั้น ค่าของอัตราส่วนลดจากราคาตลาดจะมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ แต่เมื่อทำการแบ่งระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของจากข้อมูลที่มีอยู่ออกเป็น 3 ช่วงดังต่อไปนี้ คือ น้อยกว่าร้อยละ 39 อยู่ระหว่างร้อยละ 39 กับร้อยละ 61 และมากกว่า ร้อยละ 61 (ใช้หลักของเปอร์เซ็นต์ไทล์ในการแบ่งเกณฑ์) พบว่าเมื่อโครงสร้างความเป็นเจ้าของอยู่ในระดับปานกลาง (ร้อยละ 39 ถึงร้อยละ 61) อัตราส่วนลดจากราคาตลาดโดยเฉลี่ยจะมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

ขนาดของการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของไม่ได้มีความสัมพันธ์กับขนาดของอัตราส่วนลดจากราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 ต่อมาเมื่อทำการแบ่งระดับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นออกเป็น 3ระดับ อันได้แก่ น้อยกว่า-0.14 น้อยกว่า-0.14 ถึง 7 และ มากกว่า7 อัตราส่วนลดจากราคาตลาด ณ ระดับต่างๆที่ได้ทำการแบ่งนั้นมีค่าเฉลี่ยที่ไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญแต่อย่างใด

ส่วนที่2เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวแปร หรือปัจจัยบังชี้(dummy variable) กับอัตราส่วนลดจากราคาตลาด โดยใช้วิธี two-tailed difference in means เพื่อดูความแตกต่างกันของกลุ่มตัวแปรนั้น ซึ่งได้ผลดังต่อไปนี้คือ

การที่กิจการประสบปัญหาทางการเงินหรือไม่ ไม่ได้ส่งผลทำให้อัตราส่วนลดจากราคาตลาดมีความแตกต่างกันแต่อย่างใด หรืออาจกล่าวได้ว่าค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนลดจากราคาตลาดของบริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงิน หรือไม่ประสบปัญหาไม่ได้มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 นอกจากนี้หากพิจารณาถึงในแต่ละกลุ่มค่าอัตราส่วนลดจากราคาตลาดของกิจการที่ประสบปัญหาทางการเงินหรือไม่ประสบปัญหา ไม่ได้มีค่าอัตราส่วนลดจากราคาตลาดโดยเฉลี่ยที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

กลุ่มนักลงทุนที่เข้ามาทำการซื้อหุ้นเป็นนักลงทุนรายเดียว หรือหลายราย ก็ไม่ได้ทำให้ค่าอัตราส่วนลดจากราคาตลาด ของทั้ง2กลุ่ม มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่อย่างใด เมื่อพิจารณารายกลุ่มแล้วพบว่าการที่นักลงทุนที่เข้ามาซื้อหุ้นเป็นนักลงทุนรายเดียวนั้นทำให้ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนลดจากราคาตลาดมีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ส่วนการเป็นนักลงทุนหลายรายนั้น ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนลดจากราคาตลาดนั้นไม่ได้มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

การที่นักลงทุนเป็นผู้บริหารหรือมิใช่ผู้บริหาร นั้นส่งผลทำให้ค่าอัตราส่วนลดจากราคาตลาดมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ95 โดยเมื่อพิจารณาแต่ละกลุ่มตัวอย่างพบว่าการที่นักลงทุนเป็นผู้บริหารไม่ได้ส่งผลทำให้อัตราส่วนลดจากราคาตลาดมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90แต่อย่างใด แต่ถ้าเป็นนักลงทุนที่มิใช่ผู้บริหารจะส่งผลทำให้ค่าอัตราส่วนลดจากราคาตลาดมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90แต่ทั้งนี้เนื่องจากข้อมูลที่ของการเพิ่มทุนที่ผู้บริหารเป็นผู้ซื้อ มีเพียงแค่ 8ข้อมูลอาจทำให้ผลที่ได้จากวิเคราะห์เกิดความผิดพลาดได้

การที่นักลงทุนที่เข้ามาทำการซื้อหุ้นเป็นชาวต่างประเทศหรือเป็นนักลงทุนภายในประเทศนั้นไม่ได้ส่งผลทำให้อัตราส่วนลดจากราคาตลาดมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่อย่างใด เมื่อพิจารณาแต่ละกลุ่มพบว่า อัตราส่วนลดจากราคาตลาดของแต่ละกลุ่มตัวอย่าง ทั้ง 2 กลุ่มตัวอย่างไม่ได้มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญแต่อย่างใด

2. ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยต่างๆ ที่มีต่ออัตราส่วนลดจากราคาตลาด

เมื่อทำการวิเคราะห์ความถดถอยของอัตราส่วนลดจากราคาตลาด อันเนื่องมาจากการออกหุ้นแบบเฉพาะเจาะจงโดยใช้วิธีของ White-corrected standard errors เพื่อศึกษาถึงปัจจัยต่างๆ ที่ส่งผลถึงอัตราส่วนลดจากราคาตลาด โดยอัตราส่วนลดจากราคาตลาดแสดงถึงต้นทุนทางด้านข้อมูลในการประเมินบริษัทอันเนื่องมาจากการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง ซึ่งจากการศึกษาได้ผลดังแสดงในตารางที่ 6 และสามารถอธิบายได้ดังต่อไปนี้

มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามตลาด มีความสัมพันธ์ต่ออัตราส่วนลดจากราคาตลาด โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และมีทิศทางความสัมพันธ์ที่เป็นไปในทิศทางตรงข้ามกัน ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่คาดไว้ว่า การที่มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดสูง แสดงถึงบริษัทนั้นมีสินทรัพย์ที่จับต้องไม่ได้เป็นจำนวนมาก ดังนั้นการประเมินจะทำได้ยาก จึงทำให้อัตราส่วนลดจากราคาตลาดมีค่าที่สูง นอกจากนี้อัตราส่วนลดจากราคาตลาดยังมีความสัมพันธ์กับการที่ผู้บริหารเป็นผู้ซื้อ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่มีทิศทางความสัมพันธ์ที่เป็นไปในทิศทางเดียวกัน ซึ่งแตกต่างจากสมมติฐานที่ได้มีการคาดไว้ว่า หากผู้จัดการเป็นผู้ซื้อย่อมรู้เกี่ยวกับมูลค่าบริษัท ดังนั้นต้นทุนในการประเมินค่าหรือในที่นี้แทนด้วยอัตราส่วนลดจากราคาตลาดควรจะมีค่าต่ำ ส่วนการที่ทิศทางความสัมพันธ์ไม่ได้เป็นอย่างที่คาดไว้ อาจเนื่องมาจากอัตราส่วนลดจากราคาตลาดมีการสะท้อนการชดเชยอันเนื่องมาจากผู้จัดการทำการซื้อและขายให้กับตนเอง (Hertzel and Smith, 1993) ส่วนตัวแปรอื่น ๆ นั้น ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยนั้นไม่ได้มีความแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ โดยตัวแปรที่มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นไปตามที่ได้คาดไว้ในสมมติฐานได้แก่นักลงทุนรายเดียว ซึ่งเมื่อเป็นนักลงทุนรายเดียวค่าอัตราส่วนลดจากราคาตลาดจะมีค่าน้อย (เครื่องหมายเป็นลบ) เนื่องจากการขายหุ้นให้กับนักลงทุนเพียงรายเดียวต้นทุนในเรื่องการกระจายข่าวสารหรือข้อมูลน้อยกว่าการขายหุ้นให้กับนักลงทุนหลายราย แต่เนื่องจากสัมประสิทธิ์ความถดถอยมีค่าไม่ได้มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นเครื่องหมายหรือทิศทางความสัมพันธ์จึงไม่สามารถบอกได้อย่างชัดเจนและแม่นยำ ส่วนตัวแปรอื่นๆ ที่เหลือเนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยไม่ได้มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่าง

มีนัยสำคัญเช่นเดียวกัน ดังนั้นจึงไม่สามารถแสดงถึงความสัมพันธ์ที่มีต่ออัตราส่วนลดจากราคาตลาดได้อย่างชัดเจน

ตารางที่ 6

การวิเคราะห์ความถดถอยของอัตราส่วนลดจากราคาตลาดอันเนื่องมาจากการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง(Cross-Sectional Regression)

กำหนดให้อัตราส่วนลดจากราคาตลาดเป็นตัวแปรตาม ซึ่งวัดจากความสัมพันธ์ของราคาหุ้นหลังจากทำการประกาศการจำหน่ายหุ้น 10 วัน และ ราคาหุ้นที่ทำการจำหน่าย โดยค่า p-value คำนวณจากวิธี White-corrected standard errors ซึ่งข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลการประกาศการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงในช่วงวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2541 จำนวน 69 ตัวอย่าง

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมายที่คาดหวัง	ค่าสัมประสิทธิ์	p-value
ค่าคงที่(C)		-0.828118	0.5068
สัดส่วนการจำหน่ายหุ้น	(+)	-0.059214	0.9251
การประสบปัญหาทางการเงิน	(+)	-0.314322	0.211
มูลค่าหุ้นตามราคาบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด	(-)	-0.327996	0
มูลค่าหุ้นที่ทำการจำหน่าย	(-)	0.170868	0.3071
นักลงทุนรายเดียว	(-)	-0.26441	0.1618
ผู้บริหารเป็นผู้ซื้อ	(-)	0.688975	0.0885
ค่าสถิติ (F-statistic)			0
Adjusted R-squared			0.723

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดนั้น เป็นตัวแทนที่แสดงถึงผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นเดิมได้รับ โดยผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นเดิมได้รับนั้นมาจากการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมาทำการปรับด้วยต้นทุนที่มีต่อผู้ถือหุ้นเดิมอันเกิดเนื่องมาจากการออกหุ้นแบบเฉพาะเจาะจง ซึ่งเราจะมาทำการศึกษาว่าปัจจัยใดบ้างมีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดนั้น ซึ่งขั้นตอนการศึกษามีดังต่อไปนี้

1. ผลการศึกษาหาช่วงเวลาที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ(Abnormal Return)

ศึกษาช่วงเวลาที่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยใช้วิธีแบบจำลองตลาด (Market Model) จากข้อมูล จำนวน 70 ตัวอย่าง ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2541 โดยในการศึกษาได้ทำการกำหนดว่าวันที่ประกาศถึงผู้ทำการเพิ่มทุน เป็นวันประกาศที่ใช้ใน

การศึกษา (Announcement date) นอกจากนี้ยังได้ทำการกำหนดช่วงเวลาตั้งแต่ 15 ถึง 75 วัน ก่อนทำการประกาศ (-75,-15) เป็นช่วงเวลาที่ใช้ในการหาแบบจำลองตลาด และได้กำหนดช่วงเวลา 15 วันก่อนและหลังการประกาศ(-15,15) เป็นช่วงระยะเวลาในการศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ

จากการศึกษาได้ผลดังที่ได้ปรากฏในตารางที่ 7 ซึ่งสามารถกล่าวโดยสรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกัน มีนัยสำคัญในวันก่อนทำการประกาศ 6 วัน(-6) 3 วัน(-3) และ หลังวันประกาศ 11 วัน(11) โดยมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกันเป็นไปในทางลบ โดยทั้งนี้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติที่เกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญมากที่สุดนั้นเกิดขึ้น ณ.ก่อนทำการประกาศ เป็นระยะเวลา 6 วันหรือ(-6) ($Z = -2.226$) มีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกันเท่ากับ -0.274 ส่วนที่มีระดับนัยสำคัญรองลงมาคือ ณ. ก่อนวันประกาศ 3 วัน(-3) ($Z = -1.849$) ซึ่งมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกันเท่ากับ -0.226 และ ณ. หลังวันประกาศ 11 วัน(11) ($Z = 1.806$) ซึ่งมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกันเท่ากับ 0.221 ตามลำดับ โดยทั้งนี้คาดว่ากรณีที่ผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่ามาตรฐานเดียวกันก่อนวันประกาศมีนัยสำคัญมีสาเหตุเนื่องมาจากการรั่วไหลของข่าวออกมาก่อน ส่วนการที่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังวันประกาศเกิดขึ้นได้อย่างมีนัยสำคัญอาจเนื่องมาจากการรับรู้ข่าวสารที่แน่นอน รวมถึงอาจมีการชำระเงินเพิ่มทุนเกิดขึ้นจริง ส่วนการที่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีค่าออกมาเป็นลบ คาดว่าเนื่องมาจากสาเหตุต่างๆดังต่อไปนี้

- 1) ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษานั้น เป็นช่วงที่ตลาดหลักทรัพย์อยู่ในขาลง ดังนั้นเมื่อทำการออกหุ้นเพิ่มทุนยิ่งเป็นการทำให้ราคาหุ้นยังมีค่าลดลง
- 2) นักลงทุนอาจคาดการณ์ถึงผลที่ได้ที่ได้จากการเพิ่มทุนนั้น น้อยกว่าผลเสียที่เกิดจากการผลกระทบของการเพิ่มทุน ดังนั้นเมื่อทำการออกหุ้นเพิ่มทุนจึงทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีค่าเป็นลบ

ตารางที่ 7

อัตราผลตอบแทนผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกัน

รอบวันประกาศจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกัน คำนวณโดยใช้วิธีแบบจำลองตลาด (Market Model) ในการหาค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ ซึ่งข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาคือข้อมูลการประกาศเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง จำนวน 70 ตัวอย่าง ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2541 โดยในการศึกษาได้ทำการกำหนดให้วันที่ทำการประกาศถึงผู้ทำการเพิ่มทุน เป็นวันประกาศที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งในที่นี้คือวันที่ศูนย์

ระยะเวลารอบวันประกาศ						
วันที่	-15	-14	-13	-12	-11	-10
ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกัน	-0.122	-0.079	0.149	0.008	-0.006	-0.179
Z	-0.993	-0.643	1.211	0.064	-0.046	-1.458
% ข้อมูลที่มีค่าเป็นลบ	61.429	54.286	45.714	48.571	57.143	61.429
วันที่	-9	-8	-7	-6	-5	
ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกัน	0.051	-0.156	-0.067	-0.274	0.081	
Z	0.418	-1.268	-0.544	-2.226	0.659	
% ข้อมูลที่มีค่าเป็นลบ	67.143	55.714	50.000	60.000	50.000	
วันที่	-4	-3	-2	-1	0	
ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกัน	-0.057	-0.23	-0.058	-0.028	0.045	
Z	-0.461	-1.849	-0.479	-0.229	0.365	
% ข้อมูลที่มีค่าเป็นลบ	57.143	62.857	50.000	54.286	52.857	
วันที่	1	2	3	4	5	
ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกัน	-0.020	-0.001	0.155	0.009	-0.165	
Z	-0.165	-0.004	1.270	0.077	-1.351	
% ข้อมูลที่มีค่าเป็นลบ	51.429	51.429	44.286	52.857	64.286	
วันที่	6	7	8	9	10	
ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกัน	0.002	-0.083	0.065	-0.002	-0.069	
Z	0.013	-0.676	0.534	-0.013	-0.562	
% ข้อมูลที่มีค่าเป็นลบ	47.143	47.143	45.714	51.429	47.143	
วันที่	11	12	13	14	15	
ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกัน	0.221	-0.042	0.015	-0.002	0.025	
Z	1.806	-0.341	0.121	-0.018	0.202	
% ข้อมูลที่มีค่าเป็นลบ	45.714	48.571	45.714	50.000	50.000	

*, ** แสดงถึงข้อมูลนี้มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% และ 90% ตามลำดับ

จากนี้เราจะทำการศึกษาลักษณะอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกัน เพื่อนำไปใช้ในการศึกษาต่อไป ในงานของ Michael Hertz and Richard L. Smith ที่ได้ทำการศึกษาเรื่อง อัตราส่วนลดจากราคาตลาดและอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับจากการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงในประเทศสหรัฐอเมริกา ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม ค.ศ. 1980 ถึง 31 พฤษภาคม ค.ศ. 1987 จำนวน 106 ตัวอย่าง พบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมที่มีนัยสำคัญ และได้นำมาศึกษาคือ ช่วงระยะเวลา 4 วัน โดยเป็นระยะเวลาก่อนทำการประกาศ 3 วันจนถึงวันประกาศ (-3,0) โดยมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมไปในทางบวกเท่ากับ 1.72 ($Z=2.30$) นอกจากนี้ยังมีงานศึกษาของ Wruck ที่ทำการศึกษาถึงเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างราคากับการเปลี่ยนแปลงในการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้บริหารในกรณีการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงในประเทศสหรัฐอเมริกาตั้งแต่วันที่ 1 กรกฎาคม ค.ศ. 1979 ถึง 31 ธันวาคม ค.ศ. 1985 จำนวน 99 ตัวอย่างก็พบว่าก่อนทำการประกาศการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง 3 วัน ถึงวันประกาศ (-3,0) อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าเท่ากับ 0.0441 ซึ่งมีนัยสำคัญ และได้นำช่วงนี้มาใช้ในการศึกษา แต่ทั้งนี้ในการศึกษาเรื่องการเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2541 จำนวน 70 ตัวอย่าง พบว่า ช่วงก่อนทำการประกาศ 3 วัน จนถึงวันประกาศนั้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกันสะสมนั้นแตกต่างจากศูนย์อย่างไม่มีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 ($Z=-1.096$)

ในการศึกษาเรื่องอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของการประกาศเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ผลดังแสดงในตารางที่ 8 ซึ่งสามารถกล่าวโดยสรุปได้ว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมนั้นมีนัยสำคัญอยู่ 7 ช่วงด้วยกัน แต่มีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกันสะสม ไปในทางลบ คือ ก่อนวันประกาศ 10 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วัน (-10,-1) ก่อนวันประกาศ 10 วัน ถึงวันประกาศ (-10,0) ก่อนวันประกาศ 10วันถึงหลังวันประกาศ (-10,1) ก่อนวันประกาศ 10วันถึงหลังวันประกาศ 10 วัน (-10,10) ก่อนวันประกาศ 7 วันถึงก่อนวันประกาศ 1วัน (-7,-1) ก่อนวันประกาศ 7วันถึงวันประกาศ (-7,0) และ ก่อนวันประกาศ 7วันถึงหลังวันประกาศ 1วัน (-7,1) โดยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกันสะสมก่อนวันประกาศ 10วันถึงก่อนวันประกาศ 1วัน (-10,-1) มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 มากที่สุด ($Z= -2.441$) และมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกันสะสม เท่ากับ -0.300 รองลงมาเป็นอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกันสะสมก่อนวันประกาศ 10วันถึงหลังวันประกาศ 1วัน (-10,1) ($Z=-2.222$) ซึ่ง

มีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกันสะสมเท่ากับ -0.273 ดังนั้นในการศึกษาเรื่องอัตราส่วนลดจากราคาตลาดและอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับจากการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นจะใช้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกันสะสมในช่วงเวลาก่อนวันประกาศ 10 วันถึงก่อนวันประกาศ 1 วัน(-10,-1)ในการศึกษา เนื่องจากมีค่าเฉลี่ยสำคัญที่สุด ซึ่งสามารถแสดงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเป็นเปอร์เซ็นต์ได้ดังในตารางที่ 9

ตารางที่ 8

อัตราผลตอบแทนผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกันสะสม รอบวันประกาศจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง

อัตราผลตอบแทนผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกันสะสม คำนวณโดยใช้วิธีแบบจำลองตลาดในการหาสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ ซึ่งข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาคือข้อมูลการประกาศจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง จำนวน 70 ตัวอย่าง ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2541 โดยในการศึกษากำหนดให้วันที่ทำการประกาศถึงผู้ทำการเพิ่มทุนเป็นวันประกาศที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งในที่นี้คือวันที่ 0

ช่วงระยะเวลา	{-10,-1}	{-10,0}	{-10,1}	{-1,0}	{0,1}
ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกัน	-0.300 [*]	-0.265 ^{**}	-0.273 ^{**}	0.012	0.017
Z	-2.441	-2.156	-2.222	0.096	0.142
%ข้อมูลที่มีค่าเป็นลบ	65.714	60.000	58.571	52.857	55.714
ช่วงระยะเวลา	{-10,10}	{-7,-1}	{-7,0}	{-7,1}	{-7,10}
ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกัน	-0.216 ^{**}	-0.252 ^{**}	-0.211 ^{**}	-0.221 ^{**}	-0.166
Z	-1.757	-2.045	-1.712	-1.797	-1.353
%ข้อมูลที่มีค่าเป็นลบ	58.571	64.286	60.000	54.286	55.714
ช่วงระยะเวลา	{-1,1}	{-3,0}	{-3,3}	{-5,5}	
ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนผิดปกติหลังปรับให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานเดียวกัน	-0.002	-0.134	-0.050	-0.089	
Z	-0.017	-1.096	-0.412	-0.725	
%ข้อมูลที่มีค่าเป็นลบ	52.857	60.000	55.714	54.286	

*, **, *** แสดงถึงข้อมูลนี้มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 95 และ 90

ตารางที่ 9

อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม รอบวันประกาศจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง
อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม คำนวณโดยใช้วิธีแบบจำลองตลาด ในการหาสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์ ซึ่งข้อมูล
ที่นำมาใช้ในการศึกษาคือข้อมูลการประกาศจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง จำนวน 70 ตัวอย่าง ตั้ง
แต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2541 โดยในการศึกษากำหนดให้วันที่ทำการประกาศถึงผู้
ทำการเพิ่มทุนเป็นวันประกาศที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งในที่นี้คือวันที่ 0

ช่วงระยะเวลารอบๆวันประกาศ(วันที่0)							
ช่วงระยะเวลา	{-10,-1}	{-10,0}	{-10,1}	{-1,0}	{0,1}	{-10,10}	{-7,-1}
ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม(%)	-6.863 [*]	-5.563 ^{**}	-5.121 ^{**}	0.390	1.742	-5.282 ^{**}	-5.247 ^{**}
z	-2.441	-2.156	-2.222	0.096	0.142	-1.757	-2.045
%ข้อมูลที่มีค่าเป็นลบ	67.143	57.143	55.714	51.429	45.714	54.286	67.143
ช่วงระยะเวลารอบๆวันประกาศ(วันที่0)							
ช่วงระยะเวลา	{-7,0}	{-7,1}	{-7,10}	{-1,1}	{-3,0}	{-3,3}	{-5,5}
ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสม(%)	-3.947 ^{***}	-3.505 ^{***}	-3.666	0.832	-1.326	-1.352	-3.215
z	-1.712	-1.797	-1.353	-0.017	-1.096	-0.412	-0.725
%ข้อมูลที่มีค่าเป็นลบ	62.857	55.714	54.286	50.000	61.429	52.851	50.000

*, **, *** แสดงถึงข้อมูลนี้มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 99 95 และ 90

2.ผลการศึกษาลักษณะของข้อมูลตัวอย่างที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด

หลังจากที่ได้ทำการศึกษาถึงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมแล้ว จึงจะมาหาความสัมพันธ์ 2ตัวแปรระหว่างอัตราส่วนลดจากราคาตลาดกับตัวแปรอิสระตัวอื่นๆ ได้ผลการศึกษาดัง
สามารถแสดงได้ในตารางที่ 10 ซึ่งในส่วนของที่ 1 เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวแปร หรือ
ปัจจัยที่มีค่าต่อเนื่อง กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยใช้วิธีการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์
ของลำดับที่ของสเปียร์แมน ซึ่งสามารถสรุปผลได้ดังต่อไปนี้คือ

ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับขนาดของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลัง
ปรับส่วนลดอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์เป็น
ค่าบวก ซึ่งหมายถึงเมื่อกิจการมีขนาดใหญ่ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด จะมีค่า
มาก ซึ่งไม่ตรงตามสมมติฐานที่ได้มีการคาดการณ์ไว้ว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วน
ลดจะมีค่าน้อยเมื่อกิจการมีขนาดใหญ่เนื่องจากการรับรู้ข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันระหว่างผู้จัดการ
กับผู้ถือหุ้นจะน้อยเมื่อกิจการมีขนาดใหญ่ สาเหตุที่ตัวแปรดังกล่าวไม่เป็นไปตามสมมติฐานอาจ
เนื่องมาจากอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดแล้วมีค่าเป็นลบร้อยละ 66.66 ทั้งนี้เนื่อง

มาจากอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าเป็นลบจำนวนร้อยละ 67.14 (ตารางที่ 9) จึงทำให้เมื่อกิจการที่มีขนาดใหญ่มีการรับรู้ข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันน้อย อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดแล้วมีค่าเป็นลบน้อย ส่วนบริษัทที่มีขนาดเล็กมีค่าเป็นลบมาก จากที่ได้กล่าวมานั้นส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดมีความสัมพันธ์กับขนาดของกิจการในทิศทางเดียวกันนอกจากนี้ยังพบว่ากิจการที่มีขนาดปานกลางจะส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ส่วนกิจการที่มีขนาดเล็กและใหญ่ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดจะมีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 ซึ่งทั้งนี้อาจเนื่องมาจากข้อมูลที่มีน้อยเกินไปซึ่งอาจก่อให้เกิดความผิดพลาดในการทดสอบได้ในส่วนของกิจการที่มีขนาดเล็กและขนาดปานกลาง

ขนาดของสัดส่วนการจำหน่ายหุ้นนั้นไม่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่บริษัทที่มีขนาดของสัดส่วนที่ทำการออกหุ้นขนาดใหญ่มีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ขนาดของมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด มีความสัมพันธ์ต่อขนาดของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 โดยมีทิศทางความสัมพันธ์ไปในทางตรงกันข้าม ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ได้มีการคาดการณ์ไว้ว่า เมื่อมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดนั้นมีค่าน้อย อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจะมีค่ามาก เนื่องจากมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดนั้นมีค่าน้อย แสดงให้เห็นโอกาสในการลงทุนที่สูง ดังนั้นเป็นการส่งสัญญาณที่ดีให้แก่ตลาด จึงทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดมีค่ามาก นอกจากนี้บริษัทที่มีมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดที่มีค่ามากนั้นจะมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดที่มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 แต่ทั้งนี้บริษัทที่มีมูลค่าหุ้นตามราคาบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดที่ระดับน้อยและปานกลางไม่ได้มีค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่อย่างใด

ขนาดของมูลค่าหุ้นที่ทำการเพิ่มทุนนั้นไม่ได้มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ขนาดของระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของ มีความสัมพันธ์ต่อขนาดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าเป็นลบซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ สมมติฐานได้มีการกล่าวไว้

ว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดจะมีค่ามาก เมื่อระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของมากเนื่องจากการตรวจสอบที่ดีขึ้น แต่ทั้งนี้จากการที่ผลการศึกษาไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ อาจเนื่องมาจากเหตุผลดังต่อไปนี้คือ เมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ การที่มีระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่ต่ำจะส่งผลทำให้มีสภาพคล่องตัวที่มากกว่าการมีระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่สูงต่างจากกิจการขนาดเล็ก กิจการที่มีขนาดเล็กที่มีความต้องการเงินลงทุนสูง การมีระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มากขึ้นทำให้กิจการมีเงินทุนมากขึ้น ดังนั้นจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาบริษัทโดยส่วนใหญ่มีขนาดอยู่ในระดับกลางและเล็ก(ตารางที่ 10) ดังนั้นเมื่อระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของเพิ่มมากขึ้นจะส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดมีค่าลดลงส่งผลให้มีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้าม นอกจากนี้อาจเนื่องมาจากการที่กิจการมีระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่สูงส่งผลทำให้การเข้าซื้อกิจการเป็นไปได้ยากขึ้น และถ้าหากจะเข้าซื้อกิจการต้องเสียต้นทุนที่สูงมากขึ้น นอกจากนี้เมื่อแบ่งขนาดของระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของออกเป็น 3 ระดับตามการศึกษาของ Morck, Shleifer and Vishny จะพบว่า เมื่อโครงสร้างความเป็นเจ้าของอยู่ระดับปานกลาง (อยู่ระหว่างร้อยละ 5 ถึง ร้อยละ 25) และ มาก (มากกว่าร้อยละ 25) มูลค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดนั้นจะมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 เมื่อโครงสร้างความเป็นเจ้าของอยู่ในระดับสูง(มากกว่าร้อยละ 25) แต่เนื่องจากการศึกษานี้มีข้อมูลเพียง 1 ข้อมูลที่มีโครงสร้างความเป็นเจ้าของอยู่ในระดับต่ำ(น้อยกว่าร้อยละ 5) จึงไม่อาจสรุปได้ว่า ณ ระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่ต่ำนั้น ค่าของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด จะมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ แต่เมื่อทำการแบ่งระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของจากข้อมูลที่มีอยู่ โดยแบ่งออกเป็น 3 ช่วงดังต่อไปนี้ คือ น้อยกว่าร้อยละ 39 อยู่ระหว่างร้อยละ 39 กับร้อยละ 61 และมากกว่า ร้อยละ 61 (ใช้หลักของเปอร์เซ็นต์ไทล์ในการแบ่งเกณฑ์) พบว่าเมื่อโครงสร้างความเป็นเจ้าของอยู่ในระดับปานกลาง (ร้อยละ 39 ถึงร้อยละ 51) ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

ขนาดของการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ มีความสัมพันธ์กับขนาดของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีเป็นค่าลบ ซึ่งหมายถึงเมื่อโครงสร้างความเป็นเจ้าของมีการเปลี่ยนแปลงมาก อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดจะมีค่าน้อย ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากเหตุผลที่ได้กล่าวไว้แล้วในเรื่องของระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของและอาจเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงนี้ลดความเป็นไปได้ในการเข้าซื้อกิจการ ต่อมาเมื่อทำการแบ่งระดับการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นออกเป็น 3 ระดับ อันได้แก่ น้อยกว่า-0.15 ระหว่าง

0.15 ถึง 7 และ มากกว่า 7 พบว่า ณ การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นอยู่ระหว่าง-0.15ถึง 7 และ มากกว่า 7 นั้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดนั้นมีค่าเฉลี่ยแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 และ 90ตามลำดับ

ส่วนที่ 2 เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง ตัวแปร หรือปัจจัยบังชี้ (dummy variable) กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดโดยใช้วิธี two-tailed difference in means เพื่อดูความแตกต่างกันของกลุ่มตัวแปรนั้น ซึ่งได้ผลดังต่อไปนี้คือ

การที่กิจการประสบปัญหาทางการเงินหรือไม่ ไม่ได้ส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดมีความแตกต่างกันแต่อย่างใด หรืออาจกล่าวได้ว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด ของบริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงิน หรือไม่ประสบปัญหาไม่ได้มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 นอกจากนี้หากพิจารณาถึงในแต่ละกลุ่มค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดของกิจการที่ประสบปัญหาทางการเงินหรือไม่ประสบปัญหา ไม่ได้มีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

การเข้ามาทำการลงทุนโดยนักลงทุนรายเดียว หรือหลายราย ก็ได้ไม่ได้ทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดของทั้ง 2 กลุ่ม มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่อย่างใด เมื่อพิจารณารายกลุ่มแล้วพบว่า การที่นักลงทุนที่เข้ามาซื้อหุ้นเป็นนักลงทุนรายเดียวนั้นไม่ได้ทำให้ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90

การที่นักลงทุนเป็นผู้บริหารหรือมิใช่ผู้บริหาร นั้นไม่ได้ส่งผลทำให้ค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่อย่างใด เมื่อพิจารณาแต่ละกลุ่มตัวอย่างพบว่า การที่นักลงทุนเป็นผู้บริหารไม่ได้ส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่อย่างใด แต่ถ้าเป็นนักลงทุนที่มิใช่ผู้บริหารจะส่งผลทำให้ค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 แต่ทั้งนี้เนื่องจากข้อมูลที่ของการเพิ่มทุนที่ผู้บริหารเป็นผู้ซื้อ มีเพียงแค่ 8 ข้อมูลอาจทำให้ผลที่ได้จากวิเคราะห์เกิดความผิดพลาดได้

ตารางที่ 10

การแสดงลักษณะของข้อมูลตัวอย่างที่ส่งผลกระทบ

ต่อ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด

อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด เป็นการวัดผลของการประกาศในช่วงก่อนทำการประกาศ 10 วันถึงก่อนทำการประกาศ 1 วัน ข้อมูลการประกาศการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงที่นำมาใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูล ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2541 จำนวน 70 ข้อมูล

	ช่วงมูลค่า	อัตราผลตอบแทนผิดปกติหลังปรับส่วนลด(%)			จำนวนข้อมูล
		ค่าเฉลี่ย	ค่าสัมประสิทธิ์	p-value [†]	
<i>ส่วนที่ 1 ตัวแปรที่มีค่าต่อเนื่อง</i>					
ขนาดของกิจการ	<=0.000177	-124.9780	0.3345	0.0050	6
	0.000177-0.00078	-30.0130 ^{**}			13
	>0.00078	-8.1540			50
สัดส่วนการจำหน่ายหุ้น	<=0.06	-10.4910	-0.0242	0.8434	20
	0.06-0.23	-1.5790			26
	>0.23	-56.3860 ^{***}			23
มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด	<=0.6	2.9534	-0.2315	0.0557	22
	0.6-1.6	-4.0650			24
	>1.6	-65.8770 ^{**}			23
มูลค่าหุ้นที่ทำการจำหน่าย	<=50	-9.1990	0.0909	0.4574	25
	50-360	-36.2710			21
	>360	-24.1780			23
ระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของ	<=5%	42.090	-0.2989	0.0133	1
	5%-25%	-1.040			7
	>25%	-27.025 ^{**}			61
ระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของ	<=39%	1.500	-0.2989	0.0133	23
	39%-61%	-34.254 ^{***}			22
	>61%	-37.739			24
การเปลี่ยนแปลงระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของ	<=-0.15	3.359	-0.3687	0.0032	21
	-6.14	-14.128 ^{**}			21
	>6	-66.090 ^{***}			21

ตารางที่10(ต่อ)

ส่วนที่2 ตัวแปรบังชี้ (Dummy Variable)			
การประสบปัญหาทางการเงิน	-35.4120	0.2985	32
อื่นๆ	-11.2050		37
นักลงทุนรายเดียว	-32.1450	0.4617	28
อื่นๆ	-15.7970		41
ผู้บริหารเป็นผู้ซื้อ	-3.8140	0.1037	8
อื่นๆ	-25.4030 [†]		60
นักลงทุนชาวต่างประเทศ	-1.7710	0.0656	34
อื่นๆ	-42.5010 [†]		35

*,** แสดงถึงข้อมูลนี้มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 95 และ 90

[†] แสดงถึง p-value ในส่วนที่1คำนวณโดยใช้วิธีการทดสอบสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของลำดับที่ของสเปียร์แมน ส่วนค่าp-valueในส่วนที่2 คำนวณความแตกต่างระหว่างกลุ่มข้อมูล โดยใช้วิธี Two-tailed difference in means test

การที่นักลงทุนที่เข้ามาทำการซื้อหุ้นเป็นชาวต่างประเทศหรือเป็นนักลงทุนภายในประเทศนั้นส่งผลให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 แต่เมื่อพิจารณาในแต่ละกลุ่มพบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดของกลุ่มนักลงทุนภายในประเทศมีความแตกต่างศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 ส่วนของกลุ่มนักลงทุนชาวต่างประเทศนั้นค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดไม่ได้มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญแต่อย่างใด

3.ผลการศึกษาความสัมพันธ์ของปัจจัยต่างๆ ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด

หลังจากที่ได้มีการวิเคราะห์ความถดถอยถ่วงน้ำหนักของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดอันเนื่องมาจากการออกหุ้นแบบเฉพาะเจาะจง โดยข้อมูลทำการถ่วงน้ำหนักด้วยอัตราส่วนกลับของความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน(residual) ได้ผลดังแสดงในตารางที่ 11 ซึ่งอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดแสดงถึง ผลกระทบทางด้านข้อมูลอันเนื่องมาจากการประกาศเพิ่มทุน (Information effect) ซึ่งเราคาดไว้ว่าน่าจะเป็นผลกระทบทางบวก เนื่องจากเราเชื่อว่าบริษัทที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนมีมูลค่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น แต่จากการศึกษาพบว่าจากตัวอย่างจำนวน 69 ตัวอย่าง อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดแล้วมีค่าเป็นลบ 66.66 เปอร์เซ็นต์ ทั้งนี้เนื่องมาจากอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าเป็นลบจำนวน 67.14เปอร์เซ็นต์

(ตารางที่ 9) นั้นหมายถึงว่านักลงทุนรับรู้ข่าวนี้ในแง่ลบ ดังนั้นเมื่อทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด กับปัจจัยต่างๆแล้วพบว่า

มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยถ่วงน้ำหนักของมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 และค่าสัมประสิทธิ์มีเครื่องหมายตรงกับที่ได้ตั้งสมมติฐานไว้คือมีเครื่องหมายเป็นลบ ซึ่งหมายถึงว่าเมื่อมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดมีค่ามาก อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังหักส่วนลดมีค่าน้อย โดยทั้งนี้เนื่องมาจาก มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดมีมูลค่ามาก แสดงถึงโอกาสในการลงทุนที่สูง ดังนั้นเป็นการสื่อข่าวดีให้กับตลาด อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดจึงควรจะมีค่ามาก

สัดส่วนการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นมีความสัมพันธ์เป็นไปในทางลบกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยถ่วงน้ำหนักที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามที่ได้ตั้งสมมติฐานไว้ว่าทั้งนี้เนื่องจากการรับรู้ข่าวสารโครงการลงทุนของนักลงทุนโดยมากเป็นไปในทางลบ จึงทำให้ผลการรับรู้ข่าวสารเป็นไปในทางลบ ดังนั้นเมื่อสัดส่วนการเพิ่มทุนมากยิ่งทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดมีค่าน้อย

ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด โดยค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยถ่วงน้ำหนักมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 โดยมีค่าความสัมพันธ์เป็นไปในทางบวก ซึ่งไม่ตรงตามสมมติฐานที่ได้ตั้งไว้ว่าเมื่อกิจการมีขนาดใหญ่ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดควรมีค่าน้อย และการที่สมมติฐานกล่าวเช่นนี้เพราะเมื่อกิจการมีขนาดใหญ่การรับรู้ข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันมีน้อยกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กเพราะฉะนั้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดควรมีค่าน้อย ดังนั้นเราสามารถอธิบายถึงสาเหตุของการที่ผลการศึกษาไม่เป็นไปตามสมมติฐานได้ว่า อาจเนื่องมาจากการสืบสวนของเครื่องหมายที่เคยได้มีการกล่าวไว้ข้างต้น ซึ่งสามารถอธิบายได้ดังนี้คือผลกระทบของข้อมูลที่ทำการศึกษานี้เป็นไปในทางลบ ดังนั้นเมื่อกิจการที่มีขนาดใหญ่ การรับรู้ข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันมีค่าน้อย อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดจึงมีค่าติดลบน้อย ซึ่งให้ค่าเครื่องหมายของความสัมพันธ์เป็นไปในทางบวก

นักลงทุนรายเดียวมีความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยถ่วงน้ำหนักที่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามที่ได้ตั้ง

สมมติฐาน ซึ่งสมมติฐานกล่าวไว้ว่าเมื่อทำการจำหน่ายหุ้นให้กับนักลงทุนรายเดียว อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดจะมีค่ามาก เพราะว่า การจำหน่ายหุ้นให้นักลงทุนเพียงคนเดียวนั้น เป็นเหมือนกับจำกัดโอกาสที่นักลงทุนจะทำการซื้อหุ้นเพื่อนำไปขายต่อ เนื่องจากโดยส่วนมากการที่เพิ่มทุนให้กับนักลงทุนเพียงคนเดียว จะเป็นการบอกว่่านักลงทุนผู้นี้จะเข้ามาทำการลงทุนในกิจการจริงๆ ไม่ได้เข้ามาทำการซื้อหุ้นเพื่อขายต่อ นอกจากนี้ยังเป็นการแสดงให้เห็นว่ากิจการมีโครงการที่ดีอยู่แต่ข้อมูลยังไม่เปิดเผยออกมา แต่การที่ผลการศึกษามีทิศทางไม่เป็นไปตามที่คาดไว้ ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากการที่นักลงทุนรายเดียวเข้ามาทำการซื้อหุ้นนั้น โดยมากเป็นนักลงทุนที่ไม่ได้มีการถือหุ้นอยู่ในบริษัทนั้นอยู่ก่อนแล้ว ดังนั้นการเข้ามาของนักลงทุนรายเดียวนั้นจะส่งผลทำให้ความเป็นไปได้ของการเข้าซื้อกิจการนั้นน้อยลง จึงทำให้มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดไปในทิศทางตรงกันข้าม

การที่นักลงทุนที่เข้ามาทำการซื้อหุ้นเป็นผู้บริหารนั้นมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติหลังปรับส่วนลด โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยถ่วงน้ำหนักที่แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ซึ่งทิศทางความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามที่ได้คาดไว้ในสมมติฐาน โดยในสมมติฐานกล่าวไว้ว่า อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดจะมีค่ามาก เมื่อทำการขายให้กับบุคคลที่ไม่ใช่ผู้บริหาร การที่สมมติฐานกล่าวเช่นนี้ เพราะ การขายให้กับนักลงทุนที่ไม่ใช่ผู้บริหารน่าจะเป็นการลดความเป็นไปได้ในการนำหุ้นไปขายต่อได้มากกว่าการขายให้กับผู้บริหาร ดังนั้นการขายหุ้นให้กับผู้บริหารเลยส่งผลในทางบวกที่น้อยกว่าการขายให้กับบุคคลที่ไม่ใช่ผู้บริหาร แต่จากการศึกษาที่พบว่า ทิศทางของความสัมพันธ์ไม่ได้เป็นไปตามที่ได้คาดไว้ นั้น สามารถอธิบายได้ว่า เมื่อดูในอีกแนวทางหนึ่งการที่ขายให้กับผู้บริหารนั้น เป็นการบ่งบอกถึงกิจการที่มีมูลค่าที่ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ผู้บริหารจึงทำการลงทุนเอง เลยทำให้ให้นักลงทุนรับรู้ถึงข่าวดี จึงทำให้ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดกับ ผู้บริหารเป็นผู้ซื้อที่มีความสัมพันธ์เป็นไปในทางบวก (Leland and Pyle, 1977) แต่ทั้งนี้เนื่องจากจำนวนข้อมูลการประกาศการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงที่จำหน่ายให้กับผู้บริหารมีเพียง 8 ตัวอย่าง จึงทำให้ผลการศึกษากว่กับการขายหุ้นให้กับผู้บริหารขาดความน่าเชื่อถือ

ตารางที่ 11

การวิเคราะห์ความถดถอยถ่วงน้ำหนักของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด (Weighted Least Square Regression)

กำหนดให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดเป็นตัวแปรตาม ซึ่งวัดจากผลการของการประกาศจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงในช่วงก่อนทำการประกาศ 10 วันถึงก่อนทำการประกาศ 1 วัน โดยข้อมูลทำการถ่วงน้ำหนักด้วยอัตราส่วนกลับของความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน(residual)จากสมการที่ใช้วิธีแบบจำลองของตลาดในการหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ ตัวอย่างข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาคือการประกาศเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ.2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2541 จำนวน 68 ตัวอย่าง

ตัวแปรอิสระ	เครื่องหมายที่คาดหวัง	ค่าสัมประสิทธิ์	p-value
ค่าคงที่(C)		0.172948	0.3212
สัดส่วนการออกหุ้นเพิ่มทุน	(+)	-1.029919	0.0511
การประสบปัญหาทางการเงิน	(+)	-0.091875	0.6384
ขนาดของกิจการ	(-)	73.62382	0.0087
มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด	(-)	-0.165376	0
นักลงทุนรายเดียว	(+)	-0.919616	0.0002
ผู้บริหารเป็นผู้ซื้อ	(-)	0.897742	0.0085
F-statistic			0
Adjusted R-squared			98.742%

4. ผลการศึกษาเรื่องผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นอันเนื่องมาจาก จำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงที่มีต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด

ในการศึกษาเราแบ่งผลกระทบออกเป็น 2 อย่างคือการตรวจสอบที่เพิ่มมากขึ้นอันเนื่องมาจากการเข้ามาลงทุนของนักลงทุนรายเดียว และการตรวจสอบที่เพิ่มมากขึ้นอันเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้น ซึ่งผลจากการศึกษาแสดงในตารางที่ 12

จากสมการที่ 1 จะเห็นได้ว่าปฏิสัมพันธ์ระหว่างนักลงทุนรายเดียวกับปัจจัยต่างๆ อันได้แก่ สัดส่วนการออกหุ้นเพิ่มทุน การประสบปัญหาทางการเงิน ขนาดของกิจการ และ มูลค่าหุ้นตามราคาตลาด นั้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด อย่างมีนัยสำคัญ โดยสามารถดูได้จากค่าสัมประสิทธิ์ ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรดังกล่าวมีค่าไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 ยกเว้นปฏิสัมพันธ์ของสัดส่วนการออกหุ้นเพิ่มทุนกับนักลงทุนรายเดียวกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 ซึ่งมีทิศทางความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางเดียวกัน

คือการมีการออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นจำนวนมากและขายให้กับนักลงทุนรายเดียวทำให้นักลงทุนคาดว่า การตรวจสอบน่าจะมีมากขึ้นส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดมีมากขึ้นด้วย

