

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบ และข้อเสนอแนะ

การศึกษความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการจ่ายเงินปันผลกับราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในวันประกาศจ่ายเงินปันผล (Dividend Announcement Date) และวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) โดยอาศัยข้อมูลเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเงินปันผล (Dividend Policy Stability) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544-2548 สามารถสรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบ และข้อเสนอแนะได้ดังนี้

5.1 สรุปผลการศึกษา

5.1.1 อิทธิพลของข้อมูลจากการประกาศจ่ายเงินปันผล ในช่วงวันประกาศจ่ายเงินปันผล (Information Content of Dividend Announcements)

พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตัวอย่างทั้งหมด กลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ และกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) เกิดขึ้นสูงสุด ณ วันประกาศจ่ายเงินปันผล ($t=0$) โดยมีค่าเฉลี่ยดังนี้คือร้อยละ 0.7660 ร้อยละ 0.7073 และร้อยละ 0.8486 ตามลำดับ ซึ่งค่าเฉลี่ยทั้ง 3 กลุ่มมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 และยังพบค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ของทั้ง 3 กลุ่มหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน ($t+1$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้หลักทรัพย์ตัวอย่างทั้งหมด และกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) เกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติโดยเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล 3 วัน จนถึงหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน ($-3, +1$)

5.1.1.1 ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากครั้งก่อน ($D_t > D_{t-1}$)

พบว่าเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากครั้งก่อน กลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ และกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) มากกว่าตลาดเกิดขึ้น ณ วันประกาศจ่ายเงินปันผล ($t=0$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 นอกจากนี้ยังพบว่าค่าเฉลี่ยผลตอบแทน

เกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) ของหลักทรัพย์ทั้ง 2 กลุ่ม ในช่วงวันประกาศ
จ่ายเงินปันผล (-3, +1) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 เช่นกัน

การทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนเกินปกติที่มากกว่าตลาดระหว่างกลุ่ม
หลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ และกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทน
จากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ เมื่อมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากครั้งก่อน พบว่าผลตอบแทนเกิน
ปกติของกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ มีค่ามากกว่ากลุ่ม
หลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05

ผลการศึกษาของกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพแต่มี
ระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่างกัน (Group1 Group2 และ Group3) พบว่าเมื่อมีการ
ประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากครั้งก่อน หลักทรัพย์ทั้ง 3 กลุ่มมีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติ
(Abnormal Return) มากกว่าตลาดเกิดขึ้น ณ วันประกาศจ่ายเงินปันผล ($t=0$) อย่างมีนัยสำคัญทาง
สถิติที่ระดับ .05 นอกจากนี้ยังพบว่าค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal
Return) ของหลักทรัพย์ทั้ง 3 กลุ่ม (Group1 Group2 และ Group3) ในช่วงวันประกาศจ่ายเงินปันผล
(-3, +1) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 เช่นกัน

การทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนเกินปกติที่มากกว่าตลาดระหว่างกลุ่ม
หลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพแต่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปัน
ผลต่างกัน 3 ระดับ พบว่าเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากครั้งก่อน หลักทรัพย์ทั้ง 3 กลุ่ม มี
ผลตอบแทนเกินปกติที่มากกว่าตลาด แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 โดยกลุ่ม
หลักทรัพย์ Group3 มีผลตอบแทนเกินปกติสะสมมากกว่า Group2

5.1.1.2 ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผล เท่ากับครั้งก่อน ($D_t = D_{t-1}$)

ผลการศึกษาพบว่าเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลเท่ากับครั้งก่อน กลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตรา
ผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ และกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มี
เสถียรภาพ จะมีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ที่มากกว่าตลาดเกิดขึ้น ณ วัน
ประกาศจ่ายเงินปันผล ($t=0$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 และนอกจากนี้ยังพบว่า ค่าเฉลี่ย
ผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) ของหลักทรัพย์ทั้ง 2 กลุ่ม ในช่วงวัน
ประกาศจ่ายเงินปันผล (-3, +1) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 เช่นกัน

การทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนเกินปกติที่มากกว่าตลาดระหว่างกลุ่ม
หลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ และกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทน

จากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ เมื่อมีการจ่ายเงินปันผลเท่ากับครั้งก่อน พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ และกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ ไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการศึกษากลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ แต่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลแตกต่างกัน (Group1 Group2 และ Group3) พบว่าเมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผลเท่ากับครั้งก่อน หลักทรัพย์ Group2 และ Group3 มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) มากกว่าตลาดเกิดขึ้น ณ วันประกาศจ่ายเงินปันผล ($t=0$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 นอกจากนี้ยังพบว่าค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) ของกลุ่มหลักทรัพย์ Group2 และ Group3 ในช่วงวันประกาศจ่ายเงินปันผล (-3, +1) มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 และ .01 ตามลำดับ แต่กลับไม่พบผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญของกลุ่มหลักทรัพย์ Group1 ณ วันประกาศจ่ายเงินปันผล และในช่วงวันประกาศจ่ายเงินปันผล (-3, +1)

การทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนเกินปกติที่มากกว่าตลาดระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพแต่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่างกัน 3 ระดับ เมื่อมีการจ่ายเงินปันผลเท่ากับครั้งก่อน พบว่าในช่วงวันประกาศจ่ายเงินปันผล (-3, +1) ผลตอบแทนเกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ทั้ง 3 กลุ่ม ไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ ณ วันประกาศจ่ายเงินปันผล ($t=0$) กลับพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ Group3 มีค่าผลตอบแทนเกินปกติสะสมมากกว่า Group2 และ Group1 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 แต่กลุ่มหลักทรัพย์ Group1 และ Group2 ไม่มีความแตกต่างกัน

5.1.1.3 ผลตอบแทนเกินปกติของกลุ่มหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผลลดลงจากครั้งก่อน ($D_t < D_{t-1}$)

ผลการศึกษาพบว่าเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลลดลงจากครั้งก่อน กลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติน้อยกว่าตลาด อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .01 นอกจากนี้ยังพบว่าค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติสะสมน้อยกว่าตลาด เกิดขึ้นในช่วงวันประกาศจ่ายเงินปันผล (-3, +1) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 แต่สำหรับกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ ไม่พบผลตอบแทนเกินปกติอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ วันประกาศจ่ายเงินปันผล และช่วงวันประกาศจ่ายเงินปันผล

การทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนเกินปกติที่มากกว่าตลาดระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ และกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทน

จากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ เมื่อมีการจ่ายเงินปันผลลดลงจากครั้งก่อน พบว่า ณ วันประกาศจ่ายเงินปันผล ($t=0$) ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติที่น้อยกว่าตลาดของกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ มีค่ามากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 แต่ในช่วงที่ประกาศจ่ายเงินปันผล (-3, +1) หลักทรัพย์ทั้ง 2 กลุ่มไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการศึกษากลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพแต่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่างกัน (Group1 Group2 และ Group3) พบว่าเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลลดลงจากครั้งก่อน หลักทรัพย์ทั้ง 3 กลุ่มไม่มีผลตอบแทนเกินปกติเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ วันประกาศจ่ายเงินปันผล ($t=0$) และในช่วงวันประกาศจ่ายเงินปันผล (-3, +1) นอกจากนี้ในการทดสอบความแตกต่างระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 3 กลุ่ม พบว่า หลักทรัพย์ทั้ง 3 กลุ่ม ไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งในช่วงวันประกาศจ่ายเงินปันผล (-3, +1) และ ณ วันประกาศจ่ายเงินปันผล ($t=0$)

5.1.2 กลุ่มนักลงทุนมีความต้องการระดับเงินปันผลแตกต่างกัน (Dividend Clientele)

5.1.2.1 การวิเคราะห์ค่า EG Ratio ของกลุ่มหลักทรัพย์ตัวอย่างทั้งหมดที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่างกัน ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล

พบว่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของกลุ่มหลักทรัพย์ ตัวอย่างทั้งหมดที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่างกัน (DY_{L1} DY_{L2} DY_{L3} DY_{L4} และ DY_{L5}) พบว่ามีความแตกต่างของค่าเฉลี่ย EG Ratio ระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 5 กลุ่ม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 โดยกลุ่มหลักทรัพย์ DY_{L1} มีค่าเฉลี่ย EG Ratio น้อยกว่าหลักทรัพย์กลุ่ม DY_{L4} และ DY_{L5} อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 ผลการศึกษาในส่วนนี้แสดงให้เห็นถึง อิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ชอบระดับเงินปันผลแตกต่างกันที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ นอกจากนี้ยังพบว่า EG Ratio กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีระดับเงินปันผลอยู่ในระดับต่ำสุด (DY_{L1}) จะมีค่า EG Ratio อยู่ในระดับต่ำเช่นกัน และจะมีค่าเพิ่มสูงขึ้นตามระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล จากความสัมพันธ์ระหว่างระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลกับค่า EG Ratio แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างระหว่างกลุ่มนักลงทุนที่ชอบและไม่ชอบเงินปันผล

5.1.2.2 การวิเคราะห์ค่า EG Ratio ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ แต่ระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่างกัน ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล

พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ มีค่าเฉลี่ย EG Ratio ของแต่ละกลุ่มเพิ่มขึ้นตามระดับผลตอบแทนจากเงินปันผล แต่ค่าเฉลี่ย EG Ratio ของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ (Group1 Group2 และ Group3) ไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงให้เห็นว่าหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ สามารถลดอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ชอบเงินปันผลต่างกันได้

เมื่อเปรียบเทียบกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีระดับเงินปันผลต่ำของกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด (DY_{L1}) และกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ (Group1) พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ (Group1) มีค่า EG Ratio สูงกว่าหลักทรัพย์ตัวอย่างทั้งหมด (DY_{L1}) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ .05 แม้ว่าจะมีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ในระดับต่ำเช่นเดียวกัน

5.2 อภิปรายผลการศึกษา

การศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในวันประกาศจ่ายเงินปันผล (Dividend Announcement Date) และวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) โดยอาศัยข้อมูลความมีเสถียรภาพของ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Policy Stability) ในครั้งนี้สามารถอภิปรายผลการศึกษาได้ 2 ส่วนดังนี้

ส่วนแรกเป็นการศึกษาอิทธิพลของข้อมูลจากการประกาศจ่ายเงินปันผล ในช่วงวันประกาศจ่ายเงินปันผล (Information Content of Dividend Announcements) เปรียบเทียบระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ กับกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ ซึ่งผลการศึกษานี้สามารถอธิบายได้ว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ทั้ง 2 กลุ่ม เนื่องจากอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยราคาหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้นเมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากครั้งก่อน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Miller และ Rock (1985) ว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นช่องทางหนึ่งในการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน ดังนั้นเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลจึงมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ และยังสอดคล้องกับการศึกษาของ Lintner (1962) John และ Williams (1985) ว่าราคาหุ้นสามัญมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล โดยราคาหุ้นสามัญจะเพิ่มขึ้นเมื่อมีการจ่ายเงินปัน

ผลเพิ่มขึ้นและราคาหุ้นสามัญจะลดลงเมื่อจ่ายเงินปันผลลดลง สำหรับราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นของทั้ง 2 กลุ่ม หลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ จะมีราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นมากกว่าหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ แม้แต่กลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ ต่างได้รับอิทธิพลของข้อมูลจากการประกาศจ่ายเงินปันผลเช่นกัน โดยหลักทรัพย์ที่มีระดับเงินปันผลสูงจะมีราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นสูงกว่า หลักทรัพย์ที่มีระดับเงินปันผลปานกลางและต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Dasilas (2007) ซึ่งพบว่าสาเหตุที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นมากกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีระดับเงินปันผลต่ำ เนื่องมาจากหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงจะได้รับอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผลมากกว่าหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่ำ จึงทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นสูงกว่า

