

การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล
ของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

STOCK PRICE REACTIONS TO DIVIDEND ANNOUNCEMENTS
OF LISTED COMPANIES ON INDUSTRIALS INDUSTRY GROUP
IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

ชมพูนุช กลิ่นชวนชื่น¹
กิตติมา อัครนุพงศ์²

Received 22 January 2019

Revised 10 March 2019

Accepted 31 May 2019

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลลดลง เท่าเดิมและเพิ่มขึ้น และศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม จากการรวบรวมข้อมูลการประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับรอบระยะเวลาบัญชี 12 เดือนสำหรับปี พ.ศ. 2555 – 2558 พบว่ามีทั้งหมด 31 บริษัท จำนวน 112 ครั้ง การศึกษานี้ใช้แบบจำลองตลาด ซึ่งกำหนดช่วงเกิดเหตุการณ์เวลา 7 วัน คือ วันประกาศจ่ายเงินปันผล ช่วงเวลา 3 วันก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล และช่วง 3 วันหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล และใช้การทดสอบทางสถิติ t-test เพื่อนำมาทดสอบว่า มีผลตอบแทนเกินปกติเกิดขึ้นหรือไม่ และทดสอบว่า ขนาดของบริษัท สภาพคล่อง และความสามารถในการทำกำไรส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อนส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวก กล่าวคือ เกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติเกิดขึ้นแสดงให้เห็นว่านักลงทุนมีการตอบสนองต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น แต่กลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลลดลงและกลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเท่าเดิมนั้นการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ผลการศึกษาพบว่าความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นมีผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ โดยพบว่ากลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสูงมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมมากกว่ากลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำอย่างมีนัยสำคัญอย่างไรก็ตามผลการศึกษาพบว่าขนาดและสภาพคล่องไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์

คำสำคัญ: การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ การประกาศจ่ายเงินปันผล กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม

¹ ผู้ช่วยผู้ตรวจสอบบัญชี บริษัท เคพีเอ็มจี ภูเก็ต สอบบัญชี จำกัด E-mail: chompoonuj.klin@gmail.com

² อาจารย์ประจำกลุ่มวิชาการบัญชีสำหรับหน่วยงานภาครัฐกิจ (บัญชีการเงิน) คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

126/1 ถนนวิภาวดีรังสิต แขวงรัชดาภิเษก เขตดินแดง กรุงเทพมหานคร 10400 E-mail: kittima_aca@utcc.ac.th

Abstract

The objectives of this study are to examine the stock price reactions to dividend announcements (decreasing, unchanging and increasing dividend payment) and to study the factors affecting to the stock price reactions to dividend announcements of listed companies on Industrials Industry group in the Stock Exchange of Thailand. From gathering information, there are one hundred and twelve announcements of the 12-month accounting period dividend payment from thirty-one companies on industrials industry group from 2012 to 2015. The event period for Market Model is 7 days which composes of the date of dividend announcement, three days before and three days after the announcements of dividend payment. The t-test is used for analyzing whether there is the abnormal returns during the dividend announcements period. In addition, it is the test whether size, liquidity and profitability affects to stock prices reaction on dividend announcement. The results show that the announcements on increasing dividend payment from the prior year affects to the stock prices change in the positive way. However, the announcements on decreasing dividend and unchanging dividend payment from the prior year have no effect to the stock prices reaction. Furthermore, the findings also indicate that only profitability (measured by return on equity) affects to the changes in stock prices. Firms with higher return on equity have the cumulative abnormal returns more than those with lower return on equity at the statistically significant level of 0.05. Nevertheless, the results reveal that size and liquidity do not affect to the stock prices reaction on dividend announcements.

Keywords: Stock Price Reactions, Dividend Announcements, Industrials Industry Group

ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การลงทุนในหลักทรัพย์เป็นที่นิยมในปัจจุบันเพราะให้ผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่าการลงทุนอื่นเมื่อเทียบกับการลงทุนโดยการฝากเงินกับธนาคารที่ได้ผลตอบแทนแน่นอนในรูปของดอกเบี้ยจากธนาคาร การลงทุนวิธีนี้เป็นการลงทุนที่ง่ายและสะดวกมีสภาพคล่องสูงและมีความเสี่ยงต่ำ แต่อย่างไรก็ตามอัตราดอกเบี้ยในปัจจุบันอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำมากและผลตอบแทนที่ได้รับก็ไม่สามารถชดเชยอัตราเงินเฟ้อได้ ดังนั้นการลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนเป็นจำนวนมากจึงเป็นทางเลือกที่น่าสนใจ จากการศึกษาดัชนีผลตอบแทนรวมระหว่างปี 2518 – 2557 จะเห็นได้ว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนสูงกว่าการลงทุนอื่น ๆ ไม่ว่าจะเป็นการลงทุนในเงินฝาก หรือการลงทุนในทองคำ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558, หน้า 8) ดังนั้นสำหรับนักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนที่มากและเป็นผลตอบแทนในระยะยาว การลงทุนในหลักทรัพย์โดยได้ผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลก็เป็นผลตอบแทนที่น่าสนใจ นักลงทุนมีความพอใจที่จะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลเป็นประจำอย่างต่อเนื่องมากกว่าลงทุนในหลักทรัพย์ที่จ่ายเงินปันผลไม่ต่อเนื่องหรือไม่มีการจ่ายเงินปันผล และผู้ลงทุนคิดว่าเงินปันผลมีความเสี่ยงน้อยกว่ากำไรที่จะได้รับในอนาคต จึงพึงพอใจที่จะได้รับเงินปันผลในอัตราที่สูง ส่งผลให้ราคาหุ้นสามัญของบริษัทที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูง ยังมีมูลค่าสูงขึ้น เปรียบเหมือนนกพิราบในกำมือ (bird in the hand

theory) ของ Gordon (1962) ซึ่งทฤษฎีนี้กล่าวว่านักลงทุนยินดีที่จะรับเงินปันผลในปัจจุบันมากกว่ากำไรจากการขายหุ้นสามัญที่ราคาจะสูงขึ้นในอนาคต

กลุ่มอุตสาหกรรม สินค้าอุตสาหกรรม เป็นอีกอุตสาหกรรมหนึ่งที่มีความสำคัญต่อประเทศไทย และจากการที่ผู้วิจัยเก็บรวบรวมข้อมูลการจ่ายเงินปันผล พบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการจ่ายเงินปันผลมากเป็นลำดับที่ 1 คือ กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และลำดับที่ 2 คือ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ สำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม มีบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องในรอบระยะเวลาบัญชี 12 เดือนเป็นลำดับที่ 3 ของกลุ่มอุตสาหกรรมทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยภาพรวมแล้ว กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมถือว่าเป็นอุตสาหกรรมที่เป็นต้นน้ำที่จะส่งต่อให้แก่อุตสาหกรรมอื่นเพื่อนำไปพัฒนา ผลิต หรือแปรรูปให้เป็นสินค้าต่าง ๆ มากมาย ไม่ว่าจะเป็นธุรกิจหลักของไทยเป็นหนึ่งในอุตสาหกรรมพื้นฐานที่มีความสำคัญในการพัฒนาประเทศ เนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมที่เชื่อมโยงกับอุตสาหกรรมสำคัญของประเทศเป็นจำนวนมาก เช่น อุตสาหกรรมยานยนต์ เครื่องใช้ไฟฟ้าและอิเล็กทรอนิกส์ เพอร์นิเจอร์ อาหารกระป๋อง (บรรจุภัณฑ์) เครื่องจักรกล และอุตสาหกรรมก่อสร้าง และสำหรับอุตสาหกรรมอาหารที่จะต้องใช้บรรจุภัณฑ์ในการเก็บรักษาอาหาร เป็นต้น ดังนั้นถ้าอุตสาหกรรมต่อเนื่องมีการเติบโตขึ้น ก็ส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมต้นน้ำ (สินค้าอุตสาหกรรม) เติบโตขึ้นตามไปด้วย ดังนั้นผู้ศึกษาจึงสนใจศึกษาบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม

เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลถือเป็นปัจจัยที่สำคัญในการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน อีกทั้งยังไม่มีงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมและปัจจัยที่ส่งผลต่อการตอบสนองดังกล่าว ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงมุ่งศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับรอบระยะเวลาบัญชี 12 เดือนในปี 2555 – 2558 รวมถึงศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลเพื่อที่นักลงทุนสามารถนำไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม
2. เพื่อศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ของ Markowitz

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (2548, หน้า 358-362) ได้สรุปว่า แนวคิดตามทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ของ Markowitz เป็นแนวคิดที่เริ่มโดยการวางรากฐานว่า การกระจายการลงทุนจะช่วยลดความเสี่ยง เฉพาะในกรณีที่เป็นการลงทุนเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่หลักทรัพย์แต่ละคู่ไม่ได้มีความสัมพันธ์ในลักษณะที่ไปด้วยกันอย่างสมบูรณ์ (ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ต่ำกว่า +1.0) จึงสามารถลดค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มหลักทรัพย์ลงได้ แต่ถ้ากระจายการลงทุนในหลักทรัพย์หลายชนิดที่มีลักษณะความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ไปด้วยกันอย่างสมบูรณ์ (ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ +1.0) จะไม่สามารถลดความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ลงได้ นอกจากนั้นทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ของ Markowitz ได้แสดงให้เห็นว่า ผู้ลงทุนสามารถสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ต่าง ๆ ที่ให้อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตรา

ผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์ ในระดับต่าง ๆ ได้ ทั้งนี้จะมีกลุ่มหลักทรัพย์ต่าง ๆ จำนวนหนึ่งที่เหนือกว่า หรือมีประสิทธิภาพกว่ากลุ่มหลักทรัพย์อื่น ๆ กลุ่มหลักทรัพย์เหล่านี้จะเรียงตัวตามขอบแนวระดับอัตราผลตอบแทนที่สูงที่สุดกับขอบแนวระดับความเสี่ยงที่ต่ำที่สุด ตามทฤษฎีกลุ่มหลักทรัพย์ของ Markowitz เรียกขอบแนวที่กลุ่มหลักทรัพย์เหล่านี้เรียงตัวกันอยู่ว่า “เส้นโค้งกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ” (efficient frontier) ผู้ลงทุนจะเลือกลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพตามทัศนคติเกี่ยวกับผลตอบแทนและความเสี่ยงของผู้ลงทุน ซึ่งทฤษฎีดังกล่าวมีการเชื่อมโยงแนวคิดเรื่องการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุนตามความเสี่ยงของหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวัง เป็นทฤษฎีเชื่อมโยงกับการกำหนดอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในการศึกษา

ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน (2548, หน้า 99-104) ได้สรุปว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สามารถปรับเปลี่ยนได้ทันที เมื่อได้รับข้อมูลข่าวสารหรือข้อมูลใหม่ และราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ ระดับความมีประสิทธิภาพของตลาด สามารถแบ่งออกเป็น 3 ระดับดังนี้

1. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ

สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำ กล่าวว่า ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันจะสะท้อนข้อมูลตลาดของหลักทรัพย์ทั้งหมดในอดีต ซึ่งได้แก่ ราคาหลักทรัพย์ในอดีต อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ และข้อมูลอื่น ๆ ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมด

2. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง

สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง กล่าวว่า ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันสะท้อนข้อมูลสาธารณะทั้งหมดอย่างเต็มที่ ดังนั้นข้อมูลสาธารณะประกอบด้วยข้อมูลสองส่วน คือ ข้อมูลตลาด และข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลตลาด ข้อมูลตลาด เช่น ราคาหลักทรัพย์ในอดีต อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ข้อมูลที่ไม่ใช่ข้อมูลตลาด เช่น ข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศจ่ายเงินปันผล ข่าวทางเศรษฐกิจ เป็นต้น ดังนั้นภายใต้สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับปานกลางนี้ ผู้ลงทุนที่ใช้ข่าวสารข้อมูลใหม่ที่สำคัญใด ๆ ที่ได้ประกาศให้สาธารณชนรับรู้แล้ว ผลตอบแทนที่ได้รับไม่ควรได้รับผลตอบแทนเกินกว่าอัตราผลตอบแทนรับรู้ความเสี่ยงโดยเฉลี่ย กล่าวคือไม่ควรได้รับกำไรที่สูงกว่ากำไรรับรู้ความเสี่ยงโดยเฉลี่ย หรือที่เรียกว่ากำไรเกินปกติ

3. ตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง

สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง กล่าวว่า ราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันสะท้อนข้อมูลทั้งหมดทั้งที่เป็นข้อมูลสาธารณะและข้อมูลส่วนบุคคลอย่างเต็มที่ ภายใต้สมมติฐานของตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูงนี้ ผู้ลงทุนที่ได้ใช้ข่าวสารทั้งที่เป็นข้อมูลสาธารณะและข้อมูลส่วนบุคคล ผู้ลงทุนไม่สามารถได้รับกำไรส่วนเกินปกติจากการใช้ข่าวสารดังกล่าว

จากผลการศึกษาการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง (ฐานัสต์ อานนท์กิจพานิช และสุรัชย์ จันทร์จรัส, 2552; ศุภวัฒน์ วัฒนธนปติ พิรุณา ไบโลว์ส และเวทวงศ์ พ่วงทรัพย์, 2555) เนื่องจากการศึกษาในครั้งนี้เป็นการนำข้อมูลเกี่ยวกับการประกาศจ่ายเงินปันผล ข้อมูลดังกล่าวเป็นข้อมูลสาธารณะที่ประกาศให้ประชาชนทราบ ดังนั้นการวิจัยนี้เป็นการศึกษาภายใต้ข้อสมมติว่าตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพในระดับกลาง

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในส่วนนี้จะมีการวิจัยที่เกี่ยวข้อง 2 ส่วนดังนี้

1. ผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีต่อราคาหลักทรัพย์
2. ปัจจัยที่ส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล

ผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีต่อราคาหลักทรัพย์

ตรงศักดิ์ อู่ดาราศักดิ์ (2540) ศึกษาผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเลือกใช้ข้อมูลของบริษัทที่มีการซื้อขายสูงสุด 100 อันดับแรกที่มีการจ่ายเงินปันผลสำหรับรอบระยะเวลาบัญชี 12 เดือนติดต่อกันอย่างน้อย 2 ปีระหว่างปี พ.ศ. 2535 – 2540 โดยแบ่งกลุ่มการศึกษาออกเป็น 3 กลุ่มคือ จ่ายเงินปันผลมากกว่าปีก่อน จ่ายเงินปันผลเท่ากับปีก่อน และจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าปีก่อน โดยใช้แบบจำลองตลาดในการหาผลตอบแทนที่เกินปกติ ผลการศึกษาพบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผล มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่เกินปกติ กลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลมากกว่าปีก่อนผลตอบแทนที่เกินปกติจะมีค่าเป็นบวก และมีค่าสูงกว่ากลุ่มที่จ่ายเงินปันผลลดลงและเท่าเดิม ผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับธีรศักดิ์ ธาราตานิต (2546) และ นนทวัชร อนุสรณ์พาณิชย์ (2548) ซึ่งได้ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยมีการแบ่งเป็น 3 กลุ่มเช่นกัน และผลการศึกษาของทั้ง 2 งาน พบว่าการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นถือเป็นข่าวดีต่อผู้ลงทุนเนื่องจากผลตอบแทนที่เกินปกติเป็นบวกในช่วงเกิดเหตุการณ์ และทำนองเดียวกัน การจ่ายเงินปันผลลดลงนับเป็นข่าวร้ายต่อนักลงทุนเนื่องจากผลตอบแทนที่เกินปกติเป็นลบ และการจ่ายเงินปันผลเท่าเดิมไม่มีผลตอบแทนที่เกินปกติเกิดขึ้น อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้แตกต่างจาก นวพร เนียมพลอย (2548) อภิญา อารมณชีน (2550) และชูเกียรติ วชิรศรีสุนทรา (2554) ได้ศึกษาผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 3 กลุ่ม คือกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลง และเท่าเดิม ผลการศึกษาพบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ โดยส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ทุกกลุ่มลดลง ซึ่งกลุ่มที่ราคาหลักทรัพย์ลดลงมากที่สุด คือกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และพบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลตอบแทนที่เกินปกติและผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นมีค่าเป็นลบ

Ozo and Arun (2019) ได้ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เป็นเงินสดในประเทศไนจีเรีย โดยวัดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมล้อมรอบวันประกาศจ่ายเงินปันผล พบว่า การจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นทำให้เกิดการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่เป็นบวก ในขณะที่การจ่ายเงินปันผลที่ลดลงทำให้เกิดการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่เป็นลบ และหากการจ่ายเงินปันผลไม่เปลี่ยนแปลงจะส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่เป็นบวก แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับ ตรงศักดิ์ อู่ดาราศักดิ์ (2540) และ ธีรศักดิ์ ธาราตานิต (2546) และ นนทวัชร อนุสรณ์พาณิชย์ (2548) ซึ่งศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ปัจจัยที่ส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล

อภิญา อารมณชีน (2550) ได้ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล เป็นการประกาศจ่ายเงินปันผลในรอบ 6 เดือนต่อเนื่อง ระหว่างปี 2546 - 2550 ผลการศึกษา พบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทขนาดเล็กจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ชูเกียรติ วชิรศรีสุนทรา (2554) ได้ศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับเงินปันผลที่มีการประกาศจ่ายสำหรับรอบระยะเวลาบัญชี 6 เดือนต่อเนื่องในช่วงเวลา ปี พ.ศ. 2549 - 2553 ผลการศึกษาเกี่ยวกับขนาดธุรกิจพบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทขนาดเล็กจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ซึ่งสอดคล้องกับ อภิญา อารมณชีน (2550)

การศึกษาในประเทศไทย พบเฉพาะปัจจัยขนาดเพียงปัจจัยเดียวที่ส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล อย่างไรก็ตามงานวิจัยในต่างประเทศมีการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล เช่น Mehta (2012) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของรัฐบาลบาปในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสหรัฐอเมริกาหรับเอมิเรตส์ ในปี ค.ศ. 2005 - 2009 โดยศึกษาตัวแปรดังนี้ ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยง สภาพคล่อง ขนาดองค์กร และ ปริมาณหนี้สิน โดยวิธีทดสอบคือ การทดสอบสหสัมพันธ์ และการทดสอบการถดถอยเชิงพหุแบบย้อนกลับ พบว่าขนาด ความเสี่ยง และความสามารถในการทำกำไรสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลได้ร้อยละ 42 และขนาดขององค์กรมีความสัมพันธ์ต่อการจ่ายเงินปันผลในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ และความสามารถในการทำกำไรที่วัดโดยอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ Tabari and Shirazi (2015) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลปี ค.ศ. 2008 - 2012 ผลการศึกษาพบว่าความสามารถในการทำกำไรและความเสี่ยงของธุรกิจไม่มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ แต่พบว่าอัตราส่วนสภาพคล่องของกิจการมีอิทธิพลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ

การพัฒนาสมมติฐานในการวิจัย

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตพบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลทำให้มีการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ผลการศึกษาในอดีตหลายงานวิจัยทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เป็นบวกในช่วงล้อมรอบวันประกาศจ่ายเงินปันผลโดยเฉพาะกลุ่มบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น (ตรงศักดิ์ อู่ธาราศักดิ์, 2540; อีร์ศักดิ์ ธาราตานิต (2546) และนันทวัชร อนุสรณ์พานิช (2548)) แต่อย่างไรก็ตาม บางงานวิจัยในอดีตกลับพบว่า อัตราผลตอบแทนสะสมเกิดขึ้นเป็นลบในช่วงล้อมรอบวันประกาศจ่ายเงินปันผล ไม่ว่าจะเป็นกลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลงและไม่เปลี่ยนแปลง (อภิญา อารมณชื่น, 2550; ชูเกียรติ วชิรศรีสุนทรา, 2554) ซึ่งงานวิจัยในอดีตเป็นการศึกษาในช่วงระยะเวลา 2546-2553 โดยผู้วิจัยศึกษาในช่วง 2555-2558 และกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมเพียงอุตสาหกรรมเดียว จึงคาดว่าจะมีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลเช่นกันแต่ไม่สามารถคาดการณ์ทิศทางได้ว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เป็นบวกหรือเป็นลบ ดังนั้น สมมติฐานที่ 1 เป็นการทดสอบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติในช่วงประกาศจ่ายเงินปันผลหรือไม่ ซึ่งสามารถตั้งสมมติฐานในรูปสมมติฐานแย้ง (alternative hypotheses) ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่เท่ากับศูนย์

$$H_1: \text{CAR}_{it} \neq 0$$

Cumulative Abnormal Return (CAR_{it}) = ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่ i ในครั้งที่ t

สมมติฐานที่ 2 ถึง 4 เป็นการศึกษาว่าปัจจัยที่ส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยเป็นการทดสอบว่าขนาดของบริษัท สภาพคล่อง และความสามารถในการทำกำไรแตกต่างกันจะส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์แตกต่างกันหรือไม่

จากการศึกษางานวิจัยในอดีต พบว่า ปัจจัยขนาดมีผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ โดยการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทขนาดเล็กจะส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์มากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ (อภิญา อารมณชื่น, 2550; ชูเกียรติ วชิรศรีสุนทรา 2554) อย่างไรก็ตาม ดังนั้นจึงคาดการณ์ว่าการตอบสนองของ

ราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลจะแตกต่างกันตามขนาดของกิจการ ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานที่ 2 ไว้ดังนี้

สมมติฐานที่ 2 ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของบริษัทที่มีขนาดเล็กไม่เท่ากับผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของบริษัทที่มีขนาดใหญ่

$$H_2: CAR_{small} \neq CAR_{big}$$

Cumulative Abnormal Return of Small Firms (CAR_{small}) = ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของบริษัทที่มีขนาดเล็ก

Cumulative Abnormal Return of Big Firms (CAR_{big}) = ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของบริษัทที่มีขนาดใหญ่

อย่างไรก็ตาม สำหรับปัจจัยสภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไร ไม่มีงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไรแตกต่างกันว่าจะส่งผลกระทบต่อตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่แตกต่างหรือไม่ แต่มีการศึกษาว่าสภาพคล่องส่งต่อการจ่ายเงินปันผลในทิศทางบวก (Mehta, 2012; Tabari and Shirazi, 2015) และความสามารถในการทำกำไรส่งต่อการจ่ายเงินปันผลในทิศทางลบ (Mehta, 2012) ผู้วิจัยจึงคาดการณ์ว่า 2 ปัจจัยนี้จะส่งผลกระทบต่อตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล จึงตั้งสมมติฐานที่ 3 และ 4 ไว้ดังนี้

สมมติฐานที่ 3 ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของบริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำไม่เท่ากับผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของบริษัทที่มีสภาพคล่องสูง

$$H_3: CAR_{lowliq} \neq CAR_{highliq}$$

Cumulative Abnormal Return of Low liquidity Firms (CAR_{lowliq}) = ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของบริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำ

Cumulative Abnormal Return of High liquidity Firms ($CAR_{highliq}$) = ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของบริษัทที่มีสภาพคล่องสูง

สมมติฐานที่ 4 ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำไม่เท่ากับผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสูง

$$H_4: CAR_{lowroe} \neq CAR_{highroe}$$

Cumulative Abnormal Return of Low Return on Equity Firms (CAR_{lowroe}) = ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำ

Cumulative Abnormal Return of High Return on Equity Firms ($CAR_{highroe}$) = ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสูง

ระเบียบวิธีการศึกษา

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการศึกษาครั้งนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ในระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2558 ที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับรอบระยะเวลาบัญชี 12 เดือนต่อเนื่องอย่างน้อยสองปี โดยกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษาจะต้องเข้าเกณฑ์ดังต่อไปนี้

1. บริษัทต้องไม่มีการประกาศเหตุการณ์อื่นในวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลรวมถึง 3 วันก่อนและหลัง เพื่อให้มั่นใจว่าการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เกิดจากการประกาศจ่ายเงินปันผลเท่านั้น โดยไม่

รวมการจ่ายเป็นหุ้นปันผล การศึกษาครั้งนี้จะหาข่าวอื่นในช่วง 3 วันก่อนและหลังประกาศจ่ายเฉพาะ www.settrade.com เท่านั้น แต่จะไม่รวมถึงแหล่งข่าวอื่น

2. การประกาศจ่ายเงินปันผลต้องเป็นการประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับรอบระยะเวลาบัญชี 12 เดือนตามปกติของบริษัทเท่านั้น ซึ่งไม่รวมถึงการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เป็นการประกาศจ่ายเพิ่มเติมโดยไม่ระบุรอบระยะเวลาบัญชีและไม่รวมถึงบริษัทที่ไม่ระบุวันที่จ่ายเงินปันผล และเป็นบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุด 31 ธันวาคม ระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2558 และไม่รวมถึงบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล

3. การเก็บราคาปิดของหลักทรัพย์ในแต่ละวัน หากวันใดไม่มีการซื้อขาย จะใช้ราคาปิดในวันทำการก่อนหน้า

4. การเก็บข้อมูลดัชนีราคาหลักทรัพย์ จะใช้ข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5. การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาภายใต้ขอบเขตว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลางซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ ฐานัสต์ อานนท์กิจพานิช และ สุรัชย์ จันทร์จรัส (2552) ศุภวัฒน์ วัฒนธนปติ พิรุณา ไบโลว์ส และเวทวงศ์ พ่วงทรัพย์ (2555)

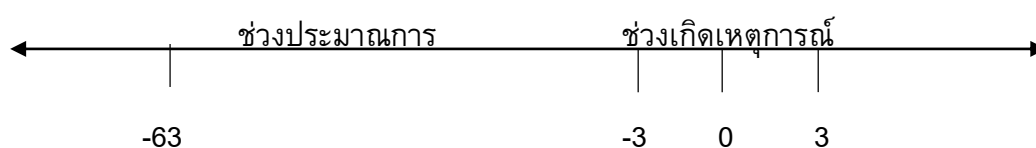
การวิเคราะห์ข้อมูล

1. สถิติเชิงพรรณนา

การศึกษานี้จะอธิบายสถิติเชิงพรรณนาที่ใช้วิเคราะห์ข้อมูลประกอบไปด้วย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และค่าสัมประสิทธิ์ความแปรผันของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ ($\bar{R}_i$) ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์ ($\bar{R}_m$) ค่าอัลฟา (α_i) ค่าเบต้า (β_i) และค่าผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return – CAR) ของหลักทรัพย์ ทั้งหมด 31 บริษัท จำนวนครั้งที่ประกาศจ่ายเงินปันผล 112 ครั้ง และในการศึกษาครั้งนี้ผู้ศึกษาได้ศึกษาเพิ่มเติมโดยการแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลลดลง เท่าเดิม และเพิ่มขึ้นจากปีก่อน

2. กำหนดช่วงเหตุการณ์ที่ศึกษาเพื่อใช้ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม

การศึกษานี้กำหนดช่วงระหว่างเกิดเหตุการณ์ 7 วัน คือช่วงเวลา 3 วันก่อนและหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล และกำหนดช่วงการประมาณการ คือช่วงระยะเวลาก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล 60 วัน เพื่อใช้ในการคำนวณตามแบบจำลองตลาด ดังแสดงแผนภาพได้ดังนี้



3. การคำนวณผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return – CAR)

เพื่อวิเคราะห์ว่ามีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่มีต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลหรือไม่โดยมีวิธีการคำนวณค่าดังต่อไปนี้

3.1 การคำนวณผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ (Expected Return ($E(R_{it})$))

การคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ประกาศจ่ายเงินปันผล สามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \text{ ----- (1)}$$

โดยกำหนดให้

$E(R_{it})$ = ผลตอบแทนที่คาดหวังรายวันของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-3 ถึง +3 วัน)

α_i = ค่าอัลฟาของหลักทรัพย์ i

β_i = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ i

R_{mt} = ผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์ ณ ช่วงเวลา t (-3 ถึง +3 วัน)

โดยวิธีการคำนวณหาค่าอัลฟา (α_i) และค่าเบต้า (β_i) ดังนี้

ค่าอัลฟา (α_i) คือ ค่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์เมื่อตลาดไม่มีการเปลี่ยนแปลง ค่าอัลฟาที่มีนัยสำคัญทางสถิตินั้นแสดงผลตอบแทนส่วนเกินที่ผู้ลงทุนได้รับจากหลักทรัพย์ ในขณะที่ตลาดโดยรวมมีผลตอบแทนเป็นศูนย์ สามารถคำนวณค่าอัลฟาได้จากสมการดังนี้

$$\alpha_i = \bar{R}_i - \beta_i \bar{R}_m$$

โดยกำหนดให้

α_i = ค่าอัลฟาของหลักทรัพย์ i

$\bar{R}_i$ = ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ i

β_i = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ i

$\bar{R}_m$ = ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์

ค่าเบต้า (β_i) คือ ดัชนีที่ใช้วัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ ค่าเบต้าจะบ่งบอกระดับและทิศทาง การเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ และเปรียบเทียบกับ การเปลี่ยนแปลงของตลาดหลักทรัพย์ ค่าเบต้าสามารถคำนวณได้จากสมการดังนี้

$$\beta_i = \frac{\sum_{i=1}^N (R_{it} - \bar{R}_i)(R_{mt} - \bar{R}_m)}{\sum_{i=1}^N (R_{mt} - \bar{R}_m)^2}$$

โดยกำหนดให้

β_i = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ i

R_{it} = ผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ i

$\bar{R}_i$ = ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ i

R_{mt} = ผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์

$\bar{R}_m$ = ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์

การคำนวณหาค่าอัลฟาและค่าเบต้าในการศึกษาครั้งนี้ใช้ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละบริษัทย้อนหลังก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล 60 วัน (-63 ถึง -4 วัน) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่ใช้ระยะเวลา 60 วันก่อนประกาศจ่ายเงินปันผลเช่นกัน (อภิญา

อารมณ์ขึ้น, 2550) เพื่อคำนวณค่าอัลฟาและค่าเบต้าในช่วงเหตุการณ์ปกติของหลักทรัพย์ ค่าอัลฟาและเบต้าที่ได้จากการคำนวณ ให้นำค่าเบต้าและอัลฟาไปแทนค่าในสมการที่ (1) เพื่อคำนวณผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ ($E(R_{it})$)

วิธีการคำนวณผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ (R_{mt}) ดังนี้

ในการศึกษาได้ใช้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการคำนวณผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ คำนวณจากสมการดังนี้

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

โดยกำหนดให้

R_{mt} = ผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์รายวันในวันที่ t

SET_t = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ในวันที่ t

SET_{t-1} = ดัชนีราคาหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์ในวันเปิดทำการก่อนหน้า

นำผลจากการคำนวณผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงการเกิดเหตุการณ์ 7 วัน ไปแทนค่าในสมการที่ (1) เพื่อการคำนวณผลตอบแทนที่คาดหวังรายวันของหลักทรัพย์และนำผลการคำนวณผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงประมาณการ 60 วัน ในการคำนวณค่าอัลฟาและเบต้าของหลักทรัพย์ เป็นผลการคำนวณผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2558

นำผลการคำนวณผลตอบแทนที่คาดหวัง ($E(R_{it})$) ของหลักทรัพย์ในช่วงการเกิดเหตุการณ์ 7 วัน ไปแทนค่าในสมการที่ (2) เพื่อคำนวณผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์

3.2 การคำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (R_{it})

ใช้ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ในการคำนวณอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จากการเปลี่ยนแปลงราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ สามารถคำนวณจากสมการดังนี้

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

โดยกำหนดให้

R_{it} = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

P_{it} = ราคาปิดหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

P_{it-1} = ราคาปิดหลักทรัพย์ i ในวันเปิดทำการก่อนหน้า

นำผลการคำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงการเกิดเหตุการณ์ 7 วันไปแทนค่าในสมการที่ (2) เพื่อคำนวณผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์

3.3 การคำนวณหาผลตอบแทนที่เกินปกติ (Abnormal Return: ϵ_{it})

คำนวณได้จากการนำผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล สามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \text{ ----- (2)}$$

โดยกำหนดให้

ε_{it} = ผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-3 ถึง +3 วัน)

R_{it} = ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-3 ถึง +3 วัน)

$E(R_{it})$ = ผลตอบแทนที่คาดหวังรายวันของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-3 ถึง +3 วัน)

นำผลการคำนวณผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ในช่วงการเกิดเหตุการณ์ 7 วัน ไปแทนค่าในสมการที่ (3) เพื่อคำนวณผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์

3.4 การคำนวณผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return – CAR)

ผลตอบแทนที่เกินปกติรายวันของหลักทรัพย์ แต่เมื่อนำมารวมกันในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 7 วัน (-3 ถึง +3 วัน) เพื่อหาผลตอบแทนที่เกินปกติทั้งหมดในช่วงที่ประกาศจ่ายเงินปันผล สามารถคำนวณได้จากสมการ

$$CAR_t = \sum_{t=1}^n \varepsilon_{it} \text{ ----- (3)}$$

โดยกำหนดให้

CAR_t = ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมตั้งแต่วันที่ t (-3 ถึง +3 วัน)

ε_{it} = ผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t (-3 ถึง +3 วัน)

นำผลการคำนวณผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงการเกิดเหตุการณ์ 7 วันไปทดสอบสมมติฐานทางสถิติที่ 1 ถึง 4

4. การแบ่งกลุ่มตัวอย่างเพื่อใช้ในการทดสอบปัจจัยที่มีผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล

จากการทบทวนวรรณกรรมในส่วนที่ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล สามารถแบ่งกลุ่มของตัวอย่างเป็น 3 กลุ่มได้ดังนี้

1. ขนาดของบริษัท (Size)

การแบ่งกลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็ก และ บริษัทที่มีขนาดใหญ่ โดยจะวัดจากสินทรัพย์รวมถัวเฉลี่ย 4 ปีของตัวอย่างมาเรียงลำดับจากน้อยไปหามากและหามัธยฐาน โดยกำหนดให้กลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็ก คือกลุ่มกิจการที่มีสินทรัพย์รวมน้อยกว่าหรือเท่ากับมัธยฐาน และกลุ่มบริษัทที่มีขนาดใหญ่ คือกลุ่มกิจการที่มีสินทรัพย์รวมมากกว่ามัธยฐาน

2. สภาพคล่อง (Liquidity)

การแบ่งกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำ และ บริษัทที่มีสภาพคล่องสูง โดยวัดจากอัตราส่วนทุนหมุนเวียน โดยมีสูตรการคำนวณ ดังนี้

$$\text{อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (เท่า)} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

โดยจะวัดจากค่าถัวเฉลี่ยของอัตราส่วนทุนหมุนเวียน 4 ปีของตัวอย่างมาเรียงลำดับจากน้อยไปหามากและหามัธยฐาน โดยกำหนดให้กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำ คือกลุ่มกิจการที่มีสภาพคล่องน้อยกว่าหรือเท่ากับมัธยฐาน และกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องสูง คือกลุ่มกิจการที่มีสภาพคล่องมากกว่ามัธยฐาน

3. ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

การแบ่งกลุ่มตัวอย่างจากความสามารถในการทำกำไร โดยวัดจากอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) โดยมีสูตรการคำนวณ ดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ร้อยละ)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{รวมส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย}} * 100$$

โดยจะใช้ค่าเฉลี่ย 4 ปีของตัวอย่างมาเรียงลำดับจากน้อยไปหามากและหามัธยฐาน โดยกำหนดให้กลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำ คือกลุ่มกิจการที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นน้อยกว่าหรือเท่ากับมัธยฐาน และกลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสูง คือกลุ่มกิจการที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นมากกว่ามัธยฐาน

5. สถิติเชิงอนุมาน

สถิติที่ใช้ในการทดสอบสมมติฐาน สมมติฐานที่ 1 เป็นการทดสอบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติหรือไม่ โดยจะใช้ One sample t test ในสมมติฐานที่ 2 – 4 เป็นการทดสอบปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนที่เกินปกติ จะใช้ Independent sample t-test เนื่องจากสมมติฐานที่ 1-4 เป็นการตั้งสมมติฐานแบบไม่มีทิศทาง จึงเป็นการทดสอบโดยใช้การทดสอบ 2 ทาง (two-tailed test)

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

1. ลักษณะของกลุ่มตัวอย่าง

จากการศึกษาพบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ในระหว่างปี 2555 – 2558 ต่อเนื่องกันอย่างน้อยสองปี มีการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 112 ครั้ง จำนวนทั้งหมด 31 บริษัท และได้ศึกษาเพิ่มเติมโดยการแบ่งกลุ่มตัวอย่างเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลลดลงคิดเป็น ร้อยละ 35 ของทั้งหมด และกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลเท่าเดิมคิดเป็นร้อยละ 20 ของทั้งหมด และกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นคิดเป็นร้อยละ 45 ของทั้งหมด

2. การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล

2.1 สถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้คำนวณผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมและผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม

ข้อมูล	จำนวนข้อมูล (ตัวอย่าง)	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าสัมประสิทธิ์ ความแปรผัน
$\bar{R}_i$	112	-0.0256	0.0453	0.0030	0.0104	3.5061
$\bar{R}_m$	112	-0.0057	0.0069	0.0007	0.0027	3.8571
Alpha	112	-0.0483	0.0070	0.0008	0.0051	6.3750
Beta	112	-1.3639	1.9330	0.4110	0.4265	1.0377
CAR	112	-0.1637	0.3711	0.0154	0.0836	5.4345

หมายเหตุ : $\bar{R}_i$ คือ ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์

$\bar{R}_m$ คือ ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์

Alpha คือ ค่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์เมื่อตลาดไม่มีการเปลี่ยนแปลง

Beta คือ ดัชนีที่ใช้วัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ

CAR คือ ค่าผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม

จากตารางที่ 1 พบว่าค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ ($\overline{R}_i$) คือ มีค่าต่ำสุดติดลบ คือ บริษัท ซีเอสพี สติลเซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) และมีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ มีค่าสูงสุดคือ บริษัท สยามภัณฑกรู๊ป จำกัด (มหาชน) แต่โดยรวมแล้วมีค่าเฉลี่ยเป็นบวก เนื่องจากราคาหลักทรัพย์มีความผันผวนในช่วงเวลาที่ศึกษา

ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์ ($\overline{R}_m$) มีค่าต่ำสุดติดลบ และค่าสูงสุดของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์เป็นบวก โดยสรุปมีค่าเฉลี่ยของค่าเฉลี่ยผลตอบแทนรายวันของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเหตุการณ์ที่ศึกษาพบว่ามีค่าเป็นบวก และมีความผันผวนของดัชนีตลาดหลักทรัพย์

ค่าอัลฟาที่มีค่าต่ำสุดติดลบนั้น คือ บริษัท อลูคอน จำกัด (มหาชน) และค่าอัลฟาที่มีค่าสูงสุดคือ บริษัท ชูโก จำกัด (มหาชน) ค่าเฉลี่ยของค่าอัลฟาที่เป็นบวก หมายถึง โดยรวมแล้วอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนส่วนที่ไม่เป็นระบบ อัตราผลตอบแทนจะไม่เปลี่ยนแปลงไปตามอัตราผลตอบแทนโดยรวมของหลักทรัพย์อื่น ๆ ในตลาดซึ่งเป็นผลกระทบจากคุณลักษณะเฉพาะตัวของหลักทรัพย์นั้น ๆ

ค่าเบต้าที่มีค่าต่ำสุดติดลบนั้นคือบริษัท อลูคอน จำกัด (มหาชน) ซึ่งหมายความว่า การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จะมีพฤติกรรมตรงกันข้ามกับตลาด กล่าวคือ ราคาของตลาดเพิ่มขึ้น ราคาของหลักทรัพย์นั้นลดลง หรือราคาของตลาดลดลง ราคาของหลักทรัพย์นั้นเพิ่มขึ้น และค่าเบต้าที่มีค่าสูงสุดซึ่งมีค่า 1.9330 คือ บริษัท ที.กรุงเทพอุตสาหกรรม จำกัด (มหาชน) ซึ่งหมายถึงหลักทรัพย์มีความผันผวนสูงกว่าตลาด กล่าวคือ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จะมีทิศทางไปในทิศทางเดียวกันกับตลาดแต่จะมีอัตราการเปลี่ยนแปลงที่สูงกว่าตลาด อย่างไรก็ตาม ค่าเฉลี่ยของค่าเบต้ามักมีค่าน้อยกว่า 1 หมายความว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมจะน้อยกว่าของตลาด กล่าวคือการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์จะมีทิศทางไปในทิศทางเดียวกันกับตลาดแต่จะมีอัตราการเปลี่ยนแปลงที่น้อยกว่าตลาด

ค่าผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (CAR) ที่มีค่าต่ำสุดติดลบนั้นคือ บริษัท ซีเอสพี สติลเซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) และค่าผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมที่มีค่าสูงสูดนั้นคือ บริษัท อลูคอน จำกัด (มหาชน) โดยค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมมีค่าเป็นบวก แสดงให้เห็นว่าเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นเป็นข่าวเชิงบวก

ตารางที่ 2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมจำแนกกลุ่มตามการจ่ายเงินปันผล

กลุ่ม	จำนวนข้อมูล (ตัวอย่าง)	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าสัมประสิทธิ์ ความแปรผัน
จ่ายลดลง	39	-0.0883	0.2392	0.0020	0.0657	32.85
จ่ายเท่าเดิม	22	-0.1166	0.0754	-0.0060	0.0518	-8.6333
จ่ายเพิ่มขึ้น	51	-0.1637	0.3711	0.0349	0.1018	2.9169

จากตารางที่ 2 ค่าต่ำสุดของอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของทุกกลุ่มมีค่าติดลบ แต่ในกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลเท่าเดิมเมื่อเทียบกับปีก่อนมีค่าเฉลี่ยที่ติดลบ และค่าสัมประสิทธิ์ความแปรผันติดลบด้วย ซึ่งแสดงถึงข้อมูลมีการกระจายค่อนข้างต่ำ จึงสามารถกล่าวได้ว่ากลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลเท่าเดิมนั้นมีความสัมพันธ์ในเชิงลบ และกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลลดลงและเพิ่มขึ้นมีค่าเฉลี่ยเป็นบวก

2.2 การทดสอบสมมติฐานทางสถิติ

ในการทดสอบสมมติฐานที่ 1 เป็นการทดสอบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผล ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติในช่วงประกาศเงินปันผลหรือไม่ ผลการทดสอบสมมติฐานจำแนกตามกลุ่มบริษัทที่จ่ายปันผลลดลง จ่ายเท่าเดิม หรือจ่ายเพิ่มขึ้นแสดงได้ตามตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ค่าทดสอบทางสถิติของผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม

กลุ่ม	t-statistics	จำนวนตัวอย่าง	Sig. (2-tailed)
รวมทั้งหมด	1.947	112	0.054*
จ่ายลดลง	0.186	39	0.853
จ่ายเท่าเดิม	-0.542	22	0.594
จ่ายเพิ่มขึ้น	2.444	51	0.018**

หมายเหตุ : ** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

* ณ ระดับนัยสำคัญ 0.10

จากตารางที่ 3 ผู้ศึกษาได้ทำการทดสอบการประกาศจ่ายเงินปันผลของผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 112 ตัวอย่าง และผลการทดสอบทางสถิติของกลุ่มตัวอย่างรวมทั้งหมดมีค่า นัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ 0.054 ซึ่งสรุปผลได้ว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลของกลุ่มอุตสาหกรรม สินค้าอุตสาหกรรมนั้นมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.10 และผู้ศึกษาได้ศึกษาเพิ่มเติมโดยการแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 3 กลุ่ม คือ กลุ่มที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลลดลง เท่าเดิม และเพิ่มขึ้น โดยผลการทดสอบทางสถิติพบว่า กลุ่มที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมหรืออาจกล่าวได้ว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

3. การศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล

ผู้ศึกษาได้ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล 3 ปัจจัย ได้แก่ ขนาดของบริษัท ซึ่งวัดโดย สินทรัพย์รวม สภาพคล่องของบริษัท ซึ่งวัดโดย อัตราส่วนทุนหมุนเวียน และความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดโดย อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมจำแนกตามปัจจัยขนาด สภาพคล่อง และความสามารถในการทำกำไร แสดงได้ตามตารางที่ 4

ตารางที่ 4 ค่าสถิติเชิงพรรณนาของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมจำแนกตามปัจจัยขนาด สภาพคล่องและความสามารถในการทำกำไร

กลุ่ม	จำนวนข้อมูล (ตัวอย่าง)	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ค่าส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน	ค่าสัมประสิทธิ์ ความแปรผัน
ขนาดเล็ก	58	-0.1637	0.2392	0.0117	0.0629	5.3761
ขนาดใหญ่	54	-0.1166	0.3711	0.0141	0.0897	6.3617
สภาพคล่องต่ำ	54	-0.1637	0.3711	0.0176	0.0859	4.8807
สภาพคล่องสูง	58	-0.1341	0.3059	0.0083	0.0674	8.1205
ROE ต่ำ	58	-0.1637	0.1452	-0.0046	0.0614	-13.3478
ROE สูง	54	-0.0963	0.3711	0.0315	0.0871	2.7651

ผลของค่าสถิติเชิงพรรณนา พบว่า ค่าต่ำสุดของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมทุกกลุ่มมีค่าติดลบแต่โดยรวมแล้ว ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเกือบทุกกลุ่มนั้นเป็นบวก ยกเว้นกลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำซึ่งมีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมติดลบ นอกจากนี้ จากการพิจารณาค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสม กลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็กและขนาดใหญ่มีค่าเฉลี่ยแตกต่างกันไม่มาก ส่วนกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำและสภาพคล่องสูง มีค่าเฉลี่ยที่แตกต่างกันประมาณ 2 เท่า อีกทั้งกลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำมีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมติดลบ ในขณะที่กลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงมีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเป็นบวก อย่างไรก็ตาม การจะทราบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมมีความแตกต่างกันตามปัจจัยขนาดของบริษัท สภาพคล่อง และความสามารถในการทำกำไรอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ต้องใช้การทดสอบ t-test ผลการทดสอบแสดงได้ดังตารางที่ 5

ตารางที่ 5 การทดสอบความแปรปรวนของผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมและการทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมระหว่างกลุ่ม

ปัจจัย	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means	
	F Value	Sig. (2-tailed)	t-statistics	Sig. (2-tailed)
ขนาด	4.181	0.043**	0.161	0.872
สภาพคล่อง	1.128	0.290	-0.641	0.523
อัตราผลตอบแทน ส่วนของผู้ถือหุ้น	0.913	0.341	2.548	0.012**

หมายเหตุ : ** ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

ผลการทดสอบ t-test พบว่ากลุ่มบริษัทขนาดเล็กและขนาดใหญ่มีค่าผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมไม่แตกต่างกัน และกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำและกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงมีค่าผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมไม่แตกต่างกัน แต่กลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำและกลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทยุติการมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 จากผลการทดสอบทางสถิติตามอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทยุติการจึงศึกษาเพิ่มเติม โดยจะใช้ค่า Sig. (1-tailed) เท่ากับ 0.006 พบว่า อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในกลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสูงมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (ค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0315) มากกว่ากลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำ (ค่าเฉลี่ยเท่ากับ -0.0046) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

สรุปผลการศึกษา

การศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล ได้แบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลลดลง เท่าเดิม และเพิ่มขึ้น ผลการศึกษาพบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลของกลุ่มอุตสาหกรรม สินค้าอุตสาหกรรมส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ กล่าวคืออัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมไม่เท่ากับศูนย์ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.10 และบริษัทจด

ทะเบียนกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นการประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 และมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่กลุ่มที่จ่ายเงินปันผลลดลงและเท่าเดิมนั้นการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ แสดงให้เห็นว่านักลงทุนมีการตอบสนองต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น

ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำและสูงนั้นมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติต่อประกาศจ่ายเงินปันผลแตกต่างกันและพบว่าอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในกลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสูงมีอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมมากกว่ากลุ่มที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำอย่างมีนัยสำคัญ

อภิปรายผล

จากการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อนนักลงทุนมีการตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นในเชิงบวก (อัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมเป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของตรงศักดิ์ อุ๋ดราศักดิ์ (2540) อิศศักดิ์ ธาราตานิต (2546) นนทวัชร อนุสรณ์พาณิชย์ (2548) และ Ozo and Arun (2019) ซึ่งผลการศึกษาเป็นค่าเป็นบวก แสดงถึงการประกาศจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของนพพร เนียมพลอย (2548) อภิญา อารมณชีน (2550) และ ชูเกียรติ วิชรศรีสุนทรา (2554) ซึ่งผลการศึกษาเป็นค่าเป็นเชิงลบ แสดงถึงการประกาศจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง

จากการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล พบว่า ไม่ว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กหรือขนาดใหญ่ การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นไม่แตกต่างกัน ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ ชูเกียรติ วิชรศรีสุนทรา (2554) และ อภิญา อารมณชีน (2550) ซึ่งพบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลของธุรกิจขนาดเล็กจะมีค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสูงกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ และพบว่ากลุ่มบริษัทขนาดเล็กได้รับผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ให้ลดลงมากกว่าบริษัทขนาดใหญ่ นอกจากนี้ผลการศึกษาพบว่ากลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงจะมีอัตราผลตอบแทนสะสมที่สูงกว่ากลุ่มบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำซึ่งในประเด็นนี้ยังไม่มีงานวิจัยในอดีตสนับสนุน

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาค้างนี้

นักลงทุนควรใช้ข้อมูลดังกล่าวเพื่อประกอบการตัดสินใจลงทุน และนักลงทุนควรพิจารณาลงทุนบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นจากปีก่อน เนื่องจากการประกาศจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นตลอดช่วงเหตุการณ์ประกาศจ่ายเงินปันผล 7 วัน ดังนั้นนักลงทุนควรพิจารณาทำการซื้อหุ้นในช่วง 3 วันก่อนและหลังที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัท และควรเลือกลงทุนในบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นสูงมากกว่าลงทุนในบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำ

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาค้างต่อไป

ผู้ศึกษาอาจเลือกศึกษาในหมวดอุตสาหกรรมอื่นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ อาจเพิ่มปัจจัยอื่น ๆ ที่คาดว่าจะส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล เช่น ความสามารถในการชำระหนี้ หรืออาจเพิ่มช่วงระยะเวลาในการคำนวณอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมมากกว่า 7 วัน เช่น ในช่วงระยะเวลา 15 วัน

เอกสารอ้างอิง

- ชูเกียรติ วชิรศรีสุนทร. (2554). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยศิลปากร).
- ฐานิสต์ อานนท์กิจพานิช และสุรัชย์ จันทน์จรัส. (2552). การทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยขอนแก่น).
- ตรงศักดิ์ อุदारาศักดิ์. (2540). ผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีต่อราคาหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย).
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). พัฒนาการตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนับตั้งแต่เริ่มซื้อขาย (ปี 2517-2557). สืบค้นจาก http://www.set.or.th/setresearch/presentation_p1.html
- ธีรศักดิ์ ธาราสาณิต. (2546). ผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีต่อผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงวันประกาศจ่ายเงินปันผล. (การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเองปริญญาโทบริหารธุรกิจ, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย).
- นนทวัชร์ อนุสรณ์พาณิชย์. (2548). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผล. (การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเองปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์).
- นพพร เนียมพลอย. (2548). ผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การศึกษาค้นคว้าด้วยตนเองปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์).
- ศุภวัฒน์ วัฒนธนาปติ, พิรุณา ไบโลว์ส และเวทวงศ์ พ่วงทรัพย์. (2555). การทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในมิติของข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องกับนโยบายทางการเงินของประเทศสหรัฐอเมริกา. *สุทธิปริทัศน์*, 26(79), 109-130.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). การบริหารกลุ่มสินทรัพย์ลงทุน *ทฤษฎีตลาดทุน*. กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- อภิญา อารมณชื่น. (2550). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์).
- Gordon, M. J. (1962). Dividend, earnings, and stock price. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105.
- Mehta, A. (2012). An empirical analysis of determinants of dividend policy - Evidence from the UAE companies, *Global Review of Accounting and Finance*, 3(1), 18-31.
- Ozo, F. K. & Arun, T. G. (2019). Stock market reaction to cash dividends: evidence from the Nigerian stock market. *Managerial Finance*, 45(3), 366-380.
- Tabari, N. A. Y. & Shirazi, S. (2015). Examining the determinants of dividend policy in listed companies in Tehran Stock Exchange. *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences*, 5(S3), 2375-2382.

