



## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

#### สรุปผลการวิจัย

การศึกษาเรื่องการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงในประเทศไทยในช่วงวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2539 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2541 พบว่า ร้อยละ 50 ของข้อมูลตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเรื่องการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงในประเทศไทย บริษัทไม่ได้ขาดทุนจากการทำการชดเชยต้นทุนการประเมินกิจการให้แก่ผู้ที่เข้ามาลงทุน แต่กลับได้กำไรจากราคาหุ้นที่ทำการขายแบบเฉพาะเจาะจงทั้งนี้อาจเนื่องมาจากช่วงเวลาที่ทำการศึกษานั้นเป็นช่วงตลาดขาลง และหุ้นโดยส่วนใหญ่ที่ทำการศึกษาอยู่ในกลุ่ม ธนาคารและเงินทุนหลักทรัพย์ (ร้อยละ 32.9) หรืออาจเนื่องมาจากการที่เข้ามาทำการซื้อนั้นเดิมถือหุ้นบริษัทในปริมาณมากอยู่แล้ว และต้องการถือเพิ่มจึงยอมจะจ่ายในราคาที่สูงเพื่อที่จะได้หุ้นมา แต่อีกร้อยละ 50 ที่เหลือนั้นบริษัทต้องเสียต้นทุนเพื่อชดเชยให้กับนักลงทุนที่จะเข้ามาทำการซื้อหุ้น ทั้งนี้ต้นทุนของบริษัทที่ทำการชดเชยให้แก่ผู้ซื้อเราแทนด้วยอัตราส่วนลดจากราคาตลาด และเมื่อทำการศึกษาต่อไปถึงปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนลดจากราคาตลาด พบว่าขนาดของอัตราส่วนลดจากราคาตลาดมีความสัมพันธ์กับมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่าการที่ผู้จัดการเป็นผู้ซื้อหุ้นหรือไม่นั้นส่งผลทำให้อัตราส่วนลดจากราคาตลาดมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยหากผู้บริหารไม่ได้เป็นคนซื้อส่งผลทำให้อัตราส่วนลดจากราคาตลาดนั้นแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 ส่วนตัวแปรอื่นนั้นมีความสัมพันธ์อย่างไม่มีนัยสำคัญ แต่ทั้งนี้มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามตลาดนั้นมีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนลดตลาดในทิศทางตรงกันข้ามกัน เนื่องจากการที่สัดส่วนมูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาดที่น้อยนั้นเป็นการแสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตนนั้นมีมาก ทำให้ทำการประเมินได้ยาก

ส่วนเมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นเดิมได้รับ ซึ่งในที่นี้แทนด้วยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ พบว่าการประกาศการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงนั้น ส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกตินั้นมีค่าเป็นค่าลบอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 90 และ 95 ณ วันก่อนทำการประกาศ 6 วัน(-6) 3 วัน(-3) และหลังวันประกาศ 11 วัน(11) โดยในการศึกษานี้เราใช้อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วงก่อนทำการประกาศ 10 วัน ถึงก่อนทำการประกาศ 1 วัน ในการศึกษา ซึ่งจากการศึกษาสรุปผลออกเป็น 2 ส่วนได้แก่

## 1. ผลกระทบทางด้านของมูล

### 2. ผลกระทบจากการตรวจสอบที่เพิ่มมากขึ้น

เมื่อทำการมองผลกระทบทางด้านข้อมูล โดยผ่านทางอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ หลังปรับส่วนลด ซึ่งเป็นการบอกถึงอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นเดิมได้รับจากการเพิ่มทุนนั้น พบว่า โดยส่วนใหญ่อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดมีค่าเป็นลบ ทั้งนี้เนื่องจากส่วนใหญ่ อัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมที่นำมาใช้ในการศึกษามีค่าเป็นลบ นอกจากนี้ยังพบว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับตัวแปรดังต่อไปนี้คือ สัดส่วนการจำหน่ายหุ้น ขนาดของกิจการ มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามตลาด นักลงทุนรายเดียว และผู้บริหารเป็นผู้ซื้อ ซึ่งอาจกล่าวโดยสรุปได้ว่า โอกาสในการลงทุน (มูลค่าหุ้นตามบัญชีต่อมูลค่าหุ้นตามราคาตลาด) และ การรับรู้ข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันในตลาด (ขนาดของกิจการ) ส่งผลถึงผลกระทบทางด้านข้อมูลที่สะท้อนออกมาในรูปของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดอย่างมีนัยสำคัญ ในทิศทางความสัมพันธ์ที่ว่าเมื่อโอกาสในการลงทุนมาก ผลกระทบข้อมูลเป็นไปในทางบวก ส่วนขนาดของกิจการ เมื่อกิจการขนาดใหญ่ผลกระทบทางด้านข้อมูลจะมีน้อยกว่ากิจการที่มีขนาดเล็กเนื่องจากการรับรู้ข่าวสารที่ไม่เท่าเทียมกันมีน้อยกว่า นอกจากนี้การที่ผู้จัดการเข้ามาทำการซื้อหุ้นเป็นการบ่งบอกถึงข่าวดี เนื่องจากยิ่งเป็นการแสดงว่ากิจการนั้นมีมูลค่าที่ต่ำกว่าความเป็นจริงอย่างแท้จริงส่งผลทำให้ผลกระทบทางด้านข้อมูลออกมาในทิศทางที่ดี ส่วนนักลงทุนรายเดียวนั้นอาจเนื่องมาจากราคาที่ทำการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงมีราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็นหรืออาจเนื่องจากการที่นักลงทุนรายเดียวเข้ามาทำการซื้อหุ้นโดยมากเพื่อเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จึงเป็นการบ่งบอกถึงการลดลงของโอกาสในการเข้าทำการซื้อกิจการ ซึ่งจะส่งผลทำให้ราคาหุ้นลดลง

ส่วนเมื่อมองในแง่ผลกระทบทางด้านการตรวจสอบอันเนื่องมาจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ พบว่าการที่กิจการเพิ่มทุนเป็นจำนวนมากและขายให้กับนักลงทุนเพียงรายเดียว ส่งผลทำให้ นักลงทุนเชื่อว่าจะมีการตรวจสอบที่ดีขึ้น ส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติมีมากขึ้นด้วย นอกจากนี้ยังพบว่าเมื่อกิจการมีระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของก่อนทำการเพิ่มทุนมากหรือมีการเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มมากขึ้นจะส่งผลทางลบต่อมูลค่ากิจการ ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทที่ทำการศึกษาส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดปานกลางถึงใหญ่ การมีระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มากส่งผลทำให้ความคล่องตัวในการบริหารงานมีน้อย ซึ่งส่งผลทางลบให้แก่กิจการ นอกจากนี้การที่ระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่มากนั้นยังลดโอกาสในการเข้าซื้อกิจการ

การ และทำให้ต้นทุนการเข้าซื้อกิจการมากขึ้น ซึ่งส่งผลทางลบให้แก่มูลค่ากิจการ ส่วนการศึกษาตามการศึกษาของ Morck Shleifer และ Vishny พบว่าการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ณ ระดับน้อยกว่าร้อยละ 5 นั้นมีข้อมูลเพียง 1 ข้อมูลในการศึกษา ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ณ ระดับนี้มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีสำคัญหรือไม่ ส่วนการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างความเป็นเจ้าของ ณ ระดับร้อยละ 5 ถึงร้อยละ 25 นั้นมีข้อมูลที่น้อยเช่นเดียวกัน จึงไม่สามารถสรุปถึงความสัมพันธ์ได้ ส่วน การเปลี่ยนแปลง ณ ระดับโครงสร้างความเป็นเจ้าของมากกว่าร้อยละ 25 ที่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหลังปรับส่วนลดในทิศทางตรงกันข้าม อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99 ทั้งนี้การที่ทิศทางความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามการศึกษาของ Morck Shleifer และ Vishny นั้นอาจเป็นเพราะการแบ่งระดับการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นในประเทศไทยมีความแตกต่างจากของ Morck Shleifer และ Vishny

#### ข้อเสนอแนะ

ในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ยังมีประเด็นอื่นที่น่าสนใจที่ยังมิได้มีการศึกษา และสามารถนำไปทำการศึกษาต่อได้ อาทิเช่น

- ประเด็นที่เกี่ยวกับกรณีที่ต่างชาติเข้ามาทำการเพิ่มทุนในประเทศไทย ซึ่งกรณีนี้ในช่วงปี 2542-2543 เกิดขึ้นเป็นจำนวนมาก

- ถ้าจำนวนข้อมูลมีมากขึ้น ควรทำการศึกษาแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งอาจทำให้มีคำอธิบายอัตราส่วนลดจากราคาตลาด และ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับที่แตกต่างกัน

- ถ้ามองว่าบริษัทสามารถจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงได้ในราคาสูง (สามารถทำกำไรได้) ควรทำการศึกษาว่าปัจจัยใดที่สามารถอธิบายถึงกำไรนี้ได้

- ถ้าจำนวนข้อมูล และช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษามีมากขึ้น ควรทำการเรื่องอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับ และอัตราส่วนลดจากราคาตลาด ในตลาดรูปแบบอื่นด้วย