



#### บทที่ 4

### ผลการศึกษาการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและการประกาศจ่ายเงินปันผล

#### ลักษณะข้อมูลที่นำมาทำการศึกษา

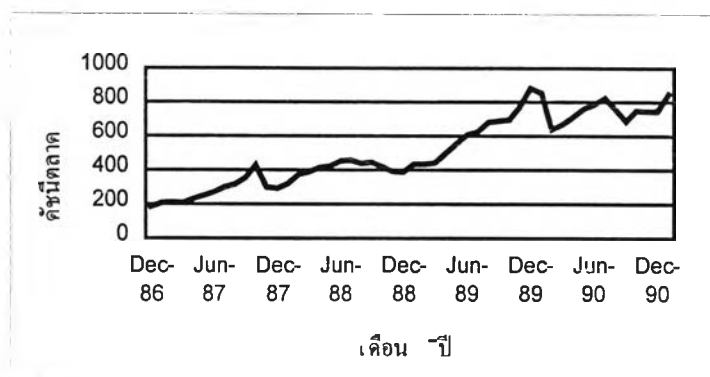
สำหรับข้อมูลการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปในการศึกษานี้มีจำนวน 92 ตัวอย่าง 65 บริษัทโดยในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนดังกล่าวสามารถแยกเป็นรายปีที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 แสดงถึงจำนวนข้อมูลการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปโดยทำการแยกเป็นรายปี

ปี	จำนวนข้อมูล	ปี	จำนวนข้อมูล
2520	1	2534	5
2521	6	2535	10
2529	5	2536	4
2530	9	2537	4
2531	12	2538	3
2532	22	2539	4
2533	7	2540	0

จะพบว่าในช่วงปี 2531-2533 จะมีบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนในจำนวนมากเมื่อเทียบกับจำนวนข้อมูลในปีอื่นๆ ทั้งนี้เมื่อพิจารณาถึงดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปีดังกล่าวพบว่าการปรับตัวเพิ่มขึ้นมากเมื่อเทียบกับปีอื่นๆ โดยเฉพาะในปี 2532 ดังปรากฏในกราฟที่ 1 ซึ่งอาจเป็นเหตุผลหนึ่งที่บริษัทอาศัยช่วงเวลาที่ราคาหุ้นมีการปรับตัวสูงขึ้นในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

กราฟที่ 1 แสดงดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในช่วงปี 2530-2533



นอกจากนี้เมื่อพิจารณาถึงจำนวนบริษัทในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนดังตารางที่ 2 แล้วพบว่าส่วนใหญ่แล้วจะเป็นบริษัทในกลุ่มสิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม พาณิชย และวัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ตกแต่งตามลำดับ

ตารางที่ 2 แสดงถึงจำนวนบริษัทในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชน

อุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท
ธุรกิจการเกษตร	4
วัสดุก่อสร้างและอุปกรณ์ตกแต่ง	10
เคมีภัณฑ์และพลาสติก	2
พาณิชย	13
สื่อสาร	2
เครื่องใช้ไฟฟ้า	8
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	1
บันเทิงและสันทนาการ	1
อาหารและเครื่องดื่ม	6
การแพทย์	2
บรรจุภัณฑ์	3
เวชภัณฑ์และเครื่องสำอาง	1
อัญมณีและเครื่องประดับ	1
การพิมพ์และสิ่งพิมพ์	1
บริการเฉพาะกิจ	1
พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	8
สิ่งทอเครื่องนุ่งห่ม	21
ยานพาหนะและอุปกรณ์	4
คลังสินค้าและไซโล	1
อื่นๆ	2
รวม	92

โดยบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมข้างต้นจะมีขนาดของบริษัทที่ค่อนข้างใหญ่เมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมอื่นๆ การระดมทุนโดยใช้ทางเลือกอื่นนั้นอาจไม่สามารถระดมทุนได้ตามจำนวนเงินที่บริษัทต้องการ ดังนั้นการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนจึงมีบทบาทสำคัญในการระดมทุนของบริษัทเหล่านี้ สำหรับในส่วนตัวต่อไปจะกล่าวถึงผลการศึกษาของการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยแยกเป็นผลการศึกษิตตามสมมติฐาน 4 ข้อดังต่อไปนี้

**สมมติฐานที่ 1** ลักษณะการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีการระดมทุนเพิ่มโดยการออกหุ้นสามัญไม่มีความแตกต่างจากลักษณะการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่ไม่ได้มีการระดมทุนเพิ่ม

ในที่นี้กลุ่มของบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและมีการจ่ายเงินปันผลคือบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนภายใน 6 เดือน เนื่องจากการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมากกว่า 6 เดือน ข้อมูลที่สื่อจากการประกาศจ่ายเงินปันผลจะไม่สามารถสื่อข้อมูลต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนได้ โดยจะมี 3 ตัวอย่างที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนนานกว่า 6 เดือนคือ ICC, KDH และ RENOWN ดังนั้นในที่นี้จะถือว่าบริษัท 3 บริษัทข้างต้นไม่เป็นบริษัทที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและมีการจ่ายเงินปันผล สำหรับจำนวนตัวอย่างที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและมีการประกาศจ่ายเงินปันผลในการศึกษานี้ สามารถแบ่งเป็นกลุ่มที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 52 ตัวอย่าง และกลุ่มที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลพร้อมกับการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 20 ตัวอย่าง ซึ่งเมื่อนำบริษัทที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมาพิจารณาหาบริษัทเปรียบเทียบ (Matching Firm) ตามเกณฑ์ที่ได้กำหนดไว้จะพบว่าไม่สามารถหาบริษัทเปรียบเทียบกับบริษัทที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนได้ทุกข้อมูลโดยในที่นี้จะสามารถหาบริษัทเปรียบเทียบได้เพียงแค่ 47 ตัวอย่างเท่านั้น ซึ่งในการทดสอบสมมติฐานนี้จะทำการเปรียบเทียบพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเปรียบเทียบกับบริษัทที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนเฉพาะบริษัทที่สามารถหาบริษัทเปรียบเทียบเท่านั้น ซึ่งผลปรากฏดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 แสดงถึงจำนวนข้อมูลการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนกับบริษัทเปรียบเทียบที่มีได้มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

	บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน	บริษัทเปรียบเทียบ
ประกาศจ่ายเงินปันผล	43	38
-เพิ่มขึ้น	28	20
-ลดลง	10	10
-เท่าเดิม	5	8
ไม่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล	4	9
รวม	47	47

เมื่อพิจารณาถึงความแตกต่างในลักษณะการประกาศจ่ายเงินปันผลเพื่อทำการเปรียบเทียบถึงความแตกต่างระหว่างบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนกับบริษัทเปรียบเทียบว่ามีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ผลเป็นไปดังตารางที่ 4

ตารางที่ 4 แสดงถึงการเปรียบเทียบพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนกับบริษัทเปรียบเทียบที่มีได้มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

กลุ่มบริษัท	มีการจ่ายเงินปันผล	ไม่มีการจ่ายเงินปันผล	Chi - Square test
บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน	91.49%	8.51%	0.7859
บริษัทเปรียบเทียบ	80.85%	19.15%	

จากตารางที่ 4 บริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะมีการประกาศจ่ายเงินปันผลประมาณ 91 % และที่เหลือ 9 % ไม่ได้ประกาศจ่ายเงินปันผล เมื่อนำมาเทียบกับบริษัทเปรียบเทียบ (Matching firm) แล้วพบว่าสัดส่วนพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนจะมากกว่าสัดส่วนของบริษัทเปรียบเทียบอย่างเห็นได้ชัด แสดงว่าบริษัทที่มีการออกหุ้นเพิ่มทุนจะมีการอาศัยการประกาศจ่ายเงินปันผลในการออกหุ้นเพิ่มทุน นอกจากนี้เมื่อทดสอบความแตกต่างในพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลทางสถิติ  $\chi^2$  (chi-square test) ก็ให้ผลที่สอดคล้องกับผลที่ได้ข้างต้นคือพฤติกรรมการประกาศจ่ายเงินปันผลในบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมีความแตกต่างจากบริษัทเปรียบเทียบอย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะมีการใช้การจ่ายเงินปันผลเพื่อการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

ตารางที่ 5 แสดงถึงการเปรียบเทียบพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลเฉพาะบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนกับบริษัทเปรียบเทียบที่ไม่ได้มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

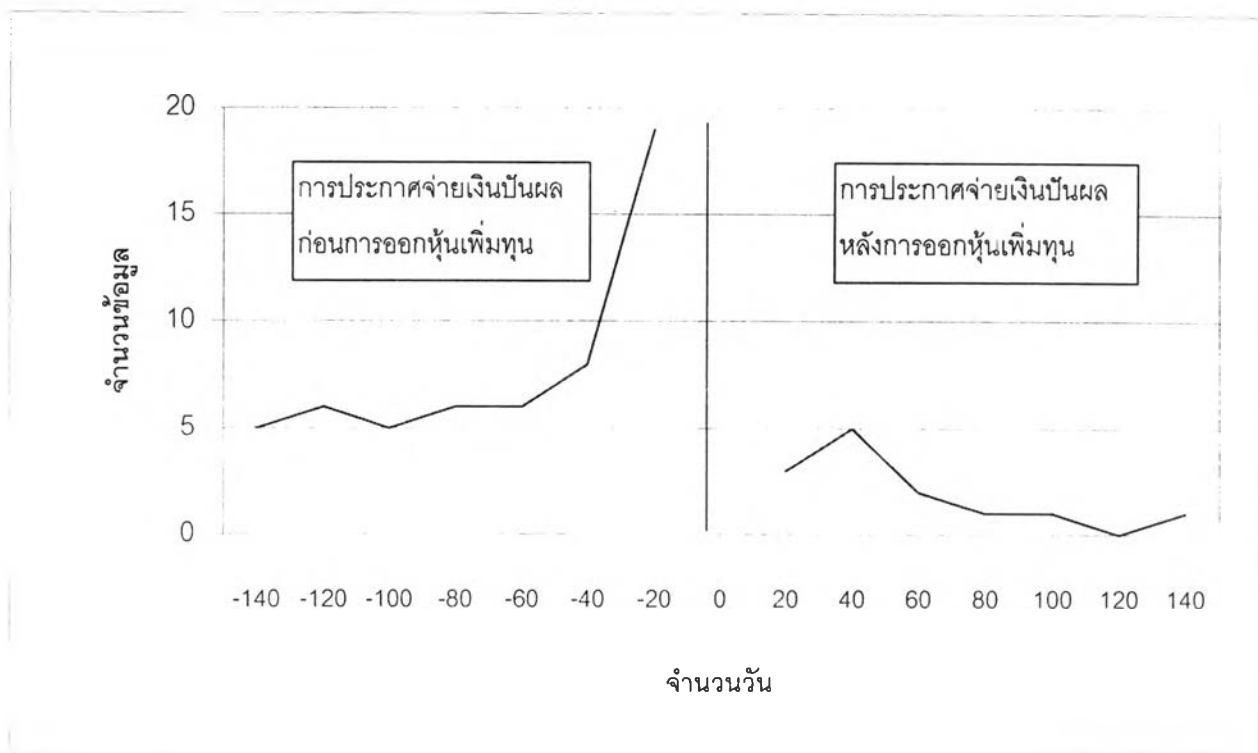
กลุ่มบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินปันผล	เพิ่มขึ้น	ลดลง	เท่าเดิม	Chi - Square test
บริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุน (43)	65.12%	23.26%	11.63%	0.9630
บริษัทเปรียบเทียบ (38)	52.63%	26.32%	21.05%	

อย่างไรก็ตามเมื่อมาพิจารณาในกลุ่มที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลแล้วบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะมีสัดส่วนประเภทการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลง และไม่เปลี่ยนแปลงไม่ต่างไปจากกลุ่มบริษัทเปรียบเทียบ โดยการทดสอบความแตกต่างทางสถิติ  $\chi^2$  (chi-square test) ได้ค่า p-value เท่ากับ 0.9630 ดังนั้น ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 % จึงยอมรับสมมติฐานว่างว่าประเภทพฤติกรรมการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่แตกต่างกันระหว่างกลุ่มบริษัทที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและบริษัทเปรียบเทียบ แสดงว่าแม้บริษัทที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนจะมีการใช้การประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนแต่ในการจ่ายเงินปันผลนั้น บริษัทที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนจะยังคงดำเนินลักษณะการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลงและไม่เปลี่ยนแปลงไม่ต่างไปจากบริษัทเปรียบเทียบ ทั้งนี้เพราะในการประกาศจ่ายเงินปันผล บริษัทจะต้องมีการคำนึงถึงผลประกอบการในอนาคตด้วยว่าสามารถที่จะจ่ายเงินปันผลในอนาคตในระดับนั้นได้หรือไม่ ดังนั้นประเภทการจ่ายเงินปันผลจึงไม่มีความแตกต่างกันใน 2 กลุ่มตัวอย่าง

สมมติฐานที่ 2 พฤติกรรมการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะไม่มี ความแตกต่างจากพฤติกรรมการประกาศจ่ายเงินปันผลหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

เนื่องจากบริษัทที่ทำการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยส่วนใหญ่แล้วจะมีการประกาศจ่ายเงินปันผลทุกปี ดังนั้นในการพิจารณาลักษณะพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนจึงมีเกณฑ์ดังต่อไปนี้ คือกรณีที่บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนภายในช่วงเวลา 6 เดือนและขณะเดียวกันบริษัทก็ได้มีการประกาศจ่ายเงินปันผลหลังจากการออกหุ้นเพิ่มทุนด้วย ในที่นี้จะถือว่าบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุน สำหรับกรณีที่บริษัทมีเฉพาะการประกาศจ่ายเงินปันผลหลังจากการออกหุ้นเพิ่มทุนเท่านั้นจึงจะถือว่าบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลหลังการออกหุ้นเพิ่มทุน บริษัทที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนมักจะมีการรอข้อมูลการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนดังกราฟที่ 2

กราฟที่ 2 แสดงถึงจำนวนข้อมูลของบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนโดยแบ่งเป็นกลุ่มที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและประกาศจ่ายเงินปันผลหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนโดยกำหนดให้วันที่คณะกรรมการมีมติออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนคือวันที่  $t=0$



จากกราฟแกนนอน วันที่ 0 คือวันที่คณะกรรมการมีมติออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ด้านซ้ายมือแสดงจำนวนวันระหว่างการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีการประกาศก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ส่วนด้านขวามือแสดงให้เห็นถึงจำนวนวันระหว่างการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีการประกาศหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ส่วนแกนตั้งคือจำนวนข้อมูลของบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลในช่วงเวลาต่างๆ จะพบว่าจำนวนบริษัทที่ทำการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะมีจำนวนที่มากกว่าจำนวนบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนอย่างเห็นได้ชัด ในช่วงระยะเวลา 20 วันรอบๆวันที่มีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน จำนวนบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะมีจำนวนถึง 19 ข้อมูลซึ่งมากกว่าจำนวนบริษัทที่ทำการประกาศจ่ายเงินปันผลหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนซึ่งมีจำนวน 3 ข้อมูล แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมีแนวโน้มที่จะรอให้บริษัทที่มีการประกาศข้อมูลออกมาก่อนแล้วค่อยมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนตามมาภายหลัง นอกจากนี้เมื่อทำการพิจารณาถึงช่วงระยะเวลาอื่นๆรอบวันที่มีการประกาศออกหุ้น

สามัญเพิ่มทุน ผลที่ได้เช่นเดียวกับผลของช่วงระยะเวลา 20 วันรอบการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน และเพื่อให้เห็นถึงความแตกต่างในจำนวนข้อมูลที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนกับจำนวนข้อมูลที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจึงทำการทดสอบทางสถิติว่าความแตกต่างดังกล่าวว่ามีนัยสำคัญหรือไม่ ซึ่งในที่นี้จะทำการหาโอกาสที่จะได้บริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน จะพบว่าโอกาสดังกล่าวน้อยมากดังแสดงในตารางที่ 6 พบว่าค่าโอกาสดังกล่าวมีค่าน้อยมากเกือบเท่ากับ 0 ไม่ว่าจะการประกาศจ่ายเงินปันผลจะก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนกี่วันก็ตามรวมไปถึงกรณีแยกว่ามีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มมากขึ้น หรือลดลง นอกจากนี้ช่วงระยะเวลารอบๆการประกาศจ่ายเงินปันผลยิ่งนานการทดสอบทางสถิติพบว่าจำนวนข้อมูลที่ประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญเพิ่มมากขึ้นจากจำนวนข้อมูลที่ประกาศจ่ายเงินปันผลหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ดังนั้นจึงสรุปได้ว่าการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทมักจะมีการประกาศหลังการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทไม่ว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นจะเพิ่มมากขึ้นหรือลดลงมากกว่าที่จะมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล

ตารางที่ 6 แสดงถึงจำนวนบริษัทที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในช่วงระยะเวลาต่างๆกันระหว่างเวลาการประกาศจ่ายเงินปันผลและการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน โดยกำหนดให้วันที่คณะกรรมการมีมติออกหุ้นเพิ่มทุนคือวันที่  $t=0$

		จำนวนวันระหว่างการออกหุ้นเพิ่มทุน					
		(-120,0)	(-60,0)	(-20,0)	(0,20)	(0,60)	(0,120)
		จำนวนบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินปันผลในช่วงระหว่างการออกหุ้นเพิ่มทุน					
จำนวนข้อมูล	(92)	50	33	19	3	10	12
โอกาส		0.0000	0.0000	0.0000			
จำนวนที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น	(52)	28	17	12	2	7	7
โอกาส		0.0000	0.0048	0.0004			
จำนวนที่จ่ายเงินปันผลลดลง	(30)	12	8	4	1	3	4
โอกาส		0.0023	0.0176	0.0245			

อย่างไรก็ตามผลสรุปข้างต้นอาจไม่สามารถที่จะสรุปได้ว่าบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะสามารถอาศัยข้อมูลจากการประกาศจ่ายเงินปันผลเพื่อใช้ในการออกหุ้นสามัญ

เพิ่มทุนได้ เนื่องจากเมื่อทำการพิจารณาข้อมูลทั้งหมด 92 ตัวอย่าง ในกลุ่มบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลจำนวน 72 ตัวอย่างโดยเฉลี่ยจะมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล 36 วันทำการหรือประมาณ 2 เดือน (ในระยะเวลา 1 เดือนจะมีวันทำการโดยเฉลี่ยเท่ากับ 20 วันทำการ) และเมื่อทำการแยกพิจารณากลุ่มบริษัทที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและมีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลง และเท่าเดิมพบว่าค่าเฉลี่ยเลขคณิตของจำนวนวันระหว่างการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและการประกาศจ่ายเงินปันผลส่วนใหญ่จะไม่แตกต่างจากค่าเฉลี่ยโดยรวมอย่างมีนัยสำคัญดังตารางที่ 7

ตารางที่ 7 แสดงถึงค่าเฉลี่ยเลขคณิตจำนวนวันระหว่างการประกาศจ่ายเงินปันผลและการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

กลุ่มบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล	ค่าเฉลี่ยเลขคณิตจำนวนวันระหว่างการประกาศจ่ายเงินปันผลและการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน
ลดลง (19 ข้อมูล)	30.2
เพิ่มขึ้น (41 ข้อมูล)	37.2
เท่าเดิม (12 ข้อมูล)	41.2
รวม (72 ข้อมูล)	36

ซึ่งถ้าบริษัทที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมีการอาศัยการประกาศจ่ายเงินปันผลเพื่อสื่อถึงข้อมูลก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจริงแล้ว บริษัทควรจะมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนทันทีหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล เนื่องจากยิ่งระยะเวลาานเท่าไรข้อมูลที่สื่อออกมาจากการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่สามารถที่จะสื่อให้เห็นถึงมูลค่า ณ ขณะนั้นของบริษัทได้ดีนัก จากผลการศึกษาข้างต้นที่พบว่าบริษัทที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมักจะมีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนโดยเฉลี่ย 36 วันทำการซึ่งเป็นระยะเวลาที่ค่อนข้างนาน ดังนั้นในที่นี้จึงไม่อาจที่จะสรุปได้ว่าบริษัทที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนสามารถที่จะใช้การประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการสื่อถึงมูลค่าของบริษัทให้นักลงทุนในตลาดให้ทราบก่อนที่จะมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน



### สมมติฐานที่ 3 การเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนไม่มีความสัมพันธ์กับการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

จากข้อมูลการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปของบริษัททั้งหมดจำนวน 92 ข้อมูล ทั้งนี้เพื่อต้องการอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากเหตุการณ์การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเท่านั้นจึงได้มีเกณฑ์ในการคัดเลือกข้อมูลเพื่อศึกษาถึงผลการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่มีต่อราคาหุ้น โดยทำการตัดข้อมูลที่มีการขึ้นเครื่องหมาย XD XR และ XA ในช่วงเหตุการณ์ที่มีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 4 ข้อมูลด้วยกันคือ AFC, CSC, DTM, TF เนื่องจากการขึ้นเครื่องหมาย XD XR และ XA อาจมีผลทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการขึ้นเครื่องหมายดังกล่าวได้ เช่นเดียวกับกรณีบริษัทที่มีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนพร้อมกับการประกาศจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ข้อมูลการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนตัวอย่างใดที่ในช่วงเหตุการณ์การประกาศไม่มีผลตอบแทนหุ้นมากกว่า 4 วันขึ้นไปจะทำการตัดข้อมูลดังกล่าวไป ดังนั้นสุทธิแล้วจึงมีข้อมูลที่ถูกนำมาใช้หาอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 53 ข้อมูลแบ่งเป็นบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจำนวน 38 ข้อมูล ที่เหลือจำนวน 15 ข้อมูลเป็นบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลหลังการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนหรือการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนประกาศหลังการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เกิดขึ้นในช่วงนั้นมากกว่า 6 เดือน อัตราผลตอบแทนเกินปกติอันเนื่องมาจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเป็นตามตารางที่ 8

ตารางที่ 8 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติหลังปรับค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจากรูปแบบจำลองการประเมินราคาสินทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) โดยกำหนดให้วันที่คณะกรรมการมีมติคือวันที่  $t=0$

	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1
Avg SAF	0.1392	0.0757	0.0796	0.0476	0.0830	0.2403	0.2951	0.3530	0.1345	0.3955
z-test	0.9904	0.5383	0.5660	0.3383	0.5902	1.7094	2.099*	2.5110*	0.9568	2.8129*

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Avg SAF	0.5599	0.0162	-0.3522	-0.1063	-0.0178	0.1446	-0.0855	0.3915	0.0669	-0.0366	-0.0046
z-test	3.9827*	0.1150	-2.5052*	-0.7560	-0.1264	1.0282	-0.6079	2.7848	0.4762	-0.2602	-0.0325

\*\* แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นมีระดับนัยสำคัญ 99 %

จากตารางที่ 8 พบว่าในช่วงเหตุการณ์การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน (-10,10) จะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นบวกเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99 % ในวันที่ 4, 3 และวันที่ 1 ก่อนวันที่คณะกรรมการมีมติออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน รวมทั้งวันที่คณะกรรมการมีมติออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนด้วย แต่หลังจากวันที่คณะกรรมการมีมติออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแล้ว 2 วันจะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99 % เกิดขึ้น ซึ่งอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นบวกในช่วงเวลาก่อนที่จะมีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนดังกล่าวอาจเนื่องมาจากในช่วงก่อนหน้าคณะกรรมการมีมติออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน อาจมีข้อมูลข่าวสารอื่นที่เกิดขึ้นออกมาก่อนหน้านั้น เช่น ข้อมูลที่เกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัท จึงทำให้มีการซื้อขายหุ้นของบริษัทโดยอาศัยข้อมูลดังกล่าว อย่างไรก็ตามเนื่องจากในวันที่คณะกรรมการมีมติออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ข้อมูลข่าวสารการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนนั้นอาจจะมีการกระจายไปสู่ผู้ลงทุนไม่เท่าเทียมกัน สังเกตได้จากเมื่อมีการโฆษณามติคณะกรรมการเกี่ยวกับการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน(ในวันที่ 1 หลังคณะกรรมการมีมติออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน) ไปแล้ว นักลงทุนยังไม่มี การตอบสนองต่อราคาหุ้น แต่หลังจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนไปแล้ว 1 วันประกอบกับมีการกระจายของข้อมูลข่าวสารการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเท่าเทียมกันในนักลงทุนแล้ว จึงมีผลทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นลบเกิดขึ้นในวันที่ 2 หลังวันที่คณะกรรมการมีมติออกหุ้นสามัญ

เพิ่มทุน<sup>1</sup> นอกจากนี้เพื่อศึกษาถึงความเหมาะสมของอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนโดยใช้รูปแบบจำลอง CAPM ในที่นี้จึงทำการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนโดยใช้รูปแบบจำลอง CAPM กับรูปแบบจำลอง Mean Adjusted Model โดยผลจากการใช้รูปแบบจำลอง Mean Adjusted Model ดังตารางที่ 9

ตารางที่ 9 แสดงถึงอัตราผลตอบแทนเกินปกติหลังปรับค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจากการใช้รูปแบบจำลองประเมินราคาหลักทรัพย์ Mean Adjusted Model โดยกำหนดให้วันที่คณะกรรมการมีมติคือวันที่  $t=0$

	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1
Average	- 0.08	- 0.09	- 0.08	- 0.17	- 0.06	0.10	0.11	0.15	- 0.01	0.19
t-test	- 0.46	- 0.74	- 0.50	- 1.34	- 0.47	0.58	0.71	0.75	- 0.07	1.10

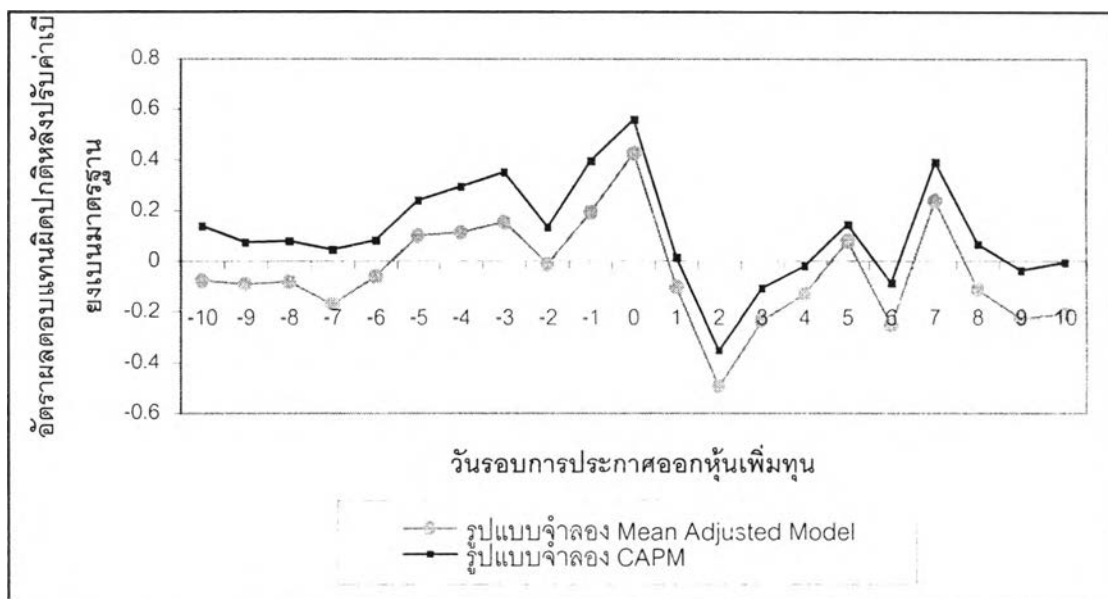
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Average	0.43	- 0.10	- 0.49	- 0.24	- 0.13	0.08	- 0.25	0.24	- 0.11	- 0.23	- 0.21
t-test	1.98*	- 0.48	-2.89**	- 1.43	- 0.84	0.56	- 1.86	1.38	- 0.64	- 1.46	- 1.23

\*,\*\* แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นมีระดับนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95 % และ 99 % ตามลำดับ

<sup>1</sup> ในกรณีบริษัทมหาชนเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เมื่อคณะกรรมการมีมติให้เพิ่มทุนจดทะเบียน บริษัทต้องรายงานมติคณะกรรมการแก่ตลาดหลักทรัพย์ภายในวันที่คณะกรรมการมีมติหรือก่อนเริ่มเวลาทำการซื้อขายหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ไม่น้อยกว่า 1 ชั่วโมงและบริษัทต้องทำโฆษณามติคณะกรรมการเกี่ยวกับการเพิ่มทุนนั้นในหนังสือพิมพ์ในวันทำการถัดไปตั้งแต่วันที่คณะกรรมการมีมติ

อัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนโดยใช้รูปแบบจำลอง Mean Adjusted Model จะพบว่าเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญขึ้นในวันที่คณะกรรมการมีมติและ 2 วันหลังวันที่คณะกรรมการมีมติ เท่านั้น ในขณะที่รูปแบบจำลอง CAPM จะพบอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงก่อนวันที่คณะกรรมการมีมติด้วยและเมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแล้วดังกราฟที่ 3 จะพบว่าทั้งสองวิธีจะสามารถหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้ผลไปในทางเดียวกัน แต่วิธีการหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยการให้รูปแบบจำลอง CAPM จะพบอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นบวกมากกว่ารูปแบบจำลอง Mean Adjusted Model

กราฟที่ 3 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติหลังปรับค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานในช่วงเหตุการณ์การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน (-10,10) เปรียบเทียบรูปแบบจำลอง CAPM และรูปแบบจำลอง Mean Adjusted Model โดยกำหนดให้วันที่คณะกรรมการมีมติคือวันที่ t=0



ดังนั้นเมื่อพิจารณาทั้ง 2 แบบจำลองเปรียบเทียบกันแล้วการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเกิดขึ้นในวันที่คณะกรรมการมีมติและวันที่ 2 หลังวันที่คณะกรรมการมีมติ โดยอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นในวันที่คณะกรรมการมีมติจะเป็นบวก ส่วนวันที่ 2 หลังที่คณะกรรมการมีมติจะเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นลบเกิดขึ้น ซึ่งอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นลบที่เกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงหลังคณะกรรมการมีมติจะสอดคล้องกับแนวความคิดของ Myers และ Majluf ที่ว่าบริษัทจะมีออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในช่วงที่ราคาหุ้นมี

ราคาสูงเพื่อให้ผู้ถือหุ้นเดิมได้รับประโยชน์สูงสุด ทั้งนี้สืบเนื่องจากเมื่อทำการหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงก่อนการประกาศเป็นระยะเวลา 3 เดือนหรือ 60 วันทำการ จะพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงก่อนการประกาศดังกล่าวจะมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99 % ซึ่งอาจมีผลทำให้เมื่อคณะกรรมการมีมติออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ราคาหุ้นจึงมีการปรับตัวลดลง หลังจากนั้นจะนำอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นในช่วงการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมาคำนวณหาค่าการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้น (INFORM) ในที่นี้จะใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นในช่วงระหว่าง 2 วันหลังวันที่คณะกรรมการมีมติ (1,2) ซึ่งเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญค่าดังกล่าว ทั้งนี้เนื่องจากการทดสอบต้องการช่วงเวลาที่ยุ่่นนั้นโดนผลกระทบจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและข้อมูลได้มีการกระจายไปสู่ผู้ลงทุนเรียบร้อยแล้ว การเลือกใช้ช่วงเวลา (1,2) จึงน่าที่จะเหมาะสมมากกว่าการเอาช่วงเวลานอกเหนือจากนั้นมาร่วมพิจารณาด้วยซึ่งอาจทำให้ผลที่เกิดขึ้นโดนเฉลี่ยออกไปในวันอื่นๆที่ไม่มีความเกี่ยวข้องกับการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน นอกจากนี้เมื่อพิจารณาช่วงเวลา (0,2) พบว่าเมื่อนำมาคิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เกิดขึ้นในรูปแบบจำลอง CAPM และรูปแบบจำลอง Mean Adjusted Model จะให้ผลที่ขัดแย้งกัน โดยรูปแบบจำลอง CAPM อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เกิดขึ้นจะเป็นบวกและไม่มีนัยสำคัญ รูปแบบจำลอง Mean Adjusted Model อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เกิดขึ้นจะเป็นลบและไม่มีนัยสำคัญเช่นเดียวกัน ดังนั้นการใช้ช่วงเวลา (1,2) อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่ได้จะเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญในทั้ง 2 รูปแบบจำลอง จึงน่าที่จะเหมาะสมมากกว่า ดังตารางที่ 10

ตารางที่ 10 แสดงถึงอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในช่วงระยะเวลาต่างๆกันโดยเปรียบเทียบระหว่างรูปแบบจำลอง CAPM และ Mean Adjusted

Model

รูปแบบจำลอง	(0,2)	(1,2)
CAPM	0.2239	-0.336*
Mean adjusted Model	-0.1675	-0.5941**

เมื่อพิจารณาอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทในช่วงเวลา(1,2) หลังการประกาศจ่ายเงินปันผล<sup>2</sup> จำนวน 34 ตัวอย่าง พบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มมากขึ้นจะทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงเหตุการณ์เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90 % ในทางตรงข้ามการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เท่าเดิมทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เป็นบวกเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกัน แต่การประกาศจ่ายเงินปันผลลดลงไม่ก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญในช่วงดังกล่าวแต่อย่างไรดังตารางที่ 11

ตารางที่ 11 แสดงอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมในช่วง (1, 2) หลังคณะกรรมการมีมติจ่ายเงินปันผล โดยกำหนดให้วันที่คณะกรรมการมีมติจ่ายเงินปันผลคือวันที่  $t=0$

ประเภทการจ่ายเงินปันผล	อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม หลังปรับค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน
เพิ่มขึ้น (18 ข้อมูล )	-0.6861*
เท่าเดิม (8 ข้อมูล )	1.3961**
ลดลง (8 ข้อมูล )	-0.2167

\*, \*\* แสดงระดับนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95 และ 99 % ตามลำดับ

บริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ตลาดจะมีการตอบสนองทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นลบเกิดขึ้น ทั้งนี้เนื่องจากโดยปกติแล้วบริษัทจะพยายามรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลให้คงที่ประกอบกับการที่บริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น นักลงทุนมองว่าบริษัทแทนที่จะนำเงินดังกล่าวไปใช้ในการลงทุนอื่นจะก่อให้เกิดประโยชน์ บริษัทกลับนำไปใช้จ่ายเป็นเงินปันผลเพิ่มขึ้น ซึ่งกรณีดังกล่าวจะทำให้บริษัทมีเงินเพื่อนำไปใช้การลงทุนลดลง และเงินปันผลที่นักลงทุนได้ถ้านำไปลงทุนต่อก็อาจไม่สามารถที่จะทำให้อัตราผลตอบแทนเท่ากรณีบริษัทนำเงินไปลงทุนเอง นักลงทุนจึงตอบสนองทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการ

<sup>2</sup> เหตุผลในการใช้ช่วงเวลา (1,2) ในการคิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมจากการประกาศจ่ายเงินปันผล เนื่องจากต้องการพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นหลังจากที่บริษัทได้มีการประกาศข้อมูลออกไปแล้ว นอกจากนี้ช่วงเวลาดังกล่าวจะสอดคล้องกับช่วงระยะเวลาการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนด้วย

ประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นลบบอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกรณีบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเท่าเดิมจะเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นบวกเกิดขึ้น ซึ่งสามารถอธิบายได้เช่นเดียวกัน บริษัทสามารถนำเงินในบริษัทไปใช้ในการลงทุนเพิ่มอันจะก่อให้เกิดประโยชน์แก่บริษัทมากกว่ากรณีบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น นักลงทุนจึงมีการตอบสนองให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญขึ้น

จากการพิจารณาถึงความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน(INFORM) กับการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ ผลเป็นไปดังตารางที่ 12



ตารางที่ 12 แสดงผลความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนกับการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัท

ตัวเลขแถวบนแสดงค่าสัมประสิทธิ์ ตัวเลขในวงเล็บแสดงถึงค่า T-statistic ของค่าสัมประสิทธิ์จากสมการ

$$\text{INFORM}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_{1,D} \text{DIV}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

$$\text{INFORM}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_{1,D+} \text{DIVPLUS}_{i,t} + \gamma_{1,D0} \text{DIVZERO}_{i,t} + \gamma_{1,D-} \text{DIVNEG}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots (2)$$

$$\text{INFORM}_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_{1,DA} \text{DIVA}_{i,t} + \gamma_2 \text{TIME}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

ตัวแปรตาม	สมการที่ 1	สมการที่ 2	สมการที่ 3
ค่าคงที่	2.2741 (2.0488)*	2.2742 (2.0581)*	0.347 (0.2187)
DIV	-0.3381 (-0.2545)		
DIVPLUS		0.6383 (0.4352)	
DIVZERO		-1.959 (-1.024)	
DIVNEG		-1.28 (-0.669)	
DIVA			2.3349 (0.1584)
TIME			0.0297 (1.2931)
R <sup>2</sup>	0.0013	0.0491	0.0535
F-statistic	0.0648	0.8432	0.876
ขนาดข้อมูล	53	53	34

\* แสดงให้เห็นถึงการมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 %

จากตารางที่ 11 จะพบว่าบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนสามารถที่จะลดการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการ



ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน (INFORM) ได้ โดยสังเกตจากค่าสัมประสิทธิ์ในสมการที่ 1 ซึ่งเป็นลบ อย่างไรก็ตามเมื่อทำการแยกพิจารณาโดยแบ่งเป็นการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น เท่าเดิม และลดลงในสมการที่ 2 พบว่าผลที่ได้แย้งกับที่ได้มีการคาดการณ์คือการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่ว่าจะเป็นการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น เท่าเดิม และลดลง นำที่จะเป็นการสื่อข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทออกมา อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญในช่วง (1,2) นำที่จะมีขนาดลดลง ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนกรณีมีการประกาศหลังการจ่ายเงินปันผลนำที่จะลดลงเมื่อเปรียบเทียบกับกรณีบริษัทไม่ได้มีการประกาศจ่ายเงินปันผลออกมา แต่ผลที่ได้พบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลลดลงและเท่าเดิมเท่านั้นที่สามารถลดการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติดังกล่าวได้ แต่อย่างไรก็ตามความสัมพันธ์ของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนกับตัวแปรต่างๆในสมการที่ 1 และ 2 คือการที่บริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนรวมไปถึงกรณีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลง หรือเท่าเดิม ทั้งหมดที่กล่าวข้างต้น ไม่สามารถที่จะอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ เนื่องจากค่าความเชื่อมั่นในสัมประสิทธิ์แต่ละตัวน้อยกว่าระดับที่ยอมรับได้ คือ ณ ระดับ 90% เมื่อมาพิจารณาถึงตัวแปรในสมการที่ 3 พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมจากการประกาศจ่ายเงินปันผล (DIVA) และระยะเวลาระหว่างการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล (TIME) ก็ไม่มีนัยสำคัญเช่นเดียวกัน แสดงว่าข้อมูลที่สื่อออกมาจากการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่สามารถที่จะสื่อข้อมูลที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ นอกจากนี้ระยะเวลาระหว่างการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนหลังการประกาศจ่ายเงินปันผลก็ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนซึ่งสอดคล้องกับเหตุผลข้างต้นที่ว่าข้อมูลการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นข้อมูลคนละประเภทกับข้อมูลที่สื่อจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ดังนั้นการประกาศจ่ายเงินปันผลจึงไม่สามารถที่จะอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ เพราะฉะนั้นบริษัทจึงไม่สามารถที่จะอาศัยการประกาศจ่ายเงินปันผลเพื่อสื่อถึงข้อมูลบริษัทก่อนที่จะมีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่ออธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ นอกจากนี้เพื่อป้องกันผล

ของตัวแปรอื่นซึ่งอาจจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน จึงได้มีการใส่ตัวแปรควบคุมคือ ขนาดของบริษัท<sup>3</sup> ขนาดการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน<sup>4</sup> และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วง 3 เดือนก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> ขนาดของบริษัทได้มาจากมูลค่าตลาดของหุ้นทุนในช่วงเดือนก่อนที่จะมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนหารด้วยมูลค่าตลาดของหุ้นทุนทั้งตลาดหลักทรัพย์ ทั้งนี้เพื่อให้ได้ขนาดบริษัท ณ เดือนนั้นเพื่อเปรียบเทียบกับตลาด

<sup>4</sup> ขนาดของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนคือจำนวนเงินที่ระดมได้ทั้งหมดจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในครั้งนั้นหารด้วยมูลค่าตลาดบริษัท

<sup>5</sup> อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วง 3 เดือนก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนคำนวณจากการหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงเวลาก่อนเหตุการณ์การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน 3 เดือนพบว่าจะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นบวกเกิดขึ้น ณ ระดับความเชื่อมั่น 99 %

ตารางที่ 13 แสดงผลความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนกับการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทเมื่อใส่ตัวแปรควบคุม

ตัวแปรตาม	สมการที่ 1	สมการที่ 2	สมการที่ 3
ค่าคงที่	1.66	1.66	-2.84
	(1.02)	(1.05)	(1.34)
DIV	0.55		
	(0.35)		
DIVPLUS		2.24	
		(1.28)	
DIVZERO		-1.53	
		(-0.75)	
DIVNEG		-0.65	
		(-0.27)	
DIVA			15.16
			(0.96)
TIME			0.03
			(1.39)
ISSUE SIZE	-16.66	-16.91	0.11
	(-1.44)	(-1.47)	(0.01)
FIRM SIZE	322.79	320.39	864.91
	(2.24)*	(2.26)*	(3.58)*
CAR	-0.44	-0.3	1.9
	(-0.18)	(-0.90)	(0.64)
R <sup>2</sup>	0.17	0.25	0.46
F-statistic	1.8421	1.9584	3.509*
ขนาดข้อมูล	42	42	27

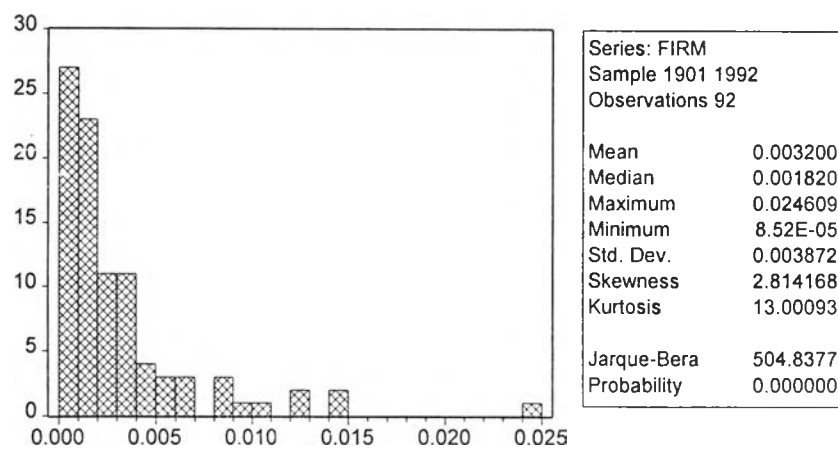
\* แสดงให้เห็นถึงการมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 %

ผลที่ได้ก็ยังคงเดิมคือการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนไม่มีความสัมพันธ์กับการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท ไม่ว่าจะการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นจะเพิ่มมากขึ้น ลดลง หรือเท่าเดิม และข้อมูลที่สื่อออกมาจากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทก็ไม่สามารถที่จะอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวน

ในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทได้ โดยตัวแปรควบคุมที่ใส่เข้ามาในที่นี้พบว่า มีเพียงตัวแปรเพียงตัวเดียวเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 % ตัวแปรดังกล่าวก็คือขนาดของบริษัท เมื่อขนาดของบริษัทเพิ่มมากขึ้น อัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะติดลบมากขึ้นทำให้การเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพิ่มมากขึ้นเท่านั้น ซึ่งผิดกับที่ได้มีการคาดการณ์ไว้ที่ว่าเมื่อขนาดบริษัทเพิ่มมากขึ้น ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลน่าจะลดลง ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนน่าจะลดลง ทั้งนี้สามารถที่จะอธิบายถึงผลที่เกิดขึ้นได้ดังนี้ คือขนาดของบริษัทในที่นี้วัดจากมูลค่าตลาดของส่วนหุ้นทุนหารด้วยมูลค่าตลาดของหุ้นทุนทั้งตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้นเมื่อมูลค่าตลาดของหุ้นทุนเมื่อเปรียบเทียบกับมูลค่าของตลาดมากขึ้น นักลงทุนมองว่าบริษัทมีราคาหุ้นที่สูงกว่าราคาที่ควรจะเป็นทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ดังนั้นจึงมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นลบเกิดขึ้น นอกจากนี้ยังพบอีกว่าการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปจะมีต้นทุนที่สูงกว่าการระดมทุนแบบอื่นๆ นักลงทุนอาจมองว่าบริษัทไม่สามารถที่จะทำการระดมทุนจากแหล่งอื่นๆได้แล้วจึงทำการระดมทุนโดยใช้วิธีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชน ดังนั้นกรณีบริษัทที่มีขนาดธุรกิจใหญ่ เมื่อบริษัทมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนตลาดจึงมีการตอบสนองทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นลบมากกว่ากรณีบริษัทขนาดเล็ก ทั้งนี้เมื่อพิจารณาถึงลักษณะข้อมูลของขนาดบริษัท พบว่าบริษัทส่วนใหญ่จะมีขนาดของบริษัทที่ค่อนข้างใกล้เคียงกันคือระหว่าง 0.00 ถึง 0.005 โดยขนาดบริษัทที่มีขนาดเล็กที่สุดจะมีขนาดเท่ากับ 0.0000852 ส่วนบริษัทที่มีขนาดใหญ่ที่สุดมีขนาดเท่ากับ 0.0246 ซึ่งค่อนข้างต่างกันมาก ประกอบกับลักษณะการกระจายของขนาดของบริษัทจะมีการกระจายที่ไม่ใช่ลักษณะที่เป็น Normal Distribution ดังปรากฏในกราฟที่ 4

กราฟที่ 4 แสดงถึงลักษณะการกระจายของข้อมูลขนาดของบริษัทที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

จำนวนข้อมูล

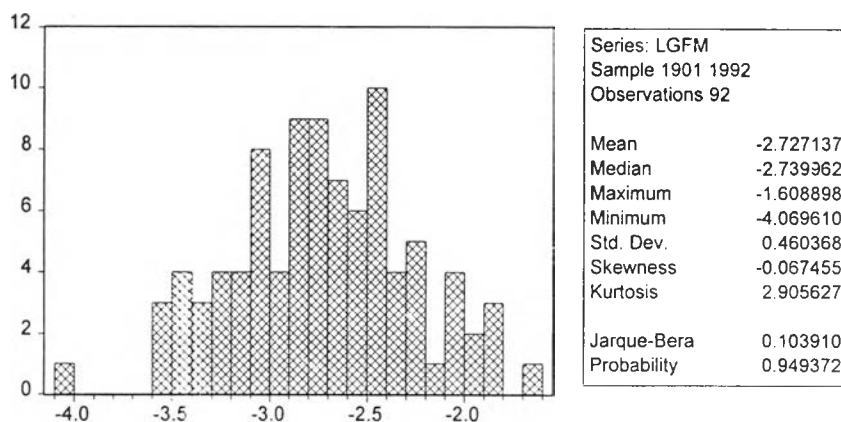


ขนาดบริษัท

ลักษณะการกระจายของข้อมูลที่ไม่ใช่ Normal Distribution นี้ อาจส่งผลให้ค่าสัมประสิทธิ์จากการหาความสัมพันธ์ในตารางที่ 13 ผิดไปจากที่ควรจะเป็นได้ ในที่นี้จึงมีการใส่ Log ขนาดบริษัท เนื่องจากการใส่ค่า Log ดังกล่าวจะทำให้ข้อมูลมีการกระจายที่เป็น Normal Distribution กันมากขึ้น ดังกราฟที่ 5

กราฟที่ 5 แสดงถึงลักษณะการกระจายของข้อมูล Log ของขนาดของบริษัทที่มีการออกหุ้นสามัญ  
 เพิ่มทุน

จำนวนข้อมูล



Log ขนาดบริษัท

อย่างไรก็ตามเมื่อแทน ค่าLog ขนาดบริษัทในสมการ ผลที่ได้ไม่แตกต่างจากกรณีใส่ตัวแปรควบคุมเป็นขนาดบริษัท คือไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน และ ขนาดบริษัทที่ใหญ่ ค่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นเพิ่มทุนจะมากขึ้น อย่างไรก็ตามการประกาศจ่ายเงินปันผลอาจมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนก็ได้ ดังนั้นในที่นี้จึงแทนที่ตัวแปรตามจากการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเป็นอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (AR) ในช่วงเวลา (1,2) หลังการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนโดยให้ตัวแปรทางขวามือของสมการเหมือนเดิมทุกประการ ผลที่ได้เป็นดังตารางที่ 14

ตารางที่ 14 แสดงผลความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้น  
สามัญเพิ่มทุนกับการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัท

ตัวเลขแถวบนแสดงค่าสัมประสิทธิ์ ตัวเลขในวงเล็บแสดงถึงค่า T-stat ของค่าสัมประสิทธิ์สมการ

$$AR_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_{1,D} DIV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

$$AR_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_{1,D+} DIVPLUS_{i,t} + \gamma_{1,D0} DIVZERO_{i,t} + \gamma_{1,D-} DIVNEG_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots (2)$$

$$AR_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_{1,DA} DIVA_{i,t} + \gamma_2 TIME_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

