บทที่ 1
บทนำ

1.1 เงินปันผล กำไร และราคาหุ้นสามัญ

เงินปันผลเป็นเงินที่ผู้บริหารขององค์กรธุรกิจจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นสามัญของบริษัท การจ่ายเงินปันผลจะเป็นไปตามความสมัครใจของผู้บริหารขององค์กรธุรกิจ การจ่ายเงินปันผลถือเป็นการตอบแทนผู้ถือหุ้นสามัญของบริษัทเงินปันผลของกิจการเป็นสิ่งที่มีความสำคัญอย่างมากต่อธุรกิจและต่อนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เมื่อพิจารณาในมุมมองของธุรกิจ การตัดสินใจที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผลจะมีผลกระทบต่อนโยบายโครงสร้างเงินทุน (Capital Structure) ของกิจการโดยตรงซึ่งโครงสร้างเงินทุนถือเป็นปัจจัยทางการเงินที่มีผลกระทบต่อธุรกิจ เช่น มูลค่าของธุรกิจ การตัดสินใจลงทุนของโครงการต่าง ๆ หรือการวางแผนเพื่อจัดหาเงินทุน สำหรับ นักลงทุนนั้นเงินปันผลก็มีความสำคัญมากเช่นเดียวกันเพราะเป็นเงินปันผลเป็นตัวเลขที่ใช้ในการวิเคราะห์เพื่อประเมินมูลค่าที่แท้จริงของธุรกิจตามแบบจำลองการประเมินค่าด้วยการคิดลดเงินปันผล (Dividend Discount Model) จึงเห็นได้ว่าข้อมูลการจ่ายเงินปันผลนั้นมีความสำคัญอย่างมากต่อมูลค่าธุรกิจ และมูลค่าของหุ้นสามัญของบริษัทเนื่องจากเป็นข้อมูลที่นักลงทุนสามารถนำไปใช้ในการพิจารณาเพื่อประเมินมูลค่าของธุรกิจได้

นอกจากตัวแปรเงินปันผลแล้วตัวแปรที่ถือได้ว่ามีความสำคัญต่อธุรกิจ และต่อนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์เป็นอย่างมากอีกตัวแปรหนึ่งก็คือกำไรของธุรกิจในรูปแบบของกำไรต่อหุ้น กำไรต่อหุ้นเป็นตัวแปรพื้นฐานที่ใช้บ่งบอกถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของธุรกิจ จะสังเกตได้ว่าธุรกิจทุกประเภทจะรายงานตัวเลขของกำไรสุทธิหรือกำไรต่อหุ้นเพื่อแสดงให้เห็นถึงความสามารถในการดำเนินงานในงวดเวลานั้นให้กับ ผู้บริหาร หรือผู้ถือหุ้น หรือนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้ทราบ กำไรต่อหุ้นเป็นสิ่งที่นักวิเคราะห์ให้ความสนใจในการใช้พิจารณาถึงศักยภาพของธุรกิจนั้นๆ

การประเมินมูลค่าของธุรกิจหรือมูลค่าของหุ้นเพื่อหาว่าราคาหุ้นเป็นราคาที่เหมาะสมหรือไม่ นั้นนักวิเคราะห์จะคาดการณ์ว่าในอนาคตว่ากำไรต่อหุ้นของธุรกิจจะเป็นอย่างไร และการจ่ายเงินปันผลในอนาคตจะเป็นเท่าไร ตัวเลขการคาดการณ์ของตัวแปรทั้งสองจึงถือได้ว่ามีความสำคัญต่อธุรกิจและต่อนักลงทุนอย่างมากและจะเห็นได้ว่าการประเมินมูลค่าหุ้นสามัญจะขึ้นอยู่กับตัวแปรทั้งสองและการคาดการณ์ของตัวแปรทั้งสองนี้ ประเด็นที่เป็นคำถามในเรื่องที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรกำไรต่อหุ้นเงินปันผลก็คือ ถ้าหากทั้งสองเป็นตัวแปรที่สัมพันธ์กับมูลค่าของหุ้นสามัญของธุรกิจแล้ว การเผยแพร่การเปลี่ยนแปลงหรือการประกาศข้อมูลของกำไรและเงินปันผลก็น่าที่จะมีผลต่อราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ด้วย ยิ่งไปกว่านั้นแล้วการคาดการณ์ของตัวแปรทั้งสองก็น่าที่จะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์ของราคาหุ้นสามัญและทำให้เกิดความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นสามัญกับข้อมูลการคาดการณ์ของตัวเลขกำไรและเงินปันผล

ความสำคัญของเงินปันผลยังจะเห็นได้จากแนวคิดที่กล่าวว่าเงินปันผลนั้นสามารถใช้เป็นเครื่องมือของผู้บริหารในการส่งผ่านข่าวสารหรือสัญญาณผลการดำเนินงานของธุรกิจไปให้กับนักลงทุนทราบ ซึ่งแนวคิดนี้ได้รับการนำเสนอโดยนักวิจัยหลายท่าน (Lintner (1956), Bhattacharya (1979), Miller and Rock(1985)) ตามแนวคิดนี้การจ่ายเงินปันผลของกิจการจึงถือเป็นข้อมูลสำคัญมากในการลงทุนเพราะทำให้นักลงทุนในตลาดสามารถคาดการณ์ถึงผลประกอบการที่จะเกิดขึ้นในอนาคตของกิจการได้

แนวคิดการส่งสัญญาณโดยเงินปันผลนั้นได้ถูกทดสอบในตลาดหลักทรัพย์หลายๆแห่งแต่ยังไม่ปรากฏการทดสอบสมมุติฐานดังกล่าวในการทดสอบกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย งานวิจัยนี้จึงได้ทดสอบความสำคัญของเงินปันผลต่อประสิทธิภาพที่ของกิจการที่วัดโดยกำไรสุทธิ และ ทดสอบว่าข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากการคาดหวังของนักลงทุนโดยทั่วไปนั้น

เป็นข้อมูลที่มีผลกระทบต่อนักลงทุนหรือไม่โดยโดยการทดสอบผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในช่วงการประกาศจ่ายเงินปันผลและช่วงหลังเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล

งานวิจัยในอดีตที่ผ่านมาจะได้ทดสอบการส่งสัญญาณของเงินปันผลด้วยการอธิบายว่าลักษณะการจ่ายเงินปันผลของกิจการเป็นไปในลักษณะที่มีความหนืด (Sticky) ดังเช่นแนวคิดของ Lintner (1956) ความหนืดตามแนวคิดนี้จึงหมายถึงการที่เงินปันผลมีความโน้มเอียงที่จะไม่เปลี่ยนแปลงงไปจากค่าเดิม เช่น ถ้าหากกิจการจ่ายเงินปันผลเท่าไรในปีปัจจุบันในปีต่อๆมากิจการก็จะมีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลเท่ากับที่เคยจ่ายและจากการที่เงินปันผลมีความหนืดนี้ทำให้การจ่ายเงินปันผลที่เกินไปจากที่ได้เคยจ่ายมาแล้วถือเป็นสัญญาณในทางบวกต่อตลาดทุนและการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำกว่าที่ได้เคยจ่ายมาแล้วถือว่าเป็นสัญญาณของผลประกอบการในทางลบต่อตลาดทุน กล่าวได้ว่างานวิจัยในอดีตนั้นมักจะใช้เงินปันผลในงวดที่ผ่านมาเป็นตัวแปรในการกำหนดความหนืดของการจ่ายเงินปันผล ในงานวิจัยนี้ความแตกต่างจะอยู่ที่การนำเอาค่าการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากที่ได้มีการวิเคราะห์ไว้เป็นสัญญาณในการชี้ถึงผลประกอบการในอนาคตของบริษัท (สะท้อนอยู่ในรูปกำไรของบริษัท) กล่าวคือเมื่อใดก็ตามที่บริษัทจ่ายเงินปันผลได้สูงกว่าที่มีการคาดการณ์ไว้จะหมายความถึงการเป็นสัญญาณในทางบวกต่อผลประกอบการในอนาคต และการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำกว่าการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์โดยทั่วไปถือว่าเป็นการส่งสัญญาณในทางลบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ เหตุผลเบื้องหลังแนวคิดดังกล่าวคือการถือว่าการจ่ายเงินปันผลของกิจการที่เพิ่มขึ้นจากเงินปันผลในงวดก่อนนั้นไม่ได้เกิดจากการที่บริษัทมีผลประกอบการที่ดีขึ้นแต่เพียงอย่างเดียวแต่อาจเป็นเพราะการที่เศรษฐกิจระดับมหภาคในอุตสาหกรรมนั้นๆมีทิศทางที่ดีขึ้น การจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจึงเป็นการรักษาระดับความสามารถในการแข่งขันเมื่อเทียบกับกิจการอื่นที่ได้จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นซึ่งถ้ากิจการจ่ายเงินปันผลได้เท่ากันกับที่ผ่านมาก็อาจส่งผลให้ตลาดหรือนักลงทุนเข้าใจ (โดยการเปรียบเทียบ) ได้ว่าผลประกอบการในอนาคตของกิจการอาจลดต่ำลงและตอบสนองใน

ทิศทางลบ (ขายหุ้นออกไป) ทั้งที่ผลการดำเนินงานของบริษัทไม่ได้ด้อยไปกว่าเดิม เหตุการณ์ในลักษณะดังกล่าวจึงเป็นสิ่งที่ผู้บริหารไม่ต้องการให้เกิดขึ้นดังนั้นการจ่ายเงินปันผลที่เหมาะสมจึงเป็นการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นจากเดิมในระดับเดียวกันกับที่มีการคาดการณ์จากนักลงทุนอยู่แล้ว และถ้าผู้บริหารมีความมั่นใจได้ว่าผลการดำเนินงานในอนาคตจะสูงขึ้นอย่างชัดเจนผู้บริหารจึงจะได้จ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นกว่าที่ได้มีการวิเคราะห์คาดการณ์แล้ว งานวิจัยเชิงประจักษ์ในอดีตก็มักจะพบว่าการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นจากเดิมนั้นจะไม่สามารถนำไปใช้เป็นสัญญาณในการบ่งบอกผลการดำเนินงานได้ เช่นงานวิจัยของ Benartzi, Michaely and Thaler (1997) หรืองานวิจัยของ Koh and Sun (2004)

ในงานวิจัยนี้จึงเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างระดับของความแตกต่างในการจ่ายเงินปันผลเมื่อเทียบกับเงินปันผลที่ได้พยากรณ์ไว้สมมติฐานที่ตั้งไว้คือถ้าหากการจ่ายเงินปันผลมีค่าสูงกว่าที่มีการวิเคราะห์จากนักวิเคราะห์แล้ว (เรียกว่า Positive Surprise) ผลประกอบการของบริษัทในรูปกำไรในงวดเวลาเดียวกันหรืองวดเวลาต่อมาจะสูงขึ้น ในทำนองตรงข้ามถ้าหากผลการจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าที่มีการวิเคราะห์ไว้แล้ว (เรียกว่า Negative Surprise) ผลประกอบการของบริษัทในรูปกำไรจะลดต่ำลง

นอกจากความสำคัญของเงินปันผลในแง่ของการส่งสัญญาณต่อนักลงทุนในตลาดทุนแล้วในงานวิจัยนี้ยังได้ทดสอบถึงความสำคัญของข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทโดยได้มีการวัดผลของการประกาศจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างไปจากที่มีการคาดการณ์ไว้ ตามแนวคิดนี้การประกาศจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นเป็นการชี้ให้เห็นถึงการที่บริษัทมีความมั่นใจต่อผลการดำเนินงาน ดังนั้นผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในวันดังกล่าวย่อมสะท้อนข่าวความมั่นใจหรือสัญญาณดังกล่าวได้ด้วย สมมติฐานที่ได้นำไปใช้ทดสอบในกรณีคือถ้าหากการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นค่าที่สูงกว่าที่ได้มีการวิเคราะห์จากนักวิเคราะห์แล้ว ผลตอบแทนของหุ้นที่ประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นย่อมจะสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญและ

ถ้าหากการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นค่าที่ต่ำกว่าที่ได้มีการวิเคราะห์จากนักวิเคราะห์แล้วผลตอบแทนของหุ้นที่ประกาศจ่ายย่อมต่ำลงเช่นเดียวกัน การทดสอบในส่วนนี้จึงเป็นการทดสอบเหตุการณ์หรือ Event Study ของข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลโดยจำแนกการประกาศจ่ายเงินปันผลได้สองทางคือทางบวกและทางลบ (Positive and Negative Surprise) ผลการทดสอบในส่วนที่สองนี้จะช่วยสนับสนุนได้ว่าเครื่องมือการส่งสัญญาณที่สัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคตนั้นจะมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่สะท้อนในการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นได้หรือไม่

จากที่ได้กล่าวมาจะเห็นได้ว่าตัวเลขเงินปันผลและกำไรต่อหุ้นที่ประกาศออกมาและที่คาดการณ์ว่าจะจ่ายนั้นเป็นตัวเลขที่มีความสำคัญต่อตลาดทุนมาก อย่างไรก็ตามในประเทศไทยยังไม่มีการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผล กำไรต่อหุ้นและราคาหุ้นตามที่เคยพบในงานวิจัยอื่น ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงได้มีการศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผล กำไรและราคาหุ้นตามแนวคิดการส่งสัญญาณ

ผลที่ได้รับจากการวิจัยในครั้งนี้นอกจากจะทำให้ทราบว่าแนวคิดการส่งสัญญาณของเงินปันผลเป็นแนวคิดที่ใช้ในประเทศไทยได้หรือไม่แล้ว ยังทำให้นักลงทุนในตลาดสามารถทราบหรือคาดคะเนผลการดำเนินงานของธุรกิจได้จากข้อมูลความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลกับกำไรของธุรกิจได้ และนอกจากนั้นยังจะทำให้ทราบถึงลักษณะการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ที่คาดการณ์การจ่ายเงินปันผลด้วย ในงานวิจัยครั้งนี้ได้ใช้ข้อมูลสำคัญคือข้อมูลการคาดการณ์เงินปันผลโดยได้จากฐานข้อมูล I/B/E/S ซึ่งถือว่าเป็นฐานข้อมูลสากลที่สำคัญในการใช้ทดสอบการวิเคราะห์คาดการณ์จากนักวิเคราะห์ นอกจากนั้นยังจะทำให้ธุรกิจดำเนินนโยบายการจ่ายเงินปันผลได้เหมาะสมอีกด้วย

1.2 วัตถุประสงค์งานวิจัย

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะทดสอบความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผลกับกำไรต่อราคาหลักทรัพย์ตามสมมุติฐานของการส่งสัญญาณ โดยการทดสอบความสัมพันธ์ดังนี้

1.2.1. ทดสอบความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผลที่มีค่าแตกต่างไปจากที่ได้ประเมินไว้กับผลการดำเนินงานของกิจการที่วัดด้วยกำไร

1.2.2 ทดสอบการตอบสนองของตลาดทุนที่มีต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลโดยการจำแนกข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลตามทิศทางความแตกต่างจากการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์

1.3 ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

งานวิจัยนี้จะมีประโยชน์ในลักษณะต่อไปนี้

1.3.1. ทำให้ทราบถึงข้อมูลหรือสถิติเชิงพรรณาที่สำคัญของการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เช่น ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น บริษัทจดทะเบียนมีการจ่ายเงินปันผลในลักษณะใด มีกี่บริษัทที่จ่ายเงินปันผลตลอดอย่างต่อเนื่อง มีกี่บริษัทที่ไม่เคยจ่ายเงินปันผลเลย เป็นต้น

1.3.2 ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวเลขการจ่ายเงินปันผลและกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ หรือมีความสัมพันธ์ที่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณหรือไม่ ผลการทดสอบในที่นี้สามารถที่จะนำไปใช้อธิบายแนวคิดทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผลในเชิงวิชาการได้ ซึ่งดังที่ได้กล่าวไปแล้วและจะได้กล่าวถึงโดยละเอียดในบทที่สองว่าการทดสอบในเรื่องการส่งสัญญาณของเงินปันผลนั้นผลการวิจัยยังไม่ได้เป็นไปในทิศทางเดียวกันแต่ยังคงมีความขัดแย้งกันอยู่บ้าง งานวิจัยนี้ได้เสนอการวัดการส่งสัญญาณของเงินปันผลในลักษณะที่แตกต่างไปจากงานวิจัยก่อน และจะเป็นการแสดงให้เห็นถึงผลของสัญญาณเงินปันผลได้อย่างชัดเจน

1.3.3 ทำให้นักลงทุนสามารถที่จะประเมินผลการดำเนินงานในอนาคตของธุรกิจได้จากข้อมูลการจ่ายเงินปันผล

1.3.4 ทำให้ธุรกิจสามารถที่จะวางแผนการจ่ายเงินปันผลโดยคำนึงถึงผลกระทบที่มีต่อนักลงทุนได้ กล่าวคือผู้บริหารในบริษัทจดทะเบียนจะได้ทราบถึงปฏิกิริยาของนักลงทุนที่มีต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างไปจากที่ได้มีการวิเคราะห์ไว้

ในงานวิจัยนี้ได้กำหนดแบ่งบทวิจัยเป็นห้าบทดังต่อไปนี้ บทที่หนึ่งเป็นการกล่าวถึงความสำคัญของเงินปันผล กำไร และความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งสองตามแนวคิดการส่งสัญญาณของเงินปันผล ในบทที่สองเป็นการกล่าวถึงทฤษฎีและแนวคิด รวมถึงวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยนี้ บทที่สามเป็นการกล่าวถึงข้อมูลที่ได้นำมาใช้ ระเบียบวิธีวิจัย วิธีการทดสอบตลอดจนสมมติฐานที่เกี่ยวข้องในการทดสอบ บทที่สี่แสดงผลการวิจัยและบทที่ห้าเป็นบทสรุปของงานวิจัยนี้

บทที่ 2

ทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 ทฤษฎี

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผลของธุรกิจสามารถที่จะสรุปได้ตามรูปแบบต่างๆดังนี้

แบบจำลอง Lintner (Lintner's Model)

Lintner (1956) ได้สำรวจโดยการสัมภาษณ์ผู้บริหารของธุรกิจเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล ผลการสำรวจถึงวิธีการจ่ายเงินปันผลที่ธุรกิจใช้สามารถสรุปได้เป็น 4 รูปแบบ (Stylized Facts) ดังนี้

1. ธุรกิจมีการกำหนดเป้าหมายในระยะยาวของอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Pay Out Ratio) โดยทั่วไปธุรกิจที่อิ่มตัวและมีผลกำไรค่อนข้างมั่นคงจะจ่ายเงินปันผลเป็นสัดส่วนตามกำไรในระดับสูงในขณะที่ธุรกิจที่อยู่ในช่วงการขยายตัวจะมีอัตราการจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำ

2. ผู้บริหารในธุรกิจมักจะให้ความสำคัญต่อตัวเลขการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลมากกว่าตัวเลขเงินปันผลสัมบูรณ์ เช่นการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลที่ 2 บาทจะเป็นการตัดสินใจที่มีความสำคัญและมีความหมายมากถ้าในปีที่ผ่านมาตัวเลขการจ่ายเงินปันผลเป็น 1 บาท แต่การจ่ายเงินปันผลนี้จะไม่สำคัญมากนักหากในปีที่ผ่านมาตัวเลขการจ่ายเงินปันผลเป็น 2 บาท

3. การเปลี่ยนแปลงตัวเลขการจ่ายเงินปันผลเป็นผลมาจาการเปลี่ยนแปลงกำไรของธุรกิจที่ถาวร ส่วนการเปลี่ยนแปลงของกำไรที่เกิดขึ้นเป็นครั้งคราวจะไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล

4. ผู้บริหารในธุรกิจจะไม่อยากที่จะเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลในทิศทางที่ตรงข้ามกับที่เคยจ่าย และมักจะกังวลเมื่อต้องเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น

จากทฤษฎีการจ่ายเงินปันผลของ Lintner (1965) ทำให้ทราบได้ว่าการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นของธุรกิจเป็นเครื่องชี้ว่าผู้บริหารมีความเชื่อมั่นว่าฐานะการเงินของบริษัทจะดีขึ้นจึงได้จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น หรืออาจกล่าวได้ว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสามารถใช้เป็นสัญญาณให้นักลงทุนในตลาดทุนรับรู้ถึงมูลค่าของธุรกิจหรือมูลค่าของหุ้นสามัญได้ ประเด็นที่ถือว่าเป็นหัวข้อที่นักวิชาการมีความเห็นแตกต่างกัน (เช่น Modigliani and Miller (1961), Ross (1977), DeAngelo and Masulis (1980) Miller and Rock (1985)) ก็คือการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลได้เป็นตัวแปรในการเปลี่ยนแปลงมูลค่าของหุ้นได้จริงหรือไม่ แนวคิดที่อธิบายถึงผลของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลต่อราคาหรือมูลค่าของหุ้นสามัญอาจแยกได้เป็น 3 แนวทางแนวทางแรกถือเป็นแนวทางที่ค่อนไปทางแนวคิดเดิม มุมมองเดิมต่อผลการจ่ายเงินปันผลที่กล่าวไว้ว่าการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นทำให้มูลค่าของหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นซึ่งอาจเกิดจากการเป็นสัญญาณที่ดีสำหรับกิจการ หรือการทำให้ผู้ถือหุ้นได้ผลประโยชน์จากกิจการได้ในรูปแบบที่ชัดเจน แนวทางที่ตรงกันอีกขั้วหนึ่งคือแนวคิดที่กล่าวว่าการจ่ายเงินปันผลทำให้มูลค่าของหุ้นสามัญมีราคาลดลงซึ่งอาจมักจะอาศัยความเสียเปรียบของเงินปันผลที่ต้องเสียภาษีในอัตราที่สูงกว่ากำไรจากการเปลี่ยนแปลงราคา และแนวคิดที่อยู่ระหว่างกลางของแนวคิดทั้งสองคือแนวคิดที่กล่าวว่าการจ่ายเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์ใดกับมูลค่าของหุ้นสามัญ

แนวคิดของ Modigliani and Miller (1961)

อาจกล่าวได้ว่าทฤษฎีที่ถือเป็นพื้นฐานในการอธิบายทฤษฎีอื่นทั้งหมดนั้นเกิดจากแนวคิดของ Modigliani and Miller (1961) หรือ MM’ 61 ดังนั้นจะขอเริ่มถึงทฤษฎีการจ่ายเงินปันผลที่เป็นแนวคิดที่กล่าวว่าเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของหุ้นสามัญ แนวคิดเป็นที่รู้จักกันว่าทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของเงินปันผล (Dividend Irrelevancy) ข้อสมมุติฐานหลักที่ใช้ในการพิสูจน์ทฤษฎี MM 61 คือข้อสมมุติว่า ในตลาดทุนเป็นตลาดสมบูรณ์ (Perfect Capital Market) ที่ไม่มีอุปสรรคใดในการซื้อหรือขายหุ้นเช่น ไม่มีการเก็บภาษี ไม่มีค่าธรรมเนียมใด ๆ ของการซื้อขาย ไม่มีค่าธรรมเนียมการออก

หลักทรัพย์ ในการพิสูจน์ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของเงินปันผลยังต้องอาศัยสมมุติฐานที่สำคัญอีกว่า นโยบายการลงทุนของธุรกิจไม่มีอะไรที่เกี่ยวข้องกันกับการจัดหาเงินทุนซึ่งตามสมมุติฐานนี้การตัดสินใจลงทุนในโครงการลงทุนที่มีผลตอบแทนดีจะไม่ต้องคำนึงถึงว่าเงินทุนจะนำมาจากไหน หรืออาจกล่าวได้ว่าโครงการที่ดีย่อมเป็นโครงการที่ดีโดยไม่เกี่ยวข้องกับที่มาของเงินลงทุนว่าจะนำมาจากแหล่งไหน แนวคิดของ MM'61 เปรียบเทียบมูลค่าของธุรกิจได้เช่นเดียวกับขนมพายที่รูปวงกลม (Pie Model) ซึ่งมูลค่าของธุรกิจเป็นเสมือนขนาดของขนมพาย ตามมุมมองเช่นนี้มูลค่าของส่วนของเจ้าของหรือเจ้าหนี้และการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลจะไม่สัมพันธ์กับขนาดของขนมพายซึ่งขึ้นอยู่กับการตัดสินใจลงทุนในธุรกิจ

ตามแนวคิดของ MM' 61 ซึ่งต้องอาศัยสมมุติฐานการเป็นตลาดสมบูรณ์จึงสรุปเป็นผลลัพธ์เชิงประจักษ์ได้ว่านโยบายเงินปันผลนั้นไม่ทำให้มูลค่าหุ้นสามัญในตลาดเปลี่ยนแปลง ตามทฤษฎีนี้นโยบายการจ่ายเงินปันผลของธุรกิจจึงไม่ได้เป็นเรื่องสำคัญในการตัดสินใจของผู้บริหารเพราะไม่ว่าจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลอย่างไร ผู้ถือหุ้นก็จะไม่รู้สึกแตกต่าง และราคาหุ้นของธุรกิจก็จะไม่มีการเปลี่ยนแปลง แต่อย่างไรก็ตามในโลกความเป็นจริงนั้น เป็นที่ทราบดีอยู่แล้วว่าตลาดทุนไม่ได้เป็นตลาดที่สมบูรณ์ตามสมมุติฐานของ MM' 61 ดังนั้นจึงได้มีการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผลอีกหลายแนวคิดที่ปรับปรุงขึ้นมาจากทฤษฎี MM'61 โดยการเปลี่ยนแปลงสมมุติฐานของตลาดสมบูรณ์ตามทฤษฎี MM' 61 ทฤษฎีเหล่านี้ทำให้นโยบายการจ่ายเงินปันผลของธุรกิจเป็นเรื่องที่ผู้บริหารต้องวางแผนว่าจะตัดสินใจในการจ่ายเงินปันผลมากน้อยเท่าไร โดยสรุปแล้วนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่พัฒนาจากแนวคิดที่พัฒนาจากทฤษฎี MM'61 สามารถจำแนกเป็นกลุ่มๆตามผลลัพธ์ของเงินปันผลที่มีต่อราคาหุ้นในตลาดทุนได้ดังนี้

1. นโยบายการจ่ายเงินปันผลที่คำนึงถึงภาษีที่แตกต่างกัน (Tax Clienteles)
2. นโยบายการจ่ายเงินปันผลที่คำนึงถึงต้นทุนการจัดหาเงินทุน

3. นโยบายการจ่ายเงินปันผลที่คำนึงถึงบทบาทของเงินปันผลที่เป็นสัญญาณให้กับตลาดทุน
4. นโยบายการจ่ายเงินปันผลที่คำนึงถึงบทบาทของเงินปันผลที่สามารถลดการต้นทุนตัวแทน ได้

