



การประกาศจ่ายปันผลสามารถลดผลกระทบด้านลบจากการออกหุ้นเพิ่มทุน
ของบริษัทได้หรือไม่ กรณีศึกษา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวพิชญา ปัญญารนคุณ

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2559

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การประกาศจ่ายปันผลสามารถลดผลกระทบด้านลบจากการออกหุ้นเพิ่มทุน
ของบริษัทได้หรือไม่ กรณีศึกษา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวพิชญา ปัญญารนคุณ



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2559
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

CAN DIVIDEND ANNOUNCEMENT DECREASE THE ADVERSE EFFECT
OF SEASONED EQUITY OFFERING? CASE STUDY: THE STOCK
EXCHANGE OF THAILAND

BY

MISS PICHAYA PANYATHANAKUN



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE

FINANCIAL MANAGEMENT

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY

THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2016

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวพิชญา ปัญญารณคุณ

เรื่อง

การประกาศจ่ายปันผลสามารถลดผลกระทบด้านลบจากการออกหุ้นเพิ่มทุน
ของบริษัทได้หรือไม่ กรณีศึกษา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

30 ธ.ค. 2560

เมื่อ วันที่.....

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

ศิลปพร อธิรัตนเพชร

(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

สมิทธิ์ อธิรัตนเพชร

(อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ)

คณบดี

ดร.พิภพ อุดร

(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การประกาศจ่ายปันผลสามารถลดผลกระทบด้านลบจาก การออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทได้หรือไม่ กรณีศึกษา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวพิชญา ปัญญานคุณ
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	อาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ
ปีการศึกษา	2559

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลสามารถลดผลกระทบด้านลบของการออกหุ้นเพิ่มทุน (SEO) ได้หรือไม่ การศึกษานี้วิเคราะห์ข้อมูล 232 กลุ่มตัวอย่างในช่วงเหตุการณ์ที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2555-2559 โดยใช้วิธีเหตุการณ์ศึกษา (Event Study) และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) ผลการวิจัยพบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนหน้าสามารถลดผลกระทบด้านลบจากการออกหุ้นเพิ่มทุนได้ นอกจากนี้ยังพบว่าอายุของบริษัท และกำไรต่อหุ้น (EPS) ส่งผลในเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ ส่วนค่าใช้จ่ายในการลงทุนส่งผลเชิงลบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ

คำสำคัญ: การออกหุ้นเพิ่มทุน, การประกาศจ่ายเงินปันผล

Independent Study Title	Can Dividend Announcement Decrease the Adverse Effect of Seasoned Equity Offering? Case Study: The Stock Exchange of Thailand
Author	Miss Pichaya Panyathanakun
Degree	Master Of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Teerachai Arunruangsirilert, Ph.D.
Academic Years	2016

ABSTRACT

This research aims to prove whether dividend announcement can reduce an adverse effect of Seasoned Equity Offering (SEO) or not. This study observes 232 events in the period of the issuance of new shares in the Stock Exchange of Thailand between 2012 and 2016 by using the “Event Study” technique and multiple regression analysis. Results show that dividend announcements before equity offering can reduce negative effect of the issuance of new shares. In addition, age of a company and earnings per share (EPS) have a positive effect on abnormal returns; while capital expenditure has a negative effect on abnormal return.

Keywords: Seasoned Equity offering, Dividend Announcement

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงมาได้ด้วยความอนุเคราะห์และความช่วยเหลือจากหลายๆท่าน ขอขอบพระคุณอาจารย์ ดร.ธีรชัย อรุณเรืองศิริเลิศ ในฐานะอาจารย์ที่ปรึกษาการศึกษาอิสระ ซึ่งท่านได้สละเวลามาให้คำปรึกษา แนะนำแนวทางที่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่การศึกษาในครั้งนี้ อีกทั้งยังเอาใจใส่ติดตามความคืบหน้าตลอดจนงานวิจัยนี้สำเร็จด้วยดี ผู้วิจัยรู้สึกซาบซึ้งเป็นอย่างยิ่ง และขอขอบพระคุณอาจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร ที่ให้เกียรติเป็นประธานในการสอบการศึกษาอิสระ พร้อมทั้งให้คำแนะนำในการปรับปรุงงานศึกษาอิสระฉบับนี้ให้สมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ขอขอบพระคุณอาจารย์ประจำภาควิชาการการเงิน อาจารย์ประจำภาควิชาอื่นๆของทางหลักสูตร ที่ได้ให้ความวิชาความรู้และสนับสนุนโอกาสในการเรียนรู้ให้แก่ผู้ทำวิจัยตลอดช่วงระยะเวลาที่ศึกษาในหลักสูตรควบตรี-โททางการบัญชีและบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

สุดท้ายนี้ ขอขอบคุณครอบครัว เพื่อนนักศึกษาโครงการหลักสูตร และเจ้าหน้าที่โครงการ IBMP คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ที่คอยให้ความช่วยเหลือให้คำปรึกษาปัญหาต่างๆและคอยให้กำลังใจตลอดการศึกษาอิสระจนสำเร็จลุล่วงด้วยดี ความดีและประโยชน์ของการศึกษาอิสระฉบับนี้ ผู้วิจัยขอมอบให้แก่ผู้มีส่วนร่วมทุกท่าน และหวังว่าการศึกษาอิสระฉบับนี้จะมีประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจต่อไป

นางสาวพิชญา ปัญญาธณคุณ

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญภาพ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	2
1.3 ประโยชน์ของงานวิจัย	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 แรงจูงใจในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน	4
2.2 สาเหตุที่นักลงทุนตอบสนองทางด้านลบต่อการออกหุ้นเพิ่มทุน	5
2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประกาศจ่ายเงินปันผล	6
2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาความสัมพันธ์ของการออกหุ้นเพิ่มทุน และการประกาศจ่ายเงินปันผล	8
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	10
3.1 กลุ่มตัวอย่าง	10
3.2 วิธีวิจัย	11

3.2.1	ระบุเหตุการณ์และวันที่เกิดเหตุการณ์	11
3.2.2	อัตราผลตอบแทนปกติของหุ้นหากไม่เกิดเหตุการณ์ออกหุ้นเพิ่มทุน	12
3.2.3	อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นในช่วงเหตุการณ์	13
3.2.4	อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นในช่วงเวลารอบๆเหตุการณ์	13
3.2.5	ศึกษาปัจจัยอื่นๆที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกิน ปกติสะสม(CAR)ในช่วงเวลาเหตุการณ์	15
บทที่ 4	ผลการวิจัยและอภิปรายผล	18
4.1	การศึกษาโดยใช้วิธีวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษา (Event Study)	18
4.2	การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน(Multiple Regression Analysis)	23
บทที่ 5	สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	26
5.1	สรุปผลการศึกษา	26
5.2	ข้อจำกัดของงานวิจัย	27
5.3	ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	27
รายการอ้างอิง		29
ประวัติผู้เขียน		32

สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 แสดงจำนวนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในแต่ละปี	9
3.2 การคาดการณ์ความสัมพันธ์ของตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการศึกษา	15
4.1 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในช่วงเหตุการณ์ ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน	17
4.2 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในช่วงเหตุการณ์ ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน	19
4.3 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (ARR) ในช่วงเหตุการณ์ ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเปรียบเทียบแต่ละกลุ่มตัวอย่าง	20
4.4 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในช่วงเวลาต่างๆ ของเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน เปรียบเทียบแต่ละกลุ่มตัวอย่าง	21
4.5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน	21

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
3.1 แผนภาพแสดงแต่ละระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา	11
4.1 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในช่วงเหตุการณ์ ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน	18



บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การลงทุนนับเป็นสิ่งสำคัญที่ช่วยผลักดันให้เศรษฐกิจของประเทศสามารถขยายตัวและพัฒนาต่อไปได้ ซึ่งส่วนหลักอย่างหนึ่งของการลงทุนก็คือการระดมเงินทุน โดยการระดมเงินทุนนั้นมีแหล่งที่มาของเงินทุนจากสองแหล่งที่สำคัญ นั่นคือ การกู้หนี้และการระดมเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ ซึ่งหากเปรียบเทียบความเสี่ยงในการระดมเงินทุนจากสองแหล่งนี้ การระดมเงินทุนจากส่วนของเจ้าของอย่างการออกหุ้นเพิ่มทุนมีความเสี่ยงต่ำกว่าการกู้หนี้ เนื่องจากบริษัทไม่มีข้อผูกมัดใดๆที่จะต้องจ่ายผลตอบแทนคืนแก่นักลงทุน ไม่ว่าบริษัทจะมีกำไรหรือไม่ก็ตาม ซึ่งแตกต่างจากการก่อหนี้หรือออกหุ้นกู้ตรงที่บริษัทจะมีภาระผูกพันที่จะต้องชำระดอกเบี้ยคืนให้กับนักลงทุนตามอัตราที่ได้ทำสัญญากันไว้ ซึ่งหากผลประกอบการของบริษัทไม่ดีดังที่เคยได้คาดการณ์ไว้ อาจทำให้บริษัทไม่มีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะนำมาชำระหนี้และเกิดความเสี่ยงที่จะล้มละลายในที่สุด

แม้ว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนจะมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าการก่อหนี้ในแง่ของความเสี่ยงต่อการล้มละลาย แต่นักลงทุนมักมีการตอบสนองทางลบต่อการออกหุ้นเพิ่มทุน (Seasoned Equity offering: SEO) ส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งนอกจากนี้ยังมีงานวิจัยหลายฉบับได้กล่าวถึงสาเหตุของการตอบสนองด้านลบของนักลงทุน อย่างเช่น signaling effect โดย Leland and Pyle (1977) พบว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนว่าราคาของหุ้นขณะนั้นกำลังมีมูลค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็นหรืองานวิจัยของ Myers and Mijluf (1984) กล่าวถึง Adverse selection problem โดยอธิบายว่า นี่เป็นการสื่อสารถึงนักลงทุนเกี่ยวกับมูลค่าที่แท้จริงของบริษัท เพราะนักลงทุนเชื่อว่าบริษัทกำลังมีนโยบายการลงทุนที่ไม่เหมาะสมที่จะทำให้กิจการขาดทุนและมีมูลค่าลดลง เนื่องจากหากบริษัทต้องระดมทุนด้วยการออกหุ้นจะทำให้มีต้นทุนที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยความเสี่ยงให้กับนักลงทุน ดังนั้น นี่จึงควรเป็นทางเลือกสุดท้าย ตามทฤษฎีลำดับการจัดหาทุน (Pecking Order Theory) แต่การระดมทุนโดยการประกาศขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนเป็นการแสดงให้เห็นว่าบริษัทไม่สามารถที่จะกู้ยืมเงินได้หรือมีการลงทุนที่ไม่ดี เพราะฉะนั้นสำหรับนักลงทุน การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจึงเป็นการสื่อถึงข้อมูลที่ไม่ดีของบริษัท ส่งผลให้ราคาหุ้นปรับลดลง

