

สำนักหอสมุด มหาวิทยาลัยบูรพา

ต.แสนสุข อ.เมือง จ.ชลบุรี 2013

การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศขายหุ้นปันผล
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ธรรมสรณ์ สร้อยศรี

26 ส.ค. 2558

347734

งานนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบัญชี

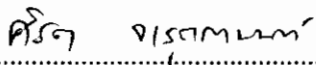
คณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา

มิถุนายน 2555

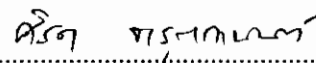
ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยบูรพา

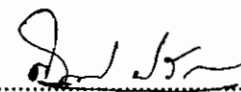
อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์และคณะกรรมการสอบปากเปล่างานนิพนธ์ ได้พิจารณา
งานนิพนธ์ของ ธรรมสรณ์ สร้อยศรี ฉบับนี้แล้ว เห็นสมควรรับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตาม
หลักสูตรปริญญาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ของมหาวิทยาลัยบูรพาได้

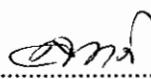
อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์


.....อาจารย์ที่ปรึกษา
(ดร. ศิริดา จารุดกานนท์)

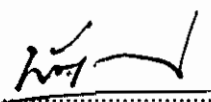
คณะกรรมการสอบปากเปล่างานนิพนธ์


.....ประธาน
(ดร. ศิริดา จารุดกานนท์)


.....กรรมการ
(ดร. ศิลป์ชัย ปวีณพงษ์พัฒน์)


.....กรรมการ
(รองศาสตราจารย์สุชาติ เหล่าปรีดา)

คณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยวอนุมัติให้รับงานนิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของ
การศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบัณฑิต สาขาวิชาการบัญชี ของมหาวิทยาลัยบูรพา


.....คณบดีคณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยว
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์พัชนี นนทศักดิ์)
วันที่ ๒๕ เดือน สิงหาคม พ.ศ. ๒๕๕๕

ประกาศคุณูปการ

ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณ ดร.ศิริดา จารุตกานนท์ ที่ปรึกษางานนิพนธ์ เป็นอย่างสูง ที่ได้กรุณาสละเวลาให้คำปรึกษา แนะนำแนวทางที่ถูกต้อง ตลอดจนแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ด้วยความละเอียดถี่ถ้วน และเอาใจใส่ด้วยดีเสมอมาจนงานนิพนธ์สำเร็จลุล่วงลงได้ และขอกราบขอบพระคุณกรรมการสอบงานนิพนธ์ทุกท่านที่กรุณาสละเวลา ให้คำแนะนำแก้ไข ทำให้งานนิพนธ์ฉบับนี้ เสร็จสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น จึงขอกราบขอบพระคุณอย่างสูงมา ณ โอกาสนี้

ขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อ และคุณแม่ ที่ปลุกฝังให้ผู้ศึกษาเป็นผู้ใฝ่เรียน ใฝ่รู้ และเปิดโอกาสทางการศึกษามาตลอด รวมถึงสนับสนุนทางด้านทุนทรัพย์ในการศึกษาที่ผ่านมาโดยเสมอมา ขอขอบคุณที่ ๆ น้อย ๆ ที่คอยเป็นกำลังใจและให้ความช่วยเหลือในการทำงานนิพนธ์นี้

หากงานนิพนธ์ฉบับนี้จะเป็นประโยชน์ต่อการศึกษามีส่วนดีประการใด ขอยกความดีนี้แก่บิดา มารดา และอาจารย์ทุกท่านที่ถ่ายทอดวิชาความรู้แก่ผู้วิจัย และหากมีข้อบกพร่องประการใด ผู้วิจัยขอน้อมรับไว้แต่ผู้เดียว

ธรรมสรณ์ สร้อยศรี

51924626: สาขาวิชา: การบัญชี; บช.ม. (บัญชีมหาบัณฑิต)

คำสำคัญ: การจ่ายหุ้นปันผล/ ดอกเบี้ยของราคาหลักทรัพย์/ บริษัทจดทะเบียน/

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ธรรมสรณ์ สร้อยศรี: การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผล
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประเทศไทย (SECURITY PRICE
REACTION TO STOCK DIVIDEND ANNOUNCEMENT OF THE LISTED COMPANIES IN
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND.) อาจารย์ผู้ควบคุมงานนิพนธ์: ศิรดา จารุดกานนท์,
บช.ด., 53 หน้า. ปี พ.ศ. 2555.

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการตอบสนองต่อราคาหลักทรัพย์จากการ
ประกาศจ่ายหุ้นปันผล โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล ระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม
พ.ศ. 2555 การศึกษาใช้สถิติพรรณนาในการบรรยายลักษณะของตัวอย่างที่ศึกษา และใช้สถิติ
ทดสอบ t - Test ในการทดสอบสมมติฐาน โดยกำหนดระดับนัยสำคัญที่ 0.05

จากผลการศึกษาพบว่า มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เชิงบวกในช่วงเวลาที่มีการ
ประกาศจ่ายหุ้นปันผล และผลการศึกษาพบว่า การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการ
ประกาศจ่ายหุ้นปันผล ไม่แตกต่างจากการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงิน
สดปันผล ทั้งนี้เป็นผลมาจากการที่ราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลลดลงมากกว่าการ
ประกาศจ่ายเงินสดปันผล แต่ผลตอบแทนจากเงินปันผลของหลักทรัพย์ที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลสูง
กว่าผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล ดังนั้นเมื่อผลตอบแทนทั้ง 2
องค์ประกอบ ได้แก่ ผลตอบแทนจากผลต่างของราคาหลักทรัพย์ (Capital Gain) และผลตอบแทน
จากเงินปันผล (Dividend Yield) ทำการชดเชยกัน จึงทำให้ผลตอบแทนคิดปกติจากการประกาศจ่าย
หุ้นปันผลและจากการประกาศจ่ายเงินสดปันผลไม่แตกต่างกัน

51924626: MAJOR: ACCOUNTING; M.ACC (ACCOUNTING)

KEYWORDS: STOCK DIVIDEND ANNOUNCEMENT/ STOCK PRICE/ LISTED
COMPANY CERTIFIED/ THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

THAMMASORN SOISEE: SECURITY PRICE REACTION TO STOCK DIVIDEND
ANNOUNCEMENT OF THE LISTED COMPANIES IN THE STOCK EXCHANGE OF
THAILAND. ADVISOR: SIRADA JARUTAKANONT, D.B.A., 53 P. 2012.

The objective of this study is to examine security price reaction to stock dividend announcement. Samples are listed companies in the Stock Exchange of Thailand which announce stock dividend during January 1, 2550 to March 31, 2555. The study employs descriptive statistic to describe characteristics of the samples and t – Test statistic to test research hypothesis at significance level 0.05.

The study finds positive security price reaction to stock dividend announcement and finds insignificant difference in security price reaction between stock dividend announcement and cash dividend announcement. As the result of security price from the announcement on stock dividend payment reduces more than security price from the announcement on cash dividend payment while the dividend yield of the stock dividend announcement are more than the dividend yield from dividend of the cash dividend announcement. Since capital gain and dividend yield are compensating for each other so the abnormal returns of the stock dividend announcement and cash dividend announcement are no difference.

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	จ
สารบัญ	น
สารบัญตาราง	ช
สารบัญภาพ	ณ
บทที่	
1 บทนำ	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย	2
สมมติฐานของการวิจัย	3
กรอบแนวคิดในการวิจัย	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
ขอบเขตของการวิจัย	4
นิยามศัพท์เฉพาะ	5
2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผล	6
แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์	16
ทฤษฎีการบัญชีผลประโยชน์ (Positive Accounting Theory)	22
ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)	24
สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	25
3 วิธีดำเนินงานวิจัย	27
ลักษณะประชากร	27
การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง	28
การเก็บรวบรวมข้อมูล	29
วิธีดำเนินงานวิจัย	30
สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล	31
ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย	32
ตัวแปรและการวัดค่า	33

สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
การทดสอบสมมติฐาน.....	34
4 ผลการวิจัย.....	35
ลักษณะทั่วไปของข้อมูล.....	35
การทดสอบสมมติฐาน.....	42
5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ.....	47
สรุปผลการศึกษา.....	47
ข้อเสนอแนะ.....	48
บรรณานุกรม.....	49
ประวัติย่อของผู้วิจัย.....	53

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
1	จำนวนเหตุการณ์ที่ประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมดในแต่ละช่วงปีที่กำหนด.....	27
2	จำนวนประชากรและขนาดตัวอย่างในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม.....	28
3	การทบทวนยอดเพื่อหาตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา.....	29
4	จำนวนการประกาศจ่ายเงินปันผลในแต่ละช่วงปี ตั้งแต่ 1 ม.ค.2550 ถึง 31 มี.ค. 2555.....	35
5	จำนวนประชากรและขนาดตัวอย่างแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม.....	36
6	จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการ ประกาศจ่ายหุ้นปันผล.....	38
7	ขนาดกิจการของกลุ่มตัวอย่างที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล.....	38
8	ค่าสถิติพื้นฐานของขนาดกิจการที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล.....	39
9	ค่าสถิติพื้นฐานของผลการดำเนินงานของกิจการที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล.....	40
10	จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการเปรียบเทียบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จาก การประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล.....	41
11	ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่คิดปกติสะสมในช่วงวันที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล.....	42
12	ค่าเฉลี่ยการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลแตกต่างจาก การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มาจากการประกาศจ่ายเงินสดปันผล.....	44
13	การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลที่ใช้ทดสอบ เปรียบเทียบความแตกต่างกับบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล.....	45
14	การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผลที่ใช้ทดสอบ เปรียบเทียบความแตกต่างกับบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล.....	46

สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	4
2 กระบวนการจ่ายเงินปันผล.....	9
3 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันของบริษัทที่มีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลในช่วงวันที่ประกาศ.....	43
4 เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันของบริษัทที่มีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันของบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินสดปันผลกับในช่วงวันที่ประกาศ.....	44

บทที่ 1

บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ปัจจัยทุนเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญต่อการพัฒนาการและการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศ อันจะส่งผลต่อระดับรายได้และความกินดีอยู่ดีของประชาชน ซึ่งเป็นผลจากการเพิ่มขึ้นของการลงทุน ซึ่งจะส่งผลต่อการเพิ่มผลผลิต ภาวะการจ้างงาน และตัวแปรอื่นอีกมากมาย ประกอบกับภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวส่งผลให้ธนาคารมีปัญหาอย่างต่อเนื่องและประกาศลดอัตราดอกเบี้ยจนทำให้ผู้ฝากเงินเกิดความไม่มั่นใจในการออมของตนและหาหนทางใหม่ในการสร้างผลตอบแทนที่คุ้มค่ากว่าการฝากเงินกับธนาคาร ดังนั้นตลาดทุน (Capital Market) จึงกลายเป็นตลาดที่มีความสำคัญเพราะกลายเป็นแหล่งที่ระดมเงินของทั้งนักลงทุนและนักออมเงินทั้งหลาย และเป็นแหล่งที่ให้ผลตอบแทนหลักมากกว่าในอดีตที่ผ่านมา

นักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์จำเป็นต้องใช้ข้อมูลในด้านต่างๆ ที่จะช่วยตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่ตนเองมีความสนใจ ซึ่งการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญนั้นผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนใน 2 รูปแบบ คือ ผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อเข้ามา (Capital Gain) และผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend) ที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตาม ในปี 2554 ที่ผ่านมา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เปิดเผยว่ามูลค่าการซื้อขายหมุนเวียนเฉลี่ยมูลค่า 28,854.34 ล้านบาทต่อวัน และมีอัตราเงินปันผลตอบแทนร้อยละ 3.72 ต่อปี ซึ่งสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 12 เดือนของธนาคารพาณิชย์ใหญ่ซึ่งมีอัตราร้อยละ 2.65-3.00 ต่อปี จึงทำให้มีนักลงทุนจำนวนมากที่พอใจจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากความเชื่อว่าการรับเงินปันผลจะให้ความแน่นอนมากกว่ากำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ และให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าการนำเงินไปฝากประจำกับธนาคารพาณิชย์

การจ่ายเงินปันผลทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนในปีปัจจุบันและเป็นการลดความเสี่ยงในการลงทุนของผู้เป็นถือหุ้น ในขณะที่ยังคงแบ่งผลกำไรที่เหลือเพื่อนำไปลงทุนต่อเป็นการสร้างการเติบโตให้บริษัท และเป็นประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับในอนาคต หากบริษัทเติบโตได้ตามที่คาดไว้กำไรจะเพิ่มขึ้นส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นด้วย หากธุรกิจจ่ายเงินปันผลในอัตราสูงเกินไปจะทำให้เหลือกำไรสะสมเพื่อเก็บไว้สำหรับการลงทุนต่อลดลง ทำให้อัตราการขยายตัวของกำไรในอนาคตลดลงส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง และเนื่องจากการลงทุนในหลักทรัพย์เป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง จะเห็นว่าการกำหนดนโยบายปันผลจะมีผลกระทบต่อ

ราคาหลักทรัพย์เสมอ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมา เรื่องการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลแก่นักลงทุน (Dividend Information Content)

สำหรับรูปแบบในการจ่ายเงินปันผลนั้นบริษัทสามารถจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นได้หลายลักษณะเช่น เงินสดปันผล การจ่ายหุ้นปันผล เป็นต้น จากการศึกษาในอดีตพบว่า การที่บริษัทจ่ายหุ้นปันผลแทนการให้เงินสดปันผลมีเหตุผล 2 ประการ คือ เพื่อรักษาผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ เช่น ทำให้มีโอกาสในการซื้อขายหุ้นได้มากขึ้น ซึ่งจะทำให้มีนักลงทุนมาลงทุนในหุ้นของบริษัทมากขึ้น ส่วนประการที่สองเพื่อเป็นการประหยัดเงินสดของบริษัท แต่อย่างไรก็ตามนักลงทุนจะต้องพิจารณาหาสาเหตุเบื้องหลังของการประหยัดเงินสดของบริษัทด้วย หากการประหยัดเงินสดจะทำให้บริษัทมีโอกาสในการลงทุนใหม่ได้ นักลงทุนก็จะสนใจที่จะลงทุนในหุ้นของบริษัทและจะทำให้ราคาหุ้นของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น แต่ถ้าเป็นเพราะว่าบริษัทมีปัญหาทางการเงิน ราคาตลาดของหุ้นสามัญก็อาจลดลงได้

การวิจัยในอดีตพบว่า ผู้บริหารพยายามหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยเฉพาะการลดการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการส่งข้อมูลที่ไม่ดีให้แก่นักลงทุน และผู้บริหารไม่ต้องการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นเพราะกลัวว่าเมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นแล้วอาจจะต้องลดการจ่ายเงินปันผลลงในอนาคตซึ่งเป็นการส่งข้อมูลในเชิงลบให้แก่นักลงทุน แม้กระทั่งในสภาวะเศรษฐกิจที่มีความไม่แน่นอนอย่างเช่นในปัจจุบันนี้ ผู้บริหารก็ยังคงต้องพยายามหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยหันมาเปลี่ยนรูปแบบในการจ่ายเงินปันผลว่าจะจ่ายเป็นเงินหรือเป็นหุ้นมาเป็นเครื่องมือในการรักษาระดับปันผลแทนการเปลี่ยนแปลงนโยบาย เพราะนอกจากเป็นการสร้างภาพลักษณ์ที่ดีให้กับบริษัทในการระดับอัตราผลตอบแทนจากปันผล (Dividend Yield) ที่น่าสนใจต่อนักลงทุนแล้ว การประกาศจ่ายเป็นหุ้นปันผลยังช่วยรักษาสภาพคล่องให้กับบริษัทได้เป็นอย่างดีอีกด้วย

จากข้อมูลดังกล่าว ทำให้ผู้วิจัยต้องการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อเป็นแนวทางในการตัดสินใจของผู้บริหารในการจ่ายเงินปันผล และเพื่อเป็นแนวทางประกอบการตัดสินใจให้นักลงทุนในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

จากการที่ผู้บริหารมีสิทธิในการใช้ดุลยพินิจเลือกนโยบายในการบริหารบริษัทเพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดนั้น ทำให้มีการเลือกใช้วิธีการต่างๆซึ่งเหมาะสมกับสภาพการดำเนินงานที่แท้จริงหรือเลือกเพื่อวัตถุประสงค์อื่นภายใต้แรงกดดันต่างๆ เช่น แรงกดดันของสถานการณ์ที่มีผลกระทบต่อการตัดสินใจของนักลงทุน เป็นต้น ดังนั้นสำหรับการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์

จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในครั้งนี้ จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อ

1. ศึกษาผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ศึกษาความแตกต่างในการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับการประกาศจ่ายเงินสดปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานของการวิจัย

ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ได้กล่าวว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพหมายถึงตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในตลาดสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องไว้ทั้งหมดและเป็นไปอย่างรวดเร็ว ซึ่งหมายความว่า ราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในขณะใดขณะหนึ่ง เป็นราคาที่ได้รวมผลกระทบของข้อมูลต่าง ๆ แล้ว (Fama, 1970) และในอดีตได้มีงานวิจัยของ Miller and Rock (1985) ซึ่งศึกษาอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากนโยบายปันผล และได้เสนอสมมติฐานเรื่องความไม่สมบูรณ์ของตลาด โดยกล่าวว่าในความเป็นจริงนั้น นักลงทุนแต่ละคนมีความคิดที่แตกต่างกันทั้งการคาดการณ์ปันผลในอนาคตรวมถึงความไม่แน่นอนของปันผลในอนาคตของบริษัท ซึ่งผู้บริหารจะมีข้อมูลเกี่ยวกับอนาคตและแนวโน้มของบริษัทดีกว่านักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นโดยทั่วไป การจ่ายเงินปันผลแต่ละครั้งจึงเป็นช่องทางหนึ่งในการส่งข้อมูลให้แก่ักลงทุน (Dividend Signaling) ดังนั้นเมื่อมีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลจึงมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ จึงเป็นที่มาของสมมติฐาน ดังนี้

HR₁ : การประกาศจ่ายหุ้นปันผลมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงวันที่ประกาศ จากผลการศึกษาของ Keown (2002) ซึ่งพบว่า การที่บริษัทจ่ายหุ้นปันผลแทนการให้เงินสดปันผลมีเหตุผล 2 ประการ คือ เพื่อรักษาผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ และเพื่อเป็นการประหยัดเงินสดของบริษัท และจากสมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผล (Dividend Signaling) ซึ่งกล่าวไว้ว่า ผู้บริหารจะใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือเพื่อส่งสัญญาณเกี่ยวกับข้อมูลในอนาคตของบริษัท โดยการจ่ายเงินปันผลจะการลดความไม่เท่าเทียมกันในการเข้าถึงข้อมูล โดยเห็นว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นวิธีที่ทำให้บริษัทสูญเสียเงินสดจำนวนมาก แต่เป็นวิธีที่ทำให้นักลงทุนแน่ใจได้ว่าบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นบริษัทที่มีผลประกอบการ และฐานะการเงินดี เพราะบริษัทที่มีปัญหาทางการเงินจะไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ ประกอบกับผลกระทบของการจ่ายหุ้นปันผลซึ่งแม้จะไม่ทำให้สัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทของผู้ถือหุ้นแต่ละคนเปลี่ยนแปลงไป แต่การจ่ายหุ้นปันผลก็มีผลทำให้กำไรต่อหุ้นลดลงอันเนื่องมาจากจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้น (Dilution Effect) ดังนั้นในมุมมองของผู้วิจัยจึงเห็นว่า ถึงแม้บริษัทจะประกาศจ่ายเงินปันผลแต่ไม่ได้จ่ายเป็นเงินสดอาจทำให้นัก

