

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

การลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละรายย่อมมีเป้าหมายหลักคือ การได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนมากที่สุดหรือให้เกิดความพอใจมากที่สุด การลงทุนในหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญนั้นผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนใน 2 รูปแบบ คือ ได้รับผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend) ที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น หรือได้รับผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ซื้อ (Capital Gain) ผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจึงเป็นผลรวมของผลตอบแทนทั้งสองส่วน Brigham และ Houston (2001) กล่าวว่า จากสมการ Constant Growth Model ($P_0 = D_1 / (k_s - g)$) แสดงให้เห็นว่าถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผล (D_1) สูง จะทำให้ราคาหุ้นสามัญปัจจุบัน (P_0) สูงขึ้น แต่การจ่ายเงินปันผลสูง ทำให้เหลือเงินทุน สำหรับการลงทุนในอนาคตน้อย ทำให้อัตราการเจริญเติบโตของบริษัท (g) ลดลง ทำให้ราคาหุ้นสามัญในอนาคตลดลง ตามทฤษฎีแล้ว ระดับเงินปันผลที่เหมาะสมจึงเป็นสิ่งที่ผลกระทบต่อระดับราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผลได้มีแนวคิดหลายรูปแบบซึ่งจะสามารถสรุปได้ดังนี้

2.1.1 Dividend Irrelevance Theory

ทฤษฎีนี้เสนอโดย Miller และ Modigliani (1961) หรือ MM โดยกล่าวว่า ผู้ถือหุ้นจะไมู้สึกแตกต่างไม่ว่ากิจการจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่ เพราะมูลค่าของกิจการเกิดจากความสามารถในการทำกำไรของกิจการและความเสี่ยงในธุรกิจของบริษัท ไม่ได้ขึ้นอยู่กับวิธีในการแบ่งสัดส่วนกำไรของบริษัท ดังนั้นนโยบายเงินปันผลจึงไม่มีความหมายต่อมูลค่าหลักทรัพย์ เนื่องจาก MM เชื่อว่าผู้ถือหุ้นสามารถกำหนดผลตอบแทนของตนเองได้ เช่นเมื่อบริษัทไม่จ่ายเงินปันผล แต่ผู้ถือหุ้นต้องการเงินปันผลหุ้นละ 1 บาท จากหุ้นสามัญจำนวน 10,000 หุ้น (10,000 บาท) ผู้ถือหุ้นก็สามารถขายหุ้นที่ตนมีอยู่ออกไปให้ได้เงิน 10,000 บาท เพื่อชดเชยผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ต้องการ แต่ถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลมากกว่าที่นักลงทุนต้องการ เขาก็สามารถนำเงินส่วนเกินนั้นไปซื้อหุ้นของบริษัทเพิ่มได้ ดังนั้นไม่ว่ากิจการกำหนดนโยบายเงินปันผลอย่างไรก็ไม่มีกระทบกับต่ออัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น การเสนอแนวคิดนี้ MM ได้กำหนดสมมติฐานดังต่อไปนี้

1. เงินปันผลและกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้น (Capital Gain) ไม่มีภาษี
 2. ไม่มีต้นทุนและค่าใช้จ่าย ในการออกหุ้นใหม่และการซื้อหุ้นคืน
 3. นักลงทุนเห็นว่าเงินปันผล (Dividend) ที่ได้รับ และกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้น (Capital Gain) ไม่มีความแตกต่างกัน
 4. นโยบายการลงทุนของกิจการและนโยบายการจ่ายเงินปันผล เป็นอิสระต่อกัน
 5. ตลาดหุ้นมีความสมบูรณ์ โดยนักลงทุนและผู้บริหาร ได้รับข้อมูลข่าวสารของกำไรในอนาคตและเงินปันผลของบริษัทเท่าเทียมกัน
- แต่ในความเป็นจริงการสร้างนโยบายเงินปันผลของตนเองนั้น นักลงทุนที่ต้องการเงินปันผลจะต้องเสียค่านายหน้า (Brokerage Costs) ในการขายหุ้น และนักลงทุนที่ไม่ต้องการเงินปันผล จะต้องจ่ายภาษีจากเงินปันผลที่ตนเองไม่ต้องการ และจะต้องเสียค่านายหน้าจากการนำเงินปันผลหลังหักภาษีมาซื้อหุ้นเพิ่ม ดังนั้นถ้าพิจารณาในความเป็นจริงโดยปราศจากข้อสมมติฐานข้างต้น นโยบายเงินปันผลควรจะมีผลต่อราคาหุ้นสามัญและมูลค่าของกิจการ

