

## ผลกระทบจากการประกาศเงินปันผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของ หลักทรัพย์: กรณีศึกษา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ณัฐพล มะลิซ้อน<sup>1</sup>, อริชัย รักธรรม<sup>2</sup> และ ทรงพร หาญสันติ<sup>3</sup>

Received: March 13, 2020

Revised: July 9, 2020

Accepted: August 18, 2020

### บทคัดย่อ

ในการศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเป็นการเก็บข้อมูลบริษัทที่มีข้อมูลการซื้อขายที่ครบถ้วน และมีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง โดยการศึกษาในครั้งนี้จะทำการศึกษาในช่วงเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 – 2561 โดยมีการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งสิ้น 442 ครั้ง จากบริษัททั้งหมด 67 บริษัท โดยในการศึกษาครั้งนี้ใช้แบบจำลองตลาดร่วมกับการใช้การศึกษาเหตุการณ์ ซึ่งได้ทำการกำหนดช่วงเกิดเหตุการณ์เป็น วันก่อนและหลังวันเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล 20 วัน รวมเป็นช่วงเกิดเหตุการณ์ทั้งหมด 41 วัน เพื่อทำการหาผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นจากการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยได้ทำการแบ่งกลุ่มการศึกษาออกเป็น 2 กลุ่ม คือ 1. หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SET100 2. หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SETHD ผลจากการศึกษาที่ได้พบว่า ในทั้งสองกลุ่มตัวอย่างให้ผลการศึกษาที่เหมือนกัน คือ การประกาศจ่ายเงินปันผลไม่ส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ แต่เมื่อดูถึงผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยรายวัน ของทั้งสองกลุ่มตัวอย่างก็จะพบว่า ในวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นมีผลตอบแทนผิดปกติเกิดขึ้นมากที่สุด และในด้านการเปรียบเทียบผลกระทบรายวันที่เกิดขึ้นพบว่าในวันที่เกิดเหตุการณ์ หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SETHD นั้นมีผลตอบแทนผิดปกติสูงกว่าหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SET100

**คำสำคัญ:** การประกาศจ่ายเงินปันผล เงินปันผล การตอบสนองของหลักทรัพย์ ราคาหลักทรัพย์

<sup>1</sup>นิสิตปริญญาโทภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ (ผู้รับผิดชอบบทความ, E-mail: gamemieee.malison@gmail.com)

<sup>2</sup>อาจารย์ ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ (E-mail: fbusrac@ku.ac.th)

<sup>3</sup>ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ภาควิชาการตลาด คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ (E-mail: fbusspha@ku.ac.th)

## THE IMPACT OF DIVIDEND ANNOUNCEMENT ON STOCK PRICE : CASE STUDY OF THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND (SET)

Nattapon Malison<sup>1</sup>, Arichai Ractham<sup>2</sup> and Songporn Hansanti<sup>3</sup>

Received: March 13, 2020

Revised: July 9, 2020

Accepted: August 18, 2020

### Abstract

The objective of this research is to study the impacts of the dividend announcement based on the stock value changes in The Stock Exchange of Thailand, by collecting comprehensive trading data of the companies with constant dividend payments. This research was conducted from 2015 – 2018 with dividend payments made 442 times from 67 companies in total. This research employed a Market Model together with Event Study where the events were designated to occur 20 days before and after the dividend announcement in the total of 41 event days in order to identify abnormal return from the dividend announcement. The research was divided into 2 groups as 1) SET100 2) SETHD. The result indicated that both sample groups produced the same result, meaning that the dividend announcement did not impact the changes of the stock value. But the average abnormal return of both groups indicated that most of the abnormal return occurred on the dividend announcement day. The daily comparison results also indicated that on the day of the occurrence SETHD had a higher irregularity rate than SET100.

**Keywords:** Dividend Announcement, Dividend, Stock Respond, Stock Price

---

<sup>1</sup>Student in Master of Business Administration, Kasetsart Business School, Kasetsart University (Corresponding author, (E-mail: gamemiee.malison@gmail.com)

<sup>2</sup>Lecturer of Business Administration, Department of Finance, Kasetsart Business School, Kasetsart University (E-mail: fbusrac@ku.ac.th)

<sup>3</sup>Assistant Professor of Business Administration, Department of Marketing, Kasetsart Business School, Kasetsart University (E-mail: fbusspha@ku.ac.th)

## บทนำ

เงินปันผลในการวิจัยครั้งนี้หมายถึง ผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนนั้นจะได้รับจากการเข้าไปถือครองหลักทรัพย์ของบริษัทต่างๆ ซึ่งไม่นับรวมถึงผลตอบแทนจากกำไรส่วนต่างของการซื้อขายหลักทรัพย์ ในส่วนนี้ผู้ลงทุนหลายรายก็จะมีคามพึงพอใจในการลงทุนกับหลักทรัพย์ของบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล นักลงทุนมีความเชื่อว่าการที่ได้รับผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผลนั้นจะมีความแน่นอนมากกว่าการได้รับผลตอบแทนในรูปแบบของกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ กล่าวอีกนัยหนึ่งได้ว่านักลงทุนมีความเชื่อว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราสูงนั้นจะทำให้มีความเสี่ยงที่น้อยกว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่น้อย หรือไม่มีการจ่ายเงินปันผล ซึ่งเป็นไปตาม Dividend Preference Theory ที่ Lintner (1962) และ Gordon (1963) ได้ทำการศึกษาไว้

โดยในแต่ละปีกิจการจะมีการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยการจ่ายเงินปันผลจะเป็นไปตามนโยบายการเงินของแต่ละกิจการ รวมไปถึงผลประกอบการในปีนั้นๆ โดยเมื่อกิจการมีกำไรสุทธิในแต่ละปี กิจการก็ต้องทำการตัดสินใจว่าจะทำการจ่ายเงินปันผลอย่างไร เพื่อให้ผู้ถือครองหลักทรัพย์ได้รับความพึงพอใจ เพราะการจ่ายผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผลนั้นเป็นการลดความเสี่ยงให้กับผู้ถือครองหลักทรัพย์ และจะนำเงินที่เหลือไปลงทุนต่ออย่างไรเพื่อเป็นการขยายการดำเนินงานของกิจการ โดยในส่วนของทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด หรือ Efficient Market Hypothesis ของ Fama (1970) ได้บอกไว้ว่า ตลาดที่มีประสิทธิภาพ ข้อมูล ข่าวสาร ความเชื่อ ความคาดหวัง และ ทุกอย่างที่เกี่ยวข้องทั้งหมดได้สะท้อนออกมาเป็นราคาตลาดของหลักทรัพย์ ดังนั้นเมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผลจะกระทบถึงราคาของหลักทรัพย์นั้นๆ

ตามทฤษฎี การส่งสัญญาณของข้อมูลข่าวสาร (Signaling Theory) Miller และ Rock (1985) ได้อธิบายไว้ว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นเป็นเครื่องมือของผู้บริหารในการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานในอนาคตอย่างไร และการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจะสะท้อนให้เห็นถึงการที่ผู้บริหารคาดการณ์ว่า บริษัทจะมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น รวมไปถึงทฤษฎี Dividend Preference Theory ซึ่ง Gordon (1963) และ Lintner (1962) มีความเชื่อว่าการจ่ายเงินปันผลมากขึ้นจะทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น เพราะผู้ลงทุนจะมีความพึงพอใจที่จะได้รับผลประโยชน์ในรูปแบบเงินปันผลซึ่งมีความแน่นอนมากกว่าที่จะรอราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปเนื่องจากการนำเงินไปลงทุนขยายกิจการซึ่งมีความเสี่ยงมากกว่า