จากสาเหตุข้างต้นที่กล่าวมา ทำให้เห็นว่าแท้จริงแล้วสาเหตุสำคัญที่ทำให้ให้นักลงทุนตอบสนองด้านลบต่อการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนก็คือ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างผู้บริหารและตลาดทุน (Asymmetric Information) นั่นคือ นักลงทุนไม่ทราบข้อมูลภายในของบริษัทอย่าง นโยบายการลงทุน กลยุทธ์ภายใน หรือโอกาสในการเติบโต ทำให้นักลงทุนไม่ทราบถึงแรงจูงใจ

ที่แท้จริงของผู้บริหาร อย่างเช่น บริษัทกำลังมีศักยภาพในการเติบโต แรงจูงใจด้านทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม และแรงจูงใจด้านจังหวะตลาด เป็นต้น ดังนั้น ผู้บริหารจึงมีความจำเป็นที่จะต้องสื่อสารข้อมูลคุณภาพของบริษัทให้แก่นักลงทุนได้รับทราบ เพื่อให้การตอบสนองด้านลบต่อการออกหุ้นเพิ่มทุนลดน้อยลง ส่งผลให้บริษัทอัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้น

การจ่ายเงินปันผลจึงเป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งในการสื่อสารโอกาสในอนาคตของบริษัทให้กับตลาดหุ้น การเพิ่มขึ้นของเงินปันผลจะส่งผลด้านบวกแก่ตลาดหุ้น ราคาหุ้นจะสูงขึ้น ในทางตรงกันข้ามการจ่ายเงินปันผลลดลงจากเดิมจะทำให้ตลาดหุ้นตอบสนองด้านลบ ราคาหุ้นจะต่ำลง อีกทั้งการประกาศจ่ายเป็นผลเป็นการส่งสัญญาณที่มีต้นทุนสูง จึงเป็นการสื่อสารข้อมูลจากบริษัทไปยังตลาดหุ้นที่มีความน่าเชื่อถือสูง

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตถึงความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและออกหุ้นเพิ่มทุนนั้น พบว่ามีผลที่แตกต่างกันไป เช่น การศึกษาของ Booth and Chang(2011) และ Wang et al.(2011) สอดคล้องกันไปทิศทางเดียวกันว่า การจ่ายเงินปันผลสามารถลดผลกระทบด้านลบต่อการออกหุ้นเพิ่มทุนได้ ในขณะที่งานวิจัยของ Loderer and Mauer (1992) กลับพบว่า การจ่ายเงินปันผลไม่สามารถใช้เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณด้านบวกเพื่อลดผลกระทบด้านลบของการออกหุ้นเพิ่มทุนได้

ทั้งนี้เนื่องจากงานวิจัยส่วนมากก่อนหน้านี้ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและออกหุ้นเพิ่มทุนจากตลาดในสหรัฐอเมริกาเท่านั้น ผู้วิจัยจึงต้องการศึกษาความสัมพันธ์นี้กับตลาดอื่นนอกเหนือจากสหรัฐอเมริกา ว่าผลการศึกษจะได้ข้อมูลที่สอดคล้องไปในทางเดียวกันหรือไม่ โดยงานวิจัยนี้เลือกศึกษาจากข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock exchange of Thailand : SET)

1.2 วัตถุประสงค์งานวิจัย

1.2.1 เพื่อศึกษาถึงผลกระทบของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติหรือไม่

1.2.2 เพื่อศึกษาว่า การส่งสัญญาณประกาศจ่ายปันผลก่อนประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทสามารถลดผลกระทบด้านลบในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้หรือไม่

1.2.3 เพื่อศึกษาปัจจัยต่างๆที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นในช่วงที่บริษัทประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

1.3 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

งานวิจัยนี้มุ่งศึกษาว่าการประกาศจ่ายปันผลก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนจะสามารถลดผลกระทบด้านลบจากการตอบสนองของนักลงทุนต่อการออกหุ้นเพิ่มทุนได้หรือไม่ โดยผลการศึกษาจะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียน นั่นคือ หากการส่งสัญญาณผ่านการประกาศจ่ายเงินปันผลสามารถลดผลกระทบด้านลบในการออกหุ้นเพิ่มทุนได้จริง บริษัทก็สามารถใช้วิธีนี้เป็นเครื่องมือในการสื่อสารข้อมูลระหว่างบริษัทกับนักลงทุนทั่วไปเพื่อลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร ซึ่งจะทำให้การระดมเงินทุนจากการออกหุ้นเพิ่มทุนมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น



บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แรงจูงใจในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

งานวิจัยในอดีตได้ศึกษาถึงการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนไว้อย่างมากมาย โดยแรงจูงใจในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน พบว่ามีที่มาจากหลายสาเหตุ ดังนี้

2.1.1 บริษัทมีศักยภาพในการเติบโต (Financing for Investment and Growth)

งานวิจัยของ Myers (1977) พบว่า บริษัทที่มีศักยภาพในการเติบโต จะมีแรงจูงใจในการระดมเงินทุนมาเพื่อสร้างมูลค่าให้กับบริษัทมากยิ่งขึ้น และยังพบว่าบริษัทที่มีแรงจูงใจที่จะระดมทุนจากส่วนของเจ้าของเพื่อเป็นการป้องกันการถ่ายโอนความมั่งคั่งไปสู่เจ้าหนี้

2.2.2 แรงจูงใจด้านทฤษฎีเงินทุน (The Trade-off Theory)

ทฤษฎีเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนถูกเสนอขึ้นครั้งแรกโดย Mlodigiani and Miller (1958) โดยกล่าวว่าภายใต้ตลาดที่สมบูรณ์และมีประสิทธิภาพ การจัดหาเงินทุนของบริษัทจะไม่มีผลต่อมูลค่าของบริษัท แต่มูลค่าของบริษัทจะขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการตัดสินใจของกิจการ แต่ตลาดในความเป็นจริงเป็นตลาดที่ไม่สมบูรณ์ เนื่องจากมีการเก็บภาษี ปัญหาต้นทุนเรื่องการเงิน (Financial Distress Problem) และปัญหาเรื่องตัวแทน ดังนั้นจึงผลให้การตัดสินใจในการจัดหาเงินทุนมีผลต่อมูลค่าของบริษัท ทำให้ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory) มีการกำหนดโครงสร้างเงินทุนโดยพิจารณาจากผลประโยชน์ที่ได้จากการก่อหนี้และต้นทุนของหนี้ที่เพิ่มขึ้น โดยกล่าวว่า แต่ละบริษัทมีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมและจะพยายามจัดหาเงินทุนตามโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมของบริษัท ซึ่งการออกหุ้นเพิ่มทุนนั้น จึงอาจเป็นกระบวนการหนึ่งในการที่จะทำให้โครงสร้างเงินทุนของบริษัทอยู่ระดับที่เหมาะสม หากบริษัทมีสัดส่วนหนี้สินสูงกว่าระดับที่เหมาะสมมีแนวโน้มที่จะทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน เพื่อรักษาระดับสัดส่วนหนี้สินต่อทุนให้เหมาะสม อ้างอิงจากงานวิจัยของสมฤดี จันทรค์ณะ (2553)

2.2.3 แรงจูงใจด้านจังหวะตลาด (Market Timing)

งานวิจัยของ Kim and Weisbach (2008) พบว่าการที่ราคาหุ้นของบริษัทกำลังมีมูลค่าสูงกว่ามูลค่าที่แท้จริงเป็นแรงจูงใจอย่างหนึ่งที่จะทำให้บริษัทมีการระดมทุนเพิ่มด้วยการออกหุ้นเพิ่มทุน เนื่องจากบริษัทจะได้ประโยชน์จากการที่มูลค่าหุ้นขณะนั้นกำลังสูงกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้น

จะพบว่าบริษัทมักออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงที่หุ้นราคาสูง และหลีกเลี่ยงการออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงที่ราคาหุ้นตกต่ำ

Baker and Wurgler (2002) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างจังหวะในการลงทุนกับโครงสร้างเงินทุน พบว่า หากบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินสูงจะจัดหาเงินทุนหรือออกหุ้นเพิ่มทุนในช่วงที่ราคาหุ้นในตลาดมีมูลค่าสูง แต่ถ้าในช่วงที่หุ้นมีราคาต่ำ บริษัทจะทำการซื้อหุ้นคืนซึ่งจะทำให้โครงสร้างเงินทุนเปลี่ยนแปลงไป มีอัตราส่วนหนี้สินสูงขึ้น

งานวิจัยของอังคณา ชูระเจริญพานิช (2545) ยังพบว่า ประเทศไทยมีการใช้จังหวะตลาดในช่วงสั้นๆ ในการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนเนื่องจากพบความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนของหุ้นที่เพิ่มขึ้นกับการจำหน่ายหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท

2.2 สาเหตุที่นักลงทุนตอบสนองทางด้านลบต่อการออกหุ้นเพิ่มทุน

ทั้งนี้ มีงานวิจัยได้กล่าวถึง การตอบสนองต่อราคาหุ้นจากวัตถุประสงค์ในการออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัท โดยงานวิจัยของประนอม สุภาพ (2554) พบว่า นักลงทุนมีการตอบสนองต่อราคาหลักทรัพย์ต่อวัตถุประสงค์การเพิ่มทุนแตกต่างกัน โดยหากบริษัทมีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปใช้ในการลงทุนหรือขยายกิจการ นักลงทุนจะมีทิศทางการตอบสนองในเชิงบวกและหากบริษัทมีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในการดำเนินธุรกิจมีทิศทางการตอบสนองในเชิงลบ จึงสามารถวิเคราะห์ได้ว่า นักลงทุนมีการนำวัตถุประสงค์การเพิ่มทุนไปใช้ประกอบการวิเคราะห์และประกอบการตัดสินใจลงทุน แต่มีงานวิจัยจำนวนมากในอดีตเช่น Clarke ,Dunbar และ Kahle (2001), Bayles and Chaplinsky (1996) ที่พบว่า เมื่อบริษัทประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะส่งผลให้นักลงทุนตลาดเกิดการตอบสนองทางลบ จนส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทที่จะลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยสาเหตุที่ทำให้นักลงทุนตอบสนองทางลบต่อการออกหุ้นเพิ่มทุน มีหลายทฤษฎีที่กล่าวถึง ดังนี้