2.1.2 The Bird in the hand Theory

ทฤษฎีนี้เสนอโดย Gordon (1963) และ Lintner (1962) ทั้งคู่มีความเห็นต่างจากแนวคิดของ MM โดยกล่าวว่านโยบายเงินปันผลมีความสำคัญต่อมูลค่าของกิจการ โดยเชื่อว่าการจ่ายเงินปันผลจะทำให้มูลค่าหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นมีความพอใจที่จะรับเงินปันผลในขณะนี้มากกว่ากำไรจากราคาหุ้นสามัญที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคตจากการนำกำไรสะสมไปลงทุนต่อ เพราะเงินปันผลในปัจจุบันมีความแน่นอนมากกว่า ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับกลับมาในอนาคต เนื่องจากผู้ถือหุ้นไม่แน่ใจว่าจะได้รับเงินสดในอนาคต เท่ากับเงินปันผลที่ได้รับในปัจจุบันหรือไม่ เปรียบเสมือน การมีนก 1 ตัวที่อยู่ในมือย่อมแน่นอนกว่านก 2 ตัวหรือมากกว่านั้นที่อยู่ในพุ่มไม้ จากแนวคิดของทฤษฎีนี้ ผู้ถือหุ้นจะชอบให้ธุรกิจจ่ายเงินปันผลมากกว่าเก็บไว้เป็นกำไรสะสมเพื่อนำไปลงทุนต่อ กล่าวคือ ถ้ากิจการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงขึ้น ราคาหุ้นสามัญจะสูงขึ้นด้วย แสดงให้เห็นว่านโยบายเงินปันผลมีความสำคัญต่อมูลค่าของกิจการ

2.1.3 Tax Preference Theory

จากความแตกต่างระหว่างอัตรากำไรจากส่วนต่างราคาหุ้นกับอัตรากำไรของเงินปันผล Litzenberger และ Ramaswamy (1979) จึงมีแนวคิดต่างจาก 2 ทฤษฎีแรกโดยกล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลทำให้ผู้ถือหุ้นเสียประโยชน์ทางภาษี นักลงทุนจึงชอบกำไรจากส่วนต่างราคาหุ้น (Capital Gain) มากกว่าเงินปันผล เพราะอัตรากำไรของกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้นสามัญจะ

ต่ำกว่าอัตราภาษีของเงินปันผล ดังนั้นนักลงทุนยินดีที่จะให้บริษัทจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำ เพื่อนำกำไรส่วนใหญ่ไปลงทุนต่อ เมื่อบริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้นในอนาคต ราคาหุ้นสามัญในอนาคตก็จะสูงขึ้น นอกจากนี้ กำไรจากการขายหุ้นสามัญในอนาคตยังเป็นการเลื่อนภาระภาษีให้ช้าออกไป เนื่องจากถ้ากิจการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบันผู้ถือหุ้นจะต้องเสียภาษีทันที ดังนั้นถ้าคำนึงถึงเรื่องมูลค่าของเงินตามเวลา (Time Value of Money) นักลงทุนจะได้รับประโยชน์มากกว่าเมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำ จากเหตุผลดังกล่าว นักลงทุนยินดีที่จะซื้อหุ้นสามัญของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลในระดับต่ำ ในราคาที่สูงกว่าหุ้นสามัญของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลในระดับสูง กล่าวคือการจ่ายเงินปันผลต่ำมีผลทำให้ราคาหุ้นสามัญสูงขึ้น ดังนั้น นักลงทุนตามแนวคิดนี้จึงไม่ชอบเงินปันผลเพิ่มขึ้น

ทฤษฎีทั้งสามที่กล่าวมาข้างต้น พยายามอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินปันผลที่จ่ายกับราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งทั้งสามทฤษฎีมีความแตกต่างกัน ดังนั้นการพิจารณานโยบายเงินปันผลให้มีความเหมาะสมนอกจากจึงต้องพิจารณาถึงทฤษฎีดังกล่าวแล้ว การกำหนดนโยบายเงินปันผลควรคำนึงถึงแนวคิดอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้

2.1.4 Information Content of Dividend Announcements

แนวคิดนี้กล่าวว่า การที่บริษัทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือลดลง ราคาหุ้นจะมีการเปลี่ยนแปลงไปในทางเดียวกัน ไม่ได้แสดงว่านักลงทุนชอบเงินปันผลมากกว่ากำไรสะสม แต่การเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นสามัญตามเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปนั้น เป็นผลมาจากอิทธิพลของข้อมูลที่แฝงอยู่ในการประกาศจ่ายเงินปันผล การศึกษาของ Miller และ Rock (1985) แสดงให้เห็นว่าเนื่องจากผู้บริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับอนาคตและแนวโน้มของบริษัทดีกว่านักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นโดยทั่วไป การจ่ายเงินปันผลมากกว่าที่นักลงทุนคาดไว้ เป็นการส่งข้อมูลว่าผู้บริหารคาดว่ากำไรในอนาคตจะสูงขึ้น ในทางกลับกัน ถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลน้อยลง หรือจ่ายน้อยกว่าที่นักลงทุนคาดไว้ ก็จะเป็นสัญญาณว่าผู้บริหารคาดการณ์ว่ากำไรในอนาคตมีแนวโน้มที่จะลดลง อาจกล่าวได้ว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นตัวส่งสัญญาณที่สำคัญแก่นักลงทุน ดังนั้นผู้บริหารพยายามหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล โดยเฉพาะการลดการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการส่งข้อมูลที่ผิดให้แก่นักลงทุน และผู้บริหารไม่ต้องการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นเพราะกลัวว่าเมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นแล้วอาจจะต้องลดการจ่ายเงินปันผลลงในอนาคตซึ่งเป็นการส่งข้อมูลในเชิงลบให้แก่นักลงทุน ดังนั้นผู้บริหารจึงพยายามหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ดังจะเห็นได้จากผลการศึกษาของ Lintner (1962) John และ Williams (1985)

2.1.5 Dividend Clientele

นอกจากแนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุนแล้ว (Dividend Informational Content) แนวคิดที่ควรพิจารณาอีกแนวคิดหนึ่งคือ แนวคิดที่กล่าวว่า กลุ่มนักลงทุนมีความต้องการระดับเงินปันผลต่างกัน (Dividend Clientele) แนวคิดนี้กล่าวว่า นักลงทุนแต่ละรายมีความต้องการนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกันไป ดังจะเห็นได้จากผลการศึกษาของ Graham และ Kumar (2005) พบว่ากลุ่มนักลงทุนที่ต้องการรายได้ประจำ ต้องการเงินปันผลมากกว่ากำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้นในอนาคต นักลงทุนกลุ่มนี้ต้องการลงทุนในหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราสูง ในขณะที่นักลงทุนที่ไม่ต้องการรายได้ประจำ เมื่อได้รับเงินปันผลจะต้องเสียภาษีจากเงินปันผลก่อนจึงจะนำไปลงทุนต่อในหุ้นสามัญ ดังนั้น นักลงทุนกลุ่มนี้จึงต้องการลงทุนในหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราต่ำ จากการที่นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในหุ้นสามัญต่างๆ ได้ บริษัทก็สามารถปรับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทได้เช่นกัน ดังนั้น ผู้ถือหุ้นเดิมที่ไม่ชอบนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนไป ก็สามารถขายหุ้นให้กับนักลงทุนรายอื่นที่ชอบนโยบายเงินปันผลใหม่ได้ แต่การเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลบ่อยครั้ง ทำให้ผู้ถือหุ้นต้องซื้อขายหุ้นบ่อยครั้งซึ่งแต่ละครั้งมีค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย นักลงทุนอาจไม่สนใจซื้อหุ้นของบริษัทอีก เป็นผลให้ราคาหุ้นสามัญลดลงชั่วคราว หรืออาจลดลงถาวร แต่การเปลี่ยนนโยบายการจ่ายเงินปันผลสามารถทำได้ หากว่าบริษัทมีเหตุผลที่ดีทางธุรกิจและสามารถดึงดูดนักลงทุนได้มากขึ้นกว่าเดิม

2.1.6 Dividend Policy Stability

จากแนวคิดทั้งสองที่กล่าวมาข้างต้น แสดงให้เห็นว่า เสถียรภาพของเงินปันผล (Dividend Stability) เป็นสิ่งที่นักลงทุนต้องการ เนื่องจากนักลงทุนมีความต้องการนโยบายเงินปันผลที่ต่างกัน หุ้นสามัญที่นโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพ จะสามารถพยากรณ์เงินปันผลในอนาคตได้ง่าย ทำให้ให้นักลงทุนเลือกลงทุนได้อย่างเหมาะสมตามความต้องการระดับเงินปันผลของตน แต่หุ้นสามัญที่เปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผลบ่อยครั้งสามารถพยากรณ์ได้ยาก ทำให้นักลงทุนต้องซื้อขายหุ้นบ่อยครั้งซึ่งแต่ละครั้งต้องเสียค่านายหน้า อาจทำให้เกิดต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น (Cost of Equity) และราคาหุ้นสามัญลดลง อีกทั้งการเปลี่ยนแปลงเงินปันผล เป็นสัญญาณเกี่ยวกับการคาดการณ์อนาคตของบริษัทซึ่งมีผลต่อราคาหุ้นสามัญ การจ่ายเงินปันผลลดลง หรือมากกว่านั้นคือการงดจ่ายเงินปันผล จะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นสามัญของบริษัท ดังนั้น บริษัทควรกำหนดนโยบายเงินปันผลให้มีความสม่ำเสมอ เพื่อประโยชน์ในการลงทุนของผู้ถือหุ้น และลดผลกระทบจากข้อมูลที่มาจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผล ดังจะเห็นได้จากผลการศึกษา

ของ Romon (2000) พบว่าหลักทรัพย์ที่นโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพจะได้รับอิทธิพลของข้อมูลจากการประกาศจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าหลักทรัพย์ที่ไม่มีเสถียรภาพของนโยบายเงินปันผล และกลุ่มนักลงทุนที่ชอบเงินปันผลจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่นโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพถึงแม้ว่าหลักทรัพย์จะมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) อยู่ในระดับต่ำก็ตาม เนื่องจากนักลงทุนสามารถคาดการณ์เงินปันผลในอนาคตได้ง่ายกว่านโยบายเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ

2.2 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Miller และ Modigliani (1961) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผลกับมูลค่าของหุ้นสามัญ และได้เสนอทฤษฎี Dividend Irrelevance Theory โดยเสนอว่านโยบายเงินปันผลไม่มีผลต่อราคาหุ้นสามัญ เพราะนักลงทุนสามารถสร้างนโยบายเงินปันผลของตนเองได้ โดยผู้ถือหุ้นสามารถรับผลตอบแทนชดเชยเงินปันผลได้จากกำไรส่วนต่างของราคาหุ้น (Capital Gain) สมมติฐานเบื้องต้นของทฤษฎี คือให้ตลาดหุ้นมีความสมบูรณ์ โดยนักลงทุนและผู้บริหารได้รับข้อมูลข่าวสารของกำไรในอนาคตและเงินปันผลของบริษัทเท่าเทียมกัน ข้อสมมติฐานอีกประการหนึ่งคือ ไม่มีภาษีสำหรับการจ่ายเงินปันผลและกำไรจากส่วนต่างราคาหุ้น และไม่มีค่านายหน้าในการซื้อขายหุ้น ซึ่งข้อสมมติฐานดังกล่าวไม่สามารถเป็นจริงในทางปฏิบัติ

2.2.1 แนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลแก่นักลงทุน

Miller และ Rock (1985) ศึกษาอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากนโยบายเงินปันผล และได้เสนอสมมติฐานเรื่องความไม่สมบูรณ์ของตลาด โดยกล่าวว่าในความเป็นจริงนั้น นักลงทุนแต่ละคนมีความคิดที่แตกต่างกัน ทั้งการคาดการณ์เงินปันผลในอนาคตรวมถึงความไม่แน่นอนของเงินปันผลในอนาคตของบริษัท ซึ่งผู้บริหารจะมีข้อมูลเกี่ยวกับอนาคตและแนวโน้มของบริษัทดีกว่า นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้น โดยทั่วไป การจ่ายเงินปันผลจึงเป็นช่องทางหนึ่งในการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน ดังนั้นเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลจึงมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นสามัญ

Lintner (1962) John และ Williams (1985) ศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นสามัญ ในวันประกาศจ่ายเงินปันผล พบว่าราคาหุ้นสามัญมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล โดยราคาหุ้นสามัญจะเพิ่มขึ้นเมื่อกิจการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และราคาหุ้นสามัญจะลดลงเมื่อกิจการจ่ายเงินปันผลลดลงจากครั้งก่อน ซึ่งสรุปได้ว่า ผู้บริหารพยายามหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล โดยเฉพาะการลดการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการส่งข้อมูลเชิงลบให้แก่ นักลงทุน และผู้บริหารไม่ต้องการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นเพราะกลัวว่าเมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นแล้ว อาจจะต้องลดการจ่ายเงินปันผลลงในอนาคตซึ่งเป็นการส่งข้อมูลที่ไม่ดีให้แก่ นักลงทุน ดังนั้น

ผู้บริหารจึงพยายามหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้เปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลจะเป็นการบอกข้อมูลบางอย่างแก่นักลงทุน และผู้บริหารจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มก็ต่อเมื่อบริษัทมีรายได้เพิ่มขึ้นอย่างแน่นอน

Gurgul, Mestel และ Schleicher (2003) ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลีย พบว่าอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผล ที่เพิ่มขึ้นเป็นการส่งสัญญาณทางบวกแก่ตลาดซึ่งมีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น และการจ่ายเงินปันผลที่ลดลงเป็นการส่งข้อมูลทางลบให้แก่ตลาดซึ่งส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลง สำหรับการจ่ายเงินปันผลที่เท่ากับครั้งก่อน ราคาหลักทรัพย์จะไม่มีเปลี่ยนแปลงซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในอดีต นอกจากนี้การศึกษาในครั้งนี้ยังพบว่า อิทธิพลจากการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นนอกจากจะมีอิทธิพลต่อการเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหลักทรัพย์แล้ว ปริมาณของอิทธิพลนั้นยังมีจำนวนมากอีกด้วย โดยผลการศึกษาพบว่าปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในช่วงการประกาศจ่ายเงินปันผลมีปริมาณเพิ่มสูงขึ้นอย่างมาก เนื่องจากอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผล

Dhillon, Raman และ Ramirez (2003) ศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นสามัญจากการประกาศเงินปันผลที่ต่างไปจากการคาดการณ์ของนักลงทุน โดยใช้การพยากรณ์ด้วย Value Line เป็นตัวแทนการคาดการณ์ของนักลงทุน โดยคาดว่าเงินปันผลในอนาคตเพิ่มขึ้น ลดลง หรือคงที่ และจะจ่ายเงินปันผลเท่าใด การศึกษานี้ต่างจาก Miller และ Rock (1985) John และ Williams (1985) ที่ใช้เงินปันผลในครั้งก่อนมาเป็นเงินปันผลที่คาดหวัง ซึ่งวิธีนี้อาจทำให้เกิดความลำเอียงได้ เนื่องจากไม่ได้พิจารณาถึงการคาดการณ์ของนักลงทุน ผลการศึกษาของ Dhillon, Raman และ Ramirez (2003) พบว่าเมื่อบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลสูงกว่าที่นักลงทุนคาดการณ์จะทำให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น แต่ราคาหุ้นจะลดลงเมื่อบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าการคาดการณ์ของนักลงทุน และการประกาศจ่ายเงินปันผลใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดไว้ ราคาหุ้นจะไม่เปลี่ยนแปลง การศึกษานี้ แสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลที่ต่างจากการคาดการณ์ของนักลงทุนจะมีอิทธิพลของข้อมูลจากการประกาศจ่ายปันผลต่อราคาหุ้นสามัญ กล่าวคือแม้ว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นแต่ถ้าไม่ถึงระดับที่นักลงทุนคาดการณ์ไว้ จะส่งผลทำให้ราคาหุ้นลดลงได้ ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลให้ใกล้เคียงกับการคาดการณ์ของตลาดเป็นเรื่องที่ผู้บริหารจะต้องคำนึงถึง การกำหนดนโยบายเงินปันผลให้มีความสม่ำเสมอ อาจช่วยให้นักลงทุนสามารถคาดการณ์นโยบายเงินปันผลได้ง่าย ทำให้อิทธิพลของข้อมูลจากการจ่ายเงินปันผลลดลงได้

Romon (2000) ศึกษาผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลที่มีต่อหลักทรัพย์ที่นโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพ โดยศึกษาถึงผลตอบแทนเกินกว่าตลาด (Abnormal Return) ที่เกิดขึ้นของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผล ในช่วงวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งหลักทรัพย์การจะถูกแบ่งออกเป็นออกเป็น 3 กลุ่มตามเสถียรภาพของระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield Level) ได้แก่ระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่ำ ปานกลาง และสูง เพื่อศึกษาอิทธิพลของข้อมูลจากการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น คงที่ หรือลดลง ผลจากการศึกษาพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่นโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพจะมีผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผลน้อยกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่นโยบายเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพเนื่องจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่นโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพจะมีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลน้อยกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่นโยบายเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ ทำให้ได้รับอิทธิพลจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผลน้อยกว่า แต่ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผล จะมีผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) แตกต่างกัน ตามระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของกลุ่ม คือ ระดับอัตราผลตอบแทนต่ำ ปานกลาง และสูง โดยเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นกลุ่มหลักทรัพย์ที่จ่ายเงินปันผลสูงจะมีผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) เกิดขึ้นมากที่สุด แต่เมื่อไม่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกลุ่มหลักทรัพย์ที่จ่ายเงินปันผลสูงจะมีผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ใกล้เคียงกับตลาด แต่หลักทรัพย์ที่จ่ายเงินปันผลต่ำจะมีราคาหุ้นลดลงทำให้เกิดผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด (Abnormal Return) กล่าวคือ แม้ว่าหลักทรัพย์จะมีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผลแต่ถ้าหลักทรัพย์จ่ายเงินปันผลในระดับต่ำกว่าที่นักลงทุนคาดการณ์อาจทำให้ราคาหุ้นสามัญลดลงได้ เนื่องจากผู้ถือหุ้นคาดหวังว่ากิจการจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นให้เพียงพอกับความต้องการของตนดังนั้นราคาหุ้นสามัญจึงลดลงเมื่อกิจการจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าระดับที่นักลงทุนคาดการณ์ ส่วนหลักทรัพย์ที่จ่ายเงินปันผลสูงเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลเท่าเดิมราคาหุ้นสามัญจะไม่ลดลงเนื่องมาจากผู้ลงทุนพอใจกับผลตอบแทนที่ได้รับ การศึกษาครั้งนี้แสดงให้เห็นว่านโยบายเงินปันผลที่มีเสถียรภาพ สามารถลดอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากการจ่ายเงินปันผลได้แต่จะมากน้อยเพียงใดขึ้นอยู่กับระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลด้วย ดังนั้นกิจการควรจ่ายเงินปันผลให้มีเสถียรภาพและอยู่ในระดับที่นักลงทุนคาดการณ์ไว้

Dasilas (2007) ศึกษาการตอบสนองของของราคาหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ของตลาดหลักทรัพย์เอเท่น (ASE) เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผล พบว่าอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับประเภทการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น คงที่หรือลดลง และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์จะสูงมากในช่วงวันประกาศจ่ายเงินปันผลซึ่งแสดงถึงปริมาณอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผล นอกจากนั้นการศึกษานี้ยัง

แสดงให้เห็นว่าราคาหลักทรัพย์หลักทรัพย์ ที่เพิ่มขึ้นหรือลดลง และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น ไม่ได้เป็นผลมาจากการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงอย่างเดียวกันนั้น แต่ยังเป็นผลมาจากอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับด้วย คืออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นสูงย่อมทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงมากยิ่งขึ้นด้วย

ประทาน อัจฉรวรรณ (2545) ได้ศึกษาเปรียบเทียบนโยบายการจ่ายเงินปันผลระหว่างบริษัทไทยและสหรัฐอเมริกา โดยศึกษาเฉพาะกลุ่มหลักทรัพย์ที่เริ่มจ่ายเงินปันผล (Dividend Initiation) และการงดจ่ายเงินปันผล (Dividend Omission) เนื่องจากอิทธิพลของข้อมูลจากการจ่ายเงินปันผลต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มนี้ จะแสดงออกมาอย่างชัดเจนเนื่องจากการเริ่มจ่ายเงินปันผลและการงดจ่ายเงินปันผล ซึ่งผลการศึกษาพบว่าบริษัทในประเทศไทย ผู้บริหารมีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ทำให้ผู้บริหารสามารถส่งข้อมูลให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้โดยตรง ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลของบริษัทไทยจึงไม่เป็นช่องทางที่สำคัญในการส่งข้อมูลแก่นักลงทุน และกิจการไม่จำเป็นต้องจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอเหมือนในสหรัฐอเมริกา

2.2.2 แนวคิดกลุ่มนักลงทุนมีความต้องการระดับเงินปันผลต่างกัน

สมมติฐานเบื้องต้นของทฤษฎี Dividend Irrelevance Theory เสนอโดย Miller และ Modigliani (1961) คือกำหนดให้ตลาดทุนมีความสมบูรณ์ ไม่มีภาษีสำหรับการจ่ายเงินปันผลและกำไรจากส่วนต่างราคาหุ้น อีกทั้งไม่มีค่านายหน้าในการซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนั้นตามแนวคิดนี้ ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) ราคาหุ้นสามัญควรลดลงเท่ากับเงินปันผลจ่ายต่อหุ้น ($P_{t-1} = P_t + D$) แต่ผลจากการศึกษาของ Elton และ Gruber (1970) ซึ่งศึกษาพฤติกรรมเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นสามัญที่เกิดขึ้นในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) พบว่าราคาหุ้นสามัญในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล ลดลงน้อยกว่าเงินปันผลจ่ายต่อหุ้น ($P_{t-1} < P_t + D$) เหตุที่เป็นเช่นนั้นเพราะความแตกต่างของภาษีจากการจ่ายเงินปันผลและภาษีจากส่วนต่างของราคาหุ้น (Capital Gain) ทำให้ราคาหุ้นสามัญลดลงเท่ากับเงินปันผลสุทธิหลังหักภาษี ($P_{t-1} = P_t + D(1 - \text{Tax})$) นอกจากนี้ผลการศึกษายังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) กับอัตราส่วนการลดลงของราคาหุ้นต่อเงินปันผลในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (EG Ratio = $(P_{t-1} - P_t) / D$) ซึ่งเป็นหลักฐานการมีอยู่ของกลุ่มนักลงทุนตามระดับเงินปันผล (Clientele Effect)

การมีอยู่จริงของกลุ่มนักลงทุนตามระดับเงินปันผล (Clientele Effect) ทำให้อัตราส่วนการลดลงของราคาหุ้นในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (EG Ratio) ของแต่ละหลักทรัพย์มีความแตกต่างกัน กลุ่มนักลงทุนที่ชอบเงินปันผล จะลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอัตรา

ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง (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) ดังนั้นค่า EG Ratio อาจแสดงถึงระดับความแตกต่างของกลุ่มนักลงทุนที่ชอบและไม่ชอบเงินปันผลในหลักทรัพย์นั้นๆ ซึ่งผลการศึกษาที่ Elton และ Gruber (1970) กล่าวว่าความแตกต่างของกลุ่มนักลงทุน เกิดจากความรู้สึกที่มีต่อภาษีจากเงินปันผลต่างกัน การศึกษาส่วนใหญ่เห็นด้วยกับผลของการศึกษานี้ แต่บางการศึกษามีความเห็นที่ต่างออกไป

Kalay (1982) ได้ศึกษาตามแนวทางของ Elton และ Gruber (1970) แต่มีความเห็นที่แตกต่างคือ ราคาหุ้นสามัญที่ลดลงในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล ไม่ได้เกิดจากผลของความแตกต่างทางภาษี แต่เกิดจากต้นทุนในการซื้อขายหุ้นของนักเก็งกำไรที่มุ่งหวังกำไรจากส่วนต่างระหว่างเงินปันผลที่จ่ายกับราคาหุ้นสามัญที่ลดลง โดยซึ่งไม่ได้คำนึงถึงภาษี การเก็งกำไรนี้จะแสดงออกโดยปริมาณการซื้อขายที่มากขึ้น ในช่วงวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) แต่อย่างไรก็ตามผลของการศึกษายังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) กับอัตราส่วนการลดลงของราคาหุ้นในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (EG Ratio) ซึ่งเป็นหลักฐานการมีอยู่ของกลุ่มนักลงทุนตามระดับเงินปันผล (Clientele Effect) แต่ความแตกต่างของกลุ่มนักลงทุนไม่ได้เป็นผลมาจากภาษีที่ต่างกัน

