บทที่ 5
สรุปผลการศึกษา อภิปรายผลและข้อเสนอแนะ

สรุปผลการศึกษา

การศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้มุ่งเน้นที่จะศึกษาว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทมีความสัมพันธ์กับการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนหรือไม่ โดยทำการเชื่อมโยงการประกาศจ่ายเงินปันผลกับผลกระทบของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ผลการศึกษาได้ให้ข้อสรุปดังนี้

1.บริษัทที่ทำการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมีพฤติกรรมในการประกาศจ่ายเงินปันผลมากกว่าบริษัทเปรียบเทียบ นั่นคือบริษัทมีแนวโน้มใช้การประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน แต่เมื่อทำการพิจารณาถึงลักษณะการจ่ายเงินปันผลในบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเปรียบเทียบใน 2 กลุ่มตัวอย่างกลับพบว่าลักษณะการประกาศจ่ายเงินปันผล เพิ่มขึ้น ลดลง และไม่เปลี่ยนแปลงมีลักษณะที่ไม่ต่างกัน ทั้งนี้อาจเป็นเพราะในการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลของบริษัท บริษัทจำเป็นที่จะต้องคำนึงถึงความสามารถในการดำเนินงานในอนาคตด้วย ดังนั้นจึงไม่พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญของลักษณะการประกาศจ่ายเงินปันผลในบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจากลักษณะการประกาศจ่ายเงินปันผลในบริษัทเปรียบเทียบ

2.บริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมักจะมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนหลังจากที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลไปแล้ว แต่อย่างไรก็ตามเมื่อพิจารณาถึงจำนวนวันโดยเฉลี่ยระหว่างวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลกับวันที่มีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในกลุ่มบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแล้วไม่อาจที่จะสรุปได้ว่าบริษัทมีการรอให้มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพื่อสื่อให้เห็นถึงมูลค่าบริษัทก่อน เนื่องจากระยะเวลาดังกล่าวเป็นระยะเวลาที่นานและถ้าบริษัทมีการใช้การประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการสื่อถึงมูลค่าเพื่อการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจริง บริษัทสมควรที่จะมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนทันทีหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล

3.ผลการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมีผลทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญในวันที่ 2 หลังวันที่คณะกรรมการมีมติออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน สำหรับในช่วงวันที่ 4, 3, 1 ก่อนที่คณะกรรมการมีมติรวมถึงในวันที่มีคณะกรรมการมีมติออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนด้วยจะมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นบวกเกิดขึ้น อาจเป็นผลเนื่องจากมีการประกาศข้อมูลของบริษัทในช่วงก่อนหน้าที่จะมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัท นักลงทุนในตลาดจึงมีการอาศัยข้อมูลดังกล่าวทำการซื้อ-ขายหลักทรัพย์จึงก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็น

บวกอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 99 % อย่างไรก็ตามเมื่อมีการประกาศการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ในวันที่ 2 หลังการประกาศได้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญขึ้นโดยสอดคล้องทั้งในรูปแบบจำลอง CAPM และรูปแบบจำลอง Mean Adjusted Model

4.การประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมีผลทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติขึ้น โดยสามารถแยกเป็นกลุ่มที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น เท่าเดิม และลดลง สำหรับในกลุ่มที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นนั้น การประกาศจ่ายเงินปันผลก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ ในทางตรงข้ามกลุ่มบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเท่าเดิมกลับมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญขึ้น ส่วนกลุ่มบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลลดลงไม่เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติแต่อย่างใด การประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจะทำให้บริษัทมีเงินที่จะนำไปลงทุนเพิ่มลดลง ดังนั้นผลการประกาศจ่ายเงินปันผลจึงทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ

5.แม้บริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนมีแนวโน้มที่จะมีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน แต่การประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนหน้านั้นไม่สามารถที่จะช่วยลดการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ นอกจากนี้ข้อมูลที่สื่อออกมาจากการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์กับการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ดังนั้นเมื่อบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลออกมาแม้จะสื่อข้อมูลออกมาแต่นักลงทุนก็ไม่สามารถที่จะนำข้อมูลดังกล่าวใช้ในการตัดสินใจในเรื่องการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของบริษัทได้ นอกจากนี้ระยะเวลาหลังการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนก็ไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนด้วย ผลที่ได้ก็เหมือนเดิมเมื่อนำตัวแปรอื่นๆคือขนาดของบริษัท ขนาดการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน อัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วง 3 เดือนก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเป็นตัวแปรควบคุม คือการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน

6.เมื่อทำการรวมอัตราผลตอบแทนเกินปกติของการประกาศจ่ายเงินปันผลและการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแล้ว พบว่าบริษัทไม่จำเป็นที่จะใช้การประกาศจ่ายเงินปันผลเพื่อใช้ในการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ เนื่องจากกรณีบริษัทไม่ได้ประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนก็ไม่ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติขึ้น

ข้อเสนอแนะ

การศึกษาในครั้งนี้มีขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์ในการทดสอบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนจะมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนเปลี่ยนแปลงไปจากที่ควรจะเป็นหรือไม่ (Announcement Effect) ซึ่งเป็นการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดทุน ซึ่งได้ข้อสรุปว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่สามารถที่จะสื่อถึงมูลค่าของบริษัทเพื่อที่จะอธิบายถึงการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนในอัตราผลตอบแทนเกินปกติของการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้ ทั้งนี้ได้ทำการทดสอบกับหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี 2520 ถึงปี 2540 อย่างไรก็ตามผลการทดสอบที่ได้ขึ้นอยู่กับวิธีการ ข้อจำกัด และข้อสมมุติฐานในการทดสอบหลายประการ ซึ่งความถูกต้องของผลการทดสอบจึงขึ้นอยู่กับวิธีการ ข้อจำกัด และข้อสมมุติฐานในการทดสอบว่า เป็นจริงมากน้อยเพียงใดหรือไม่ด้วย โดยวิธีการ ข้อจำกัด และข้อสมมุติฐานในการทดสอบที่อาจมีผลต่อความถูกต้องมีดังนี้

1.ข้อมูลบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปมีจำนวนที่น้อย และบริษัทที่ทำการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไปส่วนใหญ่นั้นมักจะมีการเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนแบบขายแก่ผู้ถือหุ้นเดิมหรือขายแก่บุคคลเฉพาะเจาะจงควบคู่กันไปด้วย ดังนั้นอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นจึงอาจไม่ใช่ผลของการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนอย่างเดียว ดังนั้นผลศึกษาจึงอาจเปลี่ยนไปเมื่อมีบริษัทที่ใช้ในการศึกษาเพิ่มมากขึ้น และมีการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนอย่างเดียว

2.การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยรวมจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนและการจ่ายเงินปันผลในสมมติฐานที่ 4 คำนวณจากการหาผลรวมของอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนในแต่ละกลุ่มที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลง และไม่เปลี่ยนแปลงเอาผลที่ได้มารวมกับอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศจ่ายเงินปันผลในแต่ละประเภท ซึ่งการทดสอบตามวิธีดังกล่าวอัตราผลตอบแทนเกินปกติจากการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนของแต่ละบริษัทอาจมีการหักล้างกันเอง เช่นการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น บริษัท ก อาจเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นบวก ในขณะที่บริษัท ข อาจเกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เป็นลบขึ้น เช่นเดียวกับกรณีผลของการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุน ดังนั้นผลของอัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยรวมที่เกิดขึ้นอาจแตกต่างจากกรณีที่นำอัตราผลตอบแทนเกินปกติของทั้ง 2 เหตุการณ์ของแต่ละบริษัทมารวมกันและหาระดับนัยสำคัญ

3.การเปรียบเทียบถึงผลรวมของอัตราผลตอบแทนเกินปกติของบริษัทที่ทำการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนกับบริษัทที่มิได้มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนนั้น บริษัทที่นำมาพิจารณาเพื่อทำการเปรียบเทียบนั้นสมควรที่จะมีขนาดหรือลักษณะการดำเนินงานต่างๆที่ใกล้เคียงกัน เนื่องจากลักษณะของบริษัทอาจจะมีผลต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นจากเหตุการณ์การประกาศ

ดังนั้นผลการทดสอบที่ได้ตามวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ จึงเป็นผลการทดสอบที่ได้ตามวิธีการ ข้อจำกัด และข้อสันนิษฐานที่ใช้เท่านั้น หากจะมีการทดสอบในเรื่องนี้อีกต่อไปในอนาคตอาจพิจารณาเปลี่ยนแปลงในเรื่องดังต่อไปนี้

1.แยกผลการประกาศออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบเสนอขายแก่ประชาชนจากการออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนแบบขายแก่ผู้ถือหุ้นเดิมและขายแก่บุคคลเฉพาะเจาะจง

2.เนื่องจากการทดสอบไม่มีการตัดข้อมูลที่เป็นการแจ้งผลการดำเนินงานของบริษัท (เนื่องจากบริษัทในตลาดหลักทรัพย์จะแจ้งผลการดำเนินงานทุกไตรมาส จึงไม่สามารถตัดข้อมูลข่าวสารดังกล่าวออกจากการทดสอบ) ซึ่งอาจมีผลต่อการหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลและเหตุการณ์การออกหุ้นสามัญเพิ่มทุนได้

3.คำนวณถึงอัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยรวมโดยนำอัตราผลตอบแทนเกินปกติของทั้ง 2 เหตุการณ์ของแต่ละบริษัทมารวมกันแล้วจึงค่อยนำผลของทุกบริษัทหาระดับนัยสำคัญ

4.เปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนเกินปกติโดยรวมในแต่ละประเภทลักษณะการจ่ายเงินปันผลกับบริษัทเปรียบเทียบ

5.ใช้ข้อมูลการประกาศผลประกอบการของบริษัทแทนที่จะเป็นการใช้การประกาศจ่ายเงินปันผล เนื่องจากผลประกอบการของบริษัทน่าจะเป็นข้อมูลที่สะท้อนให้เห็นถึงศักยภาพของบริษัทในการดำเนินธุรกิจได้มากกว่าการใช้การประกาศจ่ายเงินปันผลซึ่งขึ้นกับการตัดสินใจผู้บริหารบริษัท