ลงทุนขาดความเชื่อมั่นในฐานะการเงินของบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินปันผลได้ จึงเป็นที่มาของสมมติฐานดังนี้

HR₂ : การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลแตกต่างจากการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มาจากการประกาศจ่ายเงินสดปันผล

กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

จากการศึกษาผู้วิจัยคาดว่าจะได้รับประโยชน์ดังนี้

1. เป็นแนวทางในการพิจารณากำหนดรูปแบบการจ่ายเงินปันผลของผู้บริหารบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เป็นแนวทางประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล
3. เป็นหลักฐานทางวิชาการสำหรับผู้วิจัยในสาขาที่เกี่ยวข้อง สามารถใช้ผลที่ได้จากการศึกษาเป็นข้อมูลพื้นฐานในการประกอบการวิจัยเพื่อพัฒนางานวิจัยในอนาคต

ขอบเขตของการวิจัย

งานวิจัยชิ้นนี้ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลโดยใช้ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลในช่วงวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2555 จากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ อ้างอิงข้อมูลจาก SETSMART และงบการเงิน หมายเหตุประกอบงบการเงิน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

นิยามศัพท์เฉพาะ

1. เงินปันผล หมายถึง ทรัพย์สินหรือประโยชน์ไม่ว่าในรูปแบบใดๆที่ผู้ถือหุ้นได้รับจากบริษัท ซึ่งบริษัทจะจัดสรรจากผลกำไรสุทธิที่ได้จากการประกอบธุรกิจ หลังจากหักต้นทุนและทุนสำรองต่าง ๆ แล้วให้ผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนแห่งการถือหุ้นและ/หรือตามจำนวนที่ได้ชำระค่าหุ้นเพื่อตอบแทนในการที่ผู้ถือหุ้นนำทรัพย์สินมาลงทุนซื้อหุ้นของบริษัท

2. หุ้นปันผล หมายถึง หุ้นสามัญที่ผู้ถือหุ้นได้รับจากบริษัทตามสัดส่วนแห่งการถือหุ้นหรือตามจำนวนที่ได้ชำระค่าหุ้น

3. เงินสดปันผล หมายถึง เงินที่ผู้ถือหุ้นได้รับจากบริษัทตามสัดส่วนแห่งการถือหุ้น หรือตามจำนวนที่ได้ชำระค่าหุ้น

4. วันประกาศจ่ายเงินปันผล หมายถึง วันที่มีการขึ้นเครื่องหมาย XD ซึ่งแสดงว่านักลงทุนในหลักทรัพย์ในวันนั้นจะไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผลที่บริษัทประกาศจ่ายในงวดนั้น หรือวันดังกล่าวเป็นวันหลังปิดพักสมุดทะเบียน ผู้ซื้อหลักทรัพย์ในวันนี้จะไม่มีชื่อปรากฏในสมุดทะเบียนผู้มีสิทธิรับเงินปันผล

5. หลักทรัพย์ หมายถึง หุ้นสามัญที่ได้รับการจดทะเบียนหรือได้รับการอนุญาตให้ทำการซื้อขายได้ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

6. ราคาหลักทรัพย์ หมายถึง ราคาของหุ้นสามัญที่ทำการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บทที่ 2

เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาได้มีการรวบรวมข้อมูลซึ่งประกอบด้วยแนวคิดและทฤษฎี รวมถึงผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ของเงินปันผลและราคาหลักทรัพย์ ดังต่อไปนี้

1. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผล
2. แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์
3. ทฤษฎีการบัญชีผลประโยชน์ (Positive Accounting Theory)
4. ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)
5. สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผล

1. ความหมายของเงินปันผลและแนวปฏิบัติในการจ่ายเงินปันผล

1.1 คำนิยามของเงินปันผล

เงินปันผล หมายถึง ทรัพย์สินหรือประโยชน์ไม่ว่าในรูปแบบใด ๆ ที่ผู้ถือหุ้นได้รับจากบริษัท ซึ่งบริษัทจะจัดสรรจากผลกำไรสุทธิที่ได้จากการประกอบธุรกิจ หลังจากหักต้นทุนและทุนสำรองต่างๆ แล้วให้ผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนแห่งการถือหุ้นและ/หรือตามจำนวนที่ได้ชำระค่าหุ้นเพื่อตอบแทนในการที่ผู้ถือหุ้นนำทรัพย์สินมาลงทุนซื้อหุ้นของบริษัท ซึ่งโดยปกติแล้ว ผู้ถือหุ้นประเภทและลำดับชั้นเดียวกันจะได้รับปันผลตอบแทนต่อหุ้นเท่าๆกัน เว้นแต่ในกรณีเป็นหุ้นบุริมสิทธิ (พัชรมณ อรุณเรืองศิริเลิศ, 2549, หน้า 7)

1.2 แหล่งที่มาของเงินปันผล

ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1202 และพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535 มาตรา 116 ได้กำหนดให้บริษัทกันเงินกำไรไว้เป็นทุนสำรอง และตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1201 วรรคสาม ประกอบกับพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535 มาตรา 115 วรรคหนึ่ง ได้บัญญัติถึงแหล่งที่มาของปันผลไว้ในทำนองเดียวกันว่า ห้ามมิให้จ่ายเงินปันผลจากเงินประเภทอื่นนอกเหนือจากเงินกำไร

ถ้าหากบริษัทขาดทุนห้ามมิให้จ่ายเงินปันผลจนกว่าจะได้แก้ไขให้ขาดทุน ดังนั้นแหล่งที่มาของเงินปันผลตามกฎหมายไทยก็คือ “กำไร” (พัชรมณ อรุณเรืองศิริเลิศ, 2549, หน้า 17)

1.3 หลักเกณฑ์และเงื่อนไขการจ่ายเงินปันผลของบริษัทมหาชน

การจ่ายเงินปันผลของบริษัทมหาชนต้องอยู่ภายใต้เงื่อนไขและหลักเกณฑ์

ตามมาตรา 115 – 118 ของพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ดังนี้

1) บริษัทมหาชนจะจ่ายเงินปันผลจากเงินประเภทอื่นนอกเหนือจากเงินกำไรไม่ได้ และในกรณีที่บริษัทยังมียอดขาดทุนสะสมอยู่ ห้ามมิให้จ่ายเงินปันผล (พ.ร.บ.บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535 มาตรา 115 วรรคหนึ่ง)

2) ให้แบ่งปันผลตามจำนวนหุ้น หุ้นละเท่าๆกัน เว้นแต่จะมีข้อบังคับกำหนดไว้เป็นอย่างอื่นในเรื่องหุ้นบุริมสิทธิ (พ.ร.บ. บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535 มาตรา 115 วรรคสอง)

3) การจ่ายเงินปันผลจะต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น แต่คณะกรรมการบริษัทอาจจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้เป็นครั้งคราวเมื่อข้อบังคับของบริษัทกำหนดให้ทำได้และคณะกรรมการเห็นว่าบริษัทมีกำไรสมควรพอที่จะจ่ายและเมื่อได้จ่ายเงินปันผลแล้วให้คณะกรรมการรายงานให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นทราบในการประชุมคราวต่อไป (พ.ร.บ.บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 115 วรรคสองและวรรคสาม)

4) การจ่ายเงินปันผลนี้ให้กระทำภายใน 1 เดือน นับแต่วันที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นหรือคณะกรรมการบริษัทลงมติแล้วแต่กรณี ทั้งนี้ให้แจ้งเป็นหนังสือไปยังผู้ถือหุ้นกับให้โฆษณาต่อบอกกล่าวการจ่ายเงินปันผลนั้นในหน้าหนังสือพิมพ์ด้วยหากคณะกรรมการบริษัทไม่ปฏิบัติตามข้อ 4 นี้มีความผิด ต้องระวางโทษปรับไม่เกิน 20,000 บาท (พ.ร.บ.บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535 มาตรา 115)

5) บริษัทต้องจัดสรรกำไรสุทธิประจำปีส่วนหนึ่งไว้เป็นทุนสำรองไม่น้อยกว่าร้อยละ 5 ของกำไรสุทธิประจำปีหักด้วยยอดเงินขาดทุนสะสมยกมา (ถ้ามี) จนกว่าทุนสำรองนี้จะมีจำนวนไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 ของทุนจดทะเบียน เว้นแต่บริษัทจะมีข้อบังคับหรือกฎหมายอื่นกำหนดให้ต้องมีทุนสำรองมากกว่านั้น (พ.ร.บ. บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 116)

6) ในกรณีที่บริษัทยังจำหน่ายหุ้นไม่ครบตามจำนวนที่จดทะเบียนไว้หรือบริษัทได้จดทะเบียนเพิ่มทุนแล้ว บริษัทจะจ่ายเงินปันผลทั้งหมดหรือบางส่วน โดยออกเป็นหุ้นสามัญใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้น (หุ้นปันผล) โดยได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นก็ได้ (พ.ร.บ.บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 117)

ในกรณีที่บริษัทจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยฝ่าฝืนข้อ 1 – 6 ดังกล่าวเป็นเหตุให้เจ้าหน้าที่ของบริษัทเสียหาย เจ้าหน้าที่จะฟ้องผู้ถือหุ้นให้คืนปันผลที่ได้รับแล้วก็ได้ โดยต้องฟ้องภายใน 1 ปี นับแต่วันที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติ แต่ผู้ถือหุ้นคนใดได้รับปันผลไปแล้วโดยสุจริตจะบังคับให้ผู้ถือหุ้นคนนั้นคืนเงินไม่ได้ (พ.ร.บ.บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 118)

1.4 รูปแบบการจ่ายเงินปันผล

เมื่อพิจารณาความหมายของปันผลดังกล่าวข้างต้น จึงได้วิเคราะห์ว่าการปันผลไม่จำเป็นจะต้องกระทำในรูปแบบของการจ่ายเงินสดเพียงอย่างเดียว แต่ยังสามารถจัดสรรตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นได้หลายลักษณะเช่น เงินสดปันผล การจ่ายหุ้นปันผล การแตกหุ้น และการซื้อหุ้นคืน

กลับ การกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ผู้บริหารจะพิจารณาถึงผลการดำเนินงาน ฐานะทางการเงินของบริษัท และกระแสเงินสดของบริษัท รวมถึงความต้องการใช้เงินทุนในการขยายขอบข่ายการดำเนินงาน ภาวะผูกพันในการชำระหนี้ ตลอดจนการซื้อทรัพย์สินทั้งในปัจจุบัน และอนาคต (นุจรีย์ ทวีทรัพย์ไพบูลย์, 2552, หน้า 9)

Shim and Siegel (2000) กล่าวถึงหุ้นปันผล ไว้ว่า หุ้นปันผลคือ หุ้นที่บริษัทออกเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้น การจ่ายหุ้นปันผลมักจะเกิดขึ้นเมื่อบริษัทมีเงินสดไม่เพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลในรูปแบบเงินสดและ/หรือเมื่อบริษัทต้องการเพิ่มสภาพคล่องในการซื้อหุ้นโดยการลดราคาของบริษัท การจ่ายหุ้นปันผลทำให้หุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น แต่สัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทของผู้ถือหุ้นแต่ละคนไม่เปลี่ยนแปลง นอกจากนี้การจ่ายเงินปันผลยังทำให้กำไรลดลง เนื่องจากการจ่ายหุ้นปันผลเป็นการโอนเงินจากบัญชีกำไรสะสมตามราคาตลาดในเวลานั้นไปเข้าบัญชีทุนหุ้นสามัญ

1.5 การจ่ายเงินปันผล

1.5.1 การจ่ายเงินปันผลมีวิธีการจ่าย 4 วิธีคือ

1.5.1.1 จำนวนปันผลที่จ่ายต่อหุ้นคงที่ (Constant Amount per Share) บริษัทจะจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นคงที่แน่นอน เช่น จ่ายเงินปันผล 10 บาท ต่อหุ้น หรือ 20 บาท ต่อหุ้น ไม่ว่าจะกำไรจะเป็นเท่าใดก็ตาม

1.5.1.2 คิดการจ่ายเงินปันผลในอัตราคงที่ต่อกำไร (Constant Payout Ratio) คือ จำนวนเงินปันผลที่จ่ายจะเป็นสัดส่วนกับกำไรที่บริษัทได้รับในปีนั้น ๆ เช่น บริษัทหนึ่งกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลไว้ 50% หมายความว่า บริษัทจะจ่ายเงินปันผล 50 เปอร์เซ็นต์ของกำไร ที่เป็นสัดส่วนของผู้ถือหุ้นในปีนั้น

1.5.1.3 จ่ายเงินปันผลปกติต่ำกว่าปันผลพิเศษ (Low Regular Dividend Plus Extra) กำหนดจ่ายปันผลในอัตราที่ต่ำ แต่ถ้าปีใดมีกำไรมากกว่าปกติก็จะจ่ายเงินปันผลเพิ่มพิเศษให้ในปีนั้น เช่น ปกติจ่ายหุ้นละ 3 บาท บวกพิเศษเพิ่มอีกหุ้นละ 1 บาท ถ้ามีกำไรสุทธิเกิน 500,000 เป็นต้น

1.5.1.4 การจ่ายเงินปันผลตามเป้าหมาย คือ บริษัทอาจตั้งเป้าหมายไว้จำนวนหนึ่งเช่น 10 บาทต่อหุ้น บริษัทไม่จำเป็นต้องจ่าย 10 บาทต่อหุ้นทุกปี อาจต่ำกว่าก็ได้ แต่มีแนวโน้มจะจ่ายให้ได้ตามเป้าหมาย

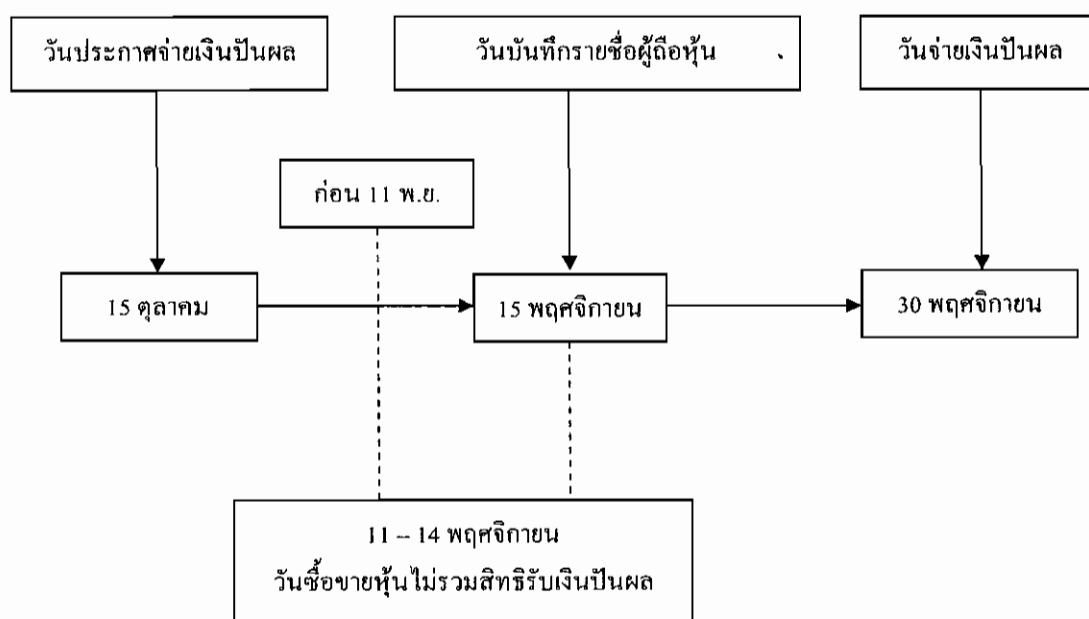
1.5.2 ขั้นตอนการจ่ายเงินปันผล มี 4 ขั้นตอนดังนี้

1.5.2.1 วันประกาศจ่ายเงินปันผล (Declaration Date) ในวันประกาศจ่ายเงินปันผล คือวันที่คณะกรรมการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยจะระบุถึง วันที่จะจ่ายเงินปันผล ปันผลที่จ่ายต่อหุ้น และวันบันทึกรายชื่อผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ได้รับปันผล

1.5.2.2 กำหนดวันบันทึกรายชื่อผู้ถือหุ้น (Holder of Record Date) เป็นวันที่บริษัทเปิดการโอนหุ้น เพื่อทำบัญชีรายชื่อผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิได้รับปันผล

1.5.2.3 กำหนดวันซื้อขายหุ้นไม่รวมปันผล (Ex-dividend Date) โดยกำหนดว่าสิทธิในการรับปันผลจะเป็นของผู้ถือหุ้นคนใหม่หากการซื้อหุ้นนั้นกระทำก่อนบันทึกรายชื่อผู้ถือหุ้น ซึ่งโดยปกติวันซื้อขายหุ้นที่ไม่รวมปันผล จะก่อนวันบันทึกรายชื่อผู้ถือหุ้น 4 วัน

1.5.2.4 วันจ่ายเงินปันผล (Payment Date) เป็นวันที่บริษัทจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น แล้วส่งเช็คไปให้ผู้ถือหุ้นที่ปรากฏชื่อในรายการ



ภาพที่ 2 กระบวนการจ่ายเงินปันผล

1.5.3 เงื่อนไขหรือปัจจัยที่นำมาใช้กำหนดว่าควรจ่ายเงินปันผลหรือไม่

1.5.3.1 ข้อจำกัดในสัญญาการกู้หนี้ บางครั้งมีข้อจำกัดในข้อตกลง การกู้หนี้จำกัดจำนวนเงินสดที่จะจ่ายเป็นปันผล ทำให้ไม่มีอิสระในการจ่ายเงินปันผล

1.5.3.2 เบอร์เซนต์ของภาระการใช้เงินทุน บริษัทที่มีหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในอัตราสูงมักจะเก็บกำไรสะสมไว้เพื่อให้มีเงินทุนเพียงพอที่จะจ่ายดอกเบี้ยและชำระเงินต้นคืนเมื่อถึงกำหนดมากกว่าจะมีการจ่ายเงินปันผล

1.5.3.3 ความสามารถในการหาเงินทุนจากภายนอก บริษัทที่มีความสามารถเข้าถึงตลาดทุนได้เมื่อต้องการเงินทุน จะสามารถจ่ายเงินปันผลได้ในอัตราที่สูงกว่าบริษัทที่ไม่ได้อยู่

ในตลาดทุน เมื่อใดก็ตามที่บริษัทมีข้อจำกัดในการหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก ฝ่ายบริหารของบริษัทจะเก็บกำไรไว้สำหรับความต้องการเงินทุนในอนาคตแทนการจ่ายเงินปันผล

1.5.3.4 อายุและขนาดของบริษัท ก็เป็นปัจจัยสำคัญที่มีส่วนกำหนดความยากง่ายในการเข้าสู่ตลาดทุนของบริษัทเมื่อต้องการเงิน

1.5.3.5 สภาพคล่อง (Liquidity) เมื่อคำนึงถึงสภาพคล่องของบริษัทหากบริษัทนำเงินไปลงทุนในสินทรัพย์ดำเนินงาน มากกว่าที่จะถือเงินสด ก็ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ รวมทั้งบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างมาก มักมีความต้องการนำเงินไปลงทุนตลอดเวลากรณีเช่นนี้บริษัทจะไม่มีทางเลือกที่จ่ายเงินปันผล เพราะเงินส่วนที่เหลือจากการลงทุนในสินทรัพย์ดำเนินงานจะถูกนำมาถือไว้เพื่อสภาพคล่อง

1.5.3.6 ข้อบังคับทางกฎหมาย (Legal Rules) ซึ่งเป็นการป้องกันการจ่ายเงินปันผลในทางมิชอบ เช่นจ่ายเงินปันผลขณะบริษัทล้มละลาย เป็นต้น โดยกำหนดให้บริษัทจ่ายเงินปันผลจากกำไรสุทธิโดยจะจ่ายจากกำไรสุทธิในอดีตและหรือกำไรสุทธิในปัจจุบันก็ได้

1.5.3.7 ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) กรณีการจ่ายเงินปันผลจะถือว่าเป็นความสามารถทำกำไรของบริษัท ถ้าไม่จ่ายก็หมายความว่าบริษัทไม่มีความสามารถทำกำไร

1.5.3.8 อัตราการเจริญเติบโตของบริษัท (Company Growth Rate) แม้ว่าบริษัทมีการเติบโตอย่างมาก ผลการดำเนินงานมีกำไรสูง ก็อาจมีการจำกัดการจ่ายเงินปันผลเพื่อเก็บเป็นเงินทุนไว้เพื่อรอโอกาสขยายตัว ในอนาคตต่อไป

1.5.3.9 เสถียรภาพทางด้านรายได้ (Earnings Stability) บริษัทที่มีรายได้มั่นคง จะมีการจ่ายปันผลเป็นเปอร์เซ็นต์ของรายได้ในอัตราที่สูงกว่าบริษัทที่มีรายได้ไม่มั่นคง

1.5.3.10 ความไม่แน่นอน (Uncertainty) การจ่ายเงินปันผลจะเป็นการลดความรู้สึกของผู้ถือหุ้นในเรื่องความไม่แน่นอน หรือไม่แน่ใจในสถานภาพทางการเงินของบริษัทลงได้

1.5.3.11 การรักษาอำนาจการควบคุม (Maintenance of Control) ฝ่ายบริหารที่ไม่ค่อยเต็มใจในการออกหุ้นสามัญเพิ่มเพราะไม่ต้องการลดสัดส่วนการควบคุมในบริษัทจึงเก็บกำไรไว้ในรูปกำไรสะสมอย่างมาเพิ่มใช้เป็นแหล่งเงินทุนภายในสำหรับการลงทุนมากกว่าจะมีการจ่ายเงินปันผลออกไป

1.5.3.12 ความพอใจของผู้ถือหุ้น (Preference of Stockholders) ความพอใจในปันผลของผู้ถือหุ้นมีแตกต่างกันไป กล่าวคือผู้ถือหุ้นมีรายได้สูง ซึ่งเสียภาษีรายได้ในอัตราที่สูงอยู่แล้ว ผู้ถือหุ้นพวกนี้อาจไม่ต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผล ส่วนผู้ถือหุ้นที่เสียภาษีในอัตราที่ไม่สูงนัก พวกนี้จะมีความพอใจในการได้รับปันผลอยู่แล้วและอาจต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผลให้

1.5.3.13 การลงโทษด้วยการเก็บภาษี (Tax Penalties) กรณีผู้ถือหุ้นต้องการเลี้ยงดูกรณีภาษีรายได้ในอัตราที่สูง ผู้ถือหุ้นจะไม่เต็มใจให้บริษัทจ่ายเงินปันผลหรือต้องการให้จ่ายเงินปันผลต่ำ ๆ ทำให้บริษัทเก็บกำไรสะสมไว้มาก เกี่ยวกับกรณีนี้อาจมีกฎหมายกำหนดการลงโทษด้วยการเก็บภาษีจากกำไรสะสมในส่วนที่เก็บไว้มากเกินไป เป็นการบังคับว่า ถ้าบริษัทไม่ต้องการถูกลงโทษด้วยวิธีนี้ บริษัทต้องจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นในอัตราที่สูง

1.6 การจ่ายเงินปันผลที่ไม่เป็นเงิน ทำได้ 2 วิธี

1.6.1 การจ่ายหุ้นปันผล (Stock Dividend) คือ การจ่ายเงินปันผลในรูปของหุ้นสามัญ เช่น บริษัทกำหนดว่าปีนี้จะจ่ายหุ้นปันผลในอัตราร้อยละ 5 หมายความว่า ผู้ถือหุ้นเดิม 100 หุ้น จะได้รับหุ้นปันผล 5 หุ้น ในกรณีนี้ถือเป็นการนำกำไรที่ได้ไปลงทุนต่อในบริษัทที่จะไปกระจายทางด้านสินทรัพย์ของคุณ เพียงแต่ทำให้กำไรสะสมลดลงและหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น ถ้าพิจารณากำไรต่อหุ้นจากการออกหุ้นปันผลจะพบว่า การจ่ายหุ้นปันผลจะมีผลกระทบต่อกำไรต่อหุ้น ทำให้กำไรต่อหุ้นลดลง (Dilution Effect) แต่ถ้าพิจารณาด้านราคาตลาดต่อหุ้น (Stock Market Price) แม้ว่าผลกำไรต่อหุ้นที่ลดลงจะส่งผลให้ราคาตลาดต่อหุ้นลดลงด้วย แต่จำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นจะทำให้มูลค่าตลาดรวมของธุรกิจยังคงเท่าเดิม นั่นคือ การออกหุ้นปันผลให้ผู้ถือหุ้น ไม่มีผลกระทบต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น โดยส่วนรวมยังคงเท่าเดิมและมูลค่าทางบัญชีรวมของผู้ถือหุ้นทุน (Total Book Value of Equity) ก็ยังคงเท่าเดิมเช่นกัน

1.6.2 การจ่ายเงินปันผลเป็นสิ่งของอื่น ๆ เช่น อาจจ่ายเป็นสินค้าของบริษัทหรือจ่ายในรูปของการให้ส่วนลดจากการซื้อสินค้า หรือบริการของบริษัทนั้น ๆ แต่ต้องไม่เกินวงเงินกำไรสะสมที่มีอยู่

2. สมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผล

สมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผล กล่าวว่าผู้บริหารสามารถใช้การจ่ายเงินปันผลเพื่อส่งสัญญาณถึงกำไรในอนาคต หรืออาจกล่าวได้ว่า ถ้าผู้บริหารตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นในปีปัจจุบัน แสดงว่าผู้บริหารมั่นใจว่าบริษัทจะมีผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นในอนาคต โดยจากสมมติฐานดังกล่าวทำให้มีแนวคิดว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลสามารถลดความไม่เท่าเทียมกันในการรับรู้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจระหว่างผู้ที่มีส่วนได้เสียในตลาดได้ อันเริ่มมาจาก Miller and Rock (1985) ระบุว่า การจ่ายเงินปันผล เป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง โดยแนวคิดดังกล่าวจะอยู่ในสมมติฐานที่สำคัญสองประการ คือ

- 1) ผู้บริหารจะรู้ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องรวมทั้งโอกาสทางธุรกิจในอนาคต มากกว่านักลงทุนภายนอก
- 2) ความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ต้องไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด

จากแนวคิดดังกล่าวการจ่ายเงินปันผลจะเป็นช่องทางที่เหมาะสมในการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง ดังนั้นเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงการ จ่ายเงินปันผลจึงควรมีผลกระทบต่อราคาหุ้น ในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลที่มากขึ้นเป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุนว่าบริษัทจะมีรายได้ที่เพิ่มขึ้นในปัจจุบันหรือในอนาคต ภายหลังแนวคิดดังกล่าว ได้มีงานวิจัยที่สนใจทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลง การจ่ายเงินปันผล กับผลตอบแทนที่มากกว่าตลาด (Excess Return) เพื่อเป็นการทดสอบว่า การ จ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล ลดลง ซึ่งสอดคล้องกับ Lease, John, Kalay, Loewenstein and Sarig (2000) ที่อธิบายถึงแรงผลักดัน ที่ก่อให้เกิด Signaling Models ว่าผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัท ไม่ว่าจะเป็น ผู้บริหาร เจ้าหน้าที่ นักวิเคราะห์ หรือ ผู้ถือหุ้น ได้รับข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทไม่เท่ากัน ซึ่งเชื่อกันว่าผู้บริหารเป็นผู้ที่มี ข้อมูลเกี่ยวกับอนาคตของบริษัท เช่น โอกาสในการลงทุนและกระแสเงินสดในอนาคต มากกว่า บุคคลอื่น ดังนั้นผู้บริหารจึงใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือเพื่อส่งสัญญาณเกี่ยวกับข้อมูลใน อนาคตของบริษัท เหตุที่ผู้บริหารต้องใช้ปันผลเป็นเครื่องมือสื่อสารข้อมูลในอนาคตของบริษัท แทนที่จะบอกข้อมูลนั้นตรง ๆ ไปยังผู้ถือหุ้น เพราะการเปิดเผยข้อมูลสู่สาธารณะบางครั้งก็ทำได้ง่าย เช่น การเปิดเผยงบการเงินในรายงานประจำปี แต่ข้อมูลบางอย่างไม่สามารถสื่อถึงผู้ถือหุ้นได้ โดยง่าย เช่น ความสำเร็จในการวิจัยและพัฒนาสินค้าซึ่งจะทำให้บริษัททำกำไรจากการขายสินค้า นั้นได้ เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลตรง ๆ โดยประกาศความสำเร็จในการวิจัยและพัฒนาสินค้าสู่ สาธารณะจะทำให้คู่แข่งรู้ข้อมูลและบริษัทจะสูญเสียความสามารถในการแข่งขัน

การลดความไม่เท่าเทียมกันในการเข้าถึงข้อมูลโดยใช้วิธีจ่ายเงินปันผลเป็นวิธีที่ทำให้ บริษัทสูญเสียเงินสดจำนวนมาก แต่เป็นวิธีที่ทำให้นักลงทุนแน่ใจได้ว่าบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินปัน ผลเป็นบริษัทที่มีผลประกอบการ และฐานะการเงินดี เพราะบริษัทที่มีปัญหาด้านการเงินจะ ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ ทำให้นักลงทุนสามารถแยกได้ว่าบริษัทใดเป็นบริษัทที่ดี

ด้วยสาเหตุดังกล่าวทำให้มีผู้สนใจและได้ทำการวิจัยในเรื่องการส่งสัญญาณของปันผล จำนวนมาก อาทิเช่น

Gurgul, Mestel and Schleicher (2003) ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์และ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียพบว่า อิทธิพลของข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผล ที่เพิ่มขึ้นเป็นการส่งสัญญาณทางบวกแก่ ตลาดซึ่งมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น และการจ่ายเงินปันผลที่ลดลงเป็นการส่งข้อมูลทาง ลบให้แก่ตลาดซึ่งส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง สำหรับการจ่ายเงินปันผลที่เท่ากับครั้งก่อนราคา หลักทรัพย์จะ ไม่มีการเปลี่ยนแปลงซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในอดีต นอกจากนั้นการศึกษาในครั้ง นี้ยังพบว่า อิทธิพลจากการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นนอกจากจะมีอิทธิพลต่อการเพิ่มขึ้นหรือลดลง

ของราคาหลักทรัพย์แล้ว ปริมาณของอิทธิพลนั้นยังมีจำนวนมากอีกด้วย โดยผลการศึกษาพบว่า ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงการประกาศจ่ายเงินปันผลมีปริมาณเพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก เนื่องจากอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผล

Scott, Martin, Petty, and Keown (1999) พบว่า อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการคาดการณ์กำไรในอนาคตของบริษัท ถ้ากำไรมีความผันผวนมาก ผู้บริหารอาจไม่มั่นใจในความสามารถของบริษัทในการก่อให้เกิดเงินสดอย่างเพียงพอเพื่อตอบสนองความต้องการเงินสดในอนาคตได้ ดังนั้นเมื่อบริษัทมีกำไร ผู้บริหารจึงต้องจัดสรรกำไรส่วนใหญ่เก็บไว้เพื่อให้มั่นใจว่าจะมีเงินไว้ใช้เมื่อต้องการใช้เงินในอนาคต ในทางกลับกันบริษัทที่มีแนวโน้มกำไรสม่ำเสมอจะจัดสรรกำไรเพื่อจ่ายเงินปันผลในสัดส่วนที่มากกว่าส่วนที่จะเก็บสำรองไว้ลงทุนในอนาคต เพราะผู้บริหารมั่นใจว่าจะสามารถทำกำไรเพื่อตอบสนองความต้องการเงินทุนในอนาคตได้

Benartzi, Michaely, and Thaler (1997) ศึกษาถึงการส่งสัญญาณของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลส่งสัญญาณเกี่ยวกับกำไรในอดีตและกำไรในอนาคต ผู้วิจัยทำการทดสอบเพื่อดูว่าผลการทดสอบที่ได้จะสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผลหรือไม่ และพบว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นในปีที่ 0 มีกำไรที่เพิ่มขึ้นอย่างมีสาระสำคัญในปีที่ 0 และปีที่ -1 แต่ไม่พบว่าการเติบโตของกำไรในปีที่ 1 ส่วนบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลงในปีที่ 0 พบว่ามีกำไรที่ลดลงในปีที่ 0 และปีที่ -1 แต่มีกำไรที่เพิ่มขึ้นอย่างมีสาระสำคัญในปีที่ 1 ผลการวิจัยดังกล่าวไม่เป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผล จากผลการทดสอบสรุปได้ว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสะท้อนให้เห็นถึงสิ่งที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตและปัจจุบัน ผู้วิจัยได้สรุปในตอนท้ายว่าถ้าการประกาศจ่ายเงินปันผลจะส่งสัญญาณบางอย่างออกมา สัญญาณนั้นน่าจะบอกให้ทราบว่าการเปลี่ยนแปลงของกำไรที่เกิดขึ้นในงวดเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเป็นกำไรที่มีเสถียรภาพ (Permanent) มากกว่ากำไรที่เกิดขึ้นเป็นบางครั้งคราว (Transitory) สอดคล้องกับสิ่งที่ Lintner (1956) กล่าวไว้ว่าบริษัทจะเพิ่มการจ่ายเงินปันผลก็ต่อเมื่อผู้บริหารมั่นใจว่ากำไรที่เพิ่มขึ้นเป็นการเพิ่มขึ้นอย่างถาวร

Emery and Finnerty (1997) พบว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสามารถส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์แก่นักลงทุนเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงนั้นสื่อถึงข้อมูลบางอย่างเกี่ยวกับกำไรในอนาคต การเพิ่มขึ้นของปันผลอาจหมายถึง กำไรที่สูงขึ้นในอนาคตและการลดลงของปันผลอาจสื่อถึงกำไรที่ลดลงในอนาคต จึงสรุปได้ว่าการเปลี่ยนแปลงปันผลนั้นสามารถส่งสัญญาณเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตที่ผู้บริหารคาดหวังไว้ โดยปกติแล้วผู้บริหารจะจัดการนโยบายด้านปันผลเพื่อให้การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคต

Meggison (1977) กล่าวว่า การส่งสัญญาณโดยการจ่ายเงินปันผลจะเป็นการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล และเป็นวิธีที่จะสร้างความเชื่อมั่นให้แก่นักลงทุนถึงผลประกอบการในอนาคตได้ ซึ่งการจ่ายเงินปันผลก็เป็นวิธีที่ทำให้บริษัทต้องจ่ายค่าใช้จ่ายเป็นจำนวนเงินที่สูง แต่การจ่ายเงินปันผลก็เป็นข้อดีเนื่องจากบริษัทที่อ่อนแอไม่สามารถเลียนแบบวิธีนี้ได้ เนื่องจากจะต้องจ่ายค่าใช้จ่ายเป็นอย่างมากซึ่งบริษัทที่อ่อนแอจะไม่มีความสามารถจะจ่ายค่าใช้จ่ายที่สูงนี้ได้ ดังนั้นการส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผลจึงเป็นวิธีที่มั่นคงมีเสถียรภาพและมีประสิทธิภาพในการสะท้อนถึงอนาคตที่แท้จริงของบริษัทออกมาได้ และยังเป็นวิธีหนึ่งที่น่าเชื่อถือในการบอกนักลงทุนถึงคุณภาพที่แตกต่างกันระหว่างบริษัท

3. แนวคิดเรื่องความต้องการระดับปันผลที่ต่างกัน (Dividend Irrelevance Theory)

สมมติฐานเบื้องต้นของทฤษฎี Dividend Irrelevance Theory เสนอโดย Miller และ Modigliani (1961) คือกำหนดให้ตลาดทุนมีความสมบูรณ์ ไม่มีภาษีสำหรับการจ่ายเงินปันผลและกำไรจากส่วนต่างราคาหลักทรัพย์ อีกทั้งไม่มีค่านายหน้าในการซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนั้นตามแนวคิดนี้ ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับปันผล (Ex-dividend Day) ราคาหลักทรัพย์สามัญควรลดลงเท่ากับปันผลจ่ายต่อหุ้น ($P_{t-1} = P_t + D$) แต่ผลจากการศึกษาของ Elton, Edwin, Martin and Gruber (1970) ซึ่งศึกษาพฤติกรรมเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์สามัญที่เกิดขึ้นในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับปันผล (Ex-dividend Day) พบว่าราคาหลักทรัพย์สามัญในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับปันผล ลดลงน้อยกว่าปันผลจ่ายต่อหุ้น ($P_{t-1} < P_t + D$) เหตุที่เป็นเช่นนั้นเพราะความแตกต่างของภาษีจากการจ่ายเงินปันผลและภาษีจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ (Capital Gain) ทำให้ราคาหลักทรัพย์สามัญลดลงเท่ากับปันผลสุทธิหลังหักภาษี ($P_{t-1} = P_t + D$) (1-Tax) นอกจากนี้ผลการศึกษายังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนจากปันผล (Dividend Yield) กับอัตราส่วนการลดลงของราคาหลักทรัพย์ต่อปันผลในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับปันผล (EG Ratio = $(P_{t-1} - P_t) / D$) ซึ่งเป็นหลักฐานการมีอยู่ของกลุ่มนักลงทุนตามระดับปันผล (Clientele Effect)

การมีอยู่จริงของกลุ่มนักลงทุนตามระดับเงินปันผล (Clientele Effect) ทำให้อัตราส่วนการลดลงของราคาหุ้นในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (EG Ratio) ของแต่ละหลักทรัพย์มีความแตกต่างกัน กลุ่มนักลงทุนที่ชอบเงินปันผล จะลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง (High Dividend Yield) โดยจะซื้อหลักทรัพย์ก่อนวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล ทำให้ราคาหุ้นในก่อนวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล สูงขึ้น (P_{t-1} สูงขึ้น) ส่งผลค่า EG Ratio จึงสูง ส่วนกลุ่มนักลงทุนที่ไม่ชอบเงินปันผล จะลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่ำ (Low Dividend Yield) โดยจะซื้อหลักทรัพย์ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล ทำให้ราคาหุ้นในวันนี้สูงขึ้น ค่า EG Ratio จึงต่ำ (P_t สูงขึ้น) ดังนั้น ค่า EG Ratio อาจแสดงถึงระดับความแตกต่างของกลุ่มนักลงทุนที่ชอบและไม่ชอบ

เงินปันผลในหลักทรัพย์นั้น ๆ ซึ่งผลการศึกษานี้ Elton, Edwin, Martin and Gruber (1970) กล่าวว่า ความแตกต่างของกลุ่มนักลงทุน เกิดจากความรู้สึกที่มีต่อภาษีจากเงินปันผลต่างกัน การศึกษาส่วนใหญ่เห็นด้วยกับผลของการศึกษานี้ แต่บางการศึกษามีความเห็นที่ต่างออกไป

Kalay (1984) ได้ศึกษาตามแนวทางของ Elton, Edwin, Martin and Gruber (1970) แต่มีความเห็นที่แตกต่างคือ ราคาหุ้นสามัญที่ลดลงในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล ไม่ได้เกิดจากผลของความแตกต่างทางภาษี แต่เกิดจากต้นทุนในการซื้อขายหุ้นของนักเก็งกำไรที่มุ่งหวังกำไรจากส่วนต่างระหว่างเงินปันผลที่จ่ายกับราคาหุ้นสามัญที่ลดลง โดยซึ่งไม่ได้คำนึงถึงภาษี การเก็งกำไรนี้จะแสดงออกโดยปริมาณการซื้อขายที่มากขึ้นในช่วงวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) แต่อย่างไรก็ตามผลของการศึกษายังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) กับอัตราส่วนการลดลงของราคาหุ้นในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (EG Ratio) ซึ่งเป็นหลักฐานการมีอยู่ของกลุ่มนักลงทุนตามระดับเงินปันผล (Clientele Effect) แต่ความแตกต่างของกลุ่มนักลงทุนไม่ได้เป็นผลมาจากภาษีที่ต่างกัน

Frank and Jagannathan (1998) ศึกษาพฤติกรรมราคาหุ้นสามัญในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) ตามแนวคิดของ Kalay (1982) โดยศึกษาตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง เนื่องจากไม่มีทั้งภาษีจากเงินปันผลและภาษีจากส่วนต่างราคาหุ้น ดังนั้นการลดลงของราคาหุ้นเกิดจากการเปลี่ยนแปลงของสภาพแวดล้อม ผลการศึกษาพบว่าราคาหลักทรัพย์ลดลงเพียงครั้งหนึ่งของเงินปันผลในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล เนื่องจากการรับเงินปันผลจะต้องมีการขอรับเงินปันผลและต้องผ่านกระบวนการบันทึกรายชื่อและปัญหาอื่นๆ นักลงทุนส่วนใหญ่จึงเลือกที่จะไม่รับเงินปันผล ดังนั้นนักลงทุนรายใหญ่หรือนักปั่นหุ้น (Marker Maker) จะซื้อหุ้นก่อนวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผลและจะขายหุ้นในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล จึงทำให้ราคาหุ้นลดลง อาจกล่าวได้ว่าการลดลงของราคาหลักทรัพย์ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล ไม่ได้เป็นผลมาจากความแตกต่างของภาษี แต่เป็นผลมาจากความต้องการเงินปันผลที่ต่างกันของนักลงทุน (Clientele Effect)

Graham and Kumar (2005) ศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นสามัญของกลุ่มหลักทรัพย์ ตัวอย่าง พบว่าผู้ถือหุ้นมีความต้องการระดับเงินปันผลต่างกัน (Dividend Clientele) โดยผู้ถือหุ้นรายย่อยจะชอบผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) เพิ่มขึ้นตามอายุที่มากขึ้น และจะชอบผลตอบแทนจากเงินปันผลลดลงตามระดับรายได้และระดับความกลัวความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น โดยผู้ถือหุ้นที่ชอบอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง มักจะเป็นคนแก่และผู้มีรายได้น้อย และมีพฤติกรรมซื้อขายหุ้นสามัญก่อนวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) โดยจะเริ่ม

ซื้อหุ้นสามัญตั้งแต่วันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล (Dividend Announcement Date) และหลังจากวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล

Dutta, Jog and Saadi (2004) ศึกษาราคาหลักทรัพย์ในวันที่การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) โดยศึกษาตามแนวทางของ Elton and Gruber (1970) การศึกษานี้จะทำการศึกษาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แคนาดา ระหว่างปี ค.ศ. 1996-2003 โดยในปี ค.ศ. 1996-1999 รายได้ที่มาจากรายจ่ายปันผลจะเสียภาษีน้อย รายได้จากราคาหุ้นสามัญที่เพิ่มขึ้นแต่ในช่วงปี ค.ศ. 2000-2003 รายได้จากราคาหุ้นสามัญที่เพิ่มขึ้น จะได้เปรียบทางภาษีมากกว่าการศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในช่วงวันที่การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล ของ 2 ช่วงปี ที่มีความแตกต่างทางภาษี ผลการศึกษาพบว่า ราคาหลักทรัพย์ในช่วงวันที่การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับเงินปันผลของทั้ง 2 ช่วงปี ไม่แตกต่างกัน คือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง ราคาหลักทรัพย์ในวันที่การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล จะลดลงอย่างมาก (EG Ratio สูง) ซึ่ง แสดงให้เห็นว่า ความแตกต่างทางภาษีไม่มีผลต่ออิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนชอบระดับเงินปันผลต่างกัน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Kalay (1982); Frank and Jagannathan (1998) และการศึกษาอื่น ๆ ในอดีตที่แสดงให้เห็นถึงอิทธิพลของกลุ่มนักลงทุนที่ชอบระดับเงินปันผลแตกต่างกัน (Dividend Clientele)

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับราคาหลักทรัพย์

1. ปัจจัยในการกำหนดราคาหลักทรัพย์ในการลงทุนในหลักทรัพย์

ผู้ลงทุนซึ่งสนใจจะซื้อหลักทรัพย์ย่อมต้องประเมินถึงระดับและคาดการณ์ทิศทางการเปลี่ยนแปลงของราคาของหลักทรัพย์ ผู้ลงทุนจึงต้องพิจารณาว่ามีปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลกระทบต่อระดับของกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคต และในลักษณะใด ซึ่งการพิจารณาถึงผลกระทบของปัจจัยต่าง ๆ ที่สำคัญเหล่านั้น จำเป็นต้องอาศัยข้อมูลจำนวนมากเพื่อประกอบการพิจารณาในการประเมิน การกำหนด และการเสนอราคาเพื่อซื้อหรือขายหลักทรัพย์นั้น ราคาของหลักทรัพย์จึงเป็นผลลัพธ์ของการวิเคราะห์และประเมินผลกระทบของปัจจัยต่างๆ ที่มีผลต่อกระแสเงินสดแล้วส่งผลมาถึงราคาหลักทรัพย์ที่สุด ราคาหลักทรัพย์จึงย่อมสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับปัจจัยที่สำคัญเหล่านั้นที่ทุกฝ่ายนำมาประกอบการวิเคราะห์ ซึ่งอาจเป็นปัจจัยพื้นฐานที่เกี่ยวกับหลักทรัพย์ เช่น ความสามารถในการดำเนินงานของผู้ออกหลักทรัพย์ ลักษณะและการแข่งขันในอุตสาหกรรม คณะผู้บริหาร ผลประกอบการ โอกาสทางธุรกิจ และรวมถึงสภาวะทางเศรษฐกิจในระดับมหภาค ผลกระทบจากเหตุการณ์ที่อาจเกิดขึ้น โดยคาดไม่ถึง ซึ่งส่งผลกระทบต่อการพยากรณ์กระแสเงินสดที่ผู้ลงทุนจะได้รับในอนาคต และการประเมินระดับความผันผวนของกระแสเงินสดที่บริษัทจะผลิตได้ แล้วส่ง ไปถึงการกำหนดราคาหลักทรัพย์นั้นในตลาด

ปัจจัยที่กำหนดราคาหลักทรัพย์ ตามทฤษฎีแล้วแบ่งออกเป็น 2 ปัจจัย ดังนี้

1. การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน (Fundamental Analysis) หมายถึง การพิจารณาปัจจัยแวดล้อมต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งมีทั้งปัจจัยภายใน เช่นความสามารถในการก่อให้เกิดรายได้และกำไร ฐานะการเงิน ภาระหนี้สินของบริษัท และปัจจัยภายนอก เช่น ภาวะเศรษฐกิจ การเมือง ราคาน้ำมัน อัตราดอกเบี้ย อัตราแลกเปลี่ยนในอดีตและปัจจุบัน รวมถึงปัจจัยจากต่างประเทศเพื่อนำมาประมาณการทางการเงินและหามูลค่าหรือราคาที่เหมาะสมของตัวหุ้น

2. การวิเคราะห์ทางเทคนิค (Technical Analysis) หมายถึง การวิเคราะห์พฤติกรรมราคาหลักทรัพย์ในอดีตโดยใช้หลักทางสถิติและการวิเคราะห์ความต้องการซื้อและความต้องการขายของหุ้นในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งแล้วนำมาคาดการณ์ราคาหลักทรัพย์ในอนาคตและจังหวะการลงทุนซื้อขายหุ้นที่เหมาะสม โดยเชื่อว่าแนวโน้มของราคาหลักทรัพย์จะหมุนเวียนกลับมาเป็นอย่างที่เคยเป็นในอนาคตอีก

ในการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ ผู้ซื้อและผู้ขายในตลาด จะใช้ข่าวสารข้อมูลที่เกี่ยวข้อง การคาดการณ์ และเทคนิคการเชื่อมโยงโดยคาดการณ์ในอนาคตให้กลับมาเป็นราคาให้ได้ เมื่อข้อมูลในแต่ละคนมีนั้นแตกต่างกันออกไป ราคาที่แต่ละคนประเมินได้ย่อมแตกต่างกัน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2548ฯ, หน้า 2-3)

2. สมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพตลาดทุน (Efficient-market Hypothesis หรือ EMH)

สมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพตลาดทุน หมายถึง ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ที่มีอยู่ในตลาดสะท้อนข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องไว้ทั้งหมดและเป็นไปอย่างรวดเร็ว ซึ่งหมายความว่า ราคาหลักทรัพย์ที่ซื้อขายในขณะใดขณะหนึ่งเป็นราคาหลักทรัพย์ที่แท้จริง เนื่องจากเป็นราคาหลักทรัพย์ที่ได้รวมผลกระทบของข้อมูลต่างๆ แล้ว สมมติฐานนี้พัฒนาโดย ศาสตราจารย์ Eugene Fama มหาวิทยาลัย University of Chicago Booth School of Business ในการศึกษาตีพิมพ์วิทยานิพนธ์ Ph.D. ในช่วงปี 1960s และเป็นที่ยอมรับอย่างกว้างขวาง

Fama กล่าวถึงสมมติฐานของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพไว้ว่า “A securities market is efficient if security prices “fully” the information available” กล่าวคือ ตลาดทุนได้มีการตอบสนองต่อข้อมูลเหล่านั้นจริง โดยระดับการตอบสนองอาจจำแนกได้ 3 ระดับ คือ

1. ระดับต่ำ (Weak-form Efficiency) ณ ระดับนี้ การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบัน เป็นผลมาจากข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีต หรือกล่าวอีกในหนึ่งคือ การกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบันจะคำนวณโดยอิงจากราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น

2. ระดับปานกลาง (Semi-strong-form Efficiency) ณ ระดับนี้ การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบัน ไม่ได้มาจากข้อมูลราคาหลักทรัพย์ในอดีตเท่านั้น แต่จะรวมผลของข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดราคาหลักทรัพย์ที่จะซื้อขายในปัจจุบัน โดยการกำหนดหลักทรัพย์ที่จะซื้อ

ขายจะมีการปรับราคาทันทีที่มีการประกาศข้อมูลในตลาดได้อย่างถูกต้องและเป็นกลาง กล่าวคือ ตลาดทุนจะมีความเห็นพ้องกันในราคาที่กำหนดตามข้อมูลพื้นฐานทางเศรษฐกิจของธุรกิจตามที่แสดงไว้ในรายงานการเงินหรือข้อมูลทางบัญชี ซึ่งเป็นแหล่งข้อมูลสาธารณะที่สำคัญที่สุดสำหรับนักลงทุน

3. ระดับสูง (Strong form Efficiency) ณ ระดับนี้ การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันสะท้อนจากข้อมูลทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นข้อมูลที่ได้รายงานในตลาดหรือเป็นข้อมูลภายในของธุรกิจและทุกคนรับทราบข้อมูลเหล่านั้น ดังนั้นการกำหนดราคาหลักทรัพย์จึงไม่สามารถได้รับกำไรเกินปกติได้ แต่ประสิทธิภาพของตลาดทุนระดับนี้เกิดขึ้นได้ยาก เพราะผู้จัดทำข้อมูลภายในย่อมไม่เปิดเผยข้อมูลนั้นง่าย ๆ การเข้าถึงข้อมูลจึงไม่ใช่เรื่องที่สามารถทำได้สะดวก

ตามสมมติฐานเรื่องประสิทธิภาพตลาดทุน ผู้ลงทุนได้หาข้อมูลที่มีความสัมพันธ์กับราคาหลักทรัพย์เพื่อประเมินหาราคาหลักทรัพย์ให้ใกล้เคียงกับมูลค่าของข้อมูลธุรกิจมากที่สุด โดยวิธีกำหนดราคาหลักทรัพย์มี 3 วิธี (Geogory, 1992, p.83) คือ

1. การกำหนดราคาของสินทรัพย์ (Asset Valuations) มีแนวปฏิบัติ 23 ลักษณะคือ การวัดมูลค่าจากสินทรัพย์รวม และการวัดมูลค่าจากสินทรัพย์สุทธิหรือส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งการวัดมูลค่าจากส่วนของผู้ถือหุ้นจะสอดคล้องกับทฤษฎีความเป็นหน่วยงาน (The Entity Theory)
2. การกำหนดมูลค่าด้วยกำไร (Earning Valuations)
3. การกำหนดมูลค่าด้วยกระแสเงินสดที่คิดลดเป็นมูลค่าปัจจุบัน (Discounted Cash Flow Valuations)

ในมุมมองของทฤษฎีตลาดทุน อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดว่าจะได้รับมีความสัมพันธ์โดยตรงกับความเสี่ยงซึ่งจะเกิดขึ้นจากการลงทุน โดยอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการ สามารถจำแนกเป็นองค์ประกอบ 2 ส่วน คือ อัตราผลตอบแทนที่ปราศจากเสี่ยง และ ส่วนชดเชยความเสี่ยงยิ่งระดับความเสี่ยงอยู่สูงเท่าใด ผู้ลงทุนก็จะต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงที่สูงขึ้นเท่านั้นก็จะส่งผล

ให้ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการและคาดว่าจะได้รับนั้นสูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งสามารถแสดงได้ในรูปสมการดังต่อไปนี้

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta_i$$

โดยกำหนดให้

$E(R_i)$ = ผลตอบแทนเฉลี่ยที่คาดหวังจากหลักทรัพย์ i

R_f = ผลตอบแทนจากการลงทุนที่ไม่มีความเสี่ยง

$E(R_m)$ = ผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากตลาด

β_i = ค่าเบต้าที่ชี้วัดความเสี่ยงตามตลาดของหลักทรัพย์ i

ในกรณีที่ผู้ลงทุนมีการกระจายความเสี่ยงที่สมบูรณ์ ผู้ลงทุนจะสามารถกระจายความเสี่ยงในการลงทุน โดยเพิ่มจำนวนหลักทรัพย์ในการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ให้มากขึ้น ความเสี่ยงส่วนที่เป็นความเสี่ยงเฉพาะตัวของบริษัท ก็จะสามารถขจัดออกไปได้โดยการกระจายการลงทุน ดังนั้นความเสี่ยงที่ผู้ลงทุนต้องแบกรับ จะมีเฉพาะความเสี่ยงส่วนที่ไม่สามารถกำจัดไปได้ อันได้แก่ ความเสี่ยงของตลาด ซึ่งมีค่าเบต้าเป็นตัวบ่งชี้ แสดงถึงส่วนชดเชยความเสี่ยงสำหรับหลักทรัพย์ใดที่มีค่าเบต้าสูง ผู้ลงทุนย่อมต้องการส่วนชดเชยความเสี่ยงที่สูงกว่าหลักทรัพย์ที่มีค่าเบต้าต่ำ ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่า ผู้ลงทุนแต่ละคนมีความพึงพอใจ ในอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงในระดับที่แตกต่างกันออกไป ข้อสรุปของทฤษฎีตลาดทุนได้กล่าวไว้ว่า ผู้ลงทุนคาดหวังผลตอบแทนที่มากขึ้น หากการลงทุนนั้น ๆ มีความเสี่ยงอยู่ในระดับที่สูงขึ้น

การวิจัยเชิงประจักษ์ (Fama et al, 1969, อ้างถึงใน ปิยฉัตร สวัสดิ์ประดิษฐ์, 2548, หน้า 8-9) เป็นแนวทางที่ใช้ในการศึกษาถึงการตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อเหตุการณ์หรือข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ ทั้งในเชิงบวกและลบ (Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C. & Roll, R., 1969) ปัจจุบันนิยมใช้สำหรับศึกษาถึงการเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์ และศึกษาถึงผลตอบแทนในหลักทรัพย์ (Brown & Warner, 1985) ทั้งเหตุการณ์ในระดับมหภาค เช่น ข้อมูลสภาพเศรษฐกิจ นโยบายการเงิน นโยบายการคลัง หรือเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อบริษัท เช่น การประกาศผลประกอบการ การประกาศปันผล การจ่ายเงินปันผล และการควบรวมบริษัท เป็นต้น

การศึกษาแบบการวิจัยเชิงประจักษ์ (Event Study) มีการนำมาประยุกต์ใช้ในการทดสอบประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์กันอย่างแพร่หลาย โคนศึกษาถึงความเร็วในการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์ต่อเหตุการณ์หรือข้อมูลข่าวสารใหม่ ๆ ที่เกิดขึ้น หากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพแล้ว ข้อมูลข่าวสารใหม่ใหม่จะแพร่ไปสู่นักลงทุนอย่างรวดเร็วและทั่วถึง ผู้ลงทุนจะประเมินมูลค่าของอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังใหม่ ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวเข้าสู่จุดสมดุลใหม่ทันทีหลังจากเกิดเหตุการณ์ และจะไม่มีกรณีปรับตัวอีกจนกว่าจะมีข่าวหรือเหตุการณ์ใหม่เข้ามากระทบ หากราคาหลักทรัพย์ปรับตัวก่อนเกิดเหตุการณ์ แสดงว่ามีการรั่วไหลของข้อมูลข่าวสารเกิดขึ้นจนมีผู้สามารถทำกำไรส่วนเกินจากข่าวสารนั้นได้ แสดงถึงว่าตลาดหลักทรัพย์ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับสูง หรือหากราคาหลักทรัพย์ปรับตัวอย่างช้า ๆ จนมีผู้นำความล่าช้าเข้ามาแสวงหากำไรส่วนเกินได้ แสดงว่าตลาดหลักทรัพย์ยังไม่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง (อาภรณ์ แก้วทองค์, 2552, หน้า 24-25)

การทดสอบการมีประสิทธิภาพของตลาดจากงานวิจัยในอดีตที่ผ่านมา นิยมทำได้โดยใช้การศึกษาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติจากเหตุการณ์ที่อาจส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนในหลักทรัพย์ (Event Study) ซึ่งมีวิธีพิจารณาอยู่ 3 ประการ ได้แก่

1. วิธีการหาค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์ (Mean Adjusted Return) วิธีนี้เชื่อว่าอัตราผลตอบแทนที่เป็นปกติของหลักทรัพย์ ได้แก่ ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนในอดีตของหลักทรัพย์เอง ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติต้องเท่ากับอัตราผลตอบแทนจริงที่เกิดขึ้นหักด้วยอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยในอดีตของตัวเอง

$$E(R_i) = k_i; \text{ โดยที่ } k_i \text{ หมายถึง ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนในอดีต}$$

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - k_i$$

2. วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจากอัตราผลตอบแทนจริงที่เกิดขึ้นหักอัตราผลตอบแทนของตลาด (Market Adjusted Return) วิธีนี้เชื่อว่าอัตราผลตอบแทนแบบปกติของหลักทรัพย์จะเท่ากับอัตราผลตอบแทนของตลาด ดังนั้น อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติจะเท่ากับอัตราผลตอบแทนจริงที่เกิดขึ้นหักอัตราผลตอบแทนของตลาด

$$E(R_i) = E(R_{mt}); \text{ โดยที่ } E(R_{mt}) \text{ หมายถึง อัตราผลตอบแทนของตลาด ณ เวลา } t$$

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

3. วิธีการหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติโดยคำนึงถึงปัจจัยเสี่ยงในตลาดด้วย (Market and Risk Adjusted Return) วิธีการนี้เชื่อว่า อัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์กับปัจจัยหนึ่งปัจจัยซึ่งได้แก่ปัจจัยจากตลาด ถ้าสามารถกำหนดรูปแบบความสัมพันธ์นั้นได้จะสามารถนำรูปแบบดังกล่าวมาพยากรณ์อัตราผลตอบแทนที่ควรจะได้ รูปแบบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนกับปัจจัยตลาดนั้นมีอยู่หลายรูปแบบ แต่มักใช้แบบจำลอง Market Model ซึ่งเป็นผลมาจากแนวคิดของทฤษฎี CAPM โดยมีรูปแบบความสัมพันธ์ $r_{i,t-n} = a + br_{m,t-n} + \varepsilon_{i,t-n}$

$$\text{โดยที่ } r_{i,t-n} (r_{m,t-n}) \text{ หมายถึง อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ } i \text{ (ตลาด) ณ เวลา } t-n$$

$$\text{ดังนั้น } \varepsilon_{it} = r_{it} - (a + br_{m,t})$$

สำหรับแบบจำลองตลาด (Market Model) นั้น ถูกนำมาเพื่อใช้คำนวณผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ตามทฤษฎีตลาดทุน โดย Sharpe (1964) แบบจำลองตลาดนี้ได้ถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลายในการประเมินอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งการลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ จะได้รับผลตอบแทนที่ไม่แน่นอนขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายอย่างในอนาคตที่ไม่สามารถคาดการณ์ล่วงหน้าได้ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังมาจากการคาดการณ์ว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ตัวใดตัวหนึ่งจะให้ผลตอบแทนเท่าไรในช่วงเวลาใดเวลาหนึ่งในอนาคต

Fama (1970) พบว่าการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดต้องพิจารณาถึงแบบจำลองที่ใช้นำมาใช้ในการประเมินค่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังด้วย การใช้แบบจำลองที่ไม่เหมาะสมมาใช้อาจทำให้การทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดคลาดเคลื่อนไป โดยได้มีการนำแบบจำลองตลาด และ Non Regression Market Adjusted Model มาเปรียบเทียบในการทดสอบ

ความมีประสิทธิภาพของตลาด โดยได้สรุปว่าแบบจำลองตลาดมีความเหมาะสมมากกว่าในการนำมาใช้ประเมิน ค่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง เพื่อใช้ศึกษาความประสิทธิภาพของตลาด

ในอดีตมีงานวิจัยที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างปีนผลกับราคาหลักทรัพย์อีกมากมาย ทั้งที่ศึกษาในประเทศไทยและในต่างประเทศ ได้แก่

อภิญา อารมณ์ชื่น (2550) ศึกษาเรื่องการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวมข้อมูลการประกาศเงินปันผลรอบ 6 เดือน ระหว่างปี 2546 – 2548 จากผลการศึกษาพบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ โดยส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงไม่ว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลของกลุ่มใดแสดงว่าข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นข่าวร้ายที่ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ผลการศึกษาเกี่ยวกับขนาดธุรกิจพบว่า ผลการประกาศเงินปันผลของบริษัทขนาดเล็กจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ซึ่งวันที่มีผลกระทบจากการประกาศเงินปันผลต่อราคาหลักทรัพย์รายวันรุนแรงที่สุดในช่วงเกิดเหตุการณ์ 7 วัน คือ วันที่ 0 หรือวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งในวันนั้นกลุ่มบริษัทขนาดใหญ่จะได้รับผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ให้ลดลงมากกว่ากลุ่มบริษัทขนาดเล็ก แต่หากเปรียบเทียบผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในช่วงเกิดเหตุการณ์ 7 วัน กลับพบว่ากลุ่มบริษัทขนาดเล็กได้รับผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ให้ลดลงมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากนักลงทุนให้ความสนใจข้อมูลของธุรกิจขนาดใหญ่มากกว่าธุรกิจขนาดเล็ก สำหรับบริษัทขนาดใหญ่จึงมีผลกระทบที่รุนแรงเฉพาะในวันที่ประกาศเงินปันผลเท่านั้น และ นักลงทุนส่วนใหญ่จะทราบข่าวสารและไม่มีผลตอบที่เกินปกติเกิดขึ้นอีกในวันอื่น ๆ แต่สำหรับบริษัทขนาดเล็กนักลงทุนอาจยังทราบข้อมูลไม่ทั่วถึงทำให้มีผลตอบแทนที่เกินปกติเกิดขึ้นตลอดช่วงเหตุการณ์

ศาสฎย์ บุญเฉลียว (2550) ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายปันผลกับราคาหลักทรัพย์สามัญของบริษัท โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ปี 2544 – 2548) โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 2 ลักษณะ คือ 1) แบ่งกลุ่มตามอัตราปันผลที่จ่ายเป็นแบบจ่ายเพิ่มขึ้น จ่ายคงที่ และจ่ายลดลง 2) แบ่งกลุ่มตามความมีเสถียรภาพของการจ่ายเงินปันผล เป็นแบบไม่มีเสถียรภาพ มีเสถียรภาพระดับต่ำ มีเสถียรภาพระดับปานกลาง มีเสถียรภาพระดับสูง ซึ่งผลการวิจัยพบว่า อิทธิพลของข้อมูลจากการประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงวันประกาศโดยราคาจะเพิ่มขึ้นเมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือเท่ากับครั้งก่อนและราคาจะลดลงเมื่อจ่ายเงินปันผลลดลง และยังพบว่านักลงทุนที่ชอบปันผลต่างกันมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ เนื่องจากนักลงทุนชอบปันผลในหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนจากปันผลที่มีเสถียรภาพมากกว่าที่ไม่มีเสถียรภาพ

Dhillon, Raman and Ramirez (2003) ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์สามัญ จากภาวะประกาศปันผลที่ต่างไปจากกิจการคาดการณ์ของนักลงทุน โดยใช้การพยากรณ์ด้วย Value Line เป็นตัวแทนการคาดการณ์ของนักลงทุน โดยคาดว่าปันผลในอนาคตเพิ่มขึ้น ลดลง หรือคงที่ และจะจ่ายเงินปันผลเท่าใด การศึกษานี้ต่างจาก Miller and Rock (1985); John and Williams (1985) ที่ใช้ปันผลในครั้งก่อนมาเป็นปันผลที่คาดหมาย ซึ่งวิธีนี้อาจทำให้เกิดความลำเอียงได้ เนื่องจากไม่ได้พิจารณาถึงการคาดการณ์ของนักลงทุน ผลการศึกษาของ Dhillon, Raman and Ramirez (2003) พบว่าเมื่อบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลสูงกว่าที่นักลงทุนคาดการณ์จะทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น แต่จะลดลงเมื่อบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าการคาดการณ์ของนักลงทุน และการประกาศจ่ายเงินปันผลใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดไว้ราคาหลักทรัพย์จะไม่เปลี่ยนแปลงการศึกษานี้แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงปันผลที่ต่างจากการคาดการณ์ของนักลงทุนจะมีอิทธิพลของข้อมูลจากการประกาศจ่ายเงินปันผลต่อราคาหลักทรัพย์สามัญ กล่าวคือแม้ว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นแต่ถ้าไม่ถึงระดับที่นักลงทุนคาดการณ์ไว้ จะส่งผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงได้ ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลให้ใกล้เคียงกับการคาดการณ์ของตลาดจึงเป็นเรื่องที่ผู้บริหารจะต้องคำนึงถึง

ทฤษฎีการบัญชีผลประโยชน์ (Positive Accounting Theory)

ทฤษฎีการบัญชีผลประโยชน์ (The Positive Accounting Theory) เกิดขึ้นในศตวรรษที่ 19 และถูกพัฒนาโดย Watts and Zimmerman (1986) ซึ่งได้กล่าวถึงวัตถุประสงค์ของทฤษฎีทางบัญชีว่าเป็นการอธิบายและการคาดการณ์วิธีปฏิบัติทางบัญชี

การอธิบาย คือ การให้เหตุผลสำหรับวิธีปฏิบัติทางบัญชี เช่น ทฤษฎีทางบัญชีควรที่จะอธิบายได้ว่า ทำไมจึงเลือกจ่ายเงินปันผลในรูปแบบของเงินสดมากกว่าวิธีการจ่ายในรูปแบบอื่น ๆ

การคาดการณ์วิธีปฏิบัติทางบัญชี คือ ทฤษฎีที่ทำนายปรากฏการณ์ทางบัญชี โดยไม่จำเป็นต้องเป็นปรากฏการณ์ในอนาคต เช่น ทฤษฎีบัญชีสามารถกำหนดสมมติฐานเพื่อหาเหตุผลเกี่ยวกับการเลือกรูปแบบการจ่ายเงินปันผล โดยการเปรียบเทียบวิธีการจ่ายเงินปันผลในรูปแบบต่าง ๆ ดังนั้นการคาดการณ์สามารถทดสอบได้โดยใช้ข้อมูลในอดีตเพื่อหาเหตุผลเกี่ยวกับการเลือกใช้รูปแบบการจ่ายเงินปันผล ซึ่งตามทฤษฎีการบัญชีผลประโยชน์ได้กำหนดสมมติฐานดังนี้

1. สมมติฐานการให้ผลตอบแทน (The Bonus Plan Hypothesis) สมมติฐานนี้เป็นการจัดการเกี่ยวกับแผนการให้ผลตอบแทนพิเศษ (Bonus Plan) ของผู้บริหารที่มีผลตอบแทนขึ้นอยู่กับว่าการบริหารงานของพวกเขามีประสิทธิภาพเพียงใด ด้วยเหตุนี้เงินจึงถูกนำมาใช้เป็นเครื่องมือในการวัดผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร โดยการเปรียบเทียบกับกำไรที่ใช้เป็นเกณฑ์อ้างอิงที่ได้มีการระบุไว้ในสัญญาผลตอบแทนที่ได้ทำไว้ ดังนั้นเพื่อให้เกิดผลประโยชน์ต่อผู้บริหารสูงสุด ผู้บริหารจึงมีแนวโน้มที่จะรับนโยบายบัญชีที่มาใช้เพื่อสร้างผลตอบแทนให้กับตนเองสูงขึ้น

อย่างไรก็ตามภายใต้สมมติฐานการให้ผลตอบแทน (The Bonus Plan Hypothesis) ไม่ได้หมายความว่าผู้บริหารจะต้องมีแรงจูงใจที่จะสร้างกำไรให้สูงขึ้นเสมอไป กล่าวคือหากตัดเรื่องการเปลี่ยนแปลงทางบัญชีออกไปแล้วในปีใดหากกำไรของบริษัทออกมาต่ำกว่าระดับที่ได้มีการกำหนดไว้สำหรับการจ่ายเงินโบนัส ผู้บริหารย่อมมีแนวโน้มที่จะลดกำไรในปีนั้นลงโดยการรับรู้ผลขาดทุนต่าง ๆ เท่าที่จะเป็นไปได้เพราะพวกเขาารู้้อยู่แก่ใจแล้วว่าโอกาสที่จะไม่ได้รับเงินโบนัสในปีนั้น ๆ มีสูงมาก ซึ่งก็คือ การสร้างพฤติกรรมล้างบาง (Big Bath Behavior) นั่นเอง การสร้างพฤติกรรมล้างบางจะช่วยให้ผู้บริหารได้รับเงินโบนัสตามที่มุ่งหวังและสร้างกำไรให้สูงขึ้นในปีถัด ๆ มา (Healy, 1985) ในทำนองเดียวกันในปีใดก็ตามที่กำไรของบริษัทออกมาสูงเกินกว่าระดับสูงสุดที่จะได้รับผลตอบแทนภายใต้สัญญาทำให้ผู้บริหารย่อมไม่มีแรงจูงใจที่จะเพิ่มกำไรให้สูงขึ้นอีกต่อไป เพราะเกรงว่ากำไรที่สูงอาจผลักดันให้ต้องมีการทบทวนแก้ไขเกณฑ์วัดผลการปฏิบัติงานในสัญญาเสียใหม่โดยการปรับปรุงให้สูงขึ้นกว่าเดิม ในทางตรงข้ามพวกเขามองว่าการรับรู้ผลการขาดทุนทั้งจำนวนในงวดที่เกิดขึ้นกลับเป็นประโยชน์ต่อพวกเขาเสียด้วยซ้ำไป แทนที่จะตั้งพักเพื่อรอรับรู้เป็นค่าใช้จ่ายในปีถัด ๆ ไป

2. สมมติฐานข้อตกลงในสัญญาก่อหนี้ (The Debt Covenant Hypothesis) สมมติฐานนี้กล่าวว่า ผู้ถือหุ้นและผู้เป็นเจ้าหนี้รายอื่น ๆ ย่อมต้องการให้บริษัทสร้างความเชื่อมั่นว่า มีความสามารถในการจ่ายชำระเงินต้นและดอกเบี้ยได้ ดังนั้น เพื่อป้องกันความเสี่ยงต่อการผิดนัดชำระหนี้ พวกเขาจึงต้องกำหนดกฎเกณฑ์บางอย่างไว้ในเงื่อนไขของสัญญาเงินกู้เพื่อใช้บังคับบริษัท การจ่ายเงินปันผล การซื้อหุ้นทุนกลับคืน การควบคุมบริษัท การจัดจำหน่ายทรัพย์สิน และการก่อหนี้ใหม่เป็นการเพิ่มเติม ข้อกำหนดต่าง ๆ เหล่านี้มักอยู่ในรูปของจำนวนเงินทางบัญชีและอัตราส่วนทางการเงิน นอกจากนี้เงื่อนไขของสัญญาเงินกู้โดยทั่วไปมักกำหนดให้บริษัทจำเป็นต้องดำรงอัตราส่วนทุนหมุนเวียน อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย ส่วนของผู้ถือหุ้น และตัวแปรอื่น ๆ ในระดับที่ผู้ให้กู้จะสามารถยอมรับได้ บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงหรือใกล้ฝ่าฝืนข้อตกลงสัญญาเงินกู้ ผู้บริหารมักจะเลือกวิธีการทางบัญชีที่จะช่วยลดโอกาสที่บริษัทจะฝ่าฝืนเงื่อนไขของสัญญาเงินกู้ (Watts & Zimmerman, 1986) นั่นก็คือบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงย่อมมีแนวโน้มที่จะรับวิธีปฏิบัติทางบัญชีที่ช่วยเพิ่มผลกำไรในงวดปัจจุบันมาใช้โดยไม่คำนึงถึงผลเสียที่จะมีต่อกำไรที่จะตามมาในอนาคต เช่น การตีราคาสินค้าวิธีเข้าก่อนออกก่อน (ทั้งนี้โดยมีสมมติฐานว่าการตีราคาสินค้าวิธีเข้าก่อนออกก่อน จะช่วยเพิ่มกำไรให้กับบริษัท) เป็นต้น เนื่องจากข้อตกลงในสัญญาเงินกู้ที่ใช้นี้ตัวเลขในงบการเงินเป็นตัวบ่งชี้ว่ามีการฝ่าฝืนข้อตกลงหรือไม่ โดยเมื่อมีการฝ่าฝืนข้อตกลงในสัญญา (Default) อาจถูกเจ้าหนี้เข้าแทรกแซงการบริหารงานหรืออาจพิจารณาเงื่อนไขการให้กู้ใหม่ ซึ่งจะทำให้ต้นทุนของบริษัทเพิ่มขึ้น

347734

3. สมมติฐานต้นทุนทางการเมือง (The Political Cost Hypothesis) สมมติฐานนี้กล่าวว่า เมื่อบริษัทต้องเผชิญกับต้นทุนทางการเมือง คือ ถ้าทางการเชื่อว่าธุรกิจใดหรืออุตสาหกรรมใดกำลังเอารัดเอาเปรียบสาธารณชนและสร้างกำไรจอมปลอมก็จะต้องเข้าทำการตรวจสอบกำไรว่าสูงเกินกว่าความเป็นจริงหรือไม่ ซึ่งเท่ากับเป็นการสร้างแรงกดดันให้กับบริษัทในการที่จะต้องปรับลดราคาสินค้าลง ดังเช่นที่เคยเกิดขึ้นแล้วในประเทศสหรัฐอเมริกาในส่วนของอุตสาหกรรมผลิตยา หรือสร้างแรงกดดันให้กับทางการในการออกกฎหมายเกี่ยวกับ Windfall Profits Tax มาบังคับใช้กับอุตสาหกรรมผู้ผลิตน้ำมัน เป็นต้น ดังนั้นเมื่อบริษัทคาดว่าจะต้องเผชิญกับต้นทุนดังกล่าว ผู้บริหารของบริษัทย่อมมีแนวโน้มที่จะเลือกนโยบายบัญชีที่จะช่วยลดกำไรลงเพื่อลดความเสี่ยงทางด้านการเมือง (Political Risk) ลง

สำหรับบางบริษัทซึ่งการกำหนดราคาหรืออัตราค่าบริการสามารถปรับเปลี่ยนได้ ภายใต้ข้อกำหนดของรัฐ สถานการณ์เช่นนี้อาจส่งผลกระทบต่อการที่ผู้บริหารจะตัดสินใจรับวิधिปฏิบัติทางบัญชีใดมาใช้ ตัวอย่างเช่นบริษัทที่ประกอบธุรกิจทางด้านสาธารณสุขปกซึ่งกฎหมายทางบัญชีที่นำมาใช้จะเป็นตัวกำหนดทิศทางของรายได้มักมีแรงจูงใจที่หวานล้อมทางการเพื่อให้ออกกฎหมายต่าง ๆ ที่จะเอื้ออำนวยผลประโยชน์สูงสุดให้กับพวกเขาในการกำหนดทิศทางของรายได้ค่าบริการ นั่นคือในสถานการณ์ที่กำไรถูกนำมาใช้ในการกำหนดราคาหรืออัตราค่าบริการ ผู้บริหารย่อมมีแรงจูงใจที่จะรับนโยบายบัญชีที่จะช่วยให้การกำหนดอัตราค่าบริการเป็นผลดีต่อบริษัทมาใช้

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ถูกพัฒนาขึ้นโดย Alchain and Demsetz (1972) และขยายขอบเขตของทฤษฎีโดย Jensen and Meckling (1976) ทฤษฎีตัวแทนมองว่ามนุษย์ทุกคนย่อมมีแรงผลักดันที่จะทำทุกอย่าง เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวด้วยกันทั้งสิ้น ดังนั้น การที่ผู้บริหารจะสร้างมูลค่าสูงสุดให้กับบริษัทก็ต่อเมื่อพิจารณาแล้วเห็นว่าสิ่งนั้นสามารถเอื้อประโยชน์สูงสุดให้กับตนเองด้วย ทฤษฎีตัวแทนมีสมมติฐานที่อยู่เบื้องหลัง คือ ความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและเจ้าของบริษัท เนื่องจาก ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะตัดสินใจทำการใด ๆ เพื่อประโยชน์สูงสุดให้กับตนเองมากกว่าบริษัท ซึ่งเป็นสาเหตุให้เจ้าของบริษัทจำเป็นต้องกำหนดแนวทางการประเมินประสิทธิภาพของผู้บริหาร เพื่อเป็นหลักประกันความเชื่อมั่นและเป็นการรายงานข้อมูลให้เจ้าของบริษัทรับทราบ แต่เนื่องจากนโยบายการบัญชีในการวัดผลการดำเนินงานมักจะอยู่ภายใต้อำนาจการตัดสินใจของผู้บริหาร ดังนั้น ตามแนวคิดทฤษฎีตัวแทน ฝ่ายจัดการมีแนวโน้มที่จะเลือกนโยบายการบัญชีที่ส่งผลดีต่อตนเองมาใช้

ในอดีตเคยมีแนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผล เป็นเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น ทำให้ความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่าง ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นลดลง แนวคิดดังกล่าวจะเริ่ม

มาจาก Easterbrook (1984) ที่ระบุว่า ทฤษฎีความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่าง ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น (Agency Conflict Theories) จะมุ่งเน้นไปที่ความต้องการที่แตกต่างกันระหว่าง ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น โดยที่กฎของการจ่ายเงินปันผลจะทำหน้าที่เสมือนเป็นกลไกในการ ตรวจสอบของผู้ถือหุ้น (Disciplinary Mechanism) ซึ่งการจ่ายเงินปันผลจะเป็นการลดปริมาณเงิน อิสระ (Free Cash Flow) ของบริษัท และเป็นแรงผลักดันให้ผู้บริหารจำเป็นต้องไปกู้เงินจากตลาด เงิน ซึ่งการกู้เงินจากตลาดเงินทำให้ผู้บริหารต้องได้รับการกำกับดูแลจากตลาดเงินเพิ่มเติม

นอกจากนี้ Easterbrook (1984) ยังได้ระบุว่า ความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่าง ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น (Agency Conflicts) ช่วยอธิบายการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ (Dividend Smoothing) “เพราะว่าหน้าที่แรกของการจ่ายเงินปันผลเป็นการช่วยให้บริษัทยังคงอยู่ในตลาดทุน ดังนั้นเราจึงไม่ควรที่จะคาดหวังว่าจะเห็นความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดระหว่าง ผลกำไรระยะสั้น กับการจ่ายเงินปันผล” เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลเป็นช่องทางที่สำคัญในการให้ผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท

แต่จากการศึกษาของ Kaplan (1994) พบว่าการนำแบบจำลองความขัดแย้งระหว่าง ตัวแทนมาใช้ในประเทศญี่ปุ่น นั้นไม่เป็นไปตามแนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการ กำกับดูแลของผู้ถือหุ้น โดย Kaplan (1994) ให้เหตุผลว่า สมมติฐานเบื้องต้นของแบบจำลองดังกล่าวคือการที่การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือที่จำเป็น หรือเหมาะสม ในการกำหนดเงื่อนไขการทำงานให้แก่ผู้บริหาร แต่การนำแบบจำลองดังกล่าวมาใช้กับประเทศญี่ปุ่นแล้วผลที่ได้ไม่เป็นไปตามแบบจำลองดังกล่าว เนื่องจากในประเทศญี่ปุ่นมีรูปแบบอื่นในการควบคุมการทำงานของ ผู้บริหารอยู่เช่น การที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นบริษัทขนาดใหญ่ (Keretsu) มีการส่งคนของบริษัท มาร่วมในการบริหาร ทำให้ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ลดลง เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถกำหนดการดำเนินงานของบริษัทได้โดยตรง (ประธาน อัจฉรวรรณ, 2545)

สรุปงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากการศึกษาเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง สรุปได้ว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นกิจกรรมที่อยู่ ภายใต้อิทธิพลของผู้บริหารของบริษัทซึ่งจะเลือกวิธีการที่เห็นว่าเหมาะสมกับสถานการณ์ในขณะที่ทำ การประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งในบางครั้งอาจทำให้งบการเงินบิดเบือนไปในทิศทางที่ผู้บริหาร ต้องการ ซึ่งตามทฤษฎีแล้ว พฤติกรรมในการเลือกใช้นโยบายการบัญชีเหล่านี้ สามารถอธิบายได้ ด้วยแนวคิดทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และทฤษฎีการบัญชีผลประโยชน์ (Positive Accounting Theory)

จากการศึกษางานวิจัยทั้งของต่างประเทศและงานวิจัยในประเทศไทย พบว่าแม้จะใช้
ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง รวมทั้งระยะเวลาที่แตกต่างกัน แต่กลับมีการวิจัยในทิศทางมุ่งเน้นไปที่
การหาความสัมพันธ์นโยบายการจ่ายเงินปันผล และการตอบสนองราคาของหลักทรัพย์ที่มีต่อการ
ประกาศปันผลนั้น โดยการใส่คุณลักษณะต่างๆ เข้าไปในการจ่ายเงินปันผลเพื่อดูว่าจะมีการตอบสนอง
ต่อราคาหลักทรัพย์ว่าแตกต่างกันอย่างไร เพื่อเพิ่มข้อมูลปัจจัยที่มีประโยชน์ต่อการตัดสินใจของนัก
ลงทุนให้มากที่สุด

ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้ผู้วิจัยจึงมุ่งเน้นไปที่การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการ
ประกาศจ่ายหุ้นปันผล ทั้งในส่วนผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงวันที่มีการประกาศจ่ายหุ้น
ปันผล และศึกษาความแตกต่างของผลตอบแทนระหว่างการประกาศจ่ายหุ้นปันผลและเงินสดปัน
ผล โดยศึกษาจากข้อมูลในบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บทที่ 3

วิธีดำเนินงานวิจัย

การศึกษาค้นคว้าตอบสนองต่อราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บรวบรวมจากแหล่งต่าง ๆ โดยการนำข้อมูลดังกล่าวมาทดสอบสมมติฐานทางสถิติ ผู้วิจัยได้กำหนดวิธีการดำเนินการการศึกษาดังต่อไปนี้

1. ลักษณะประชากร
2. การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง
3. การเก็บรวบรวมข้อมูล
4. วิธีการดำเนินงานวิจัย
5. สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์
6. ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย
7. ตัวแปรและการวัดค่า
8. การทดสอบสมมติฐาน

ลักษณะประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลในช่วงวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2555 จำนวนทั้งสิ้น 1,836 ครั้ง

ตารางที่ 1 จำนวนเหตุการณ์ที่ประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมดในแต่ละช่วงปีที่กำหนด

ช่วงเวลาที่ประกาศ	รวม		เงินสดปันผล		หุ้นปันผล	
	(บริษัท)	(บริษัท)	%	(บริษัท)	%	
1 ม.ค. - 31 ธ.ค. 2550	310	300	96.77	10	3.23	
1 ม.ค. - 31 ธ.ค. 2551	333	326	97.90	7	2.10	
1 ม.ค. - 31 ธ.ค. 2552	307	300	97.72	7	2.28	
1 ม.ค. - 31 ธ.ค. 2553	339	330	97.35	9	2.65	
1 ม.ค. - 31 ธ.ค. 2554	368	352	95.65	16	4.35	
1 ม.ค. - 31 มี.ค. 2555	179	174	97.21	5	2.79	
รวม	1,836	1,782	97.06	54	2.94	

การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง

ตามที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการเปลี่ยนแปลงการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมใหม่ โดยนำหมวดย่อยในกิจการที่มีลักษณะธุรกิจที่สอดคล้องกันมาอยู่ด้วยกัน เพื่อให้กระชับและชัดเจนมากยิ่งขึ้น โดยจัดประเภทได้ 8 กลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้คือ

1. กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
2. กลุ่มสินค้าอุปโภคและบริโภค
3. กลุ่มธุรกิจการเงิน
4. กลุ่มวัสดุก่อสร้างและสินค้าอุตสาหกรรม
5. กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
6. กลุ่มทรัพยากร
7. กลุ่มบริการ
8. กลุ่มเทคโนโลยี

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยดำเนินการสำรวจบริษัทที่มีการจัดจำแนกบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีการประกาศจ่ายปันผลทุกกลุ่มอุตสาหกรรม

ตารางที่ 2 สรุปจำนวนประชากรและขนาดตัวอย่างในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

	รวม	เงินสดปันผล		หุ้นปันผล	
	(บริษัท)	(บริษัท)	%	(บริษัท)	%
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	177	170	96.05	7	3.95
สินค้าอุปโภคบริโภค	152	151	99.34	1	0.66
ธุรกิจการเงิน	228	223	97.81	5	2.19
สินค้าอุตสาหกรรม	273	264	96.70	9	3.30
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	408	392	96.08	16	3.92
ทรัพยากร	108	107	99.07	1	0.93
บริการ	330	319	96.67	11	3.33
เทคโนโลยี	160	156	97.50	4	2.50
รวม	1,836	1,782	97.06	54	2.94

ขั้นตอนในการเลือกกลุ่มตัวอย่างดังนี้

1. แบ่งกลุ่มตัวอย่าง โดยจัดประเภทตามกลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยปี พ.ศ.2554 มีจำนวน 8 กลุ่มอุตสาหกรรม

2. จากการสำรวจเบื้องต้น ทำการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาใช้วิธีการแบ่งกลุ่มตัวอย่างสำหรับการศึกษาถึงการตอบสนองต่อราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเลือกเก็บข้อมูลของบริษัทที่จะเป็นตัวอย่างในการศึกษาดังนี้

- 2.1 ประเภทของเงินปันผล วันที่ประกาศจ่ายเงินปันผล
- 2.2 สินทรัพย์รวม(Total Asset), อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)
- 2.3 ราคาปิดแต่ละหลักทรัพย์ก่อนวันประกาศ 3 วันถึงหลังวันประกาศ 3 วัน รวม 7 วัน
- 2.4 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ก่อนวันประกาศ 3 วันถึงหลังวันประกาศ 3 วัน รวม 7 วัน

โดยผู้วิจัยเลือกเฉพาะการประกาศจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นสามัญบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งบริษัทต้องไม่มีการประกาศเหตุการณ์อื่นในวันที่มีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลถึง 3 วัน ก่อนและหลัง เพื่อให้มั่นใจว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เกิดจากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลเท่านั้น

ตารางที่ 3 การกระทบยอดเพื่อหาตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

รายการกระทบยอด	การประกาศจ่าย หุ้นปันผล
บริษัทที่มีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2555	54
หัก บริษัทที่ประกาศเหตุการณ์อื่น ก่อน- หลัง ประกาศจ่ายหุ้นปันผล	6
จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	48

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ(Secondary Data) ข้อมูลทั้งหมดที่นำมาใช้ศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ โดยเก็บรวบรวมจากแหล่งข้อมูลที่เกี่ยวข้องดังนี้

1. หลักทรัพย์ที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล รูปแบบเงินปันผลที่ประกาศจ่าย และวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผลจาก www.setsmart.com
2. ตรวจสอบข่าวอื่นที่มีการประกาศในระหว่างที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลจาก

www.setsmart.com

3. ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยรายวัน และราคาปิดของหลักทรัพย์รายวันจาก
www.setsmart.com

4. งบการเงิน หมายเหตุประกอบงบการเงิน แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วิธีดำเนินงานวิจัย

1. รวบรวมข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลในช่วงวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2555

โดยการเก็บข้อมูลกำหนดให้วันประกาศการจ่ายหุ้นปันผล (Announcement Date) เป็นวันที่มีการขึ้นเครื่องหมาย XD เป็นวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date : t_0)

-----+-----
Announcement Date : t_0

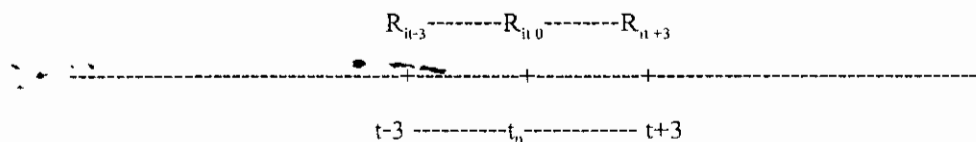
การที่กำหนดวันประกาศจ่ายเงินปันผล เป็นวันที่การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (วันที่มีการขึ้นเครื่องหมาย XD) เนื่องจากวันที่บริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลจริงจะเป็นวันเดียวหรือวันถัดจากวันที่มีการประกาศงบการเงิน เพื่อเป็นการหลีกเลี่ยงผลกระทบจากข่าวอื่นจึงเลือกมาใช้ วันที่มีการขึ้นเครื่องหมาย XD ตามผลงานวิจัยในอดีตว่านักลงทุนที่ให้ความสนใจกับเงินปันผลจะทำการซื้อหุ้นสามัญก่อนวันที่การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยเรื่องเงินปันผลทั้งในและต่างประเทศ ซึ่งล้วนแต่ใช้วันที่ศึกษาเป็นวันที่การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (วันที่มีการขึ้นเครื่องหมาย XD) เช่น Graham and Kumar (2005); Dutta, Jog and Saadi (2004); ศาสฎย์ บุญเฉลียว (2550); อภิญา อารมณชีน (2550) เป็นต้น

การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ (AR : Abnormal Return) ของแต่ละบริษัทที่แจ้งประกาศข่าวการจ่ายหุ้นปันผล โดยวิธีการดังนี้

1.1 กำหนดให้วันที่เกิดเหตุการณ์ คือ วันที่ประกาศการจ่ายหุ้นปันผล (Announcement Date) เป็นวันที่ t_0

-----+-----
 t_0

1.2 คำนวณหาอัตราผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ (R_{it}) ในวันที่เกิดเหตุการณ์ และในช่วงก่อนและหลังเหตุการณ์บวก/ลบ 3 วัน



1.3 จำนวนหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม

2. จับคู่บริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผลเข้ากับบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินหุ้นปันผลที่เก็บข้อมูลไว้ในตอนแรก เพื่อเปรียบเทียบความแตกต่างของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินสดปันผล โดยใช้วิธี Pair Match ซึ่งแต่ละคู่ต้องมีลักษณะเหมือนกันให้มากที่สุด โดยพิจารณาตามข้อมูลดังนี้

2.1 ปีที่ประกาศจ่ายเงินปันผล

2.2 หมวดอุตสาหกรรม

2.3 ขนาดของกิจการ โดยกิจการที่มียอดสินทรัพย์รวมต่ำกว่าค่ามัธยฐานกำหนดให้เป็นกิจการขนาดเล็ก ส่วนกิจการที่มียอดสินทรัพย์รวมสูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานกำหนดให้เป็นกิจการขนาดใหญ่

2.4 ผลการดำเนินงานโดยใกล้เคียงกันมากที่สุด และต้องแตกต่างกันไม่เกิน 2%

จากนั้นหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผลที่ได้จากการจับคู่ มาเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลที่จับคู่ไว้

3. ทดสอบทางสถิติตามสมมติฐาน

4. สรุปผล

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผล ทำการวิเคราะห์ข้อมูลขั้นต้นใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เป็นสถิติที่ใช้ในการศึกษาเพื่อบรรยายลักษณะของตัวอย่างที่ศึกษามา จากนั้นจึงทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับผลต่างระหว่างค่าเฉลี่ยประชากร 2 กลุ่ม โดยใช้สถิติ t-Test

ในส่วนของการเปรียบเทียบความแตกต่างของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ใช้ทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับผลต่างระหว่างค่าเฉลี่ยสองประชากรแบบจับคู่ (Pair Sample t-Test)

ประมวลผลข้อมูล โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS

ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย

1. การหาผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์

การศึกษาครั้งนี้จะใช้ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จากการเปลี่ยนแปลงราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถคำนวณจากสมการดังนี้

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} + \text{Dividend Yield}$$

โดยกำหนดให้

$R_{i,t}$ = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

$P_{i,t}$ = ราคาปิดหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

$P_{i,t-1}$ = ราคาปิดหลักทรัพย์ i ในวันที่ $t-1$

2. การหาผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์

หลักทรัพย์ที่ใช้การศึกษาค้นนี้คือ หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นในการศึกษาจึงใช้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการคำนวณผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ คำนวณจากสมการดังนี้

$$R_{m,t} = \frac{SET_t - SET_{t-1}}{SET_{t-1}}$$

โดยกำหนดให้

$R_{m,t}$ = ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์รายวันในวันที่ t

SET_t = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ t

SET_{t-1} = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ $t-1$

3. การหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของแต่ละครั้งที่เกิดเหตุการณ์ (AR) โดย

ใช้วิธี Market Adjusted Return

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

โดยกำหนดให้

AR_{it} = อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i และอัตราผลตอบแทนของตลาด m ในวันที่ $t \pm 3$ วัน

R_{it} = อัตราผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ i ณ วันที่ $t \pm 3$ วัน

R_{mt} = อัตราผลตอบแทนรายวันของตลาด m ณ วันที่ $t \pm 3$ วัน

4. อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return : CAR) จากสูตร

$$CAR_{it} = \{(1 + AR_{i,t-3})(1 + AR_{i,t-2})(1 + AR_{i,t-1})(1 + AR_{i,t})(1 + AR_{i,t+1})(1 + AR_{i,t+2})(1 + AR_{i,t+3})\} - 1$$

โดยกำหนดให้

CAR_{it} = อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ i หลักทรัพย์ในเหตุการณ์ประเภทเดียวกัน ในช่วงเวลา $t=1$ ถึง n

AR_{it} = อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ ซึ่งเป็นอัตราผลตอบแทนส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i และอัตราผลตอบแทนของตลาด m

ตัวแปรและการวัดค่า

เนื่องจากการศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ตั้งแต่ วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2555 เพื่อศึกษาศึกษาถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงประกอบด้วยตัวแปรดังต่อไปนี้

1. รูปแบบเงินปันผล กำหนดให้ หุ้นปันผล = 0 , เงินสดปันผล = 1
2. การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ กำหนดให้แทนด้วยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสม (CAR_{it})
 3. ขนาด กำหนดให้แทนด้วย สินทรัพย์รวม (Total Asset)
 - 3.1 กิจการที่มียอดสินทรัพย์รวมต่ำกว่าค่ามัธยฐานกำหนดให้เป็นกิจการขนาดเล็ก
 - 3.2 กิจการที่มียอดสินทรัพย์รวมสูงกว่าหรือเท่ากับค่ามัธยฐานกำหนดให้เป็นกิจการขนาดใหญ่
 4. ผลการดำเนินงานให้แทนด้วย อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

การทดสอบสมมติฐาน

การทดสอบสมมติฐานงานวิจัยเรื่องการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลประกอบด้วย 4 สมมติฐาน ดังต่อไปนี้

HR₁ : การประกาศจ่ายหุ้นปันผลมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงวันที่ประกาศ

สมมติฐานนี้เป็นการนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมาทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงวันที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล และใช้สถิติ t-test ในการทดสอบเพื่อดูว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

จากสมมติฐานการวิจัยข้างต้น นำมาเขียนในรูปของสมมติฐานทางสถิติได้ดังนี้

$$H_0 : CAR_{it} = 0$$

$$H_1 : CAR_{it} \neq 0$$

โดยกำหนดให้

CAR_{it} = อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ i หลักทรัพย์ในเหตุการณ์ประเภทเดียวกัน ในช่วงเวลา $t=1$ ถึง n

HR₂ : การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลแตกต่างจากการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มาจากการประกาศจ่ายเงินสดปันผล

สมมติฐานนี้เป็นการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมระหว่างบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล และจะทำการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับผลต่างระหว่างค่าเฉลี่ยสองประชากร สถิติที่ใช้ในการทดสอบ คือ Pair Sample t-Test

จากสมมติฐานการวิจัยข้างต้น นำมาเขียนในรูปของสมมติฐานทางสถิติได้ดังนี้

$$H_0 : CAR_{DivS} = CAR_{DivC}$$

$$H_1 : CAR_{DivS} \neq CAR_{DivC}$$

โดยกำหนดให้

CAR_{DivS} = การตอบสนองของราคาจากบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล

CAR_{DivC} = การตอบสนองของราคาจากบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล

บทที่ 4

ผลการวิจัย

ลักษณะทั่วไปของข้อมูล

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และศึกษาความแตกต่างในการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับการประกาศจ่ายเงินสดปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยในเบื้องต้น ผู้วิจัยได้ทำการสำรวจข้อมูลการประกาศจ่ายเงินปันผล ในช่วงวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2555 พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการประกาศจ่ายเงินปันผลจำนวนทั้งสิ้น 1,836 ครั้ง โดยสามารถแสดงรายละเอียดของข้อมูลได้ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4 จำนวนการประกาศจ่ายเงินปันผลในแต่ละช่วงปี ตั้งแต่ 1 ม.ค.2550 ถึง 31 มี.ค. 2555

ช่วงเวลาที่ประกาศ	รวม		เงินสดปันผล		หุ้นปันผล	
	(บริษัท)	(บริษัท)	%	(บริษัท)	%	
1 ม.ค. - 31 ธ.ค. 2550	310	300	96.77	10	3.23	
1 ม.ค. - 31 ธ.ค. 2551	333	326	97.90	7	2.10	
1 ม.ค. - 31 ธ.ค. 2552	307	300	97.72	7	2.28	
1 ม.ค. - 31 ธ.ค. 2553	339	330	97.35	9	2.65	
1 ม.ค. - 31 ธ.ค. 2554	368	352	95.65	16	4.35	
1 ม.ค. - 31 มี.ค. 2555	179	174	97.21	5	2.79	
รวม	1,836	1,782	97.06	54	2.94	

จากตารางที่ 4 การประกาศจ่ายเงินปันผลจำนวนทั้งสิ้น 1,836 ครั้ง โดยแบ่งเป็นช่วงเวลาตามปีปฏิทิน ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2555 แสดงให้เห็นว่า

ระหว่างช่วงเวลาที่ประกาศ 1 ม.ค. - 31 ธ.ค. 2550 มีการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 310 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล จำนวน 300 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 96.77 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด และบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลจำนวน 10 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 3.23 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด

ช่วงเวลาที่ประกาศ 1 ม.ค. – 31 ธ.ค. 2551 มีการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 333 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล จำนวน 326 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 97.90 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด และบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลจำนวน 7 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 2.10 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด

ช่วงเวลาที่ประกาศ 1 ม.ค. – 31 ธ.ค. 2552 มีการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 307 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล จำนวน 300 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 97.72 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด และบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลจำนวน 7 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 2.28 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด

ช่วงเวลาที่ประกาศ 1 ม.ค. – 31 ธ.ค. 2553 มีการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 339 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล จำนวน 330 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 97.35 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด และบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลจำนวน 9 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 2.65 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด

ช่วงเวลาที่ประกาศ 1 ม.ค. – 31 ธ.ค. 2554 มีการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 368 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล จำนวน 352 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 95.65 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด และบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลจำนวน 16 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 4.35 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด

ช่วงเวลาที่ประกาศ 1 ม.ค. – 31 มี.ค. 2555 มีการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 179 บริษัท แบ่งเป็นบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล จำนวน 174 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 97.21 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด และบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลจำนวน 5 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 2.79 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด

ตารางที่ 5 จำนวนประชากรและขนาดตัวอย่างแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

	รวม	เงินสดปันผล		หุ้นปันผล	
	(บริษัท)	(บริษัท)	%	(บริษัท)	%
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	177	170	96.05	7	3.95
สินค้าอุปโภคบริโภค	152	151	99.34	1	0.66
ธุรกิจการเงิน	228	223	97.81	5	2.19
สินค้าอุตสาหกรรม	273	264	96.70	9	3.30
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	408	392	96.08	16	3.92
ทรัพยากร	108	107	99.07	1	0.93

ตารางที่ 5 (ต่อ)

	รวม	เงินสดปันผล		หุ้นปันผล	
	(บริษัท)	(บริษัท)	%	(บริษัท)	%
บริการ	330	319	96.67	11	3.33
เทคโนโลยี	160	156	97.50	4	2.50
รวม	1,836	1,782	97.06	54	2.94

จากตารางที่ 5 ประกอบด้วยจำนวนประชากรและขนาดตัวอย่างในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร ประกาศจ่ายเงินสดปันผลร้อยละ 96.05 และประกาศจ่ายหุ้นปันผลร้อยละ 3.95 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด สินค้าอุปโภคบริโภค ประกาศจ่ายเงินสดปันผลร้อยละ 99.34 และประกาศจ่ายหุ้นปันผลร้อยละ 0.66 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด ธุรกิจการเงิน ประกาศจ่ายเงินสดปันผลร้อยละ 97.81 และประกาศจ่ายหุ้นปันผลร้อยละ 32.19 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด สินค้าอุตสาหกรรม ประกาศจ่ายเงินสดปันผลร้อยละ 96.70 และประกาศจ่ายหุ้นปันผลร้อยละ 3.30 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ประกาศจ่ายเงินสดปันผลร้อยละ 96.08 และประกาศจ่ายหุ้นปันผลร้อยละ 3.92 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด ทริพยากร ประกาศจ่ายเงินสดปันผลร้อยละ 99.07 และประกาศจ่ายหุ้นปันผลร้อยละ 0.93 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด บริการประกาศจ่ายเงินสดปันผลร้อยละ 96.67 และประกาศจ่ายหุ้นปันผลร้อยละ 3.33 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด และเทคโนโลยี ประกาศจ่ายเงินสดปันผลร้อยละ 97.50 และประกาศจ่ายหุ้นปันผลร้อยละ 2.50 ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด

หลังจากทำการสำรวจจำนวนบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นสามัญบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมดในช่วงวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2555 ผู้วิจัยเลือกเก็บรวบรวมข้อมูลเฉพาะบริษัทที่การประกาศจ่ายหุ้นปันผล และไม่มี การประกาศเหตุการณ์อื่นในวันที่มีการประกาศ 3 วัน ก่อนและหลังการประกาศจ่ายหุ้นปันผล เพื่อให้มั่นใจว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เกิดจากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลเท่านั้น

ตารางที่ 6 จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการทดสอบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผล

รายการกระทบยอด	จำนวนครั้ง
บริษัทที่มีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2555	54
หัก บริษัทที่ประกาศเหตุการณ์อื่น ก่อน- หลัง ประกาศจ่ายหุ้นปันผล	6
จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	48

จากตารางที่ 6 จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2555 ทั้งหมด 54 ครั้ง ผู้วิจัยได้ตัดบริษัทที่มีการประกาศเหตุการณ์อื่นในวันที่มีการประกาศรวมถึง 3 วัน ก่อนและหลังทิ้งไป 6 ครั้ง จึงทำให้เหลือตัวอย่าง 48 ตัวอย่าง

จากนั้นเพื่อทำการจับคู่บริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผลเข้ากับหุ้นปันผลในการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมระหว่างบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล ผู้วิจัยจึงทำการแบ่งขนาดกิจการที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลตามค่ามัธยฐานของสินทรัพย์รวม เนื่องจากทดสอบแล้วว่าการแจกแจงของสินทรัพย์รวมของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นมีการแจกแจงแบบไม่ปกติ

ตารางที่ 7 ขนาดกิจการของกลุ่มตัวอย่างที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล

ปีที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล	ค่ามัธยฐานสินทรัพย์รวม	บริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล	บริษัทขนาดใหญ่	บริษัทขนาดเล็ก
2550	2,714,432.00	9	4	5
2551	2,855,340.00	4	0	4
2552	2,872,740.00	7	5	2
2553	2,991,829.00	8	6	2
2554	3,144,911.02	15	9	6
2555	3,539,829.92	5	2	3
รวม		48	26	22

จากตารางที่ 7 เมื่อนำกลุ่มตัวอย่างที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล ระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2555 เป็นการประกาศจ่ายหุ้นปันผล ทั้งหมด 48 บริษัท มาแบ่งตามขนาด โดยใช้ค่ามัธยฐานสินทรัพย์รวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในแต่ละช่วงปี พบว่าบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลที่มีขนาดใหญ่จำนวน 26 บริษัท และบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลที่มีขนาดเล็กจำนวน 22 บริษัท

ตารางที่ 8 ค่าสถิติพื้นฐานของขนาดกิจการที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล

ปีที่ประกาศจ่าย หุ้นปันผล	จำนวน บริษัท	สินทรัพย์รวม (พันบาท)		
		ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย
2550	9	896,358.00	12,758,145.00	4,077,860.89
2551	4	1,222,730.00	2,101,783.00	1,679,310.25
2552	7	1,270,155.00	41,496,751.00	11,169,292.14
2553	8	2,084,080.76	20,496,361.00	6,161,352.54
2554	15	1,304,914.73	31,190,455.98	6,805,317.34
2555	5	1,261,264.00	10,417,565.66	4,901,027.87
รวม	48			

จากตารางที่ 8 ค่าสถิติพื้นฐานของขนาดกิจการที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล แสดงให้เห็นว่า ในปี 2550 ค่าต่ำสุด คือ 896,358.00 ค่าสูงสุด คือ 12,758,145.00 ค่าเฉลี่ย 4,077,860.89 ปี 2551 ค่าต่ำสุด 1,222,730.00 ค่าสูงสุด ,101,783.00 ค่าเฉลี่ย 1,679,310.25 ปี 2552 ค่าต่ำสุด 1,270,155.00 ค่าสูงสุด 41,496,751.00 ค่าเฉลี่ย 11,169,292.14 ปี 2553 ค่าต่ำสุด 2,084,080.76 ค่าสูงสุด 20,496,361.00 ค่าเฉลี่ย 6,161,352.54 ปี 2554 ค่า 1,304,914.73 ค่าสูงสุด 31,190,455.98 ค่าเฉลี่ย 6,805,317.34 และ ในปี 2555 ค่าต่ำสุด 1,261,264 ค่าสูงสุด 10,417,565.66 และค่าเฉลี่ย 4,901,027.87

เมื่อทำการแบ่งบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลตามขนาดแล้ว ผู้วิจัยได้นำกลุ่มตัวอย่างที่ได้ มาหาค่าผลการดำเนินการต่อ โดยแทนค่าจากอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA)

ตารางที่ 9 ค่าสถิติพื้นฐานของผลการดำเนินงานของกิจการที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล

ปีที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล	จำนวนบริษัท	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์(ROA)		
		ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย
2550	9	2.42	31.22	15.5744
2551	4	3.72	27.47	11.9050
2552	7	2.68	23.79	14.3843
2553	8	4.14	22.27	10.6625
2554	15	-0.69	22.34	10.2967
2555	5	3.79	17.31	11.0340
รวม	48			

จากตารางที่ 9 ประกอบด้วยค่าสถิติพื้นฐานของขนาดกิจการที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล โดยในปี 2550 ค่าต่ำสุด คือ 2.42 ค่าสูงสุด คือ 31.22 ค่าเฉลี่ย 15.5744 ปี 2551 ค่าต่ำสุด 3.72 ค่าสูงสุด 27.47 ค่าเฉลี่ย 11.9050 ปี 2552 ค่าต่ำสุด 2.68 ค่าสูงสุด 23.79 ค่าเฉลี่ย 14.3843 ปี 2553 ค่าต่ำสุด 4.14 ค่าสูงสุด 22.27 ค่าเฉลี่ย 10.6625 ปี 2554 ค่าต่ำสุด -0.69 ค่าสูงสุด 22.34 ค่าเฉลี่ย 10.2967 และในปี 2555 ค่าต่ำสุด 3.79 ค่าสูงสุด 17.31 และค่าเฉลี่ย 11.0340

ลำดับต่อไป เป็นการศึกษาเปรียบเทียบความแตกต่างของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินสดปันผลนั้น ผู้วิจัยใช้วิธี Pair Match โดยพิจารณาตามปีที่ประกาศจ่ายเงินปันผลแยกตามหมวดอุตสาหกรรม ขนาดของกิจการ และผลการดำเนินงานของบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล ตามที่กล่าวมาข้างต้น มาจับคู่กับบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล ซึ่งในการจับคู่ของงานวิจัยนี้ กำหนดให้ผลการดำเนินงานแทนด้วยอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) ซึ่งต้องใกล้เคียงกันมากที่สุด และต้องแตกต่างกันไม่เกิน 2% เพื่อให้แต่ละคู่มีลักษณะเหมือนกันให้มากที่สุด

อย่างไรก็ตามสำหรับบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผลที่นำมาจับคู่กับบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลนั้น เพื่อให้มั่นใจว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์นั้นเกิดจากการประกาศจ่ายเงินสดปันผลเท่านั้น หลังจากได้คู่ที่มีผลการดำเนินงานซึ่งใกล้เคียงกันมากที่สุด และต่างกันไม่เกิน 2% แล้ว ผู้วิจัยทำการตรวจสอบบริษัทดังกล่าวว่าต้องไม่มีการประกาศเหตุการณ์อื่นถึง 3 วัน ก่อนและหลังวันที่มีการประกาศจ่ายเงินสดปันผลด้วย ถึงแม้ว่าบริษัทจะมีผลการดำเนินงานซึ่งใกล้เคียงกันมากที่สุด และต่างกันไม่เกิน 2% แล้ว เมื่อตรวจสอบพบการประกาศเหตุการณ์อื่นภายใน 3 วัน ก่อนและหลังวันที่มีการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ผู้วิจัยจะหาคู่ใหม่ให้บริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล

ดังกล่าว ด้วยกระบวนการเดิม กระทำเช่นนี้เงินกว่าจะได้คู่ที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล ในปีเดียวกัน อุตสาหกรรมเดียวกัน ขนาดเล็กหรือใหญ่เหมือนกัน และมีผลการดำเนินงานซึ่งใกล้เคียงกันมากที่สุด โดยที่ไม่มีการประกาศเหตุการณ์อื่น 3 วัน ก่อนและหลังวันที่มีการประกาศจ่ายทั้งหุ้นปันผลและเงินสดปันผล หากไม่สามารถทำให้เข้าเงื่อนไขดังกล่าวได้ ผู้วิจัยจะทำการตัดตัวออก

ตารางที่ 10 จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการเปรียบเทียบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล

รายการกระทบยอด	จำนวนครั้ง
กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่มีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2555	48
หัก บริษัทที่ไม่มีคู่ที่ใกล้เคียงกัน	7
จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	41

จากตารางที่ 10 ประกอบด้วยจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการเปรียบเทียบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล ระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2555 ผู้วิจัยได้จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการเปรียบเทียบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผลจำนวน 41 คู่

ขั้นตอนต่อไปเป็นการเก็บรวบรวมราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์และดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อนำมาคำนวณหาผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์และผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์ เพื่อใช้คำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของแต่ละครั้งที่เกิดเหตุการณ์และรวบรวมเป็นผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ เพื่อนำมาประมวลผลทางสถิติ

จากการตรวจสอบการแจกแจงอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติปกติสะสมของหลักทรัพย์ พบว่าข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติ และผู้วิจัยต้องการเปรียบเทียบผลต่างระหว่างค่าเฉลี่ยประชากร 2 กลุ่ม ดังนั้นในการศึกษาครั้งนี้จึงใช้สถิติ t-test ณ ระดับความเชื่อมั่น 95% ในการทดสอบสมมติฐานทางสถิติ

การทดสอบสมมติฐาน

การทดสอบสมมติฐานงานวิจัยเรื่องการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลประกอบด้วย 2 สมมติฐาน ดังต่อไปนี้

HR₁ : การประกาศจ่ายหุ้นปันผลมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงวันที่ประกาศ

สมมติฐานนี้เป็นการนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมาทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงวันที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล และใช้สถิติ t-test ในการทดสอบเพื่อดูว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

จากสมมติฐานการวิจัยข้างต้น นำมาเขียนในรูปของสมมติฐานทางสถิติได้ดังนี้

$$H_0 : CAR_{it} = 0$$

$$H_1 : CAR_{it} \neq 0$$

โดยกำหนดให้

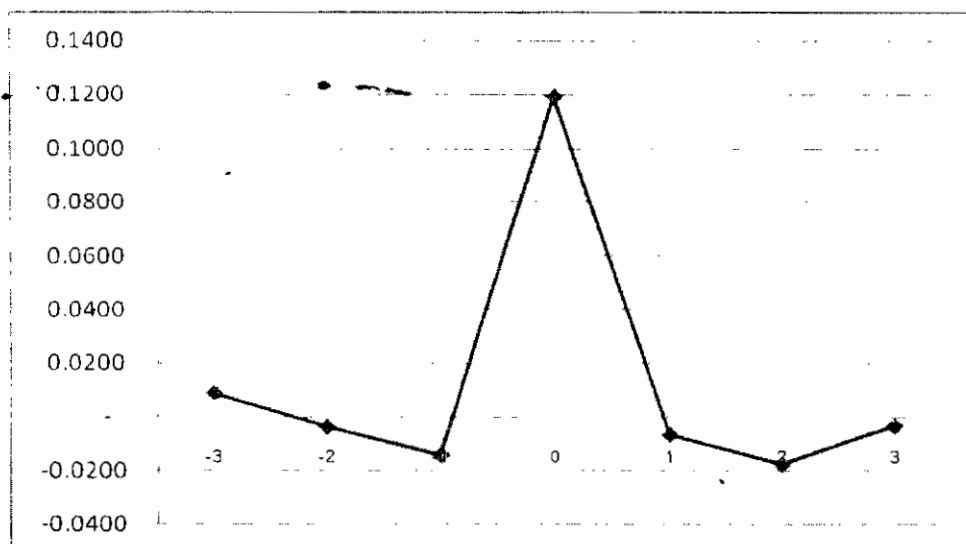
CAR_{it} = อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของหลักทรัพย์ n หลักทรัพย์ในเหตุการณ์ประเภทเดียวกัน ในช่วงเวลา $t=1$ ถึง n

จากการทดสอบค่าสถิติโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป ที่มีกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่มีการประกาศจ่ายหุ้นปันผล ในช่วงวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2555 จำนวนทั้งสิ้น 48 ครั้ง มีผลการศึกษาดังนี้

ตารางที่ 11 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงวันที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล

N	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)
48	.0713	.20245	2.438	47	.019

จากตารางที่ 11 การทดสอบค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมในช่วงวันที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล รวมระยะเวลา 7 วัน คือ ตั้งแต่ก่อนวันประกาศ 3 วัน จนถึงหลังวันที่ประกาศ 3 วัน พบว่า ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเท่ากับ .0713 และค่านัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ .019 ซึ่งน้อยกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด 0.05 แสดงให้เห็นว่าการประกาศจ่ายหุ้นปันผลมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงวันที่ประกาศ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 (ปฏิเสธ H_0 และยอมรับ H_1) โดยผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์รายวันในช่วงเกิดเหตุการณ์แสดงไว้ในภาพที่ 3



ภาพที่ 3 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันของบริษัทที่มีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลในช่วงวันที่ประกาศ

จากภาพที่ 3 แสดงผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันเฉลี่ยของบริษัทที่มีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลพบว่าราคาหลักทรัพย์ลดลงรอบวันที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล แต่ในวันที่ 0 หรือ วันที่มีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลนั้นได้รับผลกระทบจากผลตอบแทนจากเงินปันผลทำให้ผลตอบแทนที่ผิดปกติเพิ่มสูงขึ้นอย่างเห็นได้ชัด

HR₂ : การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลแตกต่างจากการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มาจากการประกาศจ่ายเงินสดปันผล

สมมติฐานนี้เป็นการเปรียบเทียบอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมระหว่างบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล และจะทำการทดสอบสมมติฐานเกี่ยวกับผลต่างระหว่างค่าเฉลี่ยสองประชากร สถิติที่ใช้ในการทดสอบ คือ Pair Sample t-Test

จากสมมติฐานการวิจัยข้างต้น นำมาเขียนในรูปของสมมติฐานทางสถิติได้ดังนี้

$$H_0 : CAR_{DivS} = CAR_{DivC}$$

$$H_1 : CAR_{DivS} \neq CAR_{DivC}$$

โดยกำหนดให้

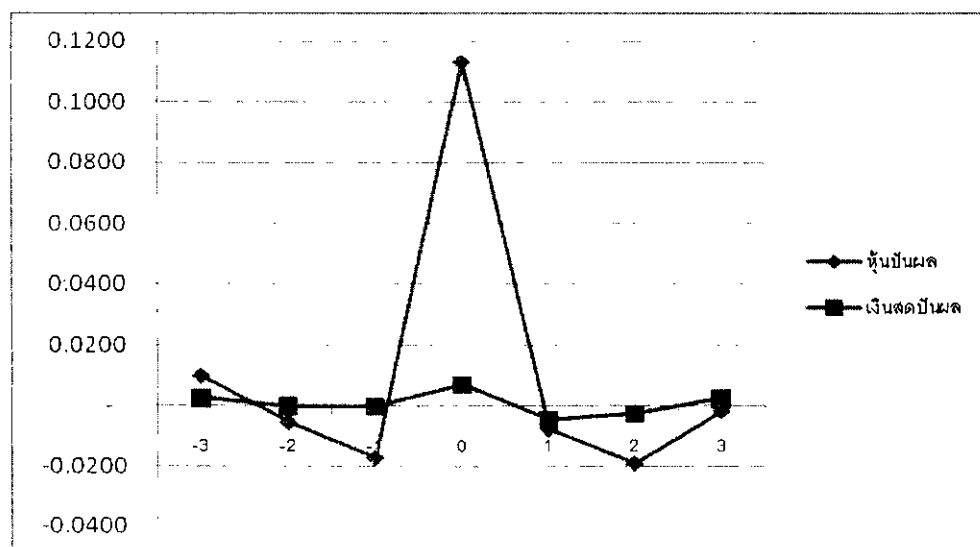
CAR_{DivS} = การตอบสนองของราคาจากบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล

CAR_{DivC} = การตอบสนองของราคาจากบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล

ตารางที่ 12 ค่าเฉลี่ยการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลแตกต่างจาก
การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มาจากการประกาศจ่ายเงินสดปันผล

N	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)
41	.05454	.22653	1.542	40	.131

จากตารางที่ 12 การทดสอบความแตกต่างของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ในช่วงเวลา 7 วัน คือ ตั้งแต่ก่อนวันประกาศ 3 วัน จนถึงหลังวันที่ประกาศ 3 วัน พบว่า ค่านัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ .131 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด 0.05 แสดงให้เห็นว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลไม่แตกต่างจากการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มาจากการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 (ยอมรับ H_0 และปฏิเสธ H_1) โดยความแตกต่างของการตอบสนองของราคาจากบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับการตอบสนองของราคาจากบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด แสดงไว้ในภาพที่ 4



ภาพที่ 4 เปรียบเทียบค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันของบริษัทที่มีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติรายวันของบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินสดปันผลกับในช่วงวันที่ประกาศ

จากภาพที่ 4 แสดงว่า การประกาศจ่ายหุ้นปันผลส่งผลให้ผลราคาของหลักทรัพย์ลดลงมากกว่าการประกาศจ่ายเงินสดปันผลในช่วงก่อนและหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล แต่ในวันที่ 0 หรือวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้น ผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) ของหุ้นปันผลมากกว่าเงินสดปันผล ส่งผลให้ผลตอบแทนที่คิดปกติในวันที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลเพิ่มสูงขึ้นกว่าการประกาศจ่ายเงินสดปันผลอย่างเห็นได้ชัด

เพื่อให้ผลการศึกษามีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น ผู้วิจัยได้นำทั้งกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลและกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผลที่นำมาเปรียบเทียบหาความแตกต่างของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ทั้ง 41 คู่ มาแยกทดสอบทดสอบเพื่อดูการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ทั้งสองกลุ่มว่าตั้งแต่ละกลุ่มตัวอย่างมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

การนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมาทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงวันที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล โดยใช้กลุ่มตัวอย่างที่ทำการทดสอบในสมมติฐานที่ 2 มาทดสอบโดยใช้สถิติ t-test เพื่อดูว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ มีผลการศึกษาดังนี้

ตารางที่ 13 การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลที่ใช้ทดสอบเปรียบเทียบความแตกต่างกับบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล

N	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)
41	.0592	.20494	1.849	40	.072

จากตารางที่ 13 การทดสอบค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลที่ใช้ทดสอบเปรียบเทียบความแตกต่างกับบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผลในสมมติฐานที่ 2 ช่วงระยะเวลา 7 วัน คือ ตั้งแต่ก่อนวันประกาศ 3 วัน จนถึงหลังวันที่ประกาศ 3 วัน พบว่า ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเท่ากับ .0592 และค่านัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ .072 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด 0.05 แสดงให้เห็นว่าการประกาศจ่ายหุ้นปันผลทั้ง 41 ครั้ง ไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงวันที่ประกาศ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 (ยอมรับ H_0 และปฏิเสธ H_1)

การนำอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมาทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผลกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ในช่วงวันที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล โดยใช้กลุ่มตัวอย่างที่ทำการทดสอบในสมมติฐานที่ 2 มาทดสอบโดยใช้สถิติ t-Test เพื่อดูว่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมมีค่าแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ มีผลการศึกษาดังนี้

ตารางที่ 14 การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผลที่ใช้ทดสอบเปรียบเทียบความแตกต่างกับบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผล

N	Mean	Std. Deviation	t	df	Sig. (2-tailed)
41	.0046	.05135	0578	40	.566

จากตารางที่ 14 การทดสอบค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผลที่ใช้ทดสอบเปรียบเทียบความแตกต่างกับบริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลในสมมติฐานที่ 2 ช่วงระยะเวลา 7 วัน คือ ตั้งแต่ก่อนวันประกาศ 3 วัน จนถึงหลังวันที่ประกาศ 3 วัน พบว่า ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมเท่ากับ .0046 และค่านัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ .566 ซึ่งมากกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนด 0.05 แสดงให้เห็นว่าการประกาศจ่ายเงินสดปันผลทั้ง 41 ครั้ง ไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงวันที่ประกาศ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 (ยอมรับ H_0 และปฏิเสธ H_1)

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

สรุปผลการศึกษา

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการตอบสนองต่อราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผล และเปรียบเทียบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ระหว่างการประกาศจ่ายหุ้นปันผลและการประกาศจ่ายเงินสดปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษาการวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกอุตสาหกรรมที่มีการประกาศจ่ายปันผลระหว่างวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2550 ถึง 31 มีนาคม พ.ศ. 2555 โดยต้องเป็นบริษัทที่ไม่มีเหตุการณ์อื่น 3 วันก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล เพื่อให้มั่นใจว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เกิดจากการประกาศจ่ายเงินปันผลเท่านั้น

จากผลการศึกษาพบว่า มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางบวกเมื่อมีการประกาศจ่ายหุ้นปันผล สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Miller and Rock (1985) ซึ่งศึกษาอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากนโยบายปันผล และได้เสนอสมมติฐานเรื่องความไม่สมบูรณ์ของตลาด โดยกล่าวว่าในความเป็นจริงนั้น นักลงทุนแต่ละคนมีความคิดที่แตกต่างกันทั้งการคาดการณ์ปันผลในอนาคตรวมถึงความไม่แน่นอนของปันผลในอนาคตของบริษัท ซึ่งผู้บริหารจะมีข้อมูลเกี่ยวกับอนาคตและแนวโน้มของบริษัทดีกว่านักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นโดยทั่วไป การจ่ายเงินปันผลแต่ละครั้งจึงเป็นช่องทางหนึ่งในการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน ดังนั้นเมื่อมีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลจึงมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ด้วย

นอกจากนี้ ผลการศึกษายังพบว่า การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลไม่แตกต่างจากการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มาจาก การประกาศจ่ายเงินสดปันผล ทั้งนี้เป็นผลมาจากการที่ราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลลดลงมากกว่าการประกาศจ่ายเงินสดปันผล แต่ผลตอบแทนจากเงินปันผลของหลักทรัพย์ที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลสูงกว่าผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล ดังนั้นเมื่อผลตอบแทนทั้ง 2 องค์กรประกอบ ได้แก่ ผลตอบแทนจากผลต่างของราคาหลักทรัพย์ (Capital Gain) และผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) ทำการชดเชยกัน จึงทำให้ผลตอบแทนผิดปกติจากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลและการประกาศจ่ายเงินสดปันผลไม่แตกต่างกัน ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับแนวคิดเรื่องความต้องการระดับปันผลที่ต่างกัน (Dividend Irrelevance Theory) ซึ่งกล่าวว่าอัตราส่วนการลดลงของราคาหลักทรัพย์ต่อปันผลในวันที่การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับปันผลมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากปันผล

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะจากการศึกษาครั้งนี้

1. จากการศึกษาค้นคว้าพบว่า ข่าวประกาศจ่ายหุ้นปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรมีการเผยแพร่ข้อมูลที่มีความชัดเจน และประกอบด้วยข้อมูลที่เกี่ยวข้อง เพื่อใช้ในการประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน ได้อย่างรวดเร็วเพื่อให้นักลงทุนได้ตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ภายใต้ความเท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารที่เผยแพร่ไปยังนักลงทุน
2. จากการศึกษาค้นคว้าพบว่า การประกาศจ่ายหุ้นปันผลส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ทำให้มีผลตอบแทนที่ผิดปกติจากการลงทุน ดังนั้น นักลงทุน ควรใช้ข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน ในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล
3. จากการศึกษาค้นคว้าพบว่า ถ้าพิจารณาทั้งผลตอบแทนจากผลต่างราคาและผลตอบแทนจากเงินปันผล ทั้งหลักทรัพย์ที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลและหลักทรัพย์ที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผลให้ผลตอบแทนที่ไม่แตกต่างกัน โดยผลตอบแทนจากผลต่างของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลจะลดลงมากกว่าการประกาศจ่ายเงินสดปันผล แต่ผลตอบแทนจากเงินปันผลของหลักทรัพย์ที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลก็สูงกว่าผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผล ดังนั้น นักลงทุน ควรใช้ข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน ในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล ให้มากยิ่งขึ้น

ข้อเสนอแนะเพื่อการศึกษาครั้งต่อไป

1. ในการศึกษาครั้งต่อไป อาจพิจารณาเพิ่มเติมถึงบริษัทที่มีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลที่มีคุณลักษณะ เช่น ขนาด, สภาพคล่อง และผลการดำเนินงานแตกต่างกัน ว่ามีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันหรือไม่
2. ในการศึกษาครั้งต่อไป ผู้ที่สนใจอาจศึกษาเรื่องอัตราการลดลงของราคาหลักทรัพย์ เมื่อเทียบกับผลตอบแทนจากเงินปันผลในวันที่การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อให้เห็นความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์ในวันที่การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับปันผลกับผลตอบแทนจากเงินปันผลชัดเจนยิ่งขึ้น

บรรณานุกรม

- กรมพัฒนาธุรกิจ กระทรวงพาณิชย์. (2551). พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535. วันที่ค้น
ข้อมูล 20 มกราคม 2555, เข้าถึงได้จาก <http://www.dbd.go.th/mainsite/index.php?id=1673>
- ตรงศักดิ์ อุदारาศักดิ์. (2540). ผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีต่อราคาหุ้น
ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. โครงการวิจัยบัญชีมหาบัณฑิต, สาขา
บัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2554). ข้อมูลสถิติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วันที่ค้น
ข้อมูล 26 มกราคม 2555, เข้าถึงได้จาก <http://www.setsmart.com>.
- นุจรี ทวีทรัพย์ไพบูลย์. (2552). ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับกำไรของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ. งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาการบัญชี,
คณะกรรมการจัดการและการท่องเที่ยว, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- ประทาน อัจฉรวรรณ. (2545). เงินปันผล ข้อมูลสมมาตร และความขัดแย้งระหว่างตัวแทน.
โครงการวิจัยบัญชีมหาบัณฑิต, สาขาบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี,
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ปัญญา สัมฤทธิ์ประดิษฐ์. (2545). การศึกษาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อความสามารถของกำไรทาง
บัญชี และมูลค่าตามบัญชีในการใช้อธิบายราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่ง
ประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บัญชีดุษฎีบัณฑิต, สาขาบัญชี, คณะพาณิชยศาสตร์และการ
บัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ปิยฉัตร สวัสดิ์ประดิษฐ์. (2548). การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับ
เลือกให้เป็นผู้ดำเนินโครงการของรัฐหรือเอกชน. งานนิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต,
สาขาการบริหารธุรกิจ, คณะบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- พัชรมณ อรุณเรืองศิริเลิศ. (2549). ปัญหากฎหมายเกี่ยวกับการออกหุ้นปันผล. สารนิพนธ์
นิติศาสตร์มหาบัณฑิต, สาขานิติศาสตร์, คณะนิติศาสตร์, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ศาสฎย์ บุญเฉลียว. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผลกับราคาหุ้นสามัญของ
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจ
มหาบัณฑิต, สาขาการบริหารธุรกิจ, คณะบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- อภิญา อารมณชีน. (2550). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศเงินปันผลของ
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต,
สาขาบัญชี, คณะบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

- อาภรณ์ แก้วพนงศ์. (2552). ความสัมพันธ์ระหว่างระดับการเปิดเผยข้อมูลบทรายงานและการวิเคราะห์ของฝ่ายบริหารกับราคาหลักทรัพย์. งานนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต, สาขาการบัญชี, คณะการจัดการและการท่องเที่ยว, มหาวิทยาลัยบูรพา.
- Alchain, A., & Demsetz, H. (1972). Production, information cost, and economic Organization. *American Economic Review*, 62, 777-795.
- Benatzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do changes dividend signal the future or the past?. *Journal of Finance*, 52, 1007-1034.
- Brown, S. J. & Warner. (1985). Using Daily Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 14, 3-32.
- Dhillon, U. S., Raman, K., & Ramirez, G. (2003). *Analysts' Dividend Forecasts and Dividend Signaling*. Retrieved December 25, 2011, from <http://www.ssrn.com>.
- Dutta, S., Jog, V. M., & Saadi, S. (2004). *Re-examination of the Ex-Dividend Day Behavior of Canadian Stock Prices*. Retrieved December 10, 2011, from <http://www.ssrn.com>.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economics*, 40, 341-371.
- Elton, E. J., & Gruber, J. (1970). Marginal Stockholder Tax Rate and the Clientele Effect. *Review of Economics and Statistic*, 52, 68-74.
- Emery, D. R., & Finnerty, J. D. (1997). *Corporate Financial Management*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Fama, E., & Blasiak, H. (1968). Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Journal of the American Statistical Association*, 63, 1132-1161.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, 10(11), 1-21.
- Fama, F. E. (1970). Efficient Capital Market: Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(4), 384-417.
- Frank, M. & Jagannathan, R. (1998). Why Do Stock Prices drop by less than the Value of the Dividend? Evidence from a Country without Taxes. *Journal of Finance Economics*, 47, 161-188.
- Geogory, A. (1992). *Valuing Companies Analyzing Business Worth*. New Jersey: Woodhead-Faulkner.

- Graham, J. R., & Kumar, A. (2005). Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors. *Journal of Finance*, 61, 1305-1336.
- Gurgul, H., Mestel, R. & Schleicher, C. (2003). Stock Market Reactions to Dividend Announcements: Empirical Evidence from the Austrian Stock Market. *Financial Markets and Portfolio Management*, 17, 332-350.
- Healy, P. (1985). Evident on the effect of bonus schemes on accounting procrdure and accrual Dicisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.
- Jensen, M., & Meckling, G. (1976). Theory of the firm : management behavior, agency cost, and owner ship capital structure. *Journal of Finance Economics*, 20, 305-360.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividend ,dilution, and taxes: A signaling equilibrium. *Journal of Finance*, 40, 1053-1070.
- Kalay, A. (1984). The Ex-dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect: A Reply. *Journal of Finance*, 39, 1059-1070.
- Kaplan, S. N. (1994). Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and U.S.. *Journal of Political Economy*, 102(2), 510-548.
- Keown, A. J. (2002). *The Scope and Environment of Financial Management: Principles and Applications*. New Jersey: Prentice Hall International.
- Lease, R. C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U., & Sarig, O. H. (2000). *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*. Massachusetts: Harvard Business School Press.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Megginson, W. L. (1977). *Corporate Financial Theory*. United States: Addison-Wesley.
- Miller, M., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 40, 1031-1051
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34, 411-433
- Mulford, C. W., & Comiskey, E. E. (1996). *Financial Warning*. New York: John Wiley & Sons.
- Penman, S. H. (1983). The predict content of earnings forecasts and dividends. *Journal of Finance*, 38, 1181-2526.
- Scott, D. F., Martin, J. D., Petty, J. W., & Keown, A. J. (1999). *Basic Financial Management*. New Jersey: Prentice Hall International.

- Shim, J. K., & Seigel, J.G. (2000). *Financial Management* (2nd ed.). New York: Barron's Business Library.
- Skinner, D. J. (2008). *What Do Dividends Tell Us About Earnings Quality*. Retrieved December 12, 2011, from <http://www.ssrn.com>.
- Watts, R. (1973). The Information Content of dividend. *Journal of Business*, 46, 191-211.
- Watts, R. & Zimmerman, J. (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.
- White, G.L. Sondhi, A., & Fried, D. (1997). *The Analysis and use of Financial Statement* (2nd ed.). New York: John Wiley&Sons.