2.2.1 Signal Effect จากงานวิจัยของ Leland and Plye (1997) พบว่า นักลงทุนเชื่อว่าการออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารที่มีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทมากที่สุดมายังผู้ถือหุ้นว่า มูลค่าหุ้น ณ ขณะนั้นกำลังสูงกว่าที่ควรจะเป็น จึงเป็นการส่งสัญญาณด้านลบไปยังผู้ถือหุ้น

2.2.2 Adverse selection จากงานวิจัยของ Myers and Majluf (1984) พบว่า การออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นการส่งสัญญาณทางลบ เนื่องจากตามหลักทฤษฎีลำดับการจัดหาทุน (Pecking Order Theory) การระดมทุนจากผู้ถือหุ้นเป็นทางเลือกที่มีต้นทุนสูงที่สุด และควรจะเป็นทางเลือกสุดท้าย แต่หากบริษัทเลือกใช้วิธีนี้ในการจัดหาเงินทุน จึงทำให้นักลงทุนเชื่อได้ว่า บริษัทกำลังอยู่ในช่วงที่มีความเสี่ยงสูงหรือกำลังมีนโยบายการลงทุนที่ไม่เหมาะสมซึ่งจะก่อให้เกิดการขาดทุนได้

2.2.3 Agency Problem จากงานวิจัยของ Jung et al. (1996) กล่าวว่านักลงทุนตระหนักว่า ผู้บริหารจะระดมทุนไปใช้ในทางที่ไม่ได้สร้างมูลค่าสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น

ซึ่งจะเห็นว่าทั้ง 3 สาเหตุสำคัญของการตอบสนองด้านลบที่มีมาจากการ ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างผู้บริหารและตลาดทุน (Asymmetric Information Problem) นั่นคือ นักลงทุนไม่ทราบแรงจูงใจที่แท้จริงในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ทำให้เกิดปรากฏการณ์ underpricing ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้ จึงตั้งสมมติฐานว่า

สมมติฐานที่ 1 (H1) : เหตุการณ์ประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญ

2.3 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการประกาศจ่ายเงินปันผล

จากปัญหาการตอบสนองด้านลบของนักลงทุนที่เกิดขึ้น ผู้บริหารจึงมีความจำเป็นที่จะต้องสื่อสารข้อมูลคุณภาพของบริษัทให้นักลงทุนทราบ สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) หรือข้อมูลที่สื่อสารผ่านการจ่ายเงินปันผล (The Information Content of Dividends) พบงานวิจัยว่า ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างบริษัทและนักลงทุน เป็นแรงจูงใจที่ทำให้เกิดการส่งสัญญาณเงินปันผล

2.3.1 Bhattacharya (1979) เป็นงานวิจัยแรกที่น่าสนใจ Dividend Signaling Model โดยเขาพบว่าการจ่ายเงินปันผลที่สูงสามารถสื่อไปนัยได้ว่า กิจกรรมนั้นมีมูลค่าที่สูง และการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นเป็นการส่งสัญญาณที่ทำให้ให้นักลงทุนมีความพึงพอใจต่อบริษัทมากยิ่งขึ้น โดยผู้ลงทุนจะยินยอมจ่ายภาษีปันผลเพื่อแลกกับข้อมูลที่จะได้รับจากผู้บริหารผ่านการส่งสัญญาณปันผล นอกจากนี้ยังพบว่า บริษัทที่มีโอกาสกำไรดีจะมีการเพิ่มการจ่ายเงินปันผลมากที่สุด ดังนั้นความสัมพันธ์ของการเงินปันผลและผลกำไรในอนาคตจึงสอดคล้องเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

2.3.2 John and William (1985) ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการออกหุ้นเพิ่มทุน ว่าเหตุใดบริษัทที่จะระดมเงินทุนจากภายนอกจะต้องมีการจ่ายเงินปันผลในขณะเดียวกัน โดยผลการศึกษาพบว่า การจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นจะทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น โดยการแพร่กระจายของข้อมูลผ่านการประกาศจ่ายปันผลให้นักลงทุนตอบสนองในแง่บวกต่อหุ้นที่จ่ายปันผลทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้น แสดงถึงว่านักลงทุนให้มูลค่าในบริษัทนั้นสูง ซึ่งบริษัทที่มีการคาดการณ์ว่าจะมีระดับกระแสเงินสดในอนาคตต่ำจะจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าบริษัทที่คาดว่าจะมีกระแสเงินสดในอนาคตสูงกว่า งานวิจัยนี้เป็นการตอกย้ำว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือการส่งสัญญาณที่มีต้นทุนที่สูง เพราะฉะนั้น ผู้บริหารจึงมักหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล

โดยเฉพาะอย่างยิ่งการลดการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการส่งสัญญาณที่ไม่ดี และไม่ต้องการที่จะจ่ายเงินปันผลเพิ่มหากไม่มั่นใจว่ากระแสเงินสดในอนาคตว่าจะมากขึ้น เนื่องจากหากการดำเนินงานในอนาคตไม่ดี อาจต้องลดการจ่ายปันผล ซึ่งเป็นการส่งข้อมูลเชิงลบแก่นักลงทุน

2.3.3 Miller and Rock (1985) พบว่า การจ่ายปันผลเป็นการส่งสัญญาณที่ต้นทุนสูง เนื่องจากการขัดขวางการเข้าถึงระดับการลงทุนที่เหมาะสมของบริษัท เพราะการจ่ายปันผลเป็นการนำกระแสเงินสดออกจากบริษัทแทนที่จะนำมาใช้ในการลงทุน ส่งผลให้มูลค่าบริษัทลดลง ดังนั้นบริษัทที่มีการกำไรมากกว่าจะจ่ายปันผลมากกว่า กล่าวคือมีทิศทางไปทางเดียวกัน

ซึ่งนอกเหนือจากการจ่ายปันผล อีกหนึ่งวิธีในการสื่อสารข้อมูลคุณภาพของบริษัทไปยังนักลงทุนก็คือการประกาศกำไร โดยงานวิจัยของ Korajczyk et al. (1991) พบว่า การประกาศกำไรในระยะเวลา 1 ปีก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นการสื่อสารข่าวดีให้กับนักลงทุนได้รับทราบ นักลงทุนจึงตอบสนองด้านบวก แต่อย่างไรก็ตาม Teoh et al. (1998) พบว่า บริษัทมักจะทำการตกแต่งกำไรให้สูงขึ้นผ่านการใช้จ่ายการคงค้าง (Discretionary Accounting Accruals) เพื่อดึงดูดนักลงทุนโดยจะตกแต่งให้สูงขึ้นก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุน สูงที่สุดในปีที่ออกหุ้นเพิ่มทุน และลดลงหลังจากปีที่ออกหุ้นเพิ่มทุน จะเห็นว่าการส่งสัญญาณผ่านการประกาศกำไรเป็นสิ่งที่ผู้บริหารสามารถตกแต่งได้ และงานวิจัยของ อ้นยพร ผากานนท์ (2546) พบว่า กิจกาส่วนใหญ่ที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนมีคุณภาพกำไรก่อนออกหุ้นเพิ่มทุนที่สูงกว่าคุณภาพกำไรหลังออกหุ้นเพิ่มทุน ผลการศึกษาข้างชี้ให้เห็นว่าอาจเกิดความพยายามของกิจการที่ทำการออกหุ้นเพิ่มทุนในการสร้างความน่าเชื่อถือให้กับนักลงทุนเพื่อหวังผลด้านการระดมทุน

ดังนั้น การจ่ายปันผลจึงเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณที่น่าเชื่อถือมากกว่า เนื่องจากต้องใช้ต้นทุนที่สูง เพราะมีค่าเสียโอกาสในการใช้แหล่งเงินทุนภายในบริษัทหรือต้นทุนทางธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาแหล่งเงินทุนภายนอกบริษัท ทำให้บริษัทที่มีกำไรไม่ดีไม่กล้าเลียนแบบ ซึ่งจากทฤษฎีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Information Asymmetry) บริษัทจะทำการออกหุ้นเพิ่มทุนเมื่อตลาดรับรู้มูลค่าที่แท้จริงของบริษัทมากที่สุด เนื่องจากในช่วงที่ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารต่ำ บริษัทก็จะได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น สอดคล้องกับงานของ Dierkens (1991), Korajczyk et al. (1991), Choe et al. (1993) และ Bayless and Chaplinsky (1996) พบว่า นักลงทุนจะตอบสนองทางลบต่อการออกหุ้นเพิ่มทุนลดลง เมื่อความไม่เท่าเทียมกันของข่าวสารลดต่ำลง

2.4 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาความสัมพันธ์ของการออกหุ้นเพิ่มทุนและการประกาศจ่ายเงินปันผล

อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลและการออกหุ้นเพิ่มทุนหลายงานวิจัย ดังนี้

2.4.1 Loderer and Mauer (1992) ศึกษาความสัมพันธ์ของการจ่ายปันผลกับอัตราผลตอบแทนในวันที่บริษัทออกหุ้นเพิ่มทุน ในตลาดสหรัฐอเมริกาปี 1973-1984 พบว่า การจ่ายปันผลไม่สามารถนำมาเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณบวกเพื่อลดผลกระทบด้านลบจากการออกหุ้นเพิ่มทุนต่อนักลงทุนได้ นั่นคือ บริษัทที่จ่ายปันผลก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนจะมีอัตราของผลตอบแทนต่ำกว่าบริษัทที่ไม่ได้จ่ายปันผล ซึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ

2.4.2 Wang et al. (2011) ได้ศึกษาเกี่ยวกับการจ่ายปันผลและการออกหุ้นเพิ่มทุนอีกครั้งเหมือนงานวิจัยของ Loderer and Mauer (1992) แต่ใช้ข้อมูลของตลาดสหรัฐอเมริกาปี 1978-2005 ซึ่งผลออกมาต่างจากของ Loderer and Mauer (1992) อย่างสิ้นเชิง โดยเขาพบว่า การจ่ายปันผลส่งผลให้ตลาดหุ้นส่งผลทางบวกต่อการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน ทำให้อัตราผลตอบแทนของบริษัทที่ประกาศจ่ายปันผลก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนสูงกว่าบริษัทที่ไม่ได้ประกาศจ่ายปันผล