AR คืออัตราผลตอบแทนเกินปกติของการออกหุ้นเพิ่มจำนวนจากอัตราผลตอบแทนเกินปกติ  
สะสมในช่วง (1,2)

ตัวแปรตาม	สมการที่ 1	สมการที่ 2	สมการที่ 3
ค่าคงที่	0.004402 (0.3565)	0.004402 (0.3497)	0.002594 (0.16)
Div	-0.01473 (-0.996)		
Divplus		-0.0162 (-0.9698)	
Divzero		-0.01094 (-0.5019)	
Divneg		-0.01463 (-0.6709)	
Diva			-0.0017 (-0.0115)
Time			-0.0003 (-1.047)
R <sup>2</sup>	0.0191	0.0204	0.03
F-statistic	0.993	0.3395	0.5547
ขนาดข้อมูล	53	53	34

\* แสดงให้เห็นถึงการมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 95 %

แม้ผลที่ได้จะพบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่ว่าจะเพิ่มขึ้น ลดลง หรือไม่  
เปลี่ยนแปลงล้วนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นลบเพิ่มมากขึ้น ซึ่งแย้งกับกรณีใช้ความ

แปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นตัวแปรตาม แต่อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาถึงระดับนัยสำคัญของค่าสัมประสิทธิ์ดังกล่าวแล้วล้วนไม่มีนัยสำคัญเช่นเดียวกับในกรณีใช้ตัวแปรตามเป็นการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน (INFORM) นอกจากนี้อัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศจ่ายเงินปันผล (DIVA) และระยะเวลาระหว่างการประกาศจ่ายเงินปันผลและการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน (TIME) ก็มีผลที่สอดคล้องกับการใช้ตัวแปรตามเป็นการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน (INFORM) ฉะนั้นจึงไม่อาจที่จะสรุปได้ว่าข้อมูลจากการประกาศจ่ายเงินปันผลและระยะเวลาระหว่างการประกาศจ่ายเงินปันผลและการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน และเมื่อใส่ตัวแปรควบคุมในสมการทั้ง 3 พบว่าขนาดของธุรกิจเพียงตัวแปรเดียวเท่านั้นที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ณ ระดับความเชื่อมั่น 99 % โดยขนาดของธุรกิจที่เพิ่มมากขึ้นยิ่งทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเป็นลบมากขึ้น ผลที่ได้สอดคล้องกับกรณีใช้ตัวแปรนำเป็นการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน (INFORM) นั่นคือการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่สามารถที่จะช่วยสื่อข้อมูลเพื่อที่จะใช้อธิบายถึงอัตราผลตอบแทนผิดปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและการประกาศจ่ายเงินปันผลก็ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน



สมมติฐานที่ 4 ผลรวมกันของอัตราผลตอบแทนเกินปกติของการประกาศจ่ายเงินปันผลและการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะมีค่าไม่แตกต่างจากกรณีบริษัทที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่ไม่ได้ประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

จากสมมติฐานที่ 3 จะพบว่าบริษัทที่ทำการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนไม่สามารถที่จะสื่อข้อมูลเพื่อให้ตลาดทราบถึงสถานะของบริษัทเพื่อที่จะช่วยลดการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ สำหรับในสมมติฐานนี้จะทำการศึกษาต่อเนื่องออกไปว่าบริษัทที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะอาศัยการประกาศจ่ายเงินปันผลเพื่อให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยรวมที่เกิดขึ้นจากเหตุการณ์การประกาศทั้ง 2 นี้เป็นลบน้อยลงเมื่อเปรียบเทียบกับกรณีบริษัทไม่ได้มีการประกาศจ่ายเงินปันผลหรือไม่ ซึ่งเมื่อบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจะทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญเกิดขึ้น ส่วนการประกาศจ่ายเงินปันผลเท่าเดิมจะทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญเกิดขึ้น ในขณะที่การประกาศจ่ายเงินปันผลที่ลดลงไม่ก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเกิดขึ้น ดังนั้นเมื่อบริษัทมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแล้วทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นลบเกิดขึ้น ผลการประกาศจ่ายเงินปันผลและการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะมีผลรวมของอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นดังตารางที่ 15

ตารางที่ 15 แสดงถึงผลรวมกันของอัตราผลตอบแทนเกินปกติของการประกาศจ่ายเงินปันผลและการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในช่วงเวลา (1,2) หลังคณะกรรมการมีมติ โดยวันที่คณะกรรมการมีมติ คือวันที่  $t=0$

ตัวเลขในวงเล็บแสดงให้เห็นถึงอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นจากการประกาศจ่ายเงินปันผลและอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนตามลำดับ

ประเภทการจ่ายเงินปันผล	ผลรวมกันของการประกาศ จ่ายเงินปันผลและการออกหุ้นเพิ่มทุน	Z-Test
จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ( 18 ข้อมูล )	-1.4752 (-0.6861*, -0.7891*)	-6.2586**
จ่ายเงินปันผลลดลง ( 8 ข้อมูล )	-0.5198 ( -0.2167 , -0.3031)	-1.4701
จ่ายเงินปันผลเท่าเดิม ( 8 ข้อมูล )	1.1719 (1.3961**, -0.2242)	3.3146**
ไม่มีการจ่ายเงินปันผล ( 16 ข้อมูล )	-0.0365 (-0.0365)	-0.1461

\*, \*\* แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นมีระดับนัยสำคัญที่ 95% และ 99 %

เมื่อบริษัทมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเฉพาะบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นก่อนหน้าเท่านั้นที่มีผลทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนกลุ่มบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลลดลงและเท่าเดิม ผลของการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะไม่ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเช่นเดียวกับกรณีของบริษัทไม่ได้มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนหน้าการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน และเมื่อนำผลของอัตราผลตอบแทนเกินปกติของทั้ง 2 เหตุการณ์คือการประกาศจ่ายเงินปันผลและการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมารวมกันแล้วได้ว่ากรณีที่บริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นและออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะมีผลทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 99 % ในทำนองเดียวกันบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเท่าเดิมก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ผลโดยรวมที่เกิดขึ้นคืออัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นบวกเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 99 % ในขณะที่ผลโดยรวมกรณีบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลลดลงไม่แตกต่างจากกรณีที่บริษัทไม่ได้มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนหน้านั้นคือไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งผลที่ได้ไม่เป็นไปตามที่ได้มีการคาดการณ์ไว้เนื่องจากการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่ว่าจะเพิ่มขึ้น ลดลงหรือไม่เปลี่ยนแปลงน่าที่จะทำให้ผลรวมของอัตราผลตอบแทนเกินปกติของทั้ง 2 เหตุการณ์มีค่ามากกว่ากรณีที่บริษัทไม่ได้มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนหน้า ดังนั้นในการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท บริษัทไม่จำเป็นที่จะต้องมีการอาศัยการประกาศจ่ายเงินปันผลเพื่อใช้ในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพราะการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนโดยบริษัทไม่ได้มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนหน้าก็ไม่ทำให้ราคาหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นบริษัทจึงไม่จำเป็นที่จะใช้การประกาศจ่ายเงินปันผลเพื่อใช้ในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้