

บทที่ 1



บทนำ

ความเป็นมาและความสำคัญของการศึกษา

ผู้ลงทุนที่เข้ามาลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หวังที่จะได้ผลตอบแทนมากกว่าต้นทุนของเงินทุนที่จ่ายไป ปัจจัยหนึ่งที่จะช่วยให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนมากขึ้นคือ การติดตามข่าวเกี่ยวกับเรื่องหุ้นและข่าวอื่น ๆ ที่จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น เพื่อใช้ข่าวนั้นเป็นแนวทางอย่างหนึ่งในการตัดสินใจที่จะซื้อหรือขายหุ้นเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนมากขึ้น ข่าวเหล่านี้ประกอบด้วย ข่าวที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ แจ้งให้ประชาชนทราบ ได้แก่ข่าวเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล ข่าวปริมาณ มูลค่าการซื้อขายหุ้น ข่าวการเพิ่มทุน ข่าวการแตกหุ้น ข่าวเกี่ยวกับงบการเงิน รวมทั้งข่าวเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงผู้บริหารของบริษัท ฯลฯ และข่าวอื่น ๆ นอกเหนือจากที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ แจ้งให้ทราบที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นได้ เช่น ข่าวเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจของประเทศ ข่าวภาวะเศรษฐกิจของโลก ข่าวการเมือง ฯลฯ ดังนั้นข่าวนี้น่าจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงต่อราคาหุ้น ซึ่งหากว่าผู้ลงทุนทราบว่าข่าวใดข่าวหนึ่งมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงต่อราคาหุ้นได้ ก็จะเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อผู้ลงทุน ดังนั้นในการศึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงสนใจที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผล ว่าจะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นหรือไม่

การศึกษาวิทยานิพนธ์นี้ได้ใช้แนวการศึกษาจาก Fama, Fisher, Jensen and Roll (FFJR) ซึ่งศึกษาถึงความมีประสิทธิภาพของตลาดทุน ณ ระดับ Semi-Strong¹ โดยศึกษาถึงพฤติกรรมของการปรับตัวอย่างรวดเร็วของราคาหุ้นต่อข่าวการแตกหุ้น (Split) ซึ่งถือว่าเป็นข่าวที่ต้องเปิดเผยให้สาธารณะชนทราบ (Public Information) โดยใช้ข้อมูลจากตลาดหุ้นนิวยอร์ก

¹ 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

เฉพาะหุ้นที่มีการประกาศแตกหุ้นในช่วงเวลาศึกษาคั้งแต่ปี 1927 ถึง 1959 จำนวน 940 หุ้น แบ่งเป็นประเภทจ่ายปันผลเพิ่มขึ้นและลดลง จากการเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยของเงินปันผลจ่ายของหุ้นทั้งหมดระยะเวลาเดียวกัน และประเภทหุ้นทั้งหมดโดยการนำหุ้น 2 ประเภทรวมกัน โดยใช้สมการ Market Model คำนวณค่า Residual Term แต่ละหุ้นเป็นรายเดือนในช่วงก่อนและหลังวันแรกที่ไม่มิลิทธิรับประโยชน์จากการแตกหุ้น (Effective Date) อย่างละ 30 เดือน หลังจากนั้นคำนวณค่าเฉลี่ยของ Residual Term และค่าผลรวมของค่าเฉลี่ย Residual Term ของหุ้นประเภทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลง และทั้งหมด แล้วนำมาสร้างกราฟแสดงความสัมพันธ์ของค่าเฉลี่ย Residual Term กับระยะเวลา 30 เดือนก่อนและหลังวัน Effective Date และทำนองเดียวกันศึกษาความสัมพันธ์ของค่าผลรวมสะสมของค่าเฉลี่ย Residual Term กับระยะเวลาเช่นเดียวกับที่กล่าวแล้วข้างต้น ผลสรุปคือ ราคาหุ้นจะปรับตัวอย่างรวดเร็วต่อข่าวการแตกหุ้นทั้งก่อนและหลังวัน Effective Date กล่าวคือ ช่วงก่อน Effective Date 3 เดือน ถึง 4 เดือน ค่าเฉลี่ย Residual Term ของหุ้นทุกประเภทมีค่าเป็นบวกสูงผิดปกติกว่าช่วงที่ผ่านมา เพราะเมื่อมีข่าวการประกาศแตกหุ้น Announcement Date ผู้ลงทุนจะคาดการณ์ว่าจะมีข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลตามมา จึงทำให้ระดับราคาหุ้นทุกประเภทสูงขึ้นมาก และถ้าจะพิจารณาค่าเฉลี่ย Residual Term หลังวัน Effective Date ค่าเฉลี่ยของ Residual Term ของหุ้นประเภทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นยังคงมีค่าเป็นบวก แต่ลดลงกว่าช่วง 3-4 เดือนก่อนวัน Effective Date ทั้งนี้เพราะยังมีหุ้นบางหุ้นที่ประกาศจ่ายเงินปันผลหลังจากวัน Effective Date แต่สำหรับหุ้นประเภทจ่ายเงินปันผลลดลง ค่าเฉลี่ย Residual Term จะเป็นลบจนถึง 12 เดือน เพราะผู้ลงทุนได้คาดการณ์ว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหลังจากทราบข่าวการแตกหุ้น Announcement Date แต่เมื่อถึงเวลาประกาศจ่ายเงินปันผลจริงกลับปรากฏว่าจ่ายเงินปันผลลดลงซึ่งไม่ตรงกับที่คาดการณ์ไว้ ทำให้ค่าเฉลี่ย Residual Term ติดลบจนถึง 12 เดือน และเมื่อรวมหุ้นทั้ง 2 ประเภทเข้าด้วยกัน ค่าเฉลี่ย Residual Term จะมีค่าใกล้ 0 แสดงว่าอัตราผลตอบแทนของหุ้นทั้งหมดใกล้เคียงกันกับอัตราผลตอบแทนของตลาด จากสาเหตุดังกล่าวข้างต้น ทำให้สรุปได้ว่า ตลาดหุ้นนิวยอร์กเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ ณ ระดับ Semi-Strong