นอกจากนี้การประกาศจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นที่เท่ากับครั้งก่อนมีอิทธิพลต่อราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 2 กลุ่ม แม้กระทั่งกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพแต่มีระดับเงินปันผลต่างกัน ต่างได้รับอิทธิพลของข้อมูลจากการประกาศจ่ายเงินปันผลเช่นกัน โดยหลักทรัพย์ที่มีระดับเงินปันผลสูงจะมีราคาหลักทรัพย์เพิ่มสูงกว่า หลักทรัพย์ที่มีระดับเงินปันผลปานกลาง และระดับต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Gordon (1963) และ Lintner (1962) ที่พบว่าราคาหลักทรัพย์จะเพิ่มสูงขึ้นเมื่อบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผล และได้อธิบายว่าผู้ถือหุ้นมีความพอใจที่จะรับเงินปันผลในขณะนี้มากกว่ากำไรจากราคาหุ้นสามัญที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคต เพราะเงินปันผลในปัจจุบันมีความแน่นอนมากกว่า ราคาหลักทรัพย์ที่อาจเพิ่มขึ้นในอนาคต ดังนั้นเมื่อหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลยอมส่งผลให้ราคาเพิ่มสูงขึ้น

แต่เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นลดลงจากครั้งก่อนกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ จะมีราคาหลักทรัพย์ลดลงเนื่องจากอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Lintner (1962) John และ Williams (1985) ว่าราคาหุ้นสามัญจะลดลงเมื่อจ่ายเงินปันผลลดลงจากครั้งก่อน เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลลดลงเป็นการส่งข้อมูลทางลบให้แก่ตลาด แต่กลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพกลับไม่มีการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ซึ่งสามารถอธิบายได้จากการศึกษาของ Romon (2000) ว่าหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพจะได้รับอิทธิพลของข้อมูลจากการประกาศจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ เนื่องจากนักลงทุนสามารถคาดการณ์ถึงระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่จะได้รับได้ง่ายกว่า และมีการเปลี่ยนแปลงอัตราการจ่ายเงินปันผลที่น้อยกว่า

สำหรับการศึกษารายที่ 2 เป็นการศึกษาอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ชอบระดับเงินปันผลต่างกัน ในช่วงวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Clientele Effect of Ex-dividend Day) โดยทำการเปรียบเทียบระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ กับกลุ่มหลักทรัพย์ตัวอย่างทั้งหมด ผลการศึกษาพบว่า เมื่อทำการแบ่งกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดออกเป็น 5 กลุ่มตามระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่ำสุด และสูงสุดมีค่า EG Ratio แตกต่างกัน โดยกลุ่มที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่ำจะมีค่า EG Ratio ต่ำกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Elton และ Gruber (1970) และการศึกษาอื่นในอดีตเช่น Kalay (1982) Frank และ Jagannathan (1998) ที่พบว่าค่า EG Ratio ของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์จะมีความแตกต่างกันและจะสัมพันธ์กับระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ซึ่งแสดงให้เห็นถึงอิทธิพลของกลุ่มนักลงทุนมีความต้องการระดับเงินปันผลที่แตกต่างกัน

เมื่อทำการศึกษาอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ชอบระดับเงินปันผลต่างกัน ในกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ พบว่าค่า EG Ratio ไม่มีความแตกต่างกันตามระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล แสดงให้เห็นว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพสามารถลดอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ชอบระดับเงินปันผลต่างกันได้นอกจากนั้นเมื่อทำการเปรียบเทียบค่า EG Ratio ระหว่างกลุ่มที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่ำที่สุด ของหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ กับหลักทรัพย์ตัวอย่างทั้งหมด พบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพจะมีค่า EG Ratio สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ตัวอย่างทั้งหมดแม้ว่าเงินปันผลนั้นจะอยู่ในระดับต่ำก็ตาม ซึ่งผลการศึกษาในครั้งนี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Romon (2000) ที่พบว่าความมีเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลจะสามารถ ลดอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ชอบระดับเงินปันผลต่างกัน ได้ ซึ่งอธิบายได้ว่า ความมีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผล ช่วยให้ตลาดสามารถคาดการณ์ถึงระดับเงินปันผลที่จะจ่ายได้ดีกว่าหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ ซึ่งหลักทรัพย์กลุ่มนี้ไม่แน่นอนว่าจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือลดลงมากน้อยเพียงใด อีกทั้งการเปลี่ยนแปลงระดับเงินปันผลที่บ่อยครั้ง ทำให้นักลงทุนต้องซื้อขายหุ้นบ่อยครั้งซึ่งแต่ละครั้งต้องเสียค่านายหน้าซึ่งทำให้เกิดต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น ดังนั้นนักลงทุนที่ชอบเงินปันผลจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพมากกว่า แม้ว่าระดับเงินปันผลนั้นจะอยู่ในระดับต่ำก็ตาม

5.3 ข้อค้นพบ

การศึกษาในครั้งนี้แสดงให้เห็นถึงอิทธิพลของข้อมูลจากการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในวันประกาศจ่ายเงินปันผล (Information Content of Dividend Announcements) เปรียบเทียบระหว่างกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ กับกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ พบว่าอิทธิพลของข้อมูลจากการจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ทั้ง 2 กลุ่ม ในช่วงวันประกาศจ่ายเงินปันผล โดยราคาหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้นเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น หรือเท่ากับครั้งก่อน และราคาหลักทรัพย์จะลดลงเมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผลลดลง สำหรับกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ พบว่าความมีเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ไม่สามารถขจัดอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากเงินปันผลได้ โดยทำได้เพียงลดอิทธิพลของข้อมูลจากเงินปันผลให้น้อยลงเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือคงที่ แต่ความมีเสถียรภาพสามารถขจัดอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผลได้เมื่อมีการจ่ายเงินปันผลลดลงจากครั้งก่อน

การศึกษาในครั้งนี้แสดงให้เห็นถึงการมีอยู่จริงของอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ชอบระดับเงินปันผลต่างกัน (Clientele Effect) ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในระดับต่ำ จะมีค่า EG Ratio อยู่ในระดับต่ำ และจะมีค่าเพิ่มสูงขึ้นตามระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ซึ่งค่า EG Ratio เปรียบเสมือนค่าแสดงระดับความชอบเงินปันผลของกลุ่มนักลงทุน แต่สำหรับกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ พบว่าความมีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผลสามารถลดอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ชอบระดับเงินปันผลต่างกัน ได้

นอกจากนี้ยังพบว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพแม้ว่าจะมีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ในระดับต่ำ แต่กลับมีค่า EG Ratio สูงกว่าหลักทรัพย์ตัวอย่างทั้งหมดที่มีระดับอัตราผลตอบแทนในระดับต่ำเช่นเดียวกัน อธิบายได้ว่ากลุ่มนักลงทุนที่ชอบเงินปันผลจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพมากกว่าหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ เนื่องจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพสามารถคาดการณ์ถึงระดับเงินปันผลที่จะได้รับได้ดีกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ แม้ว่าหลักทรัพย์นั้นจะมีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ในระดับต่ำก็ตาม ย่อมดีกว่าความเสี่ยงจากการได้รับเงินปันผลไม่เป็นไปตามความต้องการ จากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ

5.4 ข้อเสนอแนะ

5.4.1 ข้อเสนอแนะสำหรับผู้บริหาร

จากผลการศึกษาพบว่า อิทธิพลของข้อมูลที่มาจากการจ่ายเงินปันผล (Dividend Information Effect) และอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ต้องการเงินระดับเงินปันผลต่างกัน (Dividend Clientele Effect) มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นในการกำหนดนโยบายเงินปันผลผู้บริหารจึงควรพิจารณาถึงผลกระทบจากอิทธิพลดังกล่าว ก่อนที่จะประกาศนโยบายเงินปันผลที่ต่างไปจากเดิม นอกจากนี้การศึกษารังนี้ยังแสดงให้เห็นว่าความมีเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล สามารถช่วยลดอิทธิพลของข้อมูลที่มาจากการจ่ายเงินปันผล (Dividend Information Effect) และอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ต้องการเงินปันผลต่างกัน (Dividend Clientele Effect) ดังนั้นการกำหนดนโยบายเงินปันผลของบริษัท ควรจะคำนึงถึงความมีเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ เนื่องจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทนั้น จะเป็นที่พอใจแก่ผู้ถือหุ้นหรือไม่ขึ้นขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ เพื่อประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้น

5.4.2 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยต่อไปในอนาคต

วิทยานิพนธ์นี้ครั้งนี้มีข้อจำกัดในเรื่องวิธีการคำนวณผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) การกำหนดประเภทของการจ่ายเงินปันผล และการวัดเสถียรภาพของนโยบายเงินปันผลจากอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ข้อจำกัดในแต่ละเรื่องมีรายละเอียดดังนี้ คือ วิธีการคำนวณผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ตัวอย่าง จากการเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่ได้รับจากตลาดซึ่งอาศัยผลตอบแทนจากดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET Index) การคำนวณด้วยวิธีนี้ใช้ผลตอบแทนของตลาด ซึ่งไม่ได้คำนึงถึงปัจจัยในด้านความเสี่ยงของประเภทธุรกิจ และขนาดของบริษัท ดังนั้นหากนำวิธีการคำนวณผลตอบแทนเกินปกติด้วยวิธีอื่นมาใช้ในการศึกษาในอนาคตอาจจะช่วยให้เห็นถึงอิทธิพลจากข้อมูลที่มีจากการจ่ายเงินได้ชัดเจนมากขึ้น

การกำหนดประเภทการจ่ายเงินปันผลในการศึกษารังนี้ กำหนดจากการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ที่เพิ่มขึ้น คงที่ หรือลดลงจากครั้งก่อน ซึ่งอาจจะไม่สอดคล้องกับผลประกอบการของบริษัทที่มีผลประกอบการดีขึ้นหรือแย่ลง ดังนั้นหากกำหนดจากการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล จากอัตราส่วนเงินปันผลต่อหุ้นเทียบกับกำไรต่อหุ้น (Dividend Pay-out Ratio) มาใช้ในการศึกษาในอนาคตจะช่วยให้การกำหนดประเภทการจ่ายเงินปันผลได้สอดคล้องกับผลประกอบการของบริษัท

การวัดความมีเสถียรภาพของนโยบายการจ่ายเงินปันผล ในการศึกษาที่อาศัยความมีเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลซึ่งวัดจากมุมมองของผู้ถือหุ้นว่านโยบายเงินปันผลนั้นเป็นที่น่าพอใจแก่ผู้ถือหุ้นหรือไม่ขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่จะได้รับ แต่ข้อจำกัดของวิธีนี้เนื่องจาก อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลถูกกำหนดขึ้นจากบริษัทและตลาด โดยบริษัทเป็นผู้กำหนดเงินปันผล และตลาดเป็นผู้กำหนดราคาหุ้น ซึ่งผู้บริหารไม่สามารถกำหนดราคาหุ้นในตลาดได้ ดังนั้น หากนำอัตราส่วนเงินปันผลต่อหุ้นเทียบกับกำไรต่อหุ้น(Dividend Pay-out Ratio) มาเป็นเครื่องมือในการวัดความมีเสถียรภาพของนโยบายเงินปันผล สำหรับการศึกษาในอนาคต จะช่วยให้ศึกษาเรื่องความมีเสถียรภาพของนโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพ ได้ชัดเจนยิ่งขึ้น

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved