

ผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ ในบริษัทจดทะเบียน The Impact of Paying Dividends on Stock Prices in Listed Companies

วทันยา ฟองประเสริฐ^{1*} ภูมิฐาน รังकुณนุวัฒน์²
Vatanya Phongprasert Poomthan Rangakulnuwat

บทคัดย่อ

งานวิจัยชิ้นนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของการขึ้นเครื่องหมายประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีต่อราคาหุ้นในบริษัทจดทะเบียน โดยจะพิจารณาทั้งผลกระทบก่อนที่มีการขึ้นเครื่องหมายประกาศจ่ายเงินปันผลจำนวนเจ็ดวันและผลกระทบ ณ วันที่มีการขึ้นเครื่องหมายประกาศจ่ายเงินปันผล โดยราคาหุ้นจะใช้ราคาปิดของบริษัทจดทะเบียนจำนวน 22 แห่งจำนวน 1,221 วัน วิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์จะใช้แบบจำลอง Box-Jenkins ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงระยะเวลาก่อนการขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผลจำนวนเจ็ดวันส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจำนวน 5 แห่ง และในช่วง ณ เวลาที่ขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ราคาหุ้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญจำนวน 13 แห่ง

คำสำคัญ : การจ่ายเงินปันผล ราคาหุ้น แบบจำลอง Box-Jenkins

Abstract

The objective of this research is to study the impact of the dividend declaration on stock prices in listed companies. Both the impact before the seven-day dividend declaration and on the date of the dividend declaration are considered. The share prices will use the closing price of 22 listed companies for 1,221 days. Box-Jenkins model is used to estimate the coefficients. The

¹สาขาวิศกรรมการเงิน บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

²ศาสตราจารย์ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย

*Corresponding Author e-mail: pvatanya@gmail.com

results indicated that during the period before the seven-day dividend payment declaration, the share price has increased significantly in 5 listed companies and at the time of the dividend payment declaration, the share price has decreased significantly 13 listed companies.

Keywords: Dividend Payment, Share Prices, Box-Jenkins Model

บทนำ

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์สามารถให้อัตราผลตอบแทนของเงินลงทุนสูงกว่าการนำไปฝากที่ธนาคารพาณิชย์ได้ แต่นักลงทุนก็อาจจะขาดทุนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้เช่นกัน นักลงทุนจึงควรมีการวิเคราะห์ข้อมูลต่าง ๆ ให้รอบด้านก่อนที่จะตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์โดยทั่วไปแล้ว ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีสองแบบ แบบที่หนึ่งคือกำไรจากการขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) ซึ่งเกิดจากส่วนต่างจากการซื้อและขายหลักทรัพย์ แบบที่สองคือเงินปันผล (Dividend) ที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จ่ายให้กับผู้ถือหุ้น

หากบริษัทจดทะเบียนมีกำไรสูงและมีการจ่ายเงินปันผล ย่อมทำให้นักลงทุนส่วนหนึ่งสะสมหุ้นของบริษัทดังกล่าวเพิ่มขึ้น เพื่อรอรับสิทธิในการได้รับเงินปันผลหลังวันประกาศปิดการโอนสิทธิในการถือหุ้นเพื่อการรับเงินปันผล หรือ มักเรียกกันว่าวัน 'XD' (Exclude Dividend) อย่างไรก็ดี จะมีนักลงทุนอีกส่วนหนึ่งอาจมีความเห็นที่แตกต่างกันออกไปก็อาจจะรีบขายหุ้นออกไป เพราะราคาหุ้นช่วงนั้นมีกำไรจากส่วนต่างของราคาที่สูงขึ้นแล้วจึงไม่ต้องการรอรับเงินปันผล เนื่องจากไม่อยากมีภาระที่จะต้องนำมาคำนวณภาษีรายได้ประจำปีและหลีกเลี่ยงการปรับลงของราคาหุ้นอันเนื่องมาจากการจ่ายเงินปันผลตามมาภายหลัง

อย่างไรก็ดี การรับเงินปันผลถือว่ามีส่วนช่วยลดความเสี่ยงจากการลงทุนได้อีกด้วย ทั้งนี้ เพราะ เมื่อนักลงทุนรับเงินปันผล นั่นก็คือนักลงทุนได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนมาแล้วส่วนหนึ่ง ดังนั้นราคาหุ้นที่อาจลดลงไปในช่วงที่มีการจ่ายเงินปันผลจึงถูกชดเชยด้วยเงินปันผลดังกล่าวไปบ้างแล้ว และเมื่อช่วงเวลาการจ่ายเงินปันผลผ่านพ้นไป ราคาหุ้นก็จะกลับมาสะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริง ในขณะที่นักลงทุนซึ่งถือหุ้นที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล นั่นก็คือยังไม่ได้รับการชดเชยความเสี่ยงจากการลงทุนจนกว่าจะขายหุ้นออกไป เราจึงกล่าวได้ว่า การลงทุนในหุ้นที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลมีความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาหุ้นรายวันมากกว่าผู้ที่ได้รับเงินปันผลไปแล้ว

งานศึกษานี้จึงต้องการศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนที่มีต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนนั้น โดยจะพิจารณาทั้งวันก่อนขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผล และวันขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผล (XD) ข้อมูลที่ใช้จะเลือกมาวิเคราะห์เป็นบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่ม SET 50 และใช้ข้อมูลรายวันต่อเนื่องห้าปี ผลการศึกษาสามารถใช้เป็นแนวทางสำหรับนักลงทุนรู้พฤติกรรมและรู้จังหวะในการเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผล เพื่อประกอบการพิจารณาตัดสินใจในการลงทุนในหุ้นกลุ่มดังกล่าว ซึ่งถือเป็นหุ้นกลุ่มที่มีน้ำหนักและภาพรวมที่สำคัญของตลาด

บททวนวรรณกรรม

มีงานวิจัยหลายชิ้นที่ได้ทำการศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนที่มีต่อราคาหุ้น โดยมีทั้งงานศึกษาที่ใช้แบบจำลองเศรษฐมิติ เช่น งานศึกษาของ อภิวัฒน์ (2543) และ รุจา นัยนารถ (2553) และมีการศึกษาที่ไม่ใช่แบบจำลองเศรษฐมิติ ตัวอย่างเช่น กิตติกร สุพรพัฒนา (2552); สรพงษ์ พงศ์วรามิตรชัย (2552) และ ศาสฎย์ บุญเฉลียว (2550)

สำหรับงานศึกษาที่ใช้แบบจำลองเศรษฐมิติเป็นดังนี้ อภิวัฒน์ สุริยเดชสกุล (2543) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหลักทรัพย์กับอัตราเงินปันผล โดยมีการทดสอบความนิ่งและความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว ในการศึกษาครั้งนี้ใช้ข้อมูลรายปีตั้งแต่ปี 2518 - 2542 ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพในระยะยาวและยังพบว่าดัชนีราคาหลักทรัพย์ย้อนหลังไป 1 ช่วงเวลา และอัตราเงินปันผลย้อนหลังไป 1 ช่วงเวลา สามารถใช้ในการคาดคะเนดัชนีราคาหลักทรัพย์ในปัจจุบันได้อย่างมีนัยสำคัญ และรุจา นัยนารถ (2553) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับการจ่ายเงินปันผล โดยใช้ข้อมูลทุดิถีภูมิของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 50 ที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างน้อย 1 ครั้งต่อปี โดยใช้ราคาปิดหลักทรัพย์เฉลี่ยก่อนวันขึ้นเครื่องหมาย XD 7 วันทำการ และข้อมูลราคาปิดหลักทรัพย์ ณ วันขึ้นเครื่องหมาย XD โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาแบ่งเป็น 3 ช่วง ๆ ละ 4 ปี คือข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2537 - 2540 ซึ่งเป็นข้อมูลช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจในไทย ข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2545 - 2548 เป็นช่วงเศรษฐกิจไทยกำลังรุ่งเรือง และข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2549 - 2552 ซึ่งเป็นข้อมูลช่วงเกิดวิกฤตเศรษฐกิจที่สหรัฐอเมริกา โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลของแต่ละช่วง โดยใช้วิธีวิเคราะห์ความถดถอยเชิงเส้นอย่างง่าย ผลการศึกษาของทั้ง 3 ช่วง พบว่าในช่วงก่อนเกิดวิกฤตเศรษฐกิจที่ไทยปี 2537 - 2540 และช่วงที่เกิดวิกฤตเศรษฐกิจที่สหรัฐอเมริกาปี 2549 - 2552 ข้อมูลราคาหลักทรัพย์กับการจ่าย

เงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์กัน แต่ช่วงเศรษฐกิจไทยรุ่งเรืองปี 2545 – 2548 พบว่าราคาหลักทรัพย์กับการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กัน

สำหรับงานศึกษาที่ไม่ได้ใช้แบบจำลองเศรษฐกิจเป็นดังนี้ ศาสฎย์ บุญเฉลียว (2550) ศึกษาถึงความสัมพันธ์นโยบายการจ่ายเงินปันผลกับราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในวันประกาศจ่ายเงินปันผลและในวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปัน ผลการศึกษาพบว่า การจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในช่วงวันประกาศจ่าย เงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ โดยราคาหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้นเมื่อมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือ เท่ากับครั้งก่อนและราคาหลักทรัพย์จะลดลงเมื่อประกาศจ่ายเงินปันผลลดลง งานวิจัยของ กิตติกร สุพรพัฒนา (2552) ได้ศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ต่อการขึ้น เครื่องหมาย XD และการเปลี่ยนแปลงของมูลค่าเงินปันผลด้วยการทดสอบความแตกต่างกันของ ราคาปิดเฉลี่ย 5 วันของหุ้นก่อน และหลังการขึ้นเครื่องหมาย XD (รวมมูลค่าเงินปันผล) ของ หลักทรัพย์ในกลุ่ม SET 50 ด้วยวิธีการ Pair t- test ผลการศึกษาพบว่า ราคาปิดเฉลี่ย 5 วัน ของหุ้นก่อน และหลังการขึ้นเครื่องหมาย XD ไม่มีความแตกต่างกัน ไม่ว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผล 1 รอบต่อปี หรือ 2 รอบต่อปี แม้แต่การพิจารณาถึงความเปลี่ยนแปลงมูลค่าเงินปันผลเปรียบ เทียบระหว่างปีปัจจุบัน กับปีก่อนหน้า ก็ได้ผลการทดสอบเช่นเดียวกัน เว้นแต่กรณีการจ่าย เงินปันผลลดลง ของกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผล 2 รอบต่อปี พบว่าราคาปิดเฉลี่ย 5 วันก่อนขึ้น เครื่องหมาย XD มีค่าน้อยกว่าราคาปิดเฉลี่ย 5 วันหลังขึ้นเครื่องหมาย XD อย่างมีนัยสำคัญ ทางสถิติ

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของสรพงษ์ พงศ์วรามิตรชัย (2552) ที่ใช้ใช้วิธีการศึกษาแบบ Event Study Methodology โดยนำข้อมูลประกาศจ่ายเงินปันผลและผลการดำเนินงาน รายปีประจำปี 2549 และ 2550 มาศึกษาถึงผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลที่มีผลต่ออัตรา ผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการ ศึกษาของงานนี้แบ่งเป็นสองส่วน ส่วนแรกศึกษาถึงการประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อ อัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติหรือไม่ แต่เนื่องจากช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลก็จะมี การประกาศผลการดำเนินงานออกมาด้วย จึงต้องศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศผลการดำเนินงานร่วมด้วย ส่วนที่สองเป็นการศึกษาถึงผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลและผลการ ดำเนินงานว่ามีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนหรือไม่ ผลการศึกษาพบว่าเมื่อพิจารณาเฉพาะ ปัจจัยการประกาศจ่ายเงินปันผล เมื่อบริษัทได้มีการประกาศจ่ายเงินปันผลออกมา กลุ่มตัวอย่าง ทุกกลุ่มจะมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวก และเมื่อพิจารณาการประกาศจ่ายเงินปันผล และผลการดำเนินงาน ในกลุ่มที่ประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นและมีกำไรเพิ่มขึ้น กลุ่มที่ประกาศ

จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นแต่มีกำไรต่อหุ้นที่ลดลง มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวก กลุ่มที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลเท่าเดิมและมีกำไรเพิ่มขึ้นมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นบวก แต่ถ้ามีผลการดำเนินงานลดลงก็มีอัตราผลตอบแทนผิดปกติเฉลี่ยเป็นลบ ส่วนกลุ่มที่ได้ประกาศจ่ายปันผลและกำไรลดลงผลที่ได้ อาจเกิดจากการคาดการณ์ในอัตราเงินปันผลจ่ายและผลการดำเนินงานของตลาดจึงมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติเป็นบวกในวันที่ได้ประกาศข่าว ส่วนที่สองในการทดสอบผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลและการประกาศผลการดำเนินงานที่มีต่ออัตราผลตอบแทน เนื่องจากข้อมูลที่มีน้อยทำให้ผลที่ได้จากการทดสอบมีความขัดแย้งเกิดขึ้น จึงไม่สามารถสรุปผลในส่วนนี้ได้

แบบจำลองและข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

Gordon (1960) และ Lintner (1962) ได้เสนอกรอบแนวคิด The Bird in Hand Theory ที่สรุปใจความได้ว่า การจ่ายเงินปันผลจะทำให้มูลค่าหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นมีความพอใจที่จะรับเงินปันผลในขณะนี้มากกว่ากำไรจากราคาหุ้นสามัญที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคต เพราะเงินปันผลในปัจจุบันมีความแน่นอนมากกว่าผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับกลับมาในอนาคต ทั้งนี้เพราะผู้ถือหุ้นไม่แน่ใจว่าจะได้รับเงินสดในอนาคตเท่ากับเงินปันผลที่ได้รับในปัจจุบันหรือไม่ (เปรียบเสมือนการมีนกหนึ่งตัวที่อยู่ในมือย่อมแน่นอนกว่านกสองตัวหรือมากกว่านั้นที่อยู่ในพุ่มไม้)

จากแนวคิดของทฤษฎีนี้สะท้อนว่า ผู้ถือหุ้นจะชอบให้ธุรกิจจ่ายเงินปันผลมากกว่าเก็บไว้เป็นกำไรสะสมเพื่อนำไปลงทุนต่อ กล่าวคือ ถ้ากิจการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงขึ้นราคาหุ้นสามัญจะสูงขึ้น ดังนั้นในงานวิจัยนี้จะใช้แบบจำลองต่อไปนี้ในการศึกษาว่า ผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนที่มีต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น โดยจะพิจารณาทั้งวันก่อนขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผล และวันขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผล (XD) ดังจะแสดงต่อไปนี้

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BXD_{it} + \beta_2 XD_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

โดยที่ P_{it} คือ ราคาของหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน i ณ เวลา t
 BXD_{it} คือ ตัวแปรหุ่นมีค่าเท่ากับ 1 ถ้าเป็นวันก่อนขึ้นเครื่องหมายประกาศจ่ายเงินปันผล จำนวน 7 วัน ของบริษัทจดทะเบียน i และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อเป็นวันอื่น ๆ
 XD_{it} คือตัวแปรหุ่นมีค่าเท่ากับ 1 ถ้าเป็น ณ วันที่ขึ้นเครื่องหมายประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน i และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อเป็นวันอื่น ๆ