ดังนั้นการศึกษาวិทยานิพนธ์ฉบับนี้จะใช้การศึกษาของ FFJR เป็นแนวทางการศึกษาผลกระทบของข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผล (Dividend Announcement) ต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และจะใช้ข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลแทนข่าวการแตกหุ้น ทั้งนี้ เพราะประเทศไทยมีการแตกหุ้นน้อยมากจึงมีข้อมูลไม่เพียงพอที่จะนำมาศึกษา จึงใช้ข่าวการ

ประกาศจ่าย เงินปันผลซึ่งมีข้อมูลมากกว่าการแตกหุ้นและ เป็นข้อมูลที่ควรเปิดเผยต่อสาธารณชนทราบ (Public Information) ตามข้อบังคับของตลาดหลักทรัพย์ที่กำหนดให้บริษัทจดทะเบียนและบริษัท รับอนุญาตแจ้งให้ตลาดหลักทรัพย์ทราบ ภายหลังจากที่มีมติคณะกรรมการบริษัท เกี่ยวกับเรื่อง การจ่ายปันผลภายในวันที่มีประชุมหรืออย่างช้าต้องไม่เกิน 9.00 น. ของวันทำการถัดไปและตลาดหลักทรัพย์ ต้องแจ้งให้ผู้ลงทุนทราบทันทีหลังจากได้รับการแจ้งข่าวดังกล่าว ดังนั้นควรที่จะศึกษาความสัมพันธ์ ระหว่างการประกาศจ่าย เงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยทดสอบว่า การประกาศจ่าย เงินปันผลมีผลต่อการ เปลี่ยนแปลงราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทยหรือไม่

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาและ เปรียบ เทียบว่า การประกาศจ่าย เงินปันผลจะมีผลต่อการ เปลี่ยนแปลง ของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งในภาวะตลาดคึกคัก (Bull Market) และตลาด ชบเซา (Bear Market) อย่างไร
2. เพื่อศึกษาว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient Market) ณ ระดับ Semi-Strong Market หรือไม่

สมมติฐานในการศึกษา

การประกาศจ่าย เงินปันผลจะไม่มีผลต่อการ เปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น ในตลาดหลักทรัพย์- แห่งประเทศไทย

ขอบเขตของการศึกษา

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีขอบ เขตการศึกษา เฉพาะหุ้นของบริษัทที่มีการประกาศจ่าย เงินปันผล เฉพาะปี 2520 และปี 2522 เพราะปีดังกล่าวเป็นปีที่ภาวะตลาดคึกคัก (Bull Market) และ ตลาดชบเซา (Bear Market) ตามลำดับ ดังนั้นข้อมูลที่จะ ใช้ศึกษาในที่นี้จะศึกษาข้อมูลจากตลาด- หลักทรัพย์ฯ ในช่วงเวลาตั้งแต่เปิดตลาดหลักทรัพย์ฯ 30 เมษายน 2518 จนถึง 31 ธันวาคม 2523

