การวัดผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจากการประกาศจ่ายและงดจ่ายปันผลแบบขาดช่วงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สีหเดช รัตนบุรี

สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต
วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล
พ.ศ. 2560

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์ เรื่องการวัดผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจากการประกาศจ่ายและงดจ่ายปันผลแบบขาดช่วง ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนี้ จะไม่มีทางสำเร็จได้เลย หากผู้วิจัยไม่ได้รับความเมตตาจากอาจารย์ทั้งสองท่าน คือท่านอาจารย์ ดร.ปิยภัสร ธาระวาณิช และ ท่านอาจารย์ รองศาสตราจารย์ ดร.ธาตรี จันทรโคลิกา ที่คอยชี้แนะแนวทางในการทำการศึกษา สละเวลาให้คำปรึกษาทั้งในเวลาการสอนปกติและเวลาส่วนตัว ทั้งยังกระตุ้นเตือนให้เร่งทำงานศึกษา จนทำให้ผู้วิจัยสามารถปรับปรุงเนื้อหาของการศึกษาให้มีความเพียงพอต่อการป้องกันหัวข้อและผ่านไปได้ด้วยดี โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ท่านอาจารย์ ดร.ปิยภัสร ธาระวาณิช ไม่เพียงแต่ช่วยเหลือในการศึกษานี้ อบรมสั่งสอนสิ่งต่างๆ มากมาย ยังให้โอกาสผู้วิจัยได้เข้ามาศึกษาในสถาบันที่ทรงเกียรติแห่งนี้ ทั้งๆ ที่ผู้วิจัยนั้นตอบการสอบสัมภาษณ์ได้แย่มาก ศิษย์จะระลึกถึงพระคุณของท่านอาจารย์ทั้งสองท่านไว้ในใจเสมอ

ผู้วิจัยขอขอบพระคุณคณาจารย์ที่วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่าน ที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้อันมีค่าทั้งหลายให้ ขอบคุณเพื่อนๆ ร่วมรุ่น คุณพ่อ คุณแม่ ที่คอยสอบถามถึงความคืบหน้า แนะนำ ช่วยเหลือและให้กำลังใจมาโดยตลอด ทั้งนี้ หากงานรายงานการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใด ผู้วิจัยขอรับไว้แต่เพียงผู้เดียวและขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

สีหเดช รัตนบุรี

การวัดผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจากการประกาศจ่ายและงดจ่ายปันผลแบบขาดช่วงของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

PRICE REACTION TO DIVIDEND INITIATIONS AND OMISSIONS : EVIDENNCE FROM LISTED COMPANIES ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

สีหเดช รัตนบุรี 5550429

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัสร ธาระวานิช, Ph.D., รองศาสตราจารย์ ดร.ธาตรี จันทรโคลิกา, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ชนินทร์ อยู่เพชร, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาการตอบสนองของตลาดที่มีต่อการประกาศเริ่มจ่ายปันผลเป็นเงินสดหลังจากมีการประกาศงดจ่ายปันผล ทั้งการงดจ่ายปันผลแบบทันทีจากงวดก่อนและงดจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่องในอดีต และการประกาศงดจ่ายปันผลจากที่บริษัทเคยจ่ายปันผล ทั้งการจ่ายครั้งเดียวแล้วกลับมางดปันอีกและมีการจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่อง

ผลการศึกษาพบว่านักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนผิดปกติเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ หากลงทุนในหลักทรัพย์ประกาศเริ่มจ่ายปันผล ทั้งการประกาศเริ่มจ่ายจากการงดจ่ายเพียงครั้งเดียวหรือประกาศเริ่มจ่ายจากการงดจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่อง และนักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนผิดปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ หากลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการประกาศงดจ่ายปันผล ไม่ว่าบริษัทจะเคยปันผลอย่างต่อหรือปันผลไปครั้งเดียวจากการงดปันผลงวดก่อนนั้นก็ตาม แต่ขนาดของผลตอบแทนผิดปกติจากเหตุการณ์การประกาศงดจ่ายปันผลนั้น มีขนาดที่ใหญ่กว่าการประกาศเริ่มจ่ายปันผล

แม้ว่าจะผลตอบแทนผิดปกติที่มีขนาดใหญ่นั้นจะอยู่ในด้านลบ แต่นักลงทุนที่มีความรู้และสามารถเข้าถึงเครื่องมือในการซื้อ/ขาย หลักทรัพย์ เช่น การชอร์ตหุ้น ก็น่าจะสามารถใช้ประโยชน์จากเหตุการณ์เชิงลบเพื่อสร้างผลตอบแทนเชิงบวกได้อย่างแน่นอน

คำสำคัญ : การประกาศเริ่มจ่ายปันผล/ การประกาศงดจ่ายปันผล/ ผลตอบแทนผิดปกติ/ ชอร์ตหุ้น

33 หน้า

สารบัญ

		หน้า
กิตติกรรมประกาศ		**ข**
บทคัดย่อ		**ค**
สารบัญตาราง		**ฉ**
สารบัญรูปภาพ		**ช**
บทที่ 1	**บทนำ**	**1**
	1.1 ปันผล (Dividends)	2
	1.2 วันที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายปันผล	3
	1.3 ภาษีของเงินปันผล	5
	1.4 กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการปันผล	7
บทที่ 2	**แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง**	**8**
	2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	8
	2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	9
บทที่ 3	**วิธีดำเนินงานวิจัย**	**12**
	3.1 สมมุติฐานของการศึกษา (Hypothesis of the study)	12
	3.2 ช่วงระยะเวลาการศึกษาตามข้อสมมติฐาน	12
	3.3 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทน	13
	3.4 วิธีการเก็บข้อมูล	15
	3.5 เกณฑ์ในการคัดเลือกข้อมูล	15
บทที่ 4	**ผลการศึกษา**	**20**
	4.1 หลักทรัพย์ที่มีการประกาศเริ่มจ่ายปันผลเป็นเงินสด ตามคำแนะนำของอาจารย์	20
	4.2 หลักทรัพย์ที่มีการประกาศเริ่มจ่ายปันผลเป็นเงินสด ตามเกณฑ์ที่กำหนด	22
	4.3 หลักทรัพย์ที่มีการประกาศงดจ่ายปันผลตามคำแนะนำของอาจารย์	25

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
4.4 หลักทรัพย์ที่มีการประกาศงดจ่ายปันผลตามเกณฑ์ที่กำหนด	27
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษา	**30**
5.1 สรุปผลการศึกษา	30
5.2 ข้อจำกัดของการศึกษา	31
5.3 ข้อเสนอแนะของการศึกษาในอนาคต	31
บรรณานุกรม	**32**
ประวัติผู้วิจัย	**33**

สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
1	แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย ของ Initiations ตามคำแนะนำของอาจารย์ ในช่วงวันที่ -11, 11	20
2	แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม ของ Initiations ตามคำแนะนำของอาจารย์ ในช่วงวันที่ -11, 11	21
3	แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย ของ Initiations ตามเกณฑ์ที่กำหนด ในช่วงวันที่ -11, 11	23
4	แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม ของ Initiations ตามเกณฑ์ที่กำหนด ในช่วงวันที่ -11, 11	23
5	แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย ของ Omissions ตามคำแนะนำของอาจารย์ ในช่วงวันที่ -11, 11	25
6	แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม ของ Omissions ตามคำแนะนำของอาจารย์ ในช่วงวันที่ -11, 11	26
7	แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย ของ Omissions ตามเกณฑ์ที่กำหนด ในช่วงวันที่ -11, 11	27
8	แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม ของ Omissions ตามเกณฑ์ที่กำหนด ในช่วงวันที่ -11, 11	28

สารบัญรูปภาพ

ภาพ		หน้า
1	การปรับปรุง Record Date	4
2	Dividend Taxation in the United States: 2003 +	5
3	แสดงถึงช่วงเหตุการณ์ของการประกาศเริ่มจ่ายปันผลและประกาศงดจ่ายปันผล	13
4	แสดงจำนวนเหตุการณ์แยกตามปี	18
5	แสดงจำนวนเหตุการณ์แยกตามประเภทอุตสาหกรรม	19
6	ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและผิดปกติเฉลี่ยสะสมของ Initiations ตามคำแนะนำของอาจารย์	22
7	ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและผิดปกติเฉลี่ยสะสมของ Initiations ตามเกณฑ์ที่กำหนด	24
8	ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและผิดปกติเฉลี่ยสะสมของ Omissions ตามคำแนะนำของอาจารย์	26
9	ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและผิดปกติเฉลี่ยสะสมของ Omissions ตามเกณฑ์ที่กำหนด	28

บทที่ 1
บทนำ

การลงทุนในตลาดทุนหรือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น ผลตอบแทนหลักที่นักลงทุนคาดหวัง ไม่ว่าจะเป็นนักลงทุนระยะสั้นหรือระยะยาว คงหนีไม่พ้นการปรับตัวสูงขึ้นของราคาหุ้น (Capital gain) และสำหรับนักลงทุนส่วนใหญ่ “ เงินปันผล ” เป็นเพียงผลตอบแทนเล็กน้อยระหว่างการรอการปรับตัวสูงขึ้นของราคาหุ้น อย่างไรก็ตาม เมื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประกาศเริ่มจ่ายปันผล (Dividend Initiations) หลังจากบริษัทงดจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่องหรือยังไม่เคยจ่ายปันผล หรือบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่ประกาศงดจ่ายปันผล (Dividend Omissions) หลังจากที่บริษัทมีการปันผลอย่างต่อเนื่อง (Dividend Omissions) บริษัทเหล่านี้กำลังพยายามส่งสัญญาณถึงผู้ถือหุ้นนักลงทุน ว่าแนวโน้มในอนาคตของบริษัทจะดีขึ้นหรือแย่ลงหรือไม่ และนักลงทุนตอบสนองอย่างไรเมื่อเหตุการณ์ในลักษณะนี้เกิดขึ้น

งานวิจัยนี้ ศึกษาถึงการตอบสนองของตลาด เมื่อบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกาศเริ่มจ่าย (Initiations)/ งดจ่าย (Omissions) ปันผลเป็นเงินสดหลังจากที่บริษัทได้ประกาศ งดจ่าย/จ่าย ปันผลในงวดก่อนหน้า หรือ งดจ่าย/จ่าย ปันผล อย่างต่อเนื่องในงวดก่อนๆ โดยจะแบ่งการวิเคราะห์เหตุการณ์เป็น 2 ส่วน

ส่วนแรก ศึกษาการตอบสนองของตลาดต่อเหตุการณ์การประกาศเริ่มจ่าย/งดจ่าย ปันผลเป็นเงินสดหลังจากที่บริษัทได้ประกาศงดจ่าย/จ่าย ปันผลในงวดก่อนหน้าทุกเหตุการณ์ที่สามารถระบุได้

ส่วนที่สอง ศึกษาการตอบสนองของตลาดต่อเหตุการณ์การประกาศเริ่มจ่าย/งดจ่าย ปันผลเป็นเงินสดหลังจากที่บริษัทได้ประกาศงดจ่าย/จ่าย ปันผลโดยมีเงื่อนไขการคัดเลือกเหตุการณ์เข้ากลุ่มตัวอย่าง

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลสาธารณะที่มีการเปิดเผยไว้กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และถูกเก็บรวบรวมไว้ที่ website SETSMART ระหว่างปี พ.ศ. 2543 – 2560 (ค.ศ. 2000 - 2017) เพื่อดูการตอบสนองในช่วงการเกิดเหตุการณ์ว่ามีผลตอบแทนผิดปกติ (Abnormal Return) เกิดขึ้นหรือไม่ ทั้งนี้ ยังมิได้คำนึงถึงค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่จะเกิดขึ้น

ผลการศึกษาพบว่านักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนผิดปกติเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ หากบริษัทประกาศเริ่มจ่ายปันผลอีกครั้ง ไม่ว่าบริษัทจะเคยประกาศงดจ่ายปันผลเพียงครั้งเดียวในงวดก่อนหน้า หรือประกาศงดจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่องในงวดก่อนๆ ก็ตาม สำหรับการประกาศงดจ่ายปันผลนั้น นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนผิดปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ หากบริษัทประกาศงดจ่ายปันผล ไม่ว่าบริษัทจะเคยประกาศจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่องในงวดก่อนๆ หรือประกาศจ่ายปันผลสลับกับงดจ่ายก็ตาม

1.1 ปันผล (Dividends)

ปันผล โดยปกติจะเป็นการกระจายผลกำไรของบริษัทให้แก้ผู้ถือหุ้น เมื่อบริษัทมีกำไรส่วนเกินมากกว่าที่จะสามารถนำไปลงทุนในธุรกิจใหม่หรือต่อยอดธุรกิจเดิมได้ โดยเงินปันผลนั้นอาจเป็นจำนวนคงที่ต่อหุ้นหรือเป็นการแบ่งผลกำไรตามสัดส่วนหลังหักภาษีของบริษัทและและสำรองส่วนหนึ่งไว้ในรูปของ กำไรสะสม (Retain Earning) แล้ว ซึ่งกำไรสะสมนี้ จะถูกแสดงไว้ในส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity) ในงบดุลของบริษัท โดยรูปแบบการจ่ายปันผลจะมี 4 ประเภท ดังนี้

