

## บทที่ 5

## สรุปและข้อเสนอแนะ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ เป็นการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศจ่าย เงินปันผล กับการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาและ เปรียบเทียบว่าข่าวการประกาศจ่าย เงินปันผลมีผลต่อการ เปลี่ยนแปลงราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทยทั้งในภาวะตลาดคึกคักและตลาดซบเซาอย่างไร นอกจากนี้เพื่อศึกษาว่าตลาด หลักรทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) ระดับ Semi- Strong หรือไม่

ในการศึกษาวิทยานิพนธ์นี้ได้ใช้ผลการศึกษาของ FFJR ที่ใช้สมการ Market Model มาเป็นแนวทางว่าถ้ามาศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะให้ผล เช่นเดียวกันหรือไม่ โดย ที่ใช้ข่าวการประกาศจ่าย เงินปันผลแทนข่าวการแตกหุ้น ซึ่งเป็นข่าวที่ตลาดหลักทรัพย์ต้องแจ้ง ให้ ประชาชนทราบทันทีในสรุปข่าวธุรกิจหลักทรัพย์รายวัน หลังจากที่มีบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทรับ อนุญาตต้องแจ้งมติจากที่ประชุมคณะกรรมการบริษัทหรือที่ประชุมสามัญ เกี่ยวกับ เรื่องการอนุมัติการ จ่าย เงินปันผล ซึ่งตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฯ เกี่ยวกับ เรื่องการ เปิดเผยข้อมูล เรื่อง เงิน ปันผล กำหนดว่า ให้บริษัทดังกล่าวแจ้งมติที่ประชุม เกี่ยวกับ เรื่อง เงินปันผลให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ ทราบภายใน 16.00 น. ของวันที่ประชุม หรืออย่างช้าไม่เกิน 9.00 น.ของวันทำการถัดไป การที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดเรื่องดังกล่าวนี้เพราะว่าต้องการให้ผู้ลงทุนได้ทราบ เรื่องการจ่าย เงินปันผลโดย เร็วที่สุดและให้ทราบโดยทั่วกัน เพื่อไม่ให้มีผู้ลงทุนรายใดทราบข่าวนี้ก่อน เพราะ อาจทำให้มีนักลงทุนบางคนได้ เปรียบจากการทราบข่าวก่อน และการศึกษาวิทยานิพนธ์นี้ได้ตั้งข้อ สันนิษฐานว่า การประกาศจ่าย เงินปันผลไม่มีผลต่อการ เปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย

การศึกษานี้จะศึกษาและ เปรียบ เทียบ เฉพาะหุ้นของบริษัทที่มีการประกาศจ่าย เงินปันผล จากผลการดำเนินงานปี 2520 และผลการดำเนินงานปี 2522 ไม่ว่าจะเป็นหุ้นที่มีการจ่าย เงินปันผล

ปีละครั้งหรือปีละ 2 ครั้ง หรือมากกว่านั้นก็ตาม เพราะว่าปี 2520 เป็นปีที่ตลาดอยู่ในสภาพ คีคัก (Bull Market) และปี 2522 เป็นปีที่ตลาดซบเซา (Bear Market) เมื่อเลือกเฉพาะ หุ้นที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลของปี 2520 และปี 2522 ได้แล้ว ก็นำหุ้นดังกล่าวมาพิจารณา ต่อไปว่าในปี 2520 มีการจ่ายเงินปันผลจากผลการดำเนินงานปีนี้เป็นจำนวนเงินเท่าใด โดยรวม เงินปันผลที่มีการจ่ายทั้งหมด ประกอบด้วย เงินปันผลระหว่างกาล เงินปันผลงวดสุดท้าย สำหรับหุ้น ที่มีการจ่ายเงินปันผลปีละ 2 ครั้ง หรือเงินปันผลประจำปี สำหรับหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลปีละครั้ง รวมทั้ง เงินปันผลพิเศษ ถ้ามีการจ่ายให้เพิ่มเติมของแต่ละหุ้นด้วย แล้วนำมา เปรียบเทียบกับจำนวน เงินปันผลของหุ้นเดียวกันของปี 2519 ทำนองเดียวกันสำหรับหุ้นอื่น ๆ ที่มีการจ่ายเงินปันผลจาก ปี 2520 และสำหรับปี 2522 จะ เปรียบเทียบจำนวนเงินปันผลที่จ่ายจากผลการดำเนินงานปี 2522 เปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานปี 2521 ซึ่งผลที่ได้จากการ เปรียบเทียบมีดังนี้

1. หุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน
2. หุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน
3. หุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลเท่ากับปีก่อน

เหตุผลที่ต้องแบ่งประเภทการจ่ายเงินปันผลออกเป็น 3 ประเภท ทั้งนี้เพื่อศึกษาถึง พฤติกรรมของการปรับตัวของราคาหุ้นต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลของหุ้นแต่ละประเภท ในวัน ประกาศจ่ายเงินปันผลรวมทั้งวันก่อนและหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผลอย่างละ 12 สัปดาห์ ว่ามี ลักษณะเป็นอย่างไรบ้างของการจ่ายเงินปันผลแต่ละประเภท นอกจากนี้ยังนำหุ้นทั้ง 3 ประเภท รวมกันอีกเป็นหุ้นทั้งหมดที่มีการจ่ายเงินปันผล เพื่อศึกษาถึงพฤติกรรมของหุ้นทั้งหมดอีกซึ่ง เปรียบ เปรียบเหมือนเป็นการศึกษาพฤติกรรมของการปรับตัวของตลาดด้วย

หลังจากที่คัด เลือกหุ้นแต่ละประเภทของแต่ละปีแล้ว จะมาพิจารณาต่อไปว่าหุ้นดังกล่าว มีการประกาศจ่ายเงินปันผลวันที่เท่าใด และให้วันดังกล่าวเป็นงวด 0 และศึกษาถึงพฤติกรรมก่อน และหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล เป็นรายสัปดาห์จำนวนอย่างละ 12 สัปดาห์ และถ้าระยะเวลาที่ กล่าวมานี้ของหุ้นแต่ละหุ้นตรงกับระยะเวลาเพิ่มทุนคือนับจากวันที่มีมติเพิ่มทุน จนถึงวัน Ex-Rights จะตัดช่วงระยะเวลาดังกล่าวทิ้ง เพื่อไม่ให้มีผลของการเพิ่มทุน เข้ามา เกี่ยวข้องกับราคาหุ้นในช่วง ที่ทำการศึกษา



ต่อจากนี้จะนำมาคำนวณค่า เบต้าและอัลฟา ของหุ้นที่ได้รับการคัดเลือกมาแล้วในแต่ละประเภทของการจ่ายเงินปันผลและแต่ละปี โดยใช้สมการ Least Square Method หาความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนของหุ้นแต่ละหุ้นกับอัตราผลตอบแทนของตลาดรายสัปดาห์ ในงวดเวลาเดียวกัน ในที่นี้อัตราผลตอบแทนของตลาดใช้ดัชนีราคาบุคคลสัญชาติไทย ในงวดเวลาเดียวกัน ในที่นี้อัตราผลตอบแทนของตลาดใช้ดัชนีราคาบุคคลสัญชาติไทย โดยใช้ข้อมูลที่มาคำนวณตั้งแต่ต้นนั้น เริ่ม เข้าตลาดหลักทรัพย์ฯ จนถึงก่อนหน้า 12 สัปดาห์ของวันประกาศจ่ายเงินปันผล เหตุผลที่ไม่นำช่วงเวลานี้เข้ามาคำนวณด้วย เพราะไม่ต้องการให้ค่าเบต้าและอัลฟาที่คำนวณได้มีผลของข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นซึ่งอาจทำให้ราคาหุ้นในช่วงนี้สูงขึ้นได้ และคำนวณอีกครั้งสำหรับหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลปีละ 2 ครั้ง และใช้หลักการเดียวกันนี้สำหรับหุ้นอื่น ๆ ในปี 2520 และของปี 2522 โดยที่จะตัดค่าเบต้าและอัลฟาของหุ้นใดก็ตามที่มีจำนวนข้อมูลตั้งแต่เริ่ม เข้าตลาดหลักทรัพย์ฯ จนถึง 12 สัปดาห์ก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล ที่มีจำนวนน้อยกว่า 52 สัปดาห์ทิ้ง เพื่อให้ข้อมูลที่ใช้ในการคำนวณมีจำนวนมากพอ และน่าเชื่อถือ เพราะมีข้อมูลอย่างน้อย 1 ปีขึ้นไป