โดยการศึกษาครั้งนี้ได้ให้ความสนใจถึงผลกระทบจากการประกาศเงินปันผลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษาครั้งนี้จะแบ่งการศึกษาออกตาม SET100 SETHD โดยเกณฑ์ดังกล่าวนี้จะแบ่งเป็น SET100 คือการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) และสภาพคล่องในการซื้อขายสูงที่สูง 100 อันดับแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ SET HD คือการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่อง 3 ปี และอยู่ในเกณฑ์ที่มีการจ่ายเงินปันผลดีที่ คือการที่มีการจ่ายปันผลสูง และต่อเนื่องอย่างสม่ำเสมอ 30 อันดับแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเกณฑ์ตัวอย่างทั้งสองตัวนั้นจะถูกจัดกลุ่มโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะใช้กลุ่มตัวอย่างที่ได้กล่าวมาข้างต้นเพื่อทำการศึกษาถึงกระทบที่แตกต่างกันในแต่ละกลุ่ม เพื่อเป็นแนวทางของนักลงทุนที่จะดูถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาเมื่อมีการประกาศเงินปันผลเพื่อนำไปประกอบการตัดสินใจในการลงทุน

โดยในส่วนต่อไปของบทความนี้ จะประกอบไปด้วย ทบทวนวรรณกรรม วิธีการศึกษา ผลการศึกษา การอภิปรายผลการศึกษา รวมไปถึงข้อเสนอแนะ

### วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาความถึงผลของการประกาศจ่ายเงินปันผลต่อราคาของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลทำให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติขึ้นหรือไม่
2. เพื่อเปรียบเทียบผลกระทบที่แตกต่างกัน ที่มาจากการประกาศเงินปันผลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย ในแต่ละกลุ่มตัวอย่าง

### ทบทวนวรรณกรรม

#### แนวคิดและ ทฤษฎีการจ่ายเงินปันผล

ได้แบ่งแนวคิดและ ทฤษฎีการจ่ายเงินปันผลไว้เป็น 4 หัวข้อดังนี้

1. The Dividend Irrelevance Theory ทฤษฎีได้บอกไว้ว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลของนั้นไม่มีผลต่อมูลค่าของกิจการ แต่เดิมเป็นการศึกษาของ Modigliani และ Miller (1961) โดยที่ MM ได้อธิบายไว้ว่า มูลค่าของกิจการนั้นจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการสร้างรายได้ของกิจการ และความเสียหายทางธุรกิจที่กิจการนั้นต้องเผชิญ หรืออาจจะกล่าวได้ว่า มูลค่าของกิจการนั้นๆ จะขึ้นอยู่กับความสามารถของกิจการ โดยที่นโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการนั้นๆ จะไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ

โดยหากบริษัทมีการดำเนินกิจการแล้วได้กำไรสุทธิ 5% แล้วจ่ายกำไรสุทธิทั้งหมดเป็นเงินปันผล ก็จะทำให้พนักงานได้ได้รับเงินปันผล 5% แต่ถ้าบริษัทไม่จ่ายเงินปันผลแล้วเก็บกำไรสุทธิไว้ ก็จะทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้น 5% ถ้าพนักงานต้องการผลตอบแทนเท่ากับกรณีที่บริษัทจ่ายเงินปันผล ก็สามารถทำได้

โดยการขายหลักทรัพย์ออกไป 5% ซึ่งจะแสดงให้เห็นว่าการนโยบายการจ่ายเงินปันผลนั้น ไม่ส่งผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับ อย่างไรก็ตาม Dividend Irrelevance Theory นั้นไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์ และภาษีที่ต้องเสียจากกำไรในการขายหลักทรัพย์

2. The Dividend Preference Theory ทฤษฎีว่าด้วยเรื่องนโยบายการจ่ายเงินปันผลมีผลต่อมูลค่าของกิจการ โดยเดิมที่เป็นการศึกษาของ Gordon (1963) และ Lintner (1962) โดยมีความเชื่อว่าเมื่อกิจการมีการจ่ายเงินปันผลก็จะทำให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น อันเนื่องมาจากเมื่อกิจการมีการจ่ายเงินปันผลจะทำให้พนักงานมีความพึงพอใจกับเงินปันผลที่ได้รับ เพราะเงินปันผลที่ได้รับในปัจจุบันมีความแน่นอนมากกว่า ผลตอบแทนที่พนักงานจะได้รับจากการที่กิจการนำกำไรสะสมไปลงทุนเพิ่มแล้วทำให้ราคาของหลักทรัพย์สูงขึ้นซึ่งมีความไม่แน่นอน โดยเปรียบเสมือนกับการที่เราหมักในมือ ดังนั้นผู้ลงทุนจึงมีความพึงพอใจที่กิจการมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง

3. The Tax Effect Theory เป็นทฤษฎีว่าด้วยเรื่องนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำนั้นจะส่งผลทำให้ราคาของหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น โดยแต่เดิมเป็นการศึกษาของ Litzenberger และ Ramaswamy (1982) โดยทฤษฎีนี้ได้สรุปไว้ว่า ผู้ลงทุนนั้นให้ความสำคัญกับผลกระทบในด้านภาษี โดยที่จะมีข้อสังเกตในด้านมูลค่าเงินตามเวลา ซึ่งได้บอกไว้ว่าหากกิจการมีการจ่ายเงินปันผลจะทำให้ผู้ลงทุนต้องเสียภาษีในขณะนั้น ซึ่งเมื่อเทียบกับการที่พนักงานจะต้องเสียภาษีจากกำไรซื้อขายหลักทรัพย์ในอนาคตนั้น ทำให้ต้นทุนของเงินในอนาคตจะมีมูลค่าต่ำกว่าต้นทุนในปัจจุบัน ผู้ลงทุนจึงมีความพึงพอใจกับการที่กิจการมีการจ่ายเงินปันผลที่น้อย หรือมีการเก็บกำไรสุทธิเอาไว้มากกว่ากิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลที่สูง

4. Signaling Theory โดยเดิมทีเป็นการศึกษาของ Miller และ Rock (1985) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่อธิบายไว้ว่า ในการที่กิจการต่างๆ ทำการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือลดลง จะทำให้ราคาของหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกัน แต่ไม่ได้แสดงว่านักลงทุนมีความพึงพอใจในเงินปันผลมากกว่ากำไรที่ได้จากการซื้อขายหลักทรัพย์ แต่การที่ราคาของหลักทรัพย์นั้นเปลี่ยนแปลงไป มาจากอิทธิพลของข้อมูล ที่แฝงอยู่ในการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยการศึกษาของ Miller และ Rock แสดงให้เห็นว่า ผู้บริหารมีข้อมูลข่าวสารที่มากกว่าผู้ลงทุน ดังนั้นในการตัดสินใจต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการเงิน การลงทุนในด้านต่างๆ จะเป็นการส่งสัญญาณให้กับผู้ลงทุนได้ทราบถึงผลการดำเนินงานของกิจการ ผู้บริหารเมื่อมีข้อมูลที่สะท้อนถึงทิศทางของกิจการในอนาคต ในการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มสูงขึ้นจะสะท้อนให้เห็นถึงการที่ผู้บริหารได้คาดการณ์ว่าในอนาคตกิจการจะมีรายได้สูงขึ้น ซึ่งส่งผลให้ผู้ลงทุนลงทุนเพิ่มขึ้นทำให้ราคาของหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นตามไปด้วย และในทางตรงกันข้าม เมื่อมีการจ่ายเงินปันผลที่ลดน้อยลงจะสะท้อนให้เห็นถึงการที่ผู้บริหารได้คาดการณ์ว่าในอนาคตกิจการจะมีรายได้ลดลง ซึ่งส่งผลให้ผู้ลงทุนลดการลงทุนลง ทำให้ผู้ลงทุนทำการขายหลักทรัพย์บางส่วนออกไปราคาของหลักทรัพย์จึงปรับตัวลดลงตามไปด้วย