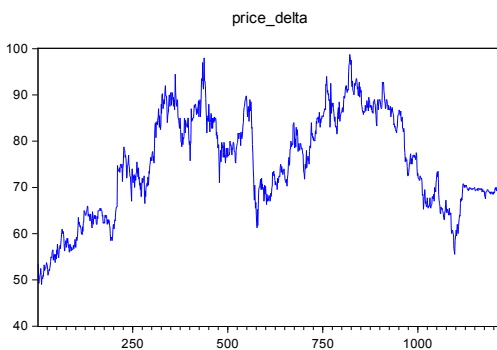
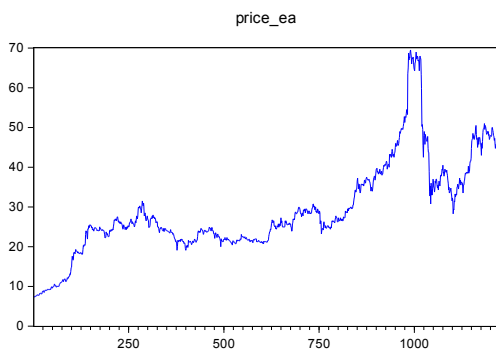
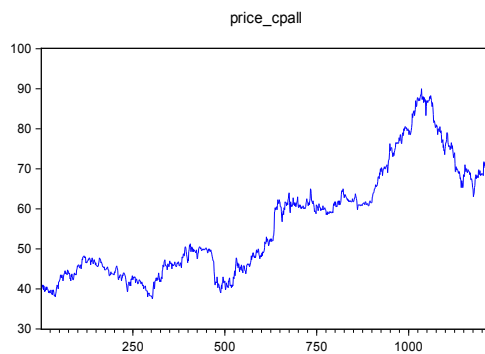
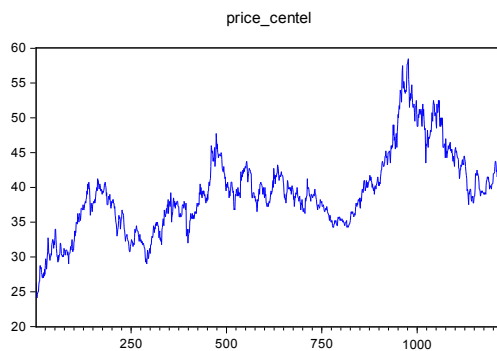
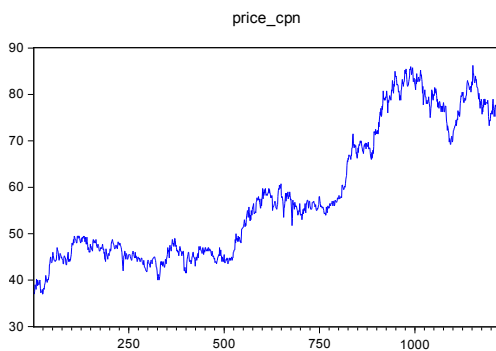
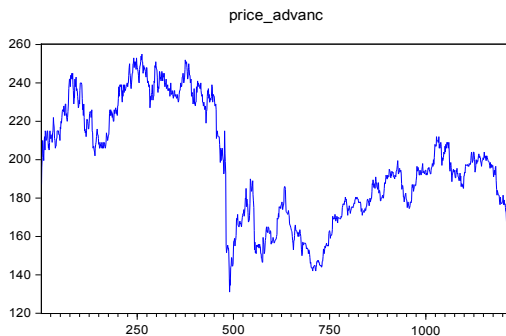
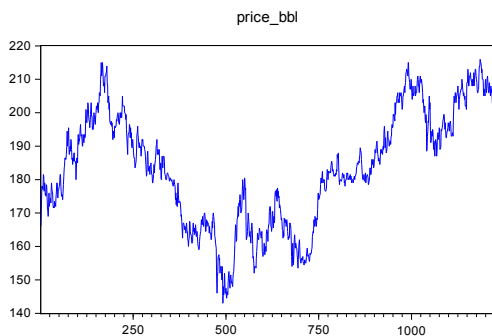
ε_{it} คือตัวแปรสุ่มคลาดเคลื่อนของบริษัทจดทะเบียน i ณ เวลา t

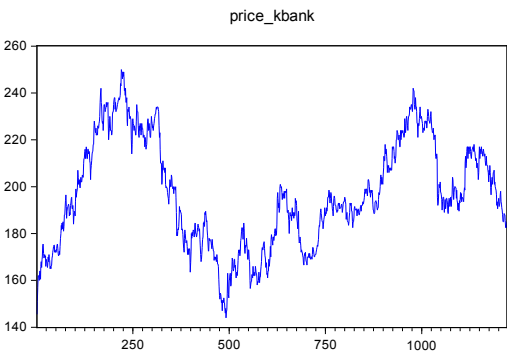
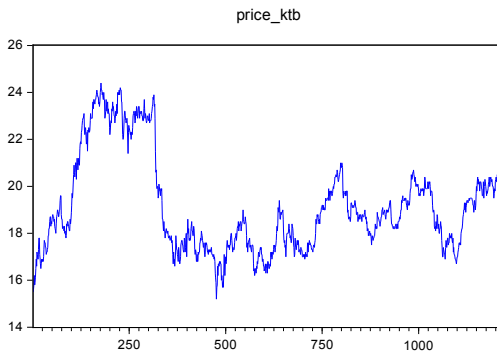
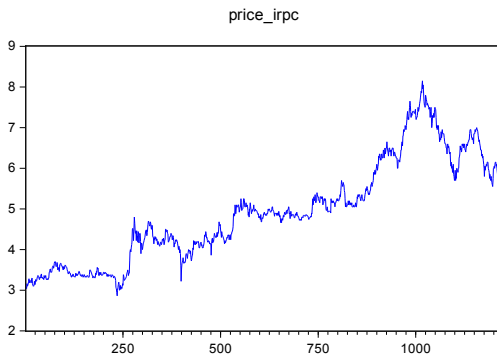
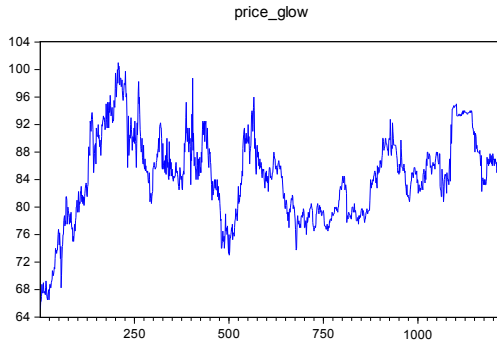
งานวิจัยนี้คาดการณ์ว่า $\beta_1 > 0$ เนื่องจากหากนักลงทุนทราบว่าบริษัทจดทะเบียนหนึ่งจะมีการจ่ายเงินปันผล จะทำให้มีความต้องการหุ้นในบริษัทนั้นเพิ่มขึ้น ราคาหุ้นในบริษัทจะเพิ่มสูงขึ้น และคาดว่า $\beta_2 < 0$ เนื่องจากในวันที่บริษัทจดทะเบียนประกาศจ่ายเงินปันผล (ขึ้นเครื่องหมาย XD) นักลงทุนที่ต้องการเงินปันผลจะไม่ซื้อหุ้นในช่วงเวลาดังกล่าว เนื่องจากไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผล ความต้องการซื้อหุ้นในบริษัทนั้นลดลง และราคาหุ้นลดลง

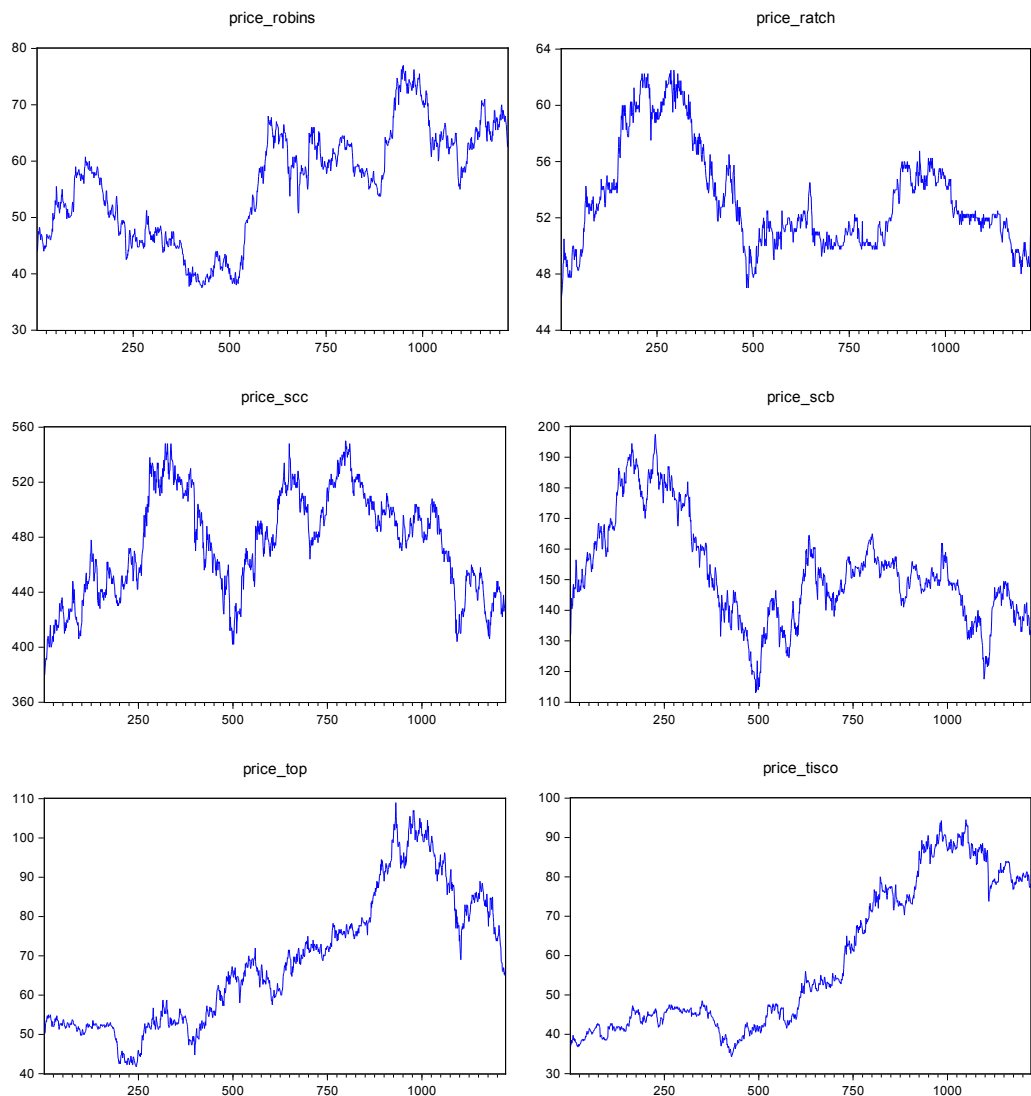
งานวิจัยชิ้นนี้จะใช้ข้อมูลราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนที่เป็นราคาปิดรายวัน ตั้งแต่วันแรกที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ของปี พ.ศ. 2557 ถึงปี พ.ศ. 2561 รวมทั้งสิ้น 1,221 วันโดยข้อมูลที่ได้นำมาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อศึกษาถึงผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีต่อราคาหุ้น ทำให้งานศึกษานี้ ต้องรวบรวมข้อมูลราคาหุ้นจากบริษัทจดทะเบียนภายใต้เงื่อนไขสองข้อดังนี้ เงื่อนไขแรกคือ ต้องเป็นราคาปิดจากบริษัทจดทะเบียนที่ถูกจัดอยู่ในกลุ่ม SET 50 และมีการประกาศจ่ายเงินปันผลในระหว่างปี พ.ศ. 2557 ถึงปี พ.ศ. 2561 เงื่อนไขที่สองคือ ไม่มีเหตุการณ์อื่นที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา เช่น การแตกหุ้น การเพิ่มทุนจดทะเบียน การลดทุนจดทะเบียน จากเงื่อนไขทั้งสองนี้ ทำให้มีบริษัทจดทะเบียนมาใช้ในการศึกษาจำนวน 22 บริษัท (ดูตารางที่ 1) ข้อมูลราคาปิดของบริษัททั้ง 22 แห่งนี้จะรวบรวมจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งแสดงในรูปที่ 1

ตารางที่ 1 รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จำนวน 22 บริษัทที่นำมาใช้ในงานวิจัย