2.4.3 งานวิจัยของ Booth and Chang (2011) ศึกษาความสัมพันธ์นี้กับตลาดสหรัฐอเมริกาปี 1975-2002 สอดคล้องไป ในทางเดียวกับ งานวิจัยของ Wang et al. (2011) โดยพบว่า บริษัทที่ประกาศจ่ายปันผลจะทำให้มีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารต่ำกว่า ซึ่งยิ่งความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลต่ำ ราคาของหุ้นในวันที่บริษัทประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนก็จะลดลงน้อย ดังนั้น การจ่ายปันผลจึงลดผลกระทบด้านลบของการออกหุ้นเพิ่มทุนได้ นอกเหนือจากนี้ งานวิจัยนี้ยังได้ให้คำตอบว่า เหตุใด งานวิจัย Loderer and Mauer (1992) จึงมีผลที่ไม่สอดคล้องกับทฤษฎี ซึ่งเขาพบว่า เพราะในช่วง 1973-1984 ก่อนหน้า 1985 ไม่มีความแตกต่างกันของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างบริษัทที่ประกาศจ่ายปันผลและไม่จ่ายปันผล แต่หลังจากปี 1985 พบว่าการจ่ายปันผลส่งผลต่อระดับความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารอย่างมาก จึงทำให้งานวิจัยในช่วงหลังปี 1985 สอดคล้องตามทฤษฎี

2.4.4 ชนาภานต์ ภัทรสินไพบูลย์ (2555) ศึกษาเหตุการณ์จากตลาด Nasdaq ประเทศสหรัฐอเมริกา ในช่วงปี 2551-2555 พบว่า การประกาศจ่ายปันผลสามารถลดผลกระทบด้านลบต่อการออกหุ้นเพิ่มทุนได้ โดยบริษัทที่มีการจ่ายปันผลก่อนหน้าเหตุการณ์ออกหุ้นเพิ่มทุนจะทำให้ผลกระทบด้านลบจากการออกหุ้นเพิ่มทุนลดลง

ซึ่งจากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศจ่ายเงินปันผลและการออกหุ้นเพิ่ม
ทุนของงานวิจัยในอดีตทั้งของ Wang et al. (2011), Booth and Chang (2011), ชนาทนต์ ภัทร
สินไพบูลย์ (2555) พบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลสามารถลดผลกระทบด้านลบจากการออกหุ้นเพิ่ม
ทุนได้ ทำให้งานวิจัยนี้ตั้งสมมติฐานว่า

สมมติฐานที่ 2 (H2) : การประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นเพิ่มทุนมีความสัมพันธ์กับอัตรา
ผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเหตุการณ์ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท



บทที่ 3

วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้ ใช้วิธีวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษา (Event Study) เพื่อวัดการตอบสนองของนักลงทุนต่อการตัดสินใจของผู้บริหาร เมื่อบริษัทประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน โดยงานวิจัยนี้ให้ความสนใจต่อเหตุการณ์การส่งสัญญาณประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนหน้าการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand) โดยวัดการตอบสนองของนักลงทุนจากราคาของหุ้นที่เปลี่ยนแปลง เนื่องจากทฤษฎีประสิทธิภาพทุน (Efficient Market Hypothesis) เห็นว่า ราคาหุ้นจะสามารถใช้สะท้อนข้อมูลได้ดี ใช้ข้อมูลปี 2012-2016 จำนวนกลุ่มตัวอย่างประมาณ 232 เหตุการณ์

3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ เหตุการณ์ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยจะแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 2 กลุ่ม โดยใช้เกณฑ์การประกาศจ่ายเงินปันผล คือ กลุ่มที่บริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน 1 ปี (Dividend SEO) และกลุ่มที่บริษัทไม่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน 1 ปี (Non-dividend SEO)

ตารางที่ 3.1 : แสดงจำนวนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนในแต่ละปี

ปี	จำนวน SEO	Dividend SEO	Non-dividend SEO
2012	25	19	6
2013	68	33	35
2014	60	20	40
2015	39	21	18
2016	40	20	20
รวม	232	113	119

แหล่งข้อมูลจากระบบฐานข้อมูล DataStream

3.2 วิธีวิจัย

ผู้วิจัยศึกษาข้อมูลด้วยวิธีเหตุการณ์เหตุการณ์ศึกษา (Event Study) ซึ่งเป็นแนวทางที่ใช้สำหรับการศึกษาถึงเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่งที่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น โดยการทดสอบสมมติฐานในงานวิจัยนี้แบ่งเป็น 2 ส่วน ได้แก่

สมมติฐานที่ 1: การศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return : ARR) ในช่วงเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน นั่นคือ หากเหตุการณ์การออกหุ้นเพิ่มทุนส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยอย่างมีนัยสำคัญแล้ว อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยจะแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ

H_0 : อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (ARR) ที่เกิดขึ้นมีค่าเท่ากับ 0

สมมติฐานที่ 2: การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประกาศจ่ายเงินปันผลและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ในช่วงเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน

H_0 : ไม่มีความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return : CAAR) ระหว่างบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน และบริษัทที่ไม่มีการประกาศจ่ายปันผลก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน โดยการศึกษาแบ่งเป็น 5 ขั้นตอนที่สำคัญ ดังนี้

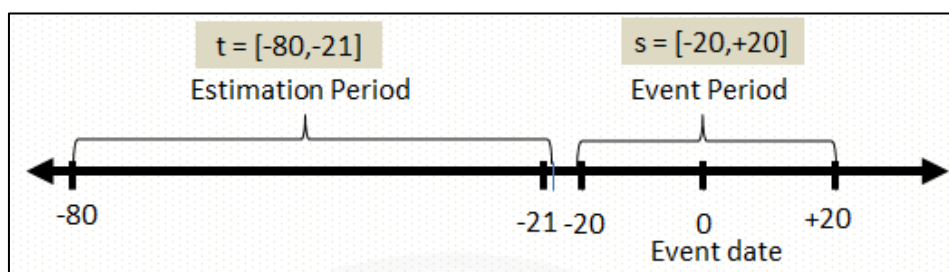
3.2.1 ระบุเหตุการณ์และวันที่เกิดเหตุการณ์

การกำหนดวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date = 0) คือ วันที่เริ่มมีข่าวการออกหุ้นเพิ่มทุนประกาศสู่สาธารณชน ซึ่งก็คือ filing date อย่างไรก็ตามอาจมีผลกระทบจากการรั่วไหลของข้อมูลข่าวสารในตลาดได้ จึงกำหนดให้ช่วงเวลาเกิดเหตุการณ์ครอบคลุมก่อนวันก่อนเกิดเหตุการณ์ 20 วัน และหลังวันเกิดเหตุการณ์ 20 วัน เพื่อแก้ไขปัญหานี้ในการวัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติ การศึกษาเหตุการณ์จะแบ่งออกเป็น 2 ช่วง คือ

(1) ช่วงประมาณการ (Estimation Period) หรือช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์เป็นช่วงข้อมูลที่จะนำไปคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return) นั่นก็คือ เป็นช่วงที่ราคาของหุ้นยังไม่ถูกรบกวนด้วยข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการออกหุ้นเพิ่มทุน โดยจะเริ่มจาก 80 วันก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน ถึง 20 วันก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน (-80, -21) กำหนดให้เป็นช่วง t

(2) ช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Period) เป็นช่วงเวลารอบๆวันที่เกิดเหตุการณ์ โดยจะคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดจากเหตุการณ์การประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนและวัดว่า

อัตราผลตอบแทนเกินปกตินี้แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยช่วงเวลาที่นำมาคำนวณคือ ก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน 20 วันและหลังการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน 20 วัน (-20, +20) กำหนดให้เป็นช่วง s



ภาพที่ 3.1 : แผนภาพแสดงแต่ละระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา

3.2.2 อัตราผลตอบแทนปกติของหุ้นหากไม่เกิดเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน (ช่วง Estimation Period)

- การคำนวณอัตราผลตอบแทนของตลาด

คำนวณอัตราผลตอบแทนตลาดในช่วงประมาณการ โดยจะใช้ข้อมูลราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET รายวันในช่วง (-80,-21) จากสมการ

$$R_{mt} = \frac{(SET_t - SET_{t-1})}{SET_{t-1}}$$

โดยที่ R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของ SET ณ วันที่ t

SET_t คือ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET ณ วันที่ t

SET_{t-1} คือ ราคาดัชนีตลาดหลักทรัพย์ SET ณ วันที่ $t-1$

- การคำนวณผลตอบแทนของหุ้นที่สนใจ

ในช่วงประมาณการหรือช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ จะใช้ราคาปิดของหุ้นรายวันช่วง (-80,-21) จากสมการ

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}}$$

โดยที่ R_{it} คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหุ้น i ณ วันที่ t

P_{it} คือ ราคาปิดของหุ้น i ณ วันที่ t

P_{it-1} คือ ราคาปิดของหุ้น i ณ วันที่ $t-1$

- **แบบจำลองของตลาด (Market Model)**

นำอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของตลาด (R_{mt}) และอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหุ้นที่สนใจ (R_{it}) ที่ได้จากขั้นตอนก่อนหน้านี้ ไปแทนค่าในสมการ market model เพื่อคำนวณค่าเบต้า(β) และแอลฟา(α) ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ หรือช่วงปกติของหุ้นนั่นเอง ดังนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

โดยที่	R_{it}	คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหุ้น i ณ วันที่ t
	R_{mt}	คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของตลาด SET ณ วันที่ t
	α_i	คือ อัตราผลตอบแทนของหุ้น i เมื่ออัตราผลตอบแทนตลาด=0
	β_i	คือ ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหุ้น i กับอัตราผลตอบแทนของตลาดหรือค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการหาความสัมพันธ์แบบถดถอย (OLS)

3.2.3 อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นในช่วงเหตุการณ์

การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นในช่วงเหตุการณ์ (S) โดยการนำค่า β และ α ที่ได้จากช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์มาคำนวณร่วมกับอัตราผลตอบแทนของตลาดที่เกิดขึ้นจริงในช่วงเหตุการณ์ โดยใช้แบบจำลองของตลาดดังนี้

$$E(R_{is}) = \alpha_i + \beta_i R_{ms}$$

โดยที่	$E(R_{is})$	คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้น i ณ วันที่ s (โดย $s=-20$ ถึง $+20$)
	R_{ms}	คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของตลาด SET ณ วันที่ s
	α_i	คือ ค่าแอลฟาของหุ้น i
	β_i	คือ ค่าเบต้าของหุ้น i