โดยจากทฤษฎีที่ได้กล่าวมาความคิดเห็นที่ค่อนข้างแตกต่างกัน จึงได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมในเรื่องการประกาศเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ไม่ว่าจะเป็นการศึกษาทั้งใน และต่างประเทศ อาทิเช่น Berezinets et al. (2018), Dasilas et al. (2008), Felimban et al. (2017), Gordon (1963), Khanal and Mishra (2017), Litner (1962), Wasim and Basiem (2017), สุวานิต อภิเชษฐ์โยธา (2554),

นนทวัชร อนุสรณ์พาณิชย์ (2548), สุนิย์นุช สมพรลาภ. (2549), เอกพัฒน์ ชัยศรีรัตนกุล (2555), อัจฉรียา รามวงศ์ (2553), อภิญญา อารมย์ชื่น (2550) โดยผลที่ได้จากการศึกษานั้นมีทั้งการศึกษาที่สนับสนุนว่าการประกาศเงินปันผลมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงไปของราคาหลักทรัพย์ และยังได้สรุปว่าเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพ นอกจากนี้ยังมีการศึกษาที่ได้แย้งโดยรายงานว่าการประกาศเงินปันผลนั้นไม่มีการเปลี่ยนแปลงไปของราคาหลักทรัพย์ และสรุปว่าตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่ไม่มีประสิทธิภาพ

#### ทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด

Efficient Market Hypothesis (EHM) นั้นเป็นการศึกษาของ Fama (1970) โดยเชื่อว่ามูลค่าที่ควรเป็นของหลักทรัพย์จะเท่ากับราคาของตลาดเสมอ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ณ เวลาใดเวลาหนึ่งจะเป็นการสะท้อนข้อมูล ข่าวสารอย่างสมบูรณ์ โดยที่หากการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุนในตลาดตั้งอยู่บนพื้นฐานของการคาดการณ์ด้วยเหตุผล (Rational Expectations) ราคาของหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นหรือลดลงตามข้อมูล และข่าวสารใหม่ๆ ที่ถูกประกาศออกมา ดังนั้นจึงไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้

โดยตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นถือว่าการเปลี่ยนแปลงของราคาจะเป็นอิสระต่อกันไม่มีความสัมพันธ์กันและ ราคาที่เกิดขึ้นจึงเป็นราคาที่มีแนวโน้มเข้าสู่ดุลยภาพ (Equilibrium Price) ซึ่งในตลาดที่มีประสิทธิภาพนั้นราคาดุลยภาพคือมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic Value) แต่ในความเป็นจริงตลาดเหล่านั้นก็ไม่ได้มีประสิทธิภาพเท่าเทียมกันในทุกตลาด ซึ่งสามารถจำแนกความมีประสิทธิภาพของตลาด จากพฤติกรรมข่าวสารข้อมูลได้เป็น 3 ระดับดังนี้

1. The Weakly Efficient Market หรือก็คือตลาดที่มีประสิทธิภาพต่ำ โดยกล่าวคือตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับต่ำนั้น การเคลื่อนไหวของราคาของหลักทรัพย์ในอดีต รวมไปถึงปริมาณการซื้อขายในอดีต และข้อมูลรายได้ในอดีต จะไม่ส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ และไม่สามารถที่จะนำมาใช้พยากรณ์ราคาของหลักทรัพย์ในอนาคตได้ ราคาของหลักทรัพย์ในอนาคตนั้นจะเกิดขึ้นแบบสุ่ม โดยที่ข้อมูลในปัจจุบันและอดีตจะถูกสะท้อนออกมาเป็นราคาของหลักทรัพย์ในปัจจุบัน

2. Semi-Strong Efficient Market หรือก็คือตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง มีสมมุติฐานคือ ราคาของหลักทรัพย์ในปัจจุบัน จะเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็วเมื่อมีข้อมูลใหม่ที่ถูกเปิดเผยออกมาสู่สาธารณะเป็นครั้งแรก โดยที่ข้อมูลที่เกี่ยวข้องนั้นไม่ว่าจะเป็นข้อมูลของตลาด ข้อมูลเศรษฐกิจ รวมถึงข้อมูลสาธารณะอื่นๆ ด้วย และข้อมูลในทึ้นนี้ยังรวมถึงข้อมูลในอดีต ข้อมูลในปัจจุบัน และการคาดคะเนสิ่งที่จะเกิดในอนาคตด้วย

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับกลางนี้จะมีการนำข้อมูลที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์มาคำนวณราคาพื้นฐานของหลักทรัพย์แต่ละตัวอย่างรวดเร็ว ดังนั้นการทดสอบความมีประสิทธิภาพในระดับนี้เป็นการทดสอบเกี่ยวกับข้อมูลข่าวสารที่เปิดเผยต่อสาธารณะชนที่ออกมาใหม่ทำให้ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวตอบสนองต่อข้อมูลข่าวสารที่เข้ามา โดย นนทวัชร อนุสรณ์พาณิชย์ (2548) ได้สรุปผลการศึกษาไว้ว่า ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น เป็นตลาดที่ค่อนข้างมีประสิทธิภาพในระดับกลาง

3. The strongly efficient market หรือก็คือตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับสูง โดยเชื่อว่า ราคาของหลักทรัพย์นั้นถูกสะท้อนออกมาตาม ข้อมูลในตลาดทั้งหมดไม่ว่าจะเป็นข้อมูลสาธารณะ หรือข้อมูลภายในที่ไม่เปิดเผย (inside information) ดังนั้นแม้

จะเป็นข้อมูลปกปิดภายใน ก็จะไม่สามารถที่จะสร้างความได้เปรียบให้กับนักลงทุนได้ และไม่มีใครที่จะทำกำไรเกินปกติได้

### แบบจำลองตลาด (Market Model)

แบบจำลองตลาดนั้น ถูกนำมาใช้เพื่อคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังที่จะได้จากหลักทรัพย์ โดยที่การศึกษาหลายๆ ครั้ง ที่ทำการศึกษาในเรื่องนี้นั้นได้นำแบบจำลองตลาดมาใช้ในการศึกษาเช่น Berezinets et al. (2018), Dasilas et al. (2008), Felimban et al. (2017), Khanal and Mishra (2017), Wasim and Basiem (2017), สุวานิต อภิเชษฐ์โยธา (2554), นนทวัชร อนุสรณ์พาณิชย์ (2548), สุนีย์นุช สมพรลาภ. (2549), เอกพัฒน์ ชัยศรีรัตนกุล (2555), อัจฉริยา รามวงศ์ (2553), อภิญา อารามณีนัน (2550) โดยถูกนำมาใช้ในการประเมินผลตอบแทนที่คาดหวัง จะได้รับการลงทุนในหลักทรัพย์อย่างแพร่หลาย โดยในการลงทุนหลักทรัพย์ประเภทต่างๆ นั้นผลตอบแทนที่จะได้มีความไม่แน่นอนซึ่งเป็นเหตุมาจากปัจจัยต่างๆ ที่เกิดขึ้นในอนาคตมีความไม่แน่นอนและไม่สามารถคาดเดาได้

โดยในการทดสอบประสิทธิภาพของตลาดนั้น Fama (1970) ได้มีการนำแบบจำลองตลาด และ แบบจำลอง Non Regression Market Adjusted Model มาเทียบกันเพื่อใช้ในการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาด และได้ทำการสรุปไว้ว่าการที่จะทำการวัดความมีประสิทธิภาพของตลาดนั้นต้องใช้แบบจำลองที่มีความเหมาะสม โดยแบบจำลองที่มีความเหมาะสมต่อการประเมินผลตอบแทนที่คาดหวังเพื่อใช้วัดประสิทธิภาพของตลาดคือ แบบจำลองตลาด เมื่อเป็นเช่นนี้แล้วในการศึกษาครั้งนี้จึงได้เลือกแบบจำลองตลาดมาเพื่อใช้ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่ว่าจะได้รับจากหลักทรัพย์ โดยแบบจำลองตลาดมีการแสดงความสัมพันธ์ไว้ตามสมการดังนี้ (สถาบันการพัฒนารัฐตลาดทุน, 2549)