วิธีการดำเนินการศึกษา

1. เลือกหุ้นที่จะศึกษา โดยการนำหุ้นที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ฯ ในปี 2520 และปี 2522 มาคัดเลือก ซึ่งเกณฑ์ในการคัดเลือกมีดังนี้

- 1.1 จะต้อง เป็นหุ้นของบริษัทจำกัด ซึ่งเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน หรือหลักทรัพย์ รัฐบาลตามพระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ.2517
- 1.2 เปรียบเทียบการจ่ายเงินปันผลของปี 2520 เปรียบเทียบกับปี 2519 และ ปี 2522 เปรียบเทียบกับปี 2521 จะได้หุ้นที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลง และ เท่าเดิม ของปี 2520 และ 2522 ตามลำดับ
- 1.3 หุ้นดังกล่าวจะต้องมีการประกาศจ่ายเงินปันผลในปี 2520 และ 2522
- 1.4 ระหว่างปีที่ทำการศึกษานั้น มีหุ้นใดหุ้นหนึ่งเพิ่มทุนหรือไม่ ถ้ามีก็จะพิจารณา ว่าระยะเวลาการให้สิทธิซื้อหุ้นใหม่จากการเพิ่มทุนตั้งแต่วันที่มิมติเพิ่มทุนจนถึงวันที่ Ex-Rights นั้น ตรงหรือไม่กับระยะเวลาก่อนและหลังอย่างละ 3 เดือน จากวันที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ แจ้งข่าวการจ่ายเงินปันผลให้ประชาชน ทราบ ซึ่งถ้าตรงกับระยะเวลาดังกล่าวก็จะตัดหุ้นนั้นทิ้ง ทั้งนี้เพราะว่าต้อง การให้มีเฉพาะข่าวการจ่ายเงินปันผลอย่างเดียวเท่านั้นที่มีผลต่อราคาหุ้นในช่วงที่ทำการศึกษา โดยที่จะไม่ให้ราคาหุ้นในช่วงที่นำมาคำนวณมีผลของการเพิ่มทุนเข้ามาเกี่ยวข้องด้วย

ในการศึกษาข้อมูลที่จะนำมาศึกษานำมาจากสรุข้อสนเทศในปี 2525 หนังสือ Fact Book ปี 2520-2524 และรายงานการซื้อขายหุ้นประจำวันของตลาดหลักทรัพย์ฯ ปี 2518-2523

2. เมื่อคัดเลือกหุ้นที่จะศึกษาได้ตามขั้นตอนที่ 1 แล้วก็นำหุ้นดังกล่าวซึ่งแบ่งออกเป็น ประเภทหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน ลดลงจากปีก่อน และเท่ากับปีก่อน มาคำนวณหาค่า β ของหุ้นแต่ละหุ้นตามประเภทที่กล่าวข้างต้น ซึ่งในการคำนวณนี้จะคำนวณโดยใช้ราคาปิดรายสัปดาห์ ของแต่ละหุ้นตั้งแต่วันที่หุ้นนั้น เข้าตลาดหลักทรัพย์ฯ จนถึงช่วงก่อนที่ทำการศึกษา คือ ก่อนประกาศ ข่าวเงินปันผล 3 เดือน โดยที่การคำนวณหาค่า β นั้นคำนวณได้จากวิธี Least Square Method

$$\beta_i = \frac{\sum (R_i - \bar{R}_i) (R_m - \bar{R}_m)}{\sum (R_m - \bar{R}_m)^2}$$

เมื่อ β_i = ค่าเบต้า (Beta) หรือค่าความชัน (Slope) ของแต่ละหุ้น

R_i = อัตราผลตอบแทนของหุ้นแต่ละหุ้นในช่วงเวลา 1 สัปดาห์

\bar{R}_i = ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของหุ้นแต่ละหุ้นในช่วงเวลา 1 สัปดาห์

R_m = อัตราผลตอบแทนของตลาดในช่วงเวลา 1 สัปดาห์

\bar{R}_m = ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของตลาดในช่วงเวลา 1 สัปดาห์