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

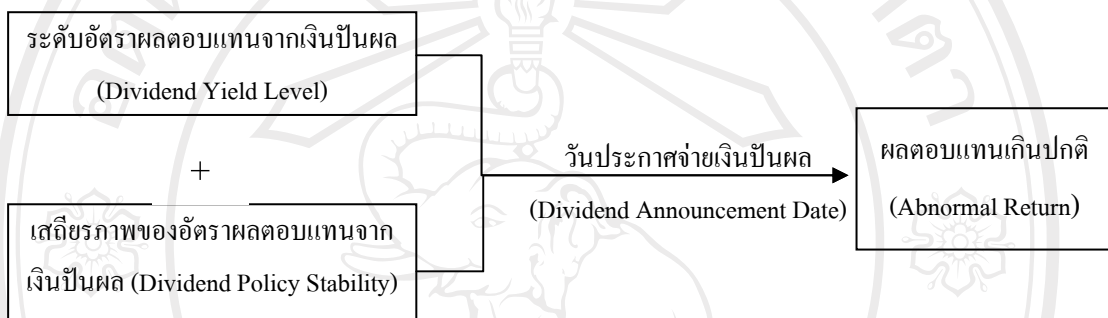
Romon (2000) ได้นำความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) กับ EG ratio จากการศึกษาของ Elton และ Gruber (1970) มาศึกษาผลอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ต้องการระดับเงินปันผลแตกต่างกัน (Dividend Clientele Effect) ที่มีต่อราคาหุ้นสามัญของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผล ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่นโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพ จะมีค่า EG Ratio ไม่ต่างกันมากนัก กล่าวคือกลุ่มนักลงทุนที่ชอบเงินปันผลจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่นโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพถึงแม้ว่าหลักทรัพย์จะมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) อยู่ในระดับต่ำก็ตาม เนื่องจากนโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพ ทำให้นักลงทุนคาดการณ์เงินปันผลในอนาคตได้ใกล้เคียง ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงจากการไม่ได้รับเงินปันผลตามที่คาดการณ์ไว้

Graham และ Kumar (2005) ศึกษาพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นสามัญของกลุ่มหลักทรัพย์ตัวอย่าง พบว่าผู้ถือหุ้นมีความต้องการระดับเงินปันผลต่างกัน (Dividend Clientele) โดยผู้ถือหุ้นรายย่อยจะชอบผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) เพิ่มขึ้นตามอายุที่มากขึ้น และจะชอบผลตอบแทนจากเงินปันผลลดลงตามระดับรายได้และระดับความกลัวความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น โดยผู้ถือหุ้นที่ชอบอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง มักจะเป็นคนแก่และผู้มีรายได้น้อย และมีพฤติกรรมการซื้อขายหุ้นสามัญก่อนวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) โดยจะเริ่มซื้อหุ้นสามัญตั้งแต่วันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล (Dividend Announcement Date) และหลังจากวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล

Dutta, Jog และ Saadi (2004) ทำการศึกษาราคาหลักทรัพย์ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) โดยศึกษาตามแนวทางของ Elton และ Gruber (1970) การศึกษานี้จะทำการศึกษาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แคนาดา ระหว่างปี ค.ศ.1996-2003 โดยในปี ค.ศ. 1996-1999 รายได้ที่มาจากเงินปันผลจะเสียภาษีน้อย รายได้จากราคาหุ้นสามัญที่เพิ่มขึ้น แต่ในช่วงปี ค.ศ. 2000-2003 รายได้จากราคาหุ้นสามัญที่เพิ่มขึ้น จะได้เปรียบทางภาษีมากกว่า การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในช่วงวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล ของ 2 ช่วงปี ที่มีความแตกต่างทางภาษี ผลการศึกษาพบว่า ราคาหลักทรัพย์ในช่วงวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผลของทั้ง 2 ช่วงปี ไม่แตกต่างกัน คือกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง ราคาหลักทรัพย์ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล จะลดลงอย่างมาก (EG Ratio สูง) ซึ่ง แสดงให้เห็นว่า ความแตกต่างทางภาษี ไม่มีผลต่ออิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนชอบระดับเงินปันผลต่างกัน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Kalay (1982) Frank และ Jagannathan (1998) และการศึกษาอื่นๆ ในอดีตที่แสดงให้เห็นถึงอิทธิพลของกลุ่มนักลงทุนที่ชอบระดับเงินปันผลแตกต่างกัน (Dividend Clientele)

2.3 กรอบแนวคิดในการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้สามารถจะแยกการศึกษาออกได้เป็น 2 กรอบแนวคิดตามวัตถุประสงค์ของการศึกษา แนวคิดแรกจะศึกษาถึงตัวแปรของนโยบายเงินปันผลที่มีผลต่อราคาหุ้นสามัญในวันประกาศจ่ายเงินปันผล (Dividend Announcement Date) ซึ่งตัวแปรที่มีผลต่อราคาหุ้นสามัญตามกรอบแนวคิดนี้คือ ระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล และเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล โดยผลจากตัวแปรทั้ง 2 ที่มีต่อราคาหุ้นสามัญจะวัดได้จากผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ที่เกิดขึ้นเมื่อเทียบกับตลาด



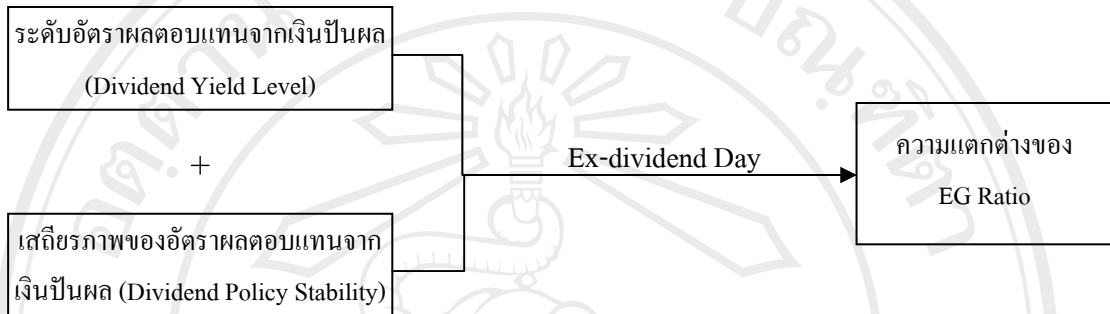
รูปที่ 1 แสดงตัวแปรที่มีผลต่อราคาหุ้นสามัญซึ่งวัดโดยใช้ผลตอบแทนเกินปกติในวันประกาศจ่ายเงินปันผล

ตามกรอบแนวคิดในการศึกษาส่วนนี้ กลุ่มหลักทรัพย์ที่ระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพจะมีผลตอบแทนเกินปกติเกิดขึ้นน้อยกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่ระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ หรืออาจกล่าวได้ว่า เสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลจะช่วยลดอิทธิพลของข้อมูลจากการจ่ายเงินปันผลที่มีต่อราคาหุ้นสามัญได้

การศึกษาตามกรอบแนวคิดจะทำให้ทราบว่าเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลจะช่วยลดความผันผวนของราคาหุ้นที่เกิดจากการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการคาดการณ์ ซึ่งจะ เป็นประโยชน์แก่กลุ่มนักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยง

แนวคิดที่สอง จะศึกษาถึงตัวแปรของนโยบายเงินปันผลที่มีผลต่อราคาหุ้นสามัญในวันที่ การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) ซึ่งตัวแปรที่มีผลต่อราคาหุ้นสามัญตามกรอบแนวคิดนี้คือ ระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล และเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล โดยผลจากตัวแปรทั้ง 2 ที่มีต่อราคาหุ้นสามัญจะสะท้อนให้เห็นถึงความแตกต่างของ อัตราส่วนการลดลงของราคาหุ้นในวันที่การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (EG Ratio) โดย EG Ratio ของแต่ละหลักทรัพย์ที่ต่างกันเกิดขึ้นจากอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ต้องการระดับเงินปันผลแตกต่างกัน (Dividend Clientele Effect)

ตามกรอบแนวคิดการศึกษาส่วนนี้ กลุ่มหลักทรัพย์ที่ระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล มีเสถียรภาพจะมีค่า EG Ratio แตกต่างกันน้อยกว่าหลักทรัพย์ที่ระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ หรืออาจกล่าวได้ว่านโยบายเงินปันผลที่มีเสถียรภาพจะช่วยลดอิทธิพลจากความ ต้องการเงินปันผลที่แตกต่างกันของกลุ่มนักลงทุนได้



รูปที่ 2 แสดงตัวแปรที่มีผลต่อราคาหุ้นสามัญในวันประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนการลดลงของราคาหุ้นในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล

การศึกษาตามกรอบแนวคิดนี้จะทำให้ทราบว่าเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลจะช่วยให้ นักลงทุนคาดการณ์ได้ว่าหลักทรัพย์นั้นจะจ่ายเงินปันผลอยู่ในระดับใด ซึ่งจะเป็นประโยชน์แก่กลุ่มนักลงทุนที่ชอบและไม่ชอบเงินปันผล เพื่อให้สามารถเลือกกลุ่มหลักทรัพย์ที่จะลงทุนได้อย่างเหมาะสม