

บทที่ 3

ระเบียบวิธีการศึกษา

3.1 ขอบเขตการศึกษา

3.1.1 ขอบเขตเนื้อหา

เนื้อหาในการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วย 2 ส่วน คือการทดสอบแนวคิดการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลแก่นักลงทุน (Dividend Informational Content) และแนวคิดกลุ่มนักลงทุนมีความต้องการระดับเงินปันผลแตกต่างกัน (Dividend Clientele) โดยอาศัยข้อมูลเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield Stability) มาเป็นแนวทางในการศึกษาข้อมูลหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2544-2548 โดยช่วงที่ทำการศึกษาเป็นช่วงที่สภาวะแวดล้อมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นปกติ คือ ไม่มีปัญหาทางเศรษฐกิจ ปัญหาทางการเมือง

3.1.2 ขอบเขตประชากร และกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษานี้ อาศัยข้อมูลความมีเสถียรภาพของ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมาเป็นแนวทางในการศึกษา ดังนั้นตัวอย่างเบื้องต้นจึงเลือกเฉพาะหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีการจ่ายเงินปันผลทุกปี ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2544 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2548 เพื่อหลีกเลี่ยงอิทธิพลจากการเริ่มจ่ายเงินปันผล (Dividend Initiation) และการงดจ่ายเงินปันผล (Dividend Omission) ซึ่งจะทำให้ราคาหุ้นสามัญเปลี่ยนแปลงไปอย่างมากในวันประกาศจ่ายหรืองดจ่ายเงินปันผล ตามผลการศึกษาของ Michaely, Thaler และ Womack (1995 อ้างใน ประทาน อัจฉราวรรณ, 2545) การศึกษานี้มีจำนวนตัวอย่างเบื้องต้นทั้งหมด 120 หลักทรัพย์ จำนวนการจ่ายเงินปันผล 791 ครั้ง

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2544 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2548 ที่มีการจ่ายเงินปันผลทุกปีในช่วงดังกล่าว ประกอบด้วยข้อมูล

ดังต่อไปนี้ ราคาหุ้นสามัญรายวัน เงินปันผลต่อหุ้น วันที่การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) และดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล DATA STREAM (ลิขสิทธิ์บริษัท Thompson Co. Ltd) ตั้งแต่วันที่ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2544 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2548

ข้อมูลราคาหุ้นสามัญ ณ วันที่ 1 มกราคมและวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2543 เพื่อนำมาใช้ในการหาอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) ที่คำนวณจากพื้นฐานในวันเดียวกันเพื่อหลีกเลี่ยงความแตกต่างของสภาพแวดล้อมในช่วงวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผลหรือวัน Ex-dividend day โดยเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล Data Stream (ลิขสิทธิ์บริษัท Thompson Co. Ltd)

ข้อมูลวันประกาศจ่ายเงินปันผล (Dividend Announcement Date) จากฐานข้อมูลงบการเงินประจำปีของแต่ละบริษัทในเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (<http://www.sec.or.th>) โดยเริ่มเก็บข้อมูลทั้งหมดตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ.2544 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2548

3.3 การวิเคราะห์ข้อมูล

วิธีการศึกษาจะอาศัยข้อมูลความมีเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมาเป็นแนวทางในการทดสอบแนวคิดการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลแก่นักลงทุน โดยศึกษาในช่วงวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล (Dividend Announcements) และการทดสอบแนวคิดที่ว่ากลุ่มนักลงทุนมีความต้องการระดับเงินปันผลแตกต่างกัน โดยศึกษาในช่วงวันที่การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) ซึ่งมีกระบวนการในการศึกษาดังนี้

3.3.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

ขั้นตอนการการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น จะทำการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield Level) Romon (2000) ให้เหตุผลที่ใช้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมาเป็นตัววัดความมีเสถียรภาพของนโยบายเงินปันผล ดังนี้คือ การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) ทำให้สามารถเปรียบเทียบนโยบายเงินปันผลของบริษัทที่แสดงออกทางราคาและเงินปันผลต่อหุ้นได้ และนโยบายเงินปันผลที่บริษัทจ่ายจะเป็นที่น่าพอใจแก่นักลงทุนหรือไม่ ขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่เป็นเป้าหมายของนักลงทุน (Target Dividend Yield) ดังนั้น อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล จึงเป็นตัวแทนที่ดี ในการประเมินระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) สามารถคำนวณได้ 2 วิธีคือ

- 1) $dy_i = D_i / P_{it-1}$
- 2) $dy_i = D_i / AP_{i-1}$

โดยที่ dy_i คือ อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) ในปีที่ i ($i = 1$ ถึง 5)
 D_i คือ เงินปันผลของบริษัทในปีที่ i
 P_{it-1} คือ ราคาปิดของหุ้นสามัญในปีที่ i ณ วันที่ $t-1$ (t คือ Ex-dividend Day)
 AP_{i-1} คือ ค่าเฉลี่ยของราคาปิดของหุ้นสามัญในวันแรกและวันสุดท้าย ของปีที่ $i-1$

Romon (2000) กล่าวว่า การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ตามวิธีแรก ใช้ราคาปิดของหุ้นสามัญก่อนวันที่การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) มาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ซึ่งอาจได้รับผลกระทบจากความไม่แน่นอนของราคาหุ้นในวันที่เกิดเหตุการณ์ต่างกัน ดังนั้นการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์โดยใช้เสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield Stability) ในช่วงหลายๆ ปีที่ต่างกัน จึงควรใช้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ที่คำนวณจากพื้นฐานในวันเดียวกันคือราคาปิดเฉลี่ยของหุ้นสามัญในวันแรกและวันสุดท้ายของปีก่อน ซึ่งคำนวณได้ตามวิธีที่ 2

ตารางที่ 2 แสดงอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) จากการคำนวณทั้ง 2 วิธี

	อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (ราคาปิดของหุ้นสามัญก่อนวัน Ex-dividend Day)	อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (ราคาปิดเฉลี่ยของของหุ้นสามัญ ในปีก่อน)
ค่าสูงสุด (Maximum)	0.5197	0.6636
ค่าต่ำสุด (Minimum)	0.0021	0.0014
ค่าเฉลี่ย (Average)	0.0675	0.0824
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)	0.0446	0.0648
ระดับสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient)	0.8656	

จากตารางที่ 2 เป็นการแสดงข้อมูลเชิงสถิติของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) เปรียบเทียบระหว่าง การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลด้วยราคาปิดของหุ้นสามัญก่อนวัน Ex-dividend Day ($dy_i = D_i / P_{it-1}$) และการคำนวณด้วยค่าเฉลี่ยราคาปิดของหุ้นสามัญในวันแรกและวันสุดท้ายของปีก่อน ($dy_i = D_i / AP_{i-1}$) ประกอบด้วย ค่าสูงสุด (Maximum)

ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Average) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) และระดับสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient)

การศึกษาของ Romon (2000) พบว่าการคำนวณอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) จากทั้ง 2 วิธีข้างต้น มีระดับสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ที่ระดับ 0.86 อาจกล่าวได้ว่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล จากการคำนวณด้วยทั้ง 2 วิธี มีความใกล้เคียงกันมาก และการศึกษาครั้งนี้ การคำนวณอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) จากทั้ง 2 วิธี มีระดับสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ที่ระดับ 0.86 เช่นเดียวกัน

3.3.2 การแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล

การแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์โดยอาศัยความมีเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield Stability) ตามการศึกษาของ Romon (2000) จะเริ่มจากการแบ่งอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลได้เป็น 3 ระดับ คือระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่ำ ปานกลาง และสูง โดยมีเกณฑ์กำหนดระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลดังนี้

$$\text{Level } 1_i = (0; DY_i - \frac{1}{3} * \sigma(DY))$$

$$\text{Level } 2_i = (DY_i - \frac{1}{3} * \sigma(DY); DY_i + \frac{1}{3} * \sigma(DY))$$

$$\text{Level } 3_i = (DY_i + \frac{1}{3} * \sigma(DY); +\infty)$$

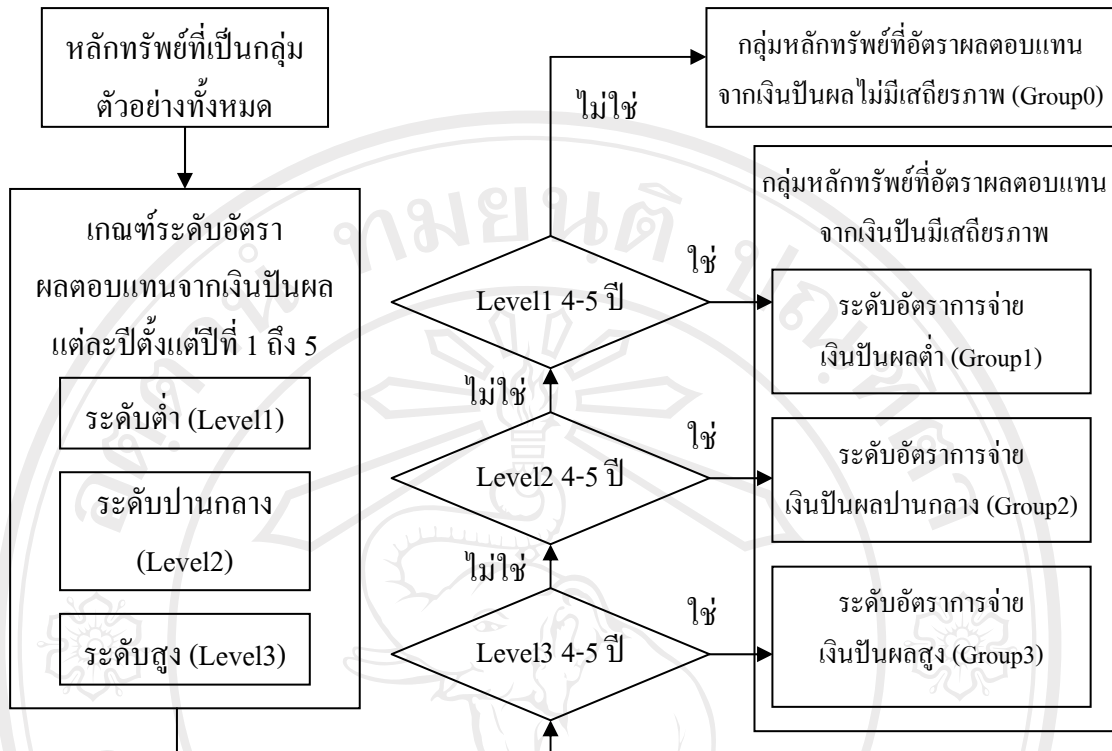
โดยที่

Level_{1, 2, และ 3_i} คือ ระดับ Dividend Yield ต่ำ ปานกลาง และสูง ตามลำดับ ในปีที่ i (i = 1 ถึง 5)

DY_i คือ ค่าเฉลี่ย Dividend Yield ของหลักทรัพย์ทั้งหมดในปีที่ i

$\sigma(DY)$ คือ ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของ Dividend Yield ของหลักทรัพย์ทั้งหมดตลอดช่วงระยะเวลาจากปี 2544 ถึง 2548

เกณฑ์การกำหนดระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล จัดทำขึ้นเป็นเกณฑ์สำหรับแต่ละปีตั้งแต่ปีที่ 1 ถึง 5 โดยการกำหนดระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield Level) ทำได้โดยนำอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของหลักทรัพย์แต่ละตัวในปีนั้นๆ ไปเทียบกับเกณฑ์ของปี จนครบทั้ง 5 ปี จากนั้นแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล โดยเลือกเฉพาะหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในแต่ละปีอยู่ในระดับเดียวกัน (Level 1, 2 หรือ 3) จำนวน 4 ถึง 5 ปี โดยถือว่าหลักทรัพย์นั้นมีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผลซึ่งสามารถจัดกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพออกเป็น 3 กลุ่มตามระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ต่างกันเป็นระดับต่ำ ปานกลาง และสูง (Group 1, 2 และ 3)



รูปที่ 3 แสดงการแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล

ตารางที่ 3 แสดงเกณฑ์การแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ตามระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล

ระดับอัตราผลตอบแทน จากเงินปันผล (DY _i)	ปี พ.ศ.	2544	2545	2546	2547	2548
ระดับต่ำ Level 1 _i	Min	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	Max	0.0839	0.0924	0.0593	0.0556	0.0402
ระดับปานกลาง Level 2 _i	Min	0.0839	0.0924	0.0593	0.0556	0.0402
	Max	0.1178	0.1253	0.0922	0.0885	0.0731
ระดับสูง Level 3 _i	Min	0.1178	0.1253	0.0922	0.0885	0.0731
	Max	∞	∞	∞	∞	∞

สำหรับหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล อยู่ในระดับเดียวกัน เพียง 4 ปี จะเลือกเฉพาะข้อมูล 4 ปีของหลักทรัพย์ที่อยู่ในระดับเดียวกันเท่านั้นมาจัดกลุ่ม เพื่อหลีกเลี่ยงผลลัพธ์ที่อาจบิดเบือนไป ส่วนหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล อยู่ใน กลุ่มเดียวกันไม่ถึง 4 ปี ถือว่าเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ

(กำหนดให้เป็น Group0) จากนั้นนำกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 4 กลุ่ม (Group0, 1, 2 และ 3) มาแบ่งตามประเภทการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น คงที่ หรือลดลงจากครั้งก่อน โดยอาศัยเกณฑ์การแบ่งประเภทการจ่ายเงินปันผล ตามการศึกษาของ Romon (2000) ที่กล่าวว่า การคาดการณ์ระดับเงินปันผลของนักลงทุน จะอาศัยการจ่ายเงินปันผลในครั้งก่อนมาเป็นตัวกำหนดเงินปันผลที่จะได้รับ

ตารางที่ 4 แสดงจำนวนตัวอย่างของกลุ่มหลักทรัพย์ตามระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลและประเภทการจ่ายเงินปันผล

ประเภทการจ่ายเงินปันผล	กลุ่มหลักทรัพย์ตามระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล				รวม
	Group0	Group1	Group2	Group3	
	จำนวน (ร้อยละ)	จำนวน (ร้อยละ)	จำนวน (ร้อยละ)	จำนวน (ร้อยละ)	
จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น	156 (42.27)	76 (20.60)	89 (24.12)	48 (13.01)	369
จ่ายเงินปันผลคงที่	51 (30.91)	44 (26.67)	59 (35.75)	11 (6.67)	165
จ่ายเงินปันผลลดลง	94 (49.22)	34 (17.80)	29 (15.18)	34 (17.80)	191
รวม	301	154	177	93	725
บริษัทที่จ่ายเงินปันผลทุกปี	49 (40.83)	30 (25.00)	26 (21.67)	15 (12.50)	120

การจ่ายเงินปันผลที่ไม่ถูกนำมาจัดกลุ่มจำนวน 66 ครั้ง

จากตารางที่ 4 เป็นการแสดงจำนวนตัวอย่างของกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ (Group0) และกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ (Group1, 2 และ 3) แต่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่างกันคือระดับต่ำ ปานกลาง และสูง โดยมีตัวอย่างทั้งหมด 120 หลักทรัพย์ จำนวนการจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 725 ครั้ง แบ่งเป็นประเภทการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น 301 ครั้ง จ่ายปันผลคงที่ 154 ครั้ง และจ่ายปันผลลดลง 93 ครั้ง สำหรับหลักทรัพย์มีระดับการจ่ายเงินปันผลอยู่ในระดับเดียวกันเพียง 4 ปี จะไม่นำการจ่ายเงินปันผลในปีที่ระดับการจ่ายเงินปันผลต่างไปมาจัดกลุ่ม โดยมีจำนวนการจ่ายเงินปันผลที่ไม่นำมาใช้ในการศึกษาจำนวน 66 ครั้ง (จากจำนวนการจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 791 ครั้ง)

การศึกษาส่วนต่อไปจะนำกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 4 กลุ่ม (Group0, 1, 2 และ 3) ไปใช้ในการทดสอบอิทธิพลของข้อมูลจากการประกาศจ่ายเงินปันผล (Information Content of Dividend Announcements) และอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ชอบระดับเงินปันผลต่างกัน ในช่วงวันที่การซื้อขายหุ้น ไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Clientele Effect of Ex-dividend Day)

3.4 การทดสอบอิทธิพลของข้อมูลจากประกาศจ่ายเงินปันผล (Information Content of Dividend Announcements)

เพื่อทดสอบว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่แก่นักลงทุน การศึกษาส่วนนี้จึงศึกษาว่าราคาหุ้นสามัญของกิจการที่มีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผล จะมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลอย่างไร ในช่วงวันประกาศจ่ายเงินปันผล (Dividend Announcement) ซึ่งการศึกษาส่วนนี้จะนำกลุ่มหลักทรัพย์ 3 กลุ่มซึ่งมีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผล แต่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่างกันคือ ระดับต่ำ ปานกลาง และสูง (Group1, 2 และ 3) และกลุ่มหลักทรัพย์ที่ไม่มีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผล (Group0) มาทำการเปรียบเทียบผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) ที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลที่ต่างกัน 3 ประเภทคือการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น การจ่ายเงินปันผลลดลงและไม่เปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล โดยช่วงเวลาที่จะศึกษาจำนวน 71 วัน (-60, +10 วัน)

ประทาน อัจฉรวรรณ (2545) กล่าวว่าการศึกษาในช่วงเวลาดังกล่าวนอกจากจะทดสอบอิทธิพลของข้อมูลที่มาพร้อมกับการประกาศจ่ายเงินปันผลแล้วยังเป็นการทดสอบอิทธิพลจากเงินปันผลเนื่องจากการมีข่าวรั่วออกมาก่อนการประกาศเงินปันผลอย่างเป็นทางการ ซึ่งวิธีการคำนวณผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Returns) และผลตอบแทนสะสมที่เกินปกติ (Cumulative Abnormal Return : CAR) สามารถคำนวณได้โดย

$$\begin{aligned} CAR_i &= \sum_{t=1}^n AR_t \\ AR_t &= R_t - R_{mt} \\ R_t &= \ln(P_t/P_{t-1}) \\ R_{mt} &= \ln(SET_t/SET_{t-1}) \end{aligned}$$

โดยที่ CAR_i คือ ผลตอบแทนเกินปกติสะสม จากการลงทุนในหลักทรัพย์ i ในช่วงเวลาที่ศึกษา

AR_t คือ ผลตอบแทนส่วนเกินเมื่อเทียบกับตลาด

R_t คือ ผลตอบแทนของหุ้นสามัญ ณ เวลา t

R_{mt} คือ ผลตอบแทนของตลาด ณ เวลา t

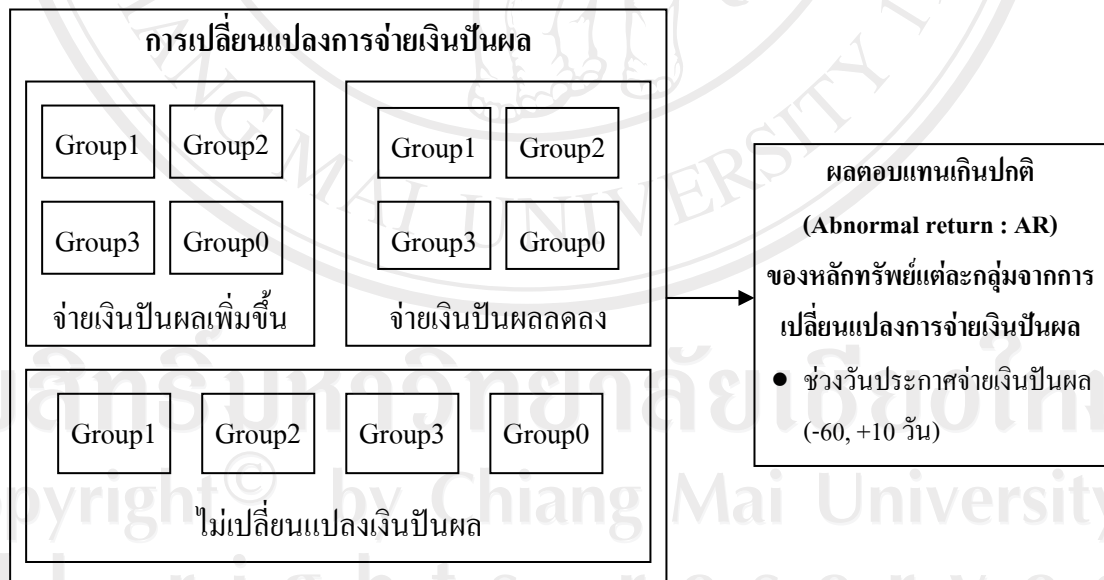
P_t คือ ราคาปิดของหุ้นสามัญ ณ วันที่ t

P_{t-1} คือ ราคาปิดของหุ้นสามัญ ณ วันที่ $t-1$

SET_t คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ t

SET_{t-1} คือ ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ ณ วันที่ $t-1$

ก่อนที่จะศึกษาผลตอบแทนปกติ (Abnormal Return) ของหลักทรัพย์ทั้ง 4 กลุ่ม (Group 0, 1, 2 และ 3) ที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล จะต้องจัดกลุ่มหลักทรัพย์แต่ละกลุ่ม (Group 0, 1, 2 และ 3) ตามประเภทการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล 3 ประเภท คือจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ลดลง หรือคงที่ จากครั้งก่อน เพื่อศึกษาว่าเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล หลักทรัพย์แต่ละกลุ่ม (Group 0, 1, 2 และ 3) จะมีผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Returns) และผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return : CAR) เป็นอย่างไร และนำมาหาค่า นัยสำคัญทางสถิติโดยใช้ค่า T-test สำหรับตัวอย่างการจัดกลุ่ม เช่น Group 1 มีสมาชิกทั้งหมด 30 ตัวอย่าง เป็นการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น 12 ตัวอย่าง จ่ายคงที่ 8 ตัวอย่าง และจ่ายลดลง 10 ตัวอย่าง โดยจะนำกลุ่มตัวอย่างที่ได้นี้เป็นตัวแทนของ Group 1 เพื่อใช้ในการศึกษาผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่ม คงที่ หรือลดลงเมื่อเทียบกับครั้งก่อน



รูปที่ 4 แสดงการแบ่งกลุ่มเหตุการณ์การจ่ายเงินปันผลตามประเภทการเปลี่ยนแปลง การจ่ายเงินปันผลเพื่อศึกษาผลตอบแทนเกินปกติที่เกิดขึ้นในช่วงวันที่ศึกษา

การกำหนดประเภทการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของกิจการ ตามการศึกษาของ Romon (2000) พิจารณาจากความแตกต่างระหว่างเงินปันผลที่ประกาศกับเงินปันผลจ่ายในครั้งก่อน โดย Lintner (1962) John และ Williams (1985) ให้เหตุผลว่าผู้บริหารไม่ยากที่จะเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล นอกจากว่าการเปลี่ยนแปลงนั้นเป็นการส่งข้อมูลบางอย่างแก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปจากครั้งก่อนจึงเป็นสิ่งที่อยู่นอกความคาดหมาย (Unexpected) และมีผลต่อการคาดการณ์ของนักลงทุน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นสามัญ

สมมติฐานของการศึกษาในส่วนนี้มี 2 ข้อ ข้อแรกคืออิทธิพลของข้อมูลจากเงินปันผลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์จะสัมพันธ์กับความมีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผล โดยหลักทรัพย์ที่มีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผลจะได้รับอิทธิพลของข้อมูลเงินปันผลต่อราคาหลักทรัพย์ต่างจากหลักทรัพย์ที่ไม่มีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผล

H_0 : ผลตอบเกินปกติสะสมเฉลี่ยของทั้ง 2 กลุ่มไม่แตกต่างกัน ($CAR_{G0} = CAR_{G1,2,3}$)

H_a : ผลตอบเกินปกติสะสมเฉลี่ยของทั้ง 2 กลุ่มแตกต่างกัน ($CAR_{G0} \neq CAR_{G1,2,3}$)

H_0 คือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ จะมีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) ไม่แตกต่างจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ และ H_a คือกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพจะมีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) ต่างจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ

สมมติฐานข้อที่สอง คือความมีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผลของกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ แต่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่างกันได้ (Group 1, 2 และ 3) จะช่วยขจัดอิทธิพลของข้อมูลจากเงินปันผลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์

H_0 : ผลตอบเกินปกติสะสมเฉลี่ยของแต่ละกลุ่มไม่แตกต่างกัน ($CAR_{G1} = CAR_{G2} = CAR_{G3}$)

H_a : มีหลักทรัพย์อย่างน้อย 1 กลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนเกินปกติสะสมแตกต่างกับกลุ่มอื่น

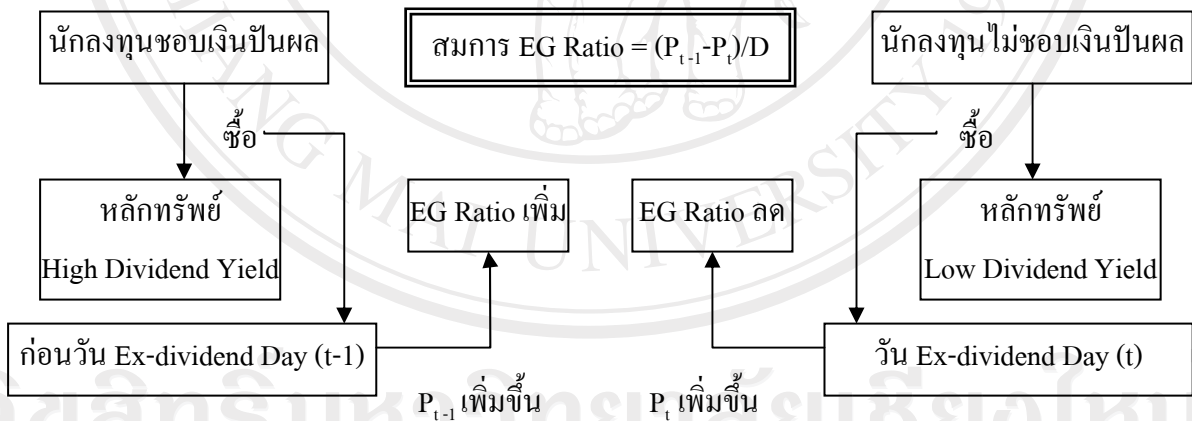
H_0 คือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ ไม่ว่าจะกิจการจะจ่ายอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ในระดับใด (ต่ำ ปานกลาง หรือสูง) ผลตอบเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) ของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์นั้นจะไม่แตกต่างกัน และ H_a คือ กลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ ผลตอบเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) ของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์แตกต่างกัน เนื่องมาจากมีความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลของข้อมูลเงินปันผลกับระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield Level)

3.5 การทดสอบกลุ่มนักลงทุนมีความต้องการระดับเงินปันผลแตกต่างกัน (Dividend Clientele)

เพื่อทดสอบว่ากลุ่มนักลงทุนมีความต้องการระดับเงินปันผลแตกต่างกัน การศึกษาส่วนนี้จึงศึกษาพฤติกรรมเปลี่ยนแปลงราคาของกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีระดับการจ่ายเงินปันผลต่างกัน ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) โดยการศึกษาของ Elton และ Gruber (1970) ได้แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield Level) กับอัตราส่วนการลดลงของราคาหุ้นต่อเงินปันผล (EG Ratio) ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) โดยพบว่าหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงจะมีค่า EG Ratio สูง ส่วนหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่ำจะมีค่า EG Ratio ต่ำ ซึ่ง EG Ratio คำนวณได้จาก

$$EG\ Ratio = (P_{t-1} - P_t) / D$$

โดยที่ P_{t-1} คือ ราคาปิดของหุ้น 1 วันก่อน Ex-dividend Day
 P_t คือ ราคาปิดของหุ้นในวัน Ex-dividend Day
 D คือ เงินปันผลต่อหุ้น



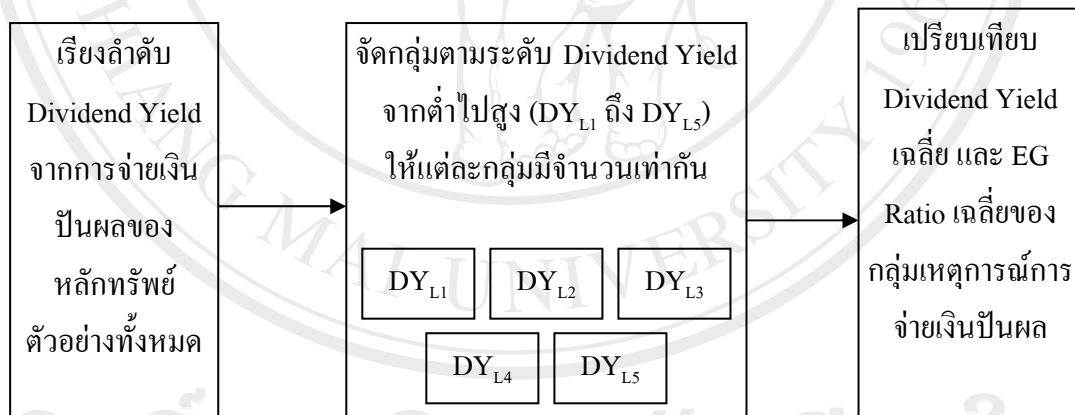
รูปที่ 5 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลกับค่า EG Ratio

เกิดขึ้นจากความต้องการเงินปันผลที่ต่างกันของกลุ่มนักลงทุน

ความสัมพันธ์ระหว่างระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลกับค่า EG Ratio เกิดขึ้นจากนักลงทุนมีความต้องการเงินปันผลต่างกัน โดยกลุ่มนักลงทุนที่ชอบเงินปันผลจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง (High Dividend Yield) และจะซื้อหลักทรัพย์ก่อนวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) เพื่อให้ได้รับเงินปันผล ทำให้ราคาหุ้นก่อนวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) สูงขึ้น (P_{t-1} สูงขึ้น)

ค่า EG Ratio จึงสูงขึ้น ในทางตรงกันข้ามกลุ่มนักลงทุนที่ไม่ชอบเงินปันผล จะลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่ำ (Low Dividend Yield) โดยจะซื้อหลักทรัพย์ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) ทำให้ราคาหุ้นในวันนี้เพิ่มสูงขึ้น (P_t สูงขึ้น) ค่า EG Ratio จึงต่ำลง ดังนั้นค่า EG Ratio อาจแสดงถึงระดับความแตกต่างของกลุ่มผู้ลงทุนที่ต้องการเงินปันผลต่างกันในแต่ละหลักทรัพย์ ดังนั้นหากว่ากลุ่มนักลงทุนมีความต้องการระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่ต่างกัน ค่า EG Ratio ของแต่ละหลักทรัพย์ควรจะ ไม่ต่างกัน

ดังนั้นเพื่อทดสอบแนวคิดกลุ่มนักลงทุนมีความต้องการระดับเงินปันผลแตกต่างกัน (Dividend Clientele) การศึกษาส่วนนี้จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) กับ EG Ratio โดยเริ่มจากเรียงลำดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) จากการจ่ายเงินปันผลแต่ละครั้งของหลักทรัพย์ที่เป็นตัวอย่างทั้งหมด จากน้อยไปหามาก โดยแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ออกเป็น 5 กลุ่มจำนวนเท่า ๆ กัน เพื่อเป็นตัวแทนกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลแตกต่างกัน 5 ระดับ จากนั้นคำนวณหาค่าเฉลี่ยอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของและค่าเฉลี่ย EG Ratio ของกลุ่ม (DY_{L1} DY_{L2} DY_{L3} DY_{L4} และ DY_{L5})



รูปที่ 6 แสดงการแบ่งกลุ่มเหตุการณ์การจ่ายเงินปันผลตามระดับเงินปันผลเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ยของกลุ่มกับ EG ratio เฉลี่ยของกลุ่ม

สมมติฐานของการศึกษาในส่วนนี้คือ มีความสัมพันธ์ระหว่างอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ต้องการระดับเงินปันผลต่างกัน กับราคาหลักทรัพย์ โดยอิทธิพลของกลุ่มนักลงทุนที่ชอบเงินปันผล และกลุ่มนักลงทุนที่ไม่ต้องการเงินปันผล จะลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่างกันทำให้ค่า EG ของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์มีค่าแตกต่างกัน (DY_{L1} DY_{L2} DY_{L3} DY_{L4} และ DY_{L5})

H_0 : ค่าเฉลี่ย EG Ratio ของแต่ละกลุ่ม ไม่แตกต่างกัน ($EG_1=EG_2=EG_3=EG_4=EG_5$)

H_a : มีหลักทรัพย์อย่างน้อย 1 กลุ่มที่มีค่าเฉลี่ย EG Ratio แตกต่างจากกลุ่มอื่น

H_0 คือ ค่าเฉลี่ย EG Ratio ของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ไม่แตกต่างกัน ตามระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ของแต่ละกลุ่ม ไม่ได้รับอิทธิพลจากความแตกต่างของกลุ่มนักลงทุน กล่าวคือกลุ่มนักลงทุนมีความต้องการระดับเงินปันผลไม่แตกต่างกัน และ H_a คือ EG Ratio ของแต่ละหลักทรัพย์แตกต่างกัน ตามระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ของแต่ละกลุ่ม ได้รับอิทธิพลจากความแตกต่างของกลุ่มนักลงทุน แสดงให้เห็นว่ากลุ่มนักลงทุนมีความต้องการระดับเงินปันผลแตกต่างกัน

การศึกษาส่วนที่สองจะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาของหลักทรัพย์ที่มีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผล กับอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ต้องการระดับเงินปันผลแตกต่างกัน (Dividend Clientele) โดยศึกษาการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) ของกลุ่มหลักทรัพย์ 3 กลุ่มซึ่งมีเสถียรภาพในการจ่ายเงินปันผล แต่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่างกันคือ ระดับต่ำ ปานกลาง และสูง (Group1, 2 และ 3) โดยจะเปรียบเทียบระหว่างอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) และ EG Ratio ของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ เพื่อศึกษาว่าเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล จะสามารถขจัดอิทธิพลจากความต้องการระดับเงินปันผลต่างกันของกลุ่มนักลงทุน (Dividend Clientele) ที่มีผลต่อราคาหุ้นสามัญของกลุ่มได้หรือไม่

สมมติฐานของการศึกษาส่วนนี้คือ ราคาหลักทรัพย์ของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ จะไม่ได้รับอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ต้องการระดับเงินปันผลต่างกัน ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล (Ex-dividend Day) กล่าวคือแม้ว่าแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์จะมีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่างกันแต่ความมีเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล สามารถขจัดอิทธิพลของกลุ่มนักลงทุนที่ต้องการระดับเงินปันผลต่างกันได้

H_0 : ค่าเฉลี่ย EG Ratio ของทั้ง 3 กลุ่มไม่แตกต่างกัน ($EG_{Group1}=EG_{Group2}=EG_{Group3}$)

H_a : มีหลักทรัพย์อย่างน้อย 1 กลุ่มที่มีค่าเฉลี่ย EG Ratio แตกต่างจากกลุ่มอื่น

H_0 คือ ค่า EG Ratio ของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ไม่มีความแตกต่างกัน ตามระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล เนื่องจากเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสามารถขจัดอิทธิพลจากความแตกต่างของกลุ่มนักลงทุน ที่มีต่อราคาหลักทรัพย์แต่ละกลุ่มได้ กล่าวคือ

หลักทรัพย์ที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีเสถียรภาพ จะไม่ได้รับอิทธิพลจากกลุ่มนักลงทุนที่ต้องการระดับเงินปันผลแตกต่างกัน และ H_u คือ ค่า EG Ratio ของแต่ละกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีความแตกต่างกัน เนื่องจากนักลงทุนมีความต้องการระดับเงินปันผลแตกต่างกันต่างกัน กล่าวคือความมีเสถียรภาพของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่สามารถขจัดอิทธิพลของกลุ่มนักลงทุนที่ต้องการระดับเงินปันผลต่างกันได้

3.6 สมมติฐานการวิจัย

3.6.1 อิทธิพลของข้อมูลจากการจ่ายเงินปันผล มีผลต่อราคาหุ้นสามัญ โดยราคาหุ้นสามัญจะเปลี่ยนแปลงไปตามประเภทการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น คงที่ หรือ ลดลงจากครั้งก่อน

3.6.2 อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่มีเสถียรภาพจะช่วยลดอิทธิพลของข้อมูลจากการจ่ายเงินปันผลที่มีต่อราคาหุ้นสามัญได้ โดยราคาหุ้นสามัญจะไม่เปลี่ยนแปลงไปตามประเภทการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น คงที่ หรือ ลดลงจากครั้งก่อน

3.6.3 อิทธิพลจากความต้องการระดับเงินปันผลที่แตกต่างกันของกลุ่มนักลงทุนมีผลต่อราคาหุ้นสามัญ จะทำให้อัตราส่วนการลดลงของราคาหุ้นต่อเงินปันผล (EG Ratio) ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล ระหว่างหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงแตกต่างจากหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่ำ

3.6.4 อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่มีเสถียรภาพจะช่วยลดอิทธิพลจากความต้องการระดับเงินปันผลที่ต่างกันของกลุ่มนักลงทุนได้ โดยกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีระดับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลแตกต่างกัน จะมีอัตราส่วนการลดลงของราคาหุ้นต่อเงินปันผล (EG Ratio) ในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผล ไม่แตกต่างกัน