หลังจากนั้นนำไปคำนวณหาค่า Residual Term ของหุ้นแต่ละหุ้นของแต่ละประเภทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลง เท่าเดิม รวมทั้งหุ้นทั้งหมดที่มีการจ่ายเงินปันผลของปี 2520 และปี 2522 โดยใช้สมการ Market Model และคำนวณเป็นรายสัปดาห์ตั้งแต่งวดก่อนประกาศ 12 สัปดาห์ จึงถึงวันประกาศจ่ายเงินปันผล และหลังประกาศข่าวการจ่ายเงินปันผลอีก 12 สัปดาห์ รวมทั้งหมดจำนวน 25 งวดนั่นเอง และคำนวณเช่นนี้อีกสำหรับหุ้นที่เหลือที่อยู่ในประเภทการจ่ายเงินปันผลอย่างเดียวกัน เมื่อคำนวณได้จนครบทุกหุ้นของแต่ละประเภทการจ่ายเงินปันผลแล้ว ก็ให้นำมาหาค่าเฉลี่ย (Simple Average) จะได้ค่าเฉลี่ย Residual Term ของหุ้นแต่ละประเภทและแต่ละปี และคำนวณค่าผลรวมสะสมของค่าเฉลี่ย Residual Term ต่อไปอีก และนำผลที่ได้ดังกล่าวไปพลอตกราฟระหว่างค่าเฉลี่ย Residual Term จำนวน 25 งวด กับระยะเวลาก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผลช่วงก่อนประกาศ 12 สัปดาห์ วันประกาศจ่ายเงินปันผล และหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผลจำนวน 12 สัปดาห์ โดยให้ค่าดังกล่าวเป็นค่าของแกน X และ Y ตามลำดับ ทำนองเดียวกัน นำค่าผลรวมสะสมของค่าเฉลี่ย Residual Term มาพลอตกราฟคู่กับระยะเวลาดังกล่าวด้วย นอกจากนี้เพื่อให้การวิเคราะห์ถูกต้องมากขึ้นจึงนำค่าเฉลี่ย Residual Term ที่คำนวณได้ของหุ้นแต่ละประเภทและแต่ละปีที่ทำการศึกษามาทดสอบทางสถิติ โดยใช้ T-Distribution ทดสอบ เพื่อนำผลการศึกษามาวิเคราะห์ร่วมกับการวิเคราะห์ด้วยกราฟ นอกจากนี้ยังทำการทดสอบทางสถิติต่อไป

อีกว่า ในสภาพตลาดคึกคักปี 2520 และตลาดซบเซาปี 2522 จะมีความเหมือนกันหรือแตกต่างกัน ในเรื่องข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้การทดสอบด้วย Paired-Test โดยหาผลต่างของค่าเฉลี่ย Residual Term ของปี 2520 และปี 2522 ในงวดเดียวกันจำนวน 25 งวด ของการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น การจ่ายเงินปันผลลดลง การจ่ายเงินปันผลเท่าเดิม และหุ้นทั้งหมดที่มีการจ่ายเงินปันผล

ผลการศึกษาด้วยกราฟ สรุปได้ว่า ปี 2520 ซึ่งเป็นปีที่ตลาดคึกคัก ราคาหุ้นส่วนใหญ่ได้ปรับตัวต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลได้ดีพอควรในวันประกาศจ่ายเงินปันผล เพราะมีหุ้นประเภทจ่ายเงินปันผลเท่าเดิม เท่านั้นที่ราคาหุ้นปรับตัวต่อข่าวการจ่ายเงินปันผลในทิศทางที่เป็นลบ เนื่องจากค่า Residual Term มีแนวโน้มลดลงและติดลบในวันประกาศจ่ายเงินปันผล ขณะที่หุ้นประเภทอื่นๆ ราคาหุ้นปรับตัวต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลได้ดี เพราะค่าเฉลี่ย Residual Term มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นและเป็นบวกสูงผิดปกติ และถ้าพิจารณาช่วงหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 1 ถึง 2 สัปดาห์ ยังพบว่าราคาหุ้นปรับตัวต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลในทางลบ หรืออาจกล่าวได้ว่าราคาหุ้นไม่ได้ปรับตัวต่อข่าวนี้อีกเป็นได้ เพราะค่าเฉลี่ย Residual Term มีแนวโน้มลดลงต่ำมากจนกระทั่งติดลบ ทั้ง ๆ ที่ผู้ถือหุ้นในช่วงนี้ยังคงมีสิทธิได้รับเงินปันผล และในปี 2522 ซึ่งเป็นปีที่ตลาดซบเซา สรุปได้ว่าราคาหุ้นปรับตัวต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลได้ไม่ดีเท่าที่ควรในวันประกาศจ่ายเงินปันผล เพราะค่าเฉลี่ย Residual Term ในวันนี้มีค่าใกล้เคียงกับช่วงก่อนประกาศ ซึ่งถ้าราคาหุ้นปรับตัวได้ดีต่อข่าวแล้ว ค่าเฉลี่ย Residual Term ต้องมีค่าเป็นบวกสูงมาก ทำนองเดียวกันถ้าพิจารณาต่อไปในช่วงหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 1 ถึง 2 สัปดาห์ ราคาหุ้นปรับตัวต่อข่าวการประกาศได้ดีกว่าวันประกาศจ่ายเงินปันผล เพราะค่าเฉลี่ย Residual Term มีค่าเป็นบวกสูงชันกว่าวันประกาศจ่ายเงินปันผล เพราะว่าผู้ถือหุ้นในช่วงนี้ยังคงมีสิทธิได้รับเงินปันผล จึงทำให้ราคาหุ้นมีค่าสูงอยู่ แสดงว่าพฤติกรรมปรับตัวของราคาหุ้นมีการปรับตัวที่ช้าต่อข่าวการจ่ายเงินปันผล เพราะถ้ามีการปรับตัวที่รวดเร็ว ค่าเฉลี่ย Residual Term ต้องสูงมากทันทีตั้งแต่วันประกาศจ่ายเงินปันผล และจากการทดสอบด้วยสถิติโดยใช้ T-Distribution สรุปได้ว่า ไม่ว่าภาวะตลาดคึกคัก หรือตลาดซบเซา การประกาศจ่ายเงินปันผลไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% ของหุ้นที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลง เท่าเดิม หรือหุ้นทั้ง 3 ประเภท รวมกัน ทั้งนี้เพราะอาจมีข่าวอย่างอื่น เช่น ข่าวงบการเงินรายไตรมาส ที่แสดงถึงผลการดำเนินงานของบริษัทและเป็นปัจจัยหนึ่งในการกำหนดการจ่ายเงินปันผล ซึ่งนักลงทุนได้ให้ความสำคัญแก่งบการเงินนี้มาก เพราะแสดงถึง Earning Power ของบริษัท และเนื่องจากตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนและบริษัทรับอนุญาต ล่วงงบการเงินให้แก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ

ภายใน 45 วันหลังจากปิดงบการเงินรายไตรมาส ข่าวงบการเงินรายไตรมาสจึงเป็นข่าวที่นักลงทุนน่าจะได้ทราบก่อนข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผล ดังนั้นราคาหุ้นจึงได้ปรับตัวไปก่อนเมื่อทราบข่าวงบการเงินรายไตรมาส ทำให้ข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลลดความสำคัญลงจนไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญได้ นอกจากนี้ยังมีข่าวอย่างอื่น เช่น ข่าวการเปลี่ยนแปลงทีมผู้บริหาร ข่าวการที่บริษัทหนึ่งซื้ออีกบริษัทหนึ่ง ฯลฯ นอกจากนี้ภายใต้วิธีดำเนินการศึกษาและข้อจำกัดของการศึกษาสำหรับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ เช่น

