

การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล
การศึกษาผลของการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงจากงวดก่อนหน้า
และผลของการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์
STOCK PRICE REACTION TO DIVIDEND ANNOUNCEMENTS:
A STUDY ON DIVIDEND CHANGES AND DIVIDEND SURPRISES

สุพจน์ วัฒนะจิตพงศ์¹, ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย² และ มาลีมาส สิตติสมบัติ³
Supot Wattanajitpong¹, Chaiwuth Tangsomchai² and Maleemas Sittisombut³

มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ ถนนห้วยแก้ว ตำบลสุเทพ อำเภอเมือง จังหวัดเชียงใหม่ 50200^{1,2,3}
Chiang Mai University, Huay Kaew Road, Suthep Sub-district, Mueang District, Chiang Mai Province 50200^{1,2,3}

บทคัดย่อ

การศึกษานี้ได้ศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสารการประกาศจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากงานวิจัยที่ผ่านมาได้มีการนำเสนออย่างแพร่หลายของการใช้การจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้าเป็นตัวทดสอบผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผล การค้นคว้านี้ได้เพิ่มตัวแปรการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์เป็นตัวแทนของการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นผลต่างจากการจ่ายเงินปันผลจริงกับเงินปันผลที่ได้จากการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์จากฐานข้อมูล I/B/E/S ใช้ข้อมูลจำนวน 84 หลักทรัพย์จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ.2557 การศึกษานี้ได้ทำการศึกษาถึงผลกระทบของข่าวสารการประกาศจ่ายเงินปันผลในช่วงก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน 3 วัน 10 วัน และ 30 วัน

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้าสามารถใช้อธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสารการจ่ายเงินปันผลได้ดีกว่าการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์ และ พบว่าไม่มีการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข่าวสารการประกาศจ่ายเงินปันผลในช่วงก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล 3 วัน 10 วัน และ 30 วัน โดยพบการตอบสนองของข่าวสารการจ่ายเงินปันผลเฉพาะช่วงก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน เท่านั้น

คำสำคัญ: เงินปันผล, การประกาศจ่ายเงินปันผล, เงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์, เงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงจากงวดก่อนหน้า

¹ นักศึกษาหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ

² ผู้ช่วยศาสตราจารย์ อาจารย์ภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ

³ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ อาจารย์ภาควิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ

ABSTRACT

This study aimed at comparing the reaction towards cumulative abnormal returns from dividend announcements including dividend surprises and changes in dividend yield from preceding payment of those securities initiating the dividend payout listed on the Stock Exchange of Thailand. In many previous studies, changes in dividend yield were often chosen in examining the effect of dividends. However, this study additionally incorporated dividend surprises being defined by the differences between actual dividend yield and forecasted one from analysts retrieved from DataStream to gauge such effect. This study collected 84 securities from The Stock Exchange of Thailand during 2010 and 2014; bearing 349 dividend announcement events. In addition, the study intended to study the effect of dividend announcements towards security prices in window periods of 1 day, 3 days, 10 days, and 30 days prior to and after the announcements.

The results revealed that changes in dividend yield from preceding payment echoed stronger impact of dividend toward security prices comparable to dividend surprises. Furthermore, it was appeared significant effect of dividend announcements for only the window period of 1 day prior to and after the announcements but this did not apply to those of window periods of 3 days, 10 days, and 30 days.

KEYWORDS : Dividend, Dividend Announcement, Dividend Surprises, Dividend Changes



บทนำ

ในปัจจุบัน การลงทุนในหลักทรัพย์ประเภทหุ้นหรือหุ้นสามัญจะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุน ถูกแบ่งออกเป็นสองรูปแบบคือผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ (Capital Gain) และเงินปันผล (Dividend) โดยผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหลักทรัพย์ นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากการขายหลักทรัพย์ให้แก่บุคคลอื่น ส่วนผลตอบแทนในรูปเงินปันผลนั้น นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากส่วนแบ่งผลการดำเนินงานของกิจการมาจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น

จากการศึกษาของ Lintner (1956) เสนอถึงทฤษฎีส่งสัญญาณเงินปันผลได้กล่าวว่ นโยบายการจ่ายเงินปันผลนั้นมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ เมื่อกิจการมีการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น สะท้อนให้เห็นว่ากิจการคาดว่าจะมีผลประกอบการที่ดีในอนาคต นอกจากนี้ทฤษฎีส่งสัญญาณเงินปันผลยังสามารถใช้ทดสอบถึงการตอบสนองต่อข่าวสารจากการจ่ายเงินปันผลที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งพบการศึกษาที่สนับสนุนแนวคิดนี้ สุคติดา ตรีตรง (2553) ศึกษาถึงผลกระทบของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปช่วงเวลาก่อนหน้า (Dividend Changes) พบว่าเกิดผลตอบแทนเกินปกติเมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผล จากข้อสนับสนุนดังกล่าวชี้ให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล (Dividend Changes) สามารถอธิบายการตอบสนองต่อข่าวสารจากการจ่ายเงินปันผลได้

นอกจากการศึกษาคำตอบสนองต่อข่าวสารจากการส่งสัญญาณของการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล (Dividend Changes) แล้ว ได้มีการศึกษาที่นำเสนอการตอบสนองต่อข่าวสารจากการจ่ายเงินปันผลโดยใช้การจ่าย

เงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์ (Dividend Surprises) เป็นสัญญาณแทนการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล (Dividend Changes) เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์นั้น เป็นเสมือนข่าวสารที่นักลงทุนรับรู้ได้และมีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในกิจการนั้น ๆ และยังพบข้อสนับสนุนจากการใช้ปัจจัยการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์ (Dividend Surprises) เป็นสัญญาณแทนการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล

ผู้ศึกษาจึงเห็นว่าการศึกษาคำตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากปัจจัยการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไป (Dividend Changes) ที่มีการศึกษาอย่างแพร่หลายนั้น เป็นเพียงปัจจัยส่วนหนึ่งที่มีผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์เท่านั้น และอาจจะไม่เพียงพอที่จะอธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบัน เนื่องจากความเป็นจริงในปัจจุบันมีปัจจัยภายนอกมาส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มากมาย เช่น การเติบโตของตลาดข้อมูลข่าวสาร ผลการดำเนินงานของทั้งกลุ่มอุตสาหกรรม เป็นต้น

ผู้ศึกษาจึงได้นำเสนอปัจจัยการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์ (Dividend Surprises) เข้ามาใช้ทดสอบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินปันผล การนำข้อมูลเงินปันผลที่ได้มาจากนักวิเคราะห์มาใช้จะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารและสถานการณ์ในปัจจุบันที่นักวิเคราะห์นำมาวิเคราะห์ประกอบด้วย การศึกษาคำตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่ได้มีการศึกษาในประเทศไทยนั้นพบเฉพาะการศึกษาคำตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารจากการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล (Dividend Changes) สะท้อนให้เห็นว่าผู้ศึกษาหรือนักลงทุนในประเทศไทยส่วนใหญ่ นำเฉพาะข้อมูลการเปลี่ยนแปลง

เงินปันผลเท่านั้นมาใช้ในการตัดสินใจในการลงทุน โดยการศึกษาในตลาดต่างประเทศพบว่าปัจจัยการพยากรณ์จากนักวิเคราะห์สามารถใช้อธิบายการตอบสนองของข้อมูลข่าวสารการประกาศจ่ายเงินปันผลได้ จากการศึกษาของ Andres et al. (2012) พบว่าการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์ (Dividend Surprises) สามารถอธิบายการตอบสนองของข้อมูลข่าวสารการประกาศจ่ายเงินปันผลได้ดีกว่าการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล (Dividend Changes) จากศึกษาข้อมูลในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเยอรมนี

ผู้ศึกษาจึงมีความสนใจที่จะศึกษาเชิงเปรียบเทียบของการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารการประกาศจ่ายเงินปันผล ของปัจจัยการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไป หรือเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้า (Dividend Changes) กับ การจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์ (Dividend Surprises) เพื่อเป็นการทดสอบว่าตัวแปรระหว่างการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไป (Dividend Changes) กับ การจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์ (Dividend Surprises) ในช่วงเวลาก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน 3 วัน 10 วัน และ 30 วัน ว่าปัจจัยใดและช่วงเวลาใดสามารถอธิบายถึงการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารได้ โดยทำการศึกษาข้อมูลหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) ผลลัพธ์จากการศึกษานี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจหรือนักลงทุนในการรับรู้สัญญาณจากการที่บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากช่วงเวลาก่อนหน้าหรือการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์ เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจในการเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ได้

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลโดยศึกษาผลของการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงจากงวดก่อนหน้าและผลของการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์และ เพื่อศึกษาว่าช่วงเวลาใดเป็นช่วงเวลาที่ได้รับผลกระทบจากการจ่ายเงินปันผล

แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาคำตอบสนองต่อข่าวสารการประกาศจ่ายเงินปันผล ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิด และทฤษฎีที่ใช้เป็นแนวทางในการศึกษาดังนี้

1. ทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผล (Dividend Signaling Theory)
2. แนวคิดแบบจำลองตลาด (Market Model หรือ Single Index Model)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผล (Dividend Signaling Theory)

เป็นทฤษฎีที่มีแนวคิดมาจากงานวิจัยของ Lintner (1956) ได้เสนอว่าการจ่ายเงินปันผลของกิจการนั้นมีความเชื่อมโยงกับผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ การจ่ายเงินปันผลจึงเป็นเครื่องมือหนึ่งในการส่งสัญญาณให้นักลงทุนทราบถึงผลประกอบการในอนาคตของกิจการ เพราะฉะนั้นการที่นักลงทุนได้ทราบถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของอาจจะทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารนั้น ทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการปรับตัวเพิ่มขึ้น หรือลดลงได้

แนวคิดการหาผลตอบแทนเกินปกติโดยใช้แบบจำลองตลาด (Market Model)

แบบจำลองนี้ถูกใช้เพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ซึ่งแบบจำลองนี้ได้ถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลายในการประเมินอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์ การลงทุนในหลักทรัพย์นั้นได้รับผลตอบแทนที่ไม่แน่นอนจากปัจจัยที่ไม่สามารถคาดการณ์ได้ โดยใช้วิธีการวิเคราะห์การถดถอยของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของตลาด ซึ่งแสดงเป็นความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

เมื่อ

R_{it}	=	ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t
R_{mt}	=	ผลตอบแทนของตลาด SET
$\hat{\alpha}_i$	=	ค่าคงที่หรืออัตราผลตอบแทนที่คงที่ของหลักทรัพย์ i
$\hat{\beta}_i$	=	ค่าความชันของสมการถดถอย
AR_{it}	=	ผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

วิธีการดำเนินการวิจัย

การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงทดลอง โดยการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วย การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยแบ่งเป็น การศึกษาถึงผลกระทบจากการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้า (Dividend Changes) และผลกระทบ

จากการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์ (Dividend Surprises) ของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ.2557 โดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART BLOOMBERG

ประชากร

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ได้แก่หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ.2557

กลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยนี้ได้แก่หลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand: SET) ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ.2557 โดยมีการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลในวันเดียวกับการประกาศผลประกอบการของกิจการ ประกอบด้วยข้อมูลหลักทรัพย์ทั้งหมด 84 บริษัท จำนวน 349 เหตุการณ์

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยนี้คือข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2557 จำนวน 84 บริษัท 349 เหตุการณ์ ประกอบด้วย

1. ราคาปิดของหุ้นสามัญรายวัน โดยใช้ข้อมูลราคา ก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล และหลังการประกาศจ่ายเงินปันผลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ (SET Index) โดยใช้ข้อมูลดัชนี ก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล และหลังการประกาศจ่ายเงินปันผลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เงินปันผลต่อหุ้น (Dividend Per Share) โดยเลือกเก็บทุกครั้งที่จ่ายและเลือกเก็บ

ข้อมูลเงินปันผลที่มีการประกาศจ่ายตรงกับการประกาศงบการเงินเท่านั้น

4. กำไรต่อหุ้น (Earnings Per Share) โดยเลือกเก็บทุกครั้งที่ประกาศและเลือกเก็บข้อมูลที่ตรงกับการประกาศจ่ายเงินปันผลเท่านั้น

5. เงินปันผลต่อหุ้นจากการพยากรณ์ (Forecasted Dividend Per Share) โดยเก็บจากการพยากรณ์เฉลี่ยของนักวิเคราะห์

6. กำไรต่อหุ้นจากการพยากรณ์ (Forecasted Earnings Per Share) โดยเก็บจากการพยากรณ์เฉลี่ยของนักวิเคราะห์

เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลนี้ใช้เครื่องมือในการวิจัย ดังนี้

ส่วนที่ 1 การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ใช้เครื่องมือดังต่อไปนี้

การคำนวณหาค่าผลตอบแทนของหลักทรัพย์

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + D_{it}}{P_{it-1}}$$

โดย

R_{it} = ผลตอบแทนของ
หลักทรัพย์ i ในวันที่ t

P_{it} = ราคาของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

P_{it-1} = ราคาของหลักทรัพย์ i ในวันที่ $t-1$

D_{it} = เงินปันผลที่ได้รับของหลักทรัพย์ i
(เฉพาะวันที่ได้รับเงินปันผล)

การคำนวณหาค่าผลตอบแทนของตลาด

$$R_{mt} = \frac{SET_t - SET_{t-1}}{SET_{t-1}}$$

โดย

R_{mt} = ผลตอบแทนของตลาด ในวันที่ t

SET_t = ดัชนี SET ในวันที่ t

SET_{t-1} = ดัชนี SET ในวันที่ $t-1$

การหาผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ ซึ่งใช้วิธีการหาผลตอบแทนเกินปกติโดยใช้วิธี Market Model

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

โดย

AR_{it} = ผลตอบแทนเกินปกติ
ของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

R_{it} = ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i
ในวันที่ t

R_{mt} = ผลตอบแทนของตลาด SET

$\hat{\alpha}_i$ $\hat{\beta}_i$ = ค่า Coefficient

โดยให้วันที่ $t = 0$ เป็นวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผลหรือวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date) และ $\hat{\alpha}_i$ และ $\hat{\beta}_i$ หาได้จากการวิเคราะห์การถดถอย ของ R_{it} และ R_{mt} ในช่วง Estimate Window คือ ช่วง 151 วัน ไปจนถึง 31 วัน ก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล รวมทั้งสิ้นเป็นเวลา 6 เดือน ($t = -151$ ถึง $t = -31$)

การวิเคราะห์ข้อมูลจะใช้ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return) และผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return) มาวิเคราะห์ ซึ่งคำนวณโดยใช้ค่า AR_{it}

การคำนวณหาค่าผลตอบแทน
เกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return)

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum AR_{i,t}$$

โดย

AR_{it} = ผลตอบแทนเกินปกติ
ของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

AAR_t = ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย
ของหลักทรัพย์ในวันที่ t

N = จำนวนข้อมูลทั้งหมด

การคำนวณหาค่าผลตอบแทน
เกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return)

$$CAR_{i,q,s} = \sum_{t=q}^s AR_{i,t}$$

โดย

$CAR_{i,q,s}$ = ผลตอบแทนเกินปกติสะสม
ของหลักทรัพย์ i

$AR_{i,t}$ = ผลตอบแทนเกินปกติ
ของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

การคำนวณหาค่าผลตอบแทน
เกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average
Abnormal Return)

$$CAAR_{i,q,s} = \frac{1}{N} \sum CAR_{i,q,s}$$

โดย

$CAR_{i,q,s}$ = ผลตอบแทนเกินปกติสะสม
ของหลักทรัพย์ i

$CAAR_{i,q,s}$ = ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย
สะสมของหลักทรัพย์ i

N = จำนวนข้อมูลทั้งหมด

ส่วนที่ 2 การวิเคราะห์การถดถอย

การวิเคราะห์การถดถอยทั้งหมด 4
แบบจำลอง ดังต่อไปนี้

แบบจำลองที่ 1 ทดสอบความสัมพันธ์
ของผลตอบแทนเกินปกติสะสม ($CAR_{i,q,s}$) กับ
อัตราเงินปันผลจ่ายที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวด
ก่อนหน้า (Dividend Changes)

$$CAR_{i,q,s} = \alpha_i + \beta_{1i} DIV_i \quad (1)$$

โดย

DIV_i = อัตราการเปลี่ยนแปลงของ
เงินปันผล

$$= \frac{DIV_{(i,y)} - DIV_{(i,y-1)}}{P_{(i,y)}}$$

$P_{(i,y)}$ = ราคาหลักทรัพย์ก่อนการ
จ่ายเงินปันผล 14 วัน

แบบจำลองที่ 2 ทดสอบความสัมพันธ์
ของผลตอบแทนเกินปกติสะสม ($CAR_{i,q,s}$) กับ
เงินปันผลจ่ายที่ต่างจากการพยากรณ์ (Divi-
dend Surprises)

$$CAR_{i,q,s} = \alpha_i + \beta_{1i} DIVSURP_i \quad (2)$$

โดย

$DIVSURP_i$ = อัตราเงินปันผลที่
ต่างจากการพยากรณ์

$$= \frac{DIV_{(i,y)} - ESTDIV_{(i,y)}}{P_{(i,y)}}$$

$ESTDIV_{(i,y)}$ = เงินปันผลต่อหุ้นของ
หลักทรัพย์ i ที่ได้จากการ
พยากรณ์ในช่วงเวลาที่
ศึกษา

แบบจำลองที่ 3 ทดสอบความสัมพันธ์ของผลตอบแทนเกินปกติสะสม ($CAR_{i,q,s}$) กับอัตราเงินปันผลจ่ายที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้า (Dividend Changes) และเงินปันผลจ่ายที่ต่างจากการพยากรณ์ (Dividend Surprises)

$$CAR_{i,q,s} = \alpha_i + \beta_{1i} DIV_i + \beta_{2i} DIVSURP_i \quad (3)$$

แบบจำลองที่ 4 ทดสอบความสัมพันธ์ของผลตอบแทนเกินปกติสะสม ($CAR_{i,q,s}$) กับอัตราเงินปันผลจ่ายที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้า (Dividend Changes) เงินปันผลจ่ายที่ต่างจากการพยากรณ์ (Dividend Surprises) และ กำไรต่อหุ้นที่ต่างจากการพยากรณ์ (Earnings Surprises)

$$CAR_{i,q,s} = \alpha_i + \beta_{1i} DIV_i + \beta_{2i} DIVSURP_i + \beta_{3i} ESURP_i \quad (4)$$

โดย

$$\begin{aligned} ESURP_i &= \text{อัตรากำไรต่อหุ้นที่ต่างจากการพยากรณ์} \\ &= \frac{EPS_{(i,y)} - ESTEPS_{(i,y-1)}}{P_{(i,y)}} \\ EPS_{(i,y)} &= \text{กำไรต่อหุ้นของหลักทรัพย์ } i \text{ ในช่วงเวลาที่ศึกษา} \\ ESTEPS_{(i,y)} &= \text{กำไรต่อหุ้นของหลักทรัพย์ } i \text{ ที่ได้จากการพยากรณ์ในช่วงเวลาที่ศึกษา} \\ \alpha_i &= \text{ค่า Intercept} \\ \beta_{1i}, \beta_{2i}, \beta_{3i} &= \text{ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient)} \end{aligned}$$

การวิเคราะห์ข้อมูล

ส่วนที่ 1 การศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารการประกาศจ่ายเงินปันผลด้วยวิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ซึ่งผู้ศึกษาได้ทำการแบ่งข้อมูลผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) เป็น 2 กลุ่ม ซึ่งใช้เกณฑ์การแบ่งเช่นเดียวกับการศึกษาของ Andres et al. (2012) เพื่อทำการศึกษาถึงผลกระทบจากการจ่ายเงินปันผลในกรณีที่มีการจ่ายเงินปันผลเปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้าและกรณีที่มีการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์ แบ่งได้ดังนี้

กลุ่มที่ 1 ที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่ม ลด หรือ เท่ากับ งวดก่อนหน้าโดยมีการแบ่งดังนี้

หลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลที่มากกว่าการจ่ายเงินปันผลงวดก่อนหน้า มากกว่า 5% เป็นตัวแทนถึงการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น

หลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลที่น้อยกว่าการจ่ายเงินปันผลงวดก่อนหน้า น้อยกว่า 5% เป็นตัวแทนถึงการจ่ายเงินปันผลที่ลดลง

หลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากการจ่ายเงินปันผลงวดก่อนหน้า ไม่เกิน 5% เป็นตัวแทนถึงการจ่ายเงินปันผลที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลง

กลุ่มที่ 2 มีการจ่ายเงินปันผลต่างจากเงินปันผลที่พยากรณ์โดยมีการแบ่งดังนี้

หลักทรัพย์ที่มีเงินปันผลที่พยากรณ์มากกว่าเงินปันผลที่จ่ายจริง มากกว่า 5% เป็นตัวแทนถึงข่าวที่มีผลบวก

หลักทรัพย์ที่มีเงินปันผลที่พยากรณ์น้อยกว่าเงินปันผลที่จ่ายจริง น้อยกว่า 5% เป็นตัวแทนถึงข่าวที่มีผลลบ

หลักทรัพย์ที่มีเงินปันผลที่พยากรณ์แตกต่างกับเงินปันผลที่จ่ายจริงไม่เกิน 5% เป็นตัวแทนถึงข่าวที่ไม่ส่งผลบวกและลบ

การวิเคราะห์ข้อมูลการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) มีการวิเคราะห์ดังนี้

1. ใช้ค่าผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal Return) ที่เกิดขึ้นในช่วงเวลาก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล 30 วัน ไปจนถึงหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 30 วัน มาวิเคราะห์โดยพิจารณาค่า t -statistic ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% 95% และ 99%

2. ใช้ค่าผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (Cumulative Average Abnormal Return) ในช่วงเวลาผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของช่วงเวลาก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน ไปจนถึง หลังประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน ($CAAR_{-1,1}$), ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของช่วงเวลาก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 3 วัน ไปจนถึง หลังประกาศจ่ายเงินปันผล 3 วัน ($CAAR_{-3,3}$), ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของช่วงเวลาก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 10 วัน ไปจนถึง 2 วันก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล ($CAAR_{-10,-2}$), ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของช่วงเวลาก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 30 วัน ไปจนถึง 2 วันก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล ($CAAR_{-30,-2}$), ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของช่วงเวลาหลังประกาศจ่ายเงินปันผล 2 วัน ไปจนถึง 10 วันหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล ($CAAR_{2,10}$), ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของช่วงเวลาหลังประกาศจ่ายเงินปันผล 2 วัน ไปจนถึง 30 วันหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล ($CAAR_{2,30}$) วันมาวิเคราะห์โดยพิจารณาค่า t -statistic ณ ระดับความเชื่อมั่น 90% 95% และ 99%

ส่วนที่ 2 การศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารการประกาศจ่ายเงินปันผลด้วยวิธีการศึกษาด้วยวิธีวิเคราะห์การถดถอย

ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) กับเงินปันผลจ่ายที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้า หรือจากการจ่ายเงินปันผลจ่ายที่ต่างจากการพยากรณ์ ซึ่งทำการทดสอบทั้งหมด 4 ช่วงเวลาได้แก่

1. ผลรวมของผลตอบแทนเกินปกติช่วงเวลาก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน ไปจนถึงหลังประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน ($CAR_{-1,1}$)

2. ผลรวมของผลตอบแทนเกินปกติช่วงเวลาก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 3 วัน ไปจนถึงหลังประกาศจ่ายเงินปันผล 3 วัน ($CAR_{-3,3}$),

3. ผลรวมของผลตอบแทนเกินปกติช่วงเวลาก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 10 วัน ไปจนถึงหลังประกาศจ่ายเงินปันผล 10 วัน ($CAR_{-10,10}$)

4. ผลรวมของผลตอบแทนเกินปกติช่วงเวลาก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 30 วัน ไปจนถึงหลังประกาศจ่ายเงินปันผล 30 วัน ($CAR_{-30,30}$)

ใช้การวิเคราะห์การถดถอย แบ่งเป็น 4 แบบจำลองด้วยกัน

แบบจำลองที่ 1 ทดสอบความสัมพันธ์ของผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) กับการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงจากงวดก่อนหน้า

แบบจำลองที่ 2 เปลี่ยนตัวแปรการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงจากงวดก่อนหน้าเป็นการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากการพยากรณ์

แบบจำลองที่ 3 เพิ่มตัวแปรการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงจากงวดที่และการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากการพยากรณ์เข้าไปในสมการเพื่อทดสอบ

แบบจำลองที่ 4 จากแบบจำลองที่ 3 เราทำการเพิ่มตัวแปรควบคุมนั้นคือกำไรต่อหุ้นที่ต่างจากการพยากรณ์ (Earnings Surprises) เข้าไปในสมการ ซึ่งโดยปกติแล้วการที่ประกาศจ่ายเงินปันผล จะมีการประกาศงบการเงินของบริษัทด้วย จึงเพิ่มตัวแปรนี้เพื่อลดผลกระทบจากการประกาศงบการเงินของบริษัท โดยทั้ง

4 แบบจำลองใช้ค่า t-Statistic ในการทดสอบระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลการวิจัย

ส่วนที่ 1 การศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) ได้นำเสนอการวิเคราะห์ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ (Average Abnormal Return) และการวิเคราะห์ผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ (Cumulative Average Abnormal Return)

ตารางที่ 1 แสดงวันที่พบผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ (Average Abnormal Return) อย่างมีนัยสำคัญ

วันที่มีผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์เกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ						
ระดับนัยสำคัญ	เพิ่มขึ้น	ลดลง	ไม่เปลี่ยนแปลง	ข่าวที่มีผลบวก	ข่าวที่มีผลลบ	ข่าวที่ไม่ส่งผลบวกและลบ
0.1	-29, -25 -20, -13, -12 -1, 8, 10	-28, -18, -12, -6, -3 13, 14	-28, -20 -16, -4, 2, 9	-7, -6, 3, 7 8, 10	-3, 1, 14, 18	-16, -15, -13 -7, -4, -2, 6, 8, 13, 15, 29
0.05	-7, 6 7, 23	-24, 1, 5, 6, 7, 8, 17 18	-13, -11 -3, 5, 6, 29	-20, -15 0, 2, 21, 29	-24, -9 -8, -6, 7 17, 20	0, 7, 11, 22 23, 25
0.01	-30, 0, 1 9, 13, 21, 25	-21, -9 -8, 20	-27	1, 25	-21, -8 5, 6	-6, 17, 26

จากตารางที่ 1 แสดงให้เห็นวันที่มีผลตอบแทนเกินปกติสะสมที่เกิดขึ้นในกรณีที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลง ไม่เปลี่ยนแปลง การจ่ายเงินปันผลที่มากกว่า น้อยกว่า และไม่ต่างจากการพยากรณ์อย่างมีนัยสำคัญในช่วงก่อนหน้าการประกาศจ่ายเงินปันผล 30 วัน ไปจนถึง ช่วงหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล 30 วัน (กำหนดให้ $-t$ = วันก่อนหน้าการประกาศ

จ่ายเงินปันผล t วัน และ $+t$ = วันหลังจากการประกาศจ่ายเงินปันผล t วัน) พบว่ามีผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยเกิดขึ้นในทุกกรณี ตั้งแต่ช่วงเวลาก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล และหลังการประกาศจ่ายเงินปันผลประมาณ 1 เดือน แต่ไม่พบข้อสรุปความสัมพันธ์ของวันที่เกิดผลตอบแทนเกินปกติดังกล่าว

ตารางที่ 2 แสดงช่วงเวลาที่พบผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ (Cumulative Average Abnormal Return) เกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.1 0.5 และ 0.01

	เพิ่มขึ้น	ลดลง	ไม่เปลี่ยนแปลง	ข่าวที่มีผลบวก	ข่าวที่มีผลลบ	ข่าวที่ไม่ส่งผลบวกและลบ
CAAR _{-30,-3}	3.56%***	0.61%	-3.30%**	3.54%**	0.73%	1.89%*
CAAR _{-10,-3}	1.35%*	-0.92%***	-1.10%*	2.09%*	-0.78%***	0.62%
CAAR _{-3,3}	1.67%***	0.09%	0.09%	2.53%***	0.10%	0.80%*
CAAR _{-1,1}	1.29%***	0.20%	0.61%*	1.56%***	0.36%**	1.18%**
CAAR _{3,10}	2.20%**	6.11%***	6.82%***	2.03%**	4.82%***	6.40%**
CAAR _{3,30}	2.54%**	8.32%***	6.42%**	2.75%*	6.12%***	6.11%**

p < 0.1*, .05**, .01***

จากตารางที่ 2 แสดงผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมของหลักทรัพย์ในช่วงเวลาก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล ช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล และหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล พบว่ามีผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมเกิดขึ้นในทุกช่วงเวลา และพบว่าในช่วงหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล 30 วัน พบว่ามีผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสมที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญในกรณีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และกรณีที่ได้รับผลกระทบจากข่าวสารที่มีผลบวก

ส่วนที่ 2 การศึกษาด้วยการวิเคราะห์การถดถอย ซึ่งผู้ศึกษาแบ่งการศึกษาออกเป็น 4 แบบจำลองและทำการศึกษาทั้ง 4 แบบจำลองในช่วงเวลาต่าง ๆ กัน เพื่อศึกษาผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลต่อผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) ในหลายช่วงเวลา

พบว่า การจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้า (Dividend Changes) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติสะสม

(Cumulative Abnormal Return) ในช่วง 1 วัน ก่อนหน้าการประกาศจ่ายเงินปันผล ไปจนถึงหลังวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน อย่างมีนัยสำคัญ ในแบบจำลองที่ 2-4 และ พบว่าการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์ (Dividend Surprises) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) และเมื่อได้เพิ่มตัวแปรการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้า (Dividend Changes) และการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์ (Dividend Surprises) เข้าไปในสมการนอกจากการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้า (Dividend Changes) จะมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) แล้ว ยังพบว่ากำไรต่อหุ้นที่ต่างจากการพยากรณ์ (Earnings Surprises) มีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) ด้วยเช่นกัน

สรุปผลการวิจัย

1. การจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้าสามารถอธิบายการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารการประกาศจ่ายเงินปันผล และมีการตอบสนองในช่วงเวลา 1 วัน ก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผลไปจนถึงหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วันเท่านั้น

2. นอกจากการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้าและกำไรต่อหุ้นที่ต่างจากการพยากรณ์สามารถอธิบายการตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารการประกาศจ่ายเงินปันผลได้ในช่วงเวลา 1 วันก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผลไปจนถึงหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วันเช่นกัน

อภิปรายผลการวิจัย

พบว่าการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารการประกาศจ่ายเงินปันผลในกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ควรจะนำข้อมูลในช่วง 1 วันก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล ไปจนถึง หลังการประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน มาพิจารณาในการประกอบการลงทุน ทั้งนี้การพบความสัมพันธ์เฉพาะในช่วง 1 วัน ก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล น่าจะเป็นผลมาจากการได้รับข่าวสารของนักลงทุน ซึ่งในช่วงระยะเวลาที่นานกว่าวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลมาก ๆ ทำให้ผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้น เกิดได้น้อยลง นอกจากนี้ยังพบข้อสรุปในเชิงเปรียบเทียบของการใช้ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้า (Dividend Changes) กับข้อมูลการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์ (Dividend Surprises) มาอธิบายผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้น ผู้ศึกษา

พบว่าการใช้การจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้านั้น (Dividend Changes) ได้ผลดีกว่าการใช้การจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์ (Dividend surprise) ซึ่งขัดแย้งจากการศึกษาของ Andres et al. (2012) ซึ่งพบว่า การเพิ่มตัวแปรการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์ (Dividend surprise) เข้าไปในสมการ ส่งผลให้ตัวแปรการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้า (Dividend Changes) ไม่มีความสามารถในการอธิบายปัจจัยผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) ได้

ผลการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารได้ข้อสรุปที่ว่า การจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้า (Dividend Changes) สามารถใช้อธิบายการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อข้อมูลข่าวสารได้ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ สุตติตา ตริตรอง (2553) และ สุขใจ วิรุฬมาส (2554) และข้อมูลการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้า (Dividend Changes) สามารถนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนในระยะเวลา ก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วันไปจนถึงหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วันได้ ผลการศึกษานี้และการศึกษาของ สุตติตา ตริตรอง (2553) และ สุขใจ วิรุฬมาส (2554) ยังชี้ให้เห็นว่าผู้ลงทุนในประเทศไทยขาดความรู้ในการลงทุนและมีการเข้าถึงข้อมูลข่าวสารที่น้อยกว่าผู้ลงทุนในต่างประเทศ จากการศึกษาของ Andres et al. (2012) ในประเทศเยอรมนี พบว่าการจ่ายเงินปันผลที่ต่างจากการพยากรณ์มีผลต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญนั้น ชี้ให้เห็นว่านักลงทุนในต่างประเทศนั้นเข้าถึงข้อมูลอื่น ๆ และนำมาใช้ประกอบการตัดสินใจในการ

ลงทุนมากกว่าการใช้ปัจจัยการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้า (Dividend Changes) เพียงอย่างเดียว

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะเพื่อนำผลการวิจัยไปใช้

จากการศึกษาพบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดที่แล้ว (Dividend Changes) มีผลทำให้ราคาของหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงไปในช่วงเวลาก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน ดังนั้นเมื่อนักลงทุนทราบข่าวสารการประกาศจ่ายเงินปันผลแล้ว นักลงทุนควรจะซื้อหลักทรัพย์ในช่วงวันก่อนหน้าและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน

นอกจากการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากงวดก่อนหน้า (Dividend Changes) แล้ว นักลงทุนสามารถใช้กำไรต่อหุ้นที่ต่างจากการพยากรณ์ (Earnings Surprises) ประกอบการตัดสินใจในการลงทุนได้

ข้อเสนอแนะการวิจัยครั้งต่อไป

ในการวิจัยครั้งต่อไป ควรจะมีการแบ่งกลุ่มของหลักทรัพย์โดยจัดกลุ่มตามกลุ่มอุตสาหกรรม จัดกลุ่มตามสภาพคล่องของหลักทรัพย์ หรือจัดกลุ่มตามขนาดของกิจการ เนื่องจากผลการวิจัยนี้เราพบการเกิดขึ้นของผลตอบแทนเกินปกติที่ไม่สามารถสรุปผลได้แน่นอนในส่วนของการศึกษาเหตุการณ์ การแบ่งกลุ่มอาจจะเป็นตัวทำให้ผู้นำไปใช้ สามารถนำไปใช้เลือกหลักทรัพย์ในการลงทุนได้ดีขึ้น

เอกสารอ้างอิง

- ชูเกียรติ วชิรศรีสุนทรา .(2554). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการประกอบการ มหาวิทยาลัยศิลปากร).
- ฐานิต อภิเชษฐ์โยธา .(2554) .ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าอิสระบัญชีมหาบัณฑิต, สาขาบัญชีแบบบูรณาการ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- สุดธิดา ตรีตรง. (2553). ผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์).
- สุขใจ วิพุธมาส. (2554) .การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (เปรียบเทียบธุรกิจขนาดใหญ่กับธุรกิจครอบครัวในกลุ่ม SET 100). (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย).
- สิริเกียรติ รัชชานันติ และรวี ลงกาณี. (2550). สัญญาณเงินปันผลที่สมบูรณ์. *วารสารบริหารธุรกิจนิคัา*, 1(2), 104–119.
- Andres, C., Betzer, A., Van den Bongard, I., Haesner, C., & Theissen, E. (2012). *Dividend Announcements Reconsidered: Dividend Changes Versus Dividend Surprises*. CFR Working Papers. (12–03).

- Lee, B. S., & Yan, N. A. (2003) The Market's Differential Reactions to Forward-Looking and Backward-Looking Dividend Changes. *Journal of Financial Research*, 26(4), 449-468.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Miller, H. M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-433.

