

บทคัดย่อ

ทฤษฎีการส่งสัญญาณด้วยเงินปันผลเป็นทฤษฎีที่มีความสำคัญมากในทางการเงิน งานวิจัยที่ผ่านมาได้มีการทดสอบแนวคิดทฤษฎีดังกล่าวโดยใช้การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเทียบกับที่เคยจ่ายมาในงวดก่อนซึ่งมักไม่พบว่าเงินปันผลสามารถเป็นสัญญาณบ่งบอกผลประกอบการในอนาคตได้ งานวิจัยนี้ได้ทดสอบแนวคิดทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผลด้วยการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างความแตกต่างของเงินปันผลที่จ่ายจริงกับค่าคาดการณ์เงินปันผลและผลประกอบการในอนาคตของกิจการที่วัดด้วยการเปลี่ยนแปลงกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูลสำคัญในการศึกษาครั้งนี้คือข้อมูลพยากรณ์เงินปันผลจากนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ในช่วงปี 2537 – 2547 ซึ่งได้ใช้จากฐานข้อมูล I/B/E/S ผลการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยได้ว่าการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากคาดการณ์จากนักวิเคราะห์สามารถที่จะเป็นสัญญาณบ่งบอกถึงผลประกอบการในอนาคตของกิจการได้และยังพบว่า ช่วงวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้น ราคาหลักทรัพย์มีการเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญและยังพบว่า และการเปลี่ยนแปลงราคาดังกล่าวสอดคล้องกับทิศทางความแตกต่างจากค่าพยากรณ์เช่นหากการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าค่าพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นและถ้าจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าค่าพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงต่ำลง การวิจัยนี้จึงได้แสดงให้เห็นว่าสัญญาณเงินปันผลที่สมบูรณ์เป็นการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากค่าพยากรณ์ นอกจากนี้ผลการวิจัยยังได้พบลักษณะ ‘ความอสมมาตรของสัญญาณการจ่ายเงินปันผล’ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าสัญญาณการจ่ายเงินปันผลทางบวกนั้นมีความแรงมากกว่าสัญญาณการจ่ายเงินปันผลทางลบ

คำหลัก; นโยบายเงินปันผล, นโยบายการส่งสัญญาณเงินปันผล, ค่าพยากรณ์เงินปันผล, I/B/E/S

Abstract

Dividend signaling theory is prominent among financial theory. Prior research test the signaling of dividend by using the percent of dividend changes from previous paid dividend as a signaling tool. Mostly, they do not found that dividend change signal the earning changes as predicted by the theory. In this paper, we test the dividend signaling theory by using the different between actual paid dividend and forecasted dividend as a signaling tool and test whether this signal relate to the company performance in the next period. We employ the forecasted dividend from I/B/E/S database and cover the period of 1994 to 2004. Regression analysis results show that dividend signal as a difference between actual and forecasted dividend can have a significant explanatory power to the changes in performance of the firm as measured by changes in the earning per share. We also show that price react favorably to the dividend announcement in this market. Further, the price is also reacted accordingly to the direction of dividend surprise. For example, if the dividend payment is greater than the forecast dividend price will be significantly increased and if the dividend payment is lower than the forecasted dividend payment, stock price is significantly decrease. Our results, therefore, support our complete dividend-signaling hypothesis. We discover the asymmetric of dividend signaling which argue that the positive dividend signal is more impact to the market relative to the negative dividend signaling.

Keywords; *dividend policy, signaling theory, dividend forecasted, I/B/E/S*

กิตติกรรมประกาศ

คณะผู้วิจัยใคร่ขอขอบคุณ สำนักงานคณะกรรมการวิจัยแห่งชาติ (วช.) เป็นอย่างสูงที่ได้ให้การสนับสนุนการทำวิจัยในครั้งนี้ ขอขอบคุณ คุณปิยะฉัตร สุวรรณประดิษฐ์ ผู้ช่วยวิจัยที่ได้ช่วยเหลือในการวิเคราะห์ข้อมูลในการวิจัยครั้งนี้ ขอขอบคุณ Mr.Rai Rosh บริษัท Thomson ประเทศสิงคโปร์ที่ได้ประสานการจัดหาข้อมูล I/B/E/S และขอขอบคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. จิราวรรณ ฉายสุวรรณ คณบดีคณะบริหารธุรกิจมหาวิทยาลัยเชียงใหม่ที่ให้การสนับสนุนการวิจัยในครั้งนี้ รวมทั้ง ขอขอบคุณ รองศาสตราจารย์ ดร. อารี วิบูลย์พงศ์ผู้อำนวยการ ศูนย์ข้อมูลและการลงทุน (F.I.C) ที่ได้ให้ความอนุเคราะห์การใช้ศูนย์การเงินและการลงทุนเพื่อสืบค้นข้อมูลการวิจัยที่เกี่ยวข้อง

สิริเกียรติ รัชชานติ

รวิ ลงกานี

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ก
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	ข
กิตติกรรมประกาศ	ค
สารบัญ	ง
สารบัญตาราง	ฉ
สารบัญรูปภาพ	ช
บทสรุปผู้บริหาร	ซ
บทที่ 1 บทนำ	
เงินปันผล กำไรและราคาหุ้นสามัญ	1
วัตถุประสงค์งานวิจัย	6
ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย	6
บทที่ 2 ทฤษฎี แนวคิด และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	
แบบจำลอง Lintner	8
แนวคิดของ Modigliani and Miller	9
การจ่ายเงินปันผลที่ค่านิ่ง กลุ่มของนักลงทุนตามระดับภาษี	11
ต้นทุนธุรกรรม การออกหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผลตาม	11
ทฤษฎีของเงินคงเหลือ	
การส่งสัญญาณ และการดำเนินงานผ่านนโยบายการจ่ายเงินปันผล	12
เงินปันผลกับการลดต้นทุนตัวแทน	20
บทที่ 3 ข้อมูล และการวิเคราะห์	
ขอบเขตการวิจัย	24
ข้อมูลและแหล่งที่มาของข้อมูล	24
แนวคิดการทดสอบและวิธีการทดสอบ	25
ความสามารถในการส่งสัญญาณของเงินปันผล	25
ปฏิกิริยาของตลาดที่มีต่อการรับรู้ขนาดความแตกต่างจากค่า	31
พยากรณ์	
การวัดปฏิกิริยาในตลาดที่มีต่อขนาดความแตกต่างจากการ	32
คาดการณ์ของเงินปันผล	

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 4 ผลการวิจัย	
ส่วนที่ 1 การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	36
ส่วนที่ 2 ลักษณะข้อมูลการพยากรณ์การจ่ายเงินปันผลของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	38
ส่วนที่ 3 การทดสอบ แนวคิด การส่งสัญญาณการจ่ายปันผล	44
ส่วนที่ 4 ผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในวันที่มีการประกาศ จ่ายเงินปันผล	47
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย และอภิปรายผลการวิจัย	
สรุปผลการวิจัย และอภิปรายผลการวิจัย	51
บรรณานุกรม	61
ภาคผนวก	77
ประวัติ	85

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
1	แสดงลักษณะของข้อมูลบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลการพยากรณ์การ จ่ายเงินปันผลโดยจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรม	63
2	ข้อมูลพยากรณ์กำไรต่อหุ้นจำแนกตามปีตั้งแต่ปี 1994 ถึงปี 2004	64
3	สถิติของการจ่ายเงินปันผลที่ผ่านมาของบริษัทจดทะเบียน	65
4	ข้อมูลการพยากรณ์จำแนกตามอุตสาหกรรม	66
5	ความแตกต่างของค่าพยากรณ์กับค่าจริงที่ใช้ข้อมูลการพยากรณ์แรก และข้อมูลพยากรณ์สุดท้าย	67
6	ความแตกต่างของค่าพยากรณ์กับค่าจริงที่ใช้ข้อมูลการพยากรณ์เฉลี่ย	68
7	อัตราความแตกต่างระหว่างเงินปันผลที่จ่ายจริงกับค่าพยากรณ์ของ เงินปันผล	69
8	ข้อมูลเชิงพรรณนาตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบสมการถดถอย	70
9	ผลการทดสอบสมการถดถอยเมื่อใช้ผลต่างจากค่าพยากรณ์เงินปัน ผลเป็นสัญญาณ	71
10	ผลการทดสอบสมการถดถอย เมื่อใช้การเปลี่ยนแปลงเงินปันผลเป็น สัญญาณ	72
11	ผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล	73
12	ผลตอบแทนเกินปกติในช่วงเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล	74

สารบัญรูปภาพ

หน้า

รูปที่ 1	แสดงค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่เกิดในช่วงประกาศจ่ายเงินปันผล
----------	---

บทสรุปผู้บริหาร

การจ่ายเงินปันผลของกิจการถือว่าเป็นนโยบายหนึ่งที่สำคัญเนื่องจากเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการประเมินมูลค่าของกิจการ การจ่ายเงินปันผลยังมีความสำคัญเนื่องจากเป็นตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาเงินทุนในอนาคตของกิจการด้วย ตามทฤษฎีของ Modiglianni and Miller (1961) ได้กล่าวว่าเงินปันผลไม่มีผลต่อมูลค่าของกิจการและไม่มีความเกี่ยวข้องกับนโยบายการลงทุนเนื่องจากได้กำหนดสมมติฐานไว้ในเบื้องต้นหลายประการเช่น กำหนดให้ตลาดทุนนั้นเป็นตลาดสมบูรณ์ ไม่มีความอสมมาตรของข้อมูล และไม่มีประเด็นเรื่องปัญหาตัวแทนมาเกี่ยวข้อง งานวิจัยที่สำคัญกลุ่มหนึ่งของนโยบายการจ่ายเงินปันผลคือกลุ่มที่ผ่อนคลายสมมติฐานเรื่องการไม่มีความอสมมาตรของข้อมูลระหว่างบริษัทกับนักลงทุนภายนอก เริ่มด้วยงานวิจัยของ Lintner (1956) ที่ได้เสนอแนวคิดว่าการจ่ายเงินปันผลของกิจการมีความหนืดซึ่งทำให้กิจการไม่ยากที่จะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือลดลงจากที่ได้เคยจ่ายมาแล้ว การจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือลดลงจากที่ได้เคยจ่ายมาแล้วจึงกลายเป็นสัญญาณให้กับนักลงทุนทราบว่าผลประกอบการในอนาคตจะมีการเปลี่ยนแปลงอย่างไร ตามทฤษฎีของ Lintner (1956) การเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลจึงใช้เป็นเครื่องมือของการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนภายนอกทราบถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ เช่น ถ้าหากกิจการมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากที่ได้เคยจ่ายมาในงวดก่อนจะแสดงให้เห็นว่าบริษัทนั้นๆมีความมั่นใจถึงอนาคตของบริษัทว่าจะมีผลประกอบการที่ดีขึ้น งานวิจัยในระยะต่อมาได้ทดสอบถึงแนวคิดการใช้การเปลี่ยนแปลงระดับการจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณ เช่น Benartzi, Michaely and Thaler (1997) และ Koch and Sun (2004) ซึ่งผลการวิจัยกลับพบว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลไม่ได้มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคตของกิจการ

งานวิจัยนี้ได้นำเสนอการทดสอบทฤษฎีการจ่ายเงินปันผลของกิจการโดยการเสนอว่ากิจการสามารถใช้การจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์เป็นสัญญาณถึงประกอบการในอนาคตของกิจการได้ นอกจากนี้ยังได้ทดสอบด้วยว่าในวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล (Dividend announcement) ซึ่งเป็นวันที่นักลงทุนในตลาดทุนได้รับทราบว่ากิจการมีการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าหรือต่ำกว่าที่ได้คาดการณ์จากนักวิเคราะห์ไปเท่าใด ผลตอบแทนเกินค่าปกติ (Excess return) ในช่วงเวลานั้นจะมีค่าเป็นเท่าใดด้วย

ผลการวิจัยแสดงให้เห็นว่ากิจการมีความ ‘อสมมาตรของการส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผล’ (Asymmetric of dividend signaling) คือพบว่าการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าที่คาดการณ์จะมีค่าสูงกว่าการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำกว่าคาดการณ์เงินปันผลจากนักวิเคราะห์ ผลการทดสอบด้วยสมการถดถอยในการวิจัยครั้งนี้ได้สนับสนุนแนวคิดการส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผลด้วยการจ่ายเงินปัน

ผลที่แตกต่างจากการคาดการณ์โดยนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ กล่าวคือได้พบว่าการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากค่าคาดการณ์เงินปันผลมีความสัมพันธ์กับผลประกอบการที่วัดโดยการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตของกิจการ งานวิจัยนี้จึงได้สนับสนุนทฤษฎีการส่งสัญญาณด้วยการจ่ายเงินปันผลตามแนวคิด Lintner (1956) และยังพบต่อไปว่าสัญญาณการจ่ายเงินปันผลที่มีประสิทธิภาพคือการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์หลักทรัพย์แทนที่จะเป็นการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลจากปีก่อนหน้าตามที่ได้เคยมีการทดสอบมา

ประเภทงานวิจัย การวิจัยพื้นฐานเชิงทฤษฎี (Theoretical Basic Research)

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ในการทดสอบแนวคิดทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผลด้วยการวัดความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากการคาดการณ์เงินปันผลของนักวิเคราะห์กับผลประกอบการในอนาคตที่วัดด้วยการเปลี่ยนแปลงอัตราผลกำไรต่อหุ้นของบริษัท
2. วัตถุประสงค์ประการที่สองคือเพื่อทดสอบผลตอบแทนที่เกิดขึ้นในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล

สมมติฐาน

- H 1: ขนาดความแตกต่างจากการคาดการณ์สามารถใช้เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณให้กับตลาดได้
- H2: ความแตกต่างระหว่างตัวเลขการจ่ายเงินปันผลจริงกับการจ่ายเงินปันผลที่พยากรณ์ไว้มีผลต่อราคาหุ้นในช่วงเวลาที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล
- H3: ค่าผลตอบแทนเฉลี่ยจะมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญในกรณีที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลมีค่าสูงกว่าที่นักวิเคราะห์ประเมิน (Positive Surprise) และจะมีค่าเป็นลบในกรณีที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลมีค่าต่ำกว่าที่นักวิเคราะห์พยากรณ์ (Negative Surprise)

ข้อมูลที่ใช้และแหล่งที่มาของข้อมูล

งานวิจัยนี้ได้ใช้ข้อมูลสำคัญคือข้อมูลการคาดการณ์ของการจ่ายเงินปันผลจากนักวิเคราะห์ซึ่งข้อมูลดังกล่าวได้ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล Institutional Broker Estimated System: I/B/E/S โดยใช้ข้อมูลดังกล่าวในช่วงปี พ.ศ. 2537 – 2547 (ค.ศ. 1994 ถึง 2004) จากข้อมูลที่ได้รับฐานข้อมูล I/B/E/S มีความครอบคลุมบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด 356 บริษัทคิดเป็นร้อยละ 79.29 สำหรับข้อมูลในส่วนที่ได้นำไปทดสอบด้วยสมการถดถอยมีจำนวนทั้งหมด 1,150 ครั้งซึ่งเป็นข้อมูลที่ได้กรองความผิดปกติ (Outlier) ออกไปแล้ว

นอกจากข้อมูลคาดการณ์เงินปันผลแล้ว ข้อมูลอื่นเช่น ราคาหุ้นสามัญ เงินปันผลที่ได้จ่ายจริงในแต่ละปี ถ้าไรต่อหุ้นในแต่ละปี ได้ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล DATASTREAM ที่อยู่ในศูนย์การเงินและการลงทุน มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ และข้อมูลการประกาศจ่ายเงินปันผล (วันที่ประชุมผู้ถือหุ้นเพื่อจ่ายเงินปันผล) จากฐานข้อมูลใน website www.setsmart.com

วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้ได้แบ่งการทดสอบเป็นสองส่วนคือส่วนหนึ่งคือการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกับคาดการณ์เงินปันผลจากนักวิเคราะห์กับผลประกอบการในอนาคตของกิจการที่แทนด้วยอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้นตามสมการถดถอย

การทดสอบทฤษฎีการส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผล

การทดสอบแนวคิดทฤษฎีการส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผลตามสมมติฐานข้างต้นได้ใช้วิธีการทดสอบด้วยสมการถดถอย (Regression Analysis) โดยมีสมการทดสอบดังต่อไปนี้

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

โดยที่

$\Delta EPS_{j,t}$ คือการเปลี่ยนแปลงของกำไรต่อหุ้นในปีที่ t ของบริษัท j โดยที่ตัวเลขกำไรต่อหุ้นนั้นจะ

ได้หารด้วยกำไรต่อหุ้นในตอนต้นปีหรือ $\Delta EPS_{j,t} = \frac{EPS_{j,t} - EPS_{j,t-1}}{EPS_{j,t-1}}$

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

แตกต่างจึงเท่ากับ $\Delta DIV_{j,t-1} = \frac{DIV_{ac,t-1} - DIV_{fc,t-1}}{DIV_{fc,t-1}}$ และตัวแปรควบคุมคือ

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

การทดสอบผลตอบแทนในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล

การทดสอบผลตอบแทนในการประกาศจ่ายเงินปันผลได้ศึกษาตามแนวทางการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) มาใช้ในการทดสอบโดยกำหนดวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นวันที่ t = 0 การศึกษาทั้งหมดจะได้แบ่งช่วงการศึกษาเป็น 2 ช่วง ช่วงแรกคือ ช่วง การเกิดเหตุการณ์ (Event Dates) ซึ่งถือว่าเป็นช่วงวันที่นักลงทุนในตลาดได้รับรู้ถึงการเกิดความแตกต่าง

ระหว่างค่าเงินปันผลจริงกับค่าพยากรณ์เงินปันผล (Surprise) ในการทดสอบวันเกิดเหตุการณ์จะใช้วันที่ $t - 1$ ถึงวันที่ $t + 1$ เป็นวันเกิดเหตุการณ์เพื่อให้ครอบคลุมถึงข่าวเงินปันผล ช่วงที่สองจะเรียกว่าเป็นช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ (Post Event Date) ซึ่งจะใช้ทดสอบเป็นระยะ 60 วันหลังเกิดเหตุการณ์ ($t = 0$ ถึง $t + 60$) การวิเคราะห์ผลของเหตุการณ์จะวัดผลตอบแทนโดยการตามช่วงระยะถือครองหลักทรัพย์ (buy-and-hold return) ตามสูตรการคำนวณดังนี้

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

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

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

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

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 1 วัน ไปจนถึงวันหลังจากการห้ามซื้อขาย อีก 1 วัน ซึ่งการวัดความผิดปกติในช่วงเกิดเหตุการณ์ (Event Date) จะวัดโดยใช้ผลตอบแทนสะสมในช่วง 3 วันนี้โดยหลังจากที่ได้ผลตอบแทนของหุ้นและของตลาดแล้วจึงนำมาคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติสะสมในช่วงระยะ 3 วัน (Three-Day Cumulative Abnormal Return: CAR) ดังนี้

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

$$AR_T = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n CAR_{i,t}$$

โดยที่ n หมายถึงจำนวนของหลักทรัพย์

การทดสอบนัยสำคัญทางสถิติจะใช้ค่า t – statistics ซึ่งจะคำนวณได้จาก

$$t = \frac{AR_T}{SE_T}$$

โดยค่า SE_T คือค่า Standard Error ของ AR_T

ผลการวิจัย

ผลจากการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาเห็นได้ว่าข้อมูลการพยากรณ์จะมีมากที่สุดสำหรับการพยากรณ์ล่วงหน้า 1 ส่วนการพยากรณ์ข้อมูลที่ห่างไปกว่านั้นจะมีจำนวนข้อมูลการพยากรณ์ลดหลั่นกันไปและจำนวนบริษัทที่ได้รับการประเมินจากนักวิเคราะห์จะเปลี่ยนแปลงไปกับภาวะเศรษฐกิจซึ่งอธิบายได้ว่าเกิดจากการเปลี่ยนแปลงจำนวนนักวิเคราะห์ที่มีการเปลี่ยนแปลงตามภาวะทางเศรษฐกิจ การทดสอบในส่วนนี้ได้พบอีกว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการจ่ายเงินปันผลไม่สม่ำเสมอ เมื่อพิจารณาข้อมูลการพยากรณ์เงินปันผลจะได้ว่าจำนวนบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลต่ำกว่าค่าพยากรณ์จะมีจำนวนสูงกว่าจำนวนบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าค่าพยากรณ์ และยังพบอีกว่าค่าเฉลี่ยอัตราการเปลี่ยนแปลงทางลบมีขนาดมากกว่าการเปลี่ยนแปลงทางบวก ค่าสูงสุดของความแตกต่าง และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานก็ปรากฏในลักษณะเดียวกันคือค่าความแตกต่างในทางลบ หรือการที่เงินปันผลที่จ่ายจริงต่ำกว่าค่าพยากรณ์ (เรียกว่า Negative Surprise) มีค่าที่สูงกว่าความแตกต่างในทางบวก (Positive Surprise) อย่างเห็นได้ชัด ซึ่งเรียกว่าเป็น ‘ความอสมมาตรของสัญญาณการจ่ายเงินปันผล’

ผลจากการทดสอบสมมติฐานด้วยสมการถดถอยสรุปได้ว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นสัญญาณบ่งชี้ถึงผลประกอบการในอนาคตของกิจการได้เมื่อใช้การจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากการคาดการณ์จากนักวิเคราะห์โดยพบว่าค่า β_1 มีนัยสำคัญเท่ากับ 0.167 (ระดับนัยสำคัญ 0.05) และเมื่อทดสอบโดยเปลี่ยนสัญญาณเงินปันผลเป็นอัตราการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลเทียบกับช่วงก่อนหน้า จะไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัญญาณเงินปันผลกับผลประกอบการในอนาคตที่วัดด้วยกำไรต่อหุ้น ดังนั้นจึงเห็นได้ว่าผลการวิจัยได้สนับสนุนทฤษฎีการส่งสัญญาณของการจ่ายเงินปันผลได้แต่การที่งานวิจัยอื่นไม่ได้พบความสัมพันธ์นี้เป็นเพราะตัวแปรที่ใช้แทนสัญญาณเงินปันผลนั้นยังไม่ได้เป็นสัญญาณที่ชัดเจน ผลยังสามารถที่จะใช้อธิบายพฤติกรรมของเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้

ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

1. ทราบถึงพฤติกรรม ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยรวมทั้งลักษณะข้อมูลพยากรณ์ค่าเงินปันผลที่นักวิเคราะห์พยากรณ์
2. ในด้านของกิจการ ทำให้ทราบว่า การจ่ายเงินปันผลมีผลอย่างไรต่อตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งจะ

ทำให้บริษัทจดทะเบียนพิจารณากำหนดนโยบายเงินปันผลควรได้สอดคล้องกันกับทฤษฎี เช่น กำหนดการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นกว่าที่ได้วิเคราะห์จากนักวิเคราะห์ซึ่งจะทำให้นักลงทุนและนักวิเคราะห์เข้าใจประสิทธิภาพของบริษัทได้ดีมากขึ้น

3. ในแง่ของทฤษฎีผลจากการวิจัยนี้ทำให้ได้ข้อสรุปที่ชัดเจนว่าการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคต

4. ทำให้ทราบว่าเครื่องมือการส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนคือการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากที่ได้มีการวิเคราะห์จากนักวิเคราะห์

ระยะเวลาการดำเนินงาน 1.5 ปี

เวลา กิจกรรม	..ม.ค. 48..	..มี.ค. 48..	..ก.ค. 48..	..ธ.ค. 48..	..พ.ค. 49..	..มิ.ย. 49..
อนุมัติโครงการ/เริ่มดำเนินการ	↔					
เก็บรวบรวมข้อมูล/ซื้อ ฐานข้อมูล	↔	↔				
วิเคราะห์ข้อมูล		↔	↔			
เขียนรายงานการวิจัย			↔	↔		
จัดพิมพ์ รูปเล่ม					↔	
ส่งรายงานฉบับสมบูรณ์						↔