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

โดยที่กำหนดให้

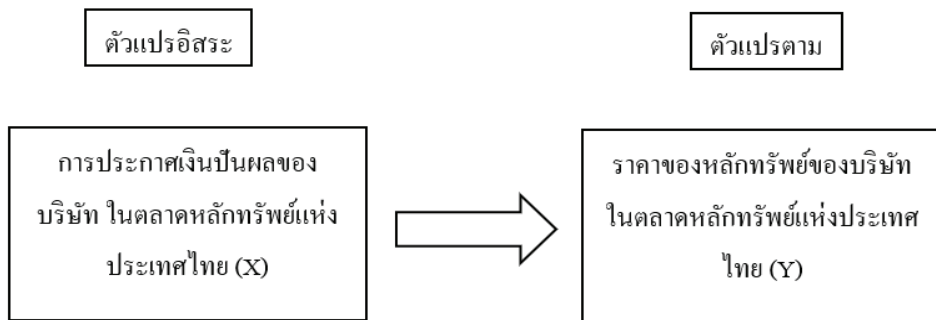
$R_{it}$  = อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงจาก  
หลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$

$\alpha_i$  = ค่าอัลฟาของหลักทรัพย์  $i$

$\beta_i$  = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์  $i$

$R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนที่ได้จากตลาด  
หลักทรัพย์ ในวันที่  $t$

### กรอบแนวคิด



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิด

การศึกษาเรื่อง ผลกระทบจากการประกาศเงินปันผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาของหลักทรัพย์กรณีศึกษา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้นำแนวคิด และทฤษฎีที่เกี่ยวข้องมากำหนดเป็นกรอบแนวคิดในการทำการศึกษาดังเช่นในภาพที่ 1

โดยกรอบแนวคิดในการศึกษาครั้งนี้ มีการศึกษาถึงตัวแปรอิสระ (Independent Variable) ที่เป็นเหตุการณ์สำคัญที่จะส่งผลกระทบต่อตัวแปรตาม (Dependent Variable) ซึ่งการศึกษาในครั้งนี้มีตัวแปรอิสระ คือ การประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (X) ซึ่งมีอิทธิพลต่อตัวแปรตาม คือ ราคาของหลักทรัพย์ของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Y)

### สมมติฐานการศึกษา

เพื่อศึกษาถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการประกาศเงินปันผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำให้สามารถที่จะดูได้จากผลตอบแทนผิดปกติที่จะ

เกิดขึ้นในช่วงเหตุการณ์การประกาศเงินปันผล โดยมีสมมติฐานที่ว่า การจ่ายเงินปันผลไม่ทำให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติเกิดขึ้น โดยแบ่งตามกลุ่มที่ศึกษาได้ดังนี้

#### สมมติฐานที่ 1

ผลกระทบที่จะเกิดจากการประกาศเงินปันผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SET100 ไม่มีผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมเกิดขึ้น

$$H_0: CAR_{ช่วงเกิดเหตุการณ์} = 0$$

$$H_1: CAR_{ช่วงเกิดเหตุการณ์} \neq 0$$

#### สมมติฐานที่ 2

ผลกระทบที่จะเกิดจากการประกาศเงินปันผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่ม SETHD ไม่มีผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยสะสมเกิดขึ้น

$$H_0: CAR_{ช่วงเกิดเหตุการณ์} = 0$$

$$H_1: CAR_{ช่วงเกิดเหตุการณ์} \neq 0$$

## วิธีการศึกษา

ในการตรวจสอบผลกระทบจากการประกาศเงินปันผลต่อราคาการซื้อขายหลักทรัพย์กรณีศึกษา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากทฤษฎีประสิทธิภาพตลาด ในตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง (Semi-Strong Efficient Market) เชื่อว่าราคาของหลักทรัพย์ในปัจจุบัน จะเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็วเมื่อมีข้อมูลใหม่ที่ถูกเปิดเผยออกมาสู่สาธารณะเป็นครั้งแรก จึงได้ใช้วิธีการศึกษาแบบการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study Methodology) เพื่อดูการตอบสนองการเปลี่ยนแปลงของราคาซื้อขายหลักทรัพย์ต่อการประกาศเงินปันผล โดยที่ในการทำการศึกษานี้ผู้ศึกษาได้ใช้ข้อมูลแบบทุติยภูมิ (Secondary data) โดยเป็นการรวบรวม ข้อมูลราคาปิดของหลักทรัพย์รายวัน ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์รายวัน และข่าวสารในการประกาศจ่ายเงินปันผล ตั้งแต่ปี 2558 – 2561 โดยรวบรวมข้อมูลจากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ([www.set.or.th](http://www.set.or.th)) และเว็บไซต์บริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ฉบับออนไลน์ ([www.setsmart.com](http://www.setsmart.com))

โดยที่ประชากรที่ใช้ในการศึกษานี้คือหลักทรัพย์ ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และต้องเป็นหลักทรัพย์ที่มีข้อมูลการซื้อขาย ในช่วงที่ทำการศึกษาคြบถ้วน รวมถึงมีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง เมื่อทำการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่ผ่านเกณฑ์ข้างต้นแล้ว จึงทำการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างโดยแบ่งออกเป็น 2 กลุ่ม คือ 1. หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SET100 2. หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SETHD โดยเกณฑ์ดังกล่าวแบ่งเป็น SET100 คือคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) และสภาพคล่องในการซื้อขายสูงที่สุด 100 อันดับแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET HD คือการคัดเลือกหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่อง 3 ปี และอยู่ในเกณฑ์ที่มีการจ่ายเงินปันผลดีที่

คือการที่มีการจ่ายปันผลสูง และต่อเนื่องอย่างสม่ำเสมอ 30 อันดับแรกในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเกณฑ์ตัวอย่างทั้งสองตัวนั้นจะถูกจัดกลุ่มโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ในการศึกษานี้ได้ทำการกำหนดช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาโดยแบ่งออกเป็น 2 ช่วง คือ 1. ช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Period) 2. ช่วงประมาณการณ์ (Estimation Period) โดยกำหนดช่วงที่เกิดเหตุการณ์เป็นช่วงก่อนและหลังวันเกิดเหตุการณ์ 20 วัน (-20,20) รวมทั้งหมด 41 วัน และกำหนดช่วงประมาณการณ์เป็นช่วง 60 วันก่อนช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (-80,-21) รวมทั้งหมด 60 วัน และมีการกำหนดวันที่เกิดเหตุการณ์ (Event Date) คือวันที่มีการขึ้นเครื่องหมาย XD เพื่อนำไปใช้ในการคำนวณหาผลตอบแทนตามแบบจำลองตลาด (Market Model)

ในการศึกษาผลตอบแทนผิดปกติจากหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีการจดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้นจึงได้ใช้ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มาทำการคำนวณผลตอบแทนจากตลาดหลักทรัพย์ในช่วงประมาณการณ์(Estimation Period) ดังสมการต่อไปนี้ (เอกพัฒน์ ชัยศรีรัตนกุล, 2555)

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

โดยที่กำหนดให้

$R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนที่ได้จากตลาดหลักทรัพย์ SET ในวันที่ t

$SET_t$  = ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ SET ในวันที่ t

$SET_{t-1}$  = ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์ SET ในวันที่ t-1



หลังจากนั้นทำการคำนวณหาผลตอบแทนจริงของหลักทรัพย์ที่นำมาทำการศึกษ โดยจะสามารถหาผลตอบแทนที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ได้จากการใช้ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษา ซึ่งสามารถคำนวณได้จากสมการผลตอบแทนปกติดังต่อไปนี้ (เอกพัฒน์ ชัยศรีรัตนกุล, 2555)

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (2)$$

โดยที่กำหนดให้

- $R_{it}$  = อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงจากหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$
- $P_{it}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$
- $P_{it-1}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t-1$

ต่อมาเมื่อคำนวณหาผลตอบแทนของตลาดและผลตอบแทนจริงของหลักทรัพย์ที่นำมาทำการศึกษาได้จากสมการที่ (1) และ (2) แล้ว จึงจะนำค่าที่ได้มาแทนค่าลงในแบบจำลองตลาด (Market Model) เพื่อหาค่า  $\alpha$  และ  $\beta$  ในช่วงประมาณการณ์ (Estimation Period) ซึ่งสามารถหาได้จากสมการดังต่อไปนี้

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (3)$$

โดยที่กำหนดให้

- $R_{it}$  = อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงจากหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$
- $\alpha_i$  = ค่าอัลฟาของหลักทรัพย์  $i$
- $\beta_i$  = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์  $i$
- $R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนที่ได้จากตลาดหลักทรัพย์ SET ในวันที่  $t$

หลังจากที่ทำการคำนวณเพื่อหาค่า  $\alpha$  และ  $\beta$  ในช่วงประมาณการณ์ได้แล้ว จึงนำค่า  $\alpha$  และ  $\beta$  ที่ได้มาแทนค่าเพื่อคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Period) โดยแทนค่าลงในสมการแบบจำลองตลาด ดังต่อไปนี้

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (4)$$

โดยที่กำหนดให้

- $E(R_{it})$  = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$  (-20,20)
- $\alpha_i$  = ค่าอัลฟาของหลักทรัพย์  $i$
- $\beta_i$  = ค่าเบต้าของหลักทรัพย์  $i$
- $R_{mt}$  = อัตราผลตอบแทนที่ได้จากตลาดหลักทรัพย์ SET ในวันที่  $t$  (-20,20)

เมื่อคำนวณหาผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ที่นำมาศึกษาได้จากสมการที่ (4) แล้ว ต่อไปจะทำการหาผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์ (Abnormal Return) ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Period) โดยสามารถหาได้จากผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลนำมาเปรียบเทียบกับกับผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งสามารถคำนวณได้จากสมการต่อไปนี้ (เอกพัฒน์ ชัยศรีรัตนกุล, 2555)

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (5)$$

โดยที่กำหนดให้

- $AR_{it}$  = ผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์  $i$  ที่เกิดขึ้นในวันที่  $t$  (-20,20)
- $R_{it}$  = อัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงจากหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$  (-20,20)
- $E(R_{it})$  = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์  $i$  ในวันที่  $t$  (-20,20)

เพื่อที่จะดูถึงผลกระทบต่อราคาที่เกิดขึ้นจากการประกาศเงินปันผลในช่วงเวลาที่เกิดเหตุการณ์ จึงได้นำอัตราผลตอบแทนผิดปกติ (Abnormal Return) ที่เกิดขึ้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ (Event Period) มารวมกัน โดยสามารถคำนวณหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติสะสมได้ดังสมการต่อไปนี้ (อภิญา อารมณชื่น, 2550)

$$CAR_i = \sum AR_i \quad (6)$$

โดยที่กำหนดให้

$CAR_i$  = ผลตอบแทนผิดปกติสะสมของ  
หลักทรัพย์  $i$

$AR_i$  = ผลตอบแทนผิดปกติของหลักทรัพย์  $i$

การศึกษาในครั้งนี้ได้ใช้โปรแกรมสำเร็จรูป เพื่อทำการทดสอบสมมติฐานโดยได้ทำการใช้ t-test ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ในการทดสอบเรื่อง ผลกระทบจากการประกาศเงินปันผลนั้นมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาของหลักทรัพย์หรือไม่ โดยทำการทดสอบถึงผิดปกติสะสม (CAR) ที่คำนวณมาได้จากสมการที่ (6) ว่ามีค่าแตกต่างไปจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญหรือไม่

### ผลการศึกษา

ในการศึกษาถึงผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงได้ทำการเก็บข้อมูลการประกาศจ่ายเงินปันผล ของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2558 – 2561 โดยจะแสดงได้ตามตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่าง	จำนวนการจ่ายเงินปันผล	ร้อยละ
1. หลักทรัพย์ในกลุ่ม SET100	247	55.88
2. หลักทรัพย์ในกลุ่ม SETHD	195	44.12
<b>รวม</b>	<b>442</b>	<b>100</b>

จากตารางที่ 1 ซึ่งจะประกอบไปด้วยกลุ่มตัวอย่าง ทั้ง 2 ตัวอย่าง คือ 1.หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SET100 และ 2. หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SETHD โดยเป็นหลักทรัพย์ที่มีข้อมูลการซื้อขาย ในช่วงที่ทำการศึกษาคบถ้วน และมีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง โดยหลักทรัพย์ที่ผ่านเกณฑ์ข้างต้นมีทั้งหมด 67 บริษัท รวมเป็นการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 442 ครั้ง

ซึ่งคิดเป็น 100% ของการจ่ายเงินปันผลทั้งหมด โดยที่หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SET100 มีทั้งหมด 40 บริษัท ซึ่งมีการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 247 ครั้ง คิดเป็น 55.88% ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด และหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SETHD มีทั้งหมด 27 บริษัท ซึ่งมีการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 195 ครั้ง คิดเป็น 44.12% ของการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด

ตารางที่ 2 ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนผิดปกติสะสมของการประกาศจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET100

N	Mean	Std. Deviation	df	t	p-value
247	0.6727	15.01553	246	0.704	0.482



ภาพที่ 2 แสดงผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SET100 ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล

จากตารางที่ 2 จะพบว่าจากการศึกษาหลักทรัพย์ทั้งหมด 40 บริษัท ในกลุ่มหลักทรัพย์ SET100 นั้นมีการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งสิ้น 247 ครั้ง โดยมีค่า p-value ที่ได้จากการคำนวณพบว่ามีความเท่ากับ 0.482 ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 นั้นหมายความว่าในกลุ่มหลักทรัพย์ SET100 นั้นการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 % ซึ่งจากสมมติฐานที่ 1 ทำให้ยอมรับ  $H_0$  ที่บอกไว้ว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่กระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และ ปฏิเสธ  $H_1$  ที่บอกว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

โดยที่ในส่วนของผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลแบบรายวันนั้น จะแสดงเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในช่วงที่เกิดการประกาศจ่ายเงินปันผลโดยดูได้จากภาพที่ 2 จากรูปดังกล่าวจะแสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยรายวันในกลุ่มหลักทรัพย์ SET100 ที่เกิดขึ้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 41 วัน โดยจะเห็นได้ว่าผลตอบแทนผิดปกติมีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอยู่ตลอดเวลา ในช่วงแรกตั้งแต่วันที่ -19 ผลตอบแทนผิดปกติมีค่าเท่ากับ -0.0087% ต่อมาผลตอบแทนผิดปกติค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นจนไป

ถึงวันที่ -16 ซึ่งผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ 0.0853% ต่อมาผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นจึงลดลงไปจนถึงวันที่ -14 ณ จุดที่ผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ -0.2758% ผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นจึงมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้ง ซึ่งเพิ่มขึ้นไปถึงในวันที่ -12 ซึ่งผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นมีค่าเท่ากับ 0.1890% หลังจากนั้นผลตอบแทนผิดปกติจึงปรับตัวลดลงอีกครั้ง จนถึงในวันที่ -10 ซึ่งมีผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ -0.1616% ต่อมาผลตอบแทนผิดปกติมีการปรับตัวสูงขึ้นและลดลงอีกครั้งขึ้นอีกจนไปมีค่าผลตอบแทนผิดปกติสูงที่สุดในถึงวันที่ -4 ซึ่งผลตอบแทนผิดปกติมีค่าเท่ากับ 0.3902% หลังจากนั้นผลตอบแทนผิดปกติจึงลดลงอีกครั้ง และลดลงถึงจุดที่ต่ำที่สุดในวันที่ 0 หรือก็คือวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งมีค่าผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ -1.0773% ต่อมาในวันหลังเกิดเหตุการณ์หรือในวันที่ 1 ผลตอบแทนผิดปกติปรับตัวสูงขึ้นซึ่งมีค่าเท่ากับ -0.0372% และมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นและลดลงตลอดช่วงจนไปถึงในวันที่ 8 ซึ่งมีผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ 0.2150% ต่อมาผลตอบแทนผิดปกติจึงเข้าสู่ช่วงปรับตัวเพิ่มขึ้นและลดลงอีกครั้งจนไปถึงจุดที่สูงที่สุดในวันที่ 19 ณ จุดที่มีผลตอบแทนผิดปกติ

26 วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์  
ปีที่ 14 ฉบับที่ 20 มกราคม - มิถุนายน 2563

เท่ากับ 0.2773% โดยจะเห็นได้ว่าในวันที่ 0 หรือ วันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นได้รับผลกระทบแตกต่างจากวันอื่นๆ มากที่สุดในตลอดช่วงที่มีการเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล โดยมีค่าผลตอบแทนผิดปกติ

เท่ากับ -1.0773% โดยที่นอกเหนือจากวันที่ 0 ตลอดช่วงที่ศึกษาทั้งหมด 41 วัน (-20,+20) นั้นผลตอบแทนผิดปกติสูงที่สุดมีค่าเท่ากับ 0.3902% และผลตอบแทนผิดปกติต่ำที่สุดมีค่าเท่ากับ -0.2758%

**ตารางที่ 3** ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนผิดปกติสะสมของการประกาศจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์ในกลุ่ม SETHD

N	Mean	Std. Deviation	df	t	p-value
195	-0.1530	10.6282	194	-0.201	0.841



**ภาพที่ 3** แสดงผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยรายวันของหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SETHD ในช่วงที่เกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล

จากตารางที่ 3 จะพบว่าจากการศึกษาหลักทรัพย์ทั้งหมด 27 บริษัท ในกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD นั้นมีการประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งสิ้น 195 ครั้ง โดยมีค่า p-value ที่ได้จากการคำนวณพบว่ามีค่าเท่ากับ 0.841 ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญ 0.05 นั้นหมายความว่าในกลุ่มหลักทรัพย์ SET50 นั้นการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 % ซึ่งจากสมมติฐานที่ 2 ทำให้ยอมรับ  $H_0$  ที่บอกไว้ว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลไม่กระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และ ปฏิเสธ  $H_1$  ที่บอกว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

โดยที่ในส่วนของผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลแบบรายวันนั้น จะแสดงเหตุการณ์ที่เกิดในช่วงที่เกิดการประกาศจ่ายเงินปันผลโดยดูได้จากภาพ

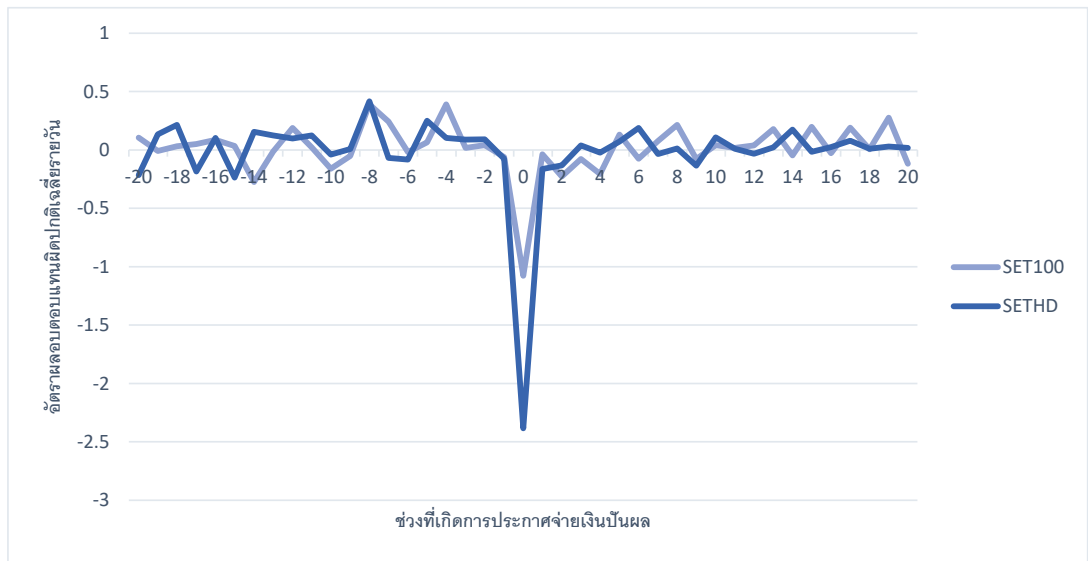
ที่ 3 จากรูปดังกล่าวจะแสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยรายวันในกลุ่มหลักทรัพย์ SETHD ที่เกิดขึ้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลทั้งหมด 41 วัน โดยจะเห็นได้ว่าผลตอบแทนผิดปกติมีการเปลี่ยนแปลงขึ้นลงอยู่ตลอดเวลา โดยในช่วงแรกตั้งแต่วันที่ -20 ณ จุดที่ผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ -0.2160% ผลตอบแทนผิดปกติ ค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นจนไปถึงวันที่ -18 โดยมีผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ 0.2141% ต่อมาผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นจึงปรับตัวเพิ่มขึ้นและลดลงไปจนต่ำที่สุดในวันที่ -15 ซึ่งมีผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ -0.2369% ต่อมาผลตอบแทนผิดปกติที่เกิดขึ้นจึงปรับตัวเพิ่มขึ้นและลดลงอีกครั้ง ซึ่งเพิ่มขึ้นไปจนสูงที่สุดในวันที่ -8 โดยมีผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ 0.4172% หลังจากนั้นผลตอบแทนผิด

ปกติจึงปรับตัวลดลงอีกครั้ง จนถึงในวันที่ -6 ซึ่งมีผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ -0.0828% ต่อมาผลตอบแทนผิดปกติมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นและลดลงอีกครั้งจนไม่มีค่าผลตอบแทนผิดปกติต่ำที่สุดในถึงวันที่ 0 หรือคือวันที่มีการเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล โดยมีค่าผลตอบแทนผิดปกติต่ำที่สุดเท่ากับ -2.3836% ต่อมาในวันหลังเกิดเหตุการณ์หรือในวันที่ 1 ผลตอบแทนผิดปกติปรับตัวสูงขึ้น โดยมีค่าเท่ากับ -0.1635% และมีการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องไปจนถึงในวันที่ 6 ซึ่งมีผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ 0.1888% ต่อมาผลตอบแทนผิดปกติลดลงอีกครั้งจนถึงในวันที่ 9 พบว่า

ผลตอบแทนผิดปกติมีค่าเท่ากับ -0.1349% ต่อมาผลตอบแทนผิดปกติเข้าสู่ช่วงปรับตัวเพิ่มขึ้นและลดลงอีกครั้งจนถึงวันที่ 20 ณ จุดที่มีผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ 0.0169% โดยจะเห็นได้ว่าในวันที่ 0 หรือ วันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นได้รับผลกระทบแตกต่างจากวันอื่นๆ มากที่สุดในตลอดช่วงที่มีการเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล โดยมีค่าผลตอบแทนผิดปกติเท่ากับ -2.3836% โดยที่นอกเหนือจากวันที่ 0 ตลอดช่วงที่ศึกษาทั้งหมด 41 วัน (-20,+20) นั้นผลตอบแทนผิดปกติสูงที่สุดมีค่าเท่ากับ 0.4172% และผลตอบแทนผิดปกติต่ำที่สุดมีค่าเท่ากับ -0.2369%

**ตารางที่ 4** ผลการศึกษากลุ่มตัวอย่างผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2558 – 2561

กลุ่มตัวอย่าง หลักทรัพย์	Mean	p-value	มีผลต่อราคา หลักทรัพย์	ไม่มีผลต่อราคา หลักทรัพย์
กลุ่ม SET100	0.6727	0.482		x
กลุ่ม SETHD	-0.1530	0.841		x



**ภาพที่ 4** ค่าเฉลี่ยรายวันของผลตอบแทนผิดปกติแบบถัวเฉลี่ยในช่วงที่เกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลของกลุ่มตัวอย่างที่นำมาศึกษา

จากตารางที่ 4 ซึ่งจะแสดงถึงผลการทดสอบของสมมติฐานที่ 1 ที่แสดงถึงผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SET100 และ สมมติฐานที่ 2 ที่แสดงถึงผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SETHD โดยผลที่ได้จากการศึกษาพบว่า ในทั้งสองกลุ่มตัวอย่างที่ได้คัดเลือกมานั้น มีผลการศึกษาไปในทิศทางเดียวกันคือในทั้งสองกลุ่มตัวอย่างที่ได้นำมาศึกษานั้น ในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล การประกาศดังกล่าวนั้นไม่มีผลทำให้ราคาของหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่มตัวอย่างเปลี่ยนแปลงไป

จากภาพที่ 4 จะแสดงถึงค่าเฉลี่ยผลตอบแทนผิดปกติรายวันแบบถัวเฉลี่ยของกลุ่มหลักทรัพย์ทั้ง 2 กลุ่ม ที่เป็นผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลในช่วงที่มีเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล ตั้งแต่วันที่ -20 ถึงวันที่ 20 รวมทั้งหมด 41 วัน โดยจะเห็นได้ว่าตลอดช่วงที่มีเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลของทั้งสองกลุ่มตัวอย่างนั้น มีวันที่ได้รับผลกระทบมากที่สุดซึ่งก็คือ วันที่ 0 หรือก็คือ วันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยเมื่อมีเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลทำให้ผลตอบแทนผิดปกติถัวเฉลี่ยรายวันลดลง ซึ่งในทั้งสองกลุ่มตัวอย่างนั้นผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยที่เกิดขึ้นค่อนข้างมีความคล้ายคลึงกัน โดยผลจากการศึกษาในเรื่องผลกระทบจากการประกาศเงินปันผลต่อราคาของหลักทรัพย์พบว่า การประกาศเงินปันผลนั้นไม่มีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปในช่วงที่เกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล

จากผลการศึกษาในเรื่อง ผลกระทบต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลต่อราคาของหลักทรัพย์ กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในทั้งสองกลุ่มตัวอย่างคือ หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SET100 และ หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SETHD ได้แสดงให้เห็นว่า การประกาศจ่าย

เงินปันผลนั้นไม่เป็นการส่งสัญญาณจากตัวผู้บริหารไปสู่นักลงทุน โดยการศึกษาในครั้งนี้ ไม่พบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผล (Signaling Theory) แต่ก็จะพบว่า มีบางช่วงในการศึกษาที่อัตราผลตอบแทนผิดปกติรายวัน นั้นเกิดผลตอบแทนผิดปกติขึ้นที่แตกต่างไปจากวันอื่น ซึ่งก็คือในวันที่เกิดเหตุการณ์ที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล หรือวันที่ 0 นั้นพบว่า มีผลตอบแทนผิดปกติเกิดขึ้นมากที่สุด ในทั้ง 2 กลุ่มตัวอย่างที่ได้ยกมาทำการศึกษา โดยจากขอบเขตการศึกษาในตอนแรกที่บอกไว้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับกลาง ซึ่งจะหมายถึง หากมีข้อมูลข่าวสารใหม่ๆ ที่เกิดขึ้นเมื่อถูกเผยแพร่ออกสู่สาธารณะแล้วนั้น ข้อมูลข่าวสารที่มีการเปลี่ยนแปลงไปจะถูกละท้อนออกมาในรูปแบบของราคาที่มีการเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว จึงทำให้ไม่ควรเกิดผลตอบแทนผิดปกติเกิดขึ้น ดังนั้นจากการศึกษากลุ่มตัวอย่างทั้ง 2 กลุ่มตัวอย่างในครั้งนี้จึงสรุปว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้น จัดอยู่ในตลาดที่มีประสิทธิภาพระดับปานกลาง เพราะในช่วงระยะเวลาที่นำมาทำการศึกษาไม่พบว่าจะไม่พบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### สรุปผลการศึกษา

สรุปผลการศึกษาในกลุ่มตัวอย่างที่ 1. หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SET100 ซึ่งจากการศึกษาครั้งนี้พบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่มีผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ แต่ในช่วงที่ทำการศึกษาทั้งหมด 41 วัน พบว่ามีอยู่เพียง 1 วันที่ได้รับผลกระทบแตกต่างไปจากวันอื่น ซึ่งก็คือวันที่มีเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล หรือวันที่ 0 ซึ่งเป็นวันที่เกิดผลตอบแทน

ผิดปกติสูงสุด โดยในวันที่ 0 หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SET100 มีผลตอบแทนผิดปกติมีค่าเท่ากับ -1.0773%

ในกลุ่มตัวอย่างที่ 2. หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SETHD ผลจากการศึกษาในครั้งนี้พบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ แต่ในช่วงที่ทำการศึกษาทั้งหมด 41 วัน พบว่ามีอยู่เพียง 1 วันที่ได้รับผลกระทบแตกต่างไปจากวันอื่น ซึ่งก็คือ วันที่มีเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล หรือวันที่ 0 ซึ่งเป็นวันที่เกิดผลตอบแทนผิดปกติสูงสุด โดยในวันที่ 0 หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SETHD มีผลตอบแทนผิดปกติมีค่าเท่ากับ -2.3836%

เมื่อเปรียบเทียบผลการศึกษาของทั้งสองกลุ่มตัวอย่างพบว่า ในช่วงที่มีเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นไม่มีผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ นั้นแสดงให้เห็นว่า ในการที่บริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้น ข่าวสารที่เปลี่ยนแปลงไป ไม่ส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ ที่ทำการศึกษาอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยผลการศึกษาที่ได้ไม่สอดคล้องกับ เอกพัฒน์ ชัยศรีรัตนกุล (2551) อัจฉริยา รามวงศ์ (2553) Dasilas et al. (2008) Khanal and Mishra (2017) Berezinets et al. (2018) ซึ่งบอกไว้ว่าการประกาศเงินปันผลนั้นส่งผลกระทบต่อ การเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์ และ ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผล (Signaling Theory) โดยแสดงให้เห็นว่าขอบเขตการศึกษาข้างต้นที่บอกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นั้นเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพอยู่ในระดับปานกลาง นั้น เป็นความจริง เพราะตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับ

ปานกลางนั้น เมื่อข้อมูลข่าวสารมีการเปลี่ยนแปลงไปย่อมสะท้อนออกมา ในรูปแบบของราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปเช่นเดียวกัน ดังนั้นจึงไม่ควรเกิดผลตอบแทนผิดปกติขึ้น โดยผลการศึกษาที่ได้นั้นมี ความสอดคล้องกับ นนทวัชร อนุสรณ์พาณิชย์ (2548) ที่บอกไว้ว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนั้นเป็นตลาดที่ค่อนข้างมีประสิทธิภาพในระดับปานกลาง และ ไม่สอดคล้องกันกับการศึกษาของ อภิญา อารมย์ชื่น (2550) ที่บอกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่จัดว่าเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพอยู่ในระดับปานกลาง แต่ในการที่จะสรุปเรื่องตลาดเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพหรือไม่นั้น Fama (1991) ได้อธิบายไว้ว่า ในโลกความเป็นจริงนั้นการทดสอบความมีประสิทธิภาพของตลาดนั้นเป็นไปได้ยาก หรือแทบเป็นไปไม่ได้เลย โดยที่ได้บอกไว้ว่าสมมติฐานเรื่องความมีประสิทธิภาพของตลาดนั้นไม่สามารถปฏิเสธได้ เมื่อแบบจำลองที่นำมาใช้นั้นเกิดความแตกต่างระหว่างผลแทนที่คาดหวังกับผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงแล้วนั้น อาจจะมาจากความไม่เหมาะสมของแบบจำลองหรือความไม่มีประสิทธิภาพของตลาดก็ได้ ดังนั้นจึงเป็นไปได้ยากที่จะวัดความมีประสิทธิภาพของตลาดในโลกของความเป็นจริง โดยการศึกษาด้านผลตอบแทนผิดปกติรายวันเฉลี่ยของหลักทรัพย์ในแต่ละกลุ่ม พบว่าในวันที่มีเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล หรือวันที่ 0 มีผลตอบแทนผิดปกติเกิดขึ้นสูงกว่าวันอื่นในช่วงที่ทำการศึกษา และผลจากการศึกษาในด้านของผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยรายวันยังพบว่าในวันที่เกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลนั้น หลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SETHD ได้รับผลกระทบมากกว่าหลักทรัพย์ที่อยู่ในกลุ่ม SET100 โดยในวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล หรือวันที่ 0 นั้นมีผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยมากที่สุด ในทั้งสองกลุ่มตัวอย่าง

### ข้อเสนอแนะจากการศึกษา

1. ในการศึกษาครั้งนี้พบว่าในการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้น ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาของหลักทรัพย์ ดังนั้นผู้ที่ทำการลงทุนโดยอาศัยการประกาศเงินปันผลเป็นการตัดสินใจในการลงทุน ไม่ควรมองเพียงการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเพียงอย่างเดียว

2. นอกจากการประกาศจ่ายเงินปันผลแล้ว ผู้ลงทุนควรมองถึงข้อมูลสถิติรายวัน ของราคาหลักทรัพย์แต่ละตัวด้วยเช่นกัน เพราะจากการศึกษาจะพบว่าในแต่ละวันผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจะเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา จึงอาจนำมาเป็น 1 ในปัจจัย ที่จะนำไปพิจารณาการตัดสินใจลงทุน

### ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. การศึกษาในครั้งนี้นั้นได้ศึกษาโดยมีสมมติฐานที่ว่านอกจากการประกาศเงินปันผลไม่มีเหตุการณ์อื่นใดเลยที่กระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไป ควรมีการนำเหตุการณ์ที่อาจจะกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อื่นๆ มาคิดรวมด้วย โดยเมื่อนำมารวมกันแล้ว ผลการศึกษาที่ได้นั้นจะเหมือนหรือแตกต่างจากเดิมอย่างไร

2. การศึกษาในครั้งนี้ได้พบว่าในช่วงที่ทำการศึกษาในช่วงก่อนและหลัง 20 วันที่มีการเกิดเหตุการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผล ดังนั้นการกำหนดช่วงเวลาศึกษาที่แตกต่างกันออกไป อาจทำให้ได้ผลการศึกษาที่มีความแตกต่างกัน

3. การศึกษาในครั้งนี้ได้ทำการแบ่งกลุ่มการศึกษาเป็นกลุ่มหลักทรัพย์ใน SET100 และ หลักทรัพย์ในกลุ่ม SETHD ดังนั้นในการศึกษาครั้งต่อไปอาจจะแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ที่ทำการศึกษาให้แตกต่างออกไป

เช่น แบ่งกลุ่มการศึกษาตามกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ โดยอาจจะทำให้เกิดผลการศึกษาที่แตกต่างออกไปจากเดิม

### เอกสารอ้างอิง

ฐาณิต อภิเชษฐ์โยธา. (2554). ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.

นนทวัชร อนุสรณ์พานิช. (2548). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผล. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.

บุลพร วุฒิวาณิชชกุล. (2559). หลักฐานเชิงประจักษ์เกี่ยวกับ Post-Earnings Announcement Drift กรณีศึกษาหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ, กรุงเทพมหานคร.

พิชญา ปัญญาธนกุล. (2559). การประกาศจ่ายเงินปันผลสามารถลดผลกระทบด้านลบจากการออกหุ้นเพิ่มทุนของบริษัทได้หรือไม่กรณีศึกษาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.

สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). การบริหารกลุ่มสินทรัพย์ลงทุนทฤษฎีตลาดทุน (พิมพ์ครั้งที่ 4). กรุงเทพมหานคร: อมรินทร์พริ้นติ้ง แอนด์พับลิชชิ่ง.



- สุณีย์นุช สมพรลาภ. (2549). ผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลต่ออัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.
- อภิญา อารมณชีน. (2550). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์*, 1(1), 27-36.
- อัจฉริยา รามวงศ์. (2553). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.
- เอกพัฒน์ ชัยศิริรัตนกุล. (2555). การศึกษาผลจากการจ่ายเงินปันผลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมวดธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม. (วิทยานิพนธ์ปริญญา มหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, กรุงเทพมหานคร.
- Berezinets, I.V., Bulatova, L. A., Ilina, Y. B., & Smirnov, M.V.(2018). Reactions of emerging stock markets to dividend announcements during economic growth: Evidence from India and Russia. *Eurasian Economic Review*, 9, 71-89. doi: 10.1007/s40822-018-0111-7
- Brigham, E.F., & Ehrhardt, M.C. (2014). *Financial management: Theory and practice*. Singapore: Cengage learning.
- Dasilas, A., Lyroudi, K., & Ginoglou, D. (2008). Joint effects of interim dividend and earnings announcements in Greece. *Studies in Economics and Finance*, 25(4), 212-232.
- Fama, F.E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, F.E. (1991). Efficient capital markets: II. *Journal of Finance*, 47(5), 1575-1617.
- Felimban, R., Floros, C., & Nguyen, A. (2017). The impact of dividend announcements on hare price and trading volume: empirical evidence from the gulf cooperation council (GCC)countries. *Journal of Economic Studies*, 45(2), 210-230. doi:10.1108/JES-03-2017-0069
- Gordon, M.J. (1963). Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Khanal, A.R., & Mishra, A.K. (2017). Stock price reactions to stock dividend announcement: A case form sluggish economic period. *The North American Journal of Economics and Finance*, 42(c), 338-345.

- Litner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices, and the Supply of Capital to Corporations. *Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269.
- Lonie, A.A., Abeyratna, G., Power, D.M., & Sinclair, C.D. (1996). The stock market reaction to dividend announcement: A UK study of complex market signals. *Journal of Economic Studies*, 23(1), 32-52.
- Nissim, D., & Ziv, A. (2001). Dividend change and future profitability. *The Journal of Finance*, 56(6), 2111-2133.
- Rabbani, N. (2017). The announcement effect of cash dividend changes on share prices: Evidence from dhaka stock exchange. *Review of Pacific Basin Financial Market and Policies*, 20(4), 1-19.
- Wasim, K., & Basiem, K. (2017). The relationship between cumulative abnormal return and earnings: Evidence from emerging market. *The Journal of Developing Areas*, 51(2), 357-368.