การจ่ายเงินปันผลที่คำนึงกลุ่มของนักลงทุนตามระดับภาษี

ตามแนวคิดนี้กล่าวได้ว่านักลงทุนที่มีฐานภาษีต่ำชอบที่จะลงทุนในหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงและนักลงทุนที่มีฐานภาษีสูงชอบที่จะลงทุนในหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลต่ำ (ตัวอย่างของงานศึกษาในส่วนนี้ได้แก่ Brennan (1970), DeAngelo and Masulis (1980), Litzenberger and Ramaswamy (1979), Long (1978)) ที่มาของแนวคิดนี้เกิดจากจุดอ่อนของเงินปันผลที่ต้องเสียภาษีในอัตราที่สูงกว่าภาษีที่เกิดจากกำไรในการเปลี่ยนแปลงราคา (Capital Gain) ดังนั้นนักลงทุนที่มีฐานภาษีสูงเช่น ผู้มีรายได้ต่อปีสูงเมื่อได้รับผลตอบแทนในรูปเงินปันผลนั้นจะยิ่งทำให้ต้องเสียภาษีในอัตราก้าวหน้าที่สูงยิ่งขึ้น แต่สำหรับหน่วยงานหรือกองทุนบางประเภทที่ไม่ต้องเสียภาษีในอัตราก้าวหน้าแล้ว หน่วยงานหรือกองทุนเหล่านี้จะพอใจให้กิจการจ่ายเงินปันผลสูง ในระยะต่อมาการศึกษาที่เกี่ยวข้องระบุว่าการที่นักลงทุนแบ่งเป็นกลุ่มตามความสนใจที่มีต่อเงินปันผลนั้นอาจไม่ได้เกิดเพราะความแตกต่างของระดับฐานภาษีอย่างเดียวแต่อาจเกิดจากปัจจัยอื่นได้ด้วย DeAngelo (1991) พบว่ายังมีดุลยภาพของการจ่ายเงินปันผลให้นักลงทุนที่มีฐานภาษีต่างกันแต่ละกลุ่มอยู่ถึงแม้ว่าภาษีในการลงทุนจะเปลี่ยนรูปแบบไปโดยให้จ่ายภาษีจากส่วนต่างของกำไรมากกว่าภาษีของเงินปันผล

ต้นทุนธุรกรรมการออกหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีของเงินคงเหลือ

กรณีที่ต้นทุนที่เกิดจากธุรกรรมการออกหลักทรัพย์ใหม่มีค่าสูงแล้วจะเห็นได้ว่าธุรกิจมีแนวโน้มที่ใช้เงินทุนจากกำไรสะสมเพื่อการลงทุนมากกว่าที่จะใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอก ตามรูปการนี้การตัดสินใจในการจ่ายเงินปันผลจึงเป็นการตัดสินใจที่ตรงข้ามกับการจัดหาเงินทุนจาก

แหล่งเงินทุนภายใน ต้นทุนธุรกรรมการออกหลักทรัพย์จึงมีความสัมพันธ์ในทิศทางที่ตรงข้ามกับการจ่ายเงินปันผลเพราะถ้าหากจ่ายเงินปันผลน้อยจะมีกำไรสะสมที่จะใช้เป็นเงินทุนในการลงทุนมากขึ้น ตัวอย่างงานวิจัยในกลุ่มนี้เช่น Fama (1974), Higgins (1972) ตามแนวคิดนี้ถือว่ามีต้นทุนของธุรกรรมการเงินซึ่งทำให้ตลาดทุนไม่เป็นตลาดสมบูรณ์ตาม MM'61 และทำให้นโยบายการจ่ายเงินปันผลกลายเป็นนโยบายที่ต้องนำมาพิจารณาในการตัดสินใจทางการเงินซึ่งตรงข้ามกับสิ่งที่ MM'61 กล่าวไว้ ตามทฤษฎีนี้เงินปันผลจ่าย (Dividend Payout) จึงเป็นตัวแปรที่สัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก ในการศึกษาได้ใช้ตัววัดค่าซึ่งแทนระดับของการใช้เงินทุนจากแหล่งภายนอกเช่น Rozeff (1982) ใช้ค่าเบต้าเป็นตัววัด (Proxy) ต้นทุนของเงินทุนของเจ้าของและได้คาดการณ์ว่าความสัมพันธ์เงินปันผลจ่ายจะมีทิศทางตรงข้ามกับค่าเบต้าของธุรกิจ

ทฤษฎีที่อยู่ในแนวคิดกลุ่มเดียวกันนี้คือทฤษฎีของเงินคงเหลือที่กล่าวไว้ว่าธุรกิจจะจ่ายเงินปันผลก็ต่อเมื่อเงินทุนภายในของธุรกิจ (กำไรสะสม) มีคงเหลือหลังจากที่ได้ใช้ในการลงทุนในโครงการต่างๆไปแล้ว ยิ่งกว่านั้นทฤษฎีนี้ยังเสนอแนวคิดอีกว่าธุรกิจที่มีการขยายตัวในอัตราสูงมักจะต้องการใช้เงินทุนในการลงทุนมากและจะมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำกว่าธุรกิจที่มีการขยายตัวน้อย ดังนั้นธุรกิจที่มีการขยายตัวของเงินปันผลสูงจึงน่าที่จะสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับระดับเงินปันผลจ่าย

การส่งสัญญาณผลการดำเนินงานผ่านนโยบายการจ่ายเงินปันผล

แนวคิดที่สำคัญอีกแนวคิดหนึ่งของการจ่ายเงินปันผลถือว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลของธุรกิจนั้นสามารถใช้เป็นเป็นเครื่องชี้หรือสัญญาณแสดงฐานะของกิจการได้ ที่มาของแนวคิดนี้เกิดจากหลักที่ว่าผู้บริหารเป็นผู้ที่ทราบข้อมูลการดำเนินงานของบริษัทและการตัดสินใจใดๆของผู้บริหารในองค์กรธุรกิจนั้นถือได้ว่าเป็นข้อมูลที่บุคคลากรภายในเท่านั้นที่จะทราบข้อมูลโดยละเอียด ผู้บริหารที่

อยู่ในองค์กรจึงทราบได้ว่าทิศทางหรือแนวโน้มของธุรกิจที่ตนกำลังบริหารงานอยู่จะเป็นไปในทางใด อย่างไรก็ตามสำหรับผู้ถือหุ้นทั่วไปที่ไม่ได้มีส่วนในการบริหารในกิจการหรือที่เรียกว่าผู้ถือหุ้นภายนอกกิจการจะไม่มีโอกาสที่จะทราบรายละเอียดการบริหารงานภายในองค์กรและไม่ทราบถึงทิศทางของผลประกอบการ อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้เป็นผู้บริหารสามารถที่จะอนุมานจากข้อมูลที่ผู้บริหารตัดสินใจเป็นข้อมูลเผยแพร่ทั่วไป เช่นข้อมูลของการเลือกแหล่งเงินทุน ข้อมูลการจ่ายเงินปันผล เป็นต้น เรียกได้ว่าข้อมูลเหล่านี้สามารถใช้เป็นสัญญาณบ่งบอกผลประกอบการได้และผู้บริหารในองค์กรก็สามารถใช้ข้อมูลกลุ่มนี้เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณให้กับผู้อื่นทราบได้ว่ากิจการของตนเองมีผลการดำเนินงานและแนวโน้มอย่างไร

แนวคิดการใช้เงินปันผลเป็นเครื่องมือส่งสัญญาณของผลการดำเนินงานของธุรกิจ เริ่มจากบทความของ Ross(1977) ที่กล่าวไปถึงงานวิจัยของ MM'61 ซึ่งถือเป็นทฤษฎีเงินปันผลที่โด่งดังมากในยุคนั้นว่า การได้มาของทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของเงินปันผลตามทฤษฎี MM' 61 เกิดจากสมมุติฐานสำคัญว่าตลาดทุนสามารถทราบได้ว่ากระแสเงินสดในอนาคตของธุรกิจจะเป็นอย่างไร (มีค่าเท่าไรหรือมีความเสี่ยงในระดับไหน) ทำให้นักลงทุนสามารถที่จะวิเคราะห์ว่ามูลค่าของธุรกิจจะเป็นเท่าไร ตามแนวคิด Ross(1977) กล่าวถึงประเด็นนี้ว่าในความเป็นจริงแล้วนักลงทุนมิอาจทราบได้ถึงกระแสเงินสดในอนาคตแต่จะคาดการณ์ได้ว่ากระแสเงินสดในอนาคตจะเป็นอย่างไรและธุรกิจมีความเสี่ยงในระดับไหน การคาดการณ์ได้ของนักลงทุนในตลาดทุนจึงเป็นเงื่อนไขสำคัญในการพิสูจน์ทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของเงินปันผล (รวมทั้งทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของโครงสร้างเงินทุนด้วย) ตามแนวคิดดังกล่าวหากธุรกิจเปลี่ยนแปลงโครงสร้างเงินทุนหรือเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลจะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงการคาดการณ์กระแสเงินสดหรือการเปลี่ยนแปลงระดับความเสี่ยงไป (ถึงแม้ว่าระดับความเสี่ยงจริงๆจะไม่เปลี่ยนแปลง) และทำให้มูลค่าของธุรกิจตามสายตาของนักลงทุนเปลี่ยนแปลงไปด้วย

ผู้บริหารภายในซึ่งเป็นผู้ที่ทราบถึงข้อมูลลึกๆในองค์กรจะเป็นผู้ตัดสินใจเลือกใช้วิธีการส่งสัญญาณชัดเจนที่ไม่คลุมเครือให้กับนักลงทุนในตลาด Ross (1977) ได้แสดงให้เห็นว่าการใช้แหล่งเงินทุนจากการกู้เป็นเครื่องมือส่งสัญญาณที่ไม่คลุมเครือว่าผลประกอบการของธุรกิจมีทิศทางที่ดี ผลการวิจัยเชิงประจักษ์ที่ตามมาก็สามารถยืนยันตามแนวคิดดังกล่าวได้เป็นอย่างดี

แนวคิดของ Ross (1977) สามารถนำมาใช้ในการอธิบายว่าเงินปันผลก็เป็นเครื่องมือการส่งสัญญาณได้อีกอย่างหนึ่งนอกเหนือจากโครงสร้างการเงินของธุรกิจ เงินปันผลจึงเป็นเครื่องมือบ่งบอกว่าผลประกอบการอยู่ในทิศทางดี เมื่อหักล้างกับผลในทางลบของการจ่ายเงินปันผลแล้วจะทำให้ได้ว่าธุรกิจควรที่จะจ่ายเงินปันผลในระดับที่เหมาะสมเท่ากับเท่าใด (Optimal Dividend Policy) ตามแนวคิดการส่งสัญญาณด้วยเงินปันผลนี้ธุรกิจที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นแสดงให้เห็นว่าผู้บริหารมั่นใจว่าในอนาคตของธุรกิจและธุรกิจนั้นสามารถที่จะมีกระแสเงินสดพอเพียงที่จะจ่ายชำระหนี้รวมทั้งจ่ายเงินปันผลในระดับที่เพิ่มขึ้นนี้ไว้ได้ ถ้าหากผู้บริหารไม่มั่นใจในอนาคตที่ดีขึ้นก็จะไม่ตัดสินใจเพิ่มระดับของการจ่ายเงินปันผลเพราะถ้าหากต้องลดระดับของการจ่ายเงินปันผลในภายหลังก็จะเป็นผลเสียต่อธุรกิจ แนวคิดนี้จึงคาดการณ์ว่ามูลค่าธุรกิจจะเพิ่มขึ้นถ้าระดับของการจ่ายเงินปันผลเพิ่มสูงขึ้น

แนวคิดการใช้เงินปันผลเป็นข้อมูลสำคัญของฐานะการเงินธุรกิจได้รับการพัฒนาชัดเจนด้วยการศึกษาของ Miller and Rock (1985) ซึ่งได้สร้างแบบจำลองการส่งสัญญาณด้วยเงินปันผลสุทธิ ถือได้ว่าแบบจำลองนี้เป็นแบบจำลองเริ่มแรกที่รวมเรื่องของการจ่ายเงินปันผลและการใช้แหล่งเงินทุนภายนอกไว้ด้วยกันและแสดงให้เห็นว่าทั้งสองเรื่องเปรียบเสมือนเหรียญเดียวกันที่สามารถพิจารณาได้สองด้าน ข้อมูลที่บ่งบอกว่าเหรียญแสดงเป็นด้านหนึ่งย่อมหมายถึงข้อมูลเดียวกันที่บ่งบอกว่าเหรียญไม่ได้ออกอีกด้านหนึ่งด้วยเช่นกัน

แบบจำลอง Miller and Rock (1985) เริ่มจากบทความที่ใน MM’61 ที่อธิบายถึงสมการการได้มาและใช้ไปของเงินทุนของธุรกิจทั่วไปที่เขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$EBIT + mP + \Delta B = I + Div \qquad (1)$$

ตามสมการที่ (1) EBIT หมายถึงกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี m หมายถึงจำนวนหุ้นสามัญที่ออกเพิ่มทุนและ P คือราคาหุ้นสามัญที่ขายเพิ่มทุน ΔB หมายถึงปริมาณเงินกู้ที่ธุรกิจกู้เงินเข้ามาเพิ่ม ดังนั้น ทั้งสามส่วนจึงแสดงได้ถึงที่มาของเงินทุน ส่วน I และ Div หมายถึงการจำนวนเงินทุนที่ลงทุนและปริมาณการจ่ายเงินปันผล ผลรวมของทั้งสองจึงแสดงถึงการใช้ไปของเงินทุนในธุรกิจ สมการที่ (1) สามารถจัดใหม่ได้ตามงบกระแสเงินสดโดยให้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิอยู่ในด้านซ้ายและเงินปันผลสุทธิในด้านขวาของสมการที่ (2) ดังต่อไปนี้

$$EBIT - I = Div - \Delta B - mP \qquad (2)$$

หากกำหนดให้แบบจำลองซึ่งแสดงเวลาในอดีตเป็น 0 เวลาปัจจุบัน เป็น 1 และ เวลาอนาคตเป็น 2 มูลค่าปัจจุบันของธุรกิจซึ่งเป็นมูลค่าของเงินปันผลสะสมจะเท่ากับมูลค่าเงินปันผลในปัจจุบันบวกกับมูลค่าของกระแสเงินสดในอนาคตที่คิดลดด้วยอัตราคิดลด k หรือเขียนได้ว่า

$$V_1 = Div_1 + \frac{E(EBIT_2)}{(1+k)} \qquad (3)$$

ผู้ถือหุ้นเดิมจะมีส่วนแบ่งความมั่งคั่งในธุรกิจนี้เท่ากับมูลค่าปัจจุบันของธุรกิจหักลบด้วยมูลค่าของหนี้ที่ก่อเพิ่มและหักลบด้วยทุนที่เพิ่มขึ้น

$$S_1 = V_1 - \Delta B_1 - mP_1 = Div_1 + \frac{E(EBIT_2)}{1+k} - \Delta B_1 - mP_1 \qquad (4)$$

ตามสมการที่ (4) นี้สามารถที่เรียบเรียงใหม่โดยใช้ความสัมพันธ์ของที่มาและการใช้ไปของเงินทุนในสมการที่ (1) ได้ดังนี้

$$S_1 = EBIT_1 - I_1 + \frac{E(EBIT_2)}{1+k} \qquad (5)$$

สมการที่ (5) เป็นการแสดงให้เห็นว่ามูลค่าของผู้ถือหุ้นเดิมนั้นไม่มีส่วนสัมพันธ์ใดๆกับการจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีความไม่เกี่ยวข้องของเงินปันผลของ MM'61 และมูลค่าที่จะได้รับจะขึ้นอยู่กับการลงทุนและกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคต สมการที่ (5) ถือว่าข้อมูลที่นักลงทุนและผู้บริหารภายในองค์กรรู้มีค่าเท่ากันว่าการลงทุนในปัจจุบันจะให้ผลตอบแทนที่เป็นกระแสเงินสดในอนาคตได้เท่าไรหรืออาจกล่าวได้ว่าเงื่อนไขสำคัญที่ทำให้ได้ความสัมพันธ์ตามสมการนี้คือเงื่อนไขว่าตลาดทุนต้องปราศจากความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information)

ถ้าหากมีความไม่สมมาตรเกิดขึ้นในตลาดทุนนี้แล้ว สมการที่ (5) จะเปลี่ยนแปลงโดยที่ข้อมูลการคาดการณ์ของตลาดจะเข้ามามีส่วนร่วมในแบบจำลองนี้ ถ้าหากสมมุติว่าผลกำไรที่จะได้รับในอนาคตขึ้นอยู่กับการลงทุนในปัจจุบัน จะสามารถเขียนเป็นสมการได้ว่ากำไรจากการดำเนินงานสุทธิขึ้นอยู่กับการลงทุนปัจจุบันบวกด้วยค่าความผิดพลาดของการคาดการณ์ (Error Term) ดังแสดงต่อไปนี้

$$EBIT_1 = f(I_0) + \varepsilon_1$$

$$EBIT_2 = f(I_1) + \varepsilon_2$$

โดยที่ค่าความผิดพลาดมีค่าเฉลี่ยเป็น 0 หรือ $E(\varepsilon_1) = E(\varepsilon_2) = 0$ และกำหนดเงื่อนไขที่เป็นข้อสมมุติเพิ่มเติมว่าค่าคาดหวังของความผิดพลาดในอนาคตมีความสัมพันธ์กับค่าความผิดพลาดในปัจจุบัน ซึ่งเขียนเป็นสมการได้ว่า

$$E(\varepsilon_2 / \varepsilon_1) = \gamma\varepsilon_1$$

ค่า γ หมายถึงสัมประสิทธิ์ของความเสถียร (Persistence Coefficient) ซึ่งมีค่าอยู่ระหว่าง 0 ถึง 1 ค่า γ จึงหมายถึงการที่ค่าคาดหวังความผิดพลาดบางส่วนสามารถคาดการณ์ได้จากความผิดพลาดในปัจจุบัน ถ้ากำหนดให้ E_0 หมายถึงการคาดหวังของมูลค่าในปัจจุบันและเป็นมูลค่าก่อนที่จะมีการประกาศข้อมูลผลการดำเนินงานออกมา ดังนั้นค่าปัจจุบันของส่วนของความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นจึงเขียนได้ว่า

$$E(S_1) = E_0(EBIT_1) - E_0(I_1) + \frac{E_0[f(I_1)]}{1+k}$$

$$= f(I_0) - I_1 + \frac{f(I_1)}{1+k} \qquad (6)$$

มูลค่าหลังจากประกาศผลการดำเนินงานจึงเท่ากับ

$$S_1 = EBIT_1 - I_1 + \frac{E_1(EBIT_2)}{1+k}$$

$$= f(I_0) + \varepsilon_1 - I_1 + \frac{f(I_1) + E_1(\varepsilon_2 / \varepsilon_1)}{1+k} \qquad (7)$$

$$= f(I_0) + \varepsilon_1 - I_1 + \frac{f(I_1) + \gamma\varepsilon_1}{1+k}$$

เมื่อลบสมการที่ (6) ออกจากสมการที่ (7) จะได้ว่า

$$S_1 - E(S_1) = \varepsilon_1\left[1+\frac{\gamma}{1+k}\right] = [EBIT_1 - E_0(EBIT_1)]\left[1+\frac{\gamma}{1+k}\right] \qquad (8)$$

สมการที่ (8) อธิบายถึงผลของการประกาศข้อมูลที่มีต่อมูลค่าของส่วนผู้ถือหุ้นซึ่งขึ้นอยู่กับระดับของกำไรที่แตกต่างจากความคาดหวัง จากสมการดังกล่าวจะเห็นได้ว่าในวันที่มีการประกาศผลประกอบการนั้นถ้าหากธุรกิจมีกำไรที่เกิดขึ้นซึ่งต่างจากการคาดหวังจะมีผลต่อราคาหุ้นของธุรกิจนั้นด้วย

Miller and Rock (1985) ได้อธิบายเพิ่มเติมถึงความสัมพันธ์ของการประกาศค่าของ กำไร เงินปันผล และ การเลือกใช้แหล่งเงินทุน ถ้าหากสมมุติว่าการค่าคาดหวังของการลงทุนและการลงทุนที่แท้จริงอยู่ในระดับที่เหมาะสม (Optimal Level) หรือเท่ากันแล้ว จะได้ความแตกต่างของเงินปันผลสุทธิที่แท้จริงและค่าคาดหวังได้ดังนี้

$$\begin{aligned} &Div_1 + \Delta B_1 - m_1P_1 - E_0(Div_1 - \Delta B_1 - m_1P_1) = EBIT_1 - I_1 - [E(EBIT_1) - I_1] \\ &= EBIT_1 - E(EBIT_1) \end{aligned} \qquad (9)$$

ตามสมการที่ (9) จะเห็นได้ว่าทั้งเงินปันผลที่แตกต่างจากค่าคาดหวังและกำไรที่ต่างจากค่าคาดหวังจะสื่อสารได้ในลักษณะเดียวกัน สมการของ Miller and Rock (1985) เป็นการอธิบายให้เห็นชัดเจนได้ว่าผลของการประกาศข้อมูลทั้งกำไร เงินปันผลหรือแหล่งเงินทุนที่แตกต่างจากการคาดหวังทำให้เกิดผลต่อมูลค่าของหุ้นได้

งานวิจัยที่สนับสนุนว่าเงินปันผลเป็นสิ่งที่สามารถใช้เป็นเครื่องสื่อสารให้กับนักลงทุนได้ เช่น Bhattacharya (1979), John and Williams (1985) งานวิจัยในกลุ่มนี้นอกจากจะบอกถึงการสื่อสาร

ข้อมูลที่ได้รับจากระดับของเงินปันผลแล้วยังชี้ให้เห็นอีกด้วยว่าเงินปันผลเป็นสิ่งที่สื่อหรือสัญญาณให้เห็นถึงกำไรในอนาคตของธุรกิจในงานวิจัยของ John and Williams (1985) มีการค้นพบที่สรุปได้ว่า

1. ในสภาวะที่สมดุล สำหรับบริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ดีมากแล้ว การจ่ายเงินปันผลสูงจะถือว่าเป็นนโยบายที่เหมาะสมที่สุด (Optimal)

2. นโยบายเงินปันผลที่ถือว่าเหมาะสมที่สุดเป็นนโยบายที่จ่ายเงินปันผลอย่างเสถียรเมื่อเทียบกับผลการดำเนินงานที่จะเกิดในอนาคต ทำให้เงินปันผลมีความผันผวนน้อยกว่าความผันผวนของผลการดำเนินงาน

3. บริษัทที่ได้ถูกลดทอนประโยชน์ของเงินปันผลอันเนื่องจากภาษีของเงินปันผลเทียบกับกำไรจากส่วนต่างของราคาน้อยๆ จะมีความเหมาะสมมากว่าที่จะจ่ายเงินปันผลสูงๆ

แบบจำลองของ John and Williams (1985) จึงเป็นการกำหนดแนวทางที่เหมาะสมของนโยบายการจ่ายเงินปันผลซึ่งอธิบายถึงความเหมาะสมของการจ่ายเงินปันผลถึงแม้จะมีจุดอ่อนในเรื่องภาษี ตามแนวทางนี้การจ่ายเงินปันผลถือเป็นนโยบายการคืนกำไรที่เหมาะสมเทียบกับการคืนกำไรด้วยวิธีอื่นให้ผู้ถือหุ้น เช่น การซื้อหุ้นคืน (Stock Repurchase) งานวิจัยเหล่านี้ถึงแม้จะได้สรุปว่าเงินปันผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในทางบวกต่อราคาหุ้น ได้แต่ก็ยังไม่ได้ชี้ให้เห็นถึงความสามารถของเงินปันผลที่จะเป็นการส่งสัญญาณเงินปันผลถึงกำไรได้ หรืออาจกล่าวได้ว่างานวิจัยในกลุ่มนี้ยังไม่ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลกับกำไรที่จะเกิดขึ้น

อย่างไรก็ตามมีงานวิจัยหลายชิ้นที่ได้ผลในทิศทางตรงข้ามเช่น งานวิจัยของ Watts (1973), Gonedes (1978) และ Benartzi, Michaely and Thaler (1997) ซึ่งพบว่าเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับกำไรในอนาคตแต่กลับมีผลต่อกำไรที่ผ่านมาและมีผลต่อกำไรในปัจจุบันของธุรกิจ ผลที่ได้จากงานวิจัยกลุ่มนี้ทำให้ได้ข้อเสนอว่าระดับการจ่ายเงินปันผลเป็นข้อมูลที่ตามมา (Lagging) ของข้อมูลผลกำไรมากกว่าที่จะเป็นข้อมูลบ่งบอก (Leading) ผลกำไรในอนาคต

เงินปันผลกับการลดต้นทุนตัวแทน

สมมติฐานหลักในการพิสูจน์แนวคิดของ Modigliani&Miller (1961) คือการสมมติว่าการตัดสินใจใดๆ (ที่ไม่ใช่การตัดสินใจเกี่ยวกับเงินปันผล) จะไม่ผูกพันกับนโยบายเงินปันผล เช่น การตัดสินใจดำเนินงาน การตัดสินใจลงทุนหรือการตัดสินใจจัดหาเงิน เป็นที่ทราบกันดีว่าสมมตฐานนี้เป็นการสมมุติเพื่อให้เกิดความง่ายในการพิสูจน์ซึ่งในทางปฏิบัติจริงนั้นจะไม่ได้เป็นไปตามสมมติฐานดังกล่าว ในทางปฏิบัติจริงๆนั้นนโยบายการจ่ายเงินปันผลจะมีผลต่อสัดส่วนสินทรัพย์ หรือมีผลต่อโครงสร้างเงินทุนซึ่งจะมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการอีกทอดหนึ่งด้วย

ทฤษฎีการเงินสมัยใหม่มักอธิบายปรากฏการณ์ต่างๆทางการเงินโดยใช้ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) เป็นตัวแปรสำคัญ ผู้วิจัยที่ถือได้ว่าเป็นผู้บุกเบิกในการนำต้นทุนตัวแทนมาใช้อธิบายปรากฏการณ์เรื่องการจ่ายเงินปันผลและโครงสร้างเงินทุนคือ Jensen and Meckling (1976) จากนั้นมาได้มีงานวิจัยที่ตามมาอีกหลายเรื่องที่เกี่ยวข้องกับเรื่องนี้ ในการวิจัยของ Jensen and Meckling (1976) ผู้วิจัยอธิบายว่าองค์กรธุรกิจนั้นแท้จริงคือโครงสร้างที่ประกอบด้วยกลุ่มหรือตัวแทนต่างร่วมกัน ต้นทุนตัวแทนจึงเป็นต้นทุน (ทั้งเป็นตัวเงินและไม่เป็นตัวเงิน) เกิดจากการมีผลประโยชน์ทับซ้อนหรือผลประโยชน์ที่ขัดแย้งกันของกลุ่มต่างที่ประกอบในองค์กรธุรกิจ ตัวอย่างที่เห็นได้ชัดคือผลประโยชน์ที่แตกต่างกันของผู้ถือหุ้นที่กุมอำนาจบริหารและผู้ถือหุ้นที่ภายนอกที่ไม่มีส่วนร่วมในการบริหารของธุรกิจ ผู้ถือหุ้นที่กุมอำนาจบริหารนั้นสามารถที่จะใช้สินทรัพย์ของบริษัทเพื่อให้เกิดผลประโยชน์ต่อตัวเองในขณะที่ผู้ถือหุ้นภายนอกนั้นต้องการทำให้ค่าใช้จ่ายในการบริหารให้ต่ำที่สุดเพื่อที่จะให้บริษัทมีกำไรและจ่ายเงินปันผลได้สูง สิ่งที่เกิดขึ้นคือความขัดแย้งของผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ผลประโยชน์ที่แตกต่างกันสามารถเห็นได้ชัดจากความต้องการที่แตกต่างกันของเจ้าของเงินทุนที่เป็นผู้ถือหุ้นและเจ้าของเงินทุนที่เป็นผู้ให้กู้ (เจ้าหนี้) เจ้าของเงินที่เป็นผู้ถือหุ้นนั้น

จะได้รับประโยชน์สูงกรณีที่กิจการมีกำไรสูงเพราะการมีกำไรสูงหมายความว่าบริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลสูงให้ผู้ถือหุ้นได้ อย่างไรก็ตามเห็นได้ชัดว่าการลงทุนที่มีโอกาสได้รับผลกำไรสูงนั้นมักจะเป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูง จึงกลายเป็นว่าการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงนั้นกลับเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น ถึงแม้ถ้าหากการลงทุนนั้นล้มเหลวผู้ถือหุ้นก็จะรับผิดชอบเฉพาะส่วนที่ได้ลงทุนไปเท่านั้น (การรับผิดชอบจำกัด) ในทางตรงกันข้ามเจ้าของเงินทุนที่ให้บริษัทกู้ยืมเงินจะได้รับประโยชน์เฉพาะตามที่ตกลงในการกู้เท่านั้น (ได้รับประโยชน์ในรูปดอกเบี้ย) ดังนั้นถ้าหากกิจการนำเงินไปลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงผู้ให้กู้จะไม่ได้รับประโยชน์เพิ่มขึ้นแต่กลับจะมีโอกาสมากขึ้นที่จะสูญเสียเงินที่ให้กู้ไป ดังนั้นผู้ให้กู้จึงไม่เห็นด้วยกับการลงทุนของกิจการที่มีความเสี่ยง ความแตกต่างของความต้องการทั้งสองกลุ่ม (เจ้าหนี้และเจ้าของเงินทุน) จึงเป็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ซึ่งมีต้นทุนอยู่เช่น บริษัทต้องมีต้นทุนในการจ้างผู้ตรวจสอบบัญชีในการตรวจสอบการดำเนินการของฝ่ายบริหารว่าได้ทำงานตรงตามครรลองของการดำเนินธุรกิจหรือไม่ ต้นทุนของผู้ตรวจสอบบัญชีจึงเป็นต้นทุนทางตรงของตัวแทน (Direct Agency Cost)

การตัดสินใจทางการเงินหลายประการจึงมีวัตถุประสงค์เพื่อต้องการลดค่าใช้จ่ายหรือต้นทุนที่เกิดจากตัวแทนต่าง ๆ นี้ให้น้อยที่สุด เช่นการเลือกโครงสร้างเงินทุนให้เหมาะสม การมีธรรมาภิบาลในองค์กร หรือแม้กระทั่งนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่กิจการจ่ายออกมานั้นก็ยังมีทฤษฎีที่เชื่อมโยงกันระหว่างนโยบายการจ่ายเงินปันผลกับการลดต้นทุนที่เกิดจากความขัดแย้งของตัวแทน Jensen and Meckling (1976), Easterbrook (1984) และ Crutchley and Hensen (1989) เป็นตัวอย่างของแนวคิดและงานวิจัยที่กล่าวถึงประเด็นนี้ว่าการจ่ายเงินปันผลจะช่วยลดเงินทุนที่ผู้บริหารสามารถนำไปใช้ได้ตามอำนาจที่มีอยู่จึงทำให้ลดต้นทุนที่เกิดจากการที่ผู้บริหารใช้เงินไม่มีประสิทธิภาพลงไปได้ ดังนั้นความขัดแย้งของความต้องการที่แตกต่างกันจะลดน้อยลงในกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผล ในการทดสอบแนวคิดนี้ในเชิงประจักษ์จะต้องตอบคำถามว่าจะใช้ตัวแปรใดแทนต้นทุนตัวแทนซึ่งใน

งานวิจัยเองก็มีผู้ใช้ตัวแปรที่แทนต้นทุนตัวแทนแตกต่างกัน เช่นใช้ตัวแปรที่วัดด้วยการคำนวณอัตราส่วนของจำนวนผู้ถือหุ้นกับจำนวนหุ้นทั้งหมด อัตราส่วนนี้จะช่วยในการประมาณการกระจายตัวของผู้ถือหุ้น เช่น ถ้าอัตราส่วนนี้มีค่าต่ำจะหมายถึงการที่จำนวนหุ้นที่มีอยู่กระจายให้กับผู้ถือหุ้นจำนวนไม่มาก ในทางตรงข้ามถ้าอัตราส่วนที่วัดได้มีค่าสูงจะหมายถึงการกระจายของจำนวนหุ้นที่มีอยู่กระจายให้กับผู้ถือหุ้นจำนวนมากซึ่งตามทฤษฎีต้นทุนตัวแทนแล้วการที่หุ้นกระจายไปมากนั้นทำให้ต้นทุนตัวแทนมีค่าสูงเนื่องจากผู้ถือหุ้นภายนอกมีต้นทุนหรือค่าใช้จ่ายที่จะติดตามตรวจสอบการบริหารของฝ่ายที่กุมอำนาจบริหารมากขึ้น งานวิจัยกลุ่มนี้จึงตั้งสมมุติฐานว่าถ้าหากเงินปันผลสามารถที่จะลดต้นทุนตัวแทนได้อัตราเงินปันผลจ่ายน่าที่จะสัมพันธ์กันกับอัตราส่วนของจำนวนผู้ถือหุ้นกับจำนวนหุ้นทั้งหมด (ถ้ากิจการใดมีปัญหาต้นทุนตัวแทนสูงจะใช้การจ่ายเงินปันผลสูงเพื่อลดต้นทุนตัวแทน) ดังนั้นความสัมพันธ์ของทั้งสองตัวแปรจึงมีค่าเป็นบวก งานวิจัยในกลุ่มนี้ได้แก่งานวิจัยของ Rozeff (1982) นอกจากการกระจายของจำนวนผู้ถือหุ้นที่วัดโดยอัตราส่วนจำนวนผู้ถือหุ้นต่อจำนวนหุ้นทั้งหมดแล้ว งานวิจัยบางกลุ่มใช้ตัวแปรที่วัดโดยจำนวนผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารในบริษัท (Insider) เป็นตัวแทนในการวัดต้นทุนตัวแทนได้ด้วย แต่ในกรณีนี้จำนวนผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารนั้นจะสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับต้นทุนตัวแทนกล่าวคือหากบริษัทใดมีผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารจำนวนมากแล้วต้นทุนในการติดตามตรวจสอบฝ่ายบริหารจะไม่มากทำให้ต้นทุนตัวแทนมีค่าต่ำ สมมุติฐานที่ใช้กับตัวแปรนี้จึงคาดการณ์ไว้ว่าบริษัทที่มีผู้บริหารเป็นผู้ถือหุ้นอยู่จำนวนมากจะมีต้นทุนตัวแทนต่ำและมีการจ่ายเงินปันผลที่วัดโดยอัตราเงินปันผลจ่ายต่ำ

นอกเหนือจากความขัดแย้งที่เกิดจากผู้ถือหุ้นภายนอกกับผู้ถือหุ้นที่กุมอำนาจบริหารแล้วยังมีความขัดแย้งที่เกิดขึ้นระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้หรือผู้ถือหุ้นกู้ด้วย ตามทฤษฎีแล้วบริษัทที่มีปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้สูงนั้นเจ้าหนี้จะจำกัดการจ่ายเงินปันผลทำให้บริษัทกลุ่มที่มีปัญหาตัวแทนสูงนี้มีอัตราเงินปันผลจ่ายต่ำ งานวิจัยตามทฤษฎีดังกล่าวได้แก่ Kalay (1982) การวิจัย

เชิงประจักษ์ในกลุ่มนี้มีการวัดระดับความขัดแย้งของต้นทุนตัวแทนนี้ด้วยอัตราส่วนของการลงทุนสินทรัพย์ถาวรในงบดุลส่วนด้วยยอดสินทรัพย์รวมซึ่งจะเห็นได้ว่าอัตราส่วนดังกล่าวเป็นตัวแทนวัดสินทรัพย์ที่ใช้เป็นหลักประกันในการกู้ได้และบริษัทที่มีอัตราส่วนดังกล่าวในระดับสูงหมายถึงการมีปัญหาตัวแทนต่ำจึงสามารถจ่ายเงินปันผลได้สูง สมมุติฐานตามแนวทางนี้จึงคาดการณ์ว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (ที่ใช้เป็นหลักประกันการกู้ได้) จะสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับระดับการจ่ายเงินปันผล ตัวอย่างงานวิจัยในกลุ่มนี้เช่น งานวิจัยของ Smith and Warner (1979) และ Titman and Wessels (1988)

บทที่ 3

ข้อมูลและการวิเคราะห์

ขอบเขตการวิจัย

การวิจัยนี้ได้วิเคราะห์ในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยได้แก่ การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน การคาดการณ์เงินปันผลของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ (Stock Analysts) ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับกำไร และผลของการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2537 – 2547 (ค.ศ. 1994 ถึง 2004)

ข้อมูลและแหล่งที่มาของข้อมูล

การวิจัยครั้งนี้ได้ใช้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องซึ่งมีรายละเอียดของข้อมูลและแหล่งที่มาของข้อมูลดังต่อไปนี้

1. ข้อมูลการค่าพยากรณ์จ่ายเงินปันผลจะใช้ข้อมูลเงินปันผลรายปีที่ได้มีการคาดการณ์เฉลี่ย (Concensus)โดยนักวิเคราะห์และถูกรวบรวมไว้ในฐานข้อมูล I/B/E/S ซึ่งเป็นลิขสิทธิ์ของบริษัท Thomson จากข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในฐานข้อมูลดังกล่าวจะมีการคาดการณ์ของเงินปันผลล่วงหน้าในแต่ละปี เช่น การคาดการณ์เงินปันผลในอีก 1 ปี จะใช้สัญลักษณ์เป็น FY1 การคาดการณ์การจ่ายเงินปันผลล่วงหน้าไป 2 ปีจะใช้สัญลักษณ์เป็น FY2 การคาดการณ์ล่วงหน้าไปสูงสุดจะมีการคาดการณ์ไปข้างหน้า 4 ปี ในแต่ละบริษัทที่ได้รับการพยากรณ์ (Coverage) นั้นข้อมูลคาดการณ์เงินปันผลในปีหนึ่ง ๆ จะมีข้อมูลการพยากรณ์ออกมาหลายค่าต่อเนื่องกันไป โดยเฉลี่ยแล้วระยะห่างของการ

พยากรณ์ในแต่ละครั้งจะห่างกัน 1 เดือน (ในการแสดงผลจะเรียกข้อมูลคาดการณ์แรกของบริษัทใดๆ ว่า First เรียกค่าสุดท้ายว่า Last)

2. ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลรายปีของบริษัทจดทะเบียนที่เป็นค่าจริงได้นำมาจากฐานข้อมูล I/B/E/S เช่นเดียวกันกับข้อมูลพยากรณ์เงินปันผล

3. ข้อมูลกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนรายปีได้นำมาจากฐานข้อมูล I/B/E/S

4. ข้อมูลวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นข้อมูลจากวันที่มีการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อลงมติการจ่ายเงินปันผลรายไตรมาสได้นำข้อมูลมาจากฐานข้อมูล Set Smart ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

5. ข้อมูลราคาหุ้น ปริมาณการซื้อขาย และข้อมูลอื่นๆที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนได้นำมาจากฐานข้อมูล Datastream จากศูนย์การเงินและการลงทุน (ศูนย์ FIC) คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ข้อมูลต่าง ๆ ดังกล่าวนี้ได้นำมาประมวลตามระเบียบวิธีวิจัยซึ่งจะได้กล่าวถึงต่อไปนี้

แนวคิดการทดสอบและวิธีการทดสอบ

ความสามารถในการส่งสัญญาณของเงินปันผล

การวิจัยนี้ได้แบ่งการทดสอบเป็นสองส่วน โดยส่วนแรกเป็นการทดสอบถึงความสามารถในการส่งสัญญาณของข้อมูลเงินปันผล (Dividend Signaling) ที่มีต่อกำไรตามทฤษฎีที่ได้กล่าวไปแล้วในบทที่สอง และส่วนที่สองเป็นการทดสอบการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์เมื่อมีข่าวการจ่ายเงินปันผลตามระดับความแตกต่างจากการคาดการณ์การจ่ายเงินปันผล (Dividend Surprise) ในการทดสอบส่วนที่หนึ่งนั้นจะทำให้ได้ผลลัพธ์ที่อธิบายถึงความสามารถของเงินปันผลในการส่งสัญญาณให้กับผู้ลงทุนรู้ถึงผลกำไรที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ซึ่งถ้าหากเงินปันผลนั้นมีความสามารถที่จะส่งสัญญาณได้ถึงผล

ประกอบการหรือกำไรในอนาคตแล้ว การจ่ายเงินปันผลก็น่าจะมีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการที่วัดด้วยการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ตามแนวคิดของ Modigliani and Miller (1961) ดังนั้นการทดสอบส่วนที่สองจึงใช้อธิบายถึงว่าสัญญาณเงินปันผลนั้น (การจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากคาดการณ์เงินปันผล)มีความสัมพันธ์กับมูลค่ากิจการหรือราคาหุ้นของกิจการหรือไม่ การทดสอบส่วนที่สองจึงเป็นการสนับสนุนการส่งสัญญาณของเงินปันผลที่พบในการศึกษาส่วนที่หนึ่งดังกล่าวซึ่งสัญญาณเงินปันผลที่เห็นได้ชัดเจนนั้นควรจะได้สะท้อนในรูปการเปลี่ยนแปลงราคาของหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ความสัมพันธ์แนวคิดการศึกษาทั้งสองส่วนสามารสรุปเป็นแผนภูมิได้ดังนี้

แผนภูมิที่ 1 แนวคิดการทดสอบสัญญาณเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลต่อมูลค่ากิจการ

แนวคิดในการทดสอบในการวิจัยครั้งนี้เป็นการประยุกต์มาจากแนวคิดของ Lintner (1956) ที่กล่าวไว้ว่าผู้บริหารของธุรกิจจะไม่ค่อยอยากที่จะจ่ายเงินปันผลเนื่องจากการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นนั้นทำให้นักลงทุนเข้าใจว่าบริษัทมีการดำเนินงานที่ดีขึ้นจึงจ่ายเงินปันผลมากขึ้นซึ่งนักลงทุนก็จะลงทุนมากขึ้นในหุ้นของบริษัทนั้นผลที่ตามมาคือราคาหุ้นของบริษัทมีค่าสูงขึ้นแต่เมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผลลดลงจากเดิม นักลงทุนจะเข้าใจทันทีว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานต่ำลงและก็จะขายหุ้นบริษัทนั้นออกไป ผลก็คือราคาหุ้นของบริษัทมีค่าต่ำลง เมื่อผู้บริหารคาดการณ์ปฏิกิริยาของตลาดได้เช่นนี้

แล้ว จึงทำให้นโยบายเงินปันผลจึงเป็นนโยบายที่มีความหนืด กล่าวคือถ้าผู้บริหารเห็นว่าผลการดำเนินงานของบริษัทดีขึ้นชั่วคราวและอาจลดต่ำลงในภายหลัง ผู้บริหารจะไม่เพิ่มเงินปันผลให้สูงขึ้น เพราะในภายภาคหน้าอาจต้องลดการจ่ายเงินปันผลลงทำให้ราคาหุ้นต่ำลงอีกในอนาคต แต่ถ้าหากผู้บริหารเห็นชัดว่าการดำเนินงานของบริษัทตนเองมีผลกำไรเพิ่มขึ้นอย่างมั่นคงในอนาคต ผู้บริหารจึงกล้าที่จะเพิ่มการจ่ายเงินปันผลให้สูงขึ้น ดังนั้นตามแนวคิดนี้ลักษณะของการจ่ายเงินปันผลจึงมีลักษณะหนืดที่จะเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้น

แนวคิดของ Lintner (1956) จึงถือว่าความหนืดของเงินปันผลที่วัดจาการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเทียบกับเงินปันผลในอดีตทำให้เกิดสัญญาณต่อนักลงทุนที่จะบ่งบอกถึงการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานได้

เมื่อพิจารณาตามมุมมองของนักลงทุนที่เห็นได้ว่าการจ่ายเงินปันผลจะมีความหนืดดังกล่าวข้างต้นนักลงทุนจึงสามารถใช้การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเป็นข้อมูลบ่งบอกถึงผลประกอบการในอนาคตของบริษัทได้ เช่นถ้านักลงทุนสังเกตได้ว่าบริษัทเพิ่มการจ่ายเงินปันผลให้สูงขึ้นได้ก็จะแปลความหมายว่าผู้บริหารบริษัทมีความเชื่อมั่นว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะเพิ่มขึ้นอย่างมีเสถียรภาพ ในทางตรงข้ามถ้าบริษัทมีการลดการจ่ายเงินปันผลลง นักลงทุนจะเข้าใจได้ทันทีว่าผู้บริหารของบริษัทเห็นว่าผลการดำเนินงานจะลดต่ำลงอย่างถาวรในอนาคต ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจึงสามารถใช้เป็นกุญแจในการบ่งบอกถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทได้

ถ้าหากเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณถึงอนาคตของบริษัทได้จะได้ว่าการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้นจะมีความสัมพันธ์กันกับการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลหรือเขียนกรอบแนวคิด (Conceptual Framework) ได้ว่า

$$\Delta \text{EPS}_t \approx \Delta \text{Div}_{t-1} \qquad (1)$$

โดยที่ ΔEPS_t หมายถึงการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้นช่วงเวลา t และ ΔDiv_{t-1} หมายถึงการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลในช่วงเวลา ก่อนหน้า (t - 1) จากกรอบแนวคิดนี้อธิบายได้ว่าถ้าหากเงินปันผลในช่วงเวลา t – 1 สามารถใช้ส่งสัญญาณให้กับตลาดทุนถึงผลการดำเนินงานของบริษัทได้แล้ว เราจะพบว่าผลการดำเนินงานซึ่งสะท้อนในรูปกำไรในช่วงเวลาต่อมาจะปรับตัวสูงขึ้น แนวความคิดในลักษณะนี้ได้มีการทดสอบในหลายงานวิจัย และงานวิจัยแต่ละกลุ่มก็ได้ข้อสรุปที่แตกต่างกันไป เช่น งานวิจัยของ Benartzi, Michaely and Thaler (1997)และ Koch and Sun (2004) ซึ่งไม่ได้พบว่าการเพิ่มของเงินปันผลจะตามมาด้วยการเพิ่มขึ้นของกำไรตามแนวคิดารส่งสัญญาณ แต่กลับพบว่าการเพิ่มขึ้นของเงินปันผลนั้นเป็นการเกิดขึ้นหลังจากที่บริษัทได้รับกำไรเพิ่มขึ้น ดังนั้นตามข้อสรุปงานวิจัยนี้การเพิ่มขึ้นของระดับเงินปันผลจึงไม่สามารถใช้เป็นเครื่องมือส่งสัญญาณให้นักลงทุนได้ อย่างไรก็ตามในงานวิจัยของ Healy and Palepu (1988)เป็นงานวิจัยที่มีผลขัดแย้งกันกับงานของ Benartzi, Michaely and Thaler (1997) นั่นคือพบว่าการจ่ายเงินปันผลครั้งแรก ซึ่งหมายความถึงความมั่นใจของผู้บริหารว่าผลกำไรจะดีขึ้นแน่ๆจึงกล้าจ่ายเงินปันผลทั้งที่ไม่เคยจ่ายมาก่อน กรณีนี้จะตามมาด้วยผลกำไรที่เพิ่มขึ้น ส่วนการยกเลิกการจ่ายเงินปันผลที่ได้เคยจ่ายมา (สะท้อนถึงความมั่นใจผู้บริหารว่าผลการดำเนินงานจะต่ำลงไปอีกนาน) จะตามมาด้วยการปรับลดของกำไรต่อหุ้น

จะเห็นได้ว่าการทดสอบทางทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผลที่ปรากฏในการวิจัยก่อนหน้านี้จะใช้การเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลจากที่เคยจ่ายในงวดก่อนหน้า (ΔDiv_{t-1}) เป็นตัวแทน (Proxy) ของสัญญาณเงินปันผล ซึ่งการใช้ค่าของเงินปันผลในอดีตมาเป็นสัญญาณบ่งบอกถึงผลการดำเนินงานในอนาคตนั้นอาศัยแนวคิดความหนืดของเงินปันผลของ Lintner (1956) เป็นหลัก ในงานวิจัยครั้งนี้แตกต่างจากงานวิจัยอื่นๆที่ได้กล่าวมาแล้วนี้โดยถือว่าสัญญาณการจ่ายเงินปันผลที่นักลงทุนสามารถสังเกตเห็นได้ชัดเจนนั้นน่าจะเป็นความแตกต่างจากการคาดการณ์โดยเฉลี่ย (Consensus Earning Forecast Surprise) ความหนืด (Sticky) ของการจ่ายเงินปันผลในงานวิจัยนี้จึง

ไม่ใช่การที่บริษัทจะรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลให้เท่าเดิมดังเช่นที่ใช้ในงานวิจัยก่อนหน้า ตามความหมายนี้เมื่อบริษัทเพิ่มการจ่ายเงินปันผลแต่เป็นการเพิ่มที่เท่ากับการคาดการณ์โดยทั่วไปของตลาดอยู่แล้ว การเพิ่มขึ้นของเงินปันผลจะไม่ได้มีความหมายเป็นสัญญาณใดๆเนื่องจากตลาดหรือนักวิเคราะห์คาดการณ์ได้อยู่แล้วถึงการเพิ่มขึ้นของเงินปันผลดังกล่าว เหตุผลสนับสนุนการวัดความหนืดในการจ่ายเงินปันผลด้วยความแตกต่างจากค่าจริงก็คือเมื่อบริษัทเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลจากเดิมไปนั้น การตัดสินใจดังกล่าวอาจไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคตเหตุผลเช่น การจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นจากเดิมที่เคยจ่ายอาจเกิดเพราะบริษัทเห็นว่าเศรษฐกิจดีขึ้นและบริษัทจดทะเบียนอื่น ๆ ก็น่าที่จะมีผลการดำเนินงานที่ดีและอาจจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ถ้าผู้บริหารจ่ายเงินปันผลเท่ากับที่ได้เคยจ่ายมาในปีที่ผ่านมาอาจทำให้นักวิเคราะห์และตลาดมองได้ว่าบริษัทมีผลประกอบการมีผลการดำเนินงานต่ำลงโดยเปรียบเทียบ (กับสภาพเศรษฐกิจที่ดีขึ้นและบริษัทอื่น ๆ จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น) ดังนั้นผู้บริหารจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากที่เคยจ่ายในปีที่ผ่านมา จึงสรุปได้ว่าการที่มองเห็นว่าบริษัทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากเดิมจึงไม่ได้เป็นสัญญาณที่ดีนักในการบ่งบอกว่าจะบริษัทจะมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น แต่เมื่อบริษัทได้จ่ายเงินปันผลมากกว่าการคาดการณ์โดยทั่วไปของตลาดหรือจากนักวิเคราะห์นั่นย่อมแสดงได้ว่าผู้บริหารได้มองเห็นแล้วว่าผลการดำเนินงานจะมีทิศทางที่ดีขึ้นอย่างสัมบูรณ์ ดังนั้นความแตกต่างจากการคาดการณ์จึงเป็นสัญญาณ์ถึงผลประกอบการในอนาคตที่ดี จากแนวคิดดังกล่าวจึงเขียนในรูปสมการได้ว่า

$$\Delta \mathrm{EPS}_t \approx \Delta \mathrm{Div}_{sp} \qquad (2)$$

โดยที่ $\Delta \mathrm{Div}_{sp}$ เป็นความแตกต่างของเงินปันผลที่เกิดขึ้นจริงกับเงินปันผลที่คาดการณ์ไว้ (Dividend Surprise)

ในงานวิจัยครั้งนี้จึงได้มีการทดสอบแนวคิดการเปลี่ยนแปลงหรือความแตกต่างจากเงินปันผลจากที่คาดการณ์ว่าจะเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณให้กับตลาดถึงผลการดำเนินงานของบริษัทจึงเขียนเป็นสมการถดถอยเพื่อใช้ในการทดสอบดังนี้

$$\Delta EPS_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,sp} + \beta_2 EYS_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t} \qquad (3)$$

เมื่อ t

$\Delta EPS_{j,t}$ คือการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้นในปีที่ t ของบริษัท j โดยที่ตัวเลขกำไรต่อหุ้นนั้นจะได้หารด้วยกำไรต่อหุ้นในตอนต้นปีหรือ $\Delta EPS_{j,t} = \frac{EPS_{j,t} - EPS_{j,t-1}}{EPS_{j,t-1}}$ ในที่นี้กำไรต่อหุ้นในปีที่ t จึงหมายถึงกำไรต่อหุ้นที่รายงานในช่วงสิ้นปี (31ธันวาคม)

$\Delta DIV_{j,sp}$ คือขนาดความแตกต่างของเงินปันผลที่จ่ายจริง (Actual Dividend Forecasted: DIV_{ac}) กับเงินปันผลที่ได้รับการพยากรณ์และปรากฏอยู่ในฐานข้อมูล I/B/E/S (Forecasted Dividend: DIV_{fc}) ซึ่งการคาดการณ์เงินปันผลจะเป็นช่วงเวลาที่เกิดก่อนสิ้นปี (t – 1) ของบริษัท j ดังนั้นขนาดความแตกต่างจึงเท่ากับ $\Delta DIV_{j,t-1} = \frac{DIV_{ac,t-1} - DIV_{fc,t-1}}{DIV_{fc,t-1}}$

$EYS_{j,t-1}$ หมายถึงผลตอบแทนจากกำไรต่อหุ้น (Earning Yields) ที่เกิดขึ้นในปีที่ผ่านมา (t - 1) ซึ่งสามารถวัดได้โดยใช้กำไรต่อหุ้นของบริษัท j หารด้วยราคาหุ้น

$\varepsilon_{j,t}$ หมายถึงค่าความผิดพลาดเชิงสุ่มในการทดสอบสมการถดถอยในช่วงเวลา t

$\beta_0, \beta_1, \beta_3$ หมายถึงสัมประสิทธิ์การทดสอบสมการถดถอย

จากการทดสอบสมการถดถอยตามสมการที่ (3) จะสามารถเขียนเป็นสมมติฐานการทดสอบได้ว่าขนาดความแตกต่างจากการคาดการณ์สามารถที่จะใช้เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณให้กับตลาดได้แล้วค่า β_1 จะมีความสัมพันธ์ในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ

H1: $\beta_1 > 0$

การทดสอบด้วยสมการถดถอยตามสมการที่ (3) กำหนดให้ตัวแปรอิสระ (Explanatory variable) ที่ใช้เป็นตัวแปรควบคุมคือ $EYS_{j,t-1}$ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้นในอนาคตนั้นอาจเกิดจากความสัมพันธ์กับผลตอบแทนจากกำไรในช่วงที่ผ่านมา ดังนั้นในสมการถดถอยระหว่างผลกำไรในอนาคต กับเงินปันผลจึงกำหนดให้ผลกำไรต่อราคา (Earning Yield) ที่ผ่านมาเป็นตัวแปรควบคุม (Control Variable)

ปฏิกิริยาของตลาดที่มีต่อการรับรู้ขนาดความแตกต่างจากค่าพยากรณ์

ถ้าหากบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ย่อมแสดงให้เห็นถึงการดำเนินงานที่ดีเกินคาดหมาย และจะตอบสนองในทางบวกต่อข่าวการที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าคาดการณ์ ในทางตรงข้ามถ้าหากบริษัทจ่ายเงินปันผลที่ต่ำกว่าการคาดการณ์ของตลาดหรือของนักวิเคราะห์นักลงทุนจะปรับตัวในทางลบ (เช่นขายหุ้นออกไป) ต่อบริษัทนั้น ความแตกต่างระหว่างการจ่ายเงินปันผลจริงกับเงินปันผลที่ได้พยากรณ์ไว้จึงน่าที่จะมีผลต่อราคาหุ้นของบริษัทนั้น แนวคิดนี้สามารถเขียนเป็นสมมติฐานได้ดังนี้

H2: การประกาศจ่ายเงินปันผลของกิจการมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นของกิจการในวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผลนั้น

H3: ความแตกต่างระหว่างตัวเลขการจ่ายเงินปันผลจริงกับการจ่ายเงินปันผลที่พยากรณ์ไว้มีผลต่อราคาหุ้นในช่วงเวลาที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล ถ้าความแตกต่างระหว่างเงินปันผลที่จ่ายจริงกับค่าพยากรณ์ที่เป็นบวก (Positive Surprise) จะทำให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมเพิ่มสูงขึ้นหลังจากการประกาศจ่ายเงินปันผล และถ้าความต่างระหว่างเงินปันผลที่

จ่ายจริงกับค่าพยากรณ์เป็นลบ (Negative Surprise) จะทำให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมต่ำลงหลังจากประกาศจ่ายเงินปันผลหรือเขียนได้ว่า

$AR_T > 0$, เมื่อ $\Delta \text{Div}_{sp} > 0$

$AR_T < 0$, เมื่อ $\Delta \text{Div}_{sp} < 0$

การวัดผลของปฏิกิริยาในตลาดที่มีต่อขนาดความแตกต่างจากการคาดการณ์ของเงินปันผล

สำหรับการวัดผลที่นักลงทุนในตลาดตอบสนองต่อข่าวการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างไปจากการคาดการณ์ (Dividend Surprise Announcement) จะสามารถวัดผลด้วยวิธีการศึกษาเหตุการณ์หรือ Events Study โดยที่ Events study ที่ใช้ในครั้งนี้คือวันที่มีการประกาศค่าเงินปันผลออกมาซึ่งในวันดังกล่าวจะถือว่านักลงทุนประเมินได้แล้วว่าเงินปันผลที่จ่ายนั้นมีความแตกต่างจากการคาดการณ์ในทิศทางใดและมีขนาดมากน้อยเพียงใด สำหรับค่าคาดการณ์ของเงินปันผลที่ปรากฏในฐานข้อมูล I/B/E/S นั้น นักวิเคราะห์หลักทรัพย์จะได้คาดการณ์เงินปันผลไปล่วงหน้าตั้งแต่ 1 – 4 ปีและการคาดการณ์ล่วงหน้าไปนี้จะมีการคาดการณ์ของแต่ละบริษัทไปทุกเดือน อย่างไรก็ตามในการวิจัยนี้จะยึดการคาดการณ์สุดท้ายที่อยู่ในฐานข้อมูลเป็นหลัก

ข้อมูลวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผล (ในทางปฏิบัติจะใช้ข้อมูลวันที่มีการประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อมีมติการจ่ายเงินปันผล) จะได้นำมาใช้เพื่อเป็นเหตุการณ์โดยกำหนดวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นวันที่ t =0 การศึกษาทั้งหมดจะได้แบ่งช่วงการศึกษาเป็น 3 ช่วง ช่วงแรกคือช่วงก่อนเหตุการณ์ (Pre-event Dates) ซึ่งเป็นช่วงเวลาก่อนเกิดเหตุการณ์การจ่ายเงินปันผล 30 วัน (t-30 ถึง t-2) ช่วงที่สองคือ ช่วง การเกิดเหตุการณ์ (Event Dates) ซึ่งถือว่าเป็นช่วงวันที่นักลงทุนในตลาดได้รับรู้ถึงการเกิดความแตกต่างระหว่างค่าเงินปันผลจริงกับค่าพยากรณ์เงินปันผล (Surprise) ในการทดสอบวันเกิดเหตุการณ์จะใช้วันที่ t – 2 ถึงวันที่ t + 2 และ วันที่ t – 1 ถึงวันที่ t + 1 เป็นวันเกิดเหตุการณ์เพื่อให้

ครอบคลุมถึงข่าวเงินปันผล ช่วงที่สามจะเรียกว่าเป็นช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ (Post Event Date) ซึ่งจะใช้ทดสอบเป็นระยะ 30 วันหลังเกิดเหตุการณ์ (t+2 ถึง t + 30) การวิเคราะห์ผลของเหตุการณ์จะวัดผลตอบแทนโดยการตามช่วงระยะถือครองหลักทรัพย์ (buy-and-hold return) ตามสูตรการคำนวณดังนี้

$$r_{i,t} = \frac{(p_{i,t} - p_{i,t-1})}{p_{i,t-1}} \quad (4)$$

โดยที่ $r_{i,t}$ หมายถึงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

$p_{i,t}$ หมายถึงราคาของหลักทรัพย์ i ในช่วงเวลาที่ t

$p_{i,t-1}$ หมายถึงราคาของหลักทรัพย์ i ในช่วงเวลาที่ t-1

ผลตอบแทนจากการซื้อหลักทรัพย์สามารถวัดโดยการวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์เปรียบเทียบกับค่ามาตรฐาน (Bench Mark Return) ซึ่งผลตอบแทนที่ได้เรียกว่า ผลตอบแทนที่ผิดปกติ(Abnormal Return) ซึ่งในที่นี้จะใช้ผลตอบแทนของตลาด (R_M) เป็นค่ามาตรฐาน

การวัดผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในช่วง เวลา T วันจะสามารถคำนวณได้โดยใช้สูตร

$$R_{i,T} = \prod_{t=1}^{T}(1 + r_{i,t}) - 1 \quad (5)$$

$$R_{M,T} = \prod_{t=1}^{T}(1 + r_{M,t}) - 1 \quad (6)$$

โดยที่ $R_{i,T}$ หมายถึงผลตอบแทนที่เกิดจากการซื้อและถือหลักทรัพย์ i ไปจนถึงระยะเวลา T

$R_{M,T}$ หมายถึงผลตอบแทนของตลาดจากการลงทุนและถือไปจนถึงระยะเวลา T

$r_{i,t}$ หมายถึงผลตอบแทนของหุ้น i ในวันที่ t

$r_{m,t}$ หมายถึงผลตอบแทนของตลาดในวันที่ t

ช่วงเวลาการห้ามซื้อขายหุ้น ในงานวิจัยนี้หมายถึง ระยะเวลา 3 วันคือก่อนวันสิ้นสุดระยะห้ามซื้อขาย 1วันไปจนถึงวันหลังจากการห้ามซื้อขาย อีก 1 วัน ซึ่งการวัดความผิดปกติในช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event date) จะวัดโดยการใช้ผลตอบแทนสะสมในช่วง 3 วันนี้โดยหลังจากที่ได้ผลตอบแทนของหุ้นและของตลาดแล้วจึงนำมาคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงระยะ 3 วัน (Three-day Cumulative Abnormal Return: CAR) ดังนี้

$$CAR_i = \left[\prod_{t=-1}^{t=+1}\left(\frac{1+R_{i,t}}{1+R_{M,t}}\right)-1\right] \qquad (7)$$

จะเห็นได้ว่าการคำนวณผลตอบแทนปกติสะสมตามสมการที่ (7) เป็นวิธีที่ใช้ในการคำนวณผลตอบแทนผิดปกติโดยการใช้ผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ $R_{M,T}$ เป็นตัวแปรที่ใช้เป็นบรรทัดฐานในการวัดความผิดปกติซึ่งผลตอบแทนดัชนีตลาดหลักทรัพย์นั้นถือเป็นตัวแทนของผลตอบแทนหลักทรัพย์ทุกตัวที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การเลือกคำนวณผลตอบแทนผิดปกติสะสมด้วยวิธีการตามสมการที่ (7) เป็นเพราะถือว่าผลตอบแทนที่คำนวณได้จากสมการที่ (5) และ (6) เป็นผลตอบแทนสะสมในรูปของผลตอบแทนทบต้น (Continuous Rate of Return) ซึ่งถือได้ว่าเป็นรูปแบบผลตอบแทนที่สอดคล้องกับการลงทุนในตลาดการเงินได้

ผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) ที่ได้จะนำมาเฉลี่ยตามจำนวนหลักทรัพย์ซึ่งจะได้ค่าของผลตอบแทนเฉลี่ย (Average Return) โดยที่ค่าของผลตอบแทนเฉลี่ยคำนวณได้จากสมการที่ (5)

$$AR_T = \frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n} CAR_{i,} \qquad (8)$$

โดยที่ n หมายถึงจำนวนของหลักทรัพย์

การทดสอบนัยสำคัญทางสถิติจะใช้ค่า t – statistics ซึ่งจะคำนวณได้จาก

$$t = \frac{AR_T}{SE_T} \quad (9)$$

โดยค่า SE_T คือค่า Standard Error ของ AR_T

การทดสอบผลตอบแทนทั้งสามช่วงเหตุการณ์นี้จะทำให้ทราบถึงปฏิกิริยาของนักลงทุนหรือตลาดทุนที่มีต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากการคาดหวัง (การพยากรณ์จากนักวิเคราะห์) ซึ่งจะเป็นการช่วยย้ำให้เห็นถึงความสำคัญของข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างไปจากการคาดหวัง จากแนวคิดที่กล่าวถึงความสำคัญของความแตกต่างจากค่าพยากรณ์ที่ได้กล่าวไปแล้วจะเห็นได้ว่าการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่าที่ตลาดหรือนักวิเคราะห์คาดหวังนั้นจะทำให้นักลงทุนรับรู้ถึงสัญญาณในเชิงบวกของผลการดำเนินงานดังนั้นสำหรับการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีค่าสูงกว่าที่พยากรณ์แล้วผลตอบแทนสะสมจะมีค่าเป็นบวก ในทำนองเดียวกันข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลที่ต่ำกว่าที่มีการคาดหวังโดยตลาดทุนจะมีผลตอบแทนสะสมเฉลี่ยที่มีค่าเป็นลบเนื่องจากนักลงทุนเห็นถึงสัญญาณในทิศทางลบต่อบริษัท

บทที่ 4

ผลการวิจัย

ในการวิจัยครั้งนี้สามารถสรุปผลวิจัยได้เป็นส่วนดังนี้

ส่วนที่ 1 แสดงถึงข้อมูลการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ส่วนที่ 2 แสดงข้อมูลการพยากรณ์การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี

ส่วนที่ 3 แสดงการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยสมการถดถอยระหว่าง เงินปันผลและกำไรต่อหุ้น

ส่วนที่ 4 แสดงระดับเงินปันผลที่เกิดขึ้นจริงเกิดความแตกต่างจากค่าพยากรณ์ข้อมูลเงินปันผลต่อราคาหลักทรัพย์และผลของความแตกต่างดังกล่าวที่มีต่อราคาหลักทรัพย์

ส่วนที่ 1 การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในการวิจัยครั้งนี้ได้ใช้ข้อมูลการพยากรณ์เงินปันผลและการจ่ายเงินปันผลจากฐานข้อมูล I/B/E/S ซึ่งเป็นฐานข้อมูลที่ได้รวมข้อมูลการพยากรณ์การจ่ายเงินปันผลและข้อมูลพยากรณ์กำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในหลักทรัพย์ของประเทศต่างๆ รวมทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยด้วย ข้อมูลการพยากรณ์นี้เป็นข้อมูลที่รวบรวมขึ้นมาจากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ที่ทำงานอยู่ในแต่ละประเทศ นอกจากนั้นในฐานข้อมูลนี้ยังได้รวบรวมข้อมูลการจ่ายเงินปันผลและข้อมูลกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนด้วย ตารางที่ 1 แสดงให้เห็นว่าข้อมูลการพยากรณ์การจ่ายเงินปันผลที่มีอยู่ในฐานข้อมูล I/B/E/S มีข้อมูลทั้งหมด 356 บริษัทซึ่งคิดเป็นร้อยละของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดเท่ากับ

79.29 เมื่อจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่าจำนวนบริษัทที่มีการพยากรณ์การจ่ายเงินปันผลสูงสุดอยู่ในกลุ่ม Finance (ร้อยละ 23.60) ภาคผนวก ก. แสดงถึงจำนวนข้อมูลบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดที่มีอยู่ในฐานข้อมูล I/B/E/S จะเห็นได้ว่าในฐานข้อมูลมีการแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างจากการแบ่งตามเกณฑ์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในการวิจัยนี้จะใช้การแบ่งกลุ่มอุตสาหกรรมตามเกณฑ์ที่ปรากฏอยู่ในฐานข้อมูล

[ตารางที่ 1] หน้า 63

เมื่อนำข้อมูลการจ่ายเงินปันผลที่ได้รับจากฐานข้อมูลไปวิเคราะห์ถึงการจ่ายเงินปันผลจำแนกเป็นรายปี จะเห็นได้ว่าจำนวนบริษัทที่มีข้อมูลพยากรณ์เงินปันผลต่อหุ้นมีจำนวนมากที่สุดในช่วงปี ค.ศ. 1995 (จากตารางที่ 2) โดยมีจำนวนทั้งหมด 282 บริษัท (คิดเป็น 22.56% ของบริษัทจดทะเบียนในปีนั้น) และมีจำนวนต่ำสุดในช่วงปี ค.ศ. 1998 และ 1999 โดยมีจำนวนบริษัทที่ได้รับการพยากรณ์ข้อมูลกำไร 17 และ 18 บริษัทตามลำดับ จำนวนบริษัทจดทะเบียนกลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้งในช่วงปี ค.ศ. 2002 และ 2003 ส่วนในปี ค.ศ. 2004 นั้นข้อมูลที่ได้รับจาก I/B/E/S ได้มีข้อมูลถึงช่วงเดือน จึงทำให้มีจำนวนบริษัทที่ได้รับการพยากรณ์ข้อมูลเงินปันผลต่อหุ้นเพียง 44 บริษัทเท่านั้น

จะสังเกตเห็นได้ว่าจำนวนบริษัทที่ได้รับการประเมินจากนักวิเคราะห์นั้นเพิ่มขึ้นและลดลงตามการเปลี่ยนแปลงตามภาวการณ์ทางเศรษฐกิจ ตัวอย่างเช่นในปี ค.ศ. 1997 ที่ได้เกิดวิกฤตการเงินและมีผลต่อเนื่องมาอีก 2 ถึง 3 ปี หลังจากนั้นภาวะเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นมาอีกครั้ง และจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการพยากรณ์ข้อมูลเงินปันผลต่อหุ้นเพิ่มขึ้นมาอีกครั้ง

สาเหตุการที่จำนวนบริษัทจดทะเบียนเปลี่ยนแปลงตามภาวะเศรษฐกิจนั้นส่วนหนึ่งอธิบายได้ว่าน่าจะเกิดจากการเปลี่ยนแปลงจำนวนนักวิเคราะห์ที่มีการเปลี่ยนแปลงตามภาวะทางเศรษฐกิจ

กล่าวคือเมื่อใดที่ภาวะเศรษฐกิจดีจำนวนนักวิเคราะห์ที่เข้ามาทำงานในบริษัทหลักทรัพย์จะมีจำนวนเพิ่มขึ้น ทำให้มีบริษัทที่ได้รับการพยากรณ์หรือการวิเคราะห์เพิ่มมากขึ้น

[ตารางที่ 2] หน้า 64

ส่วนที่ 2 ลักษณะข้อมูลการพยากรณ์การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็เป็นที่น่าสนใจว่ามีพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลในอดีตที่ผ่านมาอย่างไรบ้าง ดังนั้นจึงได้วิเคราะห์ถึงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนจำแนกเป็นรายปี ตารางที่ 3 เป็นการแจกแจงให้เห็นถึงลักษณะของการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่ได้มีข้อมูลการพยากรณ์เงินปันผลทั้ง 449 บริษัท โดยนับตั้งแต่ปี 1994 ถึงปี 2004 โดยที่ข้อมูลนี้เป็นเพียงส่วนหนึ่งของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการพยากรณ์และเผยแพร่อยู่ในฐานข้อมูล จะเห็นได้ว่าจำนวนครั้งของการจ่ายเงินปันผลเกิดขึ้นมากที่สุดในช่วงระยะที่ผ่านมาคือการจ่ายเงินปันผล 11 ครั้ง นั่นคือมีการจ่ายเงินปันผลเป็นประจำทุกปีซึ่งมีอยู่เพียงบริษัทเดียวเท่านั้น (ที่ปรากฏในฐานข้อมูลการพยากรณ์) พบว่าบริษัทนี้ได้แก่ บริษัท ไทยยูเนียนโฟรเซน (มหาชน) จำกัด จากตารางบริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลมีจำนวนเท่ากับ 93 คิดเป็นร้อยละ 20.71 ส่วนใหญ่แล้วจำนวนบริษัทที่จ่ายเงินปันผลจะจ่ายเงินปันผล 3 ครั้งซึ่งมีบริษัททั้งหมดเท่ากับ 123 บริษัท และคิดเป็นร้อยละ 27.29

จากค่าความถี่สะสมจะเห็นได้ว่ามากกว่า 70% มีการจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าหรือเท่ากับ 3 ครั้งในช่วง 11 ปีที่ผ่านมาและมีจำนวนรวมทั้งสิ้น 322 บริษัท กล่าวได้อีกอย่างหนึ่งว่าในช่วง 11 ปีที่ผ่านมานั้นมากกว่าครึ่งหนึ่งของบริษัทจดทะเบียนจ่ายเงินปันผล 3 หรือน้อยกว่า 3 ครั้ง ตารางที่ 3 ทำให้

เห็นพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลได้ว่าการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนใหญ่ยังมีความไม่สม่ำเสมออยู่

[ตารางที่ 3] หน้า 65

จากฐานข้อมูล I/B/E/S ได้มีข้อมูลการพยากรณ์ล่วงหน้าทั้งการพยากรณ์เงินปันผลและข้อมูลกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนโดยมีข้อมูลการพยากรณ์ล่วงหน้าไป 1 ปี (เรียกว่า FY1) 2 ปี (เรียกว่า FY 2)พยากรณ์ล่วงหน้าไป 3 ปี (เรียกว่า FY 3) และพยากรณ์ล่วงหน้าไป 4 ปี (เรียกว่า FY4) จากตารางที่ 4 เมื่อจำแนกตามประเภทอุตสาหกรรม (แบ่งอุตสาหกรรมตามนิยามของฐานข้อมูล I/B/E/S) สำหรับการพยากรณ์ล่วงหน้าไป 1 ปี (FY1)นั้นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีข้อมูลการพยากรณ์มากที่สุด เป็นกลุ่ม Finance (22.72%) ส่วนกลุ่มที่มีข้องมูลการพยากรณ์ในลำดับรองลงมาได้แก่กลุ่ม Consumer Durable (17.15%) และ Consumer Services (16.45%) ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีการพยากรณ์เงินปันผลต่อหุ้นในอนาคต 1 ปี น้อยที่สุดเป็นกลุ่ม Transportation (1.78%) ใกล้เคียงกับ กลุ่ม Health Care และ กลุ่ม Energy สำหรับข้อมูลการพยากรณ์ที่พยากรณ์ไปล่วงหน้า 2 ปี 3 ปี และ 4 ปีนั้นเมื่อจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมจะมีสัดส่วนที่คล้ายคลึงกับข้อมูลการพยากรณ์ในอนาคต 1 ปี แต่จะเห็นได้ว่าข้อมูลการพยากรณ์ที่ไกลตัวออกไปนั้นจะมีจำนวนลดน้อยลง การพยากรณ์ล่วงหน้าไป 1 ปีนั้นจะมีจำนวนมากที่สุดคือมีจำนวน 427 ข้อมูลพยากรณ์ จำนวนข้อมูลที่พยากรณ์ล่วงหน้าไป 2 ปีมีจำนวน 375 ข้อมูล จำนวนข้อมูลที่พยากรณ์ไปล่วงหน้า 3 ปีมีจำนวน 343 ข้อมูลและจำนวนข้อมูลที่พยากรณ์เงินปันผลล่วงหน้าไป 4 ปีมีจำนวนลดลงเหลือเพียง 96 ข้อมูลเท่านั้น

[ตารางที่ 4] หน้า 66

อาจกล่าวได้ว่ากลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน (Finance) และกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (Consumer Service) เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับความสนใจจากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์มากกว่าอุตสาหกรรมอื่น

ตารางที่ 5 แสดงถึงลักษณะข้อมูลการพยากรณ์แรกและข้อมูลสุดท้ายที่ปรากฏในฐานข้อมูล I/B/E/S ในภาพรวมจะเห็นได้ว่าข้อมูลการพยากรณ์แรกและพยากรณ์สุดท้ายนั้นมีลักษณะที่เหมือนกันสองประการกล่าวคือประการแรกจำนวนข้อมูลที่ค่าเงินปันผลจ่ายจริงต่ำกว่าค่าที่พยากรณ์ (Negative Surprise) จะเป็นกลุ่มที่มีจำนวนสูงที่สุด และข้อมูลที่เงินปันผลที่จ่ายจริงสูงกว่าค่าพยากรณ์ (Positive Surprise) มีจำนวนที่รองลงมา ประการที่สองจะเห็นได้ว่าจำนวนข้อมูลการพยากรณ์ที่พบในฐานข้อมูลส่วนใหญ่จะเป็นข้อมูลพยากรณ์ล่วงหน้า 1 ปี ส่วนข้อมูลที่พยากรณ์ล่วงหน้าไป 2 3 และ 4 ปีจะมีจำนวนลดหลั่นกันไปตามลำดับ

[ตารางที่ 5] หน้า 67

สำหรับการพยากรณ์ที่มีการคาดการล่วงหน้าหนึ่งปี (FY1) นั้นจำนวนข้อมูลที่เงินปันผลจ่ายจริงสูงกว่าค่าพยากรณ์ มีจำนวนทั้งหมด 530 ข้อมูล คิดเป็นร้อยละ 35.5 จำนวนข้อมูลที่ค่าเงินปันผลที่จ่ายจริงต่ำกว่าค่าที่พยากรณ์ มีจำนวน 740 ข้อมูลคิดเป็นร้อยละ 49.60 ส่วนจำนวนข้อมูลที่ค่าพยากรณ์เงินปันผลเท่ากับค่าที่เป็นจริง (No Surprise) มีจำนวน 222 ครั้งคิดเป็นร้อยละ 14.8

เมื่อพิจารณาข้อมูลการพยากรณ์ที่พยากรณ์การจ่ายเงินปันผลในอีก 2 ปี (FY2) จะพบว่าจำนวนข้อมูลการพยากรณ์ที่ค่าพยากรณ์ต่ำกว่าค่าจริงมีร้อยละที่เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 49.6 เป็น ร้อยละ 58.42 ซึ่งใกล้กับการพยากรณ์ล่วงหน้าไป 3 ปี (FY3) ที่มีค่าเท่ากับร้อยละ 58.77

เมื่อพิจารณาเปรียบเทียบค่าพยากรณ์แรก (First) กับค่าพยากรณ์สุดท้าย (Last) จะสังเกตได้ว่าค่าพยากรณ์ล่วงหน้า 1 ปีนั้นค่าพยากรณ์ที่ตรงกับข้อมูลจ่ายจริงจะเพิ่มสูงขึ้นในการพยากรณ์สุดท้าย เช่น ในการพยากรณ์แรกจำนวนข้อมูลที่พยากรณ์ได้ตรงกันกับการจ่ายเงินปันผลจริงเท่ากับ 222 ครั้ง (คิดเป็นร้อยละ 14.8) ส่วนในการพยากรณ์สุดท้ายนั้นจำนวนข้อมูลที่พยากรณ์ได้ตรงกันกับการจ่ายเงินปันผลจริงเพิ่มขึ้นเป็น 328 ครั้ง (คิดเป็นร้อยละ 21.9) ทั้งนี้อาจเป็นเพราะข้อมูลการพยากรณ์ครั้งสุดท้ายในฐานข้อมูลนั้นมีระยะเวลาที่ใกล้เคียงกันกับการจ่ายเงินปันผลมากกว่าข้อมูลครั้งแรก

จากข้อมูลการลดลงอย่างเห็นได้ชัดของจำนวนข้อมูลความแตกต่างทางลบระหว่างค่าพยากรณ์กับค่าจริงในตารางนี้ (สำหรับการพยากรณ์ 1 ปี) ยังสรุปได้อีกว่าสำหรับการพยากรณ์เงินปันผลที่ค่าพยากรณ์ต่ำกว่าค่าจริง (Negative Surprise)นั้นในช่วงระยะเวลาที่ยังห่างจากเวลาที่จะจ่ายเงินปันผลออกมานั้นถ้านักวิเคราะห์มีมุมมองในทางลบต่อการดำเนินงาน (พิจารณาจากจำนวนพยากรณ์ค่าเงินปันผล) แล้วจำนวนมุมมองทางลบนี้จะมีค่าสูงและเมื่อเวลาผ่านไปจะมีการพยากรณ์ที่ดีขึ้น (จำนวน Negative Surprise ลดลงจาก 740 เป็น 591)

ข้อมูลในตารางที่ 6 พบว่าถ้าหากเทียบความแตกต่างระหว่างค่าพยากรณ์ที่เป็นค่าเฉลี่ยทุกค่ากับค่าจริงแล้วจะพบว่าจำนวนความแตกต่างที่ถือเป็นความแตกต่างด้านบวก (Positive Surprise) จะเท่ากับ 574 ครั้ง จากจำนวนทั้งหมด 1492 ครั้งคิดเป็นร้อยละ 38.47 และจำนวนความแตกต่างที่เป็นด้านลบ (Negative Surprise) จะมีมากที่สุดเท่ากับ 755 ครั้ง คิดเป็นร้อยละ 50.60 และจำนวนข้อมูลที่ค่าพยากรณ์ไม่แตกต่างจากค่าจริงมี 163 ครั้ง ลักษณะเดียวกันนี้ยังพบในการพยากรณ์ที่ยาวไกลไปกว่า 1 1 ปี (FY2, FY3, FY4)