เนื่องจากการออกหุ้นเพิ่มทุนทำให้สัดส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัทเปลี่ยนแปลงไป จึงต้องใช้วิธีการของ Hamada ในการปรับปรุงค่า β ให้สอดคล้องกับสัดส่วนหนี้สินต่อทุนที่เปลี่ยนแปลงไป

3.2.4 อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นในช่วงเวลารอบๆเหตุการณ์ (Event Period)

- **การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return : AR)**

โดยการนำเอาอัตราผลตอบแทนหุ้นที่เกิดขึ้นจริงในช่วงเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน หักกับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้นผ่านกระบวนการปรับปรุงค่า β

$$AR_{is} = R_{is} - E(R_{is})$$

โดยที่	AR_{is}	คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น i ณ วันที่ s
	R_{is}	คือ อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหุ้น i ณ วันที่ s
	$E(R_{is})$	คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหุ้น i ณ วันที่ s

- การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal

Return: CAR)

โดยการนำอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (AR) ในช่วงเหตุการณ์มาบวกกัน เนื่องจากการทดสอบการตอบสนองต่อราคาหุ้นจะต้องดูการเปลี่ยนแปลงสะสมในช่วงเวลาที่กำหนด

$$CAR_i = \sum AR_i$$

โดยที่ CAR_i คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหุ้น i

AR_i คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น i

- การคำนวณผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return:

AAR)

เนื่องจากอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (AR_{it}) และ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR_{it}) เป็นค่าที่เกิดจากหุ้นเพียงตัวเดียว จึงไม่สามารถสรุปได้ว่า การทดสอบนัยสำคัญทางสถิติ นั้น เป็นอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากเหตุการณ์นั้นหรือไม่ จึงต้องใช้ค่าเฉลี่ยจากทุกตัวอย่าง ทำได้โดยนำอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (AR) ในช่วงเหตุการณ์มาหารจำนวนกลุ่มตัวอย่าง

$$AAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_i$$

โดยที่ AAR คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหุ้น

AR_i คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น i

N คือ จำนวนตัวอย่างที่ใช้ทดสอบ

- การคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Average

Abnormal Return : CAAR)

ทำได้โดยนำอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในช่วงเหตุการณ์มา รวมกัน เนื่องจากการทดสอบการตอบสนองต่อราคาหุ้นจะต้องดูการเปลี่ยนแปลงสะสมในช่วงเวลาที่ กำหนด นั่นก็คือ ช่วง (-19, +20) ดังนี้

$$CAAR = \sum AAR_i$$

โดยที่ $CAAR$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหุ้น

AAR คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหุ้น

- การทดสอบนัยสำคัญทางสถิติ

จะใช้ T-test เพื่อทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) มีค่า แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

$$T\text{-test} = \frac{AAR_t}{s.e.(AAR_t)} = \frac{AAR_t}{s.e.(AR_t)/\sqrt{Nt}}$$

โดยที่ $s.e.(AAR_t)$ คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหุ้น
 $s.e.(AR_t)$ คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้น

จะใช้ T-test เพื่อทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) มีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

$$T\text{-test} = \frac{CAAR_{T1,T2}}{s.e.(CAAR_{T1,T2})} = \frac{CAAR_{T1,T2}}{\sqrt{\sum_{t=T1}^{T2} s.e.^2(AAR_t)}}$$

โดย $CAAR_{T1,T2}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหุ้นจาก T1 ถึงวันที่ T2
 $s.e.(CAAR_{T1,T2})$ คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ยของหุ้นจาก T1 ถึงวันที่ T2

3.2.5 ศึกษาปัจจัยอื่นๆที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) ในช่วงเวลาเหตุการณ์

โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธี Ordinary Least Square โดยแบบจำลองที่ใช้ศึกษาปัจจัยอื่นๆ ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม คือ

$$CAR_{(-5,+5)} = \beta_0 + \beta_1 Nondiv_i + \beta_2 divplus_i + \beta_3 divneg_i + \beta_4 \log(age)_i + \beta_5 EPS_i + \beta_6 Debratio_i + \beta_7 TobinQ_i + \beta_8 \log(Capex)$$

ตัวแปรตาม (Dependent variables)

$CAR_{i(-5,+5)}$ คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหุ้นแต่ละตัว ณ ช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน (-5,+5) โดย i คือหุ้นแต่ละตัว

ตัวแปรต้น (Independent variables)

$Nondiv_i$ คือ ตัวแปร Dummy จะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทไม่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน 1 ปีและจะมีค่าเท่ากับ 0 ในกรณีอื่นๆ

$Divplus_i$ คือ ตัวแปรนี้จะมามีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทจ่ายปันผลเพิ่มขึ้นจากครั้งก่อน โดยจะพิจารณาราคาพาร์ของหุ้นในช่วงเวลานั้นๆด้วย และเท่ากับ 0 กรณีอื่นๆ

Divneg_i คือ ตัวแปรนี้จะมามีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทจ่ายปันผลน้อยลงจากครั้งก่อน โดยจะพิจารณาราคาพาร์ของหุ้นในช่วงเวลานั้นๆด้วย และเท่ากับ 0 กรณีอื่นๆ

ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

ตารางที่ 3.2 : การคาดการณ์ความสัมพันธ์ของตัวแปรควบคุมที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปรควบคุม		ทิศทางที่คาดหวัง
Log(age) _i	ลอการิทึมธรรมชาติของอายุการจดทะเบียนของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ แต่ละตัว	+
Tobinq _i	ค่า Tobin's Q ของหุ้น i คำนวณจาก (Market value of Equity + Book value of Debt)/Book value if total Asset	+, -
Debratio _i	สัดส่วนหนี้สินต่อหุ้น i	+, -
EPS _i	กำไรของหุ้นแต่ละตัว	+
Log(Capex) _i	ลอการิทึมธรรมชาติของค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capital Expenditure)	-

รายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

อายุการจดทะเบียนของบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ : Log(age)_i โดยนับตั้งแต่วันแรกที่จดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจนถึงวันที่มีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน ซึ่งบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นระยะเวลายาวนานกว่าย่อมมีโอกาสเป็นที่รู้จักของนักลงทุนในตลาดมากกว่า เนื่องจากมีข้อมูลข่าวสารเผยแพร่ต่อสาธารณะมากกว่า ดังนั้น เมื่อมีเหตุการณ์อย่างการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน นักลงทุนมักตอบสนองกับข้อมูลข่าวสารในทันทีและเป็นวงกว้างต่อบริษัทที่มีอายุการจดทะเบียนที่ยาวนานกว่าทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างบริษัทและนักลงทุนน้อยลง ทำให้หลังจากมีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน อัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ยาวนานกว่าลดลงน้อยกว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ที่สั้นกว่า สอดคล้องกับงานวิจัยของ ปาณิสรา อ้าวรุ่งเรือง(2552)

Tobin's Q คือ อัตราส่วนระหว่างมูลค่าของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ต่อต้นทุนการเปลี่ยนแทนสินทรัพย์ ซึ่งหากค่า Tobin's Q มากจะสะท้อนถึงโอกาสการเติบโตของบริษัทที่มาก ซึ่งเป็นเหตุผลสำคัญหนึ่งของแรงจูงใจในการออกหุ้นเพิ่มทุน นักลงทุนมักจะตอบสนองในทางบวกต่อ

บริษัทที่มีค่า Tobin's Q สูง แต่อย่างไรก็ตาม Tobin's Q ก็อาจสะท้อนได้ว่า ณ ขณะนั้นหุ้นกำลังมีค่าสูงกว่าที่ควรจะเป็น ทำให้นักลงทุนอาจตอบสนองทางลบ

สัดส่วนหนี้สิน (Debt to ratio) งานวิจัยของ Stulz (1990) พบว่า การมีสัดส่วนหนี้ที่สูงจะเป็นการเพิ่มวินัยให้กับผู้บริหารเนื่องจาก ลดกระแสเงินสดส่วนเกินได้ นักลงทุนจึงตอบสนองทางบวกต่อบริษัทที่มีสัดส่วนหนี้สินสูง แต่อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Jung et al. พบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสัดส่วนหนี้สินและการตอบสนองของนักลงทุนต่อการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน

กำไรต่อหุ้น (Earning per Share/EPS) ตัวแปรนี้เป็นตัววัดที่สะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท แสดงให้เห็นถึงกำไรของบริษัทเมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นทั้งหมด กล่าวคือ แต่ละหุ้นที่บริษัทระดมทุนได้จากนักลงทุนนั้นสามารถก่อให้เกิดผลกำไรได้เท่าใด ยิ่ง EPS สูง ยิ่งสะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรมาก ดังนั้นจึงคาดว่า หากบริษัทที่มีผลประกอบการดี เมื่อต้องการระดมทุนด้วยการออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อขยายกิจการ นักลงทุนจะไม่ตอบสนองในด้านลบต่อเหตุการณ์มากนัก หมายความว่า บริษัทที่มีตัวแปรนี้สูง อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นที่มีการประกาศเพิ่มทุนจะลดลงน้อยลง หรือมีความสัมพันธ์เชิงบวกนั่นเอง

ค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capital expenditure) การศึกษาของงานวิจัยของ Loughran and Ritter (1997) พบว่า บริษัทที่มีค่าใช้จ่ายในการลงทุนสูงจะมีอัตราผลตอบแทนในช่วงการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นลบมากขึ้น เพราะเชื่อว่าบริษัทนั้นกำลังมองการเติบโตในอนาคตของบริษัทสูงเกินความเป็นจริงหรือมองโลกในแง่ดีเกินไป บริษัทจึงมีการออกหุ้นเพื่อนำเงินไปลงทุนเพิ่มในโครงการ ซึ่งแม้ว่าที่จริงแล้วอาจเป็นโครงการที่ NPV เป็นลบ เป็นการทำลายมูลค่าของบริษัท งานวิจัยนี้จึงคาดหวังว่านักลงทุนจะตอบสนองในทิศทางลบต่อบริษัทที่มีค่าใช้จ่ายในการลงทุนในช่วงออกหุ้นเพิ่มทุน

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

4.1 การศึกษาโดยใช้วิธีวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษา (Event Study)

ผลจากการศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return: ARR) ของหุ้นในช่วงเหตุการณ์ที่มีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน (SEO) โดยใช้วิธีวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษา พบว่า ปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 หรือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยมีค่าแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ การที่บริษัทประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาเหตุการณ์ ซึ่งพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติจะเกิดขึ้นในวันที่ 18 ก่อนเหตุการณ์ และวันที่ 2,8,17,18 และ 20 หลังเหตุการณ์โดยแสดงรายละเอียดตามตารางที่ 4.1 และภาพที่ 4.1

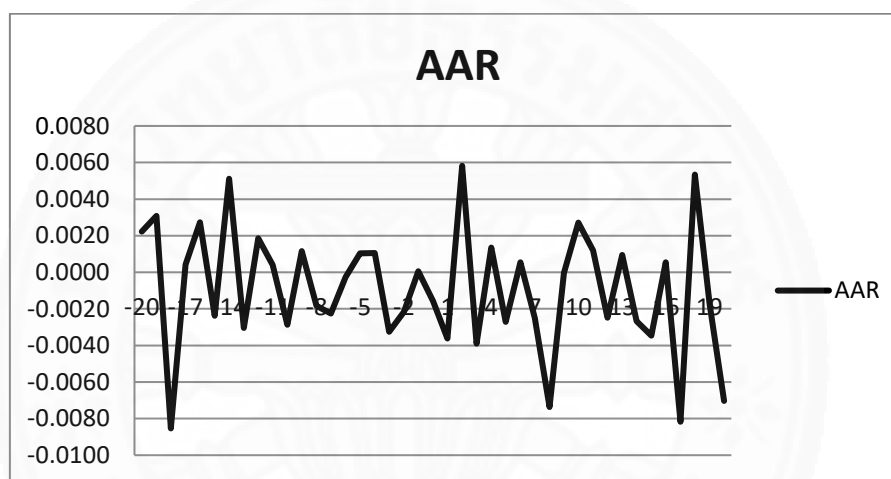
ตารางที่ 4.1 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในช่วงเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

Days	AAR	SD	t-test	Days	AAR	SD	t-test
-20	0.0022	0.0428	0.7948	1	-0.0036	0.0336	-1.6449
-19	0.0031	0.0466	1.0076	2	0.0058	0.0495	1.7964 *
-18	-0.0085	0.0392	-3.3245 ***	3	-0.0039	0.0457	-1.2990
-17	0.0004	0.0391	0.1649	4	0.0014	0.0513	0.4040
-16	0.0027	0.0345	1.2085	5	-0.0027	0.0398	-1.0406
-15	-0.0024	0.0435	-0.8342	6	0.0006	0.0655	0.1289
-14	0.0051	0.0568	1.3743	7	-0.0025	0.0303	-1.2633
-13	-0.0030	0.0370	-1.2518	8	-0.0074	0.0400	-2.8088 ***
-12	0.0019	0.0448	0.6326	9	0.0000	0.0470	-0.0107
-11	0.0004	0.0488	0.1267	10	0.0027	0.0458	0.9031
-10	-0.0029	0.0393	-1.1154	11	0.0012	0.0488	0.3707
-9	0.0012	0.0545	0.3236	12	-0.0025	0.0571	-0.6655
-8	-0.0018	0.0478	-0.5854	13	0.0009	0.0475	0.3048
-7	-0.0023	0.0473	-0.7265	14	-0.0027	0.0389	-1.0466
-6	-0.0003	0.0426	-0.0907	15	-0.0035	0.0420	-1.2595
-5	0.0010	0.0471	0.3369	16	0.0005	0.0464	0.1778

ตารางที่ 4.1 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ในช่วงเหตุการณ์ประกาศออกหุ้น
สามัญเพิ่มทุน (ต่อ)

Days	AAR	SD	t-test	Days	AAR	SD	t-test	
-4	0.0010	0.0436	0.3661	17	-0.0082	0.0345	-3.6195	***
-3	-0.0032	0.0410	-1.2085	18	0.0053	0.0446	1.8309	*
-2	-0.0022	0.0499	-0.6618	19	-0.0017	0.0388	-0.6774	
-1	0.0001	0.0419	0.0226	20	-0.0070	0.0460	-2.3333	**
0	-0.0016	0.0418	-0.5738					

*** : sig.at 0.01, ** : sig. at 0.05, * sig. at 0.1



ภาพที่ 4.1 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยในช่วงเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน

นอกจากนี้เมื่อทำการทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม(CAAR) ในช่วงเวลาเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในช่วงเวลาต่างๆ พบว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของช่วงเวลาตั้งแต่ก่อนเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน 20 วันจนกระทั่งหลังเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน 20 วัน นั้นมีผลอัตราผลตอบแทนเป็นลบและแตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ เหตุการณ์การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมอย่างมีนัยสำคัญในช่วงเวลา(-20,+20) แสดงรายละเอียดตามตารางที่ 4.2

ตารางที่ 4.2 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในช่วงเหตุการณ์

ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

Days	CAAR	SD	t-test	
CAAR(-20,20)	-0.0362	0.3192	-1.7323	*
CAAR(-10,10)	-0.0206	0.2025	-1.5514	
CAAR(-10,-5)	-0.0050	0.0934	-0.8196	
CAAR(-5,-1)	-0.0033	0.0961	-0.5189	
CAAR(-1,1)	-0.0051	0.0681	-1.1504	
CAAR(1,5)	-0.0030	0.0816	-0.5707	
CAAR(5,10)	-0.0094	0.0919	-1.5542	
CAAR(-5,5)	-0.0079	0.1442	-0.8349	

*** : sig. at 0.01, ** : sig. at 0.05, * sig. at 0.1

งานวิจัยนี้ยังศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศจ่ายเงินปันผลและอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return: CAAR) ในช่วงเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนด้วยวิธีวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษา (Event Study) โดยทำการแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 2 กลุ่ม คือ 1) บริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน 1 ปี (Dividend SEO) และ 2) บริษัทที่ไม่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน 1 ปี (Non-dividend SEO)

ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย(CAAR) ของกลุ่มที่มีการประกาศจ่ายปันผลก่อนเหตุการณ์ออกหุ้นเพิ่มทุนมากกว่าของกลุ่มที่ไม่มีการประกาศจ่ายปันผลออกหุ้นเพิ่มทุนในทุกช่วงเวลา หรือปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 โดยพบว่า CAAR(-20, +20) ของกลุ่ม Dividend SEO เป็น 0.0064% ในขณะที่ CAAR(-20, +20) ของกลุ่ม Non dividend SEO เป็น -0.0616% นั่นคือ บริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนจะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมมากกว่าบริษัทที่ไม่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนอย่างมีนัยสำคัญ โดยผู้วิจัยได้ทำการทดสอบความแตกต่างทางสถิติของอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (CAR) ระหว่าง 2 กลุ่มนี้ด้วย การทดสอบ T-test แสดงรายละเอียดของอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย(AAR) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม(CAAR) ดังรายละเอียดในตารางที่ 4.3 และตารางที่ 4.4

ตารางที่ 4.3 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return: ARR) ในช่วงเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเปรียบเทียบแต่ละกลุ่มตัวอย่าง

DAY	Dividend SEO			Non-dividend SEO			All SEO		
	AAR	t-test		AAR	t-test		AAR	t-test	
-20	0.0046	1.5652		0.0003	0.0723		0.0022	0.7948	
-19	0.0007	0.2775		0.0061	1.0917		0.0031	1.0076	
-18	-0.0051	-2.1958	**	-0.0116	-2.5701	**	-0.0085	-3.3245	***
-17	-0.0012	-0.5512		0.0020	0.4272		0.0004	0.1649	
-16	0.0016	0.5240		0.0036	1.0955		0.0027	1.2085	
-15	-0.0020	-0.7802		-0.0035	-0.6883		-0.0024	-0.8342	
-14	0.0032	1.1687		0.0070	1.0273		0.0051	1.3743	
-13	-0.0010	-0.4811		-0.0051	-1.1744		-0.0030	-1.2518	
-12	0.0047	1.3705		-0.0018	-0.3965		0.0019	0.6326	
-11	0.0000	0.0199		0.0021	0.3505		0.0004	0.1267	
-10	0.0027	1.3677		-0.0073	-1.5711		-0.0029	-1.1154	
-9	0.0006	0.1960		0.0005	0.0735		0.0012	0.3236	
-8	0.0003	0.0980		-0.0028	-0.5446		-0.0018	-0.5854	
-7	0.0016	0.5858		-0.0055	-0.9953		-0.0023	-0.7265	
-6	-0.0017	-0.7323		-0.0014	-0.3242		-0.0003	-0.0907	
-5	0.0021	0.6462		0.0008	0.1530		0.0010	0.3369	
-4	-0.0004	-0.1323		0.0014	0.3195		0.0010	0.3661	
-3	-0.0037	-1.4300		-0.0028	-0.6113		-0.0032	-1.2085	
-2	-0.0007	-0.3241		-0.0031	-0.5153		-0.0022	-0.6618	
-1	0.0033	1.1646		-0.0029	-0.6331		0.0001	0.0226	
0	0.0001	0.0429		-0.0029	-0.6197		-0.0016	-0.5738	
1	-0.0005	-0.2244		-0.0064	-1.7264	*	-0.0036	-1.6449	
2	0.0011	0.4650		0.0102	1.7050	*	0.0058	1.7964	*
3	-0.0024	-1.0029		-0.0052	-0.9470		-0.0039	-1.2990	
4	0.0031	0.8080		-0.0004	-0.0666		0.0014	0.4040	
5	0.0022	0.9306		-0.0063	-1.3768		-0.0027	-1.0406	
6	0.0010	0.3335		0.0013	0.1617		0.0006	0.1289	
7	-0.0001	-0.0708		-0.0046	-1.3844		-0.0025	-1.2633	
8	-0.0049	-2.1685	**	-0.0100	-2.1257	**	-0.0074	-2.8088	***
9	0.0019	0.7244		-0.0024	-0.4308		0.0000	-0.0107	

ตารางที่ 4.3 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return: ARR) ในช่วงเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเปรียบเทียบแต่ละกลุ่มตัวอย่าง (ต่อ)

Day	Dividend SEO		Non-dividend SEO		All SEO	
	AAR	t-test	AAR	t-test	AAR	t-test
10	0.0007	0.3174	0.0053	0.9705	0.0027	0.9031
11	-0.0014	-0.7305	0.0039	0.6485	0.0012	0.3707
12	-0.0009	-0.4270	-0.0036	-0.5115	-0.0025	-0.6655
13	-0.0006	-0.2850	0.0019	0.3384	0.0009	0.3048
14	-0.0022	-1.0661	-0.0027	-0.5847	-0.0027	-1.0466
15	-0.0036	-1.4570	-0.0028	-0.5814	-0.0035	-1.2595
16	-0.0003	-0.1653	0.0018	0.3170	0.0005	0.1778
17	-0.0051	-3.3379 ***	-0.0113	-2.6908 ***	-0.0082	-3.6195 ***
18	-0.0005	-0.2473	0.0108	2.0310 **	0.0053	1.8309 *
19	-0.0040	-1.8085 *	0.0008	0.1871	-0.0017	-0.6774
20	0.0012	0.5052	-0.0150	-2.8056 ***	-0.0070	-2.3333 **

*** : sig.at 0.01, ** : sig. at 0.05, * sig. at 0.1

ตารางที่ 4.4 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในช่วงเวลาต่างๆของเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน เปรียบเทียบแต่ละกลุ่มตัวอย่าง

DAY	Dividend SEO		Non-dividend SEO		All SEO	
	CAAR	t-test	CAAR	t-test	CAAR	t-test
(-20,20)	0.0064	0.2486	-0.0616	-2.0478 **	-0.0362	-1.7323 *
(-10,10)	0.0141	0.8748	-0.0445	-2.2618 **	-0.0206	-1.5514
(-10,-5)	0.0120	1.3998	-0.0157	-1.7473 *	-0.0050	-0.8196
(-5,-1)	0.0041	0.4742	-0.0067	-0.7382	-0.0033	-0.5189
(-1,1)	0.0033	0.6894	-0.0122	-1.7143 *	-0.0051	-1.1504
(1,5)	0.0036	0.5949	-0.0080	-0.9573	-0.0030	-0.5707
(5,10)	0.0007	0.1009	-0.0166	-1.7513 *	-0.0094	-1.5542
(-5,5)	0.0083	0.6900	-0.0176	-1.2664	-0.0079	-0.8349

*** : sig.at 0.01, ** : sig. at 0.05, * sig. at 0.1

4.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Analysis)

ผู้วิจัยเลือกใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression) เพิ่มเติมจากวิธีวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษา (Event Study) เนื่องจากวิธีแบบเหตุการณ์ศึกษาจะสนใจสาเหตุของผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติเพียงปัจจัยเดียว นั่นก็คือการส่งสัญญาณประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งก็มีข้อดีคือ ทำให้วิธีนี้ไม่เกิดปัญหาในการกำหนดแบบจำลองผิดพลาด แต่อย่างไรก็ตาม ด้วยข้อจำกัดของวิธีนี้คือ ไม่ได้คำนึงถึงตัวแปรอื่นๆที่อาจส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน ดังนั้นเพื่อเป็นการยืนยันผลการศึกษาวิจัย จึงมีการเลือกใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อนเพิ่มเติม โดยศึกษาปัจจัยอื่นๆที่มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) ในช่วงเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน โดยผลการศึกษาแสดงรายละเอียดตามตารางที่ 4.5

ตารางที่ 4.5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน

CAR(-5,+5)	Coefficient	Standard error	t	P-value	
Intercept	-89.7305	19.5681	-4.59	0.000	***
Nondiv	-10.0832	5.6589	-1.78	0.076	*
Divplus	-6.8481	6.1354	-1.12	0.266	
Divneg	-4.3711	6.1141	-0.71	0.476	
Log(age)	18.1311	1.2869	14.09	0.000	***
EPS	1.9521	0.7408	2.63	0.009	***
Debt ratio	0.2756	0.4889	0.56	0.574	
Log(Capex)	-2.9587	0.5997	-4.93	0.000	***
Tobin's Q	-0.0002	0.0004	-0.4	0.692	
N	205				
R-squared	64.92%				
Adj. R-squared	63.49%				

*** : sig.at 0.01, ** : sig. at 0.05, * sig. at 0.1

จากตาราง พบว่า ตัวแปร Nondiv_i มีความสัมพันธ์กับตัวแปร CAR_(-5,+5) อย่างมีนัยสำคัญที่ความเชื่อมั่น 90 % ซึ่งแสดงให้เห็นว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินผิดปกติเฉลี่ยสะสม (CAR_{5,+5}) โดยบริษัทที่ไม่มีการประกาศจ่ายปันผลก่อนเหตุการณ์จะส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติในทิศทางลบ กล่าวคือ นักลงทุนตอบสนองแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญระหว่างบริษัทที่มีการประกาศจ่ายปันผลและไม่มีการประกาศ

จ่ายปันผลก่อนหน้าการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ซึ่งผลการศึกษาจากวิธีวิจัยแบบนี้เป็นไปในทิศทางเดียวกับผลจากการศึกษาวิธีวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษา ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งสัญญาณอย่างหนึ่งให้กับผู้ถือหุ้น (Signaling Theory) ทำให้นักลงทุนทราบข้อมูลภายในบริษัทมากยิ่งขึ้น และลดความไม่เท่าเทียมของข้อมูลระหว่างบริษัทและนักลงทุนได้

เมื่อวิเคราะห์ถึงความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายปันผล นั่นก็คือ ตัวแปร Divplus (จ่ายปันผลมากขึ้นจากครั้งก่อน) และตัวแปร Divneg (จ่ายปันผลน้อยลงจากครั้งก่อน) กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) พบว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลไม่ได้ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ นั่นคือ นักลงทุนไม่ได้ตอบสนองในทิศทางบวกหรือลบต่อบริษัทที่มีการประกาศจ่ายปันผลที่เปลี่ยนแปลงไป จึงอาจเป็นไปได้ว่า นักลงทุนไม่ได้พิจารณาเพียงจำนวนเงินปันผลที่มากขึ้นหรือลดลงอย่างเดียวเท่านั้นในการตอบสนองต่อราคาหุ้นของบริษัท แต่อาจจะมีปัจจัยอื่นในการพิจารณาด้วย อย่างเช่น ปัจจัยด้านบริษัทที่มีโอกาสเติบโตสูง (Tobin's Q) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ชนากานต์ ภัทรสินไพบูลย์ (2555) ที่พบว่า สำหรับบริษัทที่มีโอกาสเติบโตแล้ว แม้ว่าบริษัทจะส่งสัญญาณประกาศจ่ายปันผลสูงขึ้นหรือลดลงกว่าครั้งก่อนก็จะส่งผลเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนเฉลี่ยสะสม

ในส่วนของการวิเคราะห์ตัวแปรควบคุมในแบบจำลอง พบว่า ตัวแปร Log(age) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัวแปร CAR อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% เนื่องจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มานานกว่า จะเป็นที่ยึดจูงของนักลงทุนมากกว่า มีนักวิเคราะห์ติดตามมาก ทำให้มีแนวโน้มที่จะเปิดเผยข้อมูลที่มากกว่าและโปร่งใสมาก ดังนั้น ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารระหว่างบริษัทและนักลงทุนจะน้อยลง ทำให้ผลการศึกษานี้เป็นไปในทิศทางเดียวกับงานวิจัยของปาณิสรา อ้าวรุ่งเรือง (2552) นั่นคือ ในช่วงของการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุน อายุการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของบริษัทจะมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในเชิงบวกหรือทำให้อัตราผลตอบแทนเป็นลบลดลง

ตัวแปร EPS มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับตัวแปร CAR อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% เนื่องจาก EPS เป็นอัตราส่วนที่สะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท นักลงทุนมักตอบสนองในทิศทางบวกต่อบริษัทที่มีค่า EPS สูงเนื่องจากคาดหวังว่า เงินทุนที่บริษัทระดมทุนจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนนี้จะสามารถนำไปลงทุน ขยายกิจการให้เติบโตและสร้างอัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นได้ในที่สุด ดังนั้น เมื่อบริษัทที่มีตัวแปรนี้สูงมีการออกหุ้นเพิ่มทุน อัตราผลตอบแทนเกินปกติจึงเป็นลบน้อยลง หรือมีความสัมพันธ์กันในเชิงบวก

และตัวแปร Log(capex) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับตัวแปร CAR อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99% เนื่องจาก การที่บริษัทใช้งบจำนวนมากในการลงทุนหรือมีค่าใช้จ่ายในการลงทุนที่สูงจะส่งผลกระทบต่อรายการค่าเสื่อมราคาในอนาคตที่จะมากขึ้น ซึ่งจะกระทบกับผลการ

ดำเนินงานของบริษัทให้ลดลงตามลำดับ ทำให้นักลงทุนมักตอบสนองต่อบริษัทที่มีค่าใช้จ่ายในการลงทุนสูงในเชิงลบ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Loughran and Ritter (1997) ที่พบว่า บริษัทที่มีค่าใช้จ่ายในการลงทุนสูงจะมีอัตราผลตอบแทนในช่วงการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นลบมากขึ้น



บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยนี้มีจุดประสงค์ในการจัดทำขึ้นเพื่อศึกษาว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนสามารถลดผลกระทบด้านลบของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้หรือไม่ กรณีศึกษา สำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยใช้วิธีวิจัยแบบเหตุการณ์ศึกษา (Event Study) ในช่วงปี 2012-2016 ซึ่งผลการศึกษาพบว่า การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเวลาเหตุการณ์ อีกทั้งพบว่า การส่งสัญญาณประกาศจ่ายเงินปันผลสามารถลดผลกระทบด้านลบจากการออกหุ้นเพิ่มทุนได้ เนื่องจาก พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญของอัตราผลตอบแทนปกติระหว่างกลุ่มบริษัทที่มีการประกาศจ่ายปันผลก่อนหน้าเหตุการณ์ประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนและกลุ่มที่ไม่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนหน้า โดยกลุ่มที่มีการประกาศจ่ายปันผลก่อนหน้ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเหตุการณ์ออกหุ้นเพิ่มทุนสูงกว่าหรือเป็นลบน้อยลงกว่ากลุ่มที่ไม่มีการประกาศจ่ายก่อนหน้า

นอกจากนี้ เพื่อเป็นการยืนยันผลการศึกษา ผู้วิจัยจึงทำการศึกษาเพิ่มเติมด้วยวิธีการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regression Analysis) เพื่อศึกษาว่าปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเหตุการณ์ออกหุ้นเพิ่มทุน พบว่า การส่งสัญญาณประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนหน้าเหตุการณ์ออกหุ้นเพิ่มทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราเกินผลปกติสะสมอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากเกิดความแตกต่างของอัตราผลตอบแทนเกินปกติระหว่างกลุ่มที่มีการส่งสัญญาณประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนหน้าและไม่ประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนหน้าเหตุการณ์ โดยกลุ่มที่ไม่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลจะทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นลบมากกว่า สอดคล้องกับงานวิจัยของ Booth and Chang, 2011 ที่พบว่าบริษัทที่ประกาศจ่ายปันผลจะทำให้มีความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารต่ำกว่า ซึ่งยิ่งความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลต่ำ ราคาของหุ้นในวันที่บริษัทประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนก็จะลดลงน้อย ดังนั้นการจ่ายปันผลจึงลดผลกระทบด้านลบของการออกหุ้นเพิ่มทุน และปัจจัยอื่นที่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ นอกเหนือจากการประกาศจ่ายเงินปันผล ได้แก่ อายุการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของหุ้นและกำไรต่อหุ้น (EPS) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเหตุการณ์เป็นบวกหรือทำให้อัตราผลตอบแทนเป็นลบน้อยลง ส่วนตัวแปรค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capital Expenditure) มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติในเชิงลบ ผลการศึกษาตรงกับงานวิจัยของ Loughran and Ritter (1997)

ดังนั้น เมื่อบริษัทต้องการระดมเงินทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ซึ่งทำให้เกิดการตอบสนองทางด้านลบจากนักลงทุน บริษัทสามารถเลือกใช้การส่งสัญญาณประกาศจ่ายเงินปันผลไปเป็นเครื่องมือหนึ่ง ที่จะช่วยลดผลกระทบด้านลบให้ลดน้อยลงได้ เนื่องจากการส่งสัญญาณเป็นการสื่อสารข้อมูลคุณภาพของบริษัทไปยังนักลงทุนในตลาดที่น่าเชื่อถือเนื่องจากมีต้นทุนสูงกว่าการส่งสัญญาณด้วยการประกาศกำไร จึงสามารถลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลได้ ทำให้การตอบสนองของนักลงทุนต่อบริษัทเป็นไปในทางที่ดีขึ้น โดยจะเป็นประโยชน์แก่บริษัทที่ต้องระดมทุนด้วยการออกหุ้นเพิ่มทุนเพราะจะทำให้การระดมเงินทุนเป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย

ในการศึกษางานวิจัยนี้ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเหตุการณ์กับการส่งสัญญาณจ่ายเงินปันผลนั้น อัตราผลตอบแทนเกินปกติที่ทำการศึกษาในช่วงเหตุการณ์ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนอาจไม่ได้รับผลกระทบจากการส่งสัญญาณด้วยการประกาศจ่ายเงินปันผลเพียงอย่างเดียว เนื่องจากบริษัทอาจทำการส่งสัญญาณด้วยวิธีอื่นที่นอกเหนือจากการประกาศจ่ายเงินปันผลได้ อย่างเช่น การส่งสัญญาณประกาศกำไร เป็นต้น ดังนั้น ผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติอาจมาจากการส่งสัญญาณอื่นๆด้วย

อีกทั้งงานวิจัยนี้ศึกษาอัตราผลตอบแทนเกินปกติของเหตุการณ์ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่เกิดขึ้นในช่วงศึกษาทุกรูปแบบ ไม่ได้มีการเก็บเฉพาะการออกหุ้นเพิ่มทุนรูปแบบใดรูปแบบหนึ่ง ซึ่งแต่ละรูปแบบอาจทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่แตกต่างกัน

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

เพื่อเป็นการเสนอแนะให้แก่ผู้อ่านที่สนใจในการทำงานวิจัยในลักษณะเดียวกันนี้ในอนาคต ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะเพิ่มเติมเพื่อที่จะสามารถขยายขอบเขตของการศึกษา ดังนี้

1. เนื่องจากบริษัทสามารถส่งสัญญาณอื่นๆเพื่อสื่อสารข้อมูลคุณภาพไปยังนักลงทุนในตลาดได้ นอกเหนือจากการประกาศจ่ายเงินปันผล อย่างเช่น การประกาศกำไร การซื้อหุ้นคืน การแตกหุ้น เป็นต้น ดังนั้น งานวิจัยในอนาคตอาจศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับผลกระทบจากเหตุการณ์ที่มีการส่งสัญญาณหลายๆวิธีก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนว่าผลกระทบแตกต่างจากเดิม หรือเปลี่ยนไปมากน้อยเพียงใด อีกทั้งอาจเปรียบเทียบว่าการส่งสัญญาณของบริษัทแต่ละวิธีนั้น ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเหตุการณ์อย่างไร วิธีใดมีประสิทธิภาพมากที่สุด

2. การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทมีหลายรูปแบบ อย่างเช่น ออกหุ้นเพื่อจัดสรรให้กับผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วนการถือหุ้น (Right Offering: RO), จัดสรรให้กับประชาชน (Public Offering: PO) และจัดสรรให้กับบุคคลในวงจำกัด (Private Placement: PP) งานวิจัยในอนาคตอาจศึกษาว่าแต่ละรูปแบบของการออกหุ้นเพิ่มทุนก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่แตกต่างกันหรือไม่ นักลงทุนตอบสนองแตกต่างกันอย่างไร

3. กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี ในช่วงปี 2012-2016 ทั้งนี้เพื่อให้ทันสมัยต่อเหตุการณ์และสถานะเศรษฐกิจในปัจจุบันมากที่สุด จึงอาจทำให้ผลการศึกษาไม่ครอบคลุมทุกวัฏจักรเศรษฐกิจ ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตอาจเพิ่มช่วงระยะเวลาในการศึกษาให้มากขึ้นกว่านี้ เพื่อให้ครอบคลุมวัฏจักรเศรษฐกิจ อีกทั้งการศึกษาดังกล่าวด้วยวิธีวิจัยเหตุการณ์ศึกษาเหมาะสมกับการใช้กลุ่มตัวอย่างจำนวนมาก การเพิ่มระยะเวลาในการศึกษาจะทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างในการศึกษามากยิ่งขึ้น สามารถลดความผันผวนของข้อมูลในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งได้

รายการอ้างอิง

วิทยานิพนธ์

- ชนากานต์ ภัทรสินไพบูลย์. (2555). *Can dividend payment mitigate the adverse impact of new issuance?* การศึกษาค้นคว้าอิสระ ปริญญาวิทยาศาสตร มหาบัณฑิต ภาควิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
- ฉันทพร ผากานนท์. (2551). *คุณภาพกำไร กรณีศึกษาบริษัทที่ออกหุ้นเพิ่มทุนที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญช มหาบัณฑิต สาขาวิชาบัญชี ภาควิชาบัญชี
- ปาณิสรา อารุ่งเรืองและคณะ. (2552). *การศึกษาอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกรณีที่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน*. การศึกษาค้นคว้าอิสระ ปริญญามหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยมหิดล
- ประนอม สุภาพ. (2554). *การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อวัตถุประสงค์การเพิ่มทุน : กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยบูรพา
- สมฤดี จันทรคณา. (2553). *ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นกับต้นทุนของเงินกู้ยืม และผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทน*. วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยบูรพา
- อังคณา ธวัชเจริญพานิช. (2545). *การจับจังหวะตลาดและโครงสร้างเงินทุน : การศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต. ภาควิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Article

- Bayless M. and S. Chaplinsky (1996). *Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance?* Journal of Finance 51,253-278
- Baker and Wurgler. (2002). *Market Timing and Capital Structure*. Journal of Finance 57,1-32
- Bhattacharya, S.(1979). *Imperfect Information, Dividend Policy, and “the bird in the Hand” Fallacy*, Journal of Economics 10, 259-270

- Booth, L. and Chang, Bin.(2011). *Information Asymmetry, Dividend Status and SEO Announcement-Day Returns*. Journal of Financial Research 34, 155-177.
- Choe, H., R. Masulis, and V. Nanda (1993). *Common Stock Offering across the Business Cycles*. Journal of Empirical Financial 1,1-31
- Clarke, J., Dunbar, C., Kahle, K. (2001). *Long-run Performance and Insider Trading in Completed and Canceled Seasoned Equity Offerings*. Journal of Finance and Quantitative Analysis 36, 415-430
- Dierkensen, N.(1991). *Information Asymmetry and Equity Issues*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 26,181-199
- John, K. and J. Williams (1985). *Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium*. Journal of Finance 40, 1053-1070.
- Jung, K., Y.C. Kim, and R.M. stulz (1996). *Timing, Investment Opportunities, Managerial Discretion, and the Security Issue Decision*, Journal of Financial Economics 42, 159-185.
- Kim, E.H. and Weisbach, M.S. (2008). *Motivations for Public Equity Offers: An International Perspective*. Journal of Financial Economics 87, 281--307
- Korajczyk, R., D. Lucas, and R. McDonald. (1991). *The Effect of Information Releases on the Pricing and Timing of Equity Issues*, Review of Financial Studies 4, 685-708.
- Leland, E. Hayne, and H. David Pyle (1977). *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, Journal of Finance 32, 371-387.
- Loderer, C., and D. C. Mauer (1992). *Corporate Dividends and Seasoned Equity Issues: An Empirical Investigation*, Journal of Finance 47, 201-225
- Modigliani and miller. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*
- Miller, M. and K. Rock (1985). *Dividend Policy under Asymmetric Information*. Journal of Finance 40, 1031-1051
- Myers, S. and N. Majluf (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, Journal of Financial Economics 13, 187-221

- Myers, S.C. (1977). *Determinants of Corporate Borrowing*. Journal of Financial Economics 5, 146-175
- Stulz, R. (1990). *Managerial discretion and optimal financing policies*. Journal of Financial Economics, 26, 3-27.
- Teoh, Siew Hong, Ivo Welch, and Tak Jun Wong (1998). *Earning Management and Post-issue Underperformance in Seasoned Equity Offering*. Journal of Financial Economics 50, 63-99.
- Tim Loughran and Jay R. Ritter (1997). *The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings*, The Journal of Finance 52, 1823-1850
- Wang Y., S. Chen, and Y. Cheng (2011). *Revisiting Corporate Dividends and Seasoned Equity Issue*. Review of Quantitative Finance and Accounting 36, 133-151.
- .



ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นางสาวพิชญา ปัญญาธนะคุณ

วันเดือนปีเกิด

28 กันยายน 2536

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2558 : บัณฑิต
(การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ)
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