1.1.1 ปันผลเป็นเงินสด (Cash dividends)

เป็นรูปแบบการจ่ายปันผลที่ใช้กันมากที่สุด เงินสดปันผลจะจ่ายจากกำไรสะสมโดยโอนผ่านบัญชีธนาคารของผู้ถือหุ้น หรือจ่ายเป็นเช็ค และผู้ถือหุ้นจะได้รับเอกสารหลักฐานการปันผลซึ่งจะระบุจำนวนเงินที่ได้รับและอัตราภาษีที่บริษัทต้องจ่ายไป

1.1.2 ปันผลเป็นหุ้น (Stock Dividends)

เป็นการจ่ายปันผลในรูปของหุ้นสามัญออกใหม่ ไม่มีการแยกหุ้นเหมือนการแตกหุ้น (Stock Splits) โดยหุ้นออกใหม่เหล่านี้จะไปเพิ่มมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของบริษัท แต่ในขณะเดียวกัน กำไรในอนาคตของบริษัทก็จะถูกหารด้วยจำนวนหุ้นที่มากขึ้น และราคาหุ้นของบริษัทก็มักจะลดลงหลังการจ่ายปันผลเป็นหุ้นเช่นกัน

1.1.3 ปันผลเป็นสินทรัพย์ (Property Dividends)

เป็นปันผลที่ถูกจ่ายออกจากบริษัทในรูปของสินทรัพย์ การปันผลในลักษณะนี้มีน้อยมาก ซึ่งส่วนใหญ่ที่เกิดขึ้นก็จะเป็นการปันผลจากบริษัทลูกหรือบริษัทในเครือ แต่ก็มักจะอยู่ในรูปของสินค้าและบริการ

1.1.4 ปันผลอื่นๆ (Other Dividends)

สามารถนำมาใช้ในการปรับโครงสร้างทางการเงินของบริษัทได้ โดยบริษัทที่มีขนาดใหญ่ในต่างประเทศบางบริษัท ใช้เทคนิคการ spin-off บริษัทลูกหรือบริษัทย่อย ออกจากบริษัทแม่ และปันผลหุ้นของบริษัทลูก/ย่อย นั้นให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยหุ้นของบริษัทที่ถูก spin-off นั้นจะมีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แยกอิสระจากบริษัทแม่ วอแรนต์ก็เป็นสินทรัพย์ทางการเงินอีกตัวหนึ่งที่มีมูลค่าตลาด ซึ่งอาจถูกใช้เป็นปันผลประเภทนี้ได้เช่นกัน

บริษัทในตำนาน

บริษัท Dutch East India Company (VOC) ก่อตั้งขึ้นเมื่อ 20 มีนาคม ค.ศ. 1602 เป็นบริษัทแรกในโลกที่ถูกบันทึกว่ามีการจ่ายปันให้แก่ผู้ถือหุ้น โดย The VOC จ่ายปันผลปีละ 1 ครั้ง มูลค่าการปันผลประมาณ 18% ของมูลค่าหุ้น ตลอดอายุขัยของบริษัท 197 ปี และปิดตัวไปเมื่อวันที่ 31 ธ.ค. 1799 นับเป็นยอดแห่งบริษัทปันผลเลยทีเดียว

1.2 วันที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายปันผล

บริษัทจะสามารถจ่ายเงินปันผลได้ จะต้องได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการบริษัท หรือที่ประชุมผู้ถือหุ้นสำหรับปันผลประจำปี โดยมีวันที่เกี่ยวข้องกับการปันผล ดังนี้

1.2.1 วันประกาศ (Declaration Date)

วันที่คณะกรรมการบริษัท มีมติให้จ่ายปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือประกาศงดจ่ายปันผล ซึ่งจะเป็นวันที่เป็นเหตุการณ์สำหรับการศึกษาในครั้งนี้

1.2.2 วันสุดท้ายของการได้ปันผล (In – Dividend Date)

นักลงทุนที่ซื้อหุ้นในวันนี้ ยังสามารถได้รับปันผลจากบริษัทที่มีการประกาศจ่ายปันผล

1.2.3 วันที่ไม่ได้รับปันผล (Ex – Dividend Date)

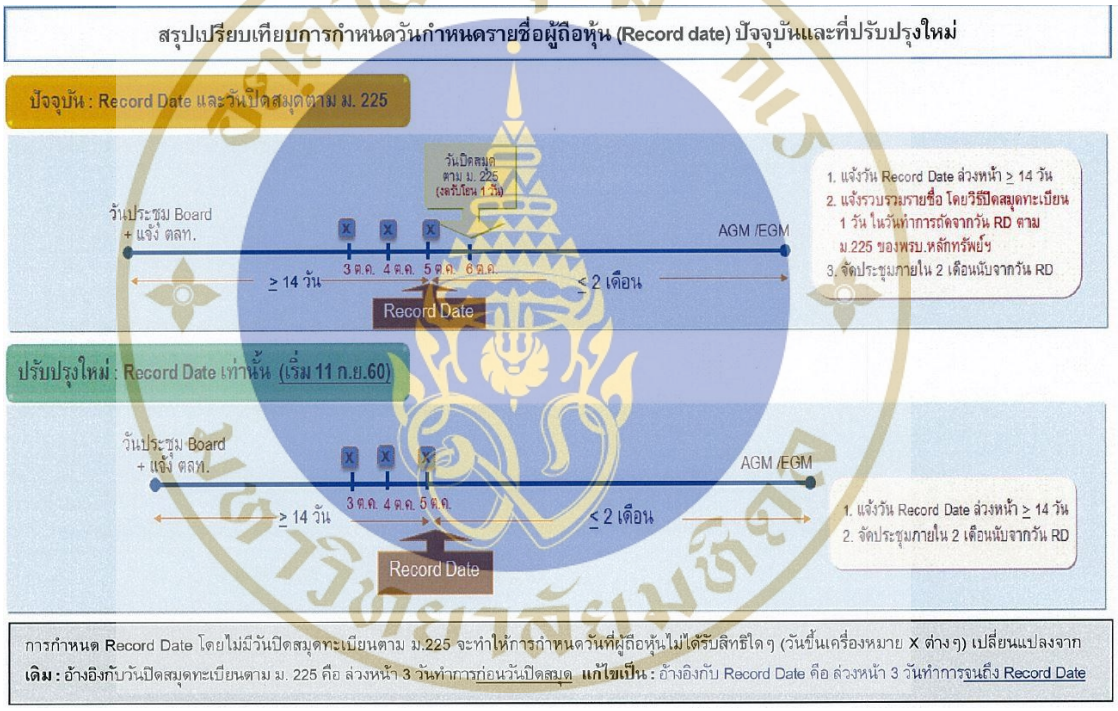
วันถัดมาจาก In – Dividend Date นักลงทุนที่ซื้อหุ้นที่มีการประกาศปันผลในวันนี้ จะไม่ได้สิทธิในการรับปันผล นักลงทุนที่ถือหุ้นของบริษัทที่มีการประกาศจ่ายปันผล หากขายหุ้นในวันนี้ ก็ยังได้สิทธิในการรับปันผล

1.2.4 วันกำหนดรายชื่อผู้ถือหุ้น (Record Date)

เป็นวันที่เป็นการทำงานหลังบ้านของบริษัทที่ประกาศจ่ายปันผล เป็นวันที่ 3 ถัดจาก Ex – Dividend Date โดยนับ Ex – Dividend Date เป็นวันแรก

1.2.5 วันปิดสมุดทะเบียนรายชื่อผู้ถือหุ้น (Book Closing Date)

เป็นวันที่เป็นการทำงานหลังบ้านของบริษัทที่ประกาศจ่ายปันผลอีกวันหนึ่ง จะเป็นวันถัดจาก Record Date 1 วัน ซึ่งปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยกเลิกการใช้ Book Closing Date ตั้งแต่วันที่ 11 ก.ย. 2560 ที่ผ่านมา



ภาพที่ 1 : การปรับปรุง Record Date (ที่มา : ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย)

1.3 ภาษีของเงินปันผล

ปันผลที่ถูกจ่ายโดยบริษัทจดทะเบียนนั้น จะเป็นการจ่ายจากผลกำไรของบริษัทหลังหักภาษีนิติบุคคลของบริษัทแล้ว และไม่ถือเป็นค่าใช้จ่ายของบริษัทแต่จะถือเป็นรายได้ของผู้ถือหุ้น การจัดเก็บภาษีรายได้ของเงินปันผลก็จะมีความแตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ ตัวอย่างเช่น

1.3.1 อเมริกา

อัตราภาษีปันผลของอเมริกาจะเก็บในอัตราที่ต่ำกว่าภาษีรายได้ โดยให้เหตุผลว่าก่อนบริษัทจะจ่ายปันผลก็ได้ถูกหักภาษีนิติบุคคลไปแล้ว แต่อัตราภาษีปันผลก็ยังขึ้นกับระยะเวลาการถือครองหุ้นก่อนได้รับปันผลอีกด้วย โดยนักลงทุนจะต้องถือครองหุ้นอย่างน้อย 60 วัน ก่อนได้รับปันผลสำหรับหุ้นสามัญ และ 90 วัน สำหรับหุ้นบุริมสิทธิ์ ภาษีถึงจะถูกคิดในอัตรา Qualified Dividend Tax Rate ซึ่งน้อยกว่าภาษีรายได้ หากถือครองน้อยกว่าระยะเวลาดังกล่าวจะต้องเสียภาษีเท่ากับภาษีรายได้ ดังรูปที่ 2

	2003–2007		2008–2012		2013 +	
Ordinary Income Tax Rate	Ordinary Dividend Tax Rate	Qualified Dividend Tax Rate	Ordinary Dividend Tax Rate	Qualified Dividend Tax Rate	Ordinary Dividend Tax Rate	Qualified Dividend Tax Rate
10%	10%	5%	10%	0%	10%	0%
15%	15%	5%	15%	0%	15%	0%
25%	25%	15%	25%	15%	25%	15-18.8*%
28%	28%	15%	28%	15%	28%	15-18.8*%
33%	33%	15%	33%	15%	33%	15-18.8*%
35%	35%	15%	35%	15%	35%	15-18.8*%
39.6%	N/A	N/A	N/A	N/A	39.6%	20-23.8*%

* 3.8% Net investment income tax enacted in 2013. See IRS Form 8960.

ภาพที่ 2 : Dividend Taxation in the United States: 2003 + (ที่มา : United States portal)

1.3.2 ออสเตรเลียและนิวซีแลนด์

ทั้ง 2 ประเทศนี้มีระบบการจัดเก็บภาษีปันผลที่ช่วยกำจัดการเก็บภาษีซ้ำซ้อน ชื่อว่า Dividend Imputation System โดยบริษัทที่ทำการปันผลจะแนบ Franking Credit ไปกับเอกสารเงินปันผล ซึ่ง Franking Credit นี้แสดงถึงภาษีที่บริษัทได้จ่ายไป ผู้ถือหุ้นที่ได้รับปันผลสามารถนำ Franking Credit ที่ได้รับไปใช้เพื่อหักล้างภาษีที่ต้องชำระได้

1.3.3 สหราชอาณาจักร

สหราชอาณาจักรมีการปรับปรุงอัตราภาษีสำหรับปี ค.ศ. 2017 แต่หลักการยังใช้วิธีเดิม โดยปันผล £5,000 แรก จะได้รับการยกเว้นภาษี เป็น Dividend Allowance ตั้งแต่ £5,001 ขึ้นไป ปันผลนั้นจะถูกนำไปคิดรวมกับภาษีรายได้ ซึ่งภาษีรายได้จะมี 3 อัตรา โดย £11,500 จะได้รับการยกเว้นภาษีเป็น Personal Allowance ตั้งแต่ £11,501 - £33,500 จะเสียภาษี 7.5% เรียกว่า Basic Rate ตั้งแต่ £33,501 - £150,000 จะเสียภาษีในระดับ Higher Rate ที่ 32.5% และตั้งแต่ £150,001 ขึ้นไปจะถูกคิดภาษีในอัตรา 38.1% เรียกว่า Addition Rate โดยภาษีปันผลนั้นจะถูกเรียกเก็บพร้อมกับภาษีส่วนบุคคล

1.3.4 อินเดีย

ถือว่าเป็นประเทศที่น่าสนใจเป็นอย่างยิ่ง เพราะบริษัทในประเทศอินเดียที่ประกาศจ่ายปันผลนั้น จะต้องจ่ายภาษีเพิ่มเติมนอกเหนือจากภาษีรายได้ของบริษัท โดยภาษีรายได้พื้นฐานของบริษัทจะอยู่ที่ 30% แต่จะมีการบวกเพิ่มค่าใช้จ่ายที่จำเป็นและภาษีการศึกษา ทำให้อัตราภาษีแท้จริงของบริษัทนั้นจะอยู่ระหว่าง 30.90% – 34.61% และเงินที่จะจ่ายปันผลนั้นจะต้องถูกคิดภาษีอีก 20.358% สำหรับผู้ถือหุ้นที่ได้รับปันผล เงินปันผลที่น้อยกว่า Rp1,000,000 จะได้รับการยกเว้นภาษี หากปันผลที่ได้รับมากกว่านั้น จะถูกเก็บภาษีที่อัตรา 10%

1.3.5 ประเทศไทย

สำหรับประเทศไทยเงินปันผลจะถูกหักภาษี ณ ที่จ่าย 10% ทันที หากบริษัทที่ประกาศจ่ายปันผลนั้น ไม่ได้รับการส่งเสริมการลงทุน (BOI) โดยเอกสารการจ่ายปันผลนั้นจะระบุอัตราภาษีนิติบุคคลที่บริษัทได้จ่ายไป และจำนวนภาษีหัก ณ ที่จ่าย 10% ซึ่งผู้ถือหุ้นสามารถเลือกได้ว่าจะนำเอกสารดังกล่าวไปขอ Credit ภาษีคืนหรือไม่เมื่อทำการยื่นแบบเพื่อเสียภาษี หากต้องการขอ Credit ภาษีคืน กรมสรรพากรจะนำ Credit ภาษีที่บริษัทได้จ่ายไป และภาษีหัก ณ ที่จ่าย รวมกับรายได้เพื่อจะคิดภาษีในคราวเดียว แต่หากผู้ถือหุ้นไม่ต้องการจะนำภาษีปันผลมารวมกับรายได้ เพราะอาจจะทำให้อัตราภาษีขยับขึ้นไปถึงระดับที่ต้องเสียภาษีสูงกว่าก็สามารถทำได้เช่นกัน ผู้ถือหุ้นก็จะเสียภาษีปันผล 10% ก็คือ ภาษี ณ ที่จ่าย นั่นเอง

1.4 กฎหมายที่เกี่ยวข้องกับการปันผล

สำหรับประเทศไทยนั้น ไม่มีกฎหมายกำหนดไว้ว่าบริษัทจดทะเบียนจะต้องจ่ายปันผลการปันผลหรือไม่นั้น ขึ้นอยู่ดุลพินิจของคณะกรรมการบริษัทและผู้ถือหุ้น โดยกฎหมายที่เกี่ยวกับการปันผลนั้นจะอยู่ในพระราชบัญญัติ บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตราที่ 115 – 117 รายละเอียดดังนี้

1.4.1 มาตราที่ 115

การจ่ายเงินปันผลจากเงินประเภทอื่นนอกจากเงินกำไรจะกระทำมิได้ ในกรณีที่บริษัทยังมียอดขาดทุนสะสมอยู่ห้ามมิให้จ่ายเงินปันผล

เงินปันผลนั้นให้แบ่งหุ้นละเท่าๆ กัน เว้นแต่จะมีข้อบังคับกำหนดไว้เป็นอย่างอื่น ในเรื่องหุ้นบุริมสิทธิ โดยการจ่ายเงินปันผลต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น

เมื่อข้อบังคับของบริษัทกำหนดให้ทำได้ คณะกรรมการอาจจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้เป็นครั้งคราว เมื่อเห็นว่าบริษัทมีกำไรสมควรพอที่จะทำเช่นนั้น และเมื่อได้จ่ายเงินปันผลแล้ว ให้รายงานที่ประชุมผู้ถือหุ้นทราบในการประชุมคราวต่อไป

การจ่ายเงินปันผลนั้น ให้กระทำภายในหนึ่งเดือนนับแต่วันที่ ที่ประชุมผู้ถือหุ้น หรือคณะกรรมการลงมติ แล้วแต่กรณี ทั้งนี้ ให้แจ้งเป็นหนังสือไปยังผู้ถือหุ้นกับให้โฆษณาคำบอกกล่าวการจ่ายเงินปันผลนั้นในหนังสือพิมพ์ด้วย

1.4.2 มาตราที่ 116

บริษัทต้องจัดสรรกำไรสุทธิประจำปีส่วนหนึ่งไว้เป็นทุนสำรองไม่น้อยกว่าร้อยละห้าของกำไรสุทธิประจำปีหักด้วยยอดเงินขาดทุนสะสมยกมา(ถ้ามี) จนกว่าทุนสำรองนี้จะมีจำนวนไม่น้อยกว่าร้อยละสิบของทุนจดทะเบียน เว้นแต่บริษัทจะมีข้อบังคับหรือกฎหมายอื่นกำหนดให้ต้องมีทุนสำรองมากกว่านั้น

1.4.3 มาตราที่ 117

ในกรณีที่บริษัทยังจำหน่ายหุ้นไม่ครบตามจำนวนที่จดทะเบียนไว้หรือบริษัทได้จดทะเบียนเพิ่มทุนแล้ว บริษัทจะจ่ายเงินปันผลทั้งหมดหรือบางส่วน โดยออกเป็นหุ้นสามัญใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นก็ได้

บทที่ 2
แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของเงินปันผล (Dividend Irrelevant Theory)

Miller and Modigliani (1961) นำเสนอแนวคิดว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทนั้นไม่มีผลต่อราคาหุ้นของบริษัท ไม่ว่ากำไรจะถูกจ่ายออกมาในรูปของเงินปันผล หรือเก็บไว้กับบริษัทในรูปของกำไรสะสม ก็ไม่แตกต่างกัน มูลค่าของบริษัทจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไรและความเสี่ยงในธุรกิจของแต่ละบริษัท และผู้ถือหุ้นสามารถที่จะสร้างนโยบายเงินปันผลได้ด้วยตัวเอง โดยการขายหุ้นเมื่อต้องการเงินสด หรือนำเงินไปซื้อหุ้นเพิ่มหากไม่ต้องการเงินปันผลที่ได้รับมา ดังนั้นผู้บริหารของบริษัทไม่มีความจำเป็นที่จะส่งสัญญาณใดๆ ผ่านนโยบายปันผลของบริษัท

อย่างไรก็ตาม ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของเงินปันผลนี้ อยู่ภายใต้สมมุติฐานตลาดสมบูรณ์ (Perfect Market) โดยผู้ถือหุ้นและผู้บริหารของบริษัท จะได้รับข้อมูลข่าวสารอย่างเท่าเทียมและครบถ้วนในเวลาเดียวกัน ซึ่งข่าวสารทั้งหลายจะสามารถสะท้อนราคาสินทรัพย์ได้ทำให้ไม่มีใครสามารถทำกำไรส่วนเกินได้ ไม่มีการเก็บภาษี (No Tax) ทั้งจากเงินปันผล และกำไรส่วนต่างของราคา (Capital Gain) ทำให้ผู้ถือหุ้นมองว่าเงินปันผลที่ได้รับและกำไรจากส่วนต่างของราคาไม่มีความแตกต่างกัน ไม่มีค่าใช้จ่ายในการลงทุนซื้อขายสินทรัพย์หรือทำธุรกรรม (No Transaction Cost) นโยบายการจ่ายปันผล และนโยบายในการลงทุนของบริษัทไม่มีความเกี่ยวข้องกัน หนี้สินของบริษัทไม่มีผลกระทบต่อต้นทุนเงินทุนของบริษัท

ซึ่งในความเป็นจริง ข้อมูลที่ผู้ถือหุ้นและผู้บริหารของบริษัทรู้นั้นจะไม่เท่าเทียมกันทั้งเชิงคุณภาพและปริมาณ เพราะผู้บริหารเป็นผู้รู้ข้อมูลภายในของบริษัท (Insider) ในขณะที่ผู้ถือหุ้นบางรายต้องเสียภาษีจากเงินปันผลที่ตนเองไม่ต้องการ เวลาซื้อขายหลักทรัพย์ก็ยังต้องเสียค่านายหน้า และอื่นๆ ทำให้สมมุติฐานนั้นไม่ถูกต้องทั้งหมด นโยบายการจ่ายเงินปันผลหรือเงินปันผลจึงมีผลต่อมูลค่าของกิจการและมีผลต่อราคาหุ้นสามัญ

2.1.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

Miller and Rock (1985) เสนอแนวเรื่องความไม่สมบูรณ์ของตลาด (Market Imperfection) และความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) เมื่อผู้บริหารที่เป็นผู้รู้ข้อมูลภายในของบริษัท จึงรู้ถึงผลการดำเนินงานของบริษัทในปัจจุบันและสามารถคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตได้เป็นอย่างดี การประกาศจ่ายปันผล จึงเป็นการส่งสัญญาณทางบวก ว่าผู้บริหารคาดว่าบริษัทจะมีกำไรในอนาคตที่สูงขึ้น ในทางกลับกันการประกาศลดเงินปันผลหรืองดจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น ก็อาจเป็นการส่งสัญญาณด้านลบว่ากำไรของบริษัทในอนาคตจะลดลง ผู้บริหารจึงพยายามหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล

2.1.3 ทฤษฎีนกในมือ (Bird in Hand Theory)

Gordon (1963) เสนอแนวคิดว่า นักลงทุนต้องการเงินปันผลในปัจจุบันมากกว่ากำไรจากราคาหุ้นที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคต จากการที่บริษัทเก็บผลกำไรไว้กับบริษัทเพื่อนำไปลงทุนต่อ เพราะนักลงทุนไม่มั่นใจว่ากำไรจากส่วนต่างราคาหุ้นที่จะได้ในอนาคตนั้นจะมีค่ามากกว่าเงินปันผลที่จะได้รับในปัจจุบัน นักลงทุนจึงชอบบริษัทที่จ่ายปันผลมากกว่าบริษัทที่เก็บกำไรไว้ทั้งหมดเพื่อไปลงทุนต่อ ตามแนวคิดของทฤษฎีนี้ ถ้าบริษัทจ่ายปันผลเพิ่มขึ้น ราคาหุ้นก็จะสูงขึ้นด้วย

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 Roni Michaely and Richard H. Thaler and Kent T. Womack (1995)

ศึกษาการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ค (New York Stock Exchange : NYSE) และตลาดหลักทรัพย์อเมริกา (American Stock Exchange) ต่อการประกาศเริ่มจ่ายปันผล (Initiation) หลังจากบริษัทได้งดจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่อง และการประกาศงดจ่ายปันผล (Omission) หลังจากบริษัทเคยจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่อง ทั้งการตอบสนองในระยะสั้นและระยะยาว โดยการใช้เทคนิคซื้อและถือ (buy-and-hold strategy) เปรียบเทียบกับพอร์ตโฟลิโอมาตรฐาน 4 ประเภท ตามช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ และระยะเวลาที่ศึกษา มีจำนวนเหตุการณ์ประกาศเริ่มจ่ายปันผล 561 เหตุการณ์ และประกาศงดจ่ายปันผล 887 เหตุการณ์ ในช่วงเวลา 24 ปี (ค.ศ. 1964 - 1988) ผลการศึกษาพบการตอบสนองเชิงบวกต่อการประกาศเริ่มจ่ายปันผล และการสนองเชิงลบต่อการประกาศงดจ่ายปันผล แต่ขนาดของการตอบสนองการประกาศงดจ่ายปันผลนั้นมากกว่าการประกาศเริ่มจ่ายปันผล

2.2.2 Paul Asquith and David W. Mullins, Jr. (1983)

ศึกษาผลกระทบจากการประกาศเริ่มจ่ายปันผล (Initiation) ที่มีต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น ของบริษัทต่างๆ ในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (New York Stock Exchange : NYSE) และตลาดหลักทรัพย์อเมริกา (American Stock Exchange) ในช่วง ค.ศ. 1954 – 1963 และได้เพิ่มช่วงเวลาการศึกษาจนถึง ค.ศ. 1980 ในภายหลัง มีจำนวนเหตุการณ์ทั้งสิ้นเพียง 168 เหตุการณ์ (บริษัท) เนื่องจากเกณฑ์ที่เข้มงวดในการคัดเหตุการณ์เข้ากลุ่มตัวอย่าง โดยหาผลตอบแทนผิดปกติตามวิธีการคาดการณ์เบต้าของ Scholes-Williams ใช้ t-test ในการทดสอบผลตอบแทนผิดปกติในช่วง $\pm$ 10 วัน ของการประกาศเริ่มจ่ายปันผล ผลการศึกษาพบว่า การประกาศเริ่มจ่ายปันผลทำให้ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นสูงขึ้นเช่นเดียวกับการเพิ่มเงินปันผล

2.2.3 Paul M. Healy and Krishna G. Palepu (1987)

ศึกษาการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (New York Stock Exchange : NYSE) และตลาดหลักทรัพย์อเมริกา (American Stock Exchange) ต่อการประกาศเริ่มจ่ายปันผลหลังจากบริษัทได้งดจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่อง และการประกาศงดจ่ายปันผลหลังจากบริษัทเคยจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่อง โดยใช้ฐานข้อมูลของ Paul Asquith and David W. Mullins, Jr. (1983) สำหรับการประกาศเริ่มจ่ายปันผลโดยมีเกณฑ์เพิ่มเติมทำให้เหลือเหตุการณ์ประกาศเริ่มจ่ายปันผล 131 เหตุการณ์ (บริษัท) ส่วนการประกาศงดจ่ายปันผลนั้นใช้ข้อมูลในช่วง ค.ศ. 1969 -1980 มีเหตุการณ์งดจ่ายปันผล 172 เหตุการณ์ (บริษัท) ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่ประกาศเริ่มจ่ายปันผลนั้นมีผลประกอบการที่ดีขึ้นอย่ามีนัยยะสำคัญก่อนจะเริ่มประกาศจ่ายปันผลอย่างน้อย 5 ปี และบริษัทที่ประกาศงดจ่ายปันผลนั้นมีผลกระกอบการที่ลดลงอย่างมีนัยยะสำคัญ 2 ปีก่อนการประกาศ และราคาหุ้นที่ผิดปกติของการประกาศเริ่มจ่ายปันผล และการประกาศงดจ่ายปันผลนั้น มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการของบริษัท $\pm$ 1 ปี จากวันที่มีการประกาศ

2.2.4 Sabur Mollah (2007)

ศึกษาการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศเริ่มจ่ายปันผลและประกาศงดจ่ายปันผลของตลาดหลักทรัพย์ Dhaka ประเทศ Bangladesh ในช่วงก่อนและหลังการเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ โดยผลการศึกษาพบว่า ในตลาดหลักทรัพย์ Dhaka นั้นการประกาศจ่ายหรือประกาศงดจ่ายปันผล ไม่พบผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญในทุกช่วงเวลาที่ต้องการศึกษาทั้งก่อนและหลังวิกฤติ ทำให้ผลการศึกษานี้ไม่ตรงกับผลการศึกษาจากงานวิจัยก่อหน้า และปฏิเสธทฤษฎีการส่งสัญญาณ

2.2.5 จิรวดี แสงระยับ, ฐิติ วังสโรจน์, สุรกิจ โตพิพัฒน์ชัย (พ.ศ. 2555)

ศึกษาผลตอบแทนที่ผิดปกติในตลาดหลักทรัพย์กรณีที่บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกัน โดยแบ่งเป็นปันผลเพิ่มขึ้น ลดลง คงที่ เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า ผลการศึกษาพบว่านักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น หากปันผลลดลงจะได้รับผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญเพียงกลุ่มธุรกิจการเงิน หากปันผลคงที่จะได้รับผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญใน 3 กลุ่มอุตสาหกรรมคือ สินค้าอุปโภคบริโภค ธุรกิจการเงิน และอสังหาริมทรัพย์ และผลตอบแทนผิดปกตินั้นยังแปรผันตามระดับการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น

2.2.6 ยุวรัตน์ สุปรีดานุวัฒน์, อารยา ทิพยรัตน์ (พ.ศ. 2555)

ศึกษาผลกระทบราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายปันผลเพิ่มขึ้น คงที่ และลดลง ในช่วงตลาดขาขึ้นและตลาดขาลง ผลการศึกษาพบว่าการปันผลเพิ่มขึ้น และคงที่จะเกิดผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญทั้งในตลาดขาขึ้นและขาลง แต่การปันผลลดลงนั้นไม่พบผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ แม้ว่าจะแบ่งกลุ่มข้อมูลออกเป็นบริษัทที่มีกระแสเงินสดสูง – ต่ำ หรือแบ่งข้อมูลเป็นบริษัทที่มีผลกำไรในอนาคตสูง – ต่ำ ผลที่ได้ก็ยังคงไม่เปลี่ยนแปลง

บทที่ 3
วิธีดำเนินงานวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการทดสอบเชิงประจักษ์ (Empirical Test) เพื่อสำรวจผลตอบแทนที่ผิดปกติของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนฯ จากการประกาศเริ่มจ่ายปันผล (Initiation) หลังจากที่บริษัทเคยประกาศงดจ่ายปันผล และประกาศงดจ่ายปันผล (Omission) หลังจากที่บริษัทเคยประกาศจ่ายปันผล โดยใช้วิธีการวิเคราะห์เหตุการณ์ (Event Study) โดยมีรายละเอียดดังนี้

3.1 สมมุติฐานของการศึกษา (Hypothesis of the study)

H_0 : ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติสะสมของกลุ่มตัวอย่างในช่วงเกิดเหตุการณ์ เมื่อเทียบกับผลตอบแทนคาดการณ์ ไม่แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยยะสำคัญ

H_1 : ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติสะสมของกลุ่มตัวอย่างในช่วงเกิดเหตุการณ์ เมื่อเทียบกับผลตอบแทนคาดการณ์ แตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยยะสำคัญ

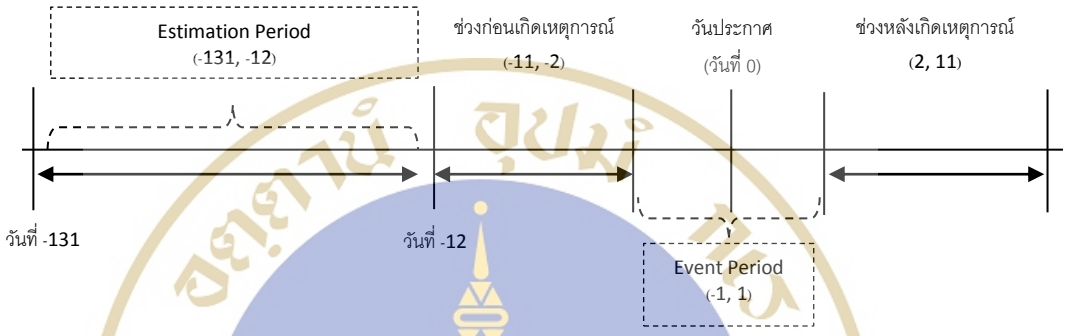
สมมุติฐานจะถูกทดทดสอบโดยการใช้ t-test ผ่านโปรแกรม STATA โดยทดสอบสมมุติฐานที่ระดับ 10%, 5%, 1% ตามลำดับ

3.2 ช่วงระยะเวลาการศึกษาตามข้อสมมติฐาน

กำหนดให้วันประกาศจ่ายปันผลหรืองดจ่ายปันผลเป็นเหตุการณ์ที่สนใจ (Event Date) เป็นวันที่ 0 ให้ช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Period) มีระยะเวลา 3 วัน (วันที่ -1 ถึง 1) เพื่อให้เห็นถึงผลกระทบทั้งหมดที่เกิดขึ้นจากเหตุการณ์ ในหลายเหตุการณ์ คณะกรรมการมีมติก่อนวันที่ประกาศต่อสาธารณะ และมีมติเร็วพอที่จะเปิดโอกาสให้คนที่รู้ข้อมูลวงในนำไปใช้ประโยชน์ได้ ซึ่งหลายเหตุการณ์ข้อมูลที่ถูกเก็บไว้ใน website SETSMART นั้นไม่ได้ระบุเวลา ทำให้ช่วงเกิดเหตุการณ์ต้องมีวันที่ -1 ในทำนองเดียว การประกาศนั้นบ่อยครั้ง เกิดขึ้นในช่วงก่อนตลาดหลักทรัพย์ปิดทำการ

หรือหลังจากตลาดหลักทรัพย์ปิดทำการ ทำให้การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์คลาดเคลื่อนจากวันที่ 0 เป็นวันที่ +1

ในช่วงประมาณการ (Estimation Period) ใช้ข้อมูลการซื้อขายหลักทรัพย์ 120 วัน (วันที่ -131 ถึง -12) เพื่อคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวัง ตามแบบจำลองตลาด Capital Asset Pricing Model (CAPM) ซึ่งเป็นแบบจำลองที่นิยมใช้กันมากที่สุด



ภาพที่ 3 : แสดงถึงช่วงเหตุการณ์ของการประกาศเริ่มจ่ายปันผล และประกาศงดจ่ายปันผล

3.3 การคำนวณหาอัตราผลตอบแทน

3.3.1 อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง (Expected Return)

การคำนวณอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง จะต้องหาค่าตัวแปร แอลฟ่า (α) และเบต้า (β) ตามแบบจำลองตลาด CAPM โดยใช้วิธีสมการถดถอย (Regression) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์แต่ละตัวกับอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ หลังจากนั้นนำค่าตัวแปรทั้งสองมาคำนวณต่อไป โดยใช้ช่วงประมาณการ (Estimation Period) 120 วัน

$$ER_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt} \qquad : t = (-130, -12) \qquad (1)$$

โดยที่

ER_{jt} คือ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ j ในวันที่ t

R_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนของดัชนีผลตอบแทนรวม (SET TRI) ณ วันที่ t

β_j คือ ค่าความเสี่ยงของของหลักทรัพย์นั้นๆ เมื่อเทียบกับตลาด

ε_{jt} คือ ค่าความไม่แน่นอนทางสถิติของหลักทรัพย์ j ในวันที่ t

α_j คือ ค่าคงที่ประมาณการของหลักทรัพย์ j

3.3.2 อัตราผลตอบแทนผิดปกติ (Abnormal Return)

อัตราผลตอบแทนผิดปกติรายวันคำนวณจากสมการที่ 2

$$AR_{jt} = R_{jt} - ER_{jt} \quad (2)$$

โดยที่

AR_{jt} คือ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ j ในวันที่ t

R_{jt} คือ ผลตอบแทนรายวันจากการลงทุน (ROI) ของหลักทรัพย์ j ในวันที่ t

3.3.3 อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return)

การคำนวณผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในแต่ละวันของช่วงเหตุการณ์ที่เกิดขึ้น การรวบรวมผลตอบแทนที่ผิดปกติสำหรับทุกหุ้น (N) เพื่อหาผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในแต่ละวัน (t) คำนวณจากสมการที่ 3

$$AAR_{jt} = \frac{1}{N}\sum_{j=1}^{N} AR_{jt} \quad (3)$$

โดยที่

AAR_{jt} คือ ค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของกลุ่มหลักทรัพย์ j ในวันที่ t

N คือ จำนวนจำนวนของกลุ่มตัวอย่าง (Number of Observations)

3.3.4 อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return)

คำนวณได้โดยการรวมอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยในแต่ละวัน ซึ่งการศึกษาครั้งนี้ จะดูอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติสะสมของช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Period) และช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ (Post-Event Period)

$$CAAR_T = \sum_{t=K}^{L} AAR_t \quad (4)$$

โดยที่

$CAAR$ คือ อัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมของกลุ่มตัวอย่าง ณ ช่วงเวลา T

3.4 วิธีการเก็บข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้ จะใช้ข้อมูลสาธารณะที่มีการเปิดเผยไว้กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและถูกเก็บรวบรวมไว้ที่ website SETSMART โดยใช้

3.4.1 ข่าวที่ประกาศเป็นทางการ ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2543 – 31 ส.ค. 2560 ซึ่งจำเป็นต่อการระบุเหตุการณ์ การประกาศจ่ายปันผล และการประกาศงดจ่ายปันผล ที่ต้องการศึกษา

3.4.2 ดัชนีผลตอบแทนรวมตลาดหลักทรัพย์ (SET TRI) รายวัน ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2545 – 31 ส.ค. 2560 โดยทางตลาดหลักทรัพย์มีการทำข้อมูลย้อนหลังถึงวันที่ 1 ม.ค. 2545 เท่านั้น

3.4.3 ข้อมูลผลตอบแทนจากการลงทุนของหลักทรัพย์ (Return on Investment : ROI) ทุกตัวที่มีการ ซื้อ/ขาย ในตลาดหลักทรัพย์ (SET) ตามรายชื่อของหลักทรัพย์ ณ วันที่ 31 ส.ค. 2560

3.5 เกณฑ์ในการคัดเลือกข้อมูล

การคัดเลือกข้อมูลทั้งการประกาศเริ่มจ่ายปันผลเป็นเงินสด และการงดจ่ายปันผลนั้น จะต้องไม่มีเหตุการณ์ซ้อนในช่วง 2 เดือนก่อนการประกาศจนพ้นช่วงที่ต้องการศึกษา ยกตัวอย่าง เช่น การปันผลเป็นหุ้น การซื้อหุ้นคืน การแจกวอแรนต์ และอื่นๆ ซึ่งอาจทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการเคลื่อนไหวที่ผิดปกตินอกเหนือไปจากผลกระทบที่ต้องการศึกษา

การเก็บข้อมูลของหลักทรัพย์ที่มีการประกาศเริ่มจ่ายปันผลเป็นเงินสด ทำเป็น 2 ส่วน โดยส่วนแรกจะเป็นการเก็บข้อมูลโดยมีเกณฑ์เพียง 2 ข้อ ตามคำแนะนำของท่านอาจารย์ เพื่อให้จำนวนเหตุการณ์เพียงพอต่อการวิจัย และเทียบผลกับเหตุการณ์ที่มีจำนวนเงื่อนไขมากขึ้น

3.5.1 หลักทรัพย์ที่มีการประกาศเริ่มจ่ายปันผลเป็นเงินสดตามคำแนะนำของอาจารย์

1) ต้องไม่เป็นหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นกองทุน, ทรัสต์ หรือเป็นหลักทรัพย์ที่จ่ายเงินปันผลเป็นรายเดือน

2) เคยประกาศงดจ่ายปันผลเพียงครั้งเดียวในงวดก่อน แล้วกลับมาประกาศปันผลเป็นเงินสดเลย ก็ถือว่าใช้ได้

3.5.2 หลักทรัพย์ที่มีการประกาศเริ่มจ่ายปันผลเป็นเงินสดตามเกณฑ์ที่กำหนด

1) ต้องไม่เป็นหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นกองทุน, ทรัสต์ หรือเป็นหลักทรัพย์ที่จ่ายเงินปันผลเป็นรายเดือน

2) ต้องเป็นหลักทรัพย์ที่มีการ ซื้อ/ขาย ใน SET Index ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอย่างน้อย 2 ปี ก่อนที่จะมีการประกาศเริ่มจ่ายปันผลเป็นเงินสด เกณฑ์นี้กำหนดขึ้นเพื่อคัดบริษัทที่มีข้อมูลก่อนเกิดเหตุการณ์ที่เหมาะสมเพียงพอสำหรับการเปรียบเทียบผลตอบแทน แม้ว่าข้อกำหนดนี้จะทำให้หลายๆ บริษัทหลุดจากการคัดเลือกเข้ากลุ่มตัวอย่าง แต่ก็ช่วยทำให้ข้อมูลมีความสะอาดขึ้น จากการกำจัดข้อมูลของบริษัทที่เพิ่งเข้าจดทะเทียนในตลาดหลักทรัพย์ และให้ข่าวกับสื่อที่เป็นสาธารณะว่าจะจ่ายปันผลเป็นเงินสดในอนาคตอันใกล้ ก่อนที่จะมีการประกาศจ่ายปันผลเป็นเงินสดอย่างเป็นทางการ

3) การประกาศปรับปรุงการจ่ายปันผล เพื่อจ่ายปันผลเป็นเงินสดหรือเพิ่มจำนวนผลตอบแทน จะถือว่าไม่เข้าเงื่อนไขการเริ่มจ่ายปันผลในการศึกษาครั้งนี้

4) เป็นบริษัทได้เคยประกาศงดจ่ายปันผลรายปีต่อเนื่องอย่างน้อย 2 ปีติดต่อกัน หรือประกาศงดจ่ายปันผลรอบครึ่งปีต่อเนื่องกัน 3 ครั้ง หรือประกาศงดจ่ายปันผลรายไตรมาสต่อเนื่อง 6 ไตรมาส

สำหรับการคัดเลือกข้อมูลบริษัทที่ประกาศงดจ่ายปันผลนั้น ทำเป็น 2 ส่วนเช่นเดียวกัน โดยส่วนแรกจะเป็นการเก็บข้อมูลตามคำแนะนำของอาจารย์ และส่วนที่ 2 จะเป็นการเก็บข้อมูลตามเงื่อนไขของการศึกษาในครั้งนี้

3.5.3 หลักทรัพย์ที่มีการประกาศงดจ่ายปันผลตามคำแนะนำของอาจารย์

1) ต้องไม่เป็นหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นกองทุน, ทรัสต์ หรือเป็นหลักทรัพย์ที่จ่ายเงินปันผลเป็นรายเดือน

2) เคยประกาศจ่ายปันผลเพียงครั้งเดียวในงวดก่อน แล้วกลับมาประกาศงดจ่ายปันผลเป็นเงินสดเลย ก็ถือว่าใช้ได้

3.5.4 หลักทรัพย์ที่มีการประกาศงดจ่ายปันผลตามเกณฑ์ที่กำหนด

1) ต้องไม่เป็นหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นกองทุน, ทรัสต์ หรือเป็นหลักทรัพย์ที่จ่ายเงินปันผลเป็นรายเดือน

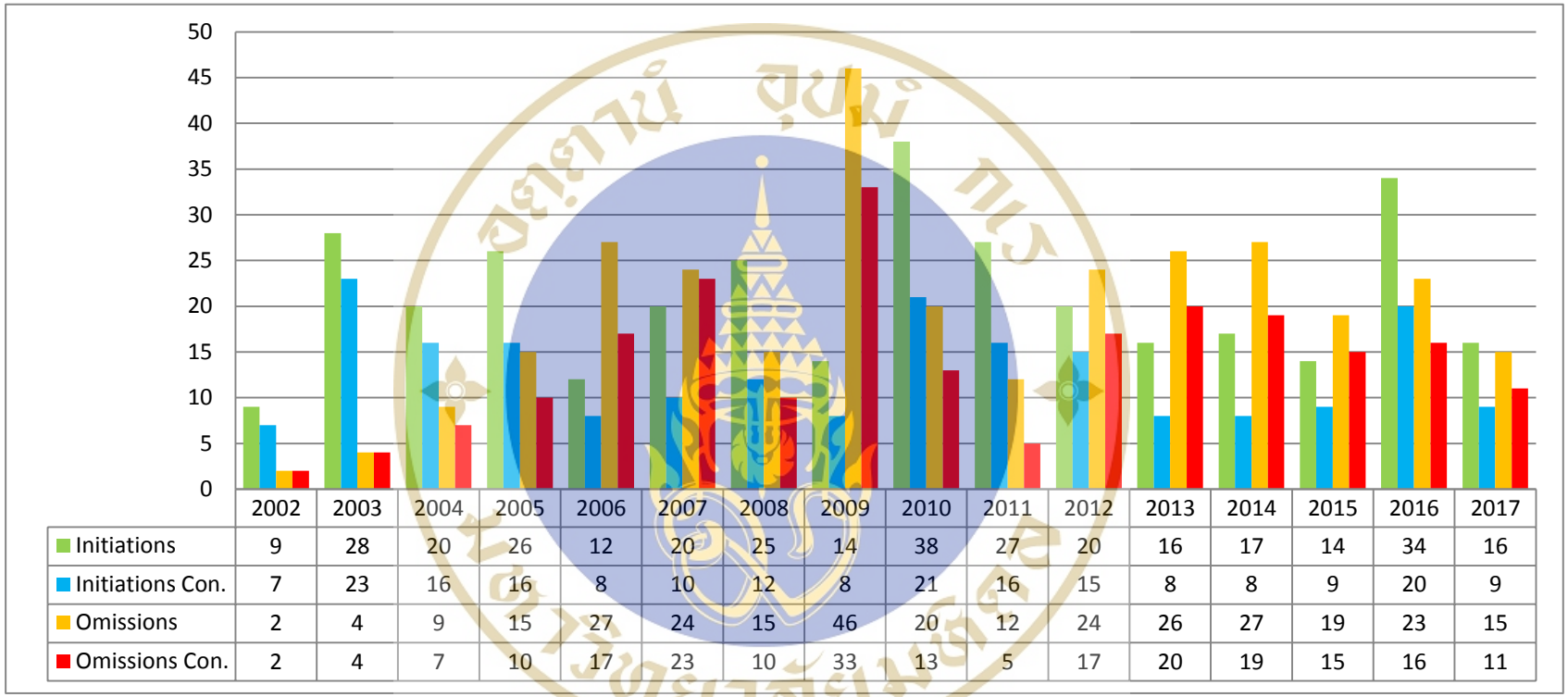
2) ต้องเป็นบริษัทที่มีการ ซื้อ/ขาย หลักทรัพย์ใน SET Index ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่น้อยกว่า 2 ปี

3) เป็นบริษัทได้เคยประกาศจ่ายปันผลรายปีต่อเนื่องกันอย่างน้อย 2 ปี หรือประกาศจ่ายปันผลรอบครึ่งปีต่อเนื่องกัน 3 ครั้ง หรือประกาศจ่ายปันผลรายไตรมาสต่อเนื่องกัน 6 ไตรมาส

โดยหลักทรัพย์ที่มีการซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ (SET) ณ วันที่ 31 ส.ค. 2560 จำนวน 594 บริษัท เป็นหลักทรัพย์ที่มีลักษณะเป็นกองทุนและทรัสต์ ซึ่งอยู่นอกขอบเขตการศึกษาจำนวน 66 บริษัท คงเหลือบริษัทที่อยู่ในขอบเขตการศึกษาจำนวน 528 บริษัท สามารถระบุเหตุการณ์ได้ทั้งสิ้น 930 เหตุการณ์

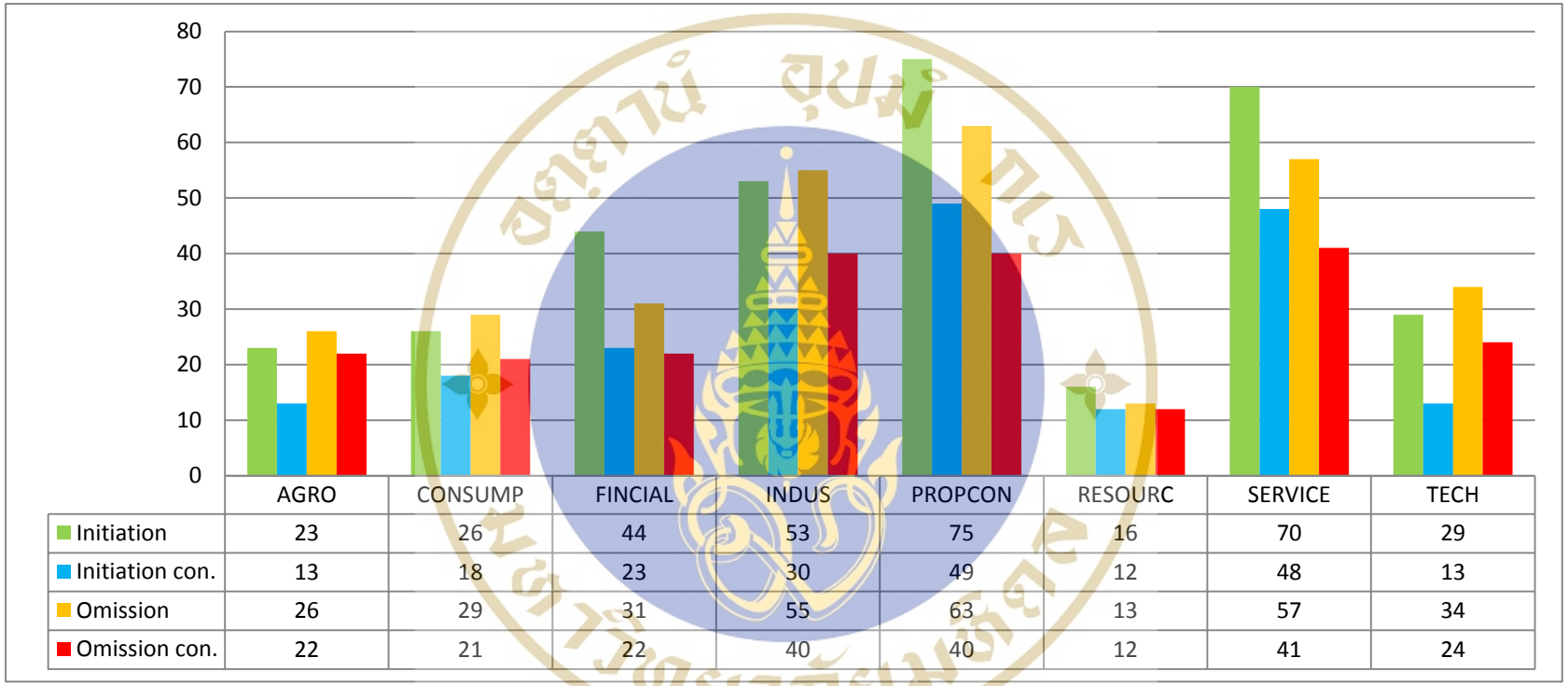
อย่างไรก็ตามมีเหตุการณ์ที่ถูกคัดกรองออกจากการเก็บข้อมูลเนื่องจากมีเหตุการณ์ซ้อน เช่นปันผลเป็นหุ้น, ปันผลหุ้นพร้อมเงินสด, การซื้อหุ้นคืน, การแจกวอแรนต์หรือออกสิทธิในการซื้อให้กับผู้บริหารและพนักงานเป็นจำนวนมากในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาด, การประกาศเพิ่มทุน, และประกาศข่าวดี/ข่าวร้าย ที่จะมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อราคาหลักทรัพย์ ก่อนการประกาศ 2 เดือน, ข้อมูล SET TRI หรือข้อมูลการซื้อ/ขาย หลักทรัพย์ตัวนั้นๆ มีไม่เพียงพอสำหรับช่วงประมาณการ เป็นต้น โดยจำนวนเหตุการณ์ที่ถูกคัดกรองออกนี้มีจำนวนทั้งสิ้น 286 เหตุการณ์

ทำให้เหลือเหตุการณ์ในกลุ่มตัวอย่างตามคำแนะนำของอาจารย์ 644 เหตุการณ์ แบ่งเป็นการประกาศเริ่มจ่ายปันผลจำนวน 336 เหตุการณ์ การประกาศงดจ่ายปันผล 308 เหตุการณ์ และจะเป็นเหตุการณ์ตามเงื่อนไขของการศึกษาจำนวน 428 เหตุการณ์ แบ่งเป็นการประกาศเริ่มจ่ายปันผล 206 เหตุการณ์ และการประกาศงดจ่ายปันผลจำนวน 222 เหตุการณ์



	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Initiations	9	28	20	26	12	20	25	14	38	27	20	16	17	14	34	16
Initiations Con.	7	23	16	16	8	10	12	8	21	16	15	8	8	9	20	9
Omissions	2	4	9	15	27	24	15	46	20	12	24	26	27	19	23	15
Omissions Con.	2	4	7	10	17	23	10	33	13	5	17	20	19	15	16	11

ภาพที่ 4 : แสดงจำนวนเหตุการณ์แยกตามปี



	AGRO	CONSUMP	FINCIAL	INDUS	PROPCON	RESOURC	SERVICE	TECH
Initiation	23	26	44	53	75	16	70	29
Initiation con.	13	18	23	30	49	12	48	13
Omission	26	29	31	55	63	13	57	34
Omission con.	22	21	22	40	40	12	41	24

ภาพที่ 5 : แสดงจำนวนเหตุการณ์แยกตามประเภทอุตสาหกรรม

บทที่ 4
ผลการศึกษา

จากการศึกษาการประกาศเริ่มจ่ายปันผลเป็นเงินสดและการประกาศงดจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงวันที่ 1 ม.ค. 2545 – 31 ส.ค. 2560 ผู้ได้แบ่งการศึกษาออกเป็น 4 ส่วน โดยมีผลการศึกษาดังนี้

4.1 หลักทรัพย์ที่มีการประกาศเริ่มจ่ายปันผลเป็นเงินสดตามคำแนะนำของอาจารย์

ส่วนแรกจะศึกษาการตอบสนองของตลาดต่อทุกเหตุการณ์ของการประกาศจ่ายปันผลเป็นเงินสดที่สามารถระบุได้ หลังจากที่งวดก่อนหน้านั้นเคยประกาศงดจ่ายปันผล โดยให้วันประกาศเป็นวันที่ 0 ช่วงเกิดเหตุการณ์เป็นวันที่ -1 ถึง 1 โดยพิจารณาการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (วันที่ -11, -2) ว่าน่าจะมีข่าวรั่วหรือไม่ และช่วงหลังการเกิดเหตุการณ์ (วันที่ 2, 11) เพื่อดูว่าผลกระทบของการประกาศมีผลต่อเนื่องในระยะสั้นเพียงใด ซึ่งมีผลการรันทดสอบข้อมูลตามตารางที่ 1 - 2

ตารางที่ 1 : แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยของ Initiations ตามคำแนะนำของอาจารย์ในช่วงวันที่ -11, 11

t	AAR	se	t-test	p-value
-11	0.09833826	0.16828996	0.58433824	0.55938606
-10	0.25285323	0.16830943	1.5023117	0.13395864
-9	0.31624931	0.16833088	1.8787361	0.06114868*
-8	-0.13005274	0.16835837	-0.77247565	0.4403774
-7	0.11442844	0.1682193	0.68023373	0.4968263
-6	-0.32297873	0.16833841	-1.9186276	0.05588107*
-5	-0.05693859	0.16820632	-0.33850446	0.73519512
-4	0.00660402	0.16821069	0.03926038	0.96870618
-3	0.08734256	0.16838219	0.51871613	0.60430118
-2	0.04710125	0.16830145	0.27986239	0.77975581
-1	0.22397475	0.16816109	1.3319059	0.18379656

ตารางที่ 1 : แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยของ Initiations ตามคำแนะนำของอาจารย์ในช่วงวันที่ -11, 11 (ต่อ)

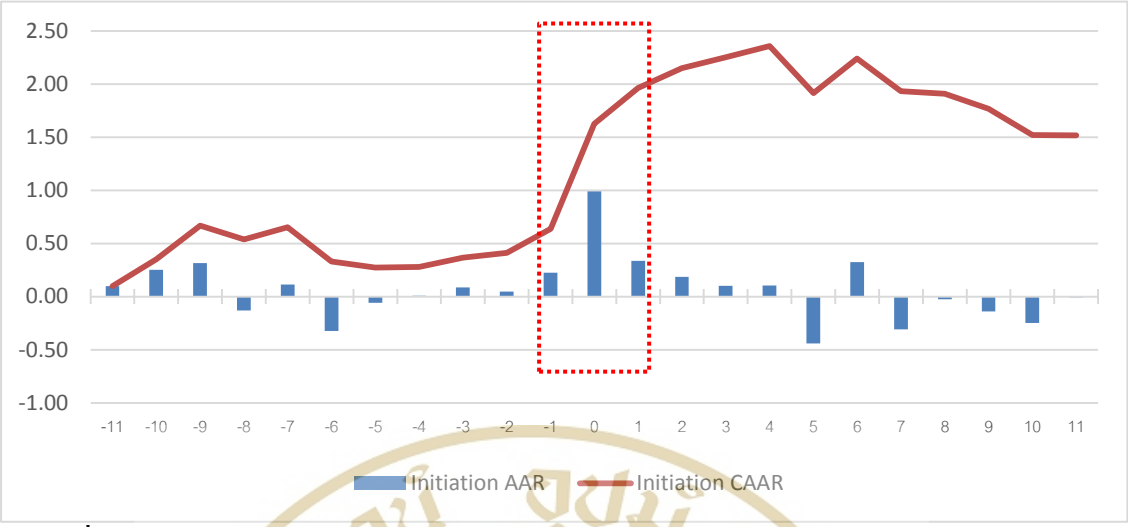
t	AAR	se	t-test	p-value
0	0.98910516	0.16827771	5.8778144	1.01E-08***
1	0.33736831	0.16817593	2.006044	0.04565513**
2	0.18609642	0.16826027	1.1060033	0.26951869
3	0.10238273	0.16815533	0.60885808	0.54303116
4	0.10479374	0.16815323	0.62320386	0.53357461
5	-0.44106678	0.16854766	-2.6168668	0.00927628***
6	0.32528657	0.16824245	1.9334394	0.05402438*
7	-0.30743534	0.16848846	-1.8246671	0.06894179*
8	-0.02614598	0.16830399	-0.15534971	0.87663919
9	-0.13909777	0.16843758	-0.82581195	0.40949849
10	-0.24698557	0.16834842	-1.4671095	0.14328441
11	-0.00563225	0.16853075	-0.03341972	0.97335979

*, **, *** คือมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%, 5% และ 1%

ตารางที่ 2 : แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมของ Initiations ตามคำแนะนำของอาจารย์

t	CAAR	se	t-test	p-value
-11, -2	0.41294694	0.55126137	0.74909465	0.45385275
-6, -2	-0.2388695	0.38240988	-0.62464261	0.53229072
-1, +1	1.5504482	0.29373624	5.2783689	1.60E-07***
+1, +6	0.61486098	0.42074628	1.4613581	0.14407351
+2, +6	0.27749267	0.38258421	0.72531135	0.46836236
+2, +11	-0.4478042	0.55215445	-0.81101256	0.41741607

*, **, *** คือมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%, 5% และ 1%



ภาพที่ 6 : ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและผิดปกติเฉลี่ยสะสม ของ Initiations ตามคำแนะนำของอาจารย์

จากผลการทดสอบจากตาราง 1 พบว่าบริษัทที่มีการประกาศเริ่มจ่ายปันผลเป็นเงินสดหลังจากที่ได้ประกาศงดจ่ายปันผลในงวดก่อนหน้า แม้จะไม่ได้มีการประกาศงดจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่องตามเกณฑ์ที่กำหนด ก็สามารถพบผลตอบแทนผิดปกติได้อย่างมีนัยสำคัญได้ในวันที่ประกาศ (วันที่ 0) และวันที่ +1 ซึ่งค่านัยสำคัญทางสถิติอยู่ในระดับที่ 1% และ 5% ตามลำดับ

และหากดูผลการทดสอบจากตารางที่ 2 จะพบว่า หากนักลงทุนซื้อหลักทรัพย์และถือครองในช่วงเหตุการณ์ (วันที่ –1, +1) จะสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ประมาณ 1.55% และด้วยค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับต่ำกว่า 1% มากขนาดนี้ โอกาสผิดพลาดถือว่ามีน้อยมาก

4.2 หลักทรัพย์ที่มีการประกาศเริ่มจ่ายปันผลเป็นเงินสดตามเกณฑ์ที่กำหนด

ส่วนที่สองจะทำการศึกษาการตอบสนองของตลาดต่อเหตุการณ์ที่มีการประกาศจ่ายปันผลเป็นเงินสดหลังจากที่ก่อนหน้านั้นเคยประกาศงดจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่อง โดยมีเงื่อนของการคัดเลือกเหตุการณ์เข้ากลุ่มตัวอย่างตามรายละเอียดในบทที่ 3 และให้วันประกาศเป็นวันที่ 0 ช่วงเกิดเหตุการณ์เป็นวันที่ -1 ถึง 1 โดยพิจารณาการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (วันที่ -11, -2) ว่าน่าจะมีข่าวรั่วหรือไม่ และช่วงหลังการเกิดเหตุการณ์ (วันที่ 2, 11) เพื่อดูว่าผลกระทบของการประกาศมีผลต่อเนื่องในระยะสั้นเพียงใด ซึ่งมีผลการรันทดสอบข้อมูลตามตารางที่ 3 – 4

ตารางที่ 3 : แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยของ Initiations ตามเกณฑ์ที่กำหนด ในช่วงวันที่ -11, 11

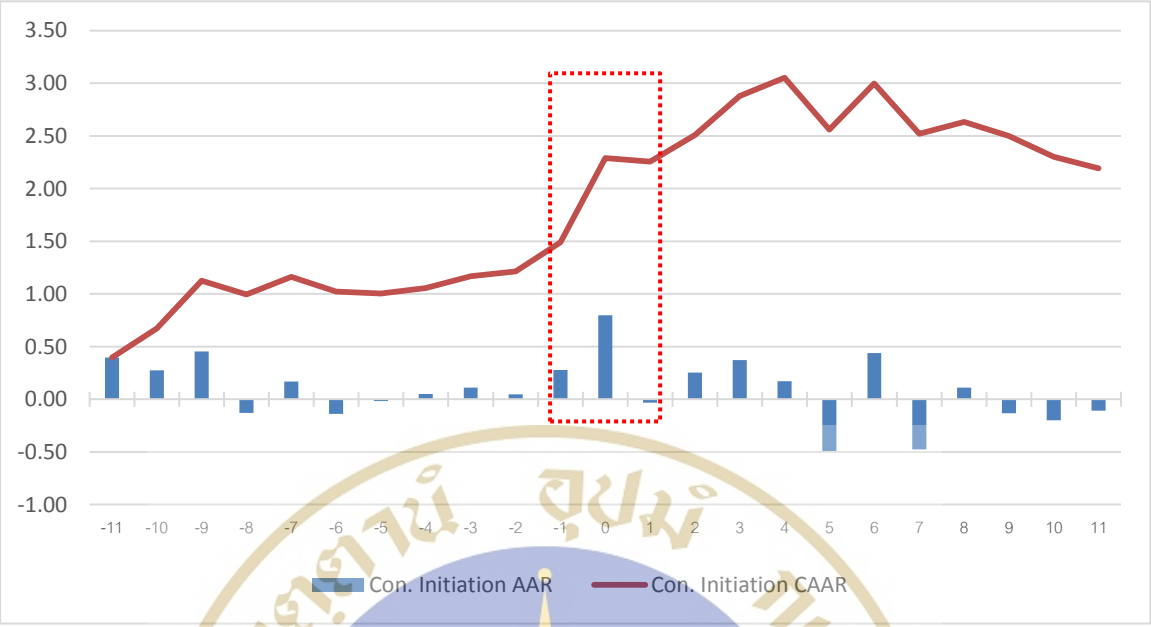
t	AAR	se	t-test	p-value
-11	0.39569019	0.21357178	1.8527269	0.06535892
-10	0.27549003	0.21375167	1.2888322	0.19890894
-9	0.4544285	0.21382837	2.1252021	0.0347669**
-8	-0.13067556	0.21359298	-0.6117971	0.54134991
-7	0.16712986	0.21355319	0.78261466	0.43475652
-6	-0.13905761	0.21383623	-0.65029955	0.51622686
-5	-0.0177402	0.21371773	-0.08300762	0.93392648
-4	0.0501713	0.21360243	0.23488171	0.81453499
-3	0.11127107	0.21402459	0.51989854	0.60369524
-2	0.04604731	0.21385114	0.21532412	0.82972869
-1	0.27788125	0.21365505	1.300607	0.19485318
0	0.7986201	0.21377026	3.7358802	0.00024247***
1	-0.0338589	0.2135806	-0.15852985	0.87419536
2	0.25222929	0.21374746	1.1800341	0.23935414
3	0.37188816	0.21353634	1.7415685	0.08308401*
4	0.17226507	0.21348638	0.80691362	0.42065143
5	-0.49207509	0.21412121	-2.2981147	0.02256389**
6	0.43922159	0.21367911	2.0555196	0.04109634**
7	-0.47753956	0.21391364	-2.2323942	0.02667072**
8	0.11144228	0.21368434	0.52152762	0.60256225
9	-0.13382848	0.21400493	-0.62535233	0.53243536
10	-0.19811508	0.21392887	-0.92607922	0.35549374
11	-0.10917428	0.21389327	-0.51041477	0.61031007

*, **, *** คือมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%, 5% และ 1%

ตารางที่ 4 : แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมของ Initiations ตามเกณฑ์ที่กำหนด

t	CAAR	se	t-test	p-value
-11, -2	1.2127549	0.70025487	1.7318764	0.083446*
-6, -2	0.05069189	0.48591925	0.10432163	0.91693452
-1, +1	1.0426424	0.37311999	2.7943891	0.00536188***
+1, +6	0.7096701	0.53432403	1.3281643	0.18437023
+2, +6	0.743529	0.4859037	1.5301983	0.1262762
+2, +11	-0.06368611	0.70137016	-0.09080242	0.92765846

*, **, *** คือมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%, 5% และ 1%



ภาพที่ 7 : ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและผิดปกติเฉลี่ยสะสมของ Initiations ตามเกณฑ์ที่กำหนด

จากผลการทดสอบจากตาราง 3 พบว่าบริษัทที่มีการประกาศเริ่มจ่ายปันผลเป็นเงินสดหลังจากที่ได้ประกาศงดจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่องตามเกณฑ์ที่กำหนด สามารถพบผลตอบแทนผิดปกติได้อย่างมีนัยสำคัญได้ในวันที่ประกาศ (วันที่ 0) มีค่านัยสำคัญทางสถิติอยู่ในระดับที่ 1%

และหากดูผลการทดสอบจากตารางที่ 4 จะพบว่า หากนักลงทุนซื้อหลักทรัพย์และถือครองในช่วงเหตุการณ์ (วันที่ –1, +1) จะสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ประมาณ 1.04% และด้วยค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับต่ำกว่า 1% อย่างไรก็ตามหากย้อนกลับไปดูตาราง 2 จะพบว่าผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเกิดเหตุการณ์ของ Initiations ตามเกณฑ์นั้น มีขนาดที่ลดลงจาก Initiations ตามคำแนะนำของอาจารย์ 0.5078% และค่านัยทางสถิติแม้จะอยู่ที่ระดับ 1% ทั้งคู่ แต่ Initiations ตามคำแนะนำของอาจารย์นั้น มีค่าเข้าใกล้ 0 มากกว่า ซึ่งหมายโอกาสผิดพลาดที่ต่ำกว่านั่นเอง

4.3 หลักทรัพย์ที่มีการประกาศงดจ่ายปันผลตามคำแนะนำของอาจารย์

ส่วนที่สามจะศึกษาการตอบสนองของตลาดต่อทุกเหตุการณ์ของการประกาศงดจ่ายปันผลที่สามารถระบุได้ หลังจากที่งวดก่อนหน้านั้นเคยประกาศจ่ายปันผล โดยให้วันประกาศเป็นวันที่ 0 ช่วงเกิดเหตุการณ์เป็นวันที่ -1 ถึง 1 โดยพิจารณาการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (วันที่ -11, -2) ว่าน่าจะมีข่าวรั่วหรือไม่ และช่วงหลังการเกิดเหตุการณ์ (วันที่ 2, 11) เพื่อดูว่าผลกระทบของการประกาศมีผลต่อเนื่องในระยะสั้นเพียงใด ซึ่งมีผลการรันทดสอบข้อมูลตามตารางที่ 5 – 6

ตารางที่ 5 : แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยของ Omissions ตามคำแนะนำของอาจารย์ในช่วงวันที่ -11, 11

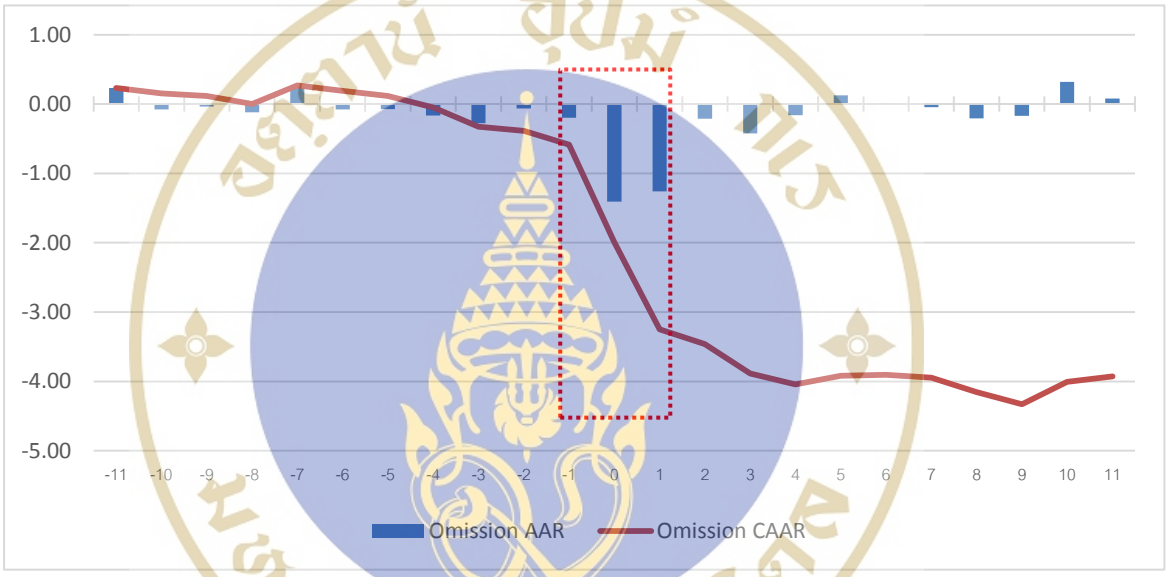
t	AAR	se	t-test	p-value
-11	0.23129147	0.1814061	1.2749928	0.20327586
-10	-0.07793384	0.18143886	-0.42953225	0.66783723
-9	-0.0354135	0.1813712	-0.19525425	0.84532307
-8	-0.11688703	0.1814385	-0.64422398	0.51991123
-7	0.26593828	0.18155402	1.4647887	0.14400186
-6	-0.07584829	0.18135334	-0.41823489	0.67606779
-5	-0.07460684	0.18134998	-0.41139703	0.68106848
-4	-0.16490506	0.18134707	-0.90933402	0.36388717
-3	-0.27631505	0.18145921	-1.5227392	0.12885334
-2	-0.061261	0.18187448	-0.33683119	0.7364743
-1	-0.1988194	0.18167932	-1.0943425	0.27466264
0	-1.4056008	0.18144272	-7.7468021	1.39E-13***
1	-1.2587084	0.18150266	-6.9349311	2.41E-11***
2	-0.21146088	0.18152716	-1.1648994	0.24496406
3	-0.42408184	0.18169426	-2.334041	0.02023853**
4	-0.16028328	0.18159612	-0.88263604	0.37812354
5	0.12490005	0.1815925	0.68780399	0.49209555
6	0.01495793	0.18159718	0.08236874	0.93440717
7	-0.04296518	0.18177818	-0.23636049	0.81331057
8	-0.20835258	0.18151257	-1.1478686	0.25191648
9	-0.17187408	0.18151033	-0.94691072	0.34442899
10	0.32052699	0.18149929	1.7659958	0.07839042*
11	0.08152615	0.18181327	0.44840593	0.65417657

*, **, *** คือมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%, 5% และ 1%

ตารางที่ 6 : แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมของ Omissions ตามคำแนะนำของอาจารย์

t	CAAR	Se	t-test	p-value
-11, -2	-0.38594085	0.59460631	-0.64906955	0.51634197
-6, -2	-0.65293624	0.41241989	-1.5831832	0.11358571
-1, +1	-2.8631287	0.31700232	-9.0318857	9.70E-19***
+1, +6	-1.9146765	0.45367552	-4.2203654	0.00002558***
+2, +6	-0.65596805	0.41256257	-1.5899844	0.11204424
+2, +11	-0.67710679	0.59563352	-1.1367842	0.25571722

*, **, *** คือมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%, 5% และ 1%



ภาพที่ 8 : ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและผิดปกติเฉลี่ยสะสมของ Omissions ตามคำแนะนำของอาจารย์

จากผลการทดสอบจากตาราง 5 พบว่าบริษัทที่มีการประกาศงดจ่ายปันผลหลังจากที่ได้ประกาศจ่ายปันผลในงวดก่อนหน้า แม้จะไม่ได้มีการประกาศจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่องตามเกณฑ์ที่กำหนด ก็สามารถพบผลตอบแทนผิดปกติได้อย่างมีนัยสำคัญได้ในวันที่ประกาศ (วันที่ 0) และวันที่ +1 ซึ่งค่านัยสำคัญทางสถิติอยู่ในระดับที่ 1% ทั้ง 2 วัน

และหากดูผลการทดสอบจากตารางที่ 6 จะพบว่า หากนักลงทุนซื้อหลักทรัพย์และถือครองในช่วงเหตุการณ์ (วันที่ –1, +1) จะขาดทุนประมาณ 2.86% ซึ่งค่านัยสำคัญทางสถิติที่ต่ำกว่า 1% มากขนาดนี้ ทำให้สรุปได้ว่านักลงทุนไม่ควรลงทุนกับหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มจะเกิดเหตุการณ์ประกาศงดจ่ายปันผลในช่วงเวลาดังกล่าว อย่างไรก็ตามอาจมีข้อยกเว้นสำหรับบุคคลที่สามารถ

เข้าถึงการขายชอร์ต (Short Sell) ได้ โดยช่วงหลังวันเกิดเหตุการณ์ (วันที่ +1, +6) แม้จะรู้การประกาศงดจ่ายปันผลไปแล้วในวันก่อนหน้า ก็ยังสามารถขายชอร์ตทำกำไรในช่วงเวลาดังกล่าวได้ถึง 1.91% โดยมีค่านัยสำคัญทางสถิติเป็นสิ่งยืนยันที่ระดับ 1% ซึ่งหากพิจารณารูปที่ 8 ประกอบ จะเห็นว่านักลงทุนยังมีโอกาสที่จะซื้อหุ้นในราคาที่ถูกกว่า เพื่อนำหุ้นมาคืนได้จนถึงวันที่ 9

4.4 หลักทรัพย์ที่มีการประกาศงดจ่ายปันผลตามเกณฑ์ที่กำหนด

ส่วนที่สองจะทำการศึกษาการตอบสนองของตลาดต่อเหตุการณ์ที่มีการประกาศงดจ่ายปันผลหลังจากที่ก่อนหน้านั้นเคยประกาศจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่อง โดยมีเงื่อนของการคัดเลือกเหตุการณ์เข้ากลุ่มตัวอย่างตามรายละเอียดในบทที่ 3 และให้วันประกาศเป็นวันที่ 0 ช่วงเกิดเหตุการณ์เป็นวันที่ -1 ถึง 1 โดยพิจารณาการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (วันที่ -11, -2) ว่าน่าจะมีข่าวรั่วหรือไม่ และช่วงหลังการเกิดเหตุการณ์ (วันที่ 2, 11) เพื่อดูว่าผลกระทบของการประกาศมีผลต่อเนื่องในระยะสั้นเพียงใด ซึ่งมีผลการรันทดสอบข้อมูลตามตารางที่ 7 - 8

ตารางที่ 7 : แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยของ Omissions ตามเกณฑ์ที่กำหนด ในช่วงวันที่ -11, 11

t	AAR	Se	t-test	p-value
-11	0.14975529	0.20786361	0.72044977	0.47200945
-10	-0.14005191	0.20781606	-0.67392245	0.50106487
-9	0.08378891	0.20780427	0.40321075	0.68718301
-8	0.04297053	0.20785004	0.20673813	0.83640472
-7	0.35055841	0.20802978	1.6851357	0.0933739*
-6	-0.10923333	0.20786158	-0.52550993	0.59975561
-5	-0.08316573	0.20782571	-0.40017055	0.68941743
-4	-0.09909134	0.20779207	-0.47687742	0.63392061
-3	-0.23858176	0.2079648	-1.1472218	0.2525304
-2	-0.09884424	0.20862668	-0.47378522	0.63612078
-1	-0.14713372	0.20828772	-0.70639652	0.48068564
0	-1.531742	0.20789504	-7.3678624	3.42E-12***
1	-1.199632	0.20809041	-5.7649556	2.73E-08***
2	-0.12958771	0.20800009	-0.62301757	0.53391536
3	-0.47525864	0.20840874	-2.2804161	0.02353655**
4	-0.2636265	0.20817098	-1.2663941	0.20670519
5	0.22592361	0.20806708	1.085821	0.27874113
6	0.14574078	0.20801462	0.70062756	0.48427245
7	-0.15866568	0.20824143	-0.76193138	0.44691332

ตารางที่ 7 : แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยของ Omissions ตามเกณฑ์ที่กำหนด ในช่วงวันที่ -11, 11 (ต่อ)

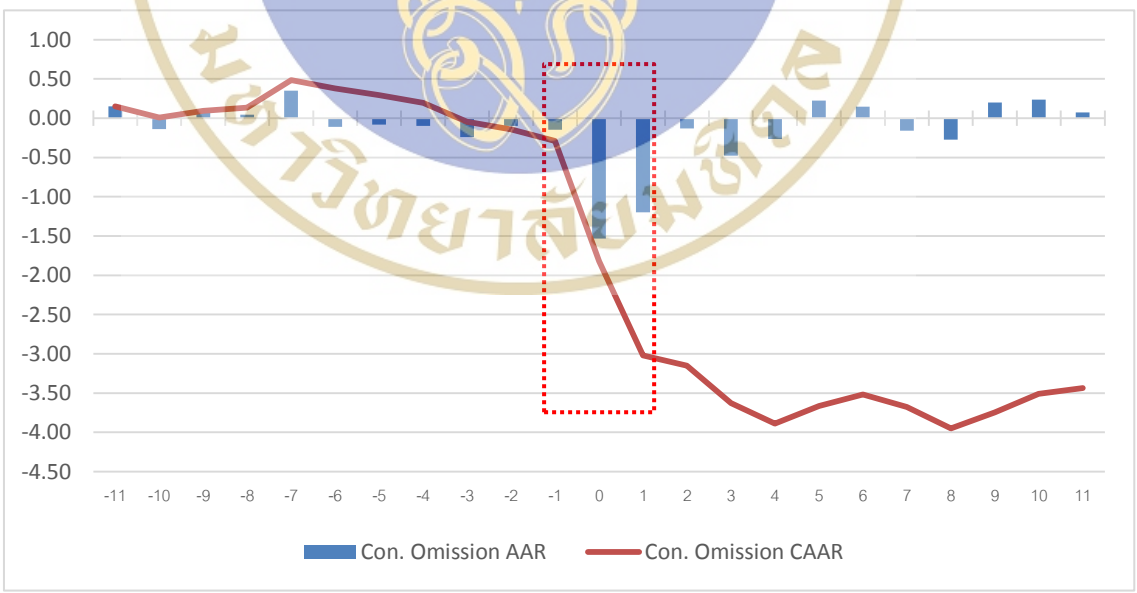
t	AAR	Se	t-test	p-value
8	-0.27203941	0.20804593	-1.307593	0.19237002
9	0.20154267	0.20795237	0.96917706	0.33351632
10	0.2358028	0.20799371	1.1337016	0.25814806
11	0.07319092	0.20826359	0.35143405	0.72559757

*, **, *** คือมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%, 5% และ 1%

ตารางที่ 8 : แสดงผลการรันข้อมูลทดสอบอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมของ Omissions ตามเกณฑ์ที่กำหนด

t	CAAR	Se	t-test	p-value
-11, -2	-0.14189513	0.68157344	-0.20818758	0.83510169
-6, -2	-0.62891637	0.47269538	-1.3304898	0.18363145
-1, +1	-2.8785077	0.36342557	-7.9204877	1.00E-14***
+1, +6	-1.6964404	0.51983041	-3.2634498	0.0011287***
+2, +6	-0.49680848	0.47270795	-1.050984	0.29349574
+2, +11	-0.41697722	0.68247704	-0.61097618	0.54127818

*, **, *** คือมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 10%, 5% และ 1%



ภาพที่ 9 : ภาพแสดงการเคลื่อนไหวของอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเฉลี่ยและผิดปกติเฉลี่ยสะสมของ Omissions ตามเกณฑ์ที่กำหนด

จากผลการทดสอบจากตาราง 7 พบว่าบริษัทที่มีการประกาศงดจ่ายปันผลหลังจากที่ได้ประกาศจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่องตามเกณฑ์ที่กำหนด ก็พบผลตอบแทนผิดปกติได้อย่างมีนัยสำคัญได้ในวันที่ประกาศ (วันที่ 0) และวันที่ +1 ซึ่งค่านัยสำคัญทางสถิติอยู่ในระดับที่ 1% ทั้ง 2 วัน

และหากดูผลการทดสอบจากตารางที่ 8 จะพบว่า หากนักลงทุนซื้อหลักทรัพย์และถือครองในช่วงเหตุการณ์ (วันที่ –1, +1) จะขาดทุนประมาณ 2.88% ซึ่งเป็นการขาดทุนที่ค่อนข้างแน่นอนจากค่านัยสำคัญทางสถิติที่ต่ำกว่า 1% นักลงทุนไม่ควรลงทุนกับหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มจะเกิดเหตุการณ์ประกาศงดจ่ายปันผลในช่วงเวลาดังกล่าว สำหรับบุคคลที่สามารถเข้าถึงการขายชอร์ตได้ก็ยังสามารถทำกำไรได้ โดยช่วงหลังวันเกิดเหตุการณ์ (วันที่ +1, +6) แม้จะรู้การประกาศงดจ่ายปันผลไปแล้วในวันก่อนหน้า ก็ยังสามารถขายชอร์ตทำกำไรในช่วงเวลาดังกล่าวและได้ผลตอบแทน 1.7% โดยมีค่านัยสำคัญทางสถิติเป็นสิ่งยืนยันที่ระดับ 1% ซึ่งหากพิจารณารูปที่ 9 ประกอบ จะเห็นว่านักลงทุนยังมีโอกาสที่จะซื้อหุ้นในราคาที่ถูกกว่า เพื่อนำหุ้นมาคืนได้ถึงวันที่ 8

อย่างไรก็ตามหากพิจารณาตารางที่ 6 ซึ่งเป็น Omissions ตามคำแนะนำของอาจารย์ ผลตอบแทนผิดปกติจะมีขนาดที่เล็กลง และค่านัยสำคัญทางสถิติที่แม้จะอยู่ในระดับ 1% เช่นเดียวกัน แต่ค่านัยสำคัญของ Omissions ตามคำแนะนำของอาจารย์นั้นมีค่าเข้าใกล้ 0 มากกว่า ซึ่งหมายโอกาสผิดพลาดที่ต่ำกว่านั่นเอง

บทที่ 5
สรุปผลการศึกษา

5.1 สรุปผลการศึกษา

งานศึกษานี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงการตอบสนองของตลาดเมื่อบริษัทมีการเริ่มประกาศจ่ายปันผลเป็นเงินสดอีกครั้ง หลังจากประกาศงดจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่อง และการตอบสนองของตลาดเมื่อบริษัทประกาศงดจ่ายปันผล หลังจากได้เคยปันผลอย่างต่อเนื่อง โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2543 – 31 ส.ค. 2560 การศึกษาใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study)

ผลการศึกษาพบว่า การประกาศกลับมาปันผลของบริษัทจดทะเบียนหลังจากที่งดปันผลนั้น สร้างผลตอบแทนผิดปกติที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทั้งในวันที่ประกาศ (วันที่ 0) และการถือครองหุ้นในช่วงเกิดเหตุการณ์ (วันที่ -1, +1) โดยผลตอบแทนผิดปกตินี้นั้น พบทั้งในกลุ่มเหตุการณ์ตามคำแนะนำของอาจารย์และกลุ่มเหตุการณ์ที่คัดกรองตามเกณฑ์ที่ตั้งไว้ ซึ่งกลุ่มเหตุการณ์ตามคำแนะนำของอาจารย์มีผลตอบแทนเกินปกติที่สูงกว่ากลุ่มที่คัดกรองตามเกณฑ์ อีกทั้งค่านัยสำคัญก็ยังอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าด้วย แม้ว่าเหตุการณ์จากทั้ง 2 กลุ่มตัวอย่างจะมีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ต่ำกว่า 1% ก็ตาม ในส่วนของบริษัทที่งดจ่ายปันผลหลังจากเคยประกาศจ่ายปันผลนั้น พบว่ามีผลตอบแทนผิดปกติเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งในวันที่ 0, วันที่ 1 ,ช่วงเหตุการณ์ (วันที่ -1, +1) และช่วงหลังรู้การประกาศงดจ่ายปันผล (+1, +6) โดยผลตอบแทนผิดปกติจากกลุ่มเหตุการณ์ตามคำแนะนำของอาจารย์นี้จะมีขนาดที่ใหญ่กว่ากลุ่มเหตุการณ์ตามเกณฑ์ที่กำหนด อีกทั้งค่านัยสำคัญทางสถิติก็ยังต่ำกว่าอีกด้วย ผลการศึกษาที่ได้ สอดคล้องกับผลการศึกษาของต่างประเทศว่าขนาดของผลตอบแทนผิดปกติของการประกาศงดจ่ายปันผลนั้นจะใหญ่กว่าการประกาศเริ่มจ่ายปันผล จะแตกต่างก็เพียงตลาดหลักทรัพย์ดาก้า ประเทศบังกลาเทศ ที่ไม่พบผลตอบแทนผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ

5.2 ข้อจำกัดของการศึกษา

งานวิจัยนี้มีข้อจำกัดด้านข้อมูลเนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ยังไม่มีการเก็บข้อมูลการประกาศปันผลและประกาศงดจ่ายปันผลไว้เหมือนกับวันขึ้นเครื่องหมาย XD อีกทั้งการประกาศจ่าย/งดจ่าย ปันผลนั้น ถ้าจะระบุวันให้ตรงกับความเป็นจริงที่สุดก็ต้องดูจากรายงานการประชุม ไม่ใช่วันที่ประกาศกับตลาดหลักทรัพย์ซึ่งบ่อยครั้งจะเป็นวันถัดมาจากวันที่คณะกรรมการมีมติ และข้อมูลรายงานการประชุมนี้ บางครั้งก็ไม่มีในฐานข้อมูลของ SET SMART บางครั้งระบุเวลาประชุม บางครั้งไม่ระบุเวลา ทำให้การระบุวันเกิดเหตุการณ์มีความคลาดเคลื่อนจนต้องใช้ช่วงเกิดเหตุการณ์ (วันที่ -1, 1) แทนวันที่ 0 อีกทั้งงานวิจัยนี้ มุ่งเน้นดูการตอบสนองในระยะสั้นต่อการประกาศ ไม่ได้ดูถึงระยะกลาง – ยาว อีกทั้งไม่ได้คำนึงถึงข้อมูลเชิงคุณภาพของบริษัท ขนาดของบริษัทที่มีประกาศ และปริมาณการซื้อขายของหุ้นตัวนั้นๆ

5.3 ข้อเสนอแนะของการศึกษาในอนาคต

การศึกษาอัตราผลตอบแทนผิดปกติจากเหตุการณ์ประกาศเริ่มปันผล/งดปันผลหลังจากที่งวดก่อนหน้าเคยประกาศงดปันผล/ปันผล ควรมีการศึกษาเพิ่มเรื่องมูลค่าหลักทรัพย์ตามตลาดโดยอาจแบ่งมูลค่าหลักทรัพย์เป็นหลายๆ ช่วง เพื่อให้ทราบว่าการประกาศเริ่มปันผล/งดปันผลนั้นกระจุกตัวอยู่ในบริษัทขนาดเล็ก กลาง หรือ ใหญ่ การคำนึงถึงปริมาณการซื้อขายเพื่อให้ได้ทั้งข้อมูลที่สะอาดขึ้นสำหรับการทดสอบ และปริมาณการซื้อขายที่ผิดปกติในช่วงเกิดเหตุการณ์เพื่อให้งานวิจัยมีไดมามิคและน่าสนใจมากขึ้น

สำหรับการแบ่งตามกลุ่มอุตสาหกรรมนั้น ผู้วิจัยเห็นว่าจำนวนเหตุการณ์ยังไม่มากพอที่จะนำมาสดสอบ ควรจะต้องทิ้งระยะเวลาจนจำนวนเหตุการณ์มีมากกว่าปัจจุบันก่อน เพราะแม้ว่าผลการทดสอบจะออกมามีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ดี แต่จำนวนเหตุการณ์ที่น้อยเกินไปจะลดความน่าเชื่อถือของผลการศึกษานั้นไปโดยปริยาย

บรรณานุกรม

Merton H. Miller and Franco Modigliani (1961). "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares." The Journal of Business **34**(4): 411 - 433.

Merton H. Miller and Kevin Rock (1985). "Dividend Policy under Asymmetric Information." The Journal of Finance **40**(4): 1031 - 1051.

Myron J. Gordon (1963). "Optimal Investment and Financing Policy." The Journal of Finance **18**(2): 264 - 272.

Paul Asquith and David W. Mullins, J. (1983). "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth." The Journal of Business **56**(1): 77 - 96.

Paul M. Healy and Krishna G. Palepu (1987). "Earning Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions." Journal of Financial Economics **21**(2): 149 - 175.

Roni Michaely, Richard H. Thaler, and Kent L. Womack (1995). "Price Reactions to Dividend Initiations and Omission : Overreaction or Drift?" The Journal of Finance **50**(2): 573 - 608.

Sabur Mollah (2007). "Price Reaction to Dividend Initiations and Omissions in Emerging Market : Evidence from Pre and Post Market Crisis in Bangladesh." The International Journal of Business and Finance Research **1**(2): 51 - 68.

จิรวดี แสงระยับ, ฐิติ วังสโรจน์, และสุรกิจ โตพิพัฒน์ชัย (2012). ผลตอบแทนที่ผิดปกติในตลาดหลักทรัพย์กรณีที่บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกัน. การจัดการ สาขาการเงิน มหาวิทยาลัยมหิดล.

ยุวรัตน์ สุปรีดานุวัฒน์, และ อารยา ทิพยรัตน์ (2012). ผลกระทบราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายปันผลในช่วงตลาดขาขึ้นและตลาดขาลง. การจัดการ สาขาการเงิน, มหาวิทยาลัยมหิดล.