1. มีเฉพาะข่าวการจ่ายเงินปันผลอย่างเดียว เท่านั้นที่เข้ามาในช่วงก่อนและหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผลอย่างละ 12 สัปดาห์ โดยที่ข่าวอื่นๆที่อาจจะมามีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น ให้คงที่
2. วิธีการคำนวณค่า Residual Term จะใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ของราคาหุ้นและดัชนีราคาบุคคลกลัยในการคำนวณ และศึกษาถึงพฤติกรรมของการปรับตัวของราคาหุ้นที่มีต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนและหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผลอย่างละ 12 สัปดาห์
3. ข้อมูลที่นำมาศึกษามีระยะเวลาตั้งแต่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เปิดดำเนินการตั้งแต่ 30 เมษายน 2518 จนถึง ธันวาคมปี 2523 ซึ่งแตกต่างจากการศึกษาของ FFJR ที่ใช้ข้อมูลในการคำนวณค่า Residual Term เป็นรายเดือนและศึกษาพฤติกรรมของการปรับตัวของราคาหุ้นต่อข่าวการประกาศแตกหุ้นช่วงก่อนและหลังวัน Effective Date อย่างละ 30 สัปดาห์ และข้อมูลที่นำมาศึกษาเริ่มตั้งแต่ มกราคม ค.ศ.1927 ถึง ธันวาคม ค.ศ.1969 ระยะเวลาจนถึง 33 ปี ซึ่งเป็นการศึกษาที่ใช้ข้อมูลเป็นจำนวนมาก และระยะเวลาที่นานกว่าการศึกษาในวิทยานิพนธ์ฉบับนี้
4. การคำนวณค่าเบต้าและอัลฟา จะใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ของอัตราผลตอบแทนของหุ้นเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ในที่นี้ใช้ดัชนีราคาบุคคลกลัย ตั้งแต่วันที่หุ้นนั้นเริ่มเข้าตลาดหลักทรัพย์ฯ จนถึงก่อนหน้าวันประกาศจ่ายเงินปันผล 12 สัปดาห์ และตัดหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลครั้งนี้ทิ้งไปเมื่อจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการคำนวณมีค่าน้อยกว่า 52 สัปดาห์ โดยใช้สมการ Least Square Method ในการคำนวณ
5. การนำสมการ Market Model เพื่อคำนวณค่า Residual Term และนำวิธี Least Square Method มาใช้ในการคำนวณเบต้าและอัลฟา ซึ่งหลักการดังกล่าวมาจากทฤษฎี Capital Asset Pricing Model (CAPM) นั่นเอง ซึ่งทฤษฎีดังกล่าวมีข้อสมมติหลายประการ ซึ่งในการศึกษาดังกล่าว พบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังมีสภาพที่ห่างไกลจากข้อสมมติของทฤษฎีทั้งหมด เช่น การซื้อหรือขายหลักทรัพย์จะต้องมีค่าใช้จ่ายในการซื้อหรือขายทุกครั้ง

ซึ่งได้แก่ค่า Commission นั้นเอง หรือนักลงทุนแต่ละคนไม่สามารถกู้ยืมเงินด้วยอัตราดอกเบี้ย เท่ากับผลตอบแทนที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk Free Rate) ได้ รวมทั้งการคาดการณ์ของนัก ลงทุนแต่ละคนในเรื่องการพิจารณาอัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงที่แตกต่างกัน จากสาเหตุ ดังกล่าวทำให้ค่าเบต้าและอัลฟาคลาดเคลื่อน ไม่ถูกต้องเท่าที่ควร และทำให้ค่า Residual Term ที่คำนวณจากสมการ Market Model คลาดเคลื่อนและผิดพลาดได้

6. ในทางปฏิบัติหุ้นบางหุ้นมีการซื้อขายน้อยมาก ทำให้ราคาหุ้นดังกล่าวไม่ค่อย เปลี่ยนแปลง ทั้งนี้เพราะตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผู้ลงทุนน้อยราย และมีปริมาณหุ้นไม่มาก ทำให้มีหุ้นจำนวนมากที่ไม่ค่อยมีการซื้อขาย จากเหตุผลดังกล่าวทำให้การคำนวณค่าอัตราผลตอบแทน ของหุ้นนั้นๆ ( $R_{it}$ ) เปลี่ยนแปลงน้อย และทำให้ค่าเบต้าและอัลฟาที่คำนวณจากอัตราผลตอบแทน ของหุ้นนั้นๆ กับดัชนีราคาบุคคลกลัย เป็นตัวแทนที่ไม่ดีเท่าที่ควร และส่งผลให้การคำนวณค่า Residual Term จากสมการ Market Model มีค่าคลาดเคลื่อนได้ ซึ่งอาจจะทำให้การวิเคราะห์ความ สัมพันธ์ของข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นไม่ดีเท่าที่ควร

