

## บทที่ 1

### บทนำ

#### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ภายใต้ภาวะเศรษฐกิจที่ผันผวนและการแข่งขันทางธุรกิจที่รุนแรงขึ้น ความสามารถของธุรกิจในการบริหารจัดการทางการเงินให้สามารถตอบสนองต่อโอกาสและความท้าทายเชิงธุรกิจได้อย่างมีประสิทธิภาพนั้นมีความสำคัญมากขึ้นตามลำดับ การระดมทุนถือเป็นช่องทางหนึ่งของบริษัทจดทะเบียนในการจัดหาแหล่งเงินทุนเพื่อวัตถุประสงค์ต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนเพื่อการขยายธุรกิจ การปรับโครงสร้างทางการเงิน หรือการจัดหาเงินทุนหมุนเวียนเพิ่มเติมเพื่อใช้ในการดำเนินธุรกิจรวมถึงแก้ไขปัญหาด้านฐานะการเงินของบริษัท ทั้งนี้การระดมทุนดังกล่าวบริษัทอาจกระทำได้ทั้งจากผู้ถือหุ้นเดิมหรือและจากนักลงทุนภายนอกทั่วไป

การระดมทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถแบ่งได้ 2 แหล่ง คือ แหล่งเงินทุนภายในและแหล่งเงินทุนภายนอก กล่าวคือ แหล่งเงินทุนภายใน บริษัทอาจจะจัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ (Equity) เพียงอย่างเดียว ซึ่งในกรณีนี้ต้นทุนของเงินทุนก็มักจะเป็นอัตราผลตอบแทนที่ต้องการในส่วนของเจ้าของ แต่หากบริษัทเลือกจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก ผู้บริหารของบริษัทสามารถพิจารณาได้หลายรูปแบบเพื่อให้บรรลุโครงสร้างเงินทุนเป้าหมาย แต่รูปแบบที่นิยมกระทำกันทั่วไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 2 ทางเลือกหลัก คือ การระดมทุนผ่านการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและการระดมทุนโดยการเสนอขายหุ้นกู้ หรือกล่าวอย่างง่าย ๆ ก็คือ ผู้บริหารต้องเลือกระหว่างการเพิ่มหนี้ หรือ เพิ่มทุน ซึ่งนั่นหมายถึงนโยบายเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน คือ เป็นการเลือกระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทน (Trade-off) กล่าวคือ หากผู้บริหารเลือกการก่อหนี้เพิ่มขึ้น จะทำให้ความเสี่ยงของผู้ถือหุ้นสูงขึ้นด้วย แต่อย่างไรก็ตาม เมื่ออัตราส่วนของหนี้สินสูงขึ้นโดยทั่วไปแล้วจะมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับสูงขึ้นตามไปด้วย ทั้งนี้ การเลือกรูปแบบในการระดมทุนที่แตกต่างกันข้างต้น ขึ้นอยู่กับดุลยพินิจของผู้บริหารรวมถึงโอกาส และสถานการณ์ปัจจุบันเป็นปัจจัยช่วยร่วมพิจารณาดัดสินใจเพื่อให้บรรลุโครงสร้างเงินทุนเป้าหมายที่ตั้งไว้ในกาที่จะจัดหาเงินทุนเพิ่มในอนาคต เพื่อการบริหารจัดการที่มีประสิทธิภาพนำมาซึ่งมูลค่าสูงสุดแก่กิจการ ซึ่งสะท้อนภาพออกมาในรูปของราคาหลักทรัพย์

จากการศึกษาในอดีตของ รจเรช กัลป์ปากรณ์ชัย (2545 อ้างถึงจาก Michael, 1986) ศึกษาถึงผลกระทบของปฏิกิริยาของหุ้นสามัญและหุ้นกู้ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการปันผล และ/

หรือ โครงสร้างเงินทุน และทำการเทียบการปันผลกับกลุ่มอุตสาหกรรม ผลจากการศึกษาพบว่า การประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายปันผลและโครงสร้างเงินทุน ส่งผลต่อราคาหุ้นสามัญและหุ้นกู้

Loughran and Ritter (1997) พบว่าผลการดำเนินงานหลังการระดมทุนเพิ่มนั้นแย่ลงเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งผู้จัดการของบริษัทที่เพิ่มทุนอาจมีการตกแต่งรายได้บางส่วนก่อนการระดมทุนเพิ่ม โดยอาศัยความไม่เท่าเทียมกันของข่าวสารข้อมูล ดังนั้นนักลงทุนและตลาดสามารถทราบผลจากการตกแต่งผลกำไร โดยจะสะท้อนออกมาในรูปของผลการดำเนินงานหรือผลตอบแทนของหุ้นแย่ลงภายหลังจากการระดมทุน ซึ่งจากการศึกษาในอดีตข้างต้นทั้งสองสอดคล้องกับ Miller and Rock (1985) ซึ่งเสนอว่า ตลาดจะมีปฏิกิริยาทางบวกจากการประกาศเพิ่มทุนภายนอก ซึ่งเป็นสัญญาณว่ากำไรจากการลงทุนจะมีเสถียรภาพ ดังนั้นจึงพบว่า ราคาหุ้นจะมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนปริมาณเงินทุนภายนอก แต่อย่างไรก็ดียังไม่มีการวิจัยซึ่งทำการศึกษาเปรียบเทียบเกี่ยวกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศระดมทุนทั้ง 2 รูปแบบ ดังนั้น จึงเป็นที่มาของงานวิจัยฉบับนี้

### สมมติฐานงานวิจัย

ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลทำให้การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนส่งผลต่อมุมมองที่มีต่อกิจการ ผู้บริหารจะมีแรงจูงใจในการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนเพื่อเป็นสัญญาณต่อตลาดในการเปลี่ยนแปลงกำไร และสัญญาณนี้มีความเชื่อถือได้พอสมควร เพราะถ้าการเปลี่ยนแปลงนั้นไม่เข้ากับกระแสเงินสดที่แท้จริงในอนาคตจะทำให้เกิดต้นทุนการล้มละลายของกิจการ และจากการวิเคราะห์ Miller and Rock (1985) เสนอว่า ตลาดจะมีปฏิกิริยาทางบวกจากการประกาศเพิ่มทุนภายนอก ซึ่งเป็นสัญญาณว่ากำไรจากการลงทุนจะมีเสถียรภาพ ดังนั้นจึงพบว่า ราคาหุ้นจะมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนปริมาณเงินทุนภายนอก จึงเป็นที่มาของสมมติฐาน

H1: มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เมื่อบริษัทมีการประกาศระดมทุน

จากทฤษฎีการส่งสัญญาณ กล่าวว่า ในมุมมองของนักลงทุนต่อแหล่งเงินทุน ให้ความหมายว่า เป็นการส่งสัญญาณเชิงลบต่อผลตอบแทนหลักทรัพย์หากกิจการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุน เนื่องจากไม่สามารถจัดหาเงินทุนจากแหล่งอื่นได้อีก กิจการได้รับการคาดหวังว่าจะต้องเผชิญกับผลขาดทุนในอนาคตจึงต้องการผู้ถือหุ้นรายใหม่มาช่วยเหลือผลการขาดทุนได้ Pichai Lertsupongkit (2001) ศึกษาถึงผลตอบแทนของราคาหุ้นหลังประกาศเพิ่มทุน โดย ศึกษาช่วง ก.ศ. 1994-2001 พบว่าตลาดตอบสนองต่อบริษัทที่มีการประกาศเพิ่มทุนในทิศทางที่แย่ลง ในช่วง 2 วันหลังการประกาศเพิ่มทุนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Anchalee Ngamwutikul (2002) ที่

ศึกษาผลการดำเนินงานก่อนและหลังการออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียนแห่งประเทศไทย ศึกษาระหว่างปี ค.ศ.1991-1994 เพื่อทดสอบผลการดำเนินงานหลังการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้นว่ามีการลดลงของกำไรในช่วง 3 ปีต่อมาหรือไม่ ผลการทดสอบบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยพบว่ามีการดำเนินงานที่ลดลง จึงเป็นที่มาของสมมติฐาน

H2: มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เมื่อบริษัทประกาศระดมทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

แต่ในทางกลับกันถ้ามีการคาดการณ์ว่าแนวโน้มของบริษัทจะดีในอนาคต ผู้บริหารจะใช้วิธีอื่น ๆ รวมทั้งอาจจะใช้แหล่งเงินทุนจากการใช้หนี้สินแทน เพราะว่าเมื่อเชื่อว่าในอนาคตบริษัทจะมีกำไรเพิ่มขึ้น จะส่งผลทำให้ราคาหุ้นสามัญสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นเดิม ก็จะได้รับผลประโยชน์อย่างเต็มที่ และหากกิจการมีความสามารถในการจัดหาเงินจากการกู้ยืมแสดงให้เห็นว่ากิจการยังคงได้รับความไว้วางใจจากเจ้าหนี้ในการชำระภาระผูกพัน และดอกเบี้ย เจ้าหนี้เชื่อว่ากิจการสามารถสร้างผลกำไรในอนาคตได้จึงเป็นสัญญาณเชิงบวก ซึ่งจากการศึกษาของ รจเรช กัลปากรณชัย (2545 อ้างถึงจาก Eckbo Masulis and Norli 2000) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกิจกรรมจัดหาเงินกับผลการดำเนินงานของกิจการพบว่าผลการดำเนินงานภายหลังจากกิจกรรมจัดหาเงินลดลงอย่างผิดปกติ จึงเป็นที่มาของสมมติฐาน

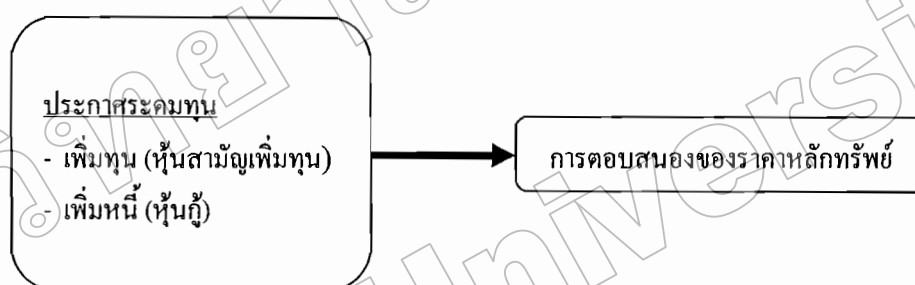
H3: มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เมื่อบริษัทประกาศระดมทุนโดยการออกหุ้นกู้จากการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อทางเลือกในการระดมทุนทั้ง 2 รูปแบบดังที่ได้กล่าวถึงข้างต้น จึงเป็นที่น่าสนใจอีกประเด็นหนึ่งว่าในมุมมองของนักลงทุนและผู้ที่ใช้ข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์เกี่ยวกับข้อมูลการประกาศระดมทุน ที่มีต่อบริษัทที่ประกาศเพิ่มทุน และ บริษัทที่ประกาศเพิ่มหนี้ จะมีมุมมองและการตัดสินใจที่เหมือนหรือแตกต่างกันอย่างไร ซึ่ง Michael (1986) ศึกษาผลกระทบของปฏิกิริยาของหุ้นสามัญและหุ้นกู้ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการปันผล และ/หรือ โครงสร้างเงินทุน ผลจากการศึกษาพบว่า การประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายปันผลและโครงสร้างเงินทุน ส่งผลต่อราคาหุ้นสามัญและหุ้นกู้ Loughran and Ritter (1997) พบว่าผลการดำเนินงานหลังการระดมทุนเพิ่มนั้นแย่ลงเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งผู้จัดการของบริษัทที่เพิ่มทุนอาจมีการตกแต่งรายได้บางส่วนก่อนการระดมทุนเพิ่ม โดยอาศัยความไม่เท่าเทียมกันของข่าวสารข้อมูล (Asymmetric Information) ซึ่งนั่นหมายถึงว่า ข้อมูลการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนประเภทต่างๆ ทั้งเชิงคุณภาพและปริมาณสามารถนำไปคาดคะเน ผลการดำเนินงาน รวมถึงแนวโน้มทิศทางราคาหลักทรัพย์ของบริษัทในอนาคตได้ จึงเป็นที่มาของสมมติฐานงานวิจัย

H4: การประกาศทางเลือกในการระดมทุนที่ต่างกันมีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน

### วัตถุประสงค์ของการวิจัย

ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศระดมทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและการออกหุ้นกู้

### กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1-1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับการวิจัย

1. ทราบถึงการตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อการประกาศเลือกแหล่งเงินทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในแต่ละทางเลือก
2. สามารถนำผลการศึกษาไปเป็นแนวทางให้นักลงทุนใช้คาดการณ์ผลตอบแทนในอนาคตของหลักทรัพย์
3. เพื่อเป็นประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียนฯ ในการบริหารจัดการโครงสร้างเงินทุน

### ขอบเขตของการวิจัย

ในการศึกษาครั้งนี้ได้ทำการศึกษาถึง การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อทางเลือกในการระดมทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีขอบเขตการศึกษา ดังนี้

### กลุ่มตัวอย่างงานวิจัย

1. บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศระดมทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ซึ่งผู้วิจัยทำการเก็บข้อมูลจากการยื่นแบบรายงานการเพิ่มทุน (F53-4) ให้กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผ่านทาง [www.set.or.th](http://www.set.or.th) ทั้งนี้ไม่รวมการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนโดยวัตถุประสงค์หลักเพื่อรองรับใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น รองรับหุ้นกู้แปลงสภาพ หุ้นสามัญ ESOP และการแลกเปลี่ยนหุ้นกับบริษัทอื่น เนื่องจากผู้วิจัยเห็นว่าเหตุผลดังกล่าวไม่มีวัตถุประสงค์ในการระดมเงินทุน

2. บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศระดมทุนโดยการออกเสนอขายหุ้นกู้โดยผู้วิจัยทำการเก็บข้อมูลจากข่าวรายวันในเวปไซด์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกี่ยวกับการแจ้งมติออกเสนอขายหุ้นกู้เพื่อทำการระดมทุน โดยยึดวันที่ประกาศข่าวในเวปไซด์เป็นวันที่เกิดเหตุการณ์ผ่านทาง [www.set.or.th](http://www.set.or.th)

3. การศึกษานี้ไม่นับรวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน เงินทุนหลักทรัพย์ ธนาคาร ประกันภัย และประกันชีวิต เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีลักษณะการดำเนินธุรกิจและรูปแบบของการจัดหาเงินทุนเป็นลักษณะเฉพาะ ซึ่งแตกต่างจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น รวมถึงบริษัทในกลุ่มดังกล่าวมีกฎเกณฑ์และข้อกำหนดที่ต้องถือปฏิบัติตามในการดำเนินธุรกิจเป็นเฉพาะเจาะจง หมายเหตุ กลุ่มตัวอย่างในข้อ 1 และ 2 จะไม่ถูกนำมารวมในการทดสอบหากในวันที่เกิดเหตุการณ์มีการประกาศเหตุการณ์อื่น ๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อความคิดเห็นของนักลงทุน เช่น การประกาศกำไร การประกาศข่าวเกี่ยวกับเงินปันผล เป็นต้น

### ข้อจำกัดของงานวิจัย

1. การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งอธิบายจากผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่มีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและออกหุ้นกู้ อาจได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกอื่น ๆ เช่น ภาวะทางเศรษฐกิจทั้งในประเทศและต่างประเทศ ภาวะความมั่นคงทางการเมือง เสถียรภาพของรัฐบาล เป็นต้น

2. การเก็บข้อมูลการระดมทุนดังกล่าวมีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ เมื่อมีการประกาศระดมทุนเท่านั้น ทั้งนี้ไม่ได้คำนึงถึงวัตถุประสงค์ในการระดมทุน

## นิยามคำศัพท์

แหล่งเงินทุนระยะยาว แบ่งได้ 2 ส่วน คือ เงินทุนระยะยาวส่วนที่ได้จากการก่อหนี้ และการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ซึ่งเงินทุนส่วนนี้จัดหามาได้จากแหล่งเงินทุนภายนอก

โครงสร้างเงินทุน คือ ส่วนผสมการจัดหาเงินทุนระยะยาวของกิจการในรูปของหนี้สินระยะยาว หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นสามัญและกำไรสะสม

หุ้นสามัญเพิ่มทุน หมายถึง หุ้นสามัญที่ออกครั้งใหม่เพื่อการระดมเงินทุนหลักจากที่บริษัทเคยออกหุ้นสามัญสู่สาธารณะมาก่อนหน้านี้แล้ว

หุ้นกู้ หมายถึง ตราสารแสดงพันธหนี้สิน โดยออกให้กับผู้ถือหรือระบุชื่อผู้ถือลงในตราสารหนี้ก็ได้ ตามปกติในตราสารจะแสดงราคาตามมูลค่าอันเป็นจำนวนเงินต้นที่จะต้องจ่ายชำระ ณ วันถึงกำหนด อัตราดอกเบี้ยและกำหนดเวลาการจ่ายดอกเบี้ยรวมถึงเงินไ้ที่เกี่ยวข้อง

การตอบสนองของตลาด หมายถึง การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีข้อมูลใหม่เข้ามาซึ่งในงานวิจัยนี้ ก็คือ การปรับตัวของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศระดมทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนหรือการออกเสนอขายหุ้นกู้