[ตารางที่ 6] หน้า 68

จากตารางที่ 7 จะเห็นได้ว่าอัตราความแตกต่างระหว่างเงินปันผลที่จ่ายจริงกับเงินปันผลที่พยากรณ์ไว้ในฐานข้อมูล I/B/E/S มีค่าแตกต่างกันในแต่ละระดับของการพยากรณ์ เมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยของความผิดพลาดในการพยากรณ์ที่เป็นไปในทางบวก (กรณีที่เงินปันผลที่จ่ายจริงมากกว่าที่พยากรณ์) ซึ่งหมายความว่าการจ่ายเงินปันผลมีค่าสูงกว่าที่ได้มีการคาดการณ์จากนักวิเคราะห์จึงเรียกเป็น Positive Surprise ค่าเฉลี่ยของการได้เงินปันผลทางบวกเมื่อพยากรณ์ไปล่วงหน้า 1 ปี (FY1) จะมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.33 ค่าเฉลี่ยของการได้เงินปันผลทางบวกเมื่อพยากรณ์ไปล่วงหน้า 2 ปี (FY2) ปีที่ 3 (FY3) และปีที่ 4 (FY4) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.45, 0.53 และ 0.67 บาทตามลำดับ จะเห็นได้ว่าการพยากรณ์ล่วงหน้าไปในปีที่ห่างออกไปจะมีค่าความผิดพลาด (ในทางบวก) สูงมากขึ้นตามลำดับซึ่งสอดคล้องกับปกติวิสัยของการพยากรณ์ที่มักจะใกล้เคียงมากกว่าในกรณีที่พยากรณ์ไปล่วงหน้าไม่ไกลออกไปมากนัก ค่าความแตกต่างในทางบวกจะมีค่าสูงสุดเท่ากับ 1 ด้วยสาเหตุที่การพยากรณ์ในบางค่าที่มีค่าเป็น 0

[ตารางที่ 7] หน้า 69

ในด้านของการพยากรณ์ค่าเงินปันผลที่มีค่าความแตกต่างในทางลบ (Negative Surprise) นั้นหมายถึงการที่ค่าเงินปันผลที่จ่ายจริงนั้นต่ำกว่าค่าที่มีการพยากรณ์ไว้ในฐานข้อมูล ณ I/B/E/S ซึ่งตามความหมายแล้วการที่ความแตกต่างเป็นไปในทางลบนี้สะท้อนให้เห็นถึงการที่นักวิเคราะห์มีการพยากรณ์ที่สูงและการจ่ายเงินปันผลที่แท้จริงนั้นต่ำกว่าที่ได้พยากรณ์จากนักวิเคราะห์จึงเรียกเป็น Negative Surprise ในทำนองเดียวกันกับความแตกต่างทางบวกจะเห็นได้ว่าขนาดของความแตกต่างทางลบจะเพิ่มมากขึ้นเมื่อพยากรณ์ออกไปไกลมากขึ้น (ยกเว้นการพยากรณ์ไปอีก 4 ปีในอนาคต) โดย

ที่ค่าเฉลี่ยของการพยากรณ์ล่วงหน้าไป 1 ปี (FY1) 2ปี (FY2) และ 3 ปี (FY 3) มีค่าเท่ากับ -0.56, -0.99 และ -1.18 ตามลำดับ

สิ่งที่น่าสนใจจากการวิเคราะห์ในตารางนี้คือการเปรียบเทียบระหว่างผลต่างในทางบวกกับผลต่างในทางลบซึ่งจะเห็นได้ว่าค่าเฉลี่ยการจ่ายเงินปันผลของกิจการที่ต่ำกว่าค่าคาดการณ์เงินปันผลจะมีระดับความแตกต่างที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่าค่าคาดการณ์เงินปันผลหรืออาจกล่าวอีกอย่างหนึ่งได้ว่ากิจการโดยส่วนใหญ่ที่มีผลการดำเนินงานดีเกินคาดหมายนั้นระดับเงินปันผลที่เกินความคาดหมายในทางบวกน้อยกว่าระดับเงินปันผลที่ต่ำกว่าความคาดหมายกิจการที่มีผลการดำเนินงานต่ำกว่าคาดหมาย อาจเรียกปรากฏการณ์ในลักษณะนี้ได้ว่าความอสมมาตรของสัญญาณการจ่ายเงินปันผล (Asymmetric Signaling of Dividend) ซึ่งอธิบายปรากฏการณ์นี้ได้ว่าโดยเฉลี่ยของการจ่ายเงินปันผลนั้นนักวิเคราะห์ได้คาดการณ์ในทางบวกได้ใกล้เคียงมากกว่าการคาดการณ์ในทางลบ หรือหากพิจารณาในการเลือกใช้เงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณก็จะพบว่าผู้บริหารจะไม่จ่ายเงินปันผลให้สูงกว่าค่าพยากรณ์มากนักแต่ถ้าผลประกอบการไม่ดีนั้นผู้บริหารจะจ่ายเงินปันผลได้ต่ำกว่าคาดการณ์ได้มาก

ส่วนที่ 3 การทดสอบแนวคิดการส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผล

จากข้อมูลเงินปันผลและการพยากรณ์เงินปันผลที่ได้จากฐานข้อมูล I/B/E/S ได้นำไปทดสอบตามแนวคิดการส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผลตามสมการทดสอบ (สมการที่ 3 ในบทที่ 3) ตารางที่ 8 Panel a) เป็นข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของข้อมูล การเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้น ($\Delta EPS_{j,t}$) ผลต่างของเงินปันผลที่จ่ายจริงกับค่าพยากรณ์เงินปันผล ($\Delta DIV_{j,sp}$) และผลตอบแทนของกำไร ($EYS_{j,t-1}$)

[ตารางที่ 8] หน้า 70

จะเห็นได้ว่าค่าเฉลี่ยของอัตราการเปลี่ยนแปลงกำไรต่อหุ้น ($\Delta EPS_{j,t}$)ในช่วงปีที่ทดสอบ (2537 - 2547) มีค่าเฉลี่ยเป็นลบเท่ากับ –0.536 และมีมัธยฐานเป็นลบเช่นเดียวกันเท่ากับ -0.250 โดยมีค่าสูงสุดเท่ากับ 22.483 และค่าต่ำสุดเท่ากับ -31.182 ตามลำดับ เมื่อพิจารณาทางด้านของขนาดความแตกต่างระหว่างเงินปันผลจริงกับค่าพยากรณ์เงินปันผล ($\Delta DIV_{j,sp}$) จะพบว่าในช่วงเวลาทดสอบนั้นมีค่าเฉลี่ยเป็นบวกเท่ากับ 0.140 ค่าสูงสุดของความแตกต่างมีค่าเท่ากับ 14.000 ส่วนค่าต่ำสุดของความแตกต่างมีค่าเท่ากับ -1.000 ซึ่งจะเห็นได้ว่าความแตกต่างระหว่างผลต่างทางบวกกับผลต่างในทางลบจะมีความอสมมาตรกันดังที่ได้กล่าวไปแล้วและนิยามว่าเป็นการเกิด ‘ความอสมมาตรของสัญญาณการจ่ายเงินปันผล’

ตารางที่ 8 Panel b) แสดงถึงสัมประสิทธ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบสมการถดถอยซึ่งพบว่าตัวแปรทั้งสามที่นำมาทดสอบมีความสัมพันธ์ในระดับค่อนข้างน้อยจึงไม่น่าที่จะเกิดปัญหา Multicollinearity การที่สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าต่ำนี้ไม่ได้หมายความว่าตัวแปรทั้งสองจะไม่มีความสัมพันธ์กันทั้งนี้เนื่องจากการทดสอบด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์นั้นถือว่าตัวแปรที่

นำมาทดสอบสัมพันธ์หรือไม่สัมพันธ์กันในลักษณะสมมาตร (Symmetrical) ซึ่งในกรณีนี้การที่สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มีค่าต่ำจะหมายความว่าทั้งสองไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกันและกันแบบสมมาตร การทดสอบด้วยสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ไม่ได้ชี้ว่าการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรหนึ่ง (ตัวแปรต้น) จะมีผลทำให้ตัวแปรอีกตัวแปรหนึ่ง (ตัวแปรตาม) เปลี่ยนแปลง ดังนั้นเพื่อจะทดสอบว่าการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลมีผลต่อกำไรได้จริงหรือไม่ควรที่จะทดสอบต่อไปโดยการใช้สมการถดถอย

การทดสอบสมมุติฐานความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผลกับผลกำไรในอนาคตได้ทดสอบตามสมการ $\Delta EPS_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,sp} + \beta_2 EYS_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t}$ ซึ่งผลการทดสอบได้นำเสนอในตารางที่ 9

[ตารางที่ 9] หน้า 71

หากการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์โดยส่วนใหญ่ของนักวิเคราะห์สามารถที่จะเป็นเครื่องชี้หรือสัญญาณผลประกอบการในอนาคตของกิจการได้แล้วจะได้ว่าค่า $\beta_1 > 0$ ผลการทดสอบได้ค่า β_1 มีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญเท่ากับ 0.167 (ระดับนัยสำคัญ .05) จึงเป็นการสนับสนุนแนวคิดของเงินปันผลที่เป็นสัญญาณต่อผลประกอบการในอนาคตของกิจการได้ และยังสนับสนุนการใช้การจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์เป็นสัญญาณอีกด้วย และเพื่อเป็นการยืนยันการใช้ผลต่างจากการพยากรณ์เป็นสัญญาณนี้ ผู้วิจัยจึงได้ทดสอบโดยใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลแทนการใช้ผลต่างจากค่าพยากรณ์เงินปันผลในสมการถดถอยหรือเขียนเป็นสมการทดสอบได้ว่า

$$\Delta EPS_{j,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \Delta DIVL_{j,sp} + \lambda_2 EYS_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t} \qquad (10)$$

โดยที่ในสมการนี้ค่า $\Delta EPS_{j,t}$ และ $EYS_{j,t-1}$ เป็นค่าเดียวกับที่ได้ทดสอบในตารางที่ 9 แต่ตัวแปรที่ใช้แทนสัญญาณการจ่ายเงินปันผลในสมการนี้คือการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเทียบกับปีก่อนหน้า ($\Delta DIVL_{j,sp}$) ซึ่งเขียนเป็นสมการได้ว่า $\Delta DIVL_{j,t} = \frac{DIV_{ac,t} - DIV_{ac,t-1}}{DIV_{ac,t-1}}$

สัญญาณของเงินปันผลที่เป็นการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเทียบกับช่วงเวลาก่อนหน้านี้ได้ถูกใช้เป็นตัวแทนสัญญาณการจ่ายเงินปันผลในงานวิจัยอื่นๆที่ผ่านมา (Benartzi, Michaely and Thaler (1997)และ Koch and Sun (2004)) งานวิจัยในกลุ่มนี้มีผลการวิจัยว่าเงินปันผลไม่สามารถเป็นสัญญาณบ่งชี้ผลประกอบการในอนาคตได้เพราะไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับผลประกอบการในอนาคต การทดสอบในการวิจัยนี้จึงได้ทดสอบในลักษณะเดียวกันและพบผลการวิจัยในทำนองเดียวกันกล่าวคือถ้าหากใช้ความแตกต่างของการจ่ายเงินปันผลกับปีที่ผ่านมาเป็นสัญญาณของการจ่ายเงินปันผลแล้ว จะได้สัมประสิทธ์ในสมการถดถอยของสัญญาณการจ่ายเงินปันผล (λ_1) มีค่าเท่ากับ 0.00017 และมีค่า t –statistics เท่ากับ -0.59625 จึงเห็นได้ว่าในกรณีที่ใช้การเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเป็นตัวแทนของสัญญาณเงินปันผลนี้ก็ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการเช่นเดียวกับในงานวิจัยอื่นที่ผ่านมา

[ตารางที่ 10] หน้า 72

ผลการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยทั้งจากสมการที่ (3) และจากสมการที่ (10) ทำให้ได้ข้อสรุปว่าการจ่ายเงินปันผลของกิจการสามารถที่จะเป็นสัญญาณ (signal) ของผลประกอบการในอนาคตได้ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณด้วยการจ่ายเงินปันผล และกิจการจะใช้การจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการ

คาดการณ์ของนักวิเคราะห์เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณมากกว่าที่จะใช้การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเทียบกับเงินปันผลที่จ่ายในช่วงก่อนหน้า

ส่วนที่ 4 ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล

ในส่วนที่สี่นี้จะได้แสดงค่าเฉลี่ยผลการทดสอบผลตอบแทนผิดปกติสะสมที่เกิดขึ้นในช่วงการประกาศจ่ายเงินปันผล ผลตอบแทนผิดปกตินี้เป็นผลตอบแทนที่แตกต่างจากผลตอบแทนตามค่าปกติโดยรวมของหลักทรัพย์ซึ่งวัดโดยผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงเวลาเดียวกัน ผลการทดสอบแสดงในตารางที่ 11 จากตารางที่ 11 ซึ่งเป็นการทดสอบผลตอบแทนสะสมที่ผิดปกติในการจ่ายเงินปันผลทุกประเภท (จ่ายเงินปันผลสูงกว่าคาดการณ์และจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าคาดการณ์) ค่า AR เป็นค่าที่ใช้แทนค่าเฉลี่ยผลตอบแทนแตกต่างจากตลาดในช่วงเวลาการทดสอบต่างๆ โดยแบ่งช่วงเวลาการทดสอบเป็นช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ (Pre-event date) และช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event-date) และช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ (Post-event date)ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ได้ทดสอบราคาหุ้นในช่วงระยะ 30 วันก่อนเกิดเหตุการณ์ (ในทางปฏิบัติได้ทดสอบช่วง 20 วันและ 10 วันด้วย) สำหรับในช่วงเหตุการณ์ได้ทดสอบทั้งในระยะ 2 วัน (t-2 ถึง t+2) และ 1 วัน (t-1 ถึง t+1) รอบการเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล ผลการทดสอบเห็นได้ว่าในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลราคาหลักทรัพย์จะมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญโดยค่าเฉลี่ยผลตอบแทนสะสมแตกต่างจากตลาด (AR) ในระยะ t-2 ถึง t+2 มีค่าเท่ากับ 0.0060 และ ในระยะ t-1 ถึง t+1 AR มีค่าเท่ากับ .0054 ซึ่งทั้งสองช่วงเวลามีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่า t-statistics เท่ากับ 3.20 และ 3.75 ตามลำดับ ค่าผลตอบแทนเกินผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ (เรียกว่าผลตอบแทนผิดปกติสะสม: AR) ที่สูงสุดในช่วง t – 2 ถึง t+2 มีค่าประมาณเท่ากันกับผลตอบแทนแตกต่างจากตลาดในช่วง t -1 ถึง t + 1 ซึ่งประมาณเท่ากับ 0.3 ส่วนผลตอบแทน

แตกต่างจากผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์ที่ต่ำสุดในช่วง t – 2 ถึง t+2 มีค่าเท่ากับ -0.55 และผลตอบแทนแตกต่างจากตลาดในช่วง t-1 ถึง t+1 มีค่าประมาณ -0.35

[ตารางที่ 11] หน้า 73

ในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์นั้น พบว่าระยะก่อนเกิดเหตุการณ์ ในช่วง 3 วัน (t-5 ถึง t-2) ได้พบผลตอบแทนผิดปกติสะสมที่เป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ (ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเท่ากับ 0.0040) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าตลาดเริ่มได้รับรู้ถึงข่าวการจ่ายเงินปันผลมาล่วงหน้าเล็กน้อยและมีปฏิกิริยาตอบสนองทางบวกต่อข่าวดังกล่าว เมื่อพิจารณาการทดสอบผลตอบแทนช่วงหลังเหตุการณ์ได้พบว่าตลาดได้มีการตอบสนองต่อข่าวการจ่ายเงินปันผลทุกประเภท (ทั้งสูงกว่าคาดการณ์และต่ำกว่าคาดการณ์) ต่ำลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 3 วันหลังเหตุการณ์ (t+2 ถึง t+5) แต่อย่างไรก็ตามในระยะที่ไกลจากเหตุการณ์ไปมากกว่านี้จะไม่พบการเปลี่ยนแปลงที่มีนัยสำคัญ

ผลการทดสอบนี้สะท้อนให้เห็นถึงผลของข่าวการจ่ายเงินปันผลว่าเป็นข่าวสารที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาการประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งตลาดได้มีการตอบสนองต่อข่าวการจ่ายเงินปันผลทุกประเภทก่อนหน้าการจ่ายเงินปันผลเล็กน้อย (3 วัน) และมีการตอบสนองต่อมาหลังเหตุการณ์อีก 3 วัน เป็นที่น่าสังเกตว่าในช่วงหลังเหตุการณ์นั้นการตอบสนองต่อข่าวการจ่ายเงินปันผลได้ปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่าการตอบสนองในช่วงการจ่ายเงินปันผลนั้นเกิดการตอบสนองที่เกินปกติ (Overreaction) ต่อข่าวการจ่ายเงินปันผล ผลการวิเคราะห์ที่ได้นี้จึงเป็น การสนับสนุนสมมติฐานข้อที่สองที่ได้กำหนดไว้ว่าข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นข่าวที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์

เมื่อได้จำแนกข่าวการจ่ายเงินปันผลออกเป็นสองกลุ่มตามทิศทางของสัญญาณการจ่ายเงินปันผลแล้วได้พบว่าผลตอบแทนของข่าวการจ่ายเงินปันผลนั้นมีความสอดคล้องกันกับทิศทางของสัญญาณการจ่ายเงินปันผลอย่างเห็นได้ชัด จากตารางที่ 12 ซึ่งจำแนกข่าวการจ่ายเงินปันผลเป็นสองทิศทางคือ Panel a) เป็นข่าวการจ่ายเงินปันผลที่ให้สัญญาณในทิศทางบวกกล่าวคือเป็นสัญญาณการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่าคาดการณ์เงินปันผล และ Panel b) เป็นข่าวการจ่ายเงินปันผลที่ให้สัญญาณในทิศทางลบคือจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าค่าคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ จะเห็นได้ว่าในตารางที่ 12 Panel a) นั้นผลตอบแทนในช่วงที่มีการจ่ายเงินปันผลมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยในช่วง t-2 ถึง t+2 นั้นผลตอบแทนผิดปกติสะสม(AR) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ .0171 และในช่วง (t-1 ถึง t+1) ผลตอบแทนผิดปกติสะสมมีค่าเท่ากับ .0148 และมีค่า t statistics ที่ 6.62 และ 7.24 ตามลำดับ นอกจากนั้นยังได้พบว่าช่วง 3 วันก่อนเหตุการณ์ (t-5 ถึง t-2) และช่วง 3 วันหลังจากเหตุการณ์ (t+2 ถึง t+5) นั้น ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนก็ยังคงมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกันโดยที่ ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนในช่วงสามวันก่อนเหตุการณ์มีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนผิดปกติสะสมที่ .0040 (ค่า t-statistics เท่ากับ 2.18) และค่าเฉลี่ยผลตอบแทนในช่วงสามวันหลังจากเหตุการณ์มีค่าเท่ากับ 0.0048 (ค่า t-statistics เท่ากับ 2.14)

[ตารางที่ 12] หน้า 74-75

ผลการวิจัยในตารางที่ 12 Panel b) ก็ได้แสดงถึงการปรับตัวของผลตอบแทนที่ตอบสนองต่อข่าวการจ่ายเงินปันผลในทิศทางลบ ในช่วงเหตุการณ์ 5 วันรอบการจ่ายเงินปันผล (t-2 ถึง t+2) นั้นผลตอบแทนผิดปกติสะสม (AR) มีค่าเท่ากับ -.0054 (t-statistics เท่ากับ -2.08) และในช่วงเหตุการณ์ 3 วันรอบเหตุการณ์มีค่าผลตอบแทนผิดปกติสะสมเท่ากับ -.0042 (t-statistics เท่ากับ -2.17) และเมื่อพิจารณาผลตอบแทนในช่วงหลังเหตุการณ์พบว่าผลตอบแทนผิดปกติสะสมมีค่าเป็นลบอย่างมี

นัยสำคัญเฉพาะในช่วงสามวันหลังเหตุการณ์ (t+2 ถึง t+5) โดยที่มีค่าผลตอบแทนผิดปกติสะสมเท่ากับ -0.0126 (t-statistics เท่ากับ -4.23)

ผลการวิจัยในตารางที่ 12 นี้จึงสนับสนุนการทดสอบสมมติฐาน H3 ที่กล่าวไว้ในบทที่สามและสนับสนุนถึงข้อสรุปจากงานวิจัยที่กล่าวว่าสัญญาณเงินปันผลที่สมบูรณ์นั้นเป็นความแตกต่างของเงินปันผลกับคาดการณ์เงินปันผล

ประเด็นที่น่าสนใจอีกประเด็นในที่นี้คือการที่ขนาดของผลตอบแทนในกรณีทั้งสองมีการเปลี่ยนแปลงที่แตกต่างกันอย่างเห็นได้ชัดหลังจากที่มีการจ่ายเงินปันผล กล่าวคือในกรณีที่จ่ายเงินปันผลสูงกว่าคาดการณ์หรือการส่งสัญญาณในทิศทางบวกนั้นภายหลังเหตุการณ์พบว่าผลตอบแทนผิดปกติสะสมมีค่าลดลงอย่างเห็นได้ชัด (จาก 0.0148 มาเป็น 0.0048) แต่ในกรณีที่เป็นการส่งสัญญาณในทิศทางลบกลับพบว่าหลังจากการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นได้ปรับลดลงไปอีกขึ้น (จาก -0.0042 เป็น -0.0126) ผลการวิจัยนี้สามารถกล่าวได้ว่าการตอบสนองต่อข่าวการจ่ายเงินปันผลในทิศทางที่เป็นบวกนั้นมีลักษณะของการตอบสนองเกินจริง (Overreaction) ตามที่ได้กล่าวข้างต้น

รูปที่ 1 (หน้า 76) ได้แสดงให้เห็นถึงการตอบสนองของตลาดที่มีต่อข่าวการจ่ายเงินปันผลในทิศทางบวกและทิศทางลบซึ่งจะเห็นได้ชัดว่าการตอบสนองดังกล่าวสอดคล้องกับการส่งสัญญาณเงินปันผลตามข้อสรุปข้างต้น

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผลการวิจัย

นโยบายเงินปันผลถือเป็นนโยบายสำคัญในการดำเนินงานด้านการเงินของกิจการ ประเด็นการวิจัยที่เกี่ยวข้องกับนโยบายเงินปันผลนั้นเป็นที่ทราบดีว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นปริศนาที่ทำให้นักวิจัยต่างๆพยายามหาคำตอบที่ชัดเจนเกี่ยวข้องกับเงินปันผล ประเด็นสำคัญในปริศนาเงินปันผล (Dividend Puzzle) ที่ทราบกันดีคือ การจ่ายเงินปันผลนั้นเป็นที่ต้องการของนักลงทุนหรือไม่ ที่กล่าวเช่นนี้ก็เพราะการจ่ายเงินปันผลนั้นเป็นสิ่งที่เป็นได้ทั้งประโยชน์ (เช่นทำให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนเป็นเงินในขณะนั้น) หรือการไม่จ่ายเงินปันผลก็เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนเช่นเดียวกัน (เช่นทำให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนในรูปกำไรจากราคาที่เพิ่มขึ้น) ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลจึงเป็นคำถามสำหรับกิจการว่าควรจ่ายเงินปันผลหรือไม่ ถ้าจ่ายเงินปันผลแล้วจะจ่ายเป็นจำนวนเท่าไร หรือสรุปเป็นประเด็นสำคัญได้ว่าการจ่ายเงินปันผลนั้นมีความสัมพันธ์กันกับมูลค่าของกิจการหรือไม่ ในการวิจัยเชิงทฤษฎี (Theoretical Research) โดย Modigliani and Miller (1961) ได้เสนอทฤษฎีที่สำคัญว่าการจ่ายเงินปันผลนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการภายใต้สมมติฐานที่กำหนดให้ตลาดทุนเป็นตลาดสมบูรณ์ที่ไม่มีภาษีใดๆมาเกี่ยวข้อง ไม่มีปัญหาตัวแทน และไม่มีปัญหาด้านความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างกิจการและนักลงทุน (นักลงทุนรู้ข้อมูลเท่ากันกับที่กิจการรู้) แนวคิดทฤษฎีของ Modigliani and Miller (1961) ได้รับความสนใจและทดสอบกันอย่างกว้างขวางในการวิจัยลำดับต่อมา ในอีกด้านหนึ่ง Lintner (1956) ก็ได้เสนอแนวคิดที่เป็นรากฐานของการวิจัยในกลุ่มที่เรียกว่า การส่งสัญญาณของเงินปันผล (Dividend Signaling) ซึ่งเสนอว่าการจ่ายเงินปันผลนั้นเป็นเครื่องมือของผู้บริหารในการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนรู้ว่ากิจการมีผลการดำเนินงานเป็นอย่างไร

แนวคิดของ Lintner (1956) สรุปได้ว่าการจ่ายเงินปันผลนั้นเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ และการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจะสะท้อนให้เห็นถึงการที่กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ในทางตรงข้ามการจ่ายเงินปันผลลดลงจะสะท้อนถึงการที่กิจการมีผลการดำเนินงานที่ลดลง ผลที่ตามมาก็คือการจ่ายเงินปันผลของกิจการจะมีความหนืด (Sticky of Dividend) หรือค่อนข้างมีเสถียรภาพเมื่อเทียบกับผลกำไรที่ทำได้ซึ่งมีความผันผวนมากกว่า สาเหตุที่เป็นเช่นนี้ก็เพราะการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นนั้นทำให้นักลงทุนมองว่ากิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นจึงลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทมากขึ้นแต่ถ้าเมื่อใดที่กิจการลดการจ่ายเงินปันผลลงนักลงทุนจะทราบทันทีว่ากิจการนั้นกำลังมีผลการดำเนินงานลดลง ดังนั้นเพื่อป้องกันที่จะไม่ต้องลดการจ่ายเงินปันผลในอนาคตลง (ซึ่งจะทำให้ราคาหุ้นของกิจการลดลง) กิจการโดยทั่วไปจึงจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นเมื่อมีความมั่นใจว่าผลประกอบการที่เพิ่มขึ้นนั้นจะมีเสถียรภาพและจะไม่ลดต่ำในอนาคต การจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจึงเป็นเหมือนสัญญาณให้กับนักลงทุนทราบถึงผลประกอบการในอนาคตของกิจการ ประการที่สำคัญในตัวแบบของ Lintner (1956) ก็คือกิจการจะไม่สามารถสร้างสถานการณ์ขึ้นมาเองได้ กล่าวคือจะไม่สามารถจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นได้ถ้าหากไม่สามารถมีผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้น การจ่ายเงินปันผลจึงเป็นสัญญาณที่ไม่สามารถลอกเลียนได้ การวิจัยในกลุ่มนี้ได้ทดสอบถึงความสามารถในการส่งสัญญาณต่อผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการผ่านการจ่ายเงินปันผล เช่นถ้าหากจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจะมีผลอย่างไรต่อผลการดำเนินงานที่วัดด้วยกำไร หรือถ้าจ่ายเงินปันผลลดลงจะมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างไร ตัวอย่างงานวิจัยในกลุ่มนี้เช่น งานวิจัยของ Bhattacharya (1979), John and Williams (1985)อย่างไรก็ตามมีงานวิจัยหลายชิ้นที่ได้ผลในทิศทางตรงข้ามเช่น งานวิจัยของ Watts (1973), Gonedes (1978) และ Benartzi, Michaely and Thaler (1997) ซึ่งพบว่าเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นนั้นไม่มีความสัมพันธ์กับกำไรในอนาคตแต่กลับมีผลต่อกำไรที่ผ่านมาและมีผลต่อกำไรในปัจจุบันของธุรกิจ ผลที่ได้จากงานวิจัยกลุ่มนี้ทำให้ได้ข้อเสนอว่าระดับการ

จ่ายเงินปันผลเป็นข้อมูลที่ตามมา (Lagging) ของข้อมูลผลกำไรมากกว่าที่จะเป็นข้อมูลบ่งบอก (Leading) ผลกำไรในอนาคต

การวิจัยนี้ได้มีวัตถุประสงค์สองประการคือการทดสอบถึงความสามารถในการเป็นสัญญาณถึงผลประกอบการในอนาคตของกิจการของเงินปันผลและการทดสอบถึงการตอบสนองต่อข่าวการจ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์ การวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์ประการแรกนั้นในการวิจัยครั้งนี้ได้นำเสนอวิธีการใช้สัญญาณเป็นการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากการคาดการณ์เงินปันผลจากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์แทนที่จะเป็นการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลเทียบกับอดีตเหมือนในงานวิจัยก่อนหน้านี้ เหตุผลสำคัญในการใช้ตัวแปรดังกล่าวเป็นสัญญาณเงินปันผลเนื่องจากการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือลดลงนั้นไม่สามารถจะมองในมิติของระดับเงินปันผลในอดีตได้แต่น่าที่จะประเมินจากศักยภาพที่เพิ่มขึ้น (หรือลดลง) ด้วย ดังนั้นระดับเงินปันผลในอดีตจึงเป็นสัญญาณที่ไม่ครบถ้วน (Incomplete Signal) แต่เมื่อใช้ค่าคาดการณ์ของการจ่ายเงินปันผลจากนักวิเคราะห์ซึ่งมักจะรวมระดับการจ่ายเงินปันผลในอนาคตไปด้วยแล้วความแตกต่างจากค่าพยากรณ์เงินปันผลจึงเป็นสัญญาณที่ครบถ้วนมากกว่า เช่นการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากที่นักวิเคราะห์ในตลาดคาดการณ์ไว้จะเป็นสัญญาณที่ชัดเจนว่ากิจการเชื่อมั่นว่าผลประกอบการในอนาคตจะดีขึ้น หรือการที่จ่ายเงินปันผลต่ำกว่าที่มีการคาดการณ์จากนักวิเคราะห์จึงเป็นการสะท้อนให้เห็นว่ากิจการมีผลการดำเนินงานที่ต่ำลง ในทำนองเดียวกันกับแบบจำลอง Lintner (1956) สัญญาณเงินปันผลตามความแตกต่างจากการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์ก็ได้เป็นสัญญาณทีไม่สามารถลอกเลียนได้จากบริษัทอื่นๆที่ไม่ได้มีผลการดำเนินงานเป็นไปตามทิศทางของสัญญาณกล่าวคือกิจการที่ผลการดำเนินงานต่ำก็จะไม่สามารถจ่ายผลตอบแทนได้สูงกว่าคาดการณ์เนื่องจากจะทำให้มูลค่ากิจการต่ำลง

การทดสอบวัตถุประสงค์ของการตอบสนองของตลาดที่มีต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นเป็นการศึกษาตามแนวทางของการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) โดยการพิจารณาการประกาศ

จ่ายเงินปันผล (วันประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อประกาศจ่ายเงินปันผล) เป็นวันเกิดเหตุการณ์และทดสอบผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนตลาดหลักทรัพย์เป็นดัชนีชี้วัดการตอบสนองต่อข่าวหรือเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลซึ่งได้ทดสอบผลตอบแทนในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลและช่วงหลังจากที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล พร้อมทั้งทดสอบการตอบสนองต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งในกรณีที่จ่ายเงินปันผลสูงกว่าคาดการณ์ (Positive Surprise) และจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าคาดการณ์ (Negative Surprise)

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้มีข้อมูลสำคัญคือข้อมูลการพยากรณ์เงินปันผลที่ได้คาดการณ์จากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในบริษัทหลักทรัพย์ต่างๆ ข้อมูลดังกล่าวได้ถูกรวบรวมไว้ในฐานข้อมูล Institution Broker Estimated System (I/B/E/S) และจัดจำหน่ายโดยบริษัท Thomson ประเทศสิงค์โปร์ ถือได้ว่าข้อมูลดังกล่าวเป็นข้อมูลที่มีความน่าเชื่อถือและมีการใช้ในงานวิจัยกันทั่วโลก นอกจากนี้ยังได้ใช้ข้อมูลอื่นที่เกี่ยวข้องจากฐานข้อมูล DATASTREAM ที่อยู่ในศูนย์การเงินและการลงทุน มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ผลการวิจัยสามารถที่จะสรุปได้ว่า

1. ข้อมูลการพยากรณ์การจ่ายเงินปันผลที่มีอยู่ในฐานข้อมูล I/B/E/S มีข้อมูลทั้งหมด 356 บริษัท ซึ่งคิดเป็นร้อยละของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดเท่ากับ 79.29 เมื่อจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมพบว่าจำนวนบริษัทที่มีการพยากรณ์การจ่ายเงินปันผลสูงสุดอยู่ในกลุ่ม Finance (ร้อยละ 23.60)
2. จำนวนบริษัทที่ได้รับการประเมินจากนักวิเคราะห์นั้นเพิ่มขึ้นและลดลงตามการเปลี่ยนแปลงตามภาวการณ์ทางเศรษฐกิจ ตัวอย่างเช่นในปี ค.ศ. 1997 ที่ได้เกิดวิกฤตการเงินและมีผลต่อเนื่องมาอีก 2 ถึง 3 ปี หลังจากนั้นภาวะเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นมาอีกครั้ง และจำนวนบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการพยากรณ์ข้อมูลเงินปันผลต่อหุ้นเพิ่มขึ้นมาอีกครั้ง

3. การแจกแจงข้อมูลการจ่ายเงินปันผลเป็นรายปีแสดงให้เห็นถึงลักษณะของการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่ได้มีข้อมูลการพยากรณ์เงินปันผลทั้ง 449 ครั้งโดยนับตั้งแต่ปี 1994 ถึงปี 2004 โดยที่ข้อมูลนี้เป็นเพียงส่วนหนึ่งของบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการพยากรณ์และเผยแพร่อยู่ในฐานข้อมูล จะเห็นได้ว่าจำนวนครั้งของการจ่ายเงินปันผลเกิดขึ้นมากที่สุดในช่วงระยะที่ผ่านมาคือการจ่ายเงินปันผล 11ครั้ง บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลมีจำนวนเท่ากับ 93 คิดเป็นร้อยละ 20.71 ส่วนใหญ่แล้วจำนวนบริษัทที่จ่ายเงินปันผลจะจ่ายเงินปันผล 3 ครั้งซึ่งมีบริษัททั้งหมดเท่ากับ 123 บริษัท และคิดเป็นร้อยละ 27.29 จากค่าความถี่สะสมทำให้เห็นพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลได้ว่าการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยส่วนใหญ่ยังมีความไม่สม่ำเสมออยู่
4. ข้อมูลการพยากรณ์ที่ไกลตัวออกไปนั้นจะมีจำนวนลดน้อยลง โดยที่การพยากรณ์ล่วงหน้าไป 1 ปีนั้นจะมีจำนวนมากที่สุด
5. จำนวนข้อมูลที่ค่าเงินปันผลจ่ายจริงต่ำกว่าค่าที่พยากรณ์ (Negative Surprise) จะเป็นกลุ่มที่มีจำนวนสูงที่สุด และข้อมูลที่เงินปันผลที่จ่ายจริงสูงกว่าค่าพยากรณ์ (Positive Surprise) มีจำนวนที่รองลงมา และจำนวนข้อมูลที่มีค่าเงินปันผลจ่ายน้อยกว่าค่าพยากรณ์เงินปันผลจะลดลงเมื่อการพยากรณ์ใกล้วันที่จ่ายเงินปันผลมากขึ้น
6. ในกรณีที่ผลประกอบการของกิจการเป็นไปในทิศทางลบ (จ่ายเงินปันผลต่ำกว่าคาดการณ์) กิจการมีความโน้มเอียงมากกว่าที่จะจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าที่คาดการณ์ได้มากหรืออาจกล่าวอีกอย่างหนึ่งได้ว่ากิจการจะมีความกล้าที่จะจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าที่พยากรณ์มากกว่าในกรณีทีผลการดำเนินงานดีเกินคาดหมาย (จ่ายเงินปันผลสูงกว่าคาดการณ์) ในทางตรงข้ามถ้าผลการดำเนินงานสูงกว่าคาดการณ์จากนักวิเคราะห์ไว้นั้นกิจการจะจ่ายเงินปันผลสูงกว่าที่ได้

คาดการณ์ไม่มากนัก จึงเรียกปรากฏการณ์ลักษณะนี้ได้ว่าเป็น ‘ความอสมมาตรของสัญญาณการจ่ายเงินปันผล’ (Asymmetric of Dividend Signaling)

7. จากการทดสอบสมมติฐานตามแนวคิดการส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผล (H1) ด้วยสมการถดถอยจะเห็นได้ว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระที่สะท้อนถึงสัญญาณการจ่ายเงินปันผล (β_1) มีค่าเป็นบวกและมีนัยสำคัญเท่ากับ 0.167 (ระดับนัยสำคัญ .05) จึงเป็นการสนับสนุนแนวคิดของเงินปันผลที่เป็นสัญญาณต่อผลประกอบการในอนาคตของกิจการได้ และยังสนับสนุนการใช้การจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์เป็นสัญญาณของผลประกอบการในอนาคตตามแนวคิดที่ได้นำเสนอในการวิจัยนี้ด้วย และเมื่อได้ทดสอบซ้ำตามแนวคิดเดิมซึ่งใช้การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากระดับที่เคยจ่ายในงวดก่อนเป็นตัวแปรแสดงสัญญาณเงินปันผลกลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัญญาณเงินปันผล (ตามแนวคิดเดิม) กับผลประกอบการในอนาคต ดังนั้นผลการวิจัยจึงเสนอแนวคิดที่ใหม่ได้ว่าการใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเป็นตัวแทนสัญญาณผลประกอบการในอนาคตนั้นเป็นสัญญาณที่ไม่ครบถ้วน (Incomplete Signal) และการใช้สัญญาณที่เป็นการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากค่าพยากรณ์จากนักวิเคราะห์จะเป็นสัญญาณที่ครบถ้วน (Complete Signal)
8. ข่าวการจ่ายเงินปันผลในภาพรวมเป็นข่าวสารที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในช่วงเวลาการประกาศจ่ายเงินปันผล ผลวิจัยนี้จึงได้สนับสนุนการทดสอบสมมติฐาน *H.2* ที่กล่าวไว้ข้างต้นว่า*การประกาศจ่ายเงินปันผลของกิจการมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นของกิจการในวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผลนั้น*
9. การเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลมีความสอดคล้องกับทิศทางความแตกต่างของการจ่ายเงินปันผลกับค่าพยากรณ์โดยที่ผลตอบแทนเฉลี่ย (ราคาหลักทรัพย์) จะสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญหากการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าค่าพยากรณ์เงินปันผล

และผลตอบแทนเฉลี่ยจะต่ำลงอย่างมีนัยสำคัญถ้าการจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าค่าพยากรณ์เงินปันผล ผลการวิจัยในข้อนี้จึงได้สนับสนุนสมมติฐาน *H3* ที่กล่าวไว้ว่า *ความแตกต่างระหว่างตัวเลขการจ่ายเงินปันผลจริงกับการจ่ายเงินปันผลที่พยากรณ์ไว้มีผลต่อราคาหุ้นในช่วงเวลาที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล ถ้าความแตกต่างระหว่างเงินปันผลที่จ่ายจริงกับค่าพยากรณ์ที่เป็นบวก (Positive Surprise) จะทำให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมเพิ่มสูงขึ้นหลังจากการประกาศจ่ายเงินปันผล และถ้าความต่างระหว่างเงินปันผลที่จ่ายจริงกับค่าพยากรณ์เป็นลง (Negative Surprise) จะทำให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสะสมต่ำลงหลังจากประกาศจ่ายเงินปันผล*

10. จากผลการวิจัยที่พบ‘ความอสมมาตรของสัญญาณการจ่ายเงินปันผล’ประกอบกับผลการวิจัยในการทดสอบผลตอบแทนในช่วงเหตุการณ์การจ่ายเงินปันผลทำให้เห็นภาพได้ว่าความแรงของสัญญาณการจ่ายเงินปันผลในทางบวก (การจ่ายเงินปันผลที่เกินจากคาดหมาย) ที่วัดด้วยการเปลี่ยนแปลงราคาหรือผลตอบแทนช่วงการจ่ายเงินปันผล จะมีมากกว่าความแรงของสัญญาณการจ่ายเงินปันผลทางลบ (การจ่ายเงินปันผลที่ต่ำกว่าคาดหมาย) ถึงแม้ว่าค่าเฉลี่ยของระดับความแตกต่างจากการคาดการณ์ในทางบวก (ค่าเฉลี่ยการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าคาดการณ์) จะต่ำกว่าค่าเฉลี่ยความแตกต่างจากการคาดการณ์ในทางลบ (ค่าเฉลี่ยการจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าคาดการณ์) ก็ตาม ผลการวิจัยนี้ทำให้เห็นว่าปฏิกิริยาในทางบวกของตลาดต่อข่าวสัญญาณเงินปันผลในทางบวกนั้นแรงมากกว่าปฏิกิริยาในทางลบของข่าวเงินปันผลจึงทำให้ผู้บริหารสามารถที่จะจ่ายเงินปันผลได้สูงกว่าการคาดการณ์เพียงเล็กน้อยก็สามารถส่งสัญญาณให้ตลาดรับรู้ถึงผลประกอบการในอนาคตได้

จากผลการวิจัยที่ได้กล่าวไปข้างต้นจะเห็นได้ว่างานวิจัยนี้ได้ชี้ถึงความสำคัญของการจ่ายเงินปันผลในการเป็นเครื่องมือการส่งสัญญาณของผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการซึ่งเป็นการสนับสนุนทฤษฎีสำคัญทางการเงินคือทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผล โดยนัยของทฤษฎีและจากการวิจัยนี้ได้ข้อสรุปว่าการจ่ายเงินปันผลนั้นสามารถที่จะบ่งบอกถึงผลการดำเนินงานของกิจการในอนาคตได้ อย่างไรก็ตามประเด็นที่ได้ค้นพบและได้นำเสนอในงานวิจัยนี้คือสัญญาณที่เกิดจากเงินปันผลนั้นคือการจ่ายเงินปันผลให้เกิดความแตกต่างจากที่ได้วิเคราะห์และพยากรณ์โดยนักวิเคราะห์ซึ่งถือได้ว่าเป็นการคาดการณ์จากตลาดทุน การจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่าที่ได้รับการพยากรณ์นั้นเป็นการชี้ให้เห็นถึงความมั่นใจของผู้บริหารในบริษัทต่อผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งวัดโดยกำไรต่อหุ้นในอนาคตหลังการจ่ายเงินปันผล และการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำกว่าที่นักวิเคราะห์พยากรณ์นั้นแสดงให้เห็นถึงการที่ผู้บริหารในบริษัทคาดการณ์ในทางลบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตหลังการจ่ายเงินปันผล สัญญาณเงินปันผลที่เกิดจากความแตกต่างจากค่าพยากรณ์เงินปันผลนั้นจึงเรียกได้ว่าเป็นเครื่องมือการจ่ายเงินปันผลที่สมบูรณ์ (Complete Dividend Signaling) การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลทีสมบูรณ์ตามความหมายนี้จึงหมายถึงการที่ผู้บริหารได้พิจารณาทั้งการจ่ายเงินปันผลที่ผ่านมาและพิจารณาทั้งภาวการณ์เศรษฐกิจที่เข้ามากระทบผลการดำเนินงานของกิจการ การเปลี่ยนแปลงเงินปันผลจากที่เคยจ่ายในอดีตแต่เพียงประการเดียวนั้นจึงไม่ได้เป็นการสะท้อนภาวการณ์ทางเศรษฐกิจในขณะปัจจุบันจึงเรียกได้ว่าเป็นเครื่องมือการจ่ายเงินปันผลที่ไม่สมบูรณ์ (Incomplete Dividend Signaling)

การวิจัยนี้ยังได้ชี้ถึงการตอบสนองของนักลงทุนที่มีต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลว่าในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้น ผลตอบแทนส่วนเกินจากผลตอบแทนของตลาดโดยเฉลี่ยของหุ้นที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลมีการเปลี่ยนแปลงสูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และยังพบว่าการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างไปจากการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์นั้น ตลาดได้รับรู้และปรับตัวตามทิศทางของความแตกต่างดังกล่าว

การประยุกต์ใช้ผลการวิจัยในทางปฏิบัติ

นโยบายเงินปันผลนั้นถือได้ว่าเป็นนโยบายที่สำคัญของบริษัทจดทะเบียนและเป็นข้อมูลสำคัญสำหรับนักลงทุนในตลาดทุนต่อตลาดทุน การศึกษาที่เกี่ยวข้องกับนโยบายเงินปันผลและผลของการจ่ายเงินปันผลต่อราคาหลักทรัพย์จึงเป็นเรื่องสำคัญที่ควรได้ศึกษาสำหรับตลาดทุนไทย ผลการวิจัยนี้สามารถใช้เป็นข้อมูลสนับสนุนทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผลซึ่งอธิบายว่าบริษัทหลักทรัพย์สามารถแสดงฐานะหรือผลประกอบการของบริษัทตนเองได้โดยการสื่อผ่านการจ่ายเงินปันผล ดังนั้นสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีฐานะการดำเนินงานที่ดีและผู้บริหารเชื่อมั่นว่าผลประกอบการของกิจการในอนาคตจะดีขึ้นอย่างเด่นชัด ผู้บริหารของบริษัทสามารถที่จะเลือกสื่อสารกับผู้ลงทุนให้เห็นว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะสูงขึ้นด้วยการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นจากที่นักวิเคราะห์คาดการณ์ไว้ การจ่ายเงินปันผลให้สูงกว่าที่นักวิเคราะห์คาดการณ์เป็นเครื่องมือชี้หรือแสดงให้นักลงทุน (ซึ่งไม่สามารถทราบข้อมูลผลการดำเนินงานได้ดีเท่ากับผู้บริหารภายในกิจการ) เห็นได้ชัดเจนถึงความเชื่อมั่นของผู้บริหารที่มีต่อผลประกอบการในอนาคต ผลการวิจัยนี้บ่งบอกแนวปฏิบัติที่เคยดำเนินการไว้ว่าการจ่ายเงินปันผลสูงขึ้นกว่าเดิมที่จ่ายนั้นไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการหรือกำไรในอนาคต ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นกว่าที่เคยจ่ายนั้นจึงไม่ได้เป็นเป็นสัญญาณที่ชัดเจนเพียงพอ แต่สำหรับกิจการที่ผู้บริหารคาดการณ์ไว้ว่าผลประกอบการในอนาคตจะไม่ได้สูงขึ้น การจ่ายเงินปันผลสูงกว่าคาดการณ์เป็นการทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้นได้ในระยะสั้นและถ้าบริษัทต้องลดเงินปันผลลงอย่างมากในอนาคตจะทำให้มูลค่าของกิจการลดลงอย่างรุนแรงมาก (Lintner (1965)) ดังนั้นสำหรับกิจการที่ผลการดำเนินงานไม่ได้อยู่ในเกณฑ์ดีแล้วการจ่ายเงินปันผลตามคาดการณ์ (ต่ำลงหรือคงที่) ก็เป็นการแจ้งให้นักลงทุนเข้าใจฐานะการดำเนินงานที่แท้จริงได้ กล่าวโดยสรุปการใช้เงินปันผลเป็นเครื่องมือบ่งบอกผลการดำเนินงานของกิจการนั้น ผู้บริหารควรสื่อสารให้ตรงกับข้อมูลผลการดำเนินงานที่เป็นจริงเพราะจะทำให้เกิดการ

เปลี่ยนแปลงมูลค่าของกิจการได้สอดคล้องกับข้อเท็จจริงของการดำเนินงาน การสื่อสารที่ผิดไปจากข้อเท็จจริงจะเป็นผลเสียในระยะยาวต่อทั้งกิจการและต่อนักลงทุน

สำหรับนักลงทุนแล้วผลการวิจัยนี้สามารถที่จะนำไปใช้ประเมินได้ว่ากิจการใดที่จะมีผลการดำเนินงานในอนาคตที่ดีขึ้น โดยการพิจารณาระดับการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นกว่าค่าคาดการณ์เงินปันผลของนักวิเคราะห์จะทำให้ทราบได้ว่ากิจการที่จ่ายเงินปันผลสูงกว่าคาดการณ์เงินปันผลจากนักวิคราะห์จะเป็นกิจการที่ผู้บริหารมีความมั่นใจในผลการดำเนินงานที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ในทำนอนเดียวกัน กิจการที่จ่ายเงินปันผลลดลงต่ำกว่าคาดการณ์ของนักวิเคราะห์จะบอกได้ว่าผู้บริหารตระหนักถึงความตกต่ำของผลการดำเนินงานในอนาคตจึงสะท้อนออกมาในรูปของความสามารถในการจ่ายเงินปันผลได้ต่ำลง

อย่างไรก็ตามผลการวิจัยนี้ยังเป็นงานวิจัยในระดับขั้นต้นของการศึกษาในเรื่องเงินปันผล ผู้วิจัยเลือกใช้เครื่องมือวิจัยในรูปแบบอย่างง่ายเพื่อชี้ถึงความสัมพันธ์ ดังนั้นผู้ลงทุนหรือบริษัทจดทะเบียนควรต้องประยุกต์ใช้ผลการศึกษานี้ด้วยความระมัดระวัง ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในส่วนต่อไปนั้นควรที่จะได้วิจัยต่อไปถึงความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลและผลประกอบการในแง่มุมต่างโดยใช้ระเบียบวิธีวิจัยอื่นจะทำให้สามารถทดสอบยืนยันผลการวิจัยนี้ได้ต่อไป เช่น การทดสอบด้วยวิธีการ Simultaneous Equation

References

Benartzi, S., R. Michaely., and R. Thaler. 1997. Do Changes in Dividends Signal the Futures or the Past? The Journal of Finance: 1007-1034.

Bhatacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and "the bird in the hand fallacy, Bell Journal of Economics 10: 259-270.

Brennan, M. 1970. Taxes, Market Valueation and Corporate Financial Policy. National Tax Journal: 417-427.

Crutchley, C., and R. Hansen. 1989. A test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. Financial Management: 36-46.

DeAngelo, H. 1991. Payout Policy an d Tax Deferral. Journal of Finance: 357-368.

DeAngelo, H. and R. Masulis. 1980. Leverage and Dividend Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation. Journal of Finance: 357-368.

Easterbrook, F. H. 1984. Two Agency Costs Explanations of Dividends. American Economic Review: 650-659.

Fama, E. 1974. The Empirical Relationships between Dividend and Investment Decisions of Firms. Amierican Economic Review: 304-318.

Gonedes, N. 1978. Corporate Signaling, External Accounting and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends Income and Extraordinary Items. Journal of Accounting Research: 26-79.

Higgins, R. 1972. The Corporate Dividend-Saving Decision. Journal of Financial and Quantitative Methods: 1527-1541.

Jensen, M., and W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. Journal of Financial Economics3: 305-360.

John, K., and J. Williams, 1985. Dividends, Dilution, and Taxes: A signaling Equilibrium, Journal of Finance 40:1053-1070.

Koch, A. S., and A. M. Sun. 2004. Dividend Changes and the Persistence of Past Earnings Changes. The Journal of Finance 2093 – 2116.

Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. American Economic Review 46: 97-113.

Litzenberger, R., and K. Ramaswamy. 1979. The Effect of Personal Taxes and Dividends, Retained Earnings and Taxes. American Economic Review: 97-113.

Long, J. 1978. The Market Valuation of Cash Dividends: A Case to Consider. Journal of Financial Economics: 163-196.

Miller, M., and F. Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. Journal of Business 34:411-433.

Miller, M., and K. Rock. 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. Journal of Finance 40: 1031:1051.

Modigliani, F., and M. Miller. 1958. The Cost of Capital Corporation Finance, and the Theory of Investment. American Economic Review 48: 261-297.

Ross, S.A. 1977. The Determination Financial Structure : The Incentive – Signaling Approach. Bell Journal of Economics : 23-40.

Rozeff, M. 1982. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Pay out Ratios. Journal of Financial Research: 249-259.

Smith, C., and J. Warner. 1979. On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. Journal of Financial Economics: 117-161.

Titman, S., and R. Wessels. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. Journal of Finance:1-19.

Watts, R. 1973. The Information Content of Dividends . Journal of Business 46: 191-211.

ตารางที่ 1 แสดงลักษณะของข้อมูลบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลการพยากรณ์การจ่ายเงินปันผลโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม

Sector (IBES)*	Total no. of Listed Firms	%	No. of Covered Firms	%	As a % of Listed Firms
Finance	100	22.27	84	23.60	84.00
Health Care	9	2.00	8	2.25	88.89
Consumer non-Durables	77	17.15	68	19.10	88.31
Consumer Services	74	16.48	62	17.42	83.78
Consumer Durables	16	3.56	10	2.81	62.50
Energy	10	2.23	7	1.97	70.00
Transportation	8	1.78	8	2.25	100.00
Technology	25	5.57	16	4.49	64.00
Basic Industries	52	11.58	37	10.39	71.15
Capital Goods	62	13.81	47	13.20	75.81
Public Utilities	16	3.56	9	2.53	56.25
TOTAL	**449**	**100.00**	**356**	**100.00**	**79.29**

*จำแนกกลุ่มอุตสาหกรรมตามฐานข้อมูล I/B/E/S

ตารางที่ 2 ข้อมูลพยากรณ์กำไรต่อหุ้นจำแนกตามปีตั้งแต่ปี 1994 ถึงปี 2004

Year	No. of Listed Firms	%	No. of Covered Firms	%	As a % of Listed Firms
1994	389	8.65	268	21.44	68.89
1995	416	9.25	282	22.56	67.79
1996	454	10.09	244	19.52	53.74
1997	431	9.58	33	2.64	7.66
1998	418	9.29	17	1.36	4.07
1999	392	8.71	18	1.44	4.59
2000	381	8.47	47	3.76	12.34
2001	382	8.49	58	4.64	15.18
2002	389	8.65	104	8.32	26.74
2003	407	9.05	135	10.80	33.17
2004	439	9.76	44	3.52	10.02

ตารางที่ 3 สถิติของการจ่ายเงินปันผลที่ผ่านมาของบริษัทจดทะเบียน

จากหัวตาราง ความถี่หมายถึงในช่วงเวลาทดสอบ (1994 – 2004) นั้นมีจำนวนการจ่ายเงินปันผลเป็นกี่ครั้ง จน.บริษัทหมายถึงบริษัทที่มีความถี่ของการจ่ายเงินปันผลดังกล่าว และค่าจน.สะสมหมายถึงค่าสะสมของจำนวนบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล ค่าร้อยละหมายถึงสัดส่วนของบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเทียบกับจำนวนบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด 449 ราย

ความถี่	จน.บริษัท	จน.สะสม	ร้อยละ	ร้อยละสะสม
จ่าย 0 ครั้ง	93	93	20.71	20,71
จ่าย 1 ครั้ง	47	140	10.47	31.18
จ่าย 2 ครั้ง	59	199	13.14	44.32
จ่าย 3 ครั้ง	123	322	27.39	71.71
จ่าย 4 ครั้ง	44	366	9.80	81.51
จ่าย 5 ครั้ง	27	393	6.01	87.52
จ่าย 6 ครั้ง	18	411	4.01	91.53
จ่าย 7 ครั้ง	19	430	4.23	95.76
จ่าย 8 ครั้ง	11	441	2.45	98.21
จ่าย 9 ครั้ง	5	446	1.11	99.32
จ่าย 10 ครั้ง	2	448	0.45	99.77
จ่าย 11 ครั้ง	1	449	0.23	100.00
TOTAL	**449**	**449**	**100.00**	**100.00**

ตารางที่ 4 ข้อมูลการพยากรณ์จำแนกตามอุตสาหกรรม

อุตสาหกรรมในตารางนี้ใช้เกณฑ์การแบ่งตามฐานข้อมูลของ I/B/E/S Total no. of listed firms หมายถึงจำนวนบริษัทจดทะเบียนรวมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย FY1, FY2, FY3 และ FY4 หมายถึงการพยากรณ์เงินปันผลต่อหุ้นไปล่วงหน้า 1 ปี 2 ปี 3 ปีและ 4 ปีตามลำดับ No. of Covered Firms หมายถึงจำนวนข้อมูลการพยากรณ์ที่ปรากฏในฐานข้อมูล

Sector (IBES)	No. of Listed Firms	%	FY1 (1-Year Forecast)			FY2 (2-Years Forecast)			FY3 (3-Years Forecast)			FY4 (4-Years Forecast)		
			No. of Covered Firms	%	As a % of Listed Firms	No. of Covered Firms	%	As a % of Listed Firms	No. of Covered Firms	%	As a % of Listed Firms	No. of Covered Firms	%	As a % of Listed Firms
Finance	100	22.27	97	22.72	97.00	88	23.47	88.00	79	23.03	79.00	26	27.08	26.00
Health Care	9	2.00	9	2.11	100.00	8	2.13	88.89	6	1.75	66.67	1	1.04	11.11
Consumer non-Durables	77	17.15	76	17.80	98.70	72	19.20	93.51	70	20.41	90.91	10	10.42	12.99
Consumer Services	74	16.48	72	16.86	97.30	68	18.13	91.89	61	17.78	82.43	15	15.63	20.27
Consumer Durables	16	3.56	15	3.51	93.75	11	2.93	68.75	8	2.33	50.00	1	1.04	6.25
Energy	10	2.23	9	2.11	90.00	7	1.87	70.00	6	1.75	60.00	6	6.25	60.00
Transportation	8	1.78	8	1.87	100.00	7	1.87	87.50	7	2.04	87.50	3	3.13	37.50
Technology	25	5.57	24	5.62	96.00	12	3.20	48.00	11	3.21	44.00	7	7.29	28.00
Basic Industries	52	11.58	48	11.24	92.31	42	11.20	80.77	40	11.66	76.92	9	9.38	17.31
Capital Goods	62	13.81	56	13.11	90.32	48	12.80	77.42	43	12.54	69.35	9	9.38	14.52
Public Utilities	16	3.56	13	3.04	81.25	12	3.20	75.00	12	3.50	75.00	9	9.38	56.25
TOTAL	**449**	**100.00**	**427**	**100.00**	**95.10**	**375**	**100.00**	**83.52**	**343**	**100.00**	**76.39**	**96**	**100.00**	**21.38**

ตารางที่ 5 ความแตกต่างของค่าพยากรณ์กับค่าจริงที่ใช้ข้อมูลการพยากรณ์แรกและข้อมูลพยากรณ์สุดท้าย

Positive Surprise หมายถึงการที่ค่าเงินปันผลจริงสูงกว่าค่าพยากรณ์ Negative Surprise หมายถึงการที่ค่าเงินปันผลที่จ่ายต่ำกว่าค่าที่พยากรณ์ ส่วน No Surprise หมายถึงการที่ค่าพยากรณ์เงินปันผลตรงกันกับเงินปันผลที่จ่ายจริง FY1, FY2, FY3 และ FY4 หมายถึงการพยากรณ์เงินปันผลไปล่วงหน้า 1 ปี 2 ปี 3 ปี และ 4 ปี ตามลำดับ First หมายถึงข้อมูลพยากรณ์ที่ปรากฏในฐานข้อมูลครั้งแรก ส่วน Last หมายถึงข้อมูลพยากรณ์ที่ปรากฏในฐานข้อมูลครั้งสุดท้าย

Type	First				Last			
	Positive Surprise	Negative Surprise	No Surprise	Total	Positive Surprise	Negative Surprise	No Surprise	Total
FY1 (1-Year Forecast)	530	740	222	1492	573	591	328	1492
(%)	(35.52)	(49.60)	(14.88)	(100.00)	(38.40)	(39.61)	(21.98)	(100.00)
FY2 (2-Years Forecast)	319	628	128	1075	356	575	144	1075
(%)	(29.67)	(58.42)	(11.91)	(100.00)	(33.12)	(53.49)	(13.40)	(100.00)
FY3 (3-Year Forecast)	182	402	100	684	190	403	91	684
(%)	(26.61)	(58.77)	(14.62)	(100.00)	(27.78)	(58.92)	(13.30)	(100.00)
FY4 (4-Year Forecast)	58	74	32	164	61	72	31	164
(%)	(35.37)	(45.12)	(19.51)	(100.00)	(37.20)	(43.90)	(18.90)	(100.00)

ตารางที่ 6 ความแตกต่างของค่าพยากรณ์กับค่าจริงที่ใช้ข้อมูลการพยากรณ์เฉลี่ย

Positive Surprise หมายถึงการที่ค่าเงินปันผลจริงสูงกว่าค่าพยากรณ์ Negative Surprise หมายถึงการที่ค่าเงินปันผลที่จ่ายต่ำกว่าค่าที่พยากรณ์ ส่วน No Surprise หมายถึงการที่ค่าพยากรณ์เงินปันผลตรงกันกับเงินปันผลที่จ่ายจริง FY1, FY2, FY3 และ FY4 หมายถึงการพยากรณ์เงินปันผลไปล่วงหน้า 1 ปี 2 ปี 3 ปี และ 4 ปี ตามลำดับ ค่า Mean หมายถึงความแตกต่างของการพยากรณ์เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของการพยากรณ์ที่ปรากฏในฐานข้อมูล

Type	**Mean**			
	Positive Surprise	**Negative Surprise**	**No Surprise**	**Total**
FY1 (1-Year Forecast)	574	755	163	1492
(%)	(38.47)	(50.60)	(10.92)	(100.00)
FY2 (2-Years Forecast)	340	642	93	1075
(%)	(31.63)	(59.72)	(8.65)	(100.00)
FY3 (3-Year Forecast)	188	429	67	684
(%)	(27.49)	(62.72)	(9.80)	(100.00)
FY4 (4-Year Forecast)	62	74	28	16[4
(%)	(37.80)	(45.12)	(17.07)	(100.00)

ตารางที่ 7 อัตราความแตกต่างระหว่างเงินปันผลที่จ่ายจริงกับค่าพยากรณ์ของเงินปันผล

จากตาราง ค่า Positive Surprise หมายถึงค่าอัตราความแตกต่างระหว่างเงินปันผลที่จ่ายจริงกับเงินปันผลที่ได้รับการพยากรณ์จากนักวิเคราะห์ $\Delta DIV_{j,t-1} = \frac{DIV_{ac,t-1} - DIV_{fc,t-1}}{DIV_{fc,t-1}}$ ที่มากกว่า 0 Negative Surprise หมายถึงค่าความแตกต่างระหว่างเงินปันผลที่จ่ายจริงกับเงินปันผลที่ได้รับการพยากรณ์จากนักวิเคราะห์ที่น้อยกว่า 0 FY1, FY2, FY3 และ FY4 หมายถึงการพยากรณ์เงินปันผลไปล่วงหน้า 1 ปี 2 ปี 3 ปี และ 4 ปี ตามลำดับ ค่า Mean หมายถึงความแตกต่างของการพยากรณ์เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของการพยากรณ์ที่ปรากฏในฐานข้อมูล

Type	Positive Surprise				Negative Surprise			
	Max	**Min**	**Average**	**SD**	**Max**	**Min**	**Average**	**SD**
FY1 (1-Year Forecast)	1.00	0.00	0.33	0.28	0.00	-16.75	-0.56	1.30
FY2 (2-Years Forecast)	1.00	0.01	0.45	0.31	0.00	-10.00	-0.99	1.46
FY3 (3-Year Forecast)	1.00	0.01	0.53	0.31	-0.01	-9.60	-1.18	1.50
FY4 (4-Year Forecast)	1.00	0.06	0.67	0.30	-0.04	-1.73	-0.57	0.46

ตารางที่ 8 ข้อมูลเชิงพรรณนาตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบสมการถดถอย

ในตารางนี้ได้แสดงสถิติของตัวแปรที่ได้นำไปทดสอบสมการถดถอย $\Delta EPS_{j,t}$ คือการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้นในปีที่ t ของบริษัท jโดยที่ตัวเลขกำไรต่อหุ้นนั้นจะได้หารด้วยกำไรต่อหุ้นในตอนต้นปีหรือ $\Delta EPS_{j,t} = \frac{EPS_{j,t} - EPS_{j,t-1}}{EPS_{j,t-1}}$, $\Delta DIV_{j,sp}$ คือขนาดความแตกต่างของเงินปันผลที่จ่ายจริง (Actual Dividend Forecasted: DIV_{ac}) กับเงินปันผลที่ได้รับการพยากรณ์ $\Delta DIV_{j,sp} = \frac{DIV_{ac,t-1} - DIV_{fc,t-1}}{\left|DIV_{fc,t-1}\right|}$, $EYS_{j,t-1}$ หมายถึงผลตอบแทนจากกำไรต่อหุ้น (Earning Yields)ที่เกิดขึ้นในปีที่ผ่านมา (t - 1) ซึ่งสามารถวัดได้โดยใช้กำไรต่อหุ้นของบริษัท j หารด้วยราคาหุ้น

Panel a) สถิติเชิงพรรณา

value	$\Delta EPS_{j,t}$	$\Delta DIV_{j,sp}$	$EYS_{j,t-1}$
mean	-0.536	0.140	0.100
Median	-0.250	0.000	0.076
Max	22.483	14.000	7.053
Min	-31.182	-1.000	-8.278
SD	2.864	1.258	0.444

Panel b) สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

ตารางแสดงค่า สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ของข้อมูล $\Delta EPS_{j,t}$, $\Delta DIV_{j,sp}$ และ $EYS_{j,t-1}$

variables	$\Delta EPS_{j,t}$	$\Delta DIV_{j,sp}$	$EYS_{j,t-1}$
$\Delta EPS_{j,t}$	1		
$\Delta DIV_{j,sp}$	0.071278	1	
$EYS_{j,t-1}$	0.008824	0.039138	1

ตารางที่ 9 ผลการทดสอบสมการถดถอยเมื่อใช้ผลต่างจากค่าพยากรณ์เงินปันผลเป็นสัญญาณ

สมการถดถอยที่ใช้ในการทดสอบคือ $\Delta EPS_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,sp} + \beta_2 EYS_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t}$ โดยที่ $\Delta EPS_{j,t}$ คือการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้นในปีที่ t ของบริษัท jโดยที่ตัวเลขกำไรต่อหุ้นนั้นจะได้หารด้วยกำไรต่อหุ้นในตอนต้นปี $\Delta DIV_{j,sp}$ คือขนาดความแตกต่างของเงินปันผลที่จ่ายจริง (Actual Dividend Forecasted: DIV_{ac}) กับเงินปันผลที่ได้รับการพยากรณ์และปรากฏอยู่ในฐานข้อมูล I/B/E/S (Forecasted Dividend: DIV_{fc}) ซึ่งการคาดการณ์เงินปันผลจะเป็นช่วงเวลาที่เกิดก่อนสิ้นปี (t – 1) ของบริษัท j ดังนั้นขนาดความแตกต่างจึงเท่ากับ $\Delta DIV_{j,sp} = \dfrac{DIV_{ac,t-1} - DIV_{fc,t-1}}{\left|DIV_{fc,t-1}\right|}$ และ $EYS_{j,t-1}$ หมายถึงผลตอบแทนจากกำไรต่อหุ้น (Earning Yields)ที่เกิดขึ้นในปีที่ผ่านมา (t - 1) ซึ่งสามารถวัดได้โดยใช้กำไรต่อหุ้นของบริษัท j หารด้วยราคาหุ้น

VARIABLES	COEFFICIENTS	T-STAT	P-VALUE
Intercepts	-0.56281	-6.48048	1.35E-10
β_1	0.16175	2.410333	0.016095
β_2	0.038962	0.205047	0.837572
R^2	0.005117		
Adjusted R^2	0.003382		
F-value	2.949737		
Number	1150		

ตาราง 10 ผลการทดสอบสมการถดถอยเมื่อใช้การเปลี่ยนแปลงเงินปันผลเป็นสัญญาณ

สมการถดถอยที่ใช้ในการทดสอบคือ $\Delta EPS_{j,t} = \lambda_0 + \lambda_1 \Delta DIVL_{j,sp} + \lambda_2 EYS_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t}$ โดยที่ $\Delta EPS_{j,t}$ คือการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้นในปีที่ t ของบริษัท jโดยที่ตัวเลขกำไรต่อหุ้นนั้นจะได้หารด้วยกำไรต่อหุ้นในตอนต้นปี $\Delta DIVL_{j,sp}$ คือขนาดความแตกต่างของเงินปันผลที่จ่ายจริงในปีที่ t กับเงินปันผลที่จ่ายจริงในปีก่อนหน้าหรือปีที่ t-1 $\Delta DIVL_{j,t} = \frac{DIV_{ac,t} - DIV_{ac,t-1}}{DIV_{ac,t-1}}$ และ $EYS_{j,t-1}$ หมายถึงผลตอบแทนจากกำไรต่อหุ้น (Earning Yields)ที่เกิดขึ้นในปีที่ผ่านมา (t - 1) ซึ่งสามารถวัดได้โดยใช้กำไรต่อหุ้นของบริษัท j หารด้วยราคาหุ้น

VARIABLES	COEFFICIENTS	T-STAT	P-VALUE
λ_0 Intercepts	-0.544	-6.27547	4.93E-10
λ_1	-0.00017	-0.59625	0.551123
λ_2	0.057645	0.302876	0.762039
R^2	0.000388		
Adjusted R^2	-0.00136		
F-value	0.222431		
Number	1150		

ตารางที่ 11 ผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล

ตารางแสดงการทดสอบผลตอบแทนสำหรับข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลทุกเหตุการณ์ ค่า AR หมายถึงค่าเฉลี่ยผลตอบแทนแตกต่างจากตลาดหลักทรัพย์สะสมโดยถือผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงดัชนีตลาดหลักทรัพย์เป็นค่าปกติ (benchmark) ในช่วงทดสอบของเหตุการณ์ต่างๆ Max, Min หมายถึงค่ามากที่สุดและต่ำสุดของ AR ค่า S.D. หมายถึงค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน และในสดมภ์สุดท้ายเป็นค่า t-statistics n เป็นจำนวนข้อมูลในการทดสอบซึ่งมีจำนวนทั้งสิ้น 1,121 เหตุการณ์

All Surprise	AR	Max	Min	Median	S.D.	n	t-stat
Pre-event date (day -30 to day -2)	-0.0055	0.7080	-0.5585	-0.0110	0.1201	1,121	-1.5397
Pre-event date (day -20 to day -2)	-0.0048	0.6543	-0.5100	-0.0167	0.1171	1,121	-1.3746
Pre-event date (day -10 to day -2)	-0.0003	0.3059	-0.3480	0.0018	0.0670	1,121	-0.1472
Pre-event date (day -5 to day -2)	0.0040	0.2862	-0.3194	0.0055	0.0453	1,121	2.9257
Event date (day -2 to day +2)	0.0060	0.3993	-0.5527	0.0052	0.0623	1,121	3.2088
Event date (day -1 to day +1)	0.0054	0.3208	-0.3592	0.0045	0.0481	1,121	3.7579
Post-event date (day +2 to day +5)	-0.0038	0.4440	-0.5213	-0.0028	0.0628	1,121	-2.0185
Post-event date (day +2 to day +10)	0.0033	0.9719	-0.5506	-0.0054	0.1027	1,121	1.0672
Post-event date (day +2 to day +20)	0.0059	1.1799	-0.6272	-0.0030	0.1472	1,121	1.3481
Post-event date (day +2 to day +30)	0.0045	1.2287	-0.5859	-0.0068	0.1774	1,121	0.8580

** ระดับนัยสำคัญ 0.05

*ระดับนัยสำคัญ 0.10

ตารางที่ 12 ผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล

ตารางแสดงการทดสอบผลตอบแทนสำหรับข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลที่ได้จำแนกเหตุการณ์เป็นสองกลุ่มคือเหตุการณ์ที่การจ่ายเงินปันผลสูงกว่าค่าพยากรณ์เงินปันผล (Positive Surprise) และเหตุการณ์ที่ค่าเงินปันผลจริงต่ำกว่าค่าพยากรณ์เงินปันผล (Negative Surprise) ค่า AR หมายถึงค่าเฉลี่ยผลตอบแทนแตกต่างจากตลาดหลักทรัพย์สะสมโดยถือผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงดัชนีตลาดหลักทรัพย์เป็นค่าปกติ (benchmark) ในช่วงทดสอบของเหตุการณ์ต่างๆ Max, Min หมายถึงค่ามากที่สุดและต่ำสุดของ AR ค่า S.D. หมายถึงค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน และในสดมภ์สุดท้ายเป็นค่า t-statistics n เป็นจำนวนข้อมูลในการทดสอบ

Panel a) กรณีการจ่ายเงินปันผลจริงสูงกว่าค่าพยากรณ์เงินปันผล

Positive Surprise	AR	Max	Min	Median	S.D.	n	t-stat
Pre-event date (day -30 to day -2)	-0.0027	0.7080	-0.4544	-0.0125	0.1158	566	-0.5449
Pre-event date (day -20 to day -2)	-0.0057	0.6543	-0.4386	-0.0179	0.1137	566	-1.1914
Pre-event date (day -10 to day -2)	0.0020	0.2654	-0.3480	0.0031	0.0679	566	0.7076
Pre-event date (day -5 to day -2)	0.0040**	0.1841	-0.2483	0.0056	0.0436	566	2.1813
Event date (day -2 to day +2)	0.0171**	0.3993	-0.3069	0.0159	0.0616	566	6.6211
Event date (day -1 to day +1)	0.0148**	0.3208	-0.1739	0.0133	0.0487	566	7.2477
Post-event date (day +2 to day +5)	0.0048**	0.4162	-0.2471	0.0075	0.0536	566	2.1360
Post-event date (day +2 to day +10)	0.0063	0.5421	-0.2982	-0.0042	0.0877	566	1.7046
Post-event date (day +2 to day +20)	0.0096	1.0619	-0.4839	-0.0012	0.1375	566	1.6634
Post-event date (day +2 to day +30)	0.0092	1.1324	-0.4464	-0.0106	0.1623	566	1.3536

Panel b) กรณีการจ่ายเงินปันผลจริงต่ำกว่าค่าพยากรณ์เงินปันผล

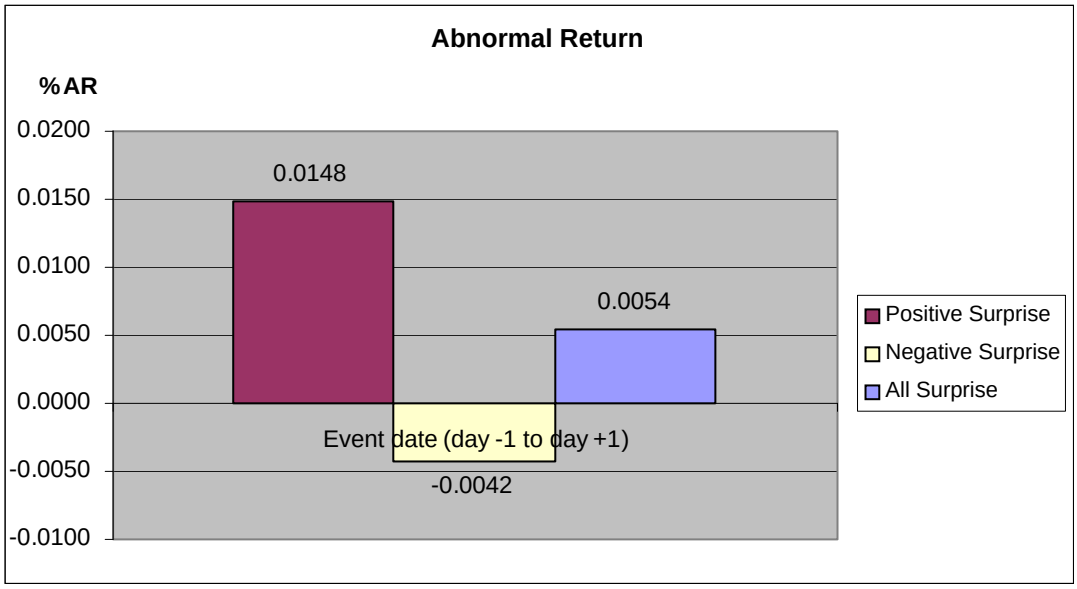
Negative Surprise	AR	Max	Min	Median	S.D.	n	t-stat
Pre-event date (day -30 to day -2)	-0.0084	0.4995	-0.5585	-0.0082	0.1244	555	-1.6007
Pre-event date (day -20 to day -2)	-0.0039	0.6410	-0.5100	-0.0140	0.1205	555	-0.7626
Pre-event date (day -10 to day -2)	-0.0027	0.3059	-0.2582	0.0003	0.0661	555	-0.9459
Pre-event date (day -5 to day -2)	0.0039*	0.2862	-0.3194	0.0055	0.0471	555	1.9641
Event date (day -2 to day +2)	-0.0054**	0.2419	-0.5527	-0.0035	0.0611	555	-2.0835
Event date (day -1 to day +1)	-0.0042**	0.2223	-0.3592	-0.0035	0.0456	555	-2.1783
Post-event date (day +2 to day +5)	-0.0126**	0.4440	-0.5213	-0.0109	0.0698	555	-4.2337
Post-event date (day +2 to day +10)	0.0002	0.9719	-0.5506	-0.0076	0.1159	555	0.0405
Post-event date (day +2 to day +20)	0.0022	1.1799	-0.6272	-0.0049	0.1564	555	0.3256
Post-event date (day +2 to day +30)	-0.0002	1.2287	-0.5859	-0.0049	0.1915	555	-0.0296

** ระดับนัยสำคัญ 0.05

*ระดับนัยสำคัญ 0.10

รูปที่ 1 แสดงค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่เกิดในช่วงประกาศจ่ายเงินปันผล

รูปแสดงผลตอบแทนเฉลี่ยที่เกิดในช่วงเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลก่อนและหลัง 1 วัน (-1,+1)



ภาคผนวก ก. รายชื่อบริษัทจดทะเบียนที่ได้มีการพยากรณ์ข้อมูลเงินปันผล

Name	Sector	Industry	Group
MACO	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
UNIQUE MINING SERVICES	Basic Industries	Metals Non-ferrous	Metals Non-ferrous
LV TECHNOLOGY	Capital Goods	CAP Multi-Industry	CAP Multi-Industry
PROFESSIONAL WASTE TECH.	Consumer Services	CSV Multi - Industry	CSV Multi - Industry
MILLENNIUM STEEL	Basic Industries	Metals - Steel	Metals - Steel
PTT	Energy	Energy Sources	Energy Sources
RS PROMOTION	Consumer Services	CSV Multi - Industry	CSV Multi - Industry
CAL-COMP ELECTRONICS	Technology	Electronic Processing	Electronic Processing
TYCOONS WWD.GP.	Capital Goods	Building Materials	Building Materials
AAPICO HITECH	Consumer Durables	Automobiles	AutoParts
GROUP LEASE	Finance	Financial services	Financial services
PRESIDENT BAKERY	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
RK MEDIA HDG.	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
MIDA ASSETS	Finance	Financial services	Financial services
CENTRAL PAPER IND.	Basic Industries	Forestry Products	Forestry Products
SIAM SPORTS SYNDICATE	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
HOME PRODUCT CENTER	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
AEON THANA SINSAP	Finance	Financial services	Financial services
SC ASSET	Finance	Real estate	Real estate
BANGKOK AVIATION FUEL	Energy	ENE Multi - INDUSTRY	ENE Multi - INDUSTRY
INTERNATIONAL RESEARCH	Technology	TEC Multi-Industry	TEC Multi-Industry
FINANSA	Finance	Financial services	Financial services
ELECTRONICS INDUSTRY	Technology	Electronic Processing	Electronic Processing
GENERAL ENVIRONMENT	Consumer Services	Bus & Pub SVC	Bus & Pub SVC
GMM MEDIA	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
KRUNGTHAI CARD	Finance	Financial services	Financial services
LALIN PROPERTY	Finance	Real estate	Real estate
MAJOR CINEPLEX GROUP	Consumer Services	Leisure and Tourism	Leisure and Tourism
QUALITY CON.PRDS.	Capital Goods	Construction	Construction
NAVA LEASING	Finance	Fin Multi Services	Fin Multi Services
SUPALAI	Finance	Real estate	Real estate
TRAFFIC CORNER HDG.	Consumer Services	Recreation	Recreation
TICON INDL.CONNECTION	Finance	Real estate	Real estate
ITV	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
UNITED SECURITIES	Finance	Financial services	Financial services
M-LINK ASIA	Consumer Services	Intl. Trading	Intl. Trading
SICCO SECS.PLC.FB. 2003 WARRANTS 12/03-12/05 (E)	Finance	Financial services	Financial services
YUASA BATTERY	Consumer Durables	CDU Multi-Industry	CDU Multi-Industry
INTERNET THAILAND	Technology	TEC Multi-Industry	TEC Multi-Industry
SIAM PAN GROUP	Energy	Energy Sources	Energy Sources
THAI STORAGE BATTERY	Consumer Durables	Automobiles	AutoParts
IT CITY	Capital Goods	Electrical & Electr.	Electrical & Electr.
ASIAN SEAFOOD COLD STRG.	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
COUNTRY THAILAND FB DEAD - DELIST.26/12/03	Finance	Real estate	Real estate
CHARN ISSARA DEVELOPMENT	Finance	Real estate	Real estate
CHUMPORN PALM OIL	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
FANCY WOOD INDUSTRIES	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
INOUE RUBBER	Consumer Durables	Automobiles	Automobiles
NONTHAVEJ HOSPITAL	Consumer Services	Bus & Pub SVC	Bus & Pub SVC
PATUM RICE MILL	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
SE-EDUCATION	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
SAHAVIRIYA STEEL INDS	Basic Industries	Metals - Steel	Metals - Steel
THAI DURABLE GROUP	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
THAI UNION FROZEN PRDS.	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
THAI-DENMARK SW BR	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
THAI THEPAROS FOOD PRDS.	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
CHONBURI CONC.PRODUCT	Capital Goods	Construction	Construction

Name	Sector	Industry	Group
ADVANCED INFO.TECH.	Technology	TEC Multi-Industry	TEC Multi-Industry
SIAM FUTURE DEVELOPMENT	Finance	Real estate	Real estate
THITIKORN	Consumer Durables	Automobiles	AutoParts
AREEYA PROPERTY	Finance	Real estate	Real estate
MATCHING STUDIO	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
ASIAN MARINE SERVICES	Transportation	Transportation Ship	Transportation Ship
ADVANCE AGRO	Basic Industries	Forestry Products	Forestry Products
ASIA CREDIT	Health Care	Financial services	Financial services
ADVANCE PAINT & CHEMICAL	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
ASIA FIBER FB	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
ASIA PLUS SECURITIES	Finance	Financial services	Financial services
AJ PLAST	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
BEC WORLD	Consumer Services	Leisure and Tourism	Leisure and Tourism
EMC	Capital Goods	Construction	Construction
AIKACHOL HOSPITAL	Health Care	Health Care	Health Care
AMARIN PRINTING & PBL.	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
AROMATICS THAILAND	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
THAI POLY ACRYLIC	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
AYUDHYA INV.TRUST	Finance	Financial services	Financial services
AYUDHYA INSURANCE	Finance	Insurance	Insurance
ADKINSON SECURITIES	Finance	Financial services	Financial services
ADVANCED INFO SER.	Public Utilities	Telecommunications	Telecommunications
AMATA	Finance	Real estate	Real estate
BOOK CLUB FINL.AND SECS.	Finance	Fin Multi Services	Fin Multi Services
BANGKOK RUBBER	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
BANGCHAK PETROLEUM	Energy	Energy Sources	Energy Sources
PICNIC	Capital Goods	Construction	Construction
BANGKOK FIRST INVESTING	Finance	Financial services	Financial services
BERLI JUCKER	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
BANK OF ASIA	Finance	Banking	Banking
BANGKOK INSURANCE	Finance	Insurance	Insurance
BANGKOK BANK	Finance	Banking	Banking
BANGKOK LAND	Finance	Real estate	Real estate
BUMRUNGRAD HOSPITAL	Consumer Services	Bus & Pub SVC	Bus & Pub SVC
BANGKOK NYLON	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
BANK OF AYUDHYA	Finance	Banking	Banking
BOUTIQUE NEW CITY	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
BATA SHOE OF THAI.	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
BANGKOK STEEL INDUSTRY FB	Basic Industries	Metals - Steel	Metals - Steel
BANGKOK EXPRESSWAY	Consumer Services	Bus & Pub SVC	Bus & Pub SVC
MBK	Finance	Real estate	Real estate
BANGKOK DUSIT MED.SVS.	Health Care	Health Care	Health Care
CIRCUIT ELECTRONIC INDS.	Technology	Electronic Processing	Electronic Processing
COMPASS EAST INDS.	Consumer Durables	Appliances	Appliances
CHIANG MAI MEDICAL SVS.	Health Care	Health Care	Health Care
CPL GROUP	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
CHIANGMAI FRZ.FOODS	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
CH KARNCHANG	Finance	Fin Multi	Real estate
CENTRAL PATTANA	Finance	Services	Real estate
CHAROEN POKPHAND FOODS	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
CITY SPORTS	Consumer Services	Bus & Pub SVC	Bus & Pub SVC
CAPITAL NOMURA SECS.	Finance	Financial services	Financial services
CROWN SEAL	Basic Industries	Forestry Products	Forestry Products
CHAROONG THAI WRCB.	Capital Goods	Electrical & Electr.	Electrical & Electr.
CASTLE PEAK HOLDINGS	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
DIANA DEPT.STORE	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
DISTAR ELECTRIC	Capital Goods	Electrical & Electr.	Electrical & Electr.
DE CAPITAL	Consumer Durables	Appliances	Appliances
DYNASTY CERAMIC	Capital Goods	Building Materials	Building Materials

Name	Sector	Industry	Group
DEVES INSURANCE	Finance	Insurance	Insurance
DELTA ELECTRONICS	Technology	Electronic Processing	Electronic Processing
DATAMAT	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
DRACO PCB	Capital Goods	Electrical & Electr.	Electrical & Electr.
DUSIT THANI FB	Consumer Services	Leisure and Tourism	Leisure and Tourism
YARNAPUND	Consumer Durables	Automobiles	AutoParts
EASTERN WATER RESOURCES DEV.& MAN.	Public Utilities	Utilities	Utilities
EASTERN STAR REAL ESTATE	Finance	Real estate	Real estate
ELECTRICITY GENERATING	Public Utilities	Utilities	Utilities
SINO-THAI ENGR.CON.	Capital Goods	Construction	Construction
THANACHART BANK	Finance	Financial services	Financial services
EASTERN WIRE	Capital Goods	Construction	Construction
FURUKAWA METAL(THAILAND)	Basic Industries	Metals - Steel	Metals - Steel
POLYPLEX (THAILAND)	Capital Goods	Industrial components	Industrial components
UNITED PAPER	Basic Industries	Forestry Products	Forestry Products
FOOD AND DRINKS	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
FAR EAST ADVERTISING	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
KEPPEL THAI PROPERTIES	Finance	Real estate	Real estate
MURAMOTO ELECTRONICS	Capital Goods	Electrical & Electr.	Electrical & Electr.
BLISS-TEL	Public Utilities	Telecommunications	Telecommunications
THAINOX STAINLESS	Capital Goods	Building Materials	Building Materials
SINGHA PARATECH	Technology	TEC Multi-Industry	TEC Multi-Industry
TEAM PRECISION	Technology	Electronic Processing	Electronic Processing
S PACK & PRINT	Consumer non-Durables	CND Multi-Industry	CND Multi-Industry
THAI METAL TRADE	Basic Industries	Metals - Steel	Metals - Steel
CS LOXINFO	Technology	TEC Multi-Industry	TEC Multi-Industry
SOLARTRON	Capital Goods	Electrical & Electr.	Electrical & Electr.
KHON KAEN SUGAR	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
PICO THAILAND	Consumer Services	CSV Multi - Industry	CSV Multi - Industry
GFPT	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
GOLDEN LAND PR.DEV.	Finance	Real estate	Real estate
GMM GRAMMY PUBLIC	Consumer Services	Leisure and Tourism	Leisure and Tourism
GOODYEAR (THAILAND)	Consumer Durables	Automobiles	Automobiles
HANA MICROELECTRONIC	Technology	Electronic Processing	Electronic Processing
HAAD THIP	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
HANTEX	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
HEMARAJ LAND AND DEV.	Finance	Real estate	Real estate
HUA THAI MNFG.	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
INTERLIFE JOHN HANCOCK ASSURANCE	Finance	Insurance	Insurance
ICC INTERNATIONAL	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
INTERNATIONAL ENGR.	Capital Goods	Machinery & Engineering	Machinery & Engineering
INDARA INSURANCE	Finance	Insurance	Insurance
SIAM INDUSTRIAL CREDIT	Finance	Financial services	Financial services
ITALIAN-THAI DEVELOPMENT	Finance	Real estate	Real estate
THAI CANE PAPER	Basic Industries	Forestry Products	Forestry Products
PREECHA	Finance	Real estate	Real estate
PACK DELTA	Consumer non-Durables	CND Multi-Industry	CND Multi-Industry
UNIVANICH PALM OIL	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
AIRPORTS OF THAILAND	Transportation	Transportation Air	Transportation Air
PORN PROM METAL	Basic Industries	Metals - Steel	Metals - Steel
SINGLE POINT PARTS THAI.	Technology	Electronic Processing	Electronic Processing
SIAM INTER MULTIMEDIA	Consumer Services	Bus & Pub SVC	Bus & Pub SVC
JASMINE INTERNATIONAL	Public Utilities	Telecommunications	Telecommunications
JUTHA MARITIME	Transportation	Transportation Ship	Transportation Ship
DHIPAYA	Finance	Insurance	Insurance
NAKORNTHAI STRIP MILL	Capital Goods	Industrial components	Industrial components
SANSIRI	Finance	Real estate	Real estate
MAGNECOMP PRECISION	Technology	Electronic Processing	Electronic Processing
KPN AUTOMOTIVE	Consumer Durables	Automobiles	AutoParts

Name	Sector	Industry	Group
GOLDFINE MANUFACTURERS	Basic Industries	Gold Mining	Gold Mining
K-TECH CONSTRUCTION	Capital Goods	Construction	Construction
KCE ELECTRONIC	Technology	Electronic Processing	Electronic Processing
KRUNGDHON HOSPITAL	Consumer Services	Bus & Pub SVC	Bus & Pub SVC
KIATNAKIN FINANCE	Finance	Financial services	Financial services
KIANG HUAT SEA GULL	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
BANGKOK COML.PR.FUND	Finance	Financial services	Financial services
S KHONKAEN FOOD INDUSTRY	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
KRISDA MAHANAKORN	Finance	Real estate	Real estate
KUANG PEI SAN FOOD PRDS.	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
KRUNGDHEP SOPHON FB	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
BANGKOK UNION IN.	Finance	Insurance	Insurance
KANG YONG ELECTRIC	Public Utilities	Utilities	Utilities
RAYONG PURIFIER	Energy	Energy Sources	Energy Sources
KIM ENG SECS.	Finance	Fin Multi Services	Fin Multi Services
LAM SOON	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
CP SEVEN ELEVEN	Consumer Services	CSV Multi - Industry	CSV Multi - Industry
THAI OLEFINS	Energy	ENE Multi - INDUSTRY	ENE Multi - INDUSTRY
SAMART I MOBILE	Technology	Electronic Processing	Electronic Processing
MFEC	Technology	TEC Multi-Industry	TEC Multi-Industry
TKS TECHS.	Technology	TEC Multi-Industry	TEC Multi-Industry
LPN DEVELOPMENT	Finance	Real estate	Real estate
LEE FEEDMILL	Basic Industries	Forestry Products	Forestry Products
LANNA RESOURCES	Energy	Energy Sources	Energy Sources
LOXLEY	Public Utilities	Telecommunications	Telecommunications
LUCKYTEX	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
MEDIA OF MEDIAS	Consumer Services	Leisure and Tourism	Leisure and Tourism
MAHACHAI HOSPITAL	Health Care	Health Care	Health Care
METRO SYSTEMS	Capital Goods	Electrical & Electr.	Electrical & Electr.
MANGPONG	Capital Goods	Electrical & Electr.	Electrical & Electr.
MIDA LEASING	Finance	Financial services	Financial services
MINOR	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
MFC ASSET MAN.	Finance	Financial services	Financial services
MODERNFORM GROUP	Consumer Durables	Appliances	Appliances
KC PROPERTY FB SUSP - SUSP. 27/05/99	Finance	Real estate	Real estate
MANDARIN HOTEL	Consumer Services	Leisure and Tourism	Leisure and Tourism
MALEE SAMPRAN FAC.	Capital Goods	Industrial components	Industrial components
NOBLE DEVELOPMENT	Finance	Real estate	Real estate
NFC FERTILIZER SUSP - SUSP.14/08/03	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
WATTANA KARNPAET PUBLIC	Health Care	Health Care	Health Care
NAWARAT PATANAKARN	Finance	Real estate	Real estate
NAM SENG INSURANCE	Finance	Insurance	Insurance
NATURAL PARK	Consumer Services	Recreation	Recreation
NAVAKIJ INSURANCE	Finance	Insurance	Insurance
AMER.STD.STYWR DEAD - DELIST 01/02/05	Capital Goods	Construction	Construction
NATIONAL FINANCE	Finance	Financial services	Financial services
NIPPON PACK	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
STANDARD CHT.NAKORNTHON	Finance	Banking	Banking
NATION MULTIMEDIA	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
NATIONAL PETROCHEM.	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
NEW CITY BANGKOK	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
OCC	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
OCEAN GLASS	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
ORIENTAL HOTEL	Consumer Services	Recreation	Recreation
BNT ENTERTAINMENT	Capital Goods	Electrical & Electr.	Electrical & Electr.
KGI SECURITIES	Finance	Financial services	Financial services
CHARAN INSURANCE	Finance	Insurance	Insurance
PRESIDENT RICE	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
POWER LINE ENGR.	Capital Goods	Construction	Construction

Name	Sector	Industry	Group
THAIVIVAT INSURANCE	Finance	Insurance	Insurance
PHATRA LEASING	Finance	Financial services	Financial services
PATO CHEMICAL IND.	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
SIAM PANICH LEASING	Finance	Financial services	Financial services
PAN ASIA FOOTWEAR	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
PADAENG INDUSTRY	Basic Industries	Metals Non-ferrous	Metals Non-ferrous
PREMIER ENTERPRISE FB SUSP - SUSP. 10/03/99	Capital Goods	CAP Multi-Industry	CAP Multi-Industry
ASIAN PROPERTY DEV.	Capital Goods	Building Materials	Building Materials
PHATRA INSURANCE	Finance	Insurance	Insurance
PAKFOOD	Consumer non-Durables	Beverages & Tobacco	Beverages & Tobacco
PATKOL	Capital Goods	Machinery & Engineering	Machinery & Engineering
PRAKIT HOLDINGS	Consumer Services	Bus & Pub SVC	Bus & Pub SVC
POST PUBLISHING	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
TPI POLENE	Capital Goods	Building Materials	Building Materials
PROPERTY PERFECT	Finance	Real estate	Real estate
PRECIOUS SHIPPING	Transportation	Transportation Ship	Transportation Ship
PTT EXPLORATION &.PRDN.	Energy	Energy Sources	Energy Sources
PACIFIC ASSETS	Consumer Services	Leisure and Tourism	Leisure and Tourism
ASIA METAL	Capital Goods	Construction	Construction
SOMBOON ADVANCE TECH.	Technology	Data Processing	Data Processing
SAMCHAI STEEL INDS.	Basic Industries	Metals - Steel	Metals - Steel
DCON PRODUCTS	Capital Goods	Construction	Construction
WORKPOINT ENTERTAINMENT	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
QUALITY HOUSES	Finance	Real estate	Real estate
DTC INDUSTRIES	Basic Industries	misc. Materials	misc. Materials
RATCHBURI ELTY.	Energy	Energy Sources	Energy Sources
SUPERBLOCK	Capital Goods	Building Materials	Building Materials
REGIONAL CONTAINERS	Transportation	Transportation Ship	Transportation Ship
ROYAL CERAMIC	Capital Goods	Construction	Construction
MINOR INTERNATIONAL	Consumer Services	Leisure and Tourism	Leisure and Tourism
ROJANA	Finance	Real estate	Real estate
AGRIPURE HOLDINGS	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
RAIMON LAND	Finance	Real estate	Real estate
RATCHTHANI LEASING	Finance	Fin Multi Services	Fin Multi Services
RAMKAMHAENG HOSP.	Health Care	Health Care	Health Care
ROCKWORTH	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
ROBINSON DEPT.STORE	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
THAI REINSURANCE	Finance	Insurance	Insurance
SIAM STEEL SERVICE CTR.	Capital Goods	Building Materials	Building Materials
SCANDINAVIAN LEASING	Finance	Financial services	Financial services
SP SUZUKI	Consumer Durables	Automobiles	Automobiles
STP&I	Capital Goods	Building Materials	Building Materials
SAMMAKORN	Finance	Real estate	Real estate
SVOA	Technology	Electronic Processing	Electronic Processing
SEAMICO SECURITIES	Finance	Financial services	Financial services
SAMART TELECOM	Public Utilities	Telecommunications	Telecommunications
SAFARI WORLD	Consumer Services	Leisure and Tourism	Leisure and Tourism
SRITHAI FOOD & BEVERAGE	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
SIAM CEMENT	Capital Goods	Building Materials	Building Materials
SIAM COMMERCIAL BANK	Finance	Banking	Banking
SAMART	Public Utilities	Telecommunications	Telecommunications
SRITHAI SUPERWARE	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
SEAFRESH INDUSTRY	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
SIAM FOOD PRODUCE	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
SAFETY INSURANCE	Finance	Insurance	Insurance
SIAM GEN.FACTORING	Finance	Financial services	Financial services
SAMAGGI INSURANCE	Finance	Insurance	Insurance
ALCAN PACK.STRONGPACK FB	Basic Industries	Forestry Products	Forestry Products
SIKARIN	Consumer Services	Merchandising	Merchandising

Name	Sector	Industry	Group
SAHA PATH.INTR.-HLDG.	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
SWEDISH MOTOR	Consumer Durables	Automobiles	Automobiles
SHIN	Technology	TEC Multi-Industry	TEC Multi-Industry
SAHAMITR PRESSURE	Capital Goods	Machinery & Engineering	Machinery & Engineering
SAHA PATHANAPIBUL	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
BIG C SUPERCENTRE	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
SINGER THAILAND	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
SERM SUK	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
SUB SRI THAI	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
SAHA-UNION	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
SIAM UTD.SERVICE	Consumer Services	Intl. Trading	Intl. Trading
SAWANG	Consumer Services	Intl. Trading	Intl. Trading
SRI TRANG AGRO-INDUSTRY	Basic Industries	Forestry Products	Forestry Products
SIAM COMMERCIAL NEW YORKFB	Finance	Insurance	Insurance
SYN MUN KONG	Finance	Insurance	Insurance
THAI OPP	Capital Goods	Industrial components	Industrial components
THAI SUGAR TERMINAL	Basic Industries	misc. Materials	misc. Materials
SIAM CITY CEMENT	Capital Goods	Building Materials	Building Materials
SHANGRI-LA HOTEL	Consumer Services	Leisure and Tourism	Leisure and Tourism
SYNTEC CONSTRUCTION	Capital Goods	Construction	Construction
THAI BRIT.SCTY.PRINT.	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
TCJ ASIA SUSP - SUSP. 08/05/03	Capital Goods	Machinery & Engineering	Machinery & Engineering
THAI COATING IND PUBLIC	Basic Industries	Forestry Products	Forestry Products
THORESEN THAI AG.	Transportation	Transportation Ship	Transportation Ship
THAI IRON WORKS	Basic Industries	Metals - Steel	Metals - Steel
THAI PETROCHEMICAL INDS.	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
THAI AIRWAYS INTL.	Transportation	Transportation Air	Transportation Air
THAI COML.INSURANCE	Finance	Insurance	Insurance
TROPICAL CANNING	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
THAI CARBON BLACK FB	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
THAILAND CARPET	Capital Goods	Building Materials	Building Materials
THAI AGRI FOODS	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
KASIKORNBANK	Finance	Banking	Banking
THAI FILM INDUSTRY	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
THAI FACTORY DEV.	Finance	Real estate	Real estate
THAI GERMAN CERAMIC	Capital Goods	Building Materials	Building Materials
TONGKAH HARBOUR	Basic Industries	Metals Non-ferrous	Metals Non-ferrous
TIPCO FOODS (THAILAND)	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
TON HUA COMMUNICATIONS	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
THAI INSURANCE	Finance	Financial services	Financial services
TISCO FINANCE	Finance	Financial services	Financial services
THAI NAM PLASTICS	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
THAI LIFT INDUSTRIES	Capital Goods	Machinery & Engineering	Machinery & Engineering
WYNCOAST INDUSTRIAL PARKSUSP - SUSP.26/11/03	Capital Goods	Electrical & Electr.	Electrical & Electr.
THAILUXE ENTERPRISES	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
CVD ENTERTAINMENT	Technology	Electronic Processing	Electronic Processing
TMB BANK	Finance	Banking	Banking
THANTAWAN INDUSTRY	Basic Industries	Forestry Products	Forestry Products
THANULUX	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
TEXTILE PRESTIGE	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
THAI PRESIDENT FOODS	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
THAI PLASTIC CHM.	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
THAI RUBBER LATEX	Basic Industries	Forestry Products	Forestry Products
TRANG SEAFOOD	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
TT&T	Public Utilities	Telecommunications	Telecommunications
THAI TORAY TEXTILE FB	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
THAI RUNG UNION CAR	Consumer Durables	Automobiles	AutoParts
TUNTEX SUSP - SUSP.12/05/04	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
THAI VEGETABLE OIL	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household

Name	Sector	Industry	Group
TRINITY WATTHANA	Finance	Financial services	Financial services
THAI WAH	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
LAGUNA RESORTS & HOTEL	Consumer Services	Leisure and Tourism	Leisure and Tourism
THAI WACOAL	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
THAI WIRE PRODUCTS SUSP - SUSP. 03/07/04	Capital Goods	Electrical & Electr.	Electrical & Electr.
THAI HEAT EXCHANGE	Capital Goods	Industrial components	Industrial components
THAI TEXTILE	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
THAI CENTRAL CHM.	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
TRUE CORPORATION	Public Utilities	Telecommunications	Telecommunications
GLOW ENERGY	Public Utilities	Utilities	Utilities
UNIVENTURES	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
SIAM2YOU	Public Utilities	Telecommunications	Telecommunications
BANKTHAI	Finance	Banking	Banking
UNION FOOTWEAR	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
UNITED FLOUR MILL	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
UNION MOSAIC	Capital Goods	Building Materials	Building Materials
UNITHAI LINE PLC DEAD - DELIST.15/12/03	Transportation	Transportation Ship	Transportation Ship
UNITED COMMUNICATIONS	Public Utilities	Telecommunications	Telecommunications
UNION PLASTIC	Basic Industries	misc. Materials	misc. Materials
UNION PIONEER FABRIC	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
UNITED PALM OIL IND.	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
UNITED STANDARD TERM.	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
UNION TEXTILE	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
CPR GOMU INDUSTRIAL	Consumer Durables	Automobiles	AutoParts
SAMITIVEJ	Consumer Services	Bus & Pub SVC	Bus & Pub SVC
VANACHAI GROUP	Basic Industries	Forestry Products	Forestry Products
VIBHAVADI MEDICAL	Health Care	Health Care	Health Care
VAROPAKORN	Capital Goods	Industrial components	Industrial components
VINYTHAI	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
VIDHAYAKOM DEAD - DELIST.06/07/98	Consumer Services	Intl. Trading	Intl. Trading
THAI MITSUWA	Capital Goods	Industrial components	Industrial components
BUALUANG SECURITIES	Finance	Financial services	Financial services
SHIN SATELLITE	Public Utilities	Telecommunications	Telecommunications
WHITE GROUP	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
WIIK & HOEGLUND	Capital Goods	Building Materials	Building Materials
CHAI WATANA	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
SIAM MAKRO	Consumer Services	Merchandising	Merchandising
BANGKOK CHAIN HOSPITAL	Health Care	Health Care	Health Care
SHERWOOD CHEMICALS	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
CI GROUP	Consumer Durables	Appliances	Appliances
BANGSAPHAN BARMILL	Basic Industries	Metals - Steel	Metals - Steel
ASIA HOTEL SUSP - SUSP.06/08/02	Consumer Services	Leisure and Tourism	Leisure and Tourism
AMARIN PLAZA	Finance	Real estate	Real estate
BANPU PUBLIC	Basic Industries	BAS Multi - Industry	BAS Multi - Industry
CENTRAL PLAZA HOTEL	Consumer Services	Leisure and Tourism	Leisure and Tourism
UNITED BROADCASTING	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
GENERAL ENGINEERING	Capital Goods	Building Materials	Building Materials
INTER FAREAST ENGR.	Capital Goods	Machinery & Engineering	Machinery & Engineering
JACK CHIA INDUSTRIES	Basic Industries	misc. Materials	misc. Materials
KRUNG THAI BANK	Finance	Banking	Banking
LAND AND HOUSES	Finance	Real estate	Real estate
MATICHON	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
MK REAL ESTATE (TB)	Finance	Real estate	Real estate
NEP REALTY & IND.	Basic Industries	Forestry Products	Forestry Products
NEW PLUS KNITTING	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
SOUTHERN CONCRETE PILE	Capital Goods	Building Materials	Building Materials
PEOPLES GARMENT	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
RAJADAMRI HOTEL	Consumer Services	Leisure and Tourism	Leisure and Tourism
PRANDA JEWELRY	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household

Name	Sector	Industry	Group
CHRISTIANI NIELSEN FB	Capital Goods	Construction	Construction
ROYAL ORCHID	Consumer Services	Leisure and Tourism	Leisure and Tourism
SEA HORSE	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
SVI	Technology	Data Processing	Data Processing
S & J INTL.ENTERPRISES	Consumer non-Durables	CND Multi-Industry	CND Multi-Industry
SAICO	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
SUNWOOD INDS.	Basic Industries	BAS Multi - Industry	BAS Multi - Industry
THAI RAYON	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
THAI PACKAGING	Basic Industries	Forestry Products	Forestry Products
TIPCO ASPHALT	Capital Goods	Construction	Construction
TTL INDUSTRIES	Consumer non-Durables	Textiles & Apparel	Textiles & Apparel
TANAYONG	Finance	Real estate	Real estate
KULTHORN KIRBY	Technology	Electronic Processing	Electronic Processing
THAI WAH FOODS	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
SIAM STEEL INTL.	Basic Industries	misc. Materials	misc. Materials
MANAGER MEDIA GROUP SUSP - SUSP. 15/07/98	Consumer Services	Broadcast & Publ	Broadcast & Publ
THAI SETAKIJ IN.	Finance	Insurance	Insurance
SIAM CITY BANK	Finance	Banking	Banking
ALUCON	Capital Goods	Industrial components	Industrial components
OISHI	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
SEAFCO	Capital Goods	Construction	Construction
ASIAN INSULATORS	Capital Goods	Electrical & Electr.	Electrical & Electr.
PACIFIC PIPE	Capital Goods	Construction	Construction
THAI METAL DRUM	Basic Industries	Metals Non-ferrous	Metals Non-ferrous
S &.P SYNDICATE	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
YONG THAI CHEMICAL	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
NC HOUSING	Finance	Real estate	Real estate
FOCUS ENGINEERING	Basic Industries	Chemicals	Chemicals
MCOT	Consumer Services	Recreation	Recreation
SYRUS SECURITIES	Finance	Financial services	Financial services
GLOBEX HOLDING	Finance	Financial services	Financial services
SOLUTION CORNER (1998)	Technology	Electronic Processing	Electronic Processing
THAI OIL	Energy	Energy Sources	Energy Sources
INTERLINK COMMUNICATION	Public Utilities	Telecommunications	Telecommunications
SIS DS.(THAILAND)	Technology	TEC Multi-Industry	TEC Multi-Industry
SUNTECH GROUP	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
SURAPON SEAFOODS	Consumer non-Durables	Food & Household	Food & Household
THAI STANLEY ELEC.	Capital Goods	Electrical & Electr.	Electrical & Electr.