เห็นได้ว่านอกจากจะมีข้อจำกัดในทางทฤษฎีแล้ว ยังมีตัวแปร เป็นจำนวนมากในทาง ปฏิบัติ ทำให้ยากที่จะสรุปต่อไปได้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ หรือไม่มีประสิทธิภาพ ณ ระดับ Semi-Strong ได้

นอกจากนี้ยังได้ทำการทดสอบโดยใช้ Paired-Test พบว่าข่าวการประกาศจ่าย เงินปันผลไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ทั้งประเภทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลง เท่าเดิม และหุ้นทั้งหมดที่มีการจ่ายเงินปันผล ไม่มีความแตกต่างกันเลยไม่ว่าตลาดจะอยู่ในสภาพคึกคัก หรือ สภาพซบเซา ทั้งนี้ก็เพราะว่าตลาดคึกคักเป็นตลาดที่ราคาหุ้นมีแนวโน้ม เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ มีผู้ซื้อหุ้น มากกว่าผู้ขาย ตลาดซบเซาเป็นตลาดที่ราคาหุ้นมีแนวโน้มของราคาลดลง มีผู้ขายหุ้นมากกว่า ผู้ซื้อ ซึ่งสภาพตลาดทั้ง 2 เป็นเพียงสภาพหนึ่ง ๆ ของตลาดหลักทรัพย์ฯ เท่านั้น แต่องค์ประกอบ ต่างๆ เช่น พฤติกรรมของการปรับตัวของราคาหุ้นที่ไม่รวดเร็วต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผล หรือสภาพตลาดหลักทรัพย์ฯ มีลักษณะเป็น Imperfect Information กล่าวคือ นักลงทุนบางคน เป็นคนไม่ค่อยมีเหตุผล (Irrational) หรือบางคนไม่สนใจต่อข่าว (Ignorant) ที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ แจ้งให้ผู้ลงทุนทราบ รวมทั้งบางคนได้รับข่าวสารช้ากว่าคนอื่นก็ได้ ดังนั้นไม่ว่าสภาพตลาดจะ ต่างกันในสภาพใด การประกาศจ่ายเงินปันผลก็ยังไม่ีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นนั่นเอง

## ข้อเสนอแนะ

ภายใต้วิธีการและข้อจำกัดของการศึกษาที่กล่าวมาแล้ว สรุปได้ว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99% ไม่ว่าจะเป็นตลาดศึกษักหรือตลาดชมพู และถ้าข้อจำกัดและวิธีการศึกษาเปลี่ยนแปลงไปตามที่ได้เสนอแนะไว้ อาจจะทำให้ผลสรุปของการศึกษาแตกต่างจากผลสรุปที่ได้ศึกษามาแล้วตามวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ ดังนี้

1. มีเฉพาะข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลเท่านั้นที่เข้ามาในช่วงระยะเวลาการทดสอบ กล่าวคือ ระยะเวลาก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล 12 สัปดาห์ ถึงหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 12 สัปดาห์ โดยให้ข่าวอื่น ๆ คงที่ ดังนั้นถ้าข่าวอื่น ๆ เช่น ข่าวงบการเงินรายไตรมาส ข่าวการเปลี่ยนแปลงผู้บริหาร หรือข่าวการเปลี่ยนแปลงนโยบายของบริษัท เข้ามาในช่วงที่ศึกษาโดยที่ข่าวเหล่านี้มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นด้วย ดังนั้นถ้าต้องการให้การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นมีผลจากการประกาศจ่ายเงินปันผลเพียงอย่างเดียว จะต้องทำการปรับราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไปจากผลของข่าวนั้น ๆ ออกไปเสียก่อน แล้วจึงจะนำราคาหุ้นหลังปรับแล้วมาศึกษาต่อ

2. ข้อจำกัดเรื่องระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา กล่าวคือถ้าเปลี่ยนปีที่ใช้ในการศึกษา ที่นานกว่าปี 2522 หรือเปลี่ยนระยะเวลาศึกษาก่อนและหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล ไม่ใช่ 12 สัปดาห์ จะมีผลทำให้ผลสรุปที่ศึกษาได้เปลี่ยนแปลงไป กล่าวคือ ค่าเบต้าและอัลฟาที่คำนวณจากราคาหุ้นแต่ละหุ้นและดัชนีราคามุคคัลลิจ์ ตั้งแต่เข้าตลาดหลักทรัพย์ฯ จนถึงระยะเวลาก่อนหน้าวันประกาศจ่ายเงินปันผลที่ได้ศึกษาอยู่ จากการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวทำให้ข้อมูลที่ใช้ในการคำนวณมีมากขึ้น ซึ่งทำให้ค่าเบต้าและอัลฟา เปลี่ยนแปลงได้ประการหนึ่ง และอีกประการหนึ่งคือ ราคาหุ้นและดัชนีราคามุคคัลลิจ์ของปีที่ทำการศึกษาใหม่อาจเปลี่ยนแปลงไป จากสาเหตุดังกล่าวจะมีผลทำให้ข้อสรุปที่ศึกษาได้เปลี่ยนแปลงไปจากเดิม

3. ถ้าเปลี่ยนข้อมูลที่ใช้ศึกษาจากรายสัปดาห์เป็นรายวัน อาจจะทำให้ผลสรุปจากการศึกษาเปลี่ยนแปลงไปได้เช่นกัน

นอกจากสาเหตุของข้อจำกัดข้างต้นแล้ว ยังมีปัจจัยอื่นที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นได้เช่น

4. Risk Preference ถ้าหุ้นใดที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น โดยทำให้อัตรากลับคืนและความเสี่ยงของหุ้นนั้น เพิ่มขึ้นด้วย และถ้านักลงทุนส่วนใหญ่เป็นคนชอบเสี่ยงแล้ว การประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นก็จะมีผลทำให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้นด้วย

5. Reinvestment ถ้าผู้ลงทุนเชื่อว่าบริษัทไม่จ่ายเงินปันผล หรือจ่ายเงินปันผลลดลงในงวดนี้ และนำเงินส่วนนี้ไปลงทุนต่อในธุรกิจต่าง ๆ ซึ่งจะทำให้มูลค่าของธุรกิจ (Value of the Firm) เพิ่มขึ้นในอนาคตแล้ว ถ้าเป็นเช่นนั้น การที่บริษัทไม่จ่ายเงินปันผล หรือจ่ายเงินปันผลลดลง แล้วนำไปลงทุนต่อดังกล่าว กรณีเช่นนี้ ราคาหุ้นอาจจะไม่เปลี่ยนแปลงเนื่องจากการจ่ายเงินปันผลที่ลดลง หรืองดการจ่ายเงินปันผลก็ได้

6. Tax Bracket ถ้าผู้ลงทุนส่วนใหญ่เป็นผู้มีฐานะดี ซึ่งมีเงินได้ก่อนที่จะนำมารวมเงินได้จากเงินปันผลอยู่ในระดับที่ต้องเสียภาษีในอัตราที่สูงอยู่แล้ว ดังนั้นการที่ได้รับเงินปันผลเพิ่มขึ้น จะทำให้ผู้ลงทุนต้องเสียภาษีเพิ่มขึ้นในอัตราที่สูงกว่าไม่ได้นำเงินปันผลมารวมเป็นเงินได้จากสาเหตุดังกล่าว ทำให้ผู้ลงทุนสนใจในกำไรส่วนหุ้น หรือกำไรจากการขายหุ้นมากกว่ารายได้จากเงินปันผล เพราะกำไรจากการขายหุ้นไม่มีการเสียภาษีจากการขายหุ้น และรายได้ส่วนนี้ไม่ต้องนำมารวมเป็นเงินได้เพื่อเสียภาษีบุคคลธรรมดา เพียงแต่ต้องจ่ายค่า Commission ร้อยละ 0.5 ของต้นทุนมูลค่าการซื้อขายหรือการขายหุ้นแต่ละครั้ง ถ้าเป็นเช่นนั้นการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น จะไม่ทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นตาม

ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย