



เงินปันผลและแนวการศึกษาของ FFJR

เงินปันผลเป็นผลตอบแทนของผู้ลงทุนอย่างหนึ่ง ในทางปฏิบัติแล้วผู้ลงทุนหวังที่จะให้บริษัทจ่ายเงินปันผลสูง ขณะเดียวกันบริษัทก็พยายามจ่ายเงินปันผลให้สูงหรืออย่างน้อยเท่าเดิม แต่ถ้าต้องจ่ายน้อยลงหรืองดการจ่ายปันผลเลย ผู้บริหารจะต้องแจ้งให้ทราบว่า เป็นเพราะสาเหตุใด เพราะอาจจะทำให้ราคาหุ้นตกได้ ดังนั้นเงินปันผลน่าจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น แต่การจ่ายเงินสดปันผลมากขึ้นขณะที่กำไรเท่าเดิม จะทำให้สภาพคล่อง (Liquidity) ลดลง ดังนั้น ผู้บริหารจะต้องให้ความสำคัญในเรื่องการจ่ายเงินปันผลอย่างมาก ว่าจำนวนเท่าใดจึงจะเหมาะสมที่ไม่ทำให้สภาพคล่องไม่เพียงพอต่อความต้องการใช้เงินของบริษัท ดังนั้นในบทนี้จะกล่าวถึงปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล ขึ้นตอนที่สองกล่าวถึงประเภทของการจ่ายเงินปันผล ขึ้นตอนที่สามวิธีการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทรับอนุญาต ขึ้นตอนที่สี่กล่าวถึงข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฯ ให้บริษัทจดทะเบียนและรับอนุญาตเปิดเผยข้อมูลต่อประชาชนเกี่ยวกับเรื่องการจ่ายปันผล ขึ้นตอนที่ห้าศึกษาถึงประเภทของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ และขั้นตอนสุดท้ายกล่าวถึงการศึกษาของ FFJR ซึ่งศึกษาถึงความมีประสิทธิภาพของตลาด ณ ระดับ Semi - Strong โดยพิจารณาถึงการปรับตัวของผลตอบแทนของราคาหุ้นกับข่าวการแตกหุ้น (Split) ซึ่งแนวการศึกษาดังกล่าวใช้เป็นแนวทางในการศึกษาของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล<sup>1</sup>

ผู้บริหารจะจ่ายปันผลมากหรือน้อยต้องคำนึงถึงปัจจัยดังต่อไปนี้

<sup>1</sup>J.Fred Weston and Eugene F Brigham Management Finance, Fifth Edition, Copyright 1975 by the Dryden Press, Hindale, Illinois, P.689-691

1. ข้อกำหนดค่างกฎหมาย (Legal Rules) ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1201 กล่าวว่า ห้ามมิให้ประกาศอนุญาตเงินปันผล นอกจากโดยมติของที่ประชุมใหญ่ กรรมการอาจจ่าย เงินปันผลระหว่างกาลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้เป็นครั้งเป็นคราว ในเมื่อปรากฏแก่กรรมการว่าบริษัทมีกำไรสมควรพอที่จะทำเช่นนั้น

ห้ามมิให้จ่าย เงินปันผลจาก เงินประเภทอื่นนอกจากเงินกำไร ถ้าหากบริษัทขาดทุน ห้ามมิให้จ่าย เงินปันผลจนกว่าจะได้แก้ไขให้หายขาดทุน เช่นนั้น

มาตรา 1202 ทุกคราวที่แจก เงินปันผล บริษัทต้องจัดสรรเงินได้ไว้เป็นทุนสำรอง อย่างน้อยหนึ่งในยี่สิบส่วนของจำนวนผลกำไรซึ่งบริษัททำมาหาได้จากกิจการของบริษัท จนกว่า ทุนสำรองนั้นจะมีจำนวนถึงหนึ่งในสิบของทุนของบริษัทหรือมากกว่านั้น แล้วแต่จะได้ตกลงกำหนด ไว้ในข้อบังคับของบริษัท

ถ้าได้ออกหุ้นโดยคิดเอาราคาเกินกว่าที่ปรากฏในใบหุ้นเท่าใด จำนวนที่คิดเกินนี้ ท่านให้ชวทบท เข้าในทุนสำรองจนกว่าทุนสำรองจะมีจำนวน เท่าถึงที่กำหนดไว้ในวรรคก่อน

มาตรา 1204 การมอกกล่าวว่าจะจ่ายปันผลอย่างใด ๆ อันได้อนุญาตให้จ่ายนั้น ท่านให้โฆษณาในหนังสือพิมพ์แห่งท้องที่ฉบับหนึ่งสองครั้ง เป็นอย่างน้อย หรือมิฉะนั้นให้มีจดหมาย บอกล่าวไปยังตัวผู้ถือหุ้นบรรดาปรากฏชื่ออยู่ในทะ เขียนผู้ถือหุ้นทุกคน

เห็นได้ว่าผู้บริหารต้องคำนึงและปฏิบัติตามกฎหมายที่กำหนดไว้ เมื่อมีการพิจารณาว่าจะจ่าย เงินปันผล

## 2. สภาพคล่อง (Liquidity Position)

บริษัทที่มีกำไรจากการดำเนินงานเท่าเดิม และกำลังจะขยายงานด้วยการใช้เงิน จากกำไรสะสม ซึ่งกำไรสะสมจะใช้ได้หลังจากที่จ่าย เงินปันผลไปแล้ว ดังนั้นถ้าบริษัทจ่าย เงินปันผลมาก ขณะที่กำไรเท่าเดิม จะทำให้สภาพคล่องของบริษัทลดลง ซึ่งอาจไม่เพียงพอต่อการ นำกำไรสะสมไปใช้ในการขยายงานได้ตามวัตถุประสงค์ ดังนั้นสภาพคล่องจึงเป็นปัจจัยหนึ่งที่ สำคัญในการกำหนดว่าบริษัทจะมีความสามารถในการจ่าย เงินปันผลได้มากน้อยเพียงใด

## 3. การจ่ายชำระหนี้สิน (Need to Repay Debt)

ถ้าธุรกิจต้องจ่ายหนี้สิน ก็เป็นสาเหตุหนึ่งที่จะทำให้จ่ายปันผลน้อยลงได้ เพราะถ้า ไม่สามารถก่อหนี้ใหม่มาแทนหนี้เก่าแล้ว กำไรจากการดำเนินงานหรือกำไรสะสมจะเป็นส่วน สำคัญในการชำระหนี้สิน

#### 4. ข้อจำกัดของสัญญาเงินกู้ (Restrictions in Debt Contracts)

การจัดการเงินทุนโดยการก่อหนี้ เจ้าหนี้มักจะระบุเงื่อนไขในสัญญาการกู้เงิน เกี่ยวกับการจ่ายปันผล ทั้งนี้เพื่อให้เจ้าหนี้เกิดความมั่นใจในการชำระหนี้ของลูกหนี้ได้ เช่น

- 4.1 ให้จ่ายปันผลได้สำหรับกำไรในปีก่อนหน้าที่ทำสัญญาเงินกู้
- 4.2 ห้ามจ่ายปันผลจนกระทั่งเงินทุนหมุนเวียนต่ำกว่าอัตราที่กำหนดได้ในสัญญาเงินกู้
- 4.3 ห้ามจ่ายปันผลเกินร้อยละ 60 ของกำไรสุทธิในปีนั้น

#### 5. อัตราการขยายตัวของธุรกิจ (Rate of Asset Expansion)

ธุรกิจที่กำลังขยายตัว มักต้องการเงินทุนเพื่อการขยายโครงการต่าง ๆ ถ้าธุรกิจไม่สามารถก่อหนี้ได้ นั่นก็คือธุรกิจต้องอาศัยจากกำไรสะสมทำให้ความสามารถในการจ่ายปันผลลดลงตามด้วย

#### 6. ความมั่นคงของกำไรของธุรกิจ (Stability of Earnings)

ธุรกิจที่มีกำไรค่อนข้างสม่ำเสมอ มักจะคาดคะเนกำไรได้ง่ายในอนาคต ซึ่งธุรกิจประเภทนี้จะจ่ายปันผลในอัตราที่แน่นอนหรือสูงได้กว่าธุรกิจที่มีกำไรขึ้น ๆ ลง ๆ ซึ่งไม่แน่ใจว่าจะจ่ายไปแล้วยปีหน้าจะรักษาระดับการจ่ายปันผลในอัตราเดิมได้หรือไม่

#### 7. การเข้าถึงตลาดทุน (Access to the Capital Market)

ธุรกิจขนาดใหญ่หรือมีชื่อเสียง เกี่ยวกับการดำเนินงานที่ติดลอคมา สิ่งเหล่านี้ จะทำให้สามารถกู้ยืมได้ในแหล่งเงินทุนภายนอกได้ หรือมีการเพิ่มทุนในตลาดทุนได้ง่ายกว่า ธุรกิจใหม่และไม่มีชื่อเสียง

#### 8. การควบคุมในการจัดการ (Control)

ธุรกิจที่ต้องการเงินทุนเพิ่มเติมเพื่อขยายการดำเนินงานในปัจจุบันสามารถ จัดหาเงินทุนในระยะยาว ทั้งจากการก่อหนี้ การออกหุ้นทุนและการใช้กำไรสะสม ถ้าธุรกิจ เลือกการจัดการหาทุนโดยการออกหุ้นสามัญเพิ่ม จะทำให้อำนาจการควบคุมและส่วนได้เสียของผู้ ถือหุ้นเดิมลดลงได้ หรือถ้าออกหุ้นกู้เพิ่มก็จะถูกควบคุมในเรื่องข้อจำกัดในสัญญาเงินกู้ และเป็น การเสี่ยงทางการเงิน .เมื่อไม่ต้องการให้เสียสิทธิในการถือหุ้นและความเสี่ยงทางการเงิน เปลี่ยนแปลงไป ธุรกิจจึงต้องใช้กำไรสะสม ดังนั้นการควบคุมเป็นปัจจัยสำคัญที่ผู้บริหารต้อง คำนึงถึงเช่นกัน

## ๑. ฐานะการจ่ายภาษีเงินได้ของผู้ถือหุ้น (Tax Position of Stock Holders)

ถ้าผู้ถือหุ้นได้รับเงินปันผล แล้วต้องเสียภาษีเงินได้ในอัตราที่สูง มักจะไม่ต้อง การให้บริษัทจ่ายปันผล แต่ชอบที่จะให้เก็บไว้ เป็นกำไรสะสมและนำไปลงทุนต่อจากสาเหตุดังกล่าว ทำให้ราคาตลาดของหุ้นสูงขึ้นได้เช่นกัน กรณีนี้ผู้ถือหุ้นยินดีที่จะรับกำไรส่วนทุนจากการขายหุ้น มากกว่าเงินปันผลดังนั้นถ้าธุรกิจดำเนินนโยบายตามผู้ถือหุ้นก็จะจ่ายปันผลในอัตราที่ต่ำ เพื่อลดภาระ ภาษีเงินได้ของผู้ถือหุ้น

### ประเภทของการจ่ายเงินปันผล

บริษัทมีวิธีการจ่ายเงินปันผล 4 ประเภทดังนี้ <sup>2</sup>

#### 1. จำนวนเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นคงที่ (Stable Amount Per Share)

บริษัทจะจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นเป็นจำนวนเงินที่แน่นอน ไม่ว่าจะกำไรอย่างไร ก็จะต้องจ่ายเงินปันผลให้ตามที่ได้กำหนดไว้ บริษัทที่จ่ายเงินปันผลในลักษณะนี้จะต้อง เป็นบริษัท ที่มีกำไร ปรีอรายได้ค่อนข้างแน่นอน และมีฐานะการเงินมั่นคง เช่น บริษัทกำหนดนโยบายจ่าย เงินปันผลหุ้นละ 10 บาท

#### 2. อัตราการจ่ายเงินปันผลคงที่ (Constant Ratio)

ธุรกิจจะจ่ายเงินปันผลโดยกำหนดเป็นอัตราส่วน ปรีออัตราร้อยละตามที่ตาม กำไรของบริษัทที่ทำมาหาได้ของปีนั้น วิธีนี้จำนวนเงินปันผลที่จ่ายจะไม่แน่นอน แต่จะผันแปร ไปตามกำไรของบริษัท การจ่ายเงินปันผลในลักษณะนี้เหมาะสมสำหรับบริษัทที่มีกำไรไม่แน่นอน วิธีนี้ไม่ค่อยนิยมกัน เพราะทำให้ราคาตลาดของหุ้นสามัญขาดเสถียรภาพได้ เช่น บริษัทกำหนด อัตราการจ่ายเงินปันผลร้อยละ 50 ของกำไร ดังนั้นถ้าบริษัทมีกำไรต่อหุ้น ๆ ละ 50 บาท บริษัทจ่ายให้ผู้ถือหุ้นหุ้นละ 25 บาท หรือถ้ามีหน้าบริษัทมีกำไรต่อหุ้นลดลงเหลือ 40 บาท บริษัทจ่ายให้ผู้ถือหุ้นหุ้นละ 20 บาท

#### ๓. กำหนดเป้าหมายอัตราเงินปันผลจ่าย (Target Payout Ratio)

บริษัทจะจ่ายเงินปันผลในระดับสม่ำเสมอ และมีการเปลี่ยนแปลงการจ่าย ปันผลในลักษณะค่อยเป็นค่อยไป เพื่อให้การจ่ายเงินปันผลนั้น เป็นไปตามอัตราซึ่งบริษัทหรือฝ่าย บริหารของบริษัทคาดไว้ว่าจะ เป็นอัตราเงินปันผลจ่ายที่เหมาะสม และเห็นสมควรจะใช้สำหรับ

<sup>2</sup> เบญจวรรณ รัชส์สุธี, การเงินธุรกิจ, โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

เป็นอัตราการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นต่อไปในอนาคต โดยทั่วไปบริษัทมีความโน้มเอียงที่จะรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลไว้ในระดับคงที่ และจะมีการเปลี่ยนแปลงก็ต่อเมื่อบริษัทแน่ใจว่าภายหลังเปลี่ยนแปลงนั้นจะเป็นผลดี และมักจะค่อย ๆ เปลี่ยนแปลงโดยการเปรียบเทียบกับเป้าหมายอัตราเงินปันผล (Target Payout Ratio) ซึ่งธุรกิจได้กำหนดไว้และวางคู่กันไปกับการจ่ายเงินปันผลตามปกติด้วย

Payout Ratio คืออัตราส่วนระหว่างเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) กับกำไรต่อหุ้น (EPS) =  $DPS/EPS$

Target Payout Ratio คือ Payout Ratio ที่ธุรกิจกำหนดขึ้นโดยคาดว่าจะ เป็นอัตราการจ่ายเงินปันผลที่เหมาะสมและจะใช้ในการกำหนดการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นต่อไป

ตัวอย่าง บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ผ่านมา 5 ปี มีกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้นเรื่อย ๆ บริษัทจึงกำหนดให้การจ่ายปันผลของบริษัทค่อย ๆ มีการเปลี่ยนแปลงไปในอัตราการจ่ายปันผลที่เหมาะสมต่อไป โดยกำหนด Target Payout Ratio ไว้เท่ากับ 50% การจ่ายเงินปันผลของบริษัทมีดังนี้

ปี	EPS (บาท)	DPS (บาท)	Payout Ratio (%)	Target (%)
2523	10	3.5	35	50
2524	16	7	43.8	50
2525	21	10	47.6	50
2526	24	12	50	50
2527	26	13	50	50



#### 4. เงินปันผลจำนวนปกติบวกเงินปันผลพิเศษ (Regular and Extra Dividend)

บริษัทจ่ายเงินปันผลจำนวนปกติในอัตราสม่ำเสมอทุกปี ไม่ว่าจะบริษัทจะมีกำไรเป็นอย่างไร แต่หากปีใดที่บริษัททำกำไรได้เกินกว่าปกติ บริษัทจะจ่ายเงินปันผลเป็นพิเศษเพิ่มให้อีกจำนวนหนึ่ง ซึ่งถือเป็นการจ่ายเพิ่มพิเศษเป็นการชั่วคราวเฉพาะปีนั้น การจ่ายปันผลวิธีนี้เหมาะสมกับธุรกิจที่มีกำไรเปลี่ยนแปลงตลอดเวลาและผู้ถือหุ้นก็ได้รับเงินปันผลเป็นประจำทุกปี

ไม่ว่าบริษัทจะมีกำไรหรือไม่ก็ตาม ทำให้ราคาหุ้นของบริษัทไม่เปลี่ยนแปลงไปตามการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายปันผล

ตัวอย่าง บริษัทกำหนดจ่ายปันผลในอัตราสามเท่าเสมอหุ้นละ 10 บาท และถ้าปีใดมีกำไรสูงก็จะจ่ายปันผลให้พิเศษ เช่น ปกติมี EPS เท่ากับ 20 บาท ปรากฏว่ามีปัจจุบันมี EPS เท่ากับ 40 บาท จ่ายปันผลพิเศษให้อีก 10 บาท รวมเป็นเงินปันผลในปีนี้เท่ากับ 20 บาท

วิธีการดำเนินการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทรับอนุญาต

ในการดำเนินการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทรับอนุญาตมีขั้นตอนในการดำเนินการดังนี้

1. ปิดงบการเงิน บริษัทจำกัดจำเป็นต้องจัดทำงบการเงิน และปิดงบการเงิน เพื่อให้ทราบถึงผลการดำเนินงานของบริษัทในช่วงระยะเวลาที่ผ่านมาว่าช่วงระยะเวลาดังกล่าวบริษัทนั้น ๆ มีผลการดำเนินงานเป็นอย่างไร ทั้งนี้ผลการดำเนินงานดังกล่าวจะเป็นปัจจัยหนึ่งในการกำหนดการจ่ายเงินปันผล ในการจัดทำงบการเงินนี้บริษัทสามารถจัดทำเป็นงวดรายเดือน รายไตรมาส รายครึ่งปี หรือรายปีก็ได้ ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับคณะกรรมการของบริษัทว่าจะเห็นสมควรว่าจะจัดทำเป็นงวดแบบไหนจึงจะนำไปใช้ประโยชน์แก่บริษัทมากที่สุด แต่อย่างไรก็ตาม บริษัทจำกัดที่จดทะเบียนไว้กับกระทรวงพาณิชย์นั้น ตามประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1196 กำหนดไว้ว่า บริษัทจำกัดจะต้องจัดทำงบการเงินอย่างน้อยครั้งหนึ่งทุกกรอบ 12 เดือน และประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์มาตราที่ 1197 จึงกำหนดไว้ว่า งบการเงินดังกล่าวต้องมีผู้สอบบัญชีคนหนึ่งหรือหลายคนตรวจสอบแล้วนำเสนอเพื่ออนุมัติในที่ประชุมใหญ่ภายใน 4 เดือน นับแต่วันสิ้นปีงบดุล อนึ่ง ถ้าหากว่าบริษัทใดที่จดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะต้องจัดทำงบการเงินดังต่อไปนี้

ก. งบการเงินประจำปี เป็นรายงานทางการเงินที่บริษัทต้องจัดทำขึ้นเพื่อเสนอต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทให้การรับรองอย่างน้อยปีละหนึ่งครั้ง ในงบการเงินจะต้องประกอบด้วย งบดุล งบกำไรขาดทุน งบแสดงการเปลี่ยนแปลงฐานะการเงิน และงบการเงินรวม สำหรับบริษัทจดทะเบียน หรือบริษัทรับอนุญาตที่มีการลงทุนในบริษัทอื่น ๆ เกินกว่าร้อยละ 50 ของทุนจดทะเบียนของบริษัทที่ไปลงทุน งบการเงินเหล่านี้จะต้องจัดทำตามแบบมาตรฐานการบัญชีซึ่งกำหนดโดยสมาคมนักบัญชีและผู้สอบบัญชีรับอนุญาตแห่งประเทศไทย ซึ่งงบการเงินเหล่านี้

บริษัทดังกล่าวจะต้องจัดส่งให้ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยภายใน 3 เดือน นับแต่วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีของแต่ละบริษัท

ข. งบการเงินรายไตรมาส ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้กำหนดให้บริษัทดังกล่าวส่งงบการเงินรายไตรมาสให้แก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ภายใน 45 วัน นับแต่วันสิ้นไตรมาสของแต่ละไตรมาส ทั้งนี้ เพื่อให้ผู้ลงทุนจะได้ใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน งบการเงินรายไตรมาสนี้จะไม่ได้ผ่านการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชี ผู้สอบบัญชีเพียงแต่ทำการสอบทานโดยวิธีการสอบถามและวิเคราะห์เปรียบเทียบเท่านั้น ทั้งนี้ เพื่อให้งบการเงินเป็นที่น่าเชื่อถือยิ่งขึ้น

ค. รายงานประจำปี เป็นรายงานที่บริษัทดังกล่าวจะต้องจัดส่งให้ตลาด - หลักทรัพย์ฯ และผู้ถือหุ้นของบริษัท ภายใน 4 เดือนนับตั้งแต่วันสิ้นรอบระยะเวลาบัญชีของบริษัทนั้น ทั้งนี้ เนื่องจากงบการเงินประจำปีและงบการเงินรายไตรมาสเป็นงบที่นำเสนอข้อมูลทางการเงินที่สามารถประเมินขึ้นเป็นตัว เลขและนำเสนอต่อผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนโดยทั่วไปได้ทราบ แต่ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัทบางอย่างที่ฝ่ายบริหารไม่สามารถนำเสนอในรูปแบบของตัวเลขทางการเงินได้ ดังนั้น เพื่อให้ฝ่ายบริหารได้มีโอกาสแถลงการดำเนินงานในรอบปีที่ผ่านมา ทั้งในแง่ของบริษัทและบริษัทในกลุ่ม ปัจจัยที่ส่งเสริมหรือเป็นอุปสรรคในการดำเนินงาน การค้นคว้าวิจัยของบริษัท แผนงานหรือโครงการดำเนินงานในอนาคต ฯลฯ ทั้งนี้ เพื่อเป็นข้อมูลให้กับผู้ถือหุ้นและผู้ลงทุนโดยทั่วไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน ใช้ในการศึกษาและติดตามการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างใกล้ชิดและชัดเจน<sup>3</sup>

2. ประมุขกรรมการบริษัทเพื่อพิจารณาการจ่ายเงินปันผล เมื่อปีงบประมาณการเงินเรียบร้อยแล้ว คณะจัดการบริษัทก็จะทำรายงานผลการดำเนินงาน กำไร เงินปันผลต่อหุ้น เงินปันผลที่ต้องจ่ายทั้งหมด และกำไรสะสม เสนอต่อคณะกรรมการบริหารของบริษัท เพื่อพิจารณาว่าผลการดำเนินงานของบริษัท ในปีนั้น ๆ ควรจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่ และถ้าจ่าย จะจ่ายหุ้นละเท่าใด ทั้งนี้ เนื่องจากประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1201 กำหนดไว้ว่า กรรมการอาจจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้เป็นครั้งคราว ในเมื่อปรากฏแก่กรรมการว่าบริษัทมีกำไรสมควรพอที่จะทำเช่นนั้น และกำหนดไว้อีกว่า ห้ามมิให้จ่ายเงิน

<sup>3</sup>ประมวลข้อบังคับและการประกาศตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกี่ยวกับการเปิดเผยข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนและบริษัทรับอนุญาต หน้า 1 และ 2

ปันผลจากเงินประเภทอื่นนอกจากเงินกำไร ถ้าหากว่าบริษัทขาดทุนห้ามมิให้จ่ายเงินปันผล จนกว่าจะได้แก้ไขให้ขาดทุนเช่นนั้น ดังนั้นคณะกรรมการบริษัทจะเป็นผู้พิจารณาตามที่รายงานที่คณะกรรมการบริษัทเป็นผู้เสนอว่าสมควรจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่ และควรจ่ายหุ้นละเท่าใด ดังนั้นคณะกรรมการบริษัทสามารถให้มีการจ่ายปันผลได้ทุกครั้งที่มียกกำไร ตามมาตรา 1201 ไม่ว่าจะ เป็นเงินปันผลระหว่างกาล (Interim Dividend) ซึ่งจ่ายจากผลการดำเนินงานของครึ่งปีแรก เงินปันผลพิเศษ (Special Interim Dividend) จ่ายจากผลการดำเนินงานระหว่างครึ่งปีหลัง โดยที่ยังไม่ปิดงบการเงินครึ่งปีหลัง ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทเห็นว่ามียกกำไรมากพอที่จะจ่ายปันผลให้ผู้ถือหุ้นพิเศษเพิ่มเติมอีก นอกจากนี้คณะกรรมการยังพิจารณาจ่ายเงินปันผลสำหรับครึ่งปีหลัง เรียกว่าเงินปันผลงวดสุดท้าย (Final Dividend) ได้อีก แต่ในการจ่ายเงินปันผลครั้งสุดท้ายนี้ บริษัทจะต้องเรียกประชุมผู้ถือหุ้นและให้ผู้ถือหุ้นรับรองและอนุมัติการจ่ายเงินปันผลทั้งหมด เรียกว่าเงินปันผลประจำปี (Dividend for the year) ประกอบด้วยเงินปันผลระหว่างกาล เงินปันผลพิเศษ ที่ได้จ่ายไปแล้ว และจะจ่ายให้ผู้ถือหุ้นสำหรับเงินปันผลงวดสุดท้าย

3. คณะกรรมการบริษัทเรียกประชุมสามัญ ตามมาตรา 1171 กล่าวว่า ให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นทั่วไป เป็นประชุมใหญ่ภายใน 6 เดือนนับแต่วันที่ได้จดทะเบียนบริษัท และต่อนั้นไปก็ให้มีการประชุม เช่นนี้ครั้งหนึ่ง เป็นอย่างน้อยทุกระยะเวลา 12 เดือน การประชุม เช่นนี้ เรียกว่าประชุมสามัญ การประชุมใหญ่คราวอื่นมรดกามีนอกจากนี้ เรียกว่าประชุมวิสามัญ จากมาตราดังกล่าวบริษัทโดยทั่วไปจะมีการประชุมสามัญส่วนใหญ่ปีละครั้งเท่านั้น ยกเว้นกรณีบริษัทเริ่มจดทะเบียนต้องมีการประชุมใหญ่ภายใน 6 เดือนก่อน การประชุมสามัญเพื่อที่คณะกรรมการบริษัทจะได้แถลงผลการดำเนินงานประจำปี รับรองงบการเงิน เลือกตัวแทนผู้สอบบัญชีและค่าสอบบัญชี อนุมัติการจ่ายเงินปันผลประจำปี ซึ่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1201 กำหนดไว้ว่า ห้ามมิให้ประกาศอนุญาตเงินปันผลนอกจากโดยมติของที่ประชุมใหญ่ และกรรมการอาจจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลให้ผู้ถือหุ้นได้เป็นครั้งคราวในเมื่อปรากฏว่ามีกำไรสมควรพอที่จะทำเช่นนั้น ดังนั้นกรรมการบริษัทสามารถพิจารณาจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลและเงินปันผลพิเศษได้ แต่เมื่อถึงการประชุมสามัญคณะกรรมการบริษัทต้องเสนอที่ประชุมเพื่อขออนุมัติการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล เงินปันผลพิเศษ ถ้ามีโดยได้จ่ายไปแล้วหุ้นละเท่าใด และจะจ่ายเงินปันผลครั้งสุดท้ายคราวนี้หุ้นละเท่าใด รวมเป็นเงินปันผลประจำปีที่ขออนุมัติใน



ครั้งนี้ทั้งหมดเท่าใด นอกจากนี้ในการประชุมสามัญ บริษัทต้องแจ้งให้ผู้ถือหุ้นได้ทราบไม่น้อยกว่า 7 วัน ซึ่งประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1175 กำหนดไว้ว่า คำบอกกล่าวเรียกประชุมใหญ่ทุกคราวนั้น ให้ลงพิมพ์โฆษณาอย่างน้อยสองคราวในหนังสือพิมพ์แห่งท้องที่ฉบับหนึ่ง ก่อนวันประชุมไม่น้อยกว่า 7 วัน หรือส่งทางไปรษณีย์ไปยังผู้ถือหุ้นทุกคนบรรดาที่มีชื่อในทะเบียนของบริษัทก่อนวันนัดประชุมไม่น้อยกว่า 7 วัน ในคำบอกกล่าวนั้น ให้ระบุสถานที่ วัน เวลา และสภาพแห่งกิจการที่จะได้ประชุมปรึกษากันนั้นด้วย

ข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฯ ให้บริษัทจดทะเบียนและรับอนุญาตเปิดเผยข้อมูลต่อประชาชน  
เรื่องการจ่ายเงินปันผล

การจ่ายเงินปันผลสำหรับบริษัทจดทะเบียนและรับอนุญาต ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้กำหนดข้อบังคับให้บริษัทจดทะเบียนและรับอนุญาตปฏิบัติดังนี้ คือ เมื่อคณะกรรมการบริษัทมีประชุมเกี่ยวกับเรื่องการจ่ายเงินปันผลไม่ว่าจะเป็นเงินปันผลระหว่างกาล เงินปันผลพิเศษ หรือเงินปันผลงวดสุดท้าย รวมทั้งการประชุมสามัญที่ผู้ถือหุ้นเห็นชอบในการอนุมัติการจ่ายเงินปันผลประจำปีด้วย ซึ่งคณะกรรมการบริษัทต้องแจ้งมติการประชุมเกี่ยวกับการจ่ายหรืองดจ่ายเงินปันผลให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ ทราบภายใน 16.00 น. ของวันที่มีการประชุมหรือก่อน 9.00 น. ของวันทำการถัดไป ในการแจ้งมติเกี่ยวกับเรื่องการจ่ายเงินปันผล ประกอบด้วยรายละเอียดดังต่อไปนี้

ก. การจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลหรือเงินปันผลพิเศษ

1. อัตราเงินปันผลจ่ายต่อหุ้น
2. กำหนดวันปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นเพื่อรับเงินปันผล
3. กำหนดวันจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น

ข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนและรับอนุญาตต้องแจ้งวันปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นเพื่อรับเงินปันผลให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ ทราบล่วงหน้าเป็นเวลาไม่น้อยกว่า 14 วัน ก่อนวันปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นนั้น และบริษัทจะต้องดำเนินการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นให้เสร็จสิ้นภายในระยะเวลา 60 วัน นับจากวันปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้น

ข. การจ่ายเงินปันผลงวดสุดท้ายและการอนุมัติจ่ายเงินปันผลประจำปี การจ่ายเงินปันผลงวดสุดท้ายเป็นการจ่ายเงินปันผลในระยะเวลาครึ่งปีหลัง สำหรับบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล แต่การจ่ายเงินปันผลประจำปี หมายถึงเงินปันผลที่จ่ายจากผลการดำเนินงานของปีนั้น ถ้าบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลปีละครั้ง เงินปันผลประจำปีหมายถึงเงินปันผลที่จ่ายตอนปลายปี หรือถ้าบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล หรือเงินปันผลพิเศษด้วยเงินปันผลประจำปี หมายถึง ผลรวมเงินปันผลระหว่างกาล เงินปันผลพิเศษ และเงินปันผลงวดสุดท้าย การจ่ายเงินปันผลในหัวข้อนี้ต้องแจ้งมติการประชุมให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ ทราบภายในวันที่มีประชุมหรือก่อน 9.00 น. ของวันที่ทำการถัดไป การจ่ายเงินปันผลประเภทนี้แตกต่างจากการจ่ายเงินในหัวข้อแรกคือ จะต้องมีกำหนดวันประชุมสามัญเพื่อให้อนุมัติการจ่ายเงินปันผลประจำปี ประกอบด้วยรายละเอียดดังต่อไปนี้

1. อัตราเงินปันผลจ่ายต่อหุ้น
2. กำหนดวันปิดสมุดทะเบียน เพื่อ เข้าประชุมสามัญและรับ เงินปันผล
3. กำหนดวันประชุมใหญ่สามัญประจำปี

เรื่องการกำหนดวันปิดสมุดทะเบียน เพื่อ เข้าประชุมสามัญและรับ เงินปันผล ตลาดหลักทรัพย์ฯ มีข้อบังคับให้บริษัทปฏิบัติตามนี้คือ ต้องแจ้งกำหนดวันปิดสมุดทะเบียนเพื่อเข้าประชุมสามัญให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ ทราบล่วงหน้าไม่น้อยกว่า 14 วัน ก่อนวันปิดสมุดทะเบียน เพื่อ เข้าประชุมสามัญ การกำหนดวันประชุมใหญ่สามัญประจำปี ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์และพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์ฯ ไม่ได้กำหนดไว้ว่าจะต้องประชุมเมื่อใดหลังปิดสมุดทะเบียน เพื่อ เข้าประชุมสามัญ เพียงแต่กล่าวไว้ในมาตรา 1175 ว่า คำบอกกล่าวเรียกประชุมใหญ่ทุกคราวนั้น ให้ลงพิมพ์โฆษณาอย่างน้อย 2 ครั้งในหนังสือพิมพ์ท้องถิ่นหนึ่ง หรือส่งทางไปรษณีย์ไปยังผู้ถือหุ้นทุกคนบรรดามีชื่อในทะเบียนของบริษัทก่อนวันนัดประชุมไม่น้อยกว่า 7 วัน และในเรื่องกำหนดวันจ่ายปันผลให้ผู้ถือหุ้น ตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดว่า บริษัทจะต้องดำเนินการจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นเสร็จสิ้นภายใน 60 วันนับจากวันประชุมสามัญประจำปี

ตัวอย่าง ขั้นตอนการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนหรือบริษัทรับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์ฯ ซึ่งมีรอบระยะเวลาบัญชีของบริษัทวันที่ 31 ธันวาคม 2528 และบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลปีละ 2 ครั้ง

ก. การจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล

- 30 มิถุนายน 2528 บิดงบการเงินงวดสิ้นปี
- 1 สิงหาคม 2528 วันประชุมคณะกรรมการบริษัท โดยคณะกรรมการเสนอผลการดำเนินงานของครึ่งปีแรก สิ้นสุด 30 มิถุนายน 2528 เสนอต่อคณะกรรมการบริษัท ให้จ่ายเงินปันผลระหว่างกาลแก่ผู้ถือหุ้นหุ้นละ 12 บาท คณะกรรมการบริษัทมีมติเห็นชอบในการจ่าย
- 1 สิงหาคม 2528 บริษัทต้องแจ้งมติการจ่ายเงินปันผลแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ภายใน 16.00 น. ของวันที่มีมติการจ่ายเงินปันผลหรือวันทำการถัดไป ก่อนเวลา 9.00 น. โดยแจ้งรายละเอียดดังนี้
1. อัตราเงินปันผลจ่ายหุ้นละ 12 บาท
  2. กำหนดวันปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นเพื่อรับเงินปันผลเป็นวันที่ 15 สิงหาคม 2528 (ตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ ให้บริษัทกำหนดวันปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นเพื่อรับเงินปันผลได้จะต้องแจ้งให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ ทราบล่วงหน้า 14 วันก่อนวันปิดสมุดทะเบียน)
  3. กำหนดวันจ่ายเงินปันผลเป็นวันที่ 15 ตุลาคม 2528 (ตามข้อบังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ ให้บริษัทจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นภายใน 60 วัน นับจากวันปิดสมุดทะเบียน)
- 1 สิงหาคม 2528 ตลาดหลักทรัพย์ฯ ประกาศข่าวการจ่ายเงินปันผล วันปิดสมุดทะเบียน และวันจ่ายเงินปันผล ในสรุปข่าวธุรกิจหลักทรัพย์ประจำวัน ในวันที่รับแจ้งหรือวันทำการถัดไป
- 8 สิงหาคม 2528 ตลาดหลักทรัพย์ฯ ขึ้น XD ในห้องค้าหลักทรัพย์ก่อนวันปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นจริง 3 วันทำการ เพื่อปฏิบัติให้เป็นไปตามระเบียบข้อบังคับ และแนวทางปฏิบัติเกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ตลอดจนการชำระราคา และส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ การประกาศ XD ในห้องค้าหลักทรัพย์เป็นการแจ้งให้ผู้ลงทุนทราบว่าผู้ซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวในวันนั้นไม่มีสิทธิ์ได้รับเงินปันผลระหว่างกาล

15 สิงหาคม 2528 วันปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นเพื่อรับ เงินปันผลระหว่างกาล  
เวลา 12.00 น.

15 ตุลาคม 2528 จัดส่ง เช็คให้ผู้ถือหุ้น

ข. การจ่าย เงินปันผลงวดสุดท้ายและอนุมัติจ่าย เงินปันผลประจำปี

31 ธันวาคม 2528 ปิดงบการเงินสิ้นปี 2528

28 กุมภาพันธ์ 2529 วันประชุมคณะกรรมการบริษัท คณะจัดการบริษัท เสนอคณะกรรมการ  
บริษัท

1. รับทราบผลการดำเนินงานตามงบการเงินที่ผ่านการ  
ตรวจสอบของผู้สอบบัญชีแล้ว
2. พิจารณากำหนด เงินปันผลจ่ายครึ่งปีหลัง (เงินปันผล  
งวดสุดท้าย) หุ้นละ 12 บาท
3. พิจารณากำหนดวันปิดสมุดทะเบียนเพื่อ เข้าประชุม  
สามัญและรับ เงินปันผล
4. กำหนดวันประชุมใหญ่สามัญประจำปี

28 กุมภาพันธ์ 2529 บริษัทต้องแจ้งมติการจ่าย เงินปันผลของคณะกรรมการบริษัทภายใน  
16.00 น. ของวันประชุมหรือก่อน 9.00 น. ของวันทำการถัดไป  
โดยมีรายละเอียดดังนี้

1. อัตราเงินปันผลที่เสนอจ่ายหุ้นละ 12 บาท จากผล  
การดำเนินงานครึ่งปีหลัง
2. วันปิดสมุดทะเบียน วันที่ 15 มีนาคม 2529 (ตามข้อ  
บังคับตลาดหลักทรัพย์ฯ วันกำหนดปิดสมุดทะเบียนพัก  
การโอนหุ้น เพื่อเข้าประชุมสามัญและรับ เงินปันผลต้อง  
แจ้งให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ ทราบล่วงหน้า 14 วัน ก่อน  
วันปิดสมุดทะเบียน)
3. วันประชุมใหญ่สามัญ วันที่ 28 มีนาคม 2529 (ตลาด-  
หลักทรัพย์ฯ ไม่ได้กำหนดว่าจะต้องกำหนดวันประชุม  
ใหญ่สามัญเมื่อไร แต่บริษัทจะต้องดำเนินการตาม  
ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1175)

- 28 กุมภาพันธ์ 2529 ตลาดหลักทรัพย์ฯ ประกาศข่าวการจ่ายเงินปันผลจากมติของคณะกรรมการบริษัทในสรุปข่าวธุรกิจหลักทรัพย์ประจำวัน ในวันที่รับแจ้งหรือวันทำการถัดไป
- 11 มีนาคม 2529 ตลาดหลักทรัพย์ฯ ขึ้น XD หุ่นดังกล่าวในท้องค้าหลักทรัพย์ก่อนวันปิดสมุดทะเบียน 3 วันทำการ เพื่อปฏิบัติให้เป็นไปตามระเบียบข้อบังคับและแนวทางการปฏิบัติ เกี่ยวกับการซื้อขายหลักทรัพย์ตลอดจนการชำระราคา และส่งมอบหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ฯ การประกาศ XD ในท้องค้าหลักทรัพย์ เป็นการแจ้งให้ผู้ลงทุนทราบว่า ผู้ซื้อหลักทรัพย์ดังกล่าวในวันนี้ ไม่มีสิทธิ์ได้รับเงินปันผลครึ่งปีหลัง และไม่มีสิทธิ์เข้าร่วมประชุมสามัญประจำปี
- 15 มีนาคม 2529 ปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้น เวลา 12.00 น. หลังจากนั้นบริษัทจัดส่งหนังสือเชิญผู้ถือหุ้น เข้าประชุมสามัญ หรือลงประกาศในหนังสือพิมพ์ท้องที่ 2 ครั้ง ให้ผู้ถือหุ้นทราบก่อน 7 วันที่จะมีการประชุมสามัญ
- 28 มีนาคม 2529 ประชุมสามัญ โดยคณะกรรมการบริษัทแถลงผลการดำเนินงานที่ผ่านมา โครงการในอนาคต รับรองงบการเงิน เลือกผู้สอบบัญชี อนุมัติเงินปันผลจ่ายประจำปี ประกอบไปด้วย เงินปันผลระหว่างกาลจ่ายไปแล้ว เมื่อ 15 ตุลาคม 2528 หุ้นละ 12 บาท และขออนุมัติจ่ายเงินปันผลงวดสุดท้ายจำนวน 12 บาท ในวันที่ 28 พฤษภาคม 2529 รวมเป็นเงินปันผลประจำปี 24 บาท และบริษัทต้องแจ้งมติการประชุมสามัญให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ ทราบ
- 28 มีนาคม 2529 ตลาดหลักทรัพย์ฯ ประกาศมติการประชุมของผู้ถือหุ้นในสรุปข่าวธุรกิจประจำวัน ในวันที่รับแจ้งหรือวันทำการถัดไป
- 28 พฤษภาคม 2529 ส่งเช็คให้ผู้ถือหุ้น

ในกรณีบริษัทที่จ่ายเงินปันผลปีละครั้งจะมีขั้นตอน เหมือนการจ่ายเงินปันผลงวดสุดท้ายและอนุมัติจ่ายเงินปันผลประจำปี และถ้าบริษัทใดก็ตามมีการจ่ายเงินปันผลพิเศษ (Special Interim Dividend) จะมีขั้นตอนเช่นเดียวกับการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล

### การศึกษาตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ

การศึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แนวทางการศึกษาของ Fama, Fisher, Jensen and Roll (FFJR) ที่ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของราคาหุ้นต่อข่าวการประกาศแตกหุ้น (Split) ของตลาดหุ้นนิวยอร์ก ซึ่งเป็นการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดระดับ Semi-Strong ก่อนที่จะกล่าวถึงแนวทางการศึกษาของ FFJR จะกล่าวถึงประเภทของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพพอสังเขป

ลักษณะของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Capital Market) มีลักษณะที่สำคัญดังนี้<sup>4</sup>

1. มีผู้ลงทุนที่ต้องการกำไรสูงสุดเป็นจำนวนมาก และต่างเป็นอิสระซึ่งกันและกัน
2. ข่าวสารต่าง ๆ ที่เข้ามาในตลาดหลักทรัพย์มีจำนวนมากและเป็นอิสระ
3. ผู้ลงทุนจะมีปฏิกิริยาต่อข่าวสารที่เข้ามาในตลาดหลักทรัพย์ และปรับราคาหุ้นอย่างรวดเร็วต่อข่าวสารนั้น เพราะมีผู้ลงทุนที่ต้องการกำไรสูงสุดเป็นจำนวนมาก

### ประเภทของตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ

ตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ แบ่งตามการปรับตัวของราคาหุ้นต่อข่าวแต่ละชนิดแตกต่างกัน ได้ 3 ประเภท ดังนี้

1. Weak Form Efficient Capital Market คือตลาดที่ราคาหุ้นจะปรับตัวอย่างรวดเร็วต่อข่าวข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ฯ ทั้งหมด (All Stock Market Information) รวมถึงข่าวข้อมูลราคาหุ้นในอดีต ข่าวการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น ข่าวปริมาณการซื้อขายหุ้น ซึ่งข่าวต่าง ๆ ในอดีตเหล่านี้จะใช้ในการคาดคะเนได้ในปัจจุบันเท่านั้น แต่ไม่สามารถใช้ในการคาดคะเนราคาหุ้นในอนาคตได้
2. Semi-Strong Form Efficient Capital Market คือตลาดที่ราคาหุ้นจะปรับตัวอย่างรวดเร็วต่อข่าวที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ต้องเปิดเผยให้สาธารณชนทราบทั้งหมด (All Public Information) ประกอบด้วย

---

<sup>4</sup> Frank K. Reilly, Investment Analysis and Portfolio Management, Illinois, The Dryden Press. 1979, P.165-167

2.1 ข่าวข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ (Stock Market Information) ได้แก่ข่าวข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ ข่าวข้อมูลราคาหุ้นในอดีต ข่าวการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น ข่าวปริมาณการซื้อขาย ซึ่งเป็นข่าวที่ใช้ในการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาด ระดับ Weak Form

2.2 ข่าวที่ไม่เกี่ยวข้องกับข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์ (Non-Stock Market Information) ได้แก่ข่าวกำไรของบริษัทต่าง ๆ ข่าวการแตกหุ้น ข่าวการจ่ายเงินปันผล ข่าวเศรษฐกิจและการเมือง ฯลฯ

3. Strong Form Efficient Capital Market คือตลาดที่ราคาหุ้นจะปรับตัวอย่างรวดเร็วต่อข่าวทั้งหมด (All Information) ประกอบด้วย

3.1 ข่าวข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์

3.2 ข่าวไม่เกี่ยวข้องกับตลาดหลักทรัพย์

3.3 ข่าวต่าง ๆ ที่บริษัทไม่จำเป็นต้องเปิดเผยให้ตลาดหลักทรัพย์ ทราบ

#### การศึกษาของ FFJR

การศึกษาของ Fama, Fisher, Jensen and Roll (FFJR) ศึกษาถึงความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน ระดับ Semi-Strong โดยพิจารณาการปรับตัวของราคาหุ้นต่อข่าวการประกาศการแตกหุ้น ซึ่งถือว่าเป็นข่าวสาธารณะที่ตลาดหุ้นนิวยอร์ก ต้องประกาศให้นักลงทุนทราบทันทีที่ได้รับแจ้งมติจากคณะกรรมการบริษัทในเรื่องการแตกหุ้น โดยพิจารณาพฤติกรรมจากกราฟของราคาหุ้นกับข่าวการแตกหุ้นช่วงก่อน วันประกาศ และหลังประกาศข่าวการแตกหุ้นว่ามีความรวดเร็วเพียงใด

1. สาเหตุที่การศึกษาของ FFJR ได้รับความนิยมในการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน ณ ระดับ Semi-Strong<sup>5</sup>

1.1 เป็นวิธีการทดสอบที่ดีและกว้างขวางโดยคำนึงถึงผลกระทบในระยะยาวของการประกาศการแตกหุ้นกับผลตอบแทนของหุ้น

---

<sup>5</sup> Ibid, P.171

1.2 แสดงให้เห็นถึงความรวดเร็วของการปรับราคาหุ้นกับข่าวการแตกหุ้น ซึ่งเป็นข่าวที่สำคัญอย่างหนึ่งที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ต้องเปิดเผยต่อนักลงทุนให้ทราบในตลาด Semi-Strong

1.3 ศึกษาโดยใช้สมการ Market Model ซึ่งเป็นเทคนิคขั้นสูงที่กำหนดในการศึกษาคาดทุน

## 2. การทดสอบ<sup>6</sup>

พิจารณาพฤติกรรมจากการปรับตัวของราคาหุ้นช่วงก่อนและหลังวัน Effective Date ของการแตกหุ้นเป็นรายเดือนอย่างละ 30 เดือนว่ามีการปรับตัวอย่างไร รวดเร็วเพียงใด

## 3. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

3.1 ใช้หุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหุ้นนิวยอร์ก (New York Stock Exchange) ตั้งแต่ มกราคม 1927 ถึง ธันวาคม 1969 ระยะเวลา 33 ปี

3.2 มีการประกาศข่าวการแตกหุ้น (Announcement Date)

3.3 ต้องเป็นหุ้นที่จดทะเบียนในตลาดหุ้นนิวยอร์กอย่างน้อย 12 เดือนก่อนที่ จะมีข่าวการแตกหุ้น จากการศึกษาได้หุ้นที่อยู่ในหลักเกณฑ์ดังกล่าวจำนวน 940 หุ้น

## 4. วิธีการศึกษา

4.1 บันทึกหุ้นที่มีการประกาศข่าวการแตกหุ้นทั้งหมดที่เข้าตามหลักเกณฑ์ข้างต้น โดยถือว่าวัน Effective Date ของการแตกหุ้นเป็นงวด 0 ช่วงก่อนวัน Effective Date 1 ถึง 30 เดือน ให้เป็นงวด -1 ถึง -30 และช่วงหลังวัน Effective Date 1 ถึง 30 เดือน ให้เป็นงวด +1 ถึง +30

4.2 แบ่งหุ้นที่มีการประกาศข่าวการแตกหุ้นออกเป็น 2 ประเภท คือ ประเภทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และ ลดลง จากเงินปันผลจ่ายโดยเฉลี่ยของช่วงระยะเวลาเดียวกัน สาเหตุที่แบ่งหุ้นเป็น 2 ประเภท ทั้งนี้เพื่อพิจารณาถึงพฤติกรรมของการปรับตัวของราคาหุ้นว่ามีความเหมือนกัน หรือแตกต่างกันอย่างไรก่อนและหลังวัน Effective Date ของการแตกหุ้น

---

<sup>6</sup>Eugene F. Fama, Lawrence Fisher, Michael C. Jensen, and Richard Roll, The Adjustment of Stock Price to New Information, Reprinted with Permission of the International Economic Review, February 1969, P.186-206



จะมีพฤติกรรมเหมือนกันหรือแตกต่างกันอย่างไร

4.3 ใช้ราคาหุ้นสามัญรายเดือนในวัน Effective Date รวมทั้งก่อนและหลังวัน Effective Date ของการแตกหุ้นอย่างละ 30 เดือนของหุ้นที่เข้าตามหลักเกณฑ์

4.4 ใช้ Standard and Poor's Composite Price Index รายเดือนเป็นตัวแทนของราคาตลาดโดยสอดคล้องกับราคาหุ้นตามข้อ 4.3

4.5 ใช้สมการ Market Model ศึกษาถึง Residual Term ซึ่งสมการดังกล่าว เป็นสมการที่สะท้อนให้เห็นถึงขบวนการปรับตัวของหุ้นแต่ละหุ้นที่เกิดขึ้นแต่ละหุ้นเองแล้ว ก่อให้เกิดการปรับตัวของตลาด ซึ่งหุ้นใด ๆ อาจจะมีการปรับตัวที่สูงหรือต่ำกว่าตลาดก็ได้ ความสัมพันธ์ของสมการดังกล่าวศึกษาโดยใช้สมการถดถอย (Regression) และคำนวณด้วยเครื่องคอมพิวเตอร์ระหว่างผลตอบแทนของราคาหุ้นกับผลตอบแทนของตลาดในวัน Effective Date ของการแตกหุ้น พร้อมทั้งช่วงก่อนและหลังวันดังกล่าวอย่างละ 30 เดือน ดังนี้

$$R_{it} = \alpha_i + B_i \cdot R_{mt} + e_{it}$$

$$R_{it} = \text{อัตราผลตอบแทนของหุ้น } i \text{ งวดรายเดือน}$$

$$\alpha_i = \text{Intercept หรือค่าคงที่ของหุ้น } i$$

$$B_i = \text{ค่าความชัน (Slope) ของหุ้น } i$$

$$R_{mt} = \text{อัตราผลตอบแทนของตลาด งวดรายเดือน}$$

$$e_{it} = \text{Residual Term (Error Term) คือความเบี่ยงเบน}$$

ของผลตอบแทนของหุ้นที่มีการแตกหุ้น เบี่ยงเบนจากผลตอบแทนของตลาด

4.6 คำนวณ  $e_{it}$  โดยการย้ายข้าง

$$e_{it} = R_{it} - \alpha_i - B_i \cdot R_{mt}$$

4.7 คำนวณ  $\bar{e}_t$

$$\bar{e}_t = \frac{\sum_{i=1}^N e_{it}}{N}$$

$$\bar{e}_t = \text{ค่าเฉลี่ย Residual Term}$$

$$N = \text{จำนวนหุ้นที่ใช้ในการศึกษา}$$

4.8 จำนวน  $E_t$

$$E_t = \sum_{i=1}^N \bar{e}_t$$

$E_t$  = ค่าผลรวมสะสมของค่าเฉลี่ย Residual Term

4.9 นอกจากจำนวน  $\bar{e}_t$  และ  $E_t$  ของหุ้นประเภทจ่ายปันผลเพิ่มขึ้น ลดลงแล้วยังรวมหุ้นทั้ง 2 ประเภทรวมกันด้วย เพื่อพิจารณาถึงหุ้นทั้งหมดของตลาดที่มีการแตกหุ้น ซึ่งสรุปผลได้ค่า  $\bar{e}_t$  และ  $E_t$  ในตารางของภาคผนวก ก.

4.10 นำค่าที่คำนวณได้จากตารางดังกล่าวมาสร้างกราฟ เพื่อศึกษาพฤติกรรมของการปรับตัวของราคาหุ้นต่อข่าวการแตกหุ้น ช่วงก่อนและหลังวัน Effective Date อย่างละ 30 เดือน ตามตารางรูปที่ 1 ถึง 6 ของภาคผนวก ก. ก่อนวันประกาศ วันประกาศ และหลังวันประกาศ

#### 5. ผลสรุปของการศึกษา

	หุ้นที่มีข่าวการแตกหุ้นและจ่ายปันผล เมื่อ เปรียบเทียบกับเงินปันผลเฉลี่ยในช่วงเวลาเดียวกัน		
	เพิ่มขึ้น	ลดลง	หุ้นที่แตกหุ้นทั้งหมด
ก่อนวัน Effective Date ของการแตกหุ้น 3 ถึง 4 เดือน	ค่า $\bar{e}_t$ เป็นบวกสูงมากกว่าช่วงที่ผ่านมา ค่า $E_t$ มีแนวโน้มสูงขึ้นมาก	ค่า $\bar{e}_t$ เป็นบวกสูงมากกว่าช่วงที่ผ่านมา ค่า $E_t$ มีแนวโน้มสูงขึ้นมาก	ค่า $\bar{e}_t$ เป็นบวกสูงมากกว่าช่วงที่ผ่านมา ค่า $E_t$ มีแนวโน้มสูงขึ้นมาก
หลังวัน Effective Date ของการแตกหุ้น	ค่า $\bar{e}_t$ เป็นบวกแต่ลดลงกว่าช่วง 3 ถึง 4 เดือนก่อนประกาศข่าวแตกหุ้น ค่า $E_t$ มีแนวโน้มเป็นเส้นตรง	ค่า $\bar{e}_t$ มีค่าติดลบนานถึง 12 เดือน ค่า $E_t$ มีแนวโน้มลดลง	ค่า $\bar{e}_t$ มีค่าใกล้ 0 ค่า $E_t$ มีแนวโน้มเป็นเส้นตรง แต่ค่าต่ำกว่าประเภทจ่ายปันผลเพิ่มขึ้น

ผลสรุปจากการศึกษาของ FFJR ที่พิจารณาถึงพฤติกรรมของการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของหุ้นที่มีการปรับตัวอย่างรวดเร็วต่อข่าวการแตกหุ้นทั้ง 3 ประเภท โดยค่า Average Residual Term ของหุ้นทุกชนิดมีค่าเป็นบวกสูงมาก 3 ถึง 4 เดือนก่อนการประกาศข่าวแตกหุ้น เนื่องจาก

ก. ก่อนการประกาศข่าวแตกหุ้น ผู้ลงทุนต่างคาดการณ์ว่าราคาหุ้นจะต้องสูงขึ้น มีผลทำให้ราคาหุ้นสูงด้วย ซึ่งผู้บริหารมักไม่ต้องการให้ราคาหุ้นสูงเกินไป เพราะจะทำให้หุ้นดังกล่าวมีความเสี่ยงสูง เพื่อลดความเสี่ยงจึงทำการแตกหุ้นเพื่อรักษาระดับราคาหุ้นที่สูงไว้

ข. เมื่อมีข่าวการประกาศแตกหุ้นบริษัทส่วนใหญ่จะมีการประกาศจ่ายปันผลพร้อมกัน หรือหลังจากประกาศข่าวการแตกหุ้นด้วย ทำให้ผู้ลงทุนต่างคาดการณ์เมื่อได้ข่าวการแตกหุ้นว่าจะมีการจ่ายปันผลตามมาทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นมากในช่วงเวลา 3 ถึง 4 เดือนก่อนการประกาศข่าวการแตกหุ้น

ในกรณีหลังการประกาศข่าวแตกหุ้นค่า Average Residual Term ของหุ้นประเภทเพิ่มขึ้นยังคงมีค่าเป็นบวกอยู่แต่มีค่าต่ำกว่าช่วง 3 ถึง 4 เดือนก่อนประกาศ เพราะราคาหุ้นจะสะท้อนไปกับข่าวการประกาศจ่ายปันผล โดยถ้าจ่ายสูงขึ้นเท่ากับที่คาดการณ์ราคาหุ้นจะไม่เปลี่ยนแปลง และถ้าจ่ายปันผลต่ำกว่าที่นักลงทุนคาดไว้ราคาหุ้นจะตกลงจากเดิม และถ้าเป็นหุ้นที่มีการประกาศจ่ายปันผลลดลง ค่า Average Residual Term จะมีค่าติดลบสั้นๆ นานถึง 12 เดือน เพราะไม่เป็นไปตามที่ผู้ถือหุ้นคาดไว้ จากสาเหตุดังกล่าวที่ราคาหุ้นปรับตัวอย่างรวดเร็วช่วงก่อนประกาศ วันประกาศ และหลังการประกาศข่าวแตกหุ้น และสะท้อนราคาหุ้นอย่างมีเหตุมีผลหลังการประกาศ รวมทั้งการที่ค่า Average Residual Term ช่วงหลังการประกาศของหุ้นทั้งตลาดที่มีการแตกหุ้นมีค่าใกล้ 0 มาก แสดงว่าผู้ลงทุนโดยเฉลี่ยไม่มีใครได้กำไรเหนืออัตราผลตอบแทนของตลาด สรุปได้ว่าตลาดหุ้นนิวยอร์กเป็นตลาดหุ้นที่มีประสิทธิภาพ ระดับ Semi-Strong Form

บทนี้ได้กล่าวถึงเรื่องของเงินปันผล ประกอบด้วย บัญชีจ่ายต่าง ๆ ที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล ประเภทการจ่ายเงินปันผล วิธีการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนและรับอนุญาต รวมทั้งข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ฯ กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนและรับอนุญาตเปิดเผยข้อมูลต่อประชาชน เกี่ยวกับเรื่องเงินปันผล สาเหตุที่ต้องกล่าวถึงเรื่องเงินปันผลข้างต้น เพราะว่าเงินปันผลเป็นปัจจัยที่สำคัญเกี่ยวกับการเขียนวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ นอกจากนี้ยังกล่าวถึงประเภทของตลาดหุ้นที่มีประสิทธิภาพ และแนวการศึกษาของ FFJR ด้วยเพราะ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการประกาศจ่าย เงินปันผลกับการ เปลี่ยนแปลงของ  
ราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งใช้แนวทางการศึกษาของ FFJR มา เป็นแบบอย่าง  
และนำมาประยุกต์ใช้ในการ เขียนวิทยานิพนธ์ ซึ่งจะกล่าวถึงในบทต่อไป



ศูนย์วิทยทรัพยากร  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย