



## บทที่ 2

### เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล

ในการตัดสินใจเรื่องนโยบายการจ่ายเงินปันผลนั้น บริษัทอาจจำเป็นต้องมีการพิจารณาถึงสัดส่วนในการจ่ายเงินปันผลว่าจะมีการดำรงเงินไว้ในบริษัทเท่าไร และจ่ายเป็นเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นเท่าไร ทั้งนี้เพราะมูลค่าของบริษัทจะขึ้นกับเงินปันผลที่บริษัทจ่าย (จากสูตร  $P_0 = D_1 / (K_s - g)$ ) อย่างไรก็ตามกรณีที่บริษัทจ่ายเงินปันผลในจำนวนที่มาก เงินที่บริษัทดำรงไว้เพื่อใช้ในการลงทุนจะน้อย ดังนั้นอัตราการเติบโตของบริษัทจะลดลงไปด้วยซึ่งมีผลต่อราคาหุ้นของบริษัท ดังนั้นนโยบายการจ่ายเงินปันผลจึงมีผลต่อมูลค่าบริษัท จึงเป็นหน้าที่ของผู้บริหารบริษัทในการที่จะนำปัจจัยที่กล่าวข้างต้นมาพิจารณาทั้งนี้เพื่อให้มูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นมากที่สุด

ดังที่กล่าวมาแล้วข้างต้นการจ่ายเงินปันผลของบริษัทอาจมีผลสะท้อนไปถึงมูลค่าของบริษัททั้งในแง่เพิ่ม และลดมูลค่าบริษัท หรือการจ่ายเงินปันผลอาจไม่มีผลถึงมูลค่าบริษัทก็ได้ ทฤษฎีที่อธิบายถึงนโยบายการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวสามารถแบ่งออกเป็น 3 ทฤษฎีดังนี้

1) ทฤษฎีการจ่ายเงินปันผลไม่มีผลต่อมูลค่าบริษัท (Dividend Irrelevance Theory)

ทฤษฎีนี้เสนอโดย Merton Miller และ Franco Modigliani (1961) โดยกล่าวว่ามูลค่าของบริษัทจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการประกอบการพื้นฐานของบริษัทและความเสี่ยงในการประกอบการของบริษัทเท่านั้น ดังนั้นไม่ว่าบริษัทจะมีการแบ่งส่วนกำไรบริษัทออกเป็นการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น หรือการกักเงินไว้ในบริษัทเป็นกำไรสะสมของบริษัทก็ไม่มีผลต่อผลประกอบการของบริษัท นั่นก็คือไม่มีผลทำให้มูลค่าบริษัทเพิ่มขึ้นหรือลดลง ซึ่งสมมติฐานที่สำคัญในทฤษฎีนี้ได้แก่

1. ไม่มีการเก็บภาษีสำหรับบุคคลและภาษีสำหรับบริษัท
2. ไม่มีต้นทุนในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน
3. การใช้หนี้สินในโครงสร้างเงินทุนไม่มีผลต่อต้นทุนทางการเงินของบริษัท
4. มีความเท่าเทียมกันในข้อมูลระหว่างผู้บริหารบริษัทและนักลงทุน
5. สัดส่วนการแบ่งสรรรายได้สู่ส่วนของผู้ถือหุ้นระหว่างเงินปันผลกับกำไรสะสมไม่มีผลต่อต้นทุนทางการเงินของผู้ถือหุ้น ( $K_s$ )
6. การตัดสินใจในการลงทุนของบริษัทไม่มีผลต่อการตัดสินใจการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

ดังนั้นด้วยสมมติฐานข้างต้นอาจจะทำให้ทฤษฎีนี้ไม่เป็นจริงในโลกแห่งความเป็นจริง

2) ทฤษฎีการจ่ายเงินปันผลทำให้มูลค่าบริษัทเพิ่มขึ้น (Bird-in-the-Hand Theory)

Myron Gorton และ John Lintner เสนอว่าต้นทุนทางการเงินของผู้ถือหุ้น ( $K_s$ ) จะลดลงกรณีที่บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ทั้งนี้เนื่องจากนักลงทุนมองว่าผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับในรูปแบบเงินปันผลจะมีความแน่นอนมากกว่าผลตอบแทนที่จะได้รับในรูปแบบกำไรจากการเพิ่มขึ้นของราคาหุ้นในกรณีที่บริษัทไม่ได้มีการจ่ายเงินปันผลและนำเงินดังกล่าวไปลงทุน ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจะทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้การจ่ายเงินปันผลที่สูงก็มีความสัมพันธ์กับความเสี่ยงของการดำเนินธุรกิจของบริษัท กล่าวคือบริษัทที่มีความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจมากกว่ามักเลือกที่จะจำกัดการจ่ายเงินปันผลหรือจ่ายในอัตราที่ต่ำ ซึ่งมักจะเป็นบริษัทที่กำลังเติบโต (หรือเป็นธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูง) ดังนั้น บริษัทที่จ่ายเงินปันผลต่ำจึงมักเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงในการลงทุนสูงหรือมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการลงทุนในอนาคต มูลค่าของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลต่ำจึงมักถูกตลาดคิดส่วนลด (Discount) ด้วยอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ (Required Rate of Return) ที่สูงกว่า

3) ทฤษฎีการจ่ายเงินปันผลทำให้มูลค่าบริษัทลดลง (Tax Preference Theory)

เนื่องจากอัตราภาษีสำหรับเงินปันผลจะสูงกว่าอัตราภาษีสำหรับกำไรจากการเพิ่มขึ้นของราคาหุ้น ดังนั้นในจำนวนที่เท่ากันนักลงทุนจึงต้องการผลตอบแทนในรูปแบบกำไรจากการเพิ่มขึ้นของราคาหุ้นมากกว่าผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผล และภาระภาษีของกำไรจากการเพิ่มขึ้นของราคาหุ้นจะมีก็ต่อเมื่อนักลงทุนได้มีการขายหุ้นออกไปแล้ว ดังนั้นเมื่อพิจารณาถึงมูลค่าของเงินตามระยะเวลาแล้วภาระภาษีของกำไรจากการเพิ่มขึ้นของราคาหุ้นจะน้อยกว่าภาษีจากเงินปันผล ดังนั้นนักลงทุนที่ชอบแนวคิดนี้จึงไม่ชอบเงินปันผลและยินดีที่จะซื้อหุ้นของบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลน้อย

สมมติฐานที่สำคัญสำหรับ 3 ทฤษฎีข้างต้นนี้คือการจ่ายเงินปันผลไม่มีผลต่อการลงทุนของบริษัท กรณีที่บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นบริษัทจะออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนโดยไม่มีต้นทุนสำหรับการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน นอกจากทฤษฎีทั้งสามข้างต้นแล้วยังมีแนวคิดอื่นๆอีกที่อาจมีผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทได้แก่ แนวคิดเกี่ยวกับการสื่อสารมูลค่า (Signaling Hypothesis) และแนวคิดพิจารณาผู้ถือหุ้น (Clientele Effect)

### แนวคิดเกี่ยวกับการสื่อสารมูลค่า (Signaling Hypothesis)

แนวคิดนี้เสนอว่าบริษัทจะใช้การประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการสื่อถึงมูลค่าของบริษัทไปยังนักลงทุนในตลาดที่มีข้อมูลของบริษัทน้อยกว่า โดยในการใช้เงินปันผลเป็นเครื่องมือสื่อถึงมูลค่าบริษัทดังกล่าวจะมีต้นทุนที่สูง จึงมีเฉพาะบริษัทที่มีสถานะทางการเงินดีเท่านั้นที่จะสามารถทำการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการสื่อถึงมูลค่าบริษัทได้ ซึ่งโดยปกติแล้วบริษัทจะพยายามที่จะรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลให้คงที่สม่ำเสมอ ตราบเท่าที่ผู้บริหารบริษัทเห็นว่าในอนาคตบริษัทจะมีการเปลี่ยนแปลงในผลประกอบการในทางที่ดีขึ้นในระยะยาวเท่านั้นบริษัทจึงจะมีการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น ดังนั้นกรณีที่บริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจึงเสมือนเป็นการสื่อแก่นักลงทุนว่าในอนาคตบริษัทจะมีผลประกอบการที่ดีขึ้น ในทางตรงข้ามกรณีบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลที่ลดลงจึงเสมือนเป็นการสื่อถึงสถานะที่ไม่ดีของบริษัทในอนาคตแก่นักลงทุน

### แนวคิดพิจารณาผู้ถือหุ้น (Clientele Effect)

บริษัทอาจมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลในสัดส่วนที่มากหรือน้อยก็ได้ขึ้นอยู่กับ การพิจารณาของบริษัทในเรื่องนักลงทุนของบริษัท นักลงทุนแต่ละคนจะมีความชอบในเรื่องของนโยบายการจ่ายเงินปันผลแตกต่างกัน เช่น นักลงทุนที่เกษียณแล้วย่อมต้องการที่จะได้รับเงินปันผลสูงๆ เนื่องจากนักลงทุนประเภทนี้จะมีภาระภาษีค่อนข้างต่ำ ดังนั้นจึงไม่สนใจมากนักกับภาระภาษีที่เกิดจากเงินปันผล ในทางตรงข้ามนักลงทุนบางกลุ่มอาจจะไม่ชอบที่จะให้จ่ายเงินปันผลสูงๆ แต่ต้องการที่จะให้บริษัทนำเงินไปลงทุนเพิ่มซึ่งจะสามารถสร้างประโยชน์ให้แก่ นักลงทุนได้มากกว่าการที่บริษัทจ่ายเงินปันผลเพราะอย่างไรก็ตาม นักลงทุนประเภทนี้จะได้รับเงินปันผลมาแล้วสุดท้ายก็จะนำเอาเงินปันผลที่ได้ไปลงทุนต่อซึ่งก็จะทำให้เกิดต้นทุนค่าใช้จ่าย (Transaction cost) ขึ้น ดังนั้นนักลงทุนที่ชอบรายได้ปัจจุบันมากกว่ารายได้ในอนาคตก็ควรจะถือหุ้นของบริษัทที่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลค่อนข้างสูง ในขณะที่นักลงทุนที่ไม่ต้องการรายได้ในปัจจุบันมากนักแต่ต้องการการลงทุนต่อไปเรื่อยๆ ก็ควรจะถือหุ้นของบริษัทที่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลค่อนข้างต่ำ

อย่างไรก็ตามในทางปฏิบัตินโยบายการจ่ายเงินปันผลอาจจะขึ้นอยู่กับ การตัดสินใจของนักลงทุนของบริษัทและเงินทุนที่บริษัทมีเพื่อใช้รองรับการลงทุนของบริษัทนั้น (The Residual Dividend Theory) เช่นกรณีที่บริษัทมีการตัดสินใจใช้สัดส่วนโครงสร้างเงินทุนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเท่ากับ 50:50 ในแต่ละช่วงระยะเวลาบริษัทก็จะมี การใช้เงินทุนจากส่วนของผู้ถือหุ้นและส่วนของหนี้สินอย่างละครึ่ง สำหรับเงินในส่วนของผู้ถือหุ้นที่เหลือบริษัทจึงจะนำไปจ่ายเป็นเงินปัน

ผล ดังนั้นเงินปันผลที่บริษัทประกาศจ่ายจะค่อนข้างผันผวนขึ้นอยู่กับว่าในช่วงระยะเวลาดังกล่าวบริษัทมีกำไร และมีการตัดสินใจในการลงทุนอย่างไร นอกจากนี้บริษัทยังใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้บริหารบริษัทและผู้ถือหุ้นของบริษัท (Agency Problem) ด้วย เนื่องจากผู้บริหารบริษัทจะมีส่วนได้ส่วนเสียในบริษัทน้อยกว่าผู้ถือหุ้นของบริษัท บริษัทจึงอาจต้องมีการสัญญาที่จะจ่ายเงินปันผลในจำนวนที่แน่นอนแก่ผู้ถือหุ้นเพื่อลดปัญหาดังกล่าวข้างต้น ถ้าบริษัทไม่สามารถที่จะจ่ายเงินปันผลในจำนวนดังกล่าวแก่ผู้ถือหุ้นได้จะส่งผลให้ราคาหุ้นในตลาดลดลง ซึ่งจะมีผลกระทบต่อไปถึงสถานะของตัวผู้บริหารได้ แต่ถ้าผู้บริหารมีการบริหารงานบริษัทดีสามารถจ่ายเงินปันผลในจำนวนที่สัญญาได้ ราคาหุ้นในตลาดจะเพิ่มสูงขึ้น ผู้บริหารจะได้รับผลตอบแทนมากขึ้นตามผลประกอบการของบริษัท

### เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผลการศึกษาในอดีตมากมายได้กล่าวถึงผลของอัตราผลตอบแทนของหุ้นที่ถูกระทบจากเหตุการณ์ต่างๆไว้ ซึ่งผลการศึกษาในที่นี้จะกล่าวถึงเฉพาะผลของการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทและการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปเท่านั้น นอกจากนี้จะพิจารณาถึงการสื่อสารข้อมูลของการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทด้วย

สำหรับผลของการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นได้มีการกล่าวไว้ในผลการศึกษามากมาย เช่น Myers และ Majluf (1984), Miller และ Rock (1985), Asquith และ Mullins (1986), Masulis และ Korwar (1986), Mikkelson และ Partch (1986) โดยพบว่าการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจะทำให้ราคาหุ้นมีการปรับตัวที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งการปรับตัวที่ลดลงของราคาหุ้นนี้มีหลายสมมติฐานที่อธิบายถึงไว้ด้วยกัน สมมติฐานที่สำคัญๆได้แก่ Information Hypothesis, Price Pressure Hypothesis และ Leverage Hypothesis โดย Myers และ Majluf (1984) ได้ทำการศึกษาถึงการปรับตัวลดลงของราคาหุ้นอันเนื่องมาจาก Information Hypothesis คือผู้บริหารของบริษัทจะมีข้อมูลมากกว่านักลงทุน และผู้บริหารเองจะพยายามทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมได้รับประโยชน์มากที่สุด ถ้าบริษัทต้องมีการระดมทุนเพื่อนำเงินที่ได้ไปลงทุนในโครงการลงทุนที่คาดว่าจะเพิ่มมูลค่าแก่บริษัท บริษัทจะเลือกแหล่งเงินทุนภายในซึ่งก็คือกำไรสะสมเป็นลำดับแรก หลังจากนั้นบริษัทจึงเลือกใช้แหล่งเงินทุนภายนอก เช่นการออกหุ้นกู้ และหุ้นสามัญตามลำดับซึ่งก็แสดงให้เห็นว่าการระดมทุนเพิ่มโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนนั้นอาจแสดงว่าบริษัทไม่มีความสามารถที่จะใช้กำไรสะสม หรือไม่สามารถที่จะกู้ยืมเงินได้ ดังนั้นการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจึงสื่อถึงข้อมูลที่ไม่ดีของบริษัท นอกจากนี้กรณีที่บริษัทต้องระดมทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเพื่อนำไปใช้ในการลงทุน แม้

โครงการลงทุนนั้นเมื่อมีการคิดผลตอบแทนของโครงการแล้วเป็นบวก (Positive Net Present Value) แต่การที่บริษัทมีการระดมทุนโดยการออกหุ้นสามัญนั้นอาจทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมที่จะได้รับนั้นลดลง ทั้งนี้เป็นเพราะโครงการลงทุนดังกล่าวให้ผลตอบแทน (NPV) ที่ไม่มากเพียงพอ ดังนั้นถ้าเป็นไปตามสมมติฐานข้างต้นที่ว่าผู้บริหารของบริษัทจะทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเดิมได้รับประโยชน์มากที่สุดแล้วบริษัทก็จะไม่มีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ซึ่งนักลงทุนก็จะทราบถึงพฤติกรรมดังกล่าวของบริษัท ฉะนั้นการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจะเสมือนเป็นการสื่อสารข้อมูลว่าการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนนั้นผู้ถือหุ้นรายใหม่ที่เข้ามาจะเสียประโยชน์จากการที่บริษัททำการระดมทุนเพิ่มเมื่อราคาหุ้นบริษัทสูงกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น ดังนั้นการที่บริษัทประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนออกมาจึงทำให้ราคาหุ้นมีการปรับตัวที่ลดลง เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Miller และ Rock (1985) ที่ทำการศึกษาดังนโยบายการประกาศจ่ายเงินปันผลภายใต้สมมติฐานความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล พบว่าถ้ากำหนดให้การลงทุนและการระดมเงินทุนจากภายนอกกิจการคงที่แล้ว ถ้าบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลมากกว่าที่ได้มีการคาดการณ์ไว้จะเป็นการสื่อสารข้อมูลแก่ตลาดว่าบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงานมากกว่ากำไรที่ได้มีการคาดการณ์ ดังนั้นเมื่อบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มมากขึ้นจึงส่งผลให้ราคาหุ้นมีการปรับตัวเพิ่มมากขึ้น และในกรณีที่บริษัทมีการประกาศระดมเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการเพิ่มขึ้นก็จะเป็นการสื่อสารว่าบริษัทมีกำไรน้อยกว่าที่ได้มีการคาดการณ์ไว้จึงต้องการระดมเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกกิจการ ดังนั้นการที่บริษัทประกาศระดมเงินทุนเพิ่มขึ้นจึงมีผลทำให้ราคาหุ้นมีการปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตามผลการศึกษาของ Miller และ Rock (1985) อธิบายว่าการประกาศระดมเงินทุนจากแหล่งภายนอกเพิ่มนั้นไม่จะเป็นการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน การออกหุ้นกู้ ล้วนมีผลทำให้ราคาหุ้นมีการปรับตัวที่ลดลง ในขณะที่การศึกษาของ Myers และ Majluf จะพบว่าการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนกรณีที่ไม่ใช่การเสนอขายแก่ผู้ถือหุ้นเดิมเท่านั้นที่จะเป็นการสื่อสารถึงข้อมูลไม่ดีของบริษัทและทำให้ราคาหุ้นลดลง นอกจากนี้ผลการศึกษาของ Lucas และ McDonald (1990) ก็สนับสนุนถึงแนวคิดในเรื่อง Information Hypothesis โดยทำการศึกษาลักษณะการปรับตัวของราคาหุ้นที่เพิ่มมากขึ้นในช่วงก่อนวันประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน และมีการปรับตัวที่ลดลงในช่วงเหตุการณ์การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ที่เป็นเช่นนี้ก็เนื่องจากแนวความคิดที่ว่าบริษัทที่มีราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมถ้าต้องการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะมีการรอข้อมูลประกาศออกมาก่อนเพื่อให้นักลงทุนในตลาดได้ทราบข้อมูลดังกล่าว ดังนั้นบริษัทจึงจะมีการรอการประกาศข้อมูลออกมาก่อนที่จะมีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ในทางตรงข้ามบริษัทที่มีราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็นจะมีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนทันที นั่นคือบริษัทจะมีการอาศัยช่วงเวลาในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนใน

ช่วงที่ราคาหุ้นสูง เมื่อบริษัทมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจึงมีผลทำให้ราคาหุ้นมีการปรับตัวที่ลดลง

ผลการศึกษาของ Asquith และ Mullins (1986), Masulis และ Korwar (1986), Mikkelson และ Partch (1986) ที่ทำการศึกษาดังกล่าวข้างต้นว่าการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนทำให้ราคาหุ้นลดลงนั้นก็เนื่องมาจาก Information Hypothesis นั่นคือการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทจะเป็นการสื่อถึงข้อมูลที่ไม่ดีของบริษัท ซึ่งโดยทั่วไปแล้วตลาดจะมีความเชื่อที่ว่าบริษัทจะทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเมื่อมีราคาหุ้นสูงกว่าที่ควรจะเป็น ในขณะที่เดียวกันบริษัทจะทำการซื้อหุ้นคืนเมื่อราคาหุ้นอยู่ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม

การศึกษาของ Mikkelson และ Partch (1986) ได้ทดสอบถึงกรณีที่บริษัทประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแล้วสำเร็จ และกรณีที่บริษัทประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแล้วไม่สำเร็จ พบว่ากรณีที่บริษัทประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแล้วสำเร็จ ราคาหุ้นในช่วงระหว่างวันประกาศกับวันที่ออกหุ้น (issue date) นั้นจะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นบวกซึ่งตรงกันข้ามกับกรณีที่บริษัทประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแล้วไม่สำเร็จ โดยผู้บริหารของบริษัทจะมีการพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนเกินปกติของหุ้นในช่วงระหว่างหลังการประกาศจนถึงกับวันที่ออกหุ้นด้วยว่าเป็นอย่างไร คือถ้ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นบวก บริษัทก็จะดำเนินการต่อไป แต่ถ้าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นลบ บริษัทก็จะยกเลิกการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนดังกล่าวเสีย ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าบริษัทจะออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเมื่อราคาหุ้นนั้นมีราคามากกว่าราคาที่เหมาะสม (Overvalued) เพราะฉะนั้นนักลงทุนจึงมีการตอบสนองทำให้ราคาหุ้นหลังจากการเพิ่มทุนสำเร็จแล้วจึงมีราคาหุ้นที่ลดลง ในขณะที่ราคาหุ้นกรณีที่มีการเพิ่มทุนไม่สำเร็จจะมีการปรับตัวที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ผลการศึกษาของ P. Asquith และ D. W. Mullins (1986) ก็สรุปว่าบริษัทมักจะมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนหลังจากที่พบว่าราคาหุ้นของบริษัทเพิ่มมากขึ้นโดยใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วง 11 เดือนก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมาหาความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน และพบว่ามีความสัมพันธ์กันไปในทางเดียวกัน คืออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เป็นบวกในช่วง 11 เดือนก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงวันประกาศมีการปรับตัวที่ลดลงน้อยลงโดยให้เหตุผลว่าโครงสร้างเงินทุนมีสัดส่วนหนี้สินลดลงซึ่งจะเป็นการลดความเสี่ยงในตัวบริษัทและลดความไม่เท่าเทียมกันในข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุนลง บริษัทจึงมีแนวโน้มที่จะอาศัยช่วงเวลาที่ราคาหุ้นสูงกว่าราคาที่เหมาะสมในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน อย่างไรก็ตามผลการศึกษาของ Masulis และ Korwar (1986) ให้ผลการศึกษาที่ขัดแย้ง

กับผลการศึกษาของ P. Asquith และ D. W. Mullins (1986) โดย Masulis และ Korwar พบว่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนที่เป็นบวกจะมีผลทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเป็นลบเพิ่มมากขึ้น โดยให้เหตุผลว่าเมื่อบริษัทมีราคาหุ้นที่เพิ่มมากขึ้นในช่วงก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะทำให้โครงสร้างเงินทุนมีสัดส่วนหนี้สินลดลงและนักลงทุนมองว่าบริษัทน่าที่จะดำเนินสภาพดังกล่าวไว้เรื่อยๆ บริษัทจึงน่าที่จะมีแนวโน้มการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนลดลง ดังนั้นเมื่อบริษัทมีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจึงทำให้ราคาหุ้นมีการปรับตัวที่ลดลง ซึ่งผลการศึกษาที่ขัดแย้งกันดังกล่าว Korajczyk, Lucas และ McDonald (1990) ให้เหตุผลว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนเกินปกติและอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมจะขึ้นกับระยะเวลาในการคิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมโดย P. Asquith และ D. W. Mullins ใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วง 11 เดือนก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในขณะที่ Masulis และ Korwar ใช้อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วง 3 เดือนก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

จะเห็นได้ว่ากรณีทั้งหมดข้างต้นอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญเกิดจากการมีความไม่เท่าเทียมกันในข้อมูลระหว่างผู้บริหารและนักลงทุน ผู้บริหารบริษัทไม่สามารถที่จะสื่อถึงข้อมูลภายในของบริษัทที่ผู้บริหารมีมากกว่านักลงทุน ดังนั้นการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจึงอาจทำให้บริษัทระดมทุนได้น้อยกว่าที่ควรจะเป็น อย่างไรก็ตาม Cooney และ Kalay (1993) ได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมเพื่ออธิบายถึงกรณีบริษัทมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแล้วเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ

ผลการศึกษาของ Cooney และ Kalay (1993) เสนอว่าการที่บริษัทประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแล้วราคาหุ้นลดลงตามการอธิบายของ Myers และ Majluf นั้นเนื่องจากการตั้งสมมติฐานที่ว่าโครงการที่บริษัทตัดสินใจในการลงทุนนั้นจะไม่ใช่การลดมูลค่าของบริษัท (Non Negative NPV) ดังนั้นราคาหุ้นก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในตลาดย่อมสะท้อนถึงข้อมูลนี้ไปเรียบร้อยแล้ว เมื่อบริษัทมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ข้อมูลที่สื่อจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะมีผลต่อราคาหุ้นมากกว่าข้อมูลที่สื่อจากโครงการที่บริษัทจะลงทุน ดังนั้นจึงส่งผลให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง ในทางตรงข้ามบริษัทจะไม่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและปฏิเสธที่จะลงทุนในโครงการดังกล่าวก็ต่อเมื่อบริษัททราบว่าขณะนั้นราคาหุ้นของบริษัทมีราคาต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม ดังนั้นการที่บริษัทปฏิเสธการลงทุนจึงมีผลทำให้ราคาหุ้นมีการปรับตัวสูงขึ้น Cooney และ Kalay (1993) จึงทำการศึกษาเพิ่มโดยเปลี่ยนสมมติฐานเป็น โครงการที่บริษัทตัด

สนใจในการลงทุนนั้นมีทั้งที่เพิ่มและลดมูลค่าของบริษัท ดังนั้นการที่บริษัทตัดสินใจที่จะไม่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนก็ไม่ได้หมายความว่าบริษัทมีมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น แต่อาจจะเป็นเพราะโครงการนั้นลดมูลค่าของบริษัทก็ได้ นอกจากนี้ยังมีผลทำให้การประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทอาจสื่อถึงข้อมูลที่ดีจากการลงทุนในโครงการที่เพิ่มมูลค่าบริษัทก็ได้ ดังนั้นการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจึงสามารถที่จะมีผลทำให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นได้กรณีที่บริษัทสามารถสื่อให้ตลาดเห็นว่าบริษัทมีโครงการที่ดี ดังนั้นผู้บริหารจึงอาจมีการใช้เครื่องมือต่างๆ เช่นการประกาศจ่ายเงินปันผล การประกาศผลประกอบการของบริษัท การประกาศการลงทุนของบริษัท ฯลฯ เพื่อใช้เป็นสื่อในการนำข้อมูลภายในที่ผู้บริหารมีเผยแพร่สู่ตลาดให้ได้รับรู้ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทเพิ่มมากขึ้น ความไม่เท่าเทียมกันในข้อมูลระหว่างบริษัทและตลาดจะลดลง ส่งผลให้ราคาหุ้นเมื่อมีการประกาศออกหุ้นเพิ่มทุนจึงมีการปรับตัวดีขึ้น

ผลการศึกษาของ John และ Williams (1985) ให้ข้อสรุปว่าการที่บริษัทมีการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในขณะเดียวกันก็มีจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น เนื่องจากบริษัทคิดว่าเงินปันผลสามารถเป็นตัวสื่อถึงมูลค่าบริษัทได้ ดังนั้นบริษัทและผู้ถือหุ้นเดิมก็จะสามารถได้ประโยชน์ได้จากราคาหุ้นที่ได้ปรับตัวเพิ่มมากขึ้นจากการประกาศจ่ายเงินปันผล และยังกล่าวอีกว่าผลของการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มมากขึ้นก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนน่าที่จะทำให้ผลรวมของอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศจ่ายเงินปันผลและออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนทันทีจะเป็นบวกเพิ่มขึ้น และเป็นไปในทิศทางตรงข้ามถ้าบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลที่ลดลง

Korajczyk, Lucas, และ McDonald (1989) ได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมจากการศึกษาของ John และ Williams (1985) และพบว่าการประกาศผลประกอบการของบริษัทนั้นสามารถสื่อข้อมูลเพื่อลดความไม่แน่นอนในการประเมินมูลค่าบริษัทเพื่อใช้ในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ ทั้งนี้อยู่ภายใต้แนวคิดที่ว่าถ้าบริษัทคิดว่าราคาของหุ้นสามัญของบริษัทตนขายที่ราคาต่ำกว่าราคาที่ควรจะเป็น การเสนอออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนทันทีจะทำให้บริษัทจะได้เงินทุนน้อยกว่าที่ควรจะเป็น ดังนั้นบริษัทจึงมีแนวโน้มที่จะรอการประกาศผลประกอบการของบริษัทก่อนเพื่อให้ตลาดรับรู้ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทมากขึ้น และประเมินมูลค่าให้ถูกต้องก่อนจึงจะมีการเสนอออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ในทางตรงข้ามถ้าบริษัทคิดว่าราคาหุ้นสามัญของตนขายที่ราคาสูงกว่าที่ควรจะเป็น บริษัทก็จะทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนทันทีซึ่งตลาดจะทราบถึงพฤติกรรมดังกล่าว ถ้าบริษัทมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนโดยไม่ได้มีการประกาศข้อมูลออกมาก่อน ตลาดจะมองว่าขณะนั้นบริษัทมีราคาหุ้นสูงกว่าราคาที่ควรจะเป็น ดังนั้นการที่บริษัทมีการประกาศข้อมูลบางอย่างออกมาก่อนที่จะมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจึงสามารถที่จะช่วยลดความไม่แน่นอนในมูลค่าบริษัทได้และลดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นลบจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ นอกจากนี้



ระยะเวลาที่มีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนหลังการประกาศผลประกอบการยิ่งนานเพียงใด ตลาดก็จะไม่แน่ใจในมูลค่าของบริษัทมากขึ้น เนื่องจากตลาดไม่มีข้อมูลใดๆที่จะสามารถสื่อถึงมูลค่าของบริษัทได้จึงส่งผลให้ราคาหุ้นจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะลดลงมาเรื่อยๆ

ผลการศึกษาของ Joseph และ Swary (1980) ที่ทดสอบการประกาศการจ่ายเงินปันผลและผลประกอบการรายไตรมาสที่มีการประกาศไม่พร้อมกันและได้ให้ข้อสรุปว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจะให้ข้อมูลที่นอกเหนือจากข้อมูลที่สื่อการประกาศผลประกอบการของบริษัท ทั้งนี้เป็นเพราะว่าการตัดสินใจในการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเป็นเรื่องที่ขึ้นกับผู้บริหารซึ่งต่างจากข้อมูลผลประกอบการของบริษัทซึ่งไม่ได้ขึ้นกับการตัดสินใจผู้บริหาร ดังนั้นข้อมูลการจ่ายเงินปันผลย่อมจะสื่อถึงข้อมูลได้นอกเหนือจากข้อมูลในผลประกอบการของบริษัท ผู้บริหารบริษัทจึงสามารถให้การประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทในการสื่อถึงมูลค่าบริษัทได้มีประสิทธิภาพอย่างน้อยเทียบเท่ากับการประกาศผลประกอบการบริษัท

Loderer และ Mauer (1992) ได้ทำการพิจารณาเช่นเดียวกับ Korajczyk, Lucas, และ McDonald (1989) แต่ Loderer และ Mauer จะศึกษาถึงกรณีบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลแทนที่จะเป็นผลประกอบการของบริษัท ซึ่งทำการศึกษาถึงบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในประเทศสหรัฐอเมริกา โดยทำการทดสอบว่าในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท บริษัทมีแนวโน้มที่จะใช้การประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนหรือไม่ และยังพิจารณาถึงในกรณีที่บริษัทออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและมีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนนั้นสามารถที่จะลดการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติอันเกิดจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้หรือไม่ โดยพบว่าบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมีพฤติกรรมในการประกาศจ่ายเงินปันผลที่ไม่แตกต่างจากบริษัทเปรียบเทียบ แต่บริษัทที่ออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะมีการรอการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนแล้วจึงค่อยประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน อย่างไรก็ตามการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นก็ไม่สามารถที่จะลดการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นลบจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ โดย Loderer และ Mauer สรุปว่าที่เป็นเช่นนี้เพราะการประกาศจ่ายเงินปันผลสื่อถึงข้อมูลคนละประเภทกับการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ซึ่งขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Korajczyk, Lucas, และ McDonald (1989) ทั้งนี้ผลที่ขัดแย้งกันดังกล่าว Loderer และ Mauer ให้เหตุผลว่าการประกาศผลประกอบการของบริษัทน่าที่จะเป็นข้อมูลที่ถูกต้องมากกว่าข้อมูลจากการประกาศจ่ายเงินปันผลเนื่องจากผลประกอบการจะผ่านการตรวจสอบจากหลายฝ่ายในขณะที่การประกาศจ่ายเงินปันผลจะขึ้นกับการตัดสินใจของผู้บริหารอย่างเดียว ดังนั้นการประกาศผลประกอบการของบริษัทจึงสามารถที่จะลดการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญ

เพิ่มทุนได้ นอกจากนี้ Loderer และ Mauer ยังพบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มมากขึ้นไม่สามารถที่จะทำให้อัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยรวมของทั้ง 2 เหตุการณ์เป็นบวกขึ้นมาได้ ซึ่งขัดแย้งกับผลการศึกษาของ John และ William ที่พบว่าเมื่อบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลไปแล้วผลโดยรวมของอัตราผลตอบแทนเกินปกติของทั้ง 2 เหตุการณ์เมื่อรวมกันแล้วจะเป็นบวกเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับกรณีที่ไม่ได้มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน