

ผลกระทบจากการประกาศจ่ายหุ้นปันผล:
หลักฐานเชิงประจักษ์จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
Stock Dividend Announcement Effect:
Evidence from the Stock Exchange of Thailand

ปัญญาพัฒน์ จิโน

นักศึกษาปริญญาโท คณะบริหารธุรกิจ สาขาการเงิน มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี
โทร.092-595-2250 E-mail: panjapat_c@rmutt.ac.th

สุภา ทองคง

อาจารย์ประจำสาขาการเงิน มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี
โทร.081-837-3899 E-mail: supa_t@rmutt.ac.th

Panjapat Chino

MBA Student in Finance, Rajamangala University of Technology Thanyaburi

Supa Tongkong

Lecturer in Finance, Rajamangala University of Technology Thanyaburi

รับเข้า: 27 กุมภาพันธ์ 2562 แก้ไข: 28 มีนาคม 2562 ตอรับ: 3 เมษายน 2562

บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบจากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ระหว่างปี พ.ศ.2557 - 2561 การวิจัยครั้งนี้ใช้กลุ่มตัวอย่าง 35 เหตุการณ์การประกาศจ่ายหุ้นปันผล ใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ที่สนใจ (Event study) เพื่อทดสอบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในช่วงกรอบเวลา 41 วันของเหตุการณ์การประกาศจ่ายหุ้นปันผล ใช้วิธีการสร้างแบบจำลองตลาด (Market Model) เพื่อคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังสถิติที่ใช้ในการทดสอบ คือ One Sample t-test เพื่อทดสอบระดับนัยสำคัญของผลตอบแทนเกินปกติ (AR) และผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) ผลการวิจัย พบว่า เกิดผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เป็นบวกในช่วงวันประกาศจ่ายหุ้นปันผลเท่ากับ 2.19% และมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 และยังพบอีกว่าผลตอบแทนเกินปกติเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องอีกหลายวัน หลังจากนั้นจึงกลับสู่ภาวะปกติ การที่ผลตอบแทนเกินปกติสะสมไม่ได้ลดลงทันทีหลังจากที่ผ่านช่วงวันประกาศจ่ายหุ้นปันผล แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังไม่เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-strong market efficiency) ตามสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis: EMH)

คำสำคัญ: หุ้นปันผล การประกาศจ่ายหุ้นปันผล ผลตอบแทนเกินปกติ

Abstract

The purpose of this research was to study stock dividend announcement effect to stock price of SET100 companies listed on The Stock Exchange of Thailand during the period 2014 to 2018. The sample consisted of 35 observations. Event Study Methodology (ESM) was applied to examine the market reaction to dividend announcement on the stock price surrounding forty-one days of announcement. The market model was used to generate the expected returns. Furthermore, the one sample t-test was employed to examine the significance of abnormal returns and cumulative abnormal returns. The findings from the stock dividend release sample indicated that there was a significant positive abnormal returns on the announcement dates. The cumulative abnormal returns existed 2.19% at a significant level of .05 besides, it found that there was an overreaction straight after the announcement day, then a correcting attempt in the post event and then it goes back to normal. It implies that stock prices do not drop shortly after the dividend announcement, which would specify that The Stock Exchange of Thailand is not exhibit semi-strong market efficiency according to Efficient Market Hypothesis (EMH).

Keywords: stock dividend, stock dividend announcement, abnormal return

บทนำ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ถือเป็นแหล่งระดมเงินทุนและเป็นแหล่งลงทุนที่สำคัญ เป็นตัวกลางในการช่วยเหลือธุรกิจเพื่อระดมเงินทุนเพื่อใช้ในการขยายกิจการ และยังเปิดโอกาสให้นักลงทุนเข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์เพื่อลงทุนและมีส่วนร่วมเป็นเจ้าของกิจการ ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ.2561 พบว่า ปัจจุบันมีนักลงทุนที่เปิดบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์ 1,661,046 ราย มูลค่าการซื้อขายรวมตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีมูลค่าถึง 13,820,219.77 ล้านบาท จำนวนบริษัทจดทะเบียนที่มีการจ่ายปันผลรวม 534 บริษัท มูลค่าเงินปันผลรวม 519,546 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปีก่อน 2.78% และคิดเป็นอัตราเงินปันผลตอบแทนเฉลี่ย 3.13% (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2561) นอกจากนี้ปันผลที่นักลงทุนจะได้รับสามารถเป็นได้ทั้งเงินสดปันผล (Cash Dividend) และหุ้นปันผล (Stock Dividend) ขึ้นอยู่กับนโยบายของบริษัท กระแสเงินสดและการลงทุนของบริษัทในอนาคต งานวิจัยก่อนหน้านี้มีหลายงานวิจัยที่ได้ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินสดปันผล แต่กรณีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลยังไม่พบผลการศึกษาว่าราคาหลักทรัพย์

มีการตอบสนองอย่างไรต่อเหตุการณ์การประกาศจ่ายหุ้นปันผลเหมือนหรือแตกต่างกับการประกาศจ่ายเงินสดปันผลอย่างไร นอกจากนี้การศึกษาของ Suwanna, T. (2012) ก่อนหน้านี้พบว่า บริษัทที่ประกาศจ่ายเงินสดปันผลเพิ่มขึ้นทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เป็นบวก และถ้าบริษัทจ่ายเงินสดปันผลลดลงหรือไม่จ่ายทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เป็นลบ ซึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis) ที่กล่าวว่าในตลาดที่มีประสิทธิภาพแบบกลาง (Semi-Strong Form Efficiency) ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงตามข้อมูลข่าวสารที่สาธารณชนได้รับอย่างรวดเร็วและไม่มีอคติ ไม่มีใครสามารถทำกำไรส่วนเกินได้จากข้อมูลข่าวสารที่สาธารณชนได้รับ

จากข้อมูลข้างต้นจะเห็นได้ว่า บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีแนวโน้มกำไรเพิ่มสูงขึ้นและจ่ายปันผลสูงขึ้น เป็นมูลค่าหลายแสนล้านบาท งานวิจัยนี้จึงต้องการศึกษาว่าราคาหลักทรัพย์มีการตอบสนองอย่างไรต่อเหตุการณ์การประกาศจ่ายหุ้นปันผล เพราะนักลงทุนจะไม่ได้รับเงินสดปันผลแต่จะได้รับหุ้นปันผลแทน และนักลงทุนควรจะเลือกลงทุนอย่างไรในช่วงเหตุการณ์ประกาศจ่ายปันผล บริษัทควรที่จะจ่ายเงินสดปันผลหรือจ่ายหุ้นปันผล และเพื่อทดสอบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลางหรือไม่ ในกรณีการประกาศจ่ายหุ้นปันผล ทั้งนี้หากผลการศึกษาพบว่าผลตอบแทนเกินปกติสะสมเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องและมีนัยสำคัญในช่วงเหตุการณ์การประกาศจ่ายหุ้นปันผล จะแสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังไม่เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง ข้อมูลที่ได้จากการวิจัยครั้งนี้เพื่อที่นักลงทุนจะได้ใช้เป็นข้อมูลในการวางแผนการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ ลดความเสี่ยงจากการขาดทุน และเพื่อที่บริษัทจะได้ใช้เป็นข้อมูลในการกำหนดนโยบายการจ่ายปันผลที่เหมาะสม และสร้างความพึงพอใจสูงสุดแก่ผู้ถือหุ้น

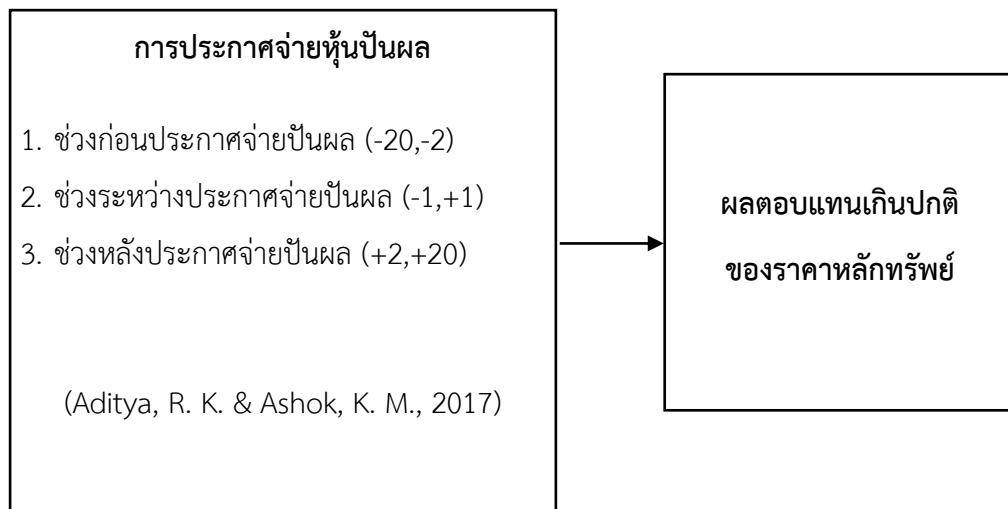
วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาผลกระทบจากการประกาศจ่ายหุ้นปันผลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ โดยการวัดอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของราคาหลักทรัพย์ในช่วงก่อนการประกาศ ช่วงระหว่างการประกาศ และช่วงหลังการประกาศ
2. เพื่อศึกษาระดับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากเหตุการณ์การประกาศจ่ายหุ้นปันผลตามสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis: EMH)

สมมติฐานการวิจัย

การประกาศจ่ายหุ้นปันผลทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติของราคาหลักทรัพย์ หรือ $\mu_{CAR} \neq 0$

กรอบแนวคิดในการวิจัย



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

1. สมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis: EMH) ตลาดที่มีประสิทธิภาพ หรือ Efficient Market โดย Fama (1970) เชื่อว่าข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวข้องทั้งหมดได้สะท้อนอยู่ในราคาหุ้นแล้ว นักลงทุนทุกคนสามารถเข้าถึงและรับรู้ข้อมูลข่าวสารได้เหมือนกันและพร้อมกัน ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์จะถูกซื้อขายที่มูลค่ายุติธรรมตลอดเวลา แบ่งความมีประสิทธิภาพของตลาด (EMH) ได้เป็น 3 ระดับ คือ 1) Weak Form Efficiency นักลงทุนไม่สามารถใช้ข้อมูลในอดีตเพื่อทำกำไรมากกว่าปกติได้ การใช้ Technical Analysis เพื่อคาดการณ์แนวโน้มราคาหลักทรัพย์ไม่สามารถทำได้ แต่การใช้ Fundamental Analysis เพื่อหาหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าต่ำกว่าพื้นฐานยังคงสามารถทำได้ 2) Semi-Strong Form Efficiency ข้อมูลทุกอย่างในตลาดที่เป็นสาธารณะ 3) Strong Form Efficiency ข้อมูลทุกอย่างในตลาดไม่ว่าจะเป็นข้อมูลสาธารณะหรือเป็นข้อมูลภายในสะท้อนออกมาในราคาหุ้น แม้แต่ผู้รู้ข้อมูลภายในกิจการก็ไม่สามารถทำกำไรได้มากกว่ากำไรปกติ

2. นโยบายการจ่ายปันผลที่เหมาะสม (Optimum Dividend Policy) การจ่ายปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น บริษัทควรพิจารณาตามกระแสเงินสดอิสระของกิจการ และความต้องการเงินลงทุนของบริษัทในอนาคต ถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราสูง ก็จะเหลือเงินไปลงทุนขยายกิจการน้อยลง ทำให้อัตราการเจริญเติบโตของบริษัทลดลง ราคาหุ้นก็จะปรับตัวลดลง ซึ่งมีทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับแนวคิดนี้ 3 ทฤษฎี ได้แก่ 1) The Dividend Irrelevance Theory ผู้ที่ได้มีการเสนอแนวคิด คือ Miller and Modigliani (1961) หรือ M&M ทฤษฎีนี้กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นจะไม่มีผลกระทบ

ต่อทั้งราคาหุ้นของบริษัท มูลค่าของกิจการจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไรและความเสี่ยงของธุรกิจของบริษัท 2) Bird-in-Hand Theory ทฤษฎีนี้ถูกเสนอโดย Gordon (1963) และ Lintner (1962) ซึ่งไม่เห็นด้วยกับทฤษฎีของ M&M โดยกล่าวว่า นักลงทุนยินดีที่จะรับเงินปันผลในปัจจุบันมากกว่ากำไรจากการขายหุ้นสามัญที่ราคาจะสูงขึ้นในอนาคต 3) Tax Preference Theory โดย Litzenberger, R.H. and Ramaswamy, K. (1982) กล่าวว่า นักลงทุนต้องการให้บริษัทเก็บกำไรไว้เพื่อลงทุนต่อ และขยายกิจการให้เติบโตเพื่อที่ราคาหุ้นจะสูงขึ้นในอนาคต และการจ่ายเงินปันผลยังทำให้นักลงทุนต้องเสียภาษีอีกด้วย

3. ทฤษฎีตัวแทนและกระแสเงินสดอิสระ (Agency Cost of Free Cash Flow Theory) ทฤษฎีตัวแทนเป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างบุคคล 2 ฝ่าย โดยฝ่ายหนึ่งเรียกว่า “ตัวแทน” (Agent) และอีกฝ่ายเรียกว่า “ตัวการ” (Principal) โดย Modigliani and Miller (1958) ได้พัฒนาทฤษฎีตัวแทนขึ้น และ Jensen and Meckling (1976) ได้มีการทดสอบ และอธิบายทฤษฎีตัวแทนเพิ่มเติมว่าธรรมชาติของมนุษย์ ย่อมมีความต้องการที่จะทำเพื่อผลประโยชน์ของตนเองด้วยกันทั้งสิ้น ผู้บริหารที่เป็นตัวแทนจะพยายามทำให้มูลค่าของกิจการเติบโต ก็ต่อเมื่อตนเองได้รับประโยชน์ด้วยเช่นกัน ซึ่งรวมถึงการจ่ายปันผลด้วย และนอกจากนี้ยังมีสมมติฐานเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระที่ได้ อธิบายการเชื่อมโยงเข้ากับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) กล่าวว่า การที่บริษัทมีกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flows) จำนวนมากอาจเป็นเพราะการใช้เงินลงทุนที่ไม่มีประสิทธิภาพของผู้บริหารที่ไม่มีการใช้เงินลงทุนในโครงการที่เพิ่มมูลค่าและทำกำไรให้แก่บริษัทในอนาคต

4. ทฤษฎีอายุของกิจการ (The Life Cycle Theory of Dividends) โดย DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Stulz, R.M. (2006) อธิบายถึงความสัมพันธ์ของการจ่ายปันผลว่ามีความสัมพันธ์กับอายุของกิจการ (Life Cycle Stage) บริษัทที่กำลังเติบโตมีแนวโน้มที่จะขยายกิจการและลงทุนต่อเนื่อง จึงต้องการที่จะรักษากระแสเงินสดไว้ในกิจการเพื่อรองรับการลงทุนที่จะเกิดขึ้น และต้องการที่จะใช้เงินทุนภายในก่อนที่จะจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก ในขณะที่บริษัทที่มีอายุการดำเนินงานมานานหลายปีมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินสดปันผลให้กับผู้ถือหุ้น เพราะบริษัทไม่มีโครงการที่จะต้องลงทุนเพิ่มมากนัก นอกจากนี้ผลการศึกษาในสหรัฐอเมริกา ในช่วงปี ค.ศ.1926 - 1999 ของ (Fama and French, 2001) พบว่า การจ่ายปันผลของบริษัทที่ดำเนินธุรกิจมายาวนานและมีผลกำไรมาก มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินสดปันผลในอัตราที่สูง ในขณะที่บริษัทที่เพิ่งเริ่มกิจการยังมีกำไรน้อย มีแนวโน้มที่จะรักษากำไรไว้เพื่อลงทุนต่อ สำหรับผลการศึกษาในประเทศไทย (Thanatawee, Y., 2011) ได้ทำการศึกษาทฤษฎีอายุของกิจการ (Life Cycle Theory) และกระแสเงินสดอิสระของกิจการ (Free Cash Flow) พบว่า บริษัทขนาดใหญ่ที่มีกำไรมาก มีแนวโน้มจะจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงตามไปด้วย

วิธีการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี SET100 ที่มีการจ่ายปันผล ในช่วงระหว่างปี พ.ศ.2557 – 2561 และมีข้อจำกัดในการศึกษาครั้งนี้ ดังต่อไปนี้ 1) ในกรณีที่บริษัทจ่ายปันผลและจ่ายเงินสดปันผลพร้อมกัน ซึ่งเงินสดปันผลที่จ่ายนั้นมีไว้เพื่อให้บริษัทหักเงินภาษี ณ ที่จ่าย 10% ส่งให้กรมสรรพากรผู้ถือหุ้นจะไม่ได้รับเงินปันผลส่วนนี้ ให้ถือว่าเหตุการณ์นั้นเป็นการจ่ายปันผล 2) ตัดเหตุการณ์การประกาศจ่ายปันผลที่มีเหตุการณ์อื่น ๆ เกิดขึ้นพร้อมกันนอกจากการศึกษา เพราะอาจส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ได้ เช่น การเพิ่มหรือลดทุน การประกาศซื้อหุ้นคืน การเปลี่ยนแปลงมูลค่าที่ตราไว้ (Par)

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

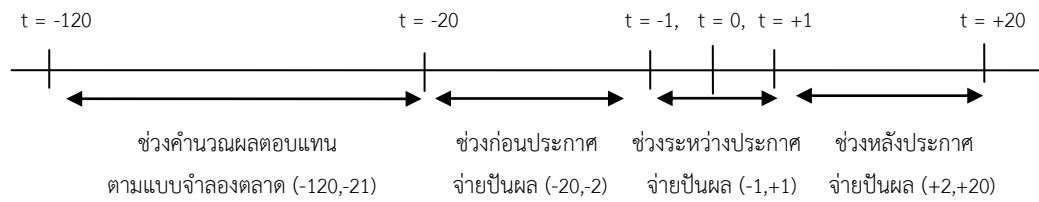
ผู้วิจัยได้ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ โดยใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ที่สนใจ (Event Study) ตามแนวคิดของ Fama et al. (1969)

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยได้ดำเนินการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากฐานข้อมูล www.setsmart.com ที่เป็นฐานข้อมูลที่เก็บข้อมูลต่าง ๆ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้รวบรวมข้อมูล 1) ข้อมูลดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100 Index) และข้อมูลราคาหลักทรัพย์ ณ ช่วงปิดตลาดรายวัน 2) ข้อมูลรายละเอียดการประกาศจ่ายปันผล วันที่ประกาศจ่ายปันผล ประเภทการจ่ายปันผล และจำนวนปันผล

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

ใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ที่สนใจ (Event Study) เพื่อคำนวณหาสัมประสิทธิ์แอลฟา (α) และเบต้า (β) จากนั้นคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังและผลตอบแทนเกินปกติ และใช้สถิติ One sample t-test ทดสอบว่าผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เกิดขึ้นในแต่ละช่วงเวลา แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ โดยกำหนดให้วันที่ประกาศจ่ายปันผล (Event Date) เป็น $t=0$, และทำการแบ่งช่วงเหตุการณ์ออกเป็นช่วง ๆ ดังนี้ ช่วงคำนวณผลตอบแทนตามแบบจำลองตลาด (Market Model) (-120,-21) ช่วงก่อนการประกาศ (-20,-2) ช่วงระหว่างการประกาศ (-1,+1) ช่วงหลังการประกาศ (+2,+20) และเพื่อให้สังเกตการเกิดผลตอบแทนเกินปกติสะสมได้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น จึงได้กำหนดขอบเขตเวลาที่ใช้ศึกษาให้ครอบคลุมหลาย ๆ ช่วงเวลาที่แตกต่างกัน เช่น (-20,-2), (-10,-2), (-1,+1), (-2,+2), (-3,+3), (-5,+5), (+2,+10), (+2,+20) ตามงานวิจัยของ Aditya, R. K. & Ashok, K. M. (2017)



ภาพที่ 2 ช่วงเวลาการศึกษาเหตุการณ์ประกาศจ่ายหุ้นปันผล

จากนั้นคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ได้จากสมการดังนี้

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

โดยกำหนดให้

$E(R_{it})$ = ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

R_{mt} = ผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์กลุ่ม SET100 ในวันที่ t

α_i และ β_i = ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประมาณค่าด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square: OLS)

จากนั้นคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Returns: AR) ที่เกิดขึ้นจากเหตุการณ์ประกาศจ่ายหุ้นปันผล ได้จากสมการดังนี้

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

โดยกำหนดให้

AR_{it} = ผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

R_{it} = ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

$E(R_{it})$ = ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

จากนั้นคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Returns: CAR) ในแต่ละช่วงเวลาของเหตุการณ์ประกาศจ่ายหุ้นปันผล สามารถคำนวณได้จากสมการดังนี้

$$CAR_{it} = \sum_{t1}^{t2} AR_{it} \quad (3)$$

โดยกำหนดให้

CAR_{it} = ผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ i ตั้งแต่วันที่ $t1$ ถึง $t2$

AR_{it} = ผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

จากนั้นคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) และผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) โดยการหาค่าเฉลี่ยของทุก ๆ เหตุการณ์การประกาศจ่ายหุ้นปันผล

จากนั้นใช้สถิติ One Sample t-test เพื่อทดสอบว่าผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นในแต่ละวัน และผลตอบแทนเกินปกติสะสมในแต่ละช่วงเวลา เกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่

ผลการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้แบ่งการทดสอบเป็นขั้นตอนต่าง ๆ ดังนี้

1. ข้อมูลบริษัทในกลุ่ม SET100 ที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลและเงินสดปันผล
2. ผลตอบแทนเกินปกติ (AR) และผลตอบแทนเกินปกติสะสม (CAR) จากการประกาศจ่ายหุ้นปันผล

ตารางที่ 1 ข้อมูลการประกาศจ่ายหุ้นปันผลและเงินสดปันผล กลุ่มบริษัทในดัชนี SET100

ลักษณะการประกาศจ่ายปันผล	จำนวน บริษัท	จำนวน เหตุการณ์	ร้อยละ	หมายเหตุ
บริษัทที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลทุกครั้ง	2	9	1.32	GLOBAL, SAWAD
บริษัทที่เคยประกาศจ่ายหุ้นปันผล	16	26	3.78	(1) + (2) = 35 เหตุการณ์
บริษัทที่เคยประกาศจ่ายเงินสดปันผล	96	652	94.90	(3) จ่ายหุ้นปันผลในบางปี
บริษัทที่ไม่จ่ายปันผลในช่วงที่ศึกษา	2	-	-	THAI, SUPER
รวม		687	100	

จากตารางที่ 1 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 มีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลเพียง 16 บริษัท ซึ่งในบางปีบริษัทมีการจ่ายปันผลเป็นหุ้น แต่ในบางปีได้มีการจ่ายปันผลเป็นเงินสด โดยบริษัทที่มีการจ่ายหุ้นปันผลทุกครั้งในช่วงที่ทำการศึกษามีเพียง 2 บริษัท ได้แก่ GLOBAL และ SAWAD สัดส่วนการจ่ายหุ้นปันผลเท่ากับร้อยละ 5.1 ในขณะที่การจ่ายเงินสดปันผลเท่ากับร้อยละ 94.9 การที่บริษัทในกลุ่ม SET100 ส่วนมากมีการประกาศจ่ายปันผลเป็นเงินสด เนื่องจากเป็นบริษัทที่มีกิจการขนาดใหญ่ 100 อันดับแรกของตลาด ดำเนินธุรกิจมายาวนานและมีกำไรสะสมสูง สอดคล้องกับทฤษฎีอายุของกิจการ (Life Cycle Theory) ที่กล่าวว่า บริษัทที่มีอายุกิจการยาวนาน มีกระแสเงินสดอิสระสูง มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินสดปันผลในอัตราสูง ในขณะที่บริษัทที่กำลังเจริญเติบโต และต้องใช้จ่ายเงินลงทุนในการขยายธุรกิจเลือกที่จะจ่ายหุ้นปันผล เพื่อรักษากระแสเงินสดไว้เพื่อลงทุนขยายกิจการในอนาคต

ตารางที่ 2 อัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) กำไรสุทธิของบริษัทที่จ่ายหุ้นปันผลอย่างสม่ำเสมอ

Stock	กำไรสุทธิ (ล้านบาท)					CAGR
	2557	2558	2559	2560	2561	
GLOBAL	701.71	880.59	1,494.97	1,608.57	2,003.04	29.98%
SAWAD	854.69	1,336.11	2,004.62	2,666.60	2,768.36	34.15%

ที่มา: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2562)

จากตารางที่ 2 พบว่า หลักทรัพย์ GLOBAL และ SAWAD มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยของกำไรสุทธิที่สูง เนื่องจากที่มีการลงทุนขยายสาขาเพื่อเพิ่มรายได้อย่างต่อเนื่อง ทั้งภายในประเทศและต่างประเทศ กิจการยังอยู่ในช่วงเติบโต จึงเลือกที่จะจ่ายหุ้นปันผลแทนการจ่ายเงินสดปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นทุกปี

ตารางที่ 3 ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) แต่ละวันของเหตุการณ์ประกาศจ่ายหุ้นปันผล

Days	AAR	t-test	P-Value	Days	AAR	t-test	P-Value	Days	AAR	t-test	P-Value
-20	0.0026	0.6395	0.5287	-6	-0.0054	-1.3113	0.1964	8	0.0033	0.7980	0.4317
-19	-0.0031	-1.3158	0.1949	-5	-0.0036	-0.9628	0.3428	9	-0.0039	-0.9326	0.3582
-18	0.0019	0.3614	0.7218	-4	0.0001	0.0379	0.9702	10	-0.0019	-0.4856	0.6323
-17	0.0004	0.0850	0.9332	-3	-0.0022	-0.6694	0.5096	11	-0.0076	-2.3488	0.02067**
-16	0.0022	0.5305	0.6012	-2	0.0045	0.8906	0.3803	12	-0.0053	-1.7540	0.08399*
-15	0.0004	0.1203	0.9057	-1	-0.0006	-0.1598	0.8749	13	-0.0031	-0.9306	0.3592
-14	0.0029	0.8269	0.4153	0	0.0099	2.6595	0.00879***	14	-0.0004	-0.0977	0.9234
-13	0.0029	0.6295	0.5351	1	0.0126	2.8048	0.00572***	15	-0.0017	-0.4951	0.6257
-12	0.0003	0.0983	0.9228	2	0.0009	0.1992	0.8444	16	-0.0010	-0.2743	0.7870
-11	0.0080	2.0906	0.03944**	3	0.0032	0.7051	0.4873	17	0.0012	0.4105	0.6859
-10	-0.0032	-0.9294	0.3599	4	-0.0043	-1.1676	0.2500	18	-0.0099	-2.0349	0.04499**
-9	-0.0047	-1.7257	0.08911*	5	0.0109	1.5166	0.1351	19	-0.0103	-1.7943	0.07710*
-8	0.0024	0.8435	0.4060	6	-0.0024	-0.5491	0.5885	20	-0.0049	-1.1876	0.2420
-7	-0.0063	-2.1798	0.03175**	7	0.0018	0.4005	0.6931				

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

*** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01

จากตารางที่ 3 พบว่า ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ที่เกิดขึ้นในช่วงวันประกาศจ่ายหุ้นปันผล (-1,+1) ได้แก่ วันที่ประกาศจ่ายปันผล $t=0$ เท่ากับ 0.99% ที่ระดับนัยสำคัญ .01 และวันถัดไป หลังจากวันประกาศจ่ายปันผล $t=+1$ เท่ากับ 1.26% ที่ระดับนัยสำคัญ .01 แสดงให้เห็นว่าในช่วงดังกล่าว หลังจากที่มีประกาศจ่ายหุ้นปันผลออกมาแล้ว นักลงทุนรับทราบข่าวการประกาศจ่ายหุ้นปันผลและมีความต้องการซื้อหลักทรัพย์มากขึ้น จนทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น

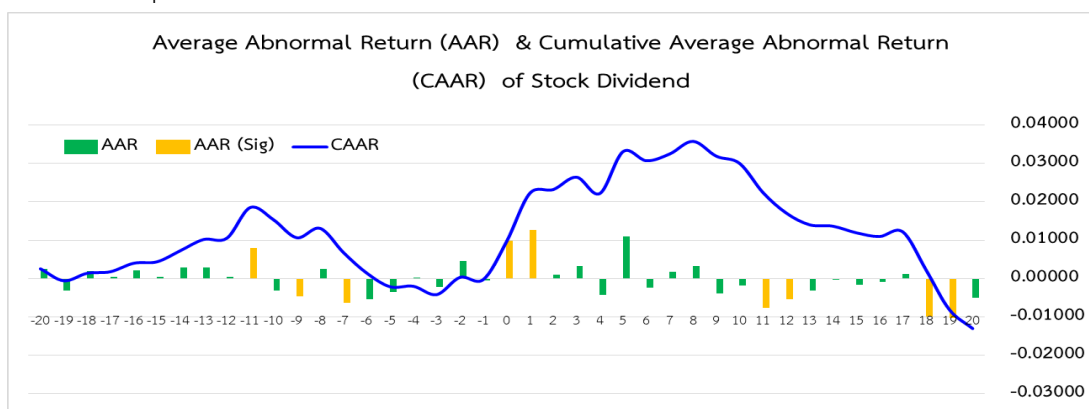
ตารางที่ 4 ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ของเหตุการณ์ประกาศจ่ายหุ้นปันผล

CAAR Period	Type	CAAR	t-test	P-Value
-20,-2	Pre-event	0.00032	0.01878	0.98524
-10,-2	Pre-event	-0.01819	-1.74910	0.08485*
-1,+1	Between event	0.02190	2.53980	0.01234**
-2,+2	Between event	0.02735	2.35386	0.02040**
-3,+3	Between event	0.02840	2.45595	0.01554**
-5,+5	Between event	0.03164	1.58360	0.11873
+2,+10	Post-event	0.00777	0.45175	0.65628
+2,+20	Post-event	-0.03524	-1.99638	0.04921**

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .10

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

จากตารางที่ 4 พบว่า ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) เกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วง (-10,-2), (-1,+1), (-2,+2), (-3,+3), (+2,+20) ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานการวิจัยที่ตั้งไว้ว่า การประกาศจ่ายหุ้นปันผลทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติของราคาหลักทรัพย์



ภาพที่ 3 ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR) ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) การประกาศจ่ายหุ้นปันผล

จากตารางที่ 4 และภาพที่ 3 พบว่า ในช่วงก่อนการประกาศ (-20,-2) พบผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม +0.032% แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ในช่วงระหว่างการประกาศ (-1,+1) พบผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม +2.19% ที่ระดับนัยสำคัญ .05 แสดงถึงนักลงทุนให้การตอบรับกับข่าวสารการประกาศจ่ายหุ้นปันผลที่เกิดขึ้น และมีความต้องการซื้อหลักทรัพย์ในช่วงนี้เพื่อที่จะมีสิทธิ์ในการรับหุ้นปันผล ทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้น และในช่วงหลังการประกาศ (+2,+20) พบ

ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม -3.524% ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ .05 เนื่องจากเป็นช่วงที่หลักทรัพย์ขึ้นเครื่องหมาย XD (Excluding Dividend) หรือผู้ซื้อหลักทรัพย์ไม่มีสิทธิได้รับหุ้นปันผล

อภิปรายผล

ผลการวิจัย พบว่า เกิดผลตอบแทนเกินปกติสะสม ในช่วงระหว่างการประกาศจ่ายหุ้นปันผล เท่ากับ +2.19% แสดงให้เห็นว่าการประกาศจ่ายหุ้นปันผลเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกจากผู้บริหาร ซึ่งเป็นบุคคลที่ทราบภายในกิจการเป็นอย่างดีไปยังนักลงทุนตามทฤษฎี Signaling theory ผู้บริหารคาดว่ากิจการของบริษัทจะเติบโตสูงในอนาคต และสามารถทำกำไรเพื่อมาชดเชยจำนวนหุ้นที่เพิ่มมากขึ้นจากการจ่ายหุ้นปันผล หรือการเกิด Dilution effect ได้ และเมื่อบริษัทมีกำไรเติบโตสูง มูลค่าหลักทรัพย์ก็จะสูงขึ้นตามไปด้วย ผลการวิจัยนี้ยังสอดคล้องกับผลการศึกษาในสหรัฐอเมริกาในช่วงปี ค.ศ.2006 - 2012 ของ Aditya, R. K. and Ashok, K. M. (2017) ที่พบผลตอบแทนเกินปกติ 1.07% ในช่วงระหว่างการประกาศจ่ายหุ้นปันผล นอกจากนี้การที่บริษัทจ่ายหุ้นปันผลก็เพื่อสำรองกระแสเงินสดเพื่อใช้ลงทุนกิจการในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Life Cycle Theory ที่กล่าวว่าบริษัทที่ดำเนินการมานาน มีผลกำไรมาก มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินสดปันผลในอัตราที่สูง ในขณะที่บริษัทที่เพิ่งเริ่มกิจการยังมีกำไรไม่มากและต้องการรักษากระแสเงินสดไว้เพื่อลงทุนในอนาคต เลือกที่จะจ่ายหุ้นปันผลให้แก่พนักงาน

นอกจากนี้การที่พบผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงระหว่างประกาศจ่ายหุ้นปันผล (-3,+3) เท่ากับ +2.84% เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องหลายวันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หลังจากนั้นจึงกลับสู่ภาวะปกติ การที่ผลตอบแทนเกินปกติสะสมไม่ได้ลดลงทันทีในช่วงเวลาอันสั้น แสดงให้เห็นว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังไม่เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลาง (Semi-strong market efficiency) ตามสมมติฐานประสิทธิภาพของตลาด (Efficient Market Hypothesis: EMH) ของ Fama (1970)

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

1. นักลงทุนที่ต้องการลงทุนในระยะสั้น เพื่อรับผลตอบแทนจากเหตุการณ์ประกาศจ่ายหุ้นปันผล ควรซื้อหลักทรัพย์ในวันที่ประกาศจ่ายหุ้นปันผลและถือไปอีกประมาณ 5 วัน และหลีกเลี่ยงการซื้อหลักทรัพย์หลังจากวันประกาศจ่ายหุ้นปันผลตั้งแต่วันที่ 10 เป็นต้นไป เพราะราคามีแนวโน้มปรับตัวลดลง และควรเลือกบริษัทที่มีแนวโน้มกำไรเติบโตและมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี (พรรณเพ็ญ สิทธิพัฒนา, 2562)

2. บริษัทควรพิจารณาจ่ายหุ้นปันผล เมื่อกิจการกำลังอยู่ในช่วงเติบโตและต้องการสำรองเงินทุนเพื่อใช้ลงทุนในกิจการในอนาคต เพื่อเป็นการสร้างความพึงพอใจให้แก่ผู้ถือหุ้น (Catering Dividend) เพราะเมื่ออนาคตกิจการเจริญเติบโต ราคาหุ้นก็จะปรับตัวสูงขึ้นตาม และยังเป็นการเพิ่มสภาพคล่องของจำนวนหุ้นที่ซื้อขายในตลาด และยังรักษากระแสเงินสดเพื่อใช้ลงทุนขยายกิจการได้

3. การพบผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมในช่วงก่อนการประกาศ (-20,-11) ถึง 1.851% อาจเป็นไปได้ว่ามีบุคคลที่ทราบข้อมูลภายในกิจการเข้าซื้อหลักทรัพย์ในช่วงนั้นจำนวนมาก ทำให้ราคาสูงขึ้น บริษัทและตลาดหลักทรัพย์ควรมีการตรวจสอบข้อเท็จจริง และควบคุมข้อมูลข่าวสารภายในของกิจการที่ออกสู่สาธารณะให้เหมาะสม และเพื่อให้นักลงทุนได้รับรู้ข้อมูลข่าวสารของกิจการอย่างเท่าเทียมกัน

ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

1. การวิจัยครั้งนี้ใช้ข้อมูลการประกาศจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET100 ระหว่างปี พ.ศ. 2557 - 2561 ในงานวิจัยครั้งต่อไปในอนาคต ควรขยายขอบเขตการศึกษาให้ครอบคลุมทั้งตลาด หรือเก็บข้อมูลหลาย ๆ ปีมากขึ้น เพื่อให้ได้ข้อมูลมากขึ้นและเพื่อให้ผลการวิจัยมีความแม่นยำมากยิ่งขึ้น ในขณะเดียวกันบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI หรือบริษัทจดทะเบียนของประเทศในกลุ่มอาเซียนก็น่าสนใจที่จะทำการศึกษา เพื่อศึกษาว่าในกลุ่มตลาดของประเทศเกิดใหม่ (Emerging market) ในภูมิภาคนี้ ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนมีการตอบสนองอย่างไร ต่อการประกาศจ่ายปันผล

2. ในงานวิจัยครั้งนี้ได้ให้คำแนะนำเกี่ยวกับช่วงระยะเวลาที่ควรซื้อและขายหลักทรัพย์ซึ่งเหมาะสมสำหรับนักลงทุนที่เน้นเก็งกำไรในระยะสั้น แต่สำหรับนักลงทุนระยะยาวหรือนักลงทุนแบบเน้นคุณค่า (Value Investor) ควรจะศึกษาว่าในระยะยาวมีปัจจัยอะไรที่ทำให้ราคาของหลักทรัพย์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหลังจากที่บริษัทได้จ่ายปันผลไปแล้ว เพราะเป็นที่ทราบกันว่าการประกาศจ่ายปันผลย่อมทำให้เกิด Dilution Effect หรือทำให้กำไรต่อหุ้น (Earning per Share: EPS) ลดลงเนื่องจากกำไรสุทธิเท่าเดิม แต่ตัวหาร คือ จำนวนหุ้นเพิ่มมากขึ้น ทำให้กำไรต่อหุ้นลดลง ผู้วิจัยในอนาคตควรทำการศึกษาว่าปัจจัยอะไรที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในระยะยาวหลังจากที่บริษัทได้จ่ายปันผลให้แก่แก่นักลงทุนไปแล้ว เช่น อัตราการเติบโตของรายได้ กำไรสุทธิ อัตราส่วนทางการเงิน เป็นต้น

เอกสารอ้างอิง

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2562). **สรุปสถิติสำคัญของตลาดหลักทรัพย์**. ค้นเมื่อ 25 กุมภาพันธ์ 2562, จาก <https://www.set.or.th>.
- พรรณเพ็ญ สิทธิพัฒนา. (2562). ปัจจัยเชิงสาเหตุที่ส่งผลต่อคุณภาพของรายงานทางการเงินและประสิทธิภาพการตัดสินใจของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทางเลือกเพื่อการลงทุน (เอ็ม เอ ไอ). **วารสารมนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยราชพฤกษ์**, 4(3): 59 - 74. ตุลาคม 2561 – มกราคม 2562 ค้นเมื่อ 20 กุมภาพันธ์ 2562, จาก <https://www.tci-thaijo.org/index.php/rpu/article/view/168280>
- Aditya, R. K. & Ashok, K. M. (2017). *Stock price reactions to stock dividend announcements, A case from a sluggish economic period*. **North American Journal of Economics and Finance**. 42 November 2017: 338 - 345.

- DeAngelo, H. & DeAngelo, L. & Stulz, R.M. (2006). *Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory*. **Journal of Financial Economics**. 81(2) August 2006: 227 - 254.
- Fama, E. & French, K. (2001). *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?*. **Journal of Financial Economics**, 60(1) April 2001: 3 - 43.
- Fama, E. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. **The Journal of finance**. 25(2) May 1970: 383 – 417.
- Fama, E. et al. (1969). *The Adjustment of Stock Prices to New Information*. **International Economic Review**. 10(1) February 1969: 1 - 21.
- Gordon, M. J. (1963). *Optimal Investment and Financing Policy*. **Journal of Finance**. 18 May 1963: 264 - 272.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976). *Theory Managerial Behaviors, Agency Cost and Ownership Structure*. **Journal of Financial Economics**. 3(4) October 1976: 305 – 306.
- Lintner, J. (1962). *Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations*. **The Review of Economics and Statistics**. 44(3) August 1962: 243 - 269.
- Litzenberger, R. H. and Ramaswamy, K. (1982). *The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects?*. **Journal of Finance**. 37(2) May 1982: 429 - 443.
- Miller, H. M. and Modigliani, F. (1961). *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*. **The Journal of Business**. 34(4) October 1961: 411 - 433.
- Modigliani, F and Miller, M. H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. **The American Economic Review**. 48(3) June 1958: 261 - 297.

- Sittipatna, P. (2019). *Causal Factors Affecting the Quality of Financial Reporting and Efficiency of Decision Making of Listed Company in the Market for Alternative Investment (MAI)*. **Journal of Humanities and Social Sciences. Rajapruk University**. 4(3) October 2018 - January 2019: 59 - 74. Retrieved on 20th February 2019 from, <https://www.tci-thaijo.org/index.php/rpu/article/view/168280>. (in Thai)
- Stock Exchange of Thailand. (2019). **Market Statistical Summary**. Retrieved on 25th February 2019, from <https://www.set.or.th>. (in Thai)
- Suwanna, T. (2012). *Impacts of Dividend Announcement on Stock Return*. **Procedia - Social and Behavioral Sciences**. 40(2012): 721 - 725.
- Thanatawee, Y. (2011). *Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand*. **International Journal of Financial Research**. 2(2) June 2011: 120 - 128.