การคำนวณได้อาศัย Capital Asset Pricing Model (CAPM) จาก ทฤษฎีตลาดทุน (Capital Market Theory) ของ Sharpe ซึ่งแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง ผลตอบแทนกับความเสี่ยง โดยมีสมมติฐานดังนี้²

1. นักลงทุนทุกคนต้องการลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ โดยพิจารณาเฉพาะความ เสี่ยงภัยและผลตอบแทนเท่านั้น ในการตัดสินใจลงทุน

2. นักลงทุนสามารถกู้ยืมและให้กู้ยืมด้วยอัตราดอกเบี้ย เท่ากับอัตราผลตอบแทน ของสินทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง (Risk-Free Rate)

3. นักลงทุนทุกคนมีวิธีการคาดคะเนอย่างเดียวกัน (Homogeneous Expectation) เช่นคาดคะเนอัตราผลตอบแทนในอนาคตจากการแจกแจงความน่าจะเป็น เป็นต้น

4. ช่วงเวลาการพิจารณาการลงทุนของทุกคนเหมือนกัน เช่น 1 เดือน 2 เดือน หรือ 1 ปี เป็นต้น

5. การลงทุนประเภทแยกจากกันได้ เช่น สามารถซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด หลักทรัพย์หนึ่งใน Portfolio ได้อย่างอิสระ

6. ไม่มีภาษีหรือค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์ (Transaction Cost)

7. ไม่เกิดภาวะเงินเฟ้อหรือการเปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ย

8. ตลาดทุนอยู่ในดุลยภาพ (Equilibrium Market)

ข้อมูลที่น่ามาศึกษาในขั้นนี้จะได้จากราคาปิดที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ฯ แล้ว จะนำข้อมูลดังกล่าวเข้าเครื่องคอมพิวเตอร์ IBM รุ่น PC-1 คำนวณหาค่า β ของหุ้นแต่ละหุ้น ต่อไป³

² Frank K.Reilly , Investment , (Chicago : Dryden Press, 1982) , p.586

³ เครื่องไมโครคอมพิวเตอร์ของ บริษัทปูนซิเมนต์ไทย จำกัด 1 ถนนปูนซิเมนต์ไทย บางซื่อ ดุสิต กรุงเทพมหานคร 10800

3. ทำการศึกษาหาค่า α_i ของหุ้นแต่ละหุ้นของการแบ่งหุ้นแต่ละประเภท ซึ่งในการคำนวณนี้จะคำนวณได้จากสมการต่อไปนี้

$$\alpha_i = \bar{R}_i - \beta_i \bar{R}_m$$

เมื่อ α_i = ค่าอัลฟาของหุ้นแต่ละหุ้น

\bar{R}_i = ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของหุ้นแต่ละหุ้นในช่วงเวลา 1 สัปดาห์

β_i = ค่าเบต้าของหุ้นแต่ละหุ้น

\bar{R}_m = ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนของตลาดในช่วงเวลา 1 สัปดาห์

4. คำนวณหาค่า e_{it} (Residual Term) ของอัตราผลตอบแทนของหุ้นแต่ละหุ้นแต่ละประเภท จำนวนก่อนและหลังวันประกาศข่าวจ่ายเงินปันผลอย่างละ 12 สัปดาห์

โดยใช้สมการ Market Model คำนวณได้ดังนี้⁴

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

ย้ายข้างจะได้

$$e_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{mt}$$

เมื่อ e_{it} = ค่า Residual Term ของอัตราผลตอบแทนของแต่ละหุ้นใน 1 สัปดาห์ ที่แตกต่างจากอัตราผลตอบแทนคาดคะเนของหุ้นนั้น

R_{it} = อัตราผลตอบแทนของหุ้นแต่ละหุ้นในช่วงเวลา 1 สัปดาห์

α_i = ค่าอัลฟาของหุ้นแต่ละหุ้น

β_i = ค่าเบต้าของหุ้นแต่ละหุ้น

R_{mt} = อัตราผลตอบแทนของตลาดในช่วงเวลา 1 สัปดาห์

⁴ Seha M. Tinic, Richard R. West, Investing in Securities :

An Efficient Markets Approach, Copyright 1979 by Addison - Wesley

Publishing Company Inc, P.499-500

เมื่อคำนวณค่า e_{it} ได้แล้วก็จะไปคำนวณหาค่าเฉลี่ยของ e_{it} ของหุ้นประเภท
จ่ายปันผลเพิ่มขึ้น, ลดลง, เท่าเดิม และหาค่าเฉลี่ยของหุ้นทั้งตลาด (โดยนำค่า e_{it} ทั้ง
3 กรณี รวมกันหาค่าเฉลี่ย) และค่าผลรวมสะสมของค่าเฉลี่ยของ e_{it} แต่ละกรณีดังนี้

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

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

เมื่อ $\bar{e}_t =$ ค่าเฉลี่ยของค่า e_{it}

$E_t =$ ค่าผลรวมสะสมของ \bar{e}_t

5. นำผลที่ได้จากข้อ 4 มาทดสอบว่าข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลต่อการ
เปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ การทดสอบนี้จะทดสอบ
โดยพิจารณาจากกราฟ และทดสอบโดยใช้การคำนวณทางสถิติ

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการศึกษา

1. ทำให้ทราบว่าข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลและราคาหุ้นมีความสัมพันธ์กันหรือไม่
ทั้งในภาวะตลาดคึกคัก (Bull Market) และตลาดซบเซา (Bear Market)
2. ทำให้ทราบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ
(Efficient Market) ณ ระดับ Semi-Strong Market หรือไม่
3. เป็นแนวทางให้ผู้ลงทุนใช้เป็นหลักในการประกอบการพิจารณาการซื้อขายหุ้น
4. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยสามารถใช้เป็นแนวทางในการพัฒนาตลาดทุน

ต่อไป

คำจำกัดความ

ก่อนที่จะศึกษาต่อไป ในการศึกษาวิทยานิพนธ์ฉบับนี้จะให้คำจำกัดความต่าง ๆ ดังนี้
ตลาดคึกคัก (Bull Market) หมายถึง ตลาดหุ้นที่มีราคาเคลื่อนไหวไปในลักษณะ
สูงขึ้นตลอดเวลา การซื้อหุ้นมีมากกว่าการขายหุ้น ในภาวะการนี้ผู้ลงทุนมัก เป็นคนมองโลกใน
แง่ดี และคาดคะเนว่าราคาหุ้นจะสูงขึ้นอยู่เรื่อย ๆ

ตลาดขบเซา (Bear Market) หมายถึง ตลาดหุ้นที่มีราคาเคลื่อนไหวลดลงตลอดเวลา ส่วนใหญ่มีผู้ต้องการขายหุ้นมากกว่าซื้อ ผู้ลงทุนในภาวะการณ์เช่นนี้เป็นคนมองโลกในแง่ร้าย และคาดคะเนว่าราคาหุ้นจะลดลงอีก⁵

การประกาศจ่ายเงินปันผล หมายถึง ข่าวจากมติที่ประชุมของคณะกรรมการบริษัทเกี่ยวกับ เรื่องการประกาศจ่ายเงินปันผล ไม่ว่าจะ เป็นเงินปันผลระหว่างกาล หรือเงินปันผลประจำปีก็ตาม ซึ่งบริษัทจะต้องแจ้งให้ตลาดหลักทรัพย์ฯ ทราบตามประกาศเกี่ยวกับเรื่องการเปิดเผยข้อมูลแก่ตลาดหลักทรัพย์ฯ โดยต้องแจ้งให้ทราบภายในวันที่มีประชุมหรือก่อน ๑.๐๐ น. ของวันทำการถัดไป และตลาดหลักทรัพย์ฯ ประกาศข่าวการจ่ายเงินปันผลในสรุปข่าวธุรกิจหลักทรัพย์ประจำวันในวันที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ได้รับแจ้งข่าวนั้น

จำนวนเงินปันผลปี 2520 และปี 2522 หมายถึง จำนวนเงินปันผลที่จ่ายจากผลการดำเนินงานปี 2520 และปี 2522 คือถ้าบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลปีละครั้ง จะจ่ายหลังจากปิดงบการเงินตอนสิ้นปี (31 ธันวาคม) นั่นคือประกาศจ่ายเงินปันผลในปีต่อมา หรือถ้าบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลปีละ 2 ครั้ง คือมีการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลด้วย บริษัทจะจ่ายเงินปันผลหลังจากปิดงบครึ่งปีแรก (30 มิถุนายน) และจ่ายเงินปันผลหลังจากวันนี้ และจ่ายอีกครั้งตอนปิดงบสิ้นปี (31 ธันวาคม) และประกาศจ่ายเงินปันผลหลังจากวันปิดงบสิ้นปี ดังนั้นจำนวนเงินปันผลปี 2520 หมายถึงเงินปันผลที่จ่ายจากผลการดำเนินงานปี 2520 โดยรวมเงินปันผลระหว่างกาลถ้ามี และเงินปันผลงวดสุดท้าย ระยะเวลาการจ่ายเงินปันผลอยู่ในช่วงหลังเดือนมิถุนายน 2520 ถึง มิถุนายน 2521

ข้อจำกัดของการศึกษา

1. หุ้นที่ใช้ในการศึกษาต้องเป็นหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลจากผลการดำเนินงานปี 2520 และผลการดำเนินงานปี 2522 เท่านั้น ไม่ว่าจะ เป็นการจ่ายเงินปันผลปีละครั้ง ปีละ 2 ครั้ง หรือมากกว่านั้น

⁵ อำนวย ลีชาติพิทยกุล , การวิเคราะห์หลักทรัพย์ , โรงพิมพ์อมรินทร์การพิมพ์
กรุงเทพฯ ปี 2521, หน้า 451

2. ศึกษาพฤติกรรมของหุ้นที่จ่ายเงินปันผลจากผลการดำเนินงานปี 2520 แบ่งเป็นหุ้นที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลง เท่าเดิม จากปี 2519 และหุ้นทั้งหมดที่มีการจ่ายเงินปันผลของปี 2520 และพฤติกรรมของหุ้นที่จ่ายเงินปันผลจากผลการดำเนินงานปี 2522 ประกอบด้วย การจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลง เท่าเดิมจากปี 2521 และหุ้นทั้งหมดที่มีการจ่ายเงินปันผลของปี 2522 ด้วย

3. ศึกษาพฤติกรรมของการปรับตัวของราคาหุ้นต่อข่าวการประกาศการจ่ายเงินปันผลของวันประกาศจ่ายเงินปันผล (วันที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ประกาศข่าวการจ่ายเงินปันผลในสรุปข่าวธุรกิจหลักทรัพย์รายวัน) และช่วงก่อนและหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผลรายสัปดาห์อย่างละ 12 สัปดาห์

4. คัดช่วงเวลาของหุ้นใดก็ตามที่ระยะเวลาที่ใช้ศึกษาตามข้อ 3 ตรงกับข่าวการเพิ่มทุน โดยเริ่มจากวันที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ ประกาศว่าหุ้นนั้น เพิ่มทุนจนถึงระยะเวลาที่ประกาศ Ex-Rights เพื่อไม่ให้มีผลของการเพิ่มทุน เข้ามามีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาในระยะเวลาที่ทำวิเคราะห์

5. หุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลหรือเงินปันผลพิเศษ ถ้าระยะเวลาของการศึกษาพฤติกรรมของการปรับตัวดังกล่าวจำนวน 25 สัปดาห์ ตรงกับระยะเวลา 25 สัปดาห์ของการจ่ายเงินปันผลอีกครั้งหนึ่ง ให้ตัดหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลตรงกันออกไป

6. จะมีข่าวเกี่ยวกับการประกาศจ่ายเงินปันผลเท่านั้นที่เข้ามาในช่วงที่ทำการศึกษาน่าอื่น ๆ ถือว่าคงที่ ข่าวอื่น ๆ ในที่นี้ไม่รวมข่าวการเพิ่มทุน เพราะได้ตัดทิ้งไปแล้วตามข้อจำกัดข้อ 3

7. ค่าเบต้าและอัลฟาของหุ้นแต่ละหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผล จะใช้ข้อมูลรายสัปดาห์ของอัตราผลตอบแทนของแต่ละหุ้นเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาด ในที่นี้ใช้ดัชนีราคาบุคคลภัย ตั้งแต่วันที่หุ้นนั้น เริ่มเข้าตลาดหลักทรัพย์ฯ จนถึงก่อนหน้าวันประกาศข่าวจ่ายเงินปันผลจำนวน 12 สัปดาห์ และตัดหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลครั้งนี้ทิ้งไป เมื่อจำนวนข้อมูลที่ใช้ในการคำนวณมีค่าน้อยกว่า 52 สัปดาห์ โดยการใช้สมการ Least Square Method ในการคำนวณค่าเบต้าและอัลฟาดังกล่าว

8. ปรับราคาหุ้นแต่ละตัวที่มี Par Value ไม่เท่ากับ 100 ให้เป็นหุ้นที่มี Par Value เท่ากับ 100 บาททั้งหมด เพื่อให้เป็นฐานเดียวกัน