

บทที่ 2

แนวความคิด ทฤษฎี และทบทวนวรรณกรรม

การศึกษครั้งนี้ผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลที่เกี่ยวข้อง ดังต่อไปนี้

1. พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535
2. แนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทมหาชน จำกัด
3. แนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการออกหุ้นกู้ของบริษัทมหาชน จำกัด
4. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535

หมวด 10 การเพิ่มทุนและการลดทุน

มาตรา 136 บริษัทจะเพิ่มทุนจากจำนวนที่จดทะเบียนไว้แล้วได้โดยการออกหุ้นใหม่เพิ่มขึ้น การออกหุ้นเพิ่มตามวรรคหนึ่งจะกระทำได้เมื่อ

1. หุ้นทั้งหมดได้ออกจำหน่ายและได้รับชำระเงินค่าหุ้นครบถ้วนแล้วหรือในกรณีหุ้นยังจำหน่ายไม่ครบ หุ้นที่เหลือต้องเป็นหุ้นที่ออกเพื่อรองรับหุ้นกู้แปลงสภาพหรือใบสำคัญแสดงสิทธิที่จะซื้อหุ้น

2. ที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าสามในสี่ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน และ

3. นำมตินั้นไปจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงทุนจดทะเบียนต่อนายทะเบียนภายในสิบวันนับแต่วันที่ที่ประชุมลงมติ ดังกล่าว

ทั้งนี้ ให้นำหมวด 3 เรื่องการเสนอขายหุ้นต่อประชาชน และหมวด 5 มาใช้บังคับโดยอนุโลม

มาตรา 137 หุ้นที่เพิ่มขึ้นตามมาตรา 136 จะเสนอขายทั้งหมดหรือบางส่วนก็ได้และจะเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นตามส่วนจำนวนที่ผู้ถือหุ้นแต่ละคนมีอยู่แล้วก่อน หรือจะเสนอขายต่อประชาชนหรือบุคคลอื่นไม่ว่าทั้งหมดหรือแต่บางส่วนก็ได้ ทั้งนี้ ตามมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นและให้นำมาตรา 38 มาใช้บังคับโดยอนุโลม

มาตรา 138 เมื่อบริษัทจำหน่ายหุ้นที่เพิ่มได้บางส่วนแล้ว บริษัทจะขอจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงทุนชำระแล้วต่อนายทะเบียน โดยแบ่งออกเป็นงวดงวดละไม่น้อยกว่าร้อยละยี่สิบห้า

ของจำนวนหุ้นที่เสนอขายก็ได้ แต่ต้องกำหนดไว้ในหนังสือชี้ชวนหรือในเอกสารเกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนด้วย

นอกจากกรณีที่มีบัญญัติไว้ในวรรคหนึ่งแล้ว ให้บริษัทของจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงทุนชำระแล้วภายในสิบสี่วันนับแต่วันที่ได้รับชำระค่าหุ้นครบตามจำนวนที่เสนอขายและกำหนดไว้ในหนังสือชี้ชวน หรือในเอกสารเกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นต่อประชาชน

ในการของจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงทุนชำระแล้วตามมาตรา 139 บริษัทต้องส่งบัญชีรายชื่อผู้ถือหุ้นของบริษัทเฉพาะผู้ถือหุ้นที่เพิ่ม โดยระบุชื่อ สัญชาติ ที่อยู่ จำนวนหุ้นที่ถือและเลขที่ใบหุ้นไปด้วย

มาตรา 139 บริษัทจะลดทุนจากจำนวนที่จดทะเบียนไว้แล้วได้โดยการลดมูลค่าหุ้นแต่ละหุ้นให้ต่ำลงหรือลดจำนวนหุ้นให้น้อยลงก็ได้ แต่จะลดทุนลงไปให้ถึงต่ำกว่าจำนวนหนึ่งในสี่ของทุนทั้งหมดหาได้ไม่

การลดมูลค่าหุ้นหรือลดจำนวนหุ้นตามวรรคหนึ่งเป็นจำนวนเท่าใดและด้วยวิธีการอย่างไร จะกระทำได้เมื่อที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าสามในสี่ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่มาประชุมและมีสิทธิออกเสียง ทั้งนี้ บริษัทต้องนำดินั้นไปของจดทะเบียนภายในสิบสี่วันนับแต่วันที่ที่ประชุมลงมติ

มาตรา 140 ที่ประชุมผู้ถือหุ้นอาจลงมติให้ลดทุนโดยวิธีตัดหุ้นจดทะเบียนที่จำหน่ายไม่ได้หรือที่ยังมิได้นำออกจำหน่ายได้เมื่อที่ประชุมมีมติแล้วให้บริษัทของจดทะเบียนลดทุนภายในสิบสี่วันนับแต่วันที่ที่ประชุมลงมติ

มาตรา 141 ในการลดทุนที่มีใช้กรณีตามมาตรา 140 บริษัทต้องมีหนังสือแจ้งมติการลดทุนไปยังเจ้าหน้าที่ของบริษัทที่บริหารภายในสิบสี่วันนับแต่วันที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติ โดยกำหนดเวลาให้ส่งคำคัดค้านภายในสองเดือนนับแต่วันที่ได้รับหนังสือแจ้งมตินั้น และให้บริษัทโฆษณาตามดินั้นทางหนังสือพิมพ์ภายในกำหนดเวลาสิบสี่วันนั้นด้วย ถ้ามีการคัดค้าน บริษัทจะลดทุนมิได้จนกว่าจะได้ชำระหนี้หรือให้ประกันเพื่อหนี้นั้นแล้ว

มาตรา 142 เมื่อได้ดำเนินการตามมาตรา 139 และมาตรา 141 แล้ว ให้บริษัทของจดทะเบียนลดทุนต่อนายทะเบียนภายในกำหนดเวลาดังต่อไปนี้

1. สิบสี่วันนับแต่วันที่พ้นกำหนดตามมาตรา 141 ในกรณีที่ไม่มีเจ้าหน้าที่คัดค้าน หรือ
2. สิบสี่วันนับแต่วันที่ชำระหนี้หรือให้ประกันเพื่อหนี้นั้น ในกรณีที่มิได้เจ้าหน้าที่คัดค้าน

ทั้งนี้ ให้นำมาตรา 138 วรรคสาม มาใช้บังคับโดยอนุโลม

มาตรา 143 เมื่อบริษัทได้ดำเนินการจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงทุนชำระแล้วตามมาตรา 138 หรือจดทะเบียนลดทุนตามมาตรา 140 หรือมาตรา 142 แล้ว ให้บริษัทแจ้งแก่ผู้ถือหุ้นเป็นหนังสือและประกาศโฆษณาในหนังสือพิมพ์อย่างน้อย หนึ่งฉบับภายในสิบวัน นับแต่วันที่ได้จดทะเบียนเพิ่มทุนหรือลดทุน แล้วแต่กรณี

มาตรา 144 ในกรณีที่เจ้าหนี้คนใดมิได้คัดค้านการลดทุนของบริษัทภายในกำหนดเวลาตามมาตรา 141 เพราะไม่ทราบมติการลดทุน และเหตุที่ไม่ทราบนั้นมิได้เป็นความผิดของเจ้าหนี้คนนั้น ถ้าเจ้าหนี้คนนั้นประสงค์จะให้ผู้ถือหุ้นซึ่งได้รับเงินค่าหุ้นคืนแล้วต้องรับผิดชอบในจำนวนเงินที่ได้รับคืนไปด้วย ต้องฟ้องคดีภายในหนึ่งปีนับแต่วันที่ได้จดทะเบียน ลดทุน

หมวด 11 หุ้นกู้

มาตรา 145 การกู้เงินของบริษัทโดยการออกหุ้นกู้เพื่อเสนอขายต่อประชาชน ให้เป็นไปตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และให้นำมาตรา 25 มาใช้บังคับโดยอนุโลม

มาตรา 25 ให้ผู้เริ่มจัดตั้งบริษัทหรือบริษัทจัดส่งเอกสารเกี่ยวกับการเสนอขายหุ้นต่อประชาชนที่ต้องจัดทำและส่งให้หน่วยงานตามกฎหมายว่าด้วยหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยส่งให้นายทะเบียนหนึ่งชุดภายในสิบห้าวันนับแต่วันที่ส่งให้แก่หน่วยงานดังกล่าวแก่นายทะเบียนตามหลักเกณฑ์วิธีการและเงื่อนไขที่นายทะเบียนกำหนด

มติที่ให้ออกหุ้นกู้ตามวรรคหนึ่งต้องให้มติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นด้วยคะแนนเสียงไม่น้อยกว่าสามในสี่ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นซึ่งมาประชุมและมีสิทธิออกเสียงลงคะแนน

แนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทมหาชนจำกัด

การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน หมายถึง การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนครั้งใหม่หลังจากที่บริษัทเคยออกหุ้นสามัญสู่สาธารณะมาก่อนหน้านี้แล้วซึ่งการจำหน่ายหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบ่งเป็น

1. กรณีเสนอขายให้ผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วนการถือหุ้น (Right Issue) หากมีหุ้น เหลือบริษัทเปิดให้ผู้ถือหุ้นรายอื่นจองเกินสิทธิหรือไม่ ถ้าไม่ จะจัดสรรให้ใคร เพราะถ้าราคาขายหุ้น right ต่ำกว่าราคาดตลาดมาก แล้วบริษัทไปให้ผู้ถือหุ้นเพียงบางรายก็จะไม่เป็นธรรมกับผู้ถือหุ้นรายอื่นที่อยากจองเกินสิทธิ หรือถ้ามีหุ้นเหลือมาก แล้วไปให้บุคคลบางกลุ่มก็จะเป็นการเปิดทางให้กลุ่มนั้นมีอำนาจควบคุมบริษัทเพิ่มขึ้น ดังนั้น หากคุณไม่เห็นด้วยกับการจัดสรรหุ้นที่เหลือ คุณควรเรียกร้องขอให้แยกวาระจัดสรรหุ้นเหลือออกจากวาระเพิ่มทุน Right เพื่อคุณจะได้ลงคะแนนคัดค้านเฉพาะเรื่องดังกล่าว

2. กรณีเสนอขายให้กลุ่มบุคคลเพียงบางราย ควรตั้งข้อสังเกตว่า ทำไมบริษัทไม่เสนอขายให้ผู้ถือเดิมหุ้นก่อน เพราะการขายให้บุคคลเพียงบางราย ทำให้สัดส่วนการถือหุ้นหรือเสียงของคุณในบริษัทลดลง บริษัทมีเหตุผลจำเป็นสมควรหรือจะได้รับการประโยชน์จากการขายให้บุคคลกลุ่มนั้นอย่างไร เช่น ได้รับความช่วยเหลือด้านเทคโนโลยีการผลิต

การจัดประชุมเป็นมติพิเศษ

การจัดประชุมเป็นมติพิเศษคือ การประชุมใหญ่ ผู้ถือหุ้นซึ่งได้มีการลงมติอันใดสองครั้ง การประชุม เป็นลำดับกัน โดยมีวิธีการดังต่อไปนี้

1. ข้อความที่จะเสนอให้ลงมตินั้นได้ลงมติในคำบอกกล่าวนัดประชุมใหญ่ครั้งแรก
2. ที่ประชุมใหญ่ครั้งแรกต้องลงมติโดยคะแนนเสียงข้างมากไม่ต่ำกว่าสามในสี่ส่วนของจำนวนเสียงทั้งหมด
3. การประชุมใหญ่ครั้งหลังได้นัดเรียกและได้ประชุมกันในเวลาไม่น้อยกว่าสิบสี่วัน และไม่มากกว่าหกสัปดาห์ภายหลังการประชุมใหญ่ครั้งแรก
4. ข้อความอันที่ประชุมใหญ่ครั้งแรกได้ลงมตินั้น ได้จัดส่งไว้เต็มจำนวนในคำบอกกล่าวนัดประชุมใหญ่ครั้งหลัง
5. ที่ประชุมใหญ่ครั้งหลัง ต้องลงมติขึ้นตามมติของที่ประชุมใหญ่ครั้งแรก โดยคะแนนเสียงข้างมากนับได้ไม่น้อยกว่าสองในสามส่วนของจำนวนเสียงทั้งหมด
6. การประชุมมติพิเศษเพื่อให้เพิ่มทุนนั้น จะต้องนำมาจดทะเบียนภายในสิบสี่วัน นับแต่วันที่ได้ลงมติ

การเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่ (เพิ่มทุน)

การเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่กฎหมายได้กำหนดหลักเกณฑ์ไว้ดังนี้ คือ

1. ต้องเสนอขายให้แก่ผู้ถือหุ้นทั้งหลายตามส่วนที่เขาถืออยู่ก่อน โดยคำเสนอขายต้องทำเป็นหนังสือบอกกล่าวไปยังผู้ถือหุ้นทุก ๆ คน ระบุจำนวนหุ้นให้ทราบว่าผู้นั้นชอบจะซื้อ ได้กี่หุ้นมีกำหนดวันและข้อความว่าถ้าพ้นวันนั้นไปมิได้มีคำสนองมาแล้วถือว่าเป็นอันไม่รับซื้อและหนังสือบอกกล่าวนั้น ต้องลงลายมือชื่อของกรรมการ
2. ถ้าพ้นกำหนดวันที่กำหนดแล้วหรือผู้ถือหุ้นบอกว่าไม่รับซื้อกรรมการจึงมีสิทธิเอาหุ้นนั้นขายให้แก่ผู้ถือหุ้นคนอื่นหรือจะรับซื้อไว้เองก็ได้
3. ในการเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่นั้นจะเสนอขายให้กับบุคคลภายนอกไม่ได้

แนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการออกหุ้นกู้ของบริษัทมหาชนจำกัด

กระบวนการออกตราสารหนี้ของภาคเอกชน หรือเรียกว่าการออกหุ้นกู้ เริ่มต้นจากบริษัทที่ประสงค์จะออกหุ้นกู้ จะแต่งตั้งทีมที่ปรึกษาทางการเงิน (Financial Advisor) เพื่อให้คำปรึกษาในเรื่องประเภท และเงื่อนไขรายละเอียดต่างๆ ของหุ้นกู้ และช่วยดำเนินการจัดทำข้อมูลของหุ้นกู้เพื่อขออนุญาตเสนอขายจากสำนักงาน ก.ล.ต. และจะต้องดำเนินการ ให้มีการจัดอันดับเครดิตของหุ้นกู้ พร้อมทั้งแต่งตั้งผู้จัดการการจัดจำหน่าย (Underwriter) เพื่อดำเนินการเรื่องการขาย ให้แก่นักลงทุน หลังจากที่ได้รับอนุญาตจากสำนักงาน ก.ล.ต. ในบางกรณีบริษัทผู้ออกหลักทรัพย์ อาจดำเนินการเอง โดยไม่ต้องว่าจ้างที่ปรึกษา หรือผู้จัดการการจัดจำหน่าย

หุ้นกู้ หมายถึง ตราสารแสดงพันธหนี้สิน โดยอาจจะออกให้กับผู้ถือหุ้นหรือระบุชื่อผู้ถือลง ในตราสารหนี้ก็ได้ ตามปกติในตราสารจะแสดงราคาตามมูลค่าอันเป็นจำนวนเงินต้นที่จะต้องจ่ายชำระ ณ วันถึงกำหนด อัตราดอกเบี้ยและกำหนดเวลาการจ่ายดอกเบี้ย

วิธีการเสนอขายหุ้นกู้แบ่งออกเป็น 2 ประเภท ได้แก่

ประเภทแรก จำกัดการเสนอขายในวงแคบ โดยขายเฉพาะเจาะจงให้กับกลุ่มนักลงทุนสถาบัน และมีข้อจำกัด การโอนซื้อขายเปลี่ยนมือในตลาดรองที่กำหนดให้โอนซื้อขายระหว่างนักลงทุนประเภทนี้เท่านั้น ซึ่งได้แก่ สถาบันการเงิน บริษัทประกันภัย กองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพและนิติบุคคลประเภทอื่นๆ การซื้อขายในตลาดรอง เป็นวิธีการตกลงและต่อรองกันเอง หรือที่เรียกว่าการซื้อขายในตลาด OTC (Over The Counter)

ประเภทที่สอง เป็นวิธีการเสนอขายหุ้นกู้ให้แก่นักลงทุนทุกประเภท และไม่มีข้อจำกัดการโอน ดังนั้น การซื้อขายในตลาดรองจึงเป็นไปในวงกว้าง และสามารถจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อซื้อขายในตลาดรองได้

คุณสมบัติของหุ้นกู้

คุณสมบัติของหุ้นกู้กำหนดโดย พรบ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 มีดังนี้

1. เป็นหุ้นกู้ที่ผู้ยื่นคำขอเป็นบริษัทมหาชนจำกัดยื่นขออนุญาตต่อสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ และได้รับอนุญาตแล้ว

2. มีมูลค่าตราไว้หุ้นละไม่ต่ำกว่าหนึ่งร้อยบาท หรือต้องไม่ต่ำกว่า ที่กฎหมายกำหนดสำหรับหุ้นกู้บางประเภทหรือหุ้นกู้ที่ออกจำหน่ายก่อนวันที่ข้อบังคับนี้ใช้บังคับและชำระเต็มมูลค่าแล้วทั้งหมด

3. การออกหุ้นกู้จะต้องมีจำนวนไม่ต่ำกว่าหนึ่งร้อยล้านบาทและมีผู้ถือหุ้นกู้ ณ วันยื่นคำขานี้ไม่ต่ำกว่า 50 ราย โดยที่แต่ละรายต้องถือหุ้นกู้ไม่ต่ำกว่าหนึ่งหน่วยการซื้อขาย

4. มีกำหนดเวลาไถ่ถอน หรือแปลงสภาพไม่น้อยกว่า 3 ปีนับแต่วันที่ออกหุ้นกู้นั้น แต่ทั้งนี้ไม่เป็นการห้ามมิให้ไถ่ถอนหรือแปลงสภาพบางส่วนที่กระทำก่อนครบกำหนด 3 ปี ตามเงื่อนไขที่ระบุไว้ในการออกหุ้นกู้

5. ในกรณีที่หุ้นกู้แปลงสภาพต้องออกโดยบริษัทจดทะเบียน ซึ่งมีหุ้นสามัญจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นระยะเวลาไม่น้อยกว่า 1 ปี

2. มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating Agency) ที่ได้รับความเห็นชอบจากสำนักงานคณะกรรมการ ก.ล.ต.

ชนิดของหุ้นกู้ (Types of Bonds)

1. Debenture Bonds หรือ Unsecured Bonds คือ หุ้นกู้ที่ไม่มีสินทรัพย์ค้ำประกันความสามารถในการซื้อขายหุ้นกู้ชนิดนี้ขึ้นอยู่กับอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัท โดยทั่วไปบริษัทที่ประสบความสำเร็จมีผลกำไรเป็นระยะเวลายาวนานอย่างต่อเนื่องจะออกหุ้นกู้ชนิดนี้ ผู้ถือหุ้นกู้เป็นเจ้าของหนี้ซึ่งมีสิทธิเรียกร้องเท่าเทียมกับเจ้าหนี้คนอื่น

2. Mortgage Bonds หรือ Secured Bonds คือ หุ้นกู้ที่มีสินทรัพย์ค้ำประกัน ถ้าบริษัทล้มละลายหรือเลิกกิจการ ผู้ถือหุ้นชนิดนี้มีสิทธิเรียกร้องอันดับแรกในจำนวนเงินที่ได้จากการจำหน่ายสินทรัพย์ที่ค้ำประกันหุ้นกู้นั้น ถ้าเงินสดจากการจำหน่ายสินทรัพย์ไม่เพียงพอที่จะชำระหนี้สินหุ้นกู้ผู้ถือหุ้นกู้จะกลายเป็นเจ้าหนี้ทั่วไปสำหรับยอดหนี้สินที่ยังไม่จ่ายชำระ

3. Registered Bonds คือ หุ้นกู้ที่ระบุชื่อผู้ถือ กล่าวคือ บริษัทจะมีทะเบียนผู้ถือหุ้นแต่ละคน ดังนั้นในวันจ่ายดอกเบี้ย บริษัทจะจ่ายดอกเบี้ยไปให้กับผู้ถือหุ้นแต่ละคนที่มีชื่ออยู่ในทะเบียน การซื้อขายหุ้นกู้จะต้องมีการออกใบหุ้นใหม่

4. Coupon Bonds คือ หุ้นกู้ที่ไม่ระบุชื่อผู้ถือการโอนกระทำได้โดยการมอบใบหุ้นต่อกัน

5. Zero-Coupon Bonds หรือ Deep-Discount Bonds คือ หุ้นกู้ที่ไม่จ่ายดอกเบี้ยจนกระทั่งถึงกำหนดไถ่ถอน กล่าวคือ หุ้นกู้จะถูกจำหน่ายในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าหน้าตั๋ว ในวันที่ครบกำหนดไถ่ถอน ผู้ถือหุ้นจะได้รับดอกเบี้ยคงค้างทั้งหมดและมูลค่าหน้าตั๋ว

6. Callable Bonds คือ หุ้นกู้ที่บริษัทผู้ออกมีสิทธิเรียกหุ้นกู้มาไถ่คืนได้ก่อนครบกำหนด

7. Convertible Bonds คือ หุ้นกู้แปลงสภาพที่ให้สิทธิแก่ผู้ถือหุ้นกู้ที่จะนำไปแลกหรือแปลงเป็นหุ้นทุนตามเงื่อนไข เวลา แลราคาที่ระบุไว้ในหุ้นกู้

8. Serial Bonds คือ หุ้นกู้ที่ออกพร้อมกันทั้งจำนวนแต่ครบกำหนดไถ่ถอนเป็นงวด ๆ เช่น หุ้นกู้ออกจำหน่ายในปี 2541 มูลค่าหน้าตั๋ว 50,000 บาท ครบกำหนดไถ่ถอนในปี 2547 ถึง 2551 ปีละ 10,000

9. Term Bonds คือ หุ้นกู้ที่ออกพร้อมกันและครบกำหนดไถ่ถอนทั้งจำนวน เช่น หุ้นกู้
ออกจำหน่ายในปี 2541 มูลค่าหน้าตั๋ว 50,000 ครอบคลุมกำหนดไถ่ถอน 2551 ทั้งจำนวนคือ 50,000 บาท
การจัดอันดับความน่าเชื่อถือหุ้นกู้

หุ้นกู้ที่ออกเสนอขายทั้งสองวิธีการต้องได้รับการจัดอันดับเครดิต หรือจัดอันดับความ
น่าเชื่อถือจากบริษัทจัดอันดับเครดิตในประเทศ ตามกฎเกณฑ์ของสำนักงาน ก.ล.ด. เพื่อเป็นข้อมูลที่
สำคัญให้แก่นักลงทุน โดยเป็นด้านแรกของเครื่องมือวัดความเสี่ยงด้านเครดิตของหุ้นกู้ ในกรณีที่
เป็นนักลงทุนสถาบันที่มีบุคลากรเฉพาะด้าน อาจมีหน่วยงานวิเคราะห์ด้านความเสี่ยงของฐานะทาง
การเงินของหุ้นกุนั้นๆอีกชั้นหนึ่ง แต่สำหรับนักลงทุนทั่วไปสามารถใช้อันดับเครดิตนี้ในการ
ประเมินความเสี่ยงที่ตนจะสามารถรับได้หรือไม่ ทั้งนี้ นักลงทุนมีหน้าที่ต้องติดตามฐานะทาง
การเงินของบริษัทผู้ออกหุ้นกู้อย่างใกล้ชิด ตลอดระยะเวลาที่ลงทุน

อันดับเครดิตเป็นคำอ้างอิงที่แสดงว่าผู้ออกหุ้นกู้มีความเสี่ยงที่จะ ไม่สามารถชำระ
ดอกเบี้ย และเงินต้นตามกำหนด โดยหุ้นกู้ที่มีอันดับเครดิตดีหรือสูง หมายความว่ามีความเสี่ยงที่จะ
ไม่ชำระเงินตามกำหนดในระดับต่ำ และมีความมั่นคงทางการเงินในระดับสูง และหุ้นกู้ที่มีอันดับ
ความน่าเชื่อถือต่ำ มีความหมายในทางตรงข้าม คือ มีความเสี่ยงที่จะชำระเงินตามกำหนดไม่ได้ใน
ระดับสูง เนื่องจากความมั่นคงทางการเงินอยู่ในระดับต่ำ อันดับเครดิตของหุ้นกู้ที่ประกาศโดย
สถาบันจัดอันดับเครดิตในประเทศ 2 ราย คือ บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด และ บริษัท ฟิทช์ เรตติ้ง
(ประเทศไทย) จำกัด ซึ่งเรียงตามลำดับจากอันดับเครดิตที่สูงที่สุด ดังนี้

อันดับเครดิต	ความหมาย
AAA	อันดับเครดิตสูงที่สุด มีความเสี่ยงต่ำที่สุดที่จะไม่สามารถชำระหนี้ได้ตามกำหนด
AA	อันดับเครดิตรองลงมา และถือว่ามีความเสี่ยงต่ำมากที่จะไม่สามารถชำระหนี้ได้ ตามกำหนด
A	ความเสี่ยงอยู่ในระดับต่ำ
BBB	ถือว่ามีความเสี่ยงและความสามารถในการชำระหนี้ในระดับปานกลาง
BB	มีความเสี่ยงในระดับสูง
B	มีความเสี่ยงในระดับสูงมาก
C	มีความเสี่ยงในระดับสูงที่สุด
D	อยู่ในสถานะของการผิดนัดชำระหนี้

ภาพที่ 2-1 การจัดอันดับความน่าเชื่อถือหุ้นกู้

อันดับเครดิตข้างต้น จะมีเครื่องหมาย + หรือ - เช่น AA - A + เพื่อแสดงความแตกต่างกัน ของอันดับเครดิตเพิ่มขึ้น ตามมาตรฐานสากลอันดับเครดิตตั้งแต่ BBB ขึ้นไปจนถึง AAA ถือว่าหุ้นกู้ดังกล่าวอยู่ในระดับนำลงทุน (Investment Grade) ส่วนอันดับเครดิตที่ต่ำกว่า BBB ลงไป มักเป็นหุ้นกู้ในระดับที่ลงทุนเพื่อเก็งกำไร (Speculative)

แนวคิดและทฤษฎีตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis)

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในตลาดสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องไว้ทั้งหมดและเป็นไปอย่างรวดเร็ว ซึ่งหมายความว่า ราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในขณะใดขณะหนึ่งเป็นราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง เนื่องจากเป็นราคาหลักทรัพย์ที่ได้รวมผลกระทบของข้อมูลต่างๆ แล้ว (Fama, 1970)

การวิเคราะห์ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ หรือ EM เป็นตลาดแข่งขันสมบูรณ์ ซึ่งเชื่อว่ามูลค่าที่ควรเป็นของหุ้นเท่ากับราคาตลาดเสมอ แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ณ เวลาใดเวลาหนึ่งจะเป็นข้อมูลสะท้อนข่าวสารอย่างสมบูรณ์ หากการตัดสินใจซื้อขายหุ้นของนักลงทุนในตลาดตั้งอยู่บนพื้นฐานของการคาดคะเน ด้วยเหตุผล (Rational Expectations) ราคาหุ้นจะปรับตัวสูงขึ้นหรือลดลงอย่างรวดเร็วเมื่อมีข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ เข้ามา ดังนั้นจึงไม่มีใครสามารถทำกำไรเกินปกติได้ ผลกำไรที่นักลงทุนได้รับจะเป็นกำไรในระดับปกติ (Normal Profit) สามารถกล่าวอีกอย่างหนึ่งว่าการเปลี่ยนแปลง ในราคาหุ้นจะสอดคล้องกับข่าวสารข้อมูลการเปลี่ยนแปลงในปัจจุบันพื้นฐานของบริษัท เรียกตลาดทุนลักษณะนี้ว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพในการถ่ายทอดข้อมูลข่าวสาร หรือ ตลาดที่นักลงทุนใช้คาดการณ์ในตัวแปรที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์แบบคาดคะเน

ในระบบการแข่งขันเสรีราคาจะเป็นตัวผลักดันให้จัดสรรทรัพยากรไปยังส่วนต่างๆ ของระบบเศรษฐกิจได้อย่างถูกต้อง ถ้าตลาดหลักทรัพย์ทำหน้าที่ในการจัดสรรเงินลงทุนได้อย่างเหมาะสม ราคาของหลักทรัพย์ก็จะเป็นตัวสะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงตามปัจจัยพื้นฐาน (Intrinsic Value) ของแต่ละบริษัทซึ่งในโลกของความเป็นจริงแล้วตลาดประเภทนี้มีน้อยมากดังนั้น ทฤษฎีตลาดประสิทธิภาพจึงตั้งบนสมมติฐาน ดังนี้

1. จำนวนผู้ซื้อ และ ผู้ขายมีมากรายจนกระทั่งไม่มีบุคคลใดมีอำนาจในการกำหนดราคาหุ้นได้โดยที่แต่ละคนมีความเป็นอิสระต่อกัน และราคาที่เกิดขึ้นจะเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ

2. ผู้ลงทุนแต่ละคนมีพื้นฐานในการประเมินมูลค่าหุ้นเหมือนกัน (Homogeneous Expectation) ซึ่งกำหนดขึ้นจากความน่าจะเป็น (Probability Distribution) ของอัตราผลตอบแทน
3. ผู้ซื้อและผู้ขายในตลาดหลักทรัพย์มีความเกี่ยวข้องกับราคาและข่าวสารต่างๆของหุ้นอย่างสมบูรณ์ (Perfect Knowledge) เพื่อให้ราคาหลักทรัพย์นั้นเป็นราคาที่สะท้อนข้อมูลข่าวสารใหม่ที่เกิดขึ้น
4. ผู้ลงทุนทุกคนเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ก่อให้เกิดอรรถประโยชน์สูงสุด ณ ระดับราคาความเสี่ยงหนึ่งที่ทำให้ผลตอบแทนสูงสุดราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงอัตราผลตอบแทนที่รับรู้ความเสี่ยงด้วย และควรสะท้อนข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้นอย่างไม่มีอคติรวมทั้งความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการเป็นเจ้าของหลักทรัพย์นั้นด้วย ดังนั้นในตลาดที่มีประสิทธิภาพ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนผลตอบแทนที่คาดหวัง ซึ่งเป็นผลตอบแทนที่รับรู้ความเสี่ยงแล้ว (Risk-Adjusted Rate of Return) หรือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวังจะเป็นอัตราผลตอบแทนที่สอดคล้องกับความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนควรจะได้รับจากการลงทุนนั้น

ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นถือว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาจะเป็นอิสระต่อกัน ไม่มีความสัมพันธ์กันและเชื่อว่าราคาจะสะท้อนข่าวสารทั้งหมดที่เปิดเผยต่อสาธารณะชนอย่างสมบูรณ์ แม้กระทั่งข้อมูลที่เป็นความลับหรือรู้กันเพียงคนในวงจำกัด ราคาที่เกิดขึ้นจึงเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ (Equilibrium Price) ซึ่งในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นราคาดุลยภาพคือมูลค่าที่แท้จริง

ระดับความมีประสิทธิภาพของตลาด

จะพบว่าเมื่อตลาดที่มีประสิทธิภาพตามสมมติฐานที่กล่าวมาแล้วก็ตาม แต่ในทางปฏิบัติตลาดเหล่านั้นก็ไม่ได้มีประสิทธิภาพเท่าเทียมกันในทุกตลาด Fama (1970) จำแนกความมีประสิทธิภาพของตลาด จากพฤติกรรมข่าวสารข้อมูลได้เป็น 3 ระดับดังนี้

1. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำ (Weakly Efficient Market) เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ราคามีการเคลื่อนไหวอย่างสุ่มและมีความยืดหยุ่นต่ำ เนื่องจากนักลงทุนสามารถศึกษาข้อมูลด้านราคาได้อย่างเท่าเทียมกันและข้อมูลด้านราคามีน้อยจึงไม่มีใครเอาเปรียบใครได้จากข้อมูลด้านราคา ทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาในอดีตเป็นไปโดยไม่อาจคาดคะเนได้ ราคาหุ้นในปัจจุบันจึงมีการเคลื่อนไหวแบบเชิงสุ่ม คือตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำนี้ถือว่าข้อมูลด้านราคาและปริมาณการซื้อขายหุ้นในอดีตไม่สามารถนำมาใช้เป็นแนวทางในการคาดคะเนแนวโน้มราคาหุ้นในอนาคตได้ ดังนั้น ถ้าเชื่อว่าราคาสต็อกในปัจจุบันได้สะท้อนถึงผลตอบแทนในอดีตทั้งหมดของหลักทรัพย์และข้อมูลต่าง ๆ เกี่ยวกับตลาดหลักทรัพย์แล้ว สมมติฐานของตลาดที่มี

ประสิทธิภาพในระดับต่ำ ย่อมจะบอกให้ทราบว่า อัตราผลตอบแทนในอดีตรวมทั้งข้อมูลตลาดในอดีต ไม่ควรจะมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในอนาคต เนื่องจากผลตอบแทนในอดีตและผลตอบแทนในอนาคตควรเป็นอิสระต่อกันตามสมมติฐานของตลาดมีประสิทธิภาพ ด้วยเหตุนี้ ผู้ลงทุนจะได้กำไรน้อยมากถ้าตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยอาศัยข้อมูลอัตราผลตอบแทนในอดีต หรือข้อมูลตลาดอื่นในอดีต ไม่ว่าผู้ลงทุนจะใช้เกณฑ์หรือเทคนิคใด ๆ ในการตัดสินใจลงทุน

2. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (Semi-Strong Efficient Market)

เป็นตลาดหลักทรัพย์ที่ราคาเป็นตัวแทนข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ต่อ สาธารณชนทั่วไป ราคาคุณภาพเปลี่ยนแปลงไป เมื่ออุปสงค์และอุปทานของหุ้นเปลี่ยนไปเมื่อได้รับข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ จนกระทั่งเกิดคุณภาพใหม่ ข่าวสารเหล่านี้จะมีการเผยแพร่ต่อสาธารณชนทั่วไปอย่างรวดเร็วโดย นักลงทุนจะประเมินมูลค่าของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและราคาหุ้นก็จะปรับตัวทันทีในระหว่างที่มีข้อมูลข่าวสารใหม่นี้ นักวิเคราะห์การลงทุนจะมีการประเมินมูลค่าหุ้นใหม่อยู่ตลอดเวลา

ตลาดหลักทรัพย์ที่มีความยืดหยุ่นปานกลางนี้จะมีการนำข้อมูลที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นมาคำนวณราคาพื้นฐานของหลักทรัพย์แต่ละตัวอย่างรวดเร็ว ดังนั้นการทดสอบความมีประสิทธิภาพในระดับนี้เป็นการทดสอบเกี่ยวกับข้อมูลข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณชนที่ออกมาใหม่ทำให้ราคาหุ้นปรับตัวตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่เข้ามา ดังนั้นข้อมูลสาธารณะจะประกอบด้วยข้อมูลสองส่วน คือ ข้อมูลตลาด และข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลตลาด

ข้อมูลตลาด (Market Information) เช่น ราคาหลักทรัพย์ในอดีต อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และข้อมูลอื่นๆ ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด

ข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลตลาด (Nonmarket Information) เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศตัวเลขรายได้ของธุรกิจ และข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (Price to Earning หรือ P/E) อัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield Ratios) อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Price Book Value หรือ P/BV Ratios) การแตกหุ้น (Stock Splits) ข่าวเกี่ยวกับเศรษฐกิจ และข่าวเกี่ยวกับการเมือง เป็นต้น

3. ตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพสูง (Strongly Efficient Market) จะมีความยืดหยุ่นมากซึ่งตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพในระดับนี้ ราคาเป็นตัวแทนข้อมูลข่าวสารใหม่ทุกชนิด ไม่เพียงแต่เป็นข้อมูลที่เผยแพร่ต่อสาธารณชนเท่านั้น แต่ยังรวมถึงข้อมูลที่ไม่เปิดเผยอีกด้วย (Inside Information) หมายความว่า ไม่มีใครมีอำนาจผูกขาดในการใช้ข้อมูลภายในเพื่อสร้างกำไรที่ปกติได้ ถึงแม้ว่าจะมีข้อมูลภายในก็ไม่สามารถนำมาใช้สร้างราคาได้ เพราะทุกคนรู้ข้อมูลภายในอย่างรวดเร็วเหมือนกัน

แนวคิดและทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

จากทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่นำเสนอ MM ได้มีข้อสมมติข้อหนึ่งว่า นักลงทุนจะมีข้อมูลทุกอย่างที่เกี่ยวกับแนวโน้มของบริษัทในอนาคตเหมือนกับผู้บริหาร ซึ่งกรณีนี้เรียกว่า Symmetric Information แต่โดยแท้จริงแล้วผู้บริหารมักจะมีข้อมูลที่ดีกว่านักลงทุนทั้งหลาย ซึ่งเรียกว่า Asymmetric Information โดยทฤษฎีการส่งสัญญาณนี้นักลงทุนควรศึกษาถึงพฤติกรรมที่บริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งสัญญาณให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งอาจจะนำไปสู่การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหุ้นได้ พฤติกรรมที่เกิดกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ เช่น ถ้ามีการคาดการณ์ว่าแนวโน้มของบริษัทจะดีในอนาคต ผู้บริหารจะพยายามที่จะหลีกเลี่ยงการระดมทุนโดยการออกหุ้นสามัญใหม่ แต่จะใช้วิธีอื่น ๆ รวมทั้งอาจจะใช้แหล่งเงินทุนจากหนี้สินแทน เพราะว่าเมื่อ บริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้น จะมีผลทำให้ราคาหุ้นสามัญสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นเดิม ก็จะได้รับผลประโยชน์อย่างเต็มที่ แต่ถ้าผู้บริหารจัดหาเงิน โดยการออกหุ้นสามัญ ก็ต้องแบ่งผลประโยชน์ส่วนนี้ไปให้ผู้ถือหุ้นรายใหม่ด้วย ในขณะที่บริษัทคาดการณ์ว่าแนวโน้มจะไม่สู้ดีนัก ผู้บริหารจะหันมาระดมด้วยการออกหุ้นสามัญใหม่ เพราะจะได้ให้ผู้ถือหุ้นรายใหม่มาช่วยเฉลี่ยผลการขาดทุนได้

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เสนอโดย Modigliany and Millier (MM) พบว่า ไม่ว่าบริษัทจะจัดหาแหล่งเงินทุนโดยวิธีใดก็ตามจะไม่มีผลกระทบต่อมูลค่ากิจการ ซึ่งนั่นหมายถึง โครงสร้างเงินทุนของบริษัทไม่มีความสำคัญ ทั้งนี้ภายใต้ข้อสมมติ ได้แก่

1. ไม่มีค่าธรรมเนียมในการซื้อขายหลักทรัพย์
2. ไม่มีภาษี
3. ไม่มีต้นทุนที่จะทำให้บริษัทล้มละลาย
4. ผู้ลงทุนสามารถกู้ยืมได้ในอัตราเดียวกันกับบริษัท
5. นักลงทุนมีข้อมูลเหมือนผู้บริหารเกี่ยวกับโอกาสในการลงทุนของบริษัทในอนาคต
6. กำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี ไม่ถูกกระทบโดยการจัดหาเงินทุนจากหนี้สิน

ซึ่งมีข้อสมมติบางข้อไม่เป็นจริงในทางปฏิบัติ แต่ผลของแนวคิดของ MM ก็เป็นเรื่องสำคัญมาก แม้กระทั่ง MM ระบุว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสำคัญต่อมูลค่าของกิจการ แต่ MM ก็ได้ให้แนวทางเพื่อที่จะศึกษาว่า ปัจจัยอะไรที่ทำให้โครงสร้างเงินทุนมีผลต่อมูลค่ากิจการ ผลงานของ MM จึงเป็นจุดเริ่มต้นของการวิจัยเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุน

ทฤษฎีการพิจารณาต้นทุนและผลประโยชน์ในการก่อหนี้ (Trade Off Theory)

เป็นแนวคิดที่ผู้บริหารของบริษัทจะต้องเลือก (Trade-off) ระหว่างประโยชน์ของการก่อหนี้ ซึ่งได้รับผลประโยชน์ในด้านภาษี กับ อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น และต้นทุนของการล้มละลาย กล่าวคือ ดอกเบี้ยที่เสียไปสามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายของกิจการเพื่อนำมาซึ่งภาษีที่ลดลง ทำให้ต้นทุนเงินทุนจากแหล่งเงินทุนที่มาจากการก่อหนี้ต่ำกว่า แหล่งเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ และหุ้นบุริมสิทธิ ดังนั้น ถ้าบริษัทใช้เงินทุนจากการก่อหนี้เพิ่มขึ้น จะทำให้มูลค่าของบริษัทและราคาหุ้นสามัญสูงขึ้นตามไปด้วย

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า ที่ผ่านมามีงานวิจัยในอดีตได้มีการศึกษาเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนและการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ ดังนี้

รจเรข กัลปากรณชัย (2545 อ้างถึงจาก Myers & Majluf, 1984) เสนอแนวความคิดว่า ผู้บริหารจะทำการเพิ่มหลักทรัพย์เมื่อตลาดกำลังมีราคาสูงจริง เนื่องจากมีข้อมูลที่ดีกว่า ทำให้ได้ประโยชน์จากข้อมูล และผู้ถือหุ้นเดิมจะได้รับประโยชน์จากการเพิ่มทุนและการวิเคราะห์ Miller and Rock (1985) เสนอว่า ตลาดจะมีปฏิกิริยาทางบวกจากการประกาศเพิ่มทุนภายนอก ซึ่งเป็นสัญญาณว่ากำไรจะการลงทุนจะมีเสถียรภาพ ดังนั้นจึงพบว่า ราคาหุ้นสามัญจะมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงเงินลงทุนภายนอก Michael (1986) ศึกษาผลกระทบของปฏิกิริยาของหุ้นสามัญและหุ้นกู้ เมื่อมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการปันผล และ/หรือ โครงสร้างเงินทุน และทำการเทียบการปันผลกับกลุ่มอุตสาหกรรม ผลจากการศึกษาพบว่า การประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายปันผลและโครงสร้างเงินทุน ส่งผลต่อราคาหุ้นและหุ้นกู้

Pichai Lertsupongkit (2001) ศึกษาถึงผลตอบแทนของราคาหุ้นหลังประกาศเพิ่มทุน โดยมีจำนวนตัวอย่าง 59 บริษัท ช่วงเวลาศึกษาคือปีค.ศ. 1994-2001 โดยสมมติฐานคือบริษัทจะออกหุ้นเพิ่มทุนเมื่อราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็น ส่งผลให้หลังการประกาศเพิ่มทุนผลตอบแทนของหุ้นควรจะลดลงโดยใช้แบบจำลอง market model ทดสอบหาผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Returns)

Loughran and Ritter (1997) พบว่าผลการดำเนินงานหลังการระดมทุนเพิ่มนั้นแย่งเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้ออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งผู้จัดการของบริษัทที่เพิ่มทุนอาจมีการตกแต่งรายได้บางส่วนก่อนการระดมทุนเพิ่ม โดยอาศัยความไม่เท่าเทียมกันของข่าวสารข้อมูล ดังนั้นนักลงทุนและตลาดสามารถทราบผลจากการตกแต่งผลกำไร โดยจะสะท้อนออกมาในรูปของผลการดำเนินงานหรือผลตอบแทนของหุ้นแย่งภายหลังจากการระดมทุน

แรววัน ปรังก์ธวัช (2545 อ้างถึงจาก Spiess & Graves 1995) ทดสอบผลตอบแทนระยะยาวของหุ้นหลังออกหุ้นเพิ่มทุนว่าเป็นเช่นไร เมื่อเทียบกับบริษัทจับคู่เหมือน ศึกษาในช่วงปี ค.ศ. 1975-1989 โดยวัดผลการดำเนินงานเปรียบเทียบ 3 วิธี ได้แก่ 1. บริษัทที่มีขนาดใกล้เคียงกัน 2. บริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมเดียวกันและมีขนาดใกล้เคียงกัน 3. บริษัทที่มีอัตราส่วนมูลค่าทางบัญชีต่อมูลค่าทางตลาด และขนาดบริษัทที่ใกล้เคียงกัน นอกจากนี้ต้องไม่ออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา โดยการทดสอบเพื่อดูผลการดำเนินงานหลังจากมีการออกหุ้นว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานที่แย่ลงหรือไม่ โดยแบ่งการทดสอบเป็น 4 แบบ คือ 1. ปีที่ออก 2. แบ่งตามอายุของบริษัทที่นำมาเป็นตัวอย่าง 3. แบ่งตามลักษณะของบริษัท 4. แบ่งตามลักษณะของอุตสาหกรรม ทุกส่วนเป็นการตรวจสอบความถูกต้องของแต่ละวิธีไปในตัว และจากการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนของหุ้นทั้งช่วง 3 ปี และ 5 ปีแยกว่าที่ควรจะเป็น โดยผลตอบแทนช่วง 5 ปีหลังการเพิ่มทุนได้ลดลงมากกว่าผลตอบแทนของหุ้นในช่วง 3 ปี

อังคณา ชูวะเจริญพานิช (2545) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหุ้นกับการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท โดยบริษัทที่ใช้ในการศึกษาเป็นหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2535-2540 โดยมีจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 142 บริษัท ผลการศึกษา พบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นกับการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท จากการพบความสัมพันธ์ในส่วนนี้ทำให้เป็นตัวช่วยสนับสนุนงานวิจัยฉบับนี้ที่อ้างถึง ข้อสมมติฐานการประเมินมูลค่าผิดพลาด (Misvaluation Hypothesis) เพราะว่าผู้บริหารรอจังหวะเวลาที่ตลาดประเมินมูลค่ากิจการสูงกว่าความเป็นจริงแล้วจึงพิจารณาออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งภายหลังทำให้มูลค่าหุ้นลดต่ำลงเพราะเหตุผลจากตลาดกำหนดราคาที่สูงเกินจริง (Overpricing)