บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในอดีตมีงานศึกษาทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศที่ศึกษาเกี่ยวกับความมีประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งใช้เหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นเหตุการณ์ในการศึกษา โดยอ้างอิงจากทฤษฎีต่างๆเกี่ยวกับเงินปันผลที่มีผู้อธิบายไว้ในหลายแง่มุม ฉะนั้นงานศึกษานี้จึงได้รวบรวมทฤษฎีที่เกี่ยวข้องและงานศึกษาในอดีต เพื่อใช้กำหนดวิธีการศึกษาและนำเสนอกรณีศึกษาแนวใหม่ ได้ดังนี้

2.1 ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด

แนวคิดตลาดประสิทธิภาพ (Efficient Market Hypothesis: EMH) (จิรัตน์ สังข์แก้ว, 2545) มุ่งเน้นประสิทธิภาพด้านราคาหลักทรัพย์ (Pricing-Efficient Market) หมายถึง ตลาดที่ราคาหลักทรัพย์สามารถสะท้อนการรับรู้ข่าวสารที่เผยแพร่อย่างทั่วถึงและรวดเร็ว เมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงหรือเกิดข้อมูลใหม่ ผู้ลงทุนจะสามารถรับรู้ได้พร้อมกันและปรับการลงทุนในทันที ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวซึ่งการปรับตัวที่เกิดขึ้นเป็นการปรับตัวที่ไม่มีอคติ (Unbias) หมายถึง การปรับตัวโดยเฉลี่ยจะอยู่ในภาวะสมดุลและถูกต้อง และราคาประมาณการที่ไม่ผิดพลาดของราคาดุลยภาพสุดท้ายจะเกิดขึ้นหลังจากที่ผู้ลงทุนได้รับข่าวสารอย่างเต็มรูปแบบโดยปรับตัวเข้าหาราคายุติธรรม ดังนั้นผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจึงเป็นผลตอบแทนปกติที่ชดเชยความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้น แสดงว่าข่าวสารใหม่ที่เกิดขึ้นจะส่งผลกระทบต่อราคาให้เปลี่ยนแปลงในทิศทางแบบสุ่มไม่สามารถพยากรณ์ราคาได้ จึงไม่มีนักลงทุนที่สามารถแสวงหาผลตอบแทนส่วนเกินที่มากกว่าปกติได้ อันจะก่อให้เกิดความยุติธรรมในการลงทุน ทั้งนี้รูปแบบของตลาดประสิทธิภาพสามารถจำแนกได้ 3 ระดับคือ

2.1.1 ประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak-form Efficiency)

ผู้ลงทุนจะใช้ข้อมูลตลาดซึ่งเป็นข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตพิจารณาตัดสินใจลงทุน ซึ่งจะไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงราคาในอนาคต การวิเคราะห์ทางเทคนิคจึงไม่อาจสร้างกำไรเกินปกติ (Abnormal Return) ได้

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

2.1.2 ประสิทธิภาพระดับกลาง (Semistrong-form Efficiency)

ผู้ลงทุนใช้ข้อมูลตลาดเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตประกอบกับข้อมูลทั้งหมดที่เผยแพร่ให้สาธารณะได้รับรู้ในการตัดสินใจลงทุน ทั้งข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน และการคาดการณ์ในอนาคตซึ่งทำให้การวิเคราะห์ทางเทคนิคและปัจจัยพื้นฐานไม่สามารถสร้างกำไรเกินปกติได้

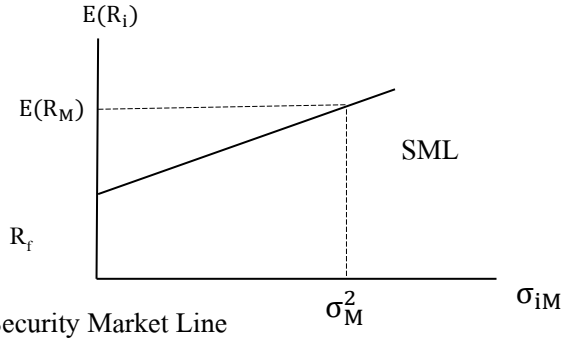
2.1.3 ประสิทธิภาพระดับสูง (Strong-form Efficiency)

ผู้ลงทุนสามารถรับรู้และใช้ข้อมูลทั้งหมดที่เปิดเผยอยู่ในตลาดและข้อมูลภายในทั้งหมด ทั้งที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตและกำลังดำเนินการในองค์กร เพื่อใช้พิจารณาตัดสินใจลงทุน ดังนั้นจึงไม่มีใครหรือนักลงทุนกลุ่มใดที่สามารถสร้างกำไรเกินปกติได้เลย

การวัดประสิทธิภาพของตลาดผ่านการรับรู้ข้อมูลข่าวสารเป็นลักษณะการศึกษาตามแนวคิดการศึกษาเหตุการณ์ โดยมีหลักการสำคัญคือ ศึกษาถึงการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นเมื่อมีสถานการณ์ใดใดเปลี่ยนแปลงไปซึ่งนักลงทุนจะไม่สามารถแสวงหาผลตอบแทนเกินปกติจากข่าวสารข้อมูลที่มากระทบได้ ทั้งนี้การวิเคราะห์หาผลตอบแทนเกินปกตินิยมใช้แบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) ในการพิจารณากันอย่างแพร่หลาย

2.2 แบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Modal: CAPM)

แบบจำลองนี้ทำให้ผู้ลงทุนสามารถพิจารณาความเสี่ยงของหลักทรัพย์รายตัวก่อนการลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ได้ ด้วยค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างหลักทรัพย์รายตัวเทียบกับกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด จากนั้นจึงวิเคราะห์หาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง ผู้ลงทุนจึงสามารถกำหนดราคาหลักทรัพย์ได้ว่า ราคาหลักทรัพย์นั้นสูงกว่าที่ควรจะเป็น (Overpriced) หรือ ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น (Underpriced) ซึ่งสามารถแสดงความสัมพันธ์ได้ด้วยเส้น SML หรือ Security Market Line ดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 ภาพแสดงเส้น Security Market Line

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

โดยที่ $E(R_i)$ แทนอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i

$E(R_M)$ แทนอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาด

R_f แทนอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง

σ_{iM} แทนค่าความแปรปรวนร่วมของอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ i กับ ตลาด

σ^2_M แทนค่าความแปรปรวนของตลาด

ภาพที่ 1 แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่คาดหวังของนักลงทุนกับค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้น ดังนั้นหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยงจึงมีค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ปราศจากความเสี่ยงกับตลาดเท่ากับศูนย์ ซึ่งนักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนเท่ากับอัตราผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง (R_f) เท่านั้น สำหรับกลุ่มหลักทรัพย์รายตัวมีค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์นั้นกับตลาด (σ_{iM}) มากขึ้น นักลงทุนจึงได้รับผลตอบแทนสูงขึ้นตามระดับความเสี่ยงของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ยอมรับได้ แต่ไม่น้อยกว่าผลตอบแทนที่ปราศจากความเสี่ยง กรณีของกลุ่มหลักทรัพย์ตลาดมีระดับผลตอบแทนเท่ากับอัตราผลตอบแทนของตลาด ($E(R_M)$) ณ ระดับค่าความแปรปรวนร่วมระหว่างตลาดกับตลาด (σ^2_M) กล่าวคือค่าความแปรปรวนของตลาดนั่นเอง แสดงความสัมพันธ์ของเส้น SML ในรูปของสมการความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$E(R_i) = R_f + \{[E(R_M) - R_f] / \sigma^2_M\}\sigma_{iM}$$

$$= R_f + \{[E(R_M) - R_f] \times [\sigma_{iM} / \sigma^2_M]\}$$

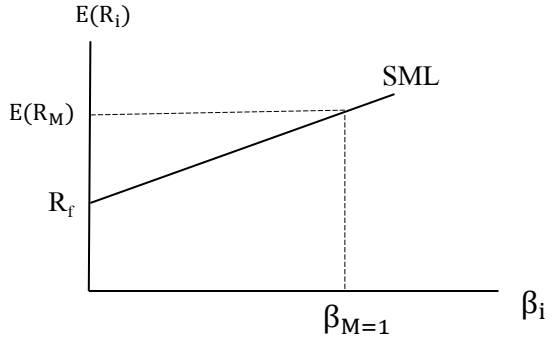
โดยที่ σ_{iM} / σ^2_M = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ i (β_i) ซึ่งเป็นตัววัดค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (Systematic Risk) ของหลักทรัพย์ i

ฉะนั้น เขียนสมการความสัมพันธ์ของเส้น SML ใหม่ได้ดังนี้

$$E(R_i) = R_f + [E(R_M) - R_f]\beta_i$$

สมการความสัมพันธ์ข้างต้น เรียกว่าแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) เป็นสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ผู้ลงทุนคาดหวังกับค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ ดังภาพที่ 2

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved



ภาพที่ 2 ภาพแสดงเส้น SML ตามแบบจำลอง CAPM

ค่าเบต้า (Beta)ในแบบจำลองCAPM เป็นค่าความเสี่ยงที่ใช้วัดความเสี่ยงที่เป็นระบบ บ่งบอกถึงขนาดและทิศทางการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์รายตัวเทียบกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตลาด กรณีหลักทรัพย์ตลาดค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบ (β_i) เท่ากับ 1 กล่าวคือ

$\beta_i < 1$: อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i เปลี่ยนแปลง น้อยกว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตลาด

$\beta_i > 1$: อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i เปลี่ยนแปลง น้อยกว่า การเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตลาด

$\beta_i < 0$: อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i เปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตลาด

$\beta_i > 0$: อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i เปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงอัตราผลตอบแทนของตลาด

จากภาพที่ 2 แสดงให้เห็นว่าหากหลักทรัพย์มีค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบสูงขึ้น นักลงทุนย่อมต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้นด้วย เพื่อชดเชยความเสี่ยงของหลักทรัพย์นั้นเป็นสัดส่วนทวีคูณตามความชันของเส้น SML หรือ $[E(R_M) - R_f]$ เรียกว่า ส่วนชดเชยความเสี่ยงของตลาด (Market Risk Premium)

การวิเคราะห์และทดสอบผลตอบแทนเกินปกติซึ่งสามารถหาได้ โดยใช้วิธี Market and Risk Adjusted Return ตามแบบจำลอง CAPM สำหรับกรณีของประเทศไทย แบบจำลอง CAPM สามารถใช้อธิบายความสัมพันธ์ของความเสี่ยงและผลตอบแทนได้ ทั้งนี้หากตลาดได้รับข่าวสารหรือเงื่อนไขที่ดี แบบจำลอง CAPM สามารถใช้คาดการณ์ผลตอบแทนที่สูงได้จาก

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

หลักทรัพย์ที่มีความเสี่ยงสูงและหากตลาดได้รับข่าวสารหรือเงื่อนไขเชิงลบหลักทรัพย์ความเสี่ยงสูงจะให้ผลตอบแทนที่ต่ำลง (Kulyos Audomvongseree, 2010) ซึ่งวิธีนี้เป็นวิธีการหาผลตอบแทนเกินปกติที่พิจารณาถึงค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์แล้ว จึงนิยมนำมาใช้ในการศึกษาประสิทธิภาพตลาดตามแนวคิดการศึกษาเหตุการณ์ ซึ่งเป็นแนวคิดที่นิยมใช้ทดสอบประสิทธิภาพตลาดอย่างแพร่หลายและเป็นที่ยอมรับอย่างมาก ฉะนั้นการศึกษาประสิทธิภาพตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในครั้งนี้ จึงยึดถือตามแนวคิดการศึกษาเหตุการณ์ โดยใช้เหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินสดปันผลเป็นตัวแปรที่เข้ามากระทบต่อราคาหลักทรัพย์ เพื่อหาค่าผลตอบแทนเกินปกติต่อไป

2.3 แนวคิดการศึกษาเหตุการณ์

แนวคิดการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) (รวี ลงกานี, ผู้แปล, 2550) เป็นแนวคิดที่ใช้วัดผลกระทบของเหตุการณ์ต่อราคาหลักทรัพย์ (Thitima Sitthipongpanich, 2011) ซึ่งนิยมใช้ในการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดหลักทรัพย์ โดยการอาศัยเหตุการณ์หรือข้อมูลข่าวสารใดข่าวสารหนึ่งที่เกิดขึ้นในขณะนั้น เช่น การนำเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลมาเป็นปัจจัยในการพิจารณาเพื่อหาผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งใช้ในการอธิบายว่าราคาสามารถสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารได้อย่างรวดเร็วและทั่วถึง นักลงทุนจึงไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้

การทดสอบผลกระทบของข่าวสารที่เกิดขึ้น ตามหลักการใช้การคำนวณหาผลตอบแทนเกินปกติ (AR_{it}) ที่ได้จากผลต่างของผลตอบแทนที่คาดหวังเมื่อเกิดการเปลี่ยนแปลงโดยรวมของตลาด ($r_f + \beta(r_{mt}-r_f)$) กับผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นจริง (r_{it}) ซึ่งผลตอบแทนที่คาดหวังสามารถคำนวณได้ด้วยแบบจำลองการกำหนดราคาหลักทรัพย์ (Capital Asset Pricing Model: CAPM) ซึ่งเป็นวิธีการหาผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์โดยคำนึงถึงค่าความเสี่ยงของหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ในตลาด อนึ่งการทดสอบประสิทธิภาพตลาดทรัพย์ตามแนวคิดการศึกษาเหตุการณ์มีขั้นตอนในการศึกษา ดังต่อไปนี้

2.2.1 คำนวณค่าผลตอบแทนเกินปกติตามแบบจำลอง CAPM ตามสมการ

$$AR_{it} = r_{it} - (r_f + \beta(r_{mt}-r_f))$$

โดยที่ r_{it} คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลาที่ t

r_{mt} คือ อัตราผลตอบแทนของตลาด ณ เวลาที่ t

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

AR_{it} คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาด

r_f คือ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง

β แสดงถึงค่าความเสี่ยงที่เป็นระบบของหลักทรัพย์ i เมื่อเทียบกับตลาด โดยสามารถคำนวณได้ตามสมการ $\beta = Cov(r_{it}, r_{mt}) / Var(r_{mt})$

เมื่อเกิดเหตุการณ์ใดเหตุการณ์หนึ่งขึ้น ราคาหลักทรัพย์แต่ละหลักทรัพย์ในตลาดจะเปลี่ยนแปลงไปทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติในหลายๆหลักทรัพย์จากเหตุการณ์นั้น ซึ่งการทดสอบประสิทธิภาพตลาดเป็นการทดสอบประสิทธิภาพโดยรวมของทั้งตลาด จึงจำเป็นต้องค่าหาเฉลี่ยของผลตอบแทนเกินปกติ (AAR_t) เพื่อสะท้อนผลตอบแทนเกินปกติโดยรวมของทั้งตลาดที่เกิดขึ้นจากเหตุการณ์นั้น

2.2.2 คำนวณหาค่าผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย ตามสมการ

$$AAR_t = \sum_{i=1}^{n} AR_{it} / n$$

โดยที่ AR_{it} คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ i เมื่อเทียบกับอัตราผลตอบแทนของตลาด

AAR_t คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ตั้งแต่ i=1ถึง n หลักทรัพย์ในเหตุการณ์เดียวกัน ณ เวลาที่ t

การทดสอบประสิทธิภาพตลาดนอกจากจะทดสอบประสิทธิภาพ ณ วันที่เกิดเหตุการณ์แล้ว ยังพิจารณาถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นจากเหตุการณ์รอบๆวันเกิดเหตุการณ์ด้วย เพื่อสังเกตการเปลี่ยนแปลงในช่วงระยะเวลารอบๆวันเกิดเหตุการณ์ จึงใช้ค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) เพื่อสะท้อนผลตอบแทนเกินปกติในช่วงรอบๆวันเกิดเหตุการณ์

2.2.3 กำหนดช่วงเวลาการศึกษาเป็นช่วงเวลาระยะสั้น ระยะกลาง และระยะยาว ได้แก่ การศึกษาช่วงเวลาก่อนและหลังการเกิดเหตุการณ์ 3 วัน ช่วงเวลาก่อนและหลังการเกิดเหตุการณ์ 10 วัน และช่วงเวลาก่อนและหลังการเกิดเหตุการณ์ 20 วันหรือ 30 วัน

2.2.4 คำนวณหาค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ ตามสมการ

$$CARs = \sum_{t=k}^{m} AAR_t$$

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

โดยที่ AAR_t คือ อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยของหลักทรัพย์ตั้งแต่ i=1ถึง n หลักทรัพย์ในเหตุการณ์เดียวกัน ณ เวลาที่ t

CARs คือ อัตราค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติของหลักทรัพย์ในเหตุการณ์แต่ละเหตุการณ์โดยที่ t = 0 คือเวลาที่เกิดเหตุการณ์ t = -k, -(k+1),…,1 คือ ช่วงเวลาก่อนวันเกิดเหตุการณ์ และ t = 1,2, …, m คือ ช่วงเวลาหลังเกิดเหตุการณ์

2.2.5 นำผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (AAR_t) และค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (CARs) ทดสอบนัยสำคัญทางสถิติเพื่อประเมินผลกระทบของข่าวสารข้อมูลหรือเหตุการณ์ที่เข้ามากระทบนั้น

การทดสอบประสิทธิภาพตลาดโดยทั่วไปนิยมดำเนินการตามขั้นตอนของแนวคิดการศึกษาเหตุการณ์ เนื่องจากเป็นแนวคิดที่ได้นิยมใช้ทดสอบประสิทธิภาพตลาดอย่างแพร่หลายและเป็นที่ยอมรับอย่างมาก ฉะนั้นงานศึกษาประสิทธิภาพระดับกลางของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จึงยึดถือตามแนวคิดดังกล่าว โดยใช้เหตุการณ์ในการศึกษาคือ การประกาศจ่ายเงินสดปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดเป็นตัวแปรที่เข้ามากระทบต่อราคาหลักทรัพย์ เพื่อหาค่าผลตอบแทนเกินปกติต่อไป

2.4 แนวคิดเงินปันผล

เงินปันผล (Dividend) (เพชรี ขุมทรัพย์, 2549) ถือเป็นผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นสามัญอีกรูปแบบหนึ่งซึ่งนักลงทุนอาจได้รับในลักษณะและจำนวนที่แตกต่างกัน ขึ้นอยู่กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลและการตัดสินใจของผู้บริหารในแต่ละบริษัท

2.4.1 รูปแบบการจ่ายเงินปันผล

1) เงินสดปันผล (Cash Dividend)

การจ่ายปันผลในรูปของเงินสด เป็นลักษณะที่บริษัทส่วนใหญ่นิยมมากที่สุดซึ่งแต่ละบริษัทจะจ่ายเงินสดปันผล โดยพิจารณาถึงสถานะทางการเงินของบริษัท การขยายตัวของธุรกิจ ความคาดหวังของผู้ถือหุ้นและกระแสเงินสดของกิจการ ดังนั้นผู้ลงทุนจึงสามารถคาดคะเนการจ่ายเงินสดปันผลได้จากอัตราส่วนกำไรในรูปเงินสดต่อหุ้นและกำไรทางบัญชีต่อหุ้นได้

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

2) หุ้นปันผล (Stock Dividend)

การจ่ายหุ้นปันผลนั้นมีจุดมุ่งหมายคือ การเก็บรักษาเงินสดของกิจการไว้เพื่อการลงทุนขยายกิจการ โดยกำหนดอัตราการจ่ายหุ้นปันผลเป็นร้อยละของจำนวนหุ้นสามัญเดิมและหุ้นปันผลนั้นจะต้องเป็นประเภทเดียวกับหุ้นสามัญเดิมซึ่งจะรับรู้เป็นรายได้เมื่อจำหน่ายแล้วเกิดส่วนเกินมูลค่าหุ้น (Capital Gains)

3) สินทรัพย์ปันผล (Property Dividend)

เป็นการจ่ายปันผลให้ผู้ถือหุ้นในรูปของผลิตภัณฑ์ของบริษัท หรือจ่ายหุ้นสามัญของบริษัทที่มีส่วนได้ส่วนเสียอยู่และการรับรู้รายได้จะเกิดขึ้นทันที

4) ตราสารหนี้ปันผล (Scrip Dividend and Bond Dividend)

การจ่ายปันผลลักษณะนี้มักเกิดขึ้นกับบริษัทที่มีกำไรแต่ขาดแคลนเงินสด จึงจ่ายปันผลในรูปตั๋วสัญญาใช้เงินที่เปลี่ยนมือได้ (Scrip Dividend) ตั๋วเงินระยะยาวหรือพันธบัตร (Bond Dividend) เพื่อให้ฐานะของผู้ถือหุ้นเปลี่ยนเป็นเจ้าหนี้และแสดงถึงฐานะทางการเงินที่แย่ลงของบริษัทอีกด้วย

5) การแตกหุ้น (Stock Splits)

วิธีการจ่ายปันผลลักษณะนี้เกิดขึ้นกับบริษัทที่มีราคาหุ้นในตลาดสูงเพราะการแตกหุ้นจะทำให้จำนวนหุ้นสามัญมีจำนวนมากขึ้น โดยมูลค่าตลาดยังคงเดิม ราคาหุ้นในตลาดต่ำลงจึงสามารถสร้างสภาพคล่องในการซื้อขายได้เป็นอย่างดี

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

6) การซื้อหุ้นกลับคืน (Stock Repurchase)

การซื้อหุ้นกลับคืนเกิดขึ้นในกรณีที่บริษัทมีเงินลงทุนหรือกำไรสะสมจำนวนมาก เมื่อซื้อหุ้นกลับคืนจะทำให้จำนวนหุ้นสามัญในตลาดลดลง บริษัทจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นลดลง แต่ราคาตลาดจะสูงขึ้น หุ้นที่ซื้อคืนนี้เรียกว่า Treasury Stock

2.4.2 นโยบายการจ่ายเงินปันผล

1) จำนวนเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นคงที่

บริษัทจะจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นเป็นจำนวนเงินที่แน่นอน อาจมีการเปลี่ยนแปลงบางครั้ง บริษัทที่จ่ายปันผลลักษณะนี้มักเป็นบริษัทที่มีฐานะทางการเงินมั่นคงและมีรายได้ค่อนข้างแน่นอน

2) อัตราการจ่ายเงินปันผลคงที่

การจ่ายเงินปันผลจะเป็นสัดส่วนกับกำไรของบริษัท ซึ่งอัตราส่วนนั้นจะคงที่ทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับจำนวนเงินปันผลไม่แน่นอนขึ้นอยู่กับกำไรของบริษัทในแต่ละปี

3) จ่ายเงินปันผลขั้นต่ำจำนวนหนึ่งบวกด้วยเงินปันผลส่วนเพิ่มพิเศษ

บริษัทจะกำหนดจำนวนเงินปันผลขั้นต่ำจำนวนหนึ่งซึ่งจะจ่ายให้ผู้ถือหุ้นอย่างสม่ำเสมอ หากปีใดมีกำไรเกินปกติบริษัทจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มเติมพิเศษให้ผู้ถือหุ้น

2.4.3 ทฤษฎีนโยบายเงินปันผล (Dividend Policy Theory)

1) Dividend Irrelevance Hypothesis

ภายใต้เงื่อนไขของตลาดทุนที่แข่งขันสมบูรณ์และนักลงทุนเป็นผู้ที่มีเหตุมีผล นโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ได้ทำให้ความมั่งคั่งของเจ้าของเพิ่มขึ้น แต่สิ่งที่นักลงทุนให้ความสำคัญคือ การจัดสรรรายได้เพื่อการลงทุนขยายกิจการอันจะนำมาซึ่งผลกำไรในอนาคต ดังนั้นราคาตลาดของหุ้นสามัญหรือมูลค่าของกิจการ ในมุมมองของนักลงทุนจึงถูกพิจารณาจากนโยบายการลงทุนของกิจการโดยจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่ก็ได้

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

2) High Dividends Increase Stock Value (Bird-In-The-Hand Hypothesis)

แนวคิดนี้เชื่อว่านักลงทุนนิยมการจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสดมากกว่าที่จะรอให้ได้รับส่วนเกินมูลค่าหุ้น (Capital Gains) ในอนาคต และการจ่ายปันผลที่เพิ่มขึ้นจะสามารถลดความเสี่ยงเรื่องกระแสเงินสดของกิจการ ดังนั้นนโยบายเงินปันผลสามารถเพิ่มมูลค่าตลาดของกิจการ โดยมีสมมติฐานคือ ตลาดมีความไม่แน่นอนและสามารถรับรู้ข่าวสารได้ไม่สมบูรณ์

3) Low Dividends Increase Stock Value (Tax-Effect Hypothesis)

เมื่อพิจารณาถึงมุมมองด้านภาษี หากเงินปันผลที่จ่ายให้นักลงทุนถูกเก็บภาษีที่สูง

มากในทันที แนวคิดนี้สนับสนุนให้กิจการจ่ายปันผลให้น้อยลงเพื่อเพิ่มมูลค่าของกิจการ เนื่องจากนักลงทุนจะได้รับเงินปันผลในรูปของผลตอบแทนหลังหักภาษีจึงไม่นิยมให้จ่ายเงินปันผล แต่เก็บผลประโยชน์จากภาษีนั้นไว้เพื่อสร้างผลตอบแทนในอนาคตที่เพิ่มขึ้นแทน

4) Clientele Effects of Dividends Hypothesis

การกำหนดนโยบายการจ่ายปันผลของแต่ละบริษัทจะส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมการลงทุนของนักลงทุน เพราะนักลงทุนแต่ละคนมีความต้องการในการจ่ายปันผลแตกต่างกัน ฉะนั้นหากบริษัทต้องการดึงดูดผู้ลงทุนกลุ่มใดจึงควรปรับเปลี่ยนนโยบายการจ่ายปันผลให้เป็นที่พอใจสำหรับนักลงทุนกลุ่มนั้น

5) The Information Content of Dividends (Signalling) Hypothesis

มุมมองของนักลงทุนตามแนวคิดนี้ มองว่าการปรับเปลี่ยนการจ่ายปันผลเป็นสัญญาณบ่งบอกของแนวทางการบริหารของบริษัทในอนาคตเพราะผู้บริหารจะไม่งดจ่ายปันผลหรือไม่จ่ายปันผลเพิ่มขึ้น หากไม่แน่ใจว่าบริษัทจะสามารถเติบโตและมีกำไรได้อย่างยั่งยืน การจ่ายปันผลสูงขึ้นจะทำให้ราคาหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นสะท้อนถึงความคาดหวังว่า EPS จะสูงขึ้นในอนาคต

2.5 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.5.1 อภิญญา อารมณ์ชื่น (2550)

ได้ศึกษาเรื่อง การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การประกาศจ่ายเงินปันผลในงานศึกษานี้หมายถึง วันที่ขึ้นเครื่องหมาย XD โดยงานศึกษานี้มุ่งแสวงหาผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์เมื่อเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งกำหนดให้มีความแตกต่างระหว่างรอบระยะเวลาบัญชี 6 เดือน กับ 12 เดือน และความแตกต่างของขนาดบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้การศึกษาผลกระทบที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ใช้เครื่องมือตามแนวคิดการศึกษาเหตุการณ์ เพื่อหาผลตอบแทนเกินปกติตามปัจจัยต่างๆ พบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยยังไม่มีประสิทธิภาพตลาดระดับกลาง เนื่องจากการประกาศจ่ายเงินปันผลสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนเกินปกติได้แต่ส่งผลในเชิงลบ ถือเป็นข่าวร้ายที่ทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงและปัจจัยของขนาดธุรกิจมีผลต่อระดับความแรงของผลตอบแทนเกินปกติ คือ บริษัทขนาดเล็กจะก่อให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติได้มากกว่า

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

2.5.2 ศักดิพล เจือศรีกุล (2551)

ศึกษาเรื่อง การทดสอบผลตอบแทนหลักทรัพย์ที่ลงทุนตามคำแนะนำของนักวิเคราะห์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้การเผยแพร่บทวิเคราะห์หลักทรัพย์ ที่แนะนำ “ซื้อ” เป็นเหตุการณ์ในการทดสอบความมีประสิทธิภาพ ซึ่งใช้วิธีการ Market Adjusted Returns Model ในการหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติเพื่อใช้ในการทดสอบทางสถิติ ผลการศึกษาพบว่า ข้อมูลการเผยแพร่บทวิเคราะห์หลักทรัพย์ ที่ให้คำแนะนำ “ซื้อ” เป็นข้อมูลสาธารณะไม่สามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้ ดังนั้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงมีประสิทธิภาพในระดับกลาง ผลตอบแทนระหว่างหลักทรัพย์ที่ได้รับคำแนะนำและไม่ได้รับคำแนะนำมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ แต่ยังมีหลักทรัพย์ที่ไม่ได้รับคำแนะนำที่สามารถให้ผลตอบแทนแก่นักลงทุน และราคาหุ้นสามัญไม่สามารถเคลื่อนไหวไปยังราคาเป้าหมายที่ระบุในบทวิเคราะห์ได้ ภายในเวลาเฉลี่ย 18-20 วัน

2.5.3 Olatundun Janet Adelegan (2009)

ศึกษาเรื่อง Price Reactions to Dividend Announcements on the Nigerian Stock Market โดยใช้แบบจำลอง Modified Market Model (MMM) ของ Michaely และคณะเพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในการศึกษาตามแนวคิดการศึกษาเหตุการณ์ พบว่าค่าเฉลี่ยสะสมของผลตอบแทนเกินปกติ (Cumulative Excess Returns, CERs) ในช่วงเวลา 30 วัน นับจากประกาศจ่ายเงินปันผลมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญสำหรับกิจการที่จ่ายเงินปันผล และมีค่าเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญสำหรับกิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผล เมื่อพิจารณาตามลักษณะการจ่ายเงินปันผล (จ่ายเพิ่มขึ้น, จ่ายน้อยลง, จ่ายคงที่, เริ่มจ่ายครั้งแรก,งวดที่ผ่านมางดจ่าย) ยังพบว่า CERs มีนัยสำคัญทั้งก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล แสดงว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบกับราคาหลักทรัพย์ในตลาดและตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไนจีเรียไม่มีประสิทธิภาพระดับกลาง

2.5.4 Muhammad Akbar and HumayunHabibBaig (2010)

ได้ศึกษาเรื่อง Reaction of Stock Prices to Dividend Announcements and Market Efficiency in Pakistan ตามแนวทางของการศึกษาเหตุการณ์ โดยแบ่งการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็น 3 ชนิด คือ การจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด จ่ายปันผลเป็นหุ้นปันผล และการจ่ายปันผลทั้งเงินสดและหุ้นปันผลพร้อมกัน เพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังตามแบบจำลอง Market Model พบว่าการจ่ายเงินสดปันผลมีผลกระทบกับราคาหลักทรัพย์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ แต่การจ่ายหุ้นปันผลและการ

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

จ่ายเงินสดปันผลพร้อมหุ้นปันผลมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งปฏิเสธความมีประสิทธิภาพตลาดระดับกลางของตลาดหลักทรัพย์ของประเทศปากีสถาน และแสดงถึงสัญญาณของนักลงทุนที่ให้ความสำคัญกับการเติบโตในอนาคตของมูลค่าหุ้น

2.5.5 Tobias Olweny (2012)

ได้ศึกษาเรื่อง Dividend Announcement and Firm Value: A Test of Semi Strong Form of Efficiency at the Nairobi Stock Exchange พบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นข่าวสารที่สำคัญและมีอิทธิพลต่อมูลค่ากิจการ อีกทั้งตลาดหลักทรัพย์ในโรบีของประเทศเคนย่าไม่มีประสิทธิภาพตลาดระดับกลาง เนื่องจากนักลงทุนยังสามารถสร้างผลตอบแทนเกินปกติได้จากการได้รับข่าวสารที่เผยแพร่สู่สาธารณะอย่างไม่เท่าเทียมกัน ด้วยการทดสอบผ่านการศึกษาตามแนวทางของการศึกษาเหตุการณ์ โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

ตารางที่ 1 ตารางแสดงงานวิจัยในอดีต

ผู้วิจัย	ตัวอย่าง	วิธีการวิจัย	ผลการศึกษา	ความแตกต่าง
อภิญญา อารมณ์ชื่น	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	การศึกษาเหตุการณ์	ไม่มีประสิทธิภาพระดับกลาง	เหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล คือ วันที่ขึ้นเครื่องหมาย XD
ศักดิพล เจือศรีกุล	ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	การศึกษาเหตุการณ์	มีประสิทธิภาพระดับกลาง	ใช้การเผยแพร่บทวิเคราะห์หลักทรัพย์เป็นเหตุการณ์
Adelegan	ตลาดหลักทรัพย์ไนจีเรีย	การศึกษาเหตุการณ์	ไม่มีประสิทธิภาพระดับกลาง	การจ่ายเงินปันผล 5 ลักษณะ ได้แก่ - จ่ายปันผลเพิ่มขึ้น - จ่ายปันผลน้อยลง - จ่ายปันผลคงที่ - จ่ายปันผลงวดแรก - งวดก่อนหน้างดจ่าย

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved

ตารางที่ 1 ตารางแสดงงานวิจัยในอดีต (ต่อ)

ผู้วิจัย	กรณีศึกษา	วิธีการวิจัย	ผลการศึกษา	ความแตกต่าง
Akbar and Baig	ตลาดหลักทรัพย์ปากีสถาน	การศึกษาเหตุการณ์	ไม่มีประสิทธิภาพระดับกลาง	การจ่ายเงินปันผลแบ่งเป็น 3 ชนิดคือ - จ่ายเงินสดปันผล - จ่ายหุ้นปันผล - จ่ายเงินสดและหุ้นปันผลพร้อมกัน
Olweny	ตลาดหลักทรัพย์ไนโรบี	การศึกษาเหตุการณ์	ไม่มีประสิทธิภาพระดับกลาง	ใช้กลุ่มหลักทรัพย์ที่จ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ

ลิขสิทธิ์มหาวิทยาลัยเชียงใหม่
Copyright© by Chiang Mai University
All rights reserved