จากสมการที่ 2 เป็นการถึงผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นอันมีผลต่อ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยพิจารณาจากตัวแปรดังต่อไปนี้ คือ ระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของ และการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ จากผลการศึกษาจะเห็นได้ว่าระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของ และการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด โดยสามารถพิจารณาได้จากค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรดังกล่าว จะเห็นว่าค่าสัมประสิทธิ์ดังกล่าวมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าวกับ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดเป็นไปในทิศทางตรงข้ามกัน ซึ่งแตกต่างจากสมมติฐานที่ได้มีการคาดไว้ว่าเมื่อระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของเพิ่มมากขึ้น หรือมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่เพิ่มขึ้น การตรวจสอบจะมากขึ้น ส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดมีค่ามากด้วย แต่การที่ผลการศึกษาแตกต่างไปจากสมมติฐานที่ได้มีการตั้งไว้สามารถอธิบายได้ตามที่ได้เคยมีการกล่าวไว้แล้วว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่ขึ้นชอบระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่ต่ำมากกว่า เพราะโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่ต่ำนั้นก่อให้เกิดความคล่องตัวในการดำเนินธุรกิจ ต่างจากบริษัทที่มีขนาดเล็ก ต้องการที่จะมีระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มาก เพราะต้องการเงินไปทำการลงทุนเพื่อความเติบโตของกิจการ ดังนั้นเนื่องจากข้อมูลบริษัทที่เรานำมาใช้ในการศึกษานั้นมีขนาดปานกลาง ถึงขนาดใหญ่ จึงทำให้เมื่อระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของเพิ่มมากขึ้น หรือมีการเปลี่ยนแปลงระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่เพิ่มขึ้นนั้นส่งผลทำให้ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีค่าน้อย (มีทิศทางตรงข้าม)

สมการที่ 3 เป็นการแสดงถึงผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มีต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดเช่นเดียวกับสมการที่ 2 แต่มีความแตกต่างกันที่ปัจจัยที่นำมาใช้ในการศึกษา ปัจจัยที่นำมาศึกษาได้แก่การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ณ ระดับที่ 1 2 และ 3 โดยการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ณ ระดับที่ 1 หมายถึง ณ ระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่น้อยกว่าร้อยละ 5 เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงในระดับนี้อย่างไร เช่นเดียวกันกับระดับที่ 2 และ 3 ที่ถูกปรับเปลี่ยน ณ ระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของร้อยละ 5 ถึง 25 และ มากกว่าร้อยละ 25 ซึ่งเป็นกำหนดระดับตามการศึกษาของ Morck Shleifer และ Vishny จากการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ณ ระดับที่ 3 นั้นมีการเปลี่ยนแปลงที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดอย่างมีนัยสำคัญเพียงระดับเดียว โดยสามารถพิจารณาได้จาก

ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรดังกล่าวว่ามีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ซึ่งจากการพิจารณาจะเห็นได้ว่าค่าความสัมพันธ์เป็นไปในทิศทางที่ตรงกันข้าม ซึ่งแตกต่างจากสมมติฐานที่ได้มีการคาดการณ์ไว้ และแตกต่างจากการศึกษา ของ Morck Shleifer และVishny ที่ได้มีการกล่าวไว้ว่า การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ณ ระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มากกว่าร้อยละ 25 ควรจะมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเพราะ เขาคาดว่า ณ ระดับการถือหุ้นที่มากกว่าร้อยละ 25 สามารถป้องกันการซื้อกิจการแบบไม่เต็มใจได้ การที่ผลการศึกษาออกมาเช่นนี้สามารถอธิบายได้ว่าอาจเนื่องมาจากข้อมูลโครงสร้างความเป็นเจ้าของของบริษัทที่นำมาใช้ในการศึกษานั้นมีเพียง 1 ข้อมูลที่มีระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่น้อยกว่าร้อยละ 5 และมีจำนวนข้อมูลเพียง 7 ข้อมูลที่มีระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่อยู่ในระดับปานกลางจึงทำให้การเปลี่ยนแปลง ณ ระดับนั้นไม่มีความสำคัญ ส่วนการที่การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของในระดับที่ 3 นั้นอาจเนื่องมาจากการแบ่งระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของของประเทศไทยมีความแตกต่างจากศึกษาของ Morck Shleifer และVishny

ตารางที่ 12

ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างผู้ถือหุ้นอันเนื่องมาจากการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุน แบบเฉพาะเจาะจงที่มีต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลด

กำหนดให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติหลังปรับส่วนลดเป็นตัวแปรตาม ซึ่งวัดจากผลการของการประกาศการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนในช่วงก่อนทำการประกาศ 10 วันถึงก่อนทำการประกาศ 1 วัน โดยข้อมูลทำการถ่วงน้ำหนักด้วยอัตราส่วนกลับของความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน(residual)จากสมการที่ใช้วิธีแบบจำลองของตลาดในการหาผลตอบแทนที่ผิดปกติ ตัวอย่างข้อมูลที่นำมาใช้ในการศึกษาคือการประกาศการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจง ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ.2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2541 จำนวน 62 และ 68 ตัวอย่าง

ตัวแปรอิสระ	ผลกระทบของ ผลกระทบการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ			
	เครื่องหมาย ที่คาดไว้	การตรวจสอบ (สมการที่1)	วิเคราะห์ความถดถอย (สมการที่2)	Piecewise Regression (สมการที่3)
ค่าคงที่(C)		0.287	1.019 [*]	-1.205 [*]
สัดส่วนการจำหน่ายหุ้น		-1.564 [*]	3.556 [*]	5.193 [*]
การประสบปัญหาทางการเงิน		-0.099	0.322 ^{***}	0.772 [*]
ขนาดของกิจการ		97.489 ^{**}	2.285	2.829
มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด		-0.160 [*]	-0.183 [*]	-0.193 [*]
นักลงทุนรายเดียว		-0.654		
ผู้บริหารเป็นผู้ซื้อ		0.724 ^{***}	0.446	1.129 [*]
สัดส่วนการจำหน่ายหุ้น*นักลงทุนรายเดียว (+)		2.541 ^{***}		
การประสบปัญหาทางการเงิน*นักลงทุนรายเดียว (+)		-0.006		
ขนาดของกิจการ*นักลงทุนรายเดียว (-)		-91.587		
มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด*นักลงทุนรายเดียว (-)		-0.176		
ระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของ			-0.027 [*]	
การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ			-0.073 [*]	
การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ณ ระดับที่1				1.344
การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ณ ระดับที่2				0.015
การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ณ ระดับที่3				-0.090 [*]
จำนวนข้อมูลตัวอย่าง		68	62	62
F-value		549.9646	1665.487	879.1957
Adjusted R		98.97%	99.54%	99.14%

*, **, *** แสดงถึงค่าสัมประสิทธิ์ที่มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 95 และ 90 ตามลำดับ