ลำดับ	หลักทรัพย์	ชื่อย่อหลักทรัพย์
1.	บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	ADVANC
2.	ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	BBL
3.	บริษัท โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์ จำกัด (มหาชน)	BH
4.	บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน)	CENTEL
5.	บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)	CPALL
6.	บริษัท เซ็นทรัลพัฒนา จำกัด (มหาชน)	CPN
7.	บริษัท เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	DELTA
8.	บริษัท พลังงานบริสุทธิ์ จำกัด (มหาชน)	EA
9.	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	EGCO
10.	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)	GLOW
11.	บริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	INTUCH
12.	บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน)	IRPC
13.	ธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)	KBANK
14.	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	KTB
15.	บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	PTTEP
16.	บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	PTTGC
17.	บริษัท ราช กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	RATCH
18.	บริษัท โรบินสัน จำกัด (มหาชน)	ROBINS
19.	ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)	SCB
20.	บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)	SCC
21.	บริษัท ทิสโก้ไฟแนนเชียลกรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	TISCO
22.	บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	TOP







ผลการวิจัย

งานวิจัยนี้จะใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของหุ้นทั้ง 22 บริษัทมาใช้กับแบบจำลอง ARIMA (Autoregressive Integrated Moving Average) เพื่อประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการที่ (1) ดังนั้นข้อมูลราคาปิดรายวันจะถูกทดสอบเบื้องต้นก่อนว่ามีความนิ่ง (Stationary) หรือไม่ โดยจะใช้วิธีทดสอบ ADF (Augmented-Dickey Fuller) หากพบว่าข้อมูลราคาปิดรายวันของหุ้นใดไม่มีความนิ่ง จะทำการทำผลต่าง (Differencing) จนกว่าจะได้ข้อมูลที่มีความนิ่ง ผลการทดสอบความนิ่งแสดงได้ดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบความนิ่งในราคาปิดของหุ้นบริษัทจดทะเบียน 22 แห่ง

ราคาปิดของ หลักทรัพย์	รูปแบบสมการที่ใช้ ทดสอบความนิ่ง [†]	Lag ที่เหมาะสม	ADF Test (P-value)	ข้อสรุป
ADVANC	Intercept	0	-1.760 (0.401)	ไม่มีความนิ่ง
ΔADVANC	None	3	-19.682 (0.000)***	มีความนิ่ง
BBL	Intercept	2	-1.858 (0.353)	ไม่มีความนิ่ง
ΔBBL	None	1	-27.390 (0.000)***	มีความนิ่ง
BH	Intercept	2	-2.502 (0.115)	ไม่มีความนิ่ง
ΔBH	None	1	-28.285 (0.000)***	มีความนิ่ง
CENTEL	Intercept	1	-2.858 (0.051)*	มีความนิ่ง
CPALL	Intercept	0	-1.111 (0.714)	ไม่มีความนิ่ง
ΔCPALL	None	0	-35.943 (0.000)***	มีความนิ่ง
CPN	Intercept	1	-1.183 (0.684)	ไม่มีความนิ่ง
ΔCPN	None	0	-38.661 (0.000)***	มีความนิ่ง
DELTA	Intercept	2	-2.618 (0.090)*	มีความนิ่ง
EA	Intercept	0	-1.716 (0.423)	ไม่มีความนิ่ง
ΔEA	None	0	-34.893 (0.000)***	มีความนิ่ง

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบความนิ่งในราคาปิดของหุ้นบริษัทจดทะเบียน 22 แห่ง (ต่อ)

ราคาปิดของ หลักทรัพย์	รูปแบบสมการที่ใช้ ทดสอบความนิ่ง ⁺	Lag ที่เหมาะสม	ADF Test (P-value)	ข้อสรุป
EGCO	Intercept	3	-0.938 (0.777)	ไม่มีความนิ่ง
Δ EGCO	None	2	-24.903 (0.000)***	มีความนิ่ง
GLOW	Intercept	1	-3.825 (0.003)***	มีความนิ่ง
INTUCH	Intercept	0	-1.157 (0.695)	ไม่มีความนิ่ง
Δ INTUCH	None	0	-35.326 (0.000)***	มีความนิ่ง
IRPC	Intercept	1	-1.521 (0.523)	ไม่มีความนิ่ง
Δ IRPC	None	0	-37.901 (0.000)***	มีความนิ่ง
KBANK	Intercept	2	-2.444 (0.130)	ไม่มีความนิ่ง
Δ KBANK	None	1	-26.735 (0.000)***	มีความนิ่ง
KTB	Intercept	0	-2.543 (0.106)	ไม่มีความนิ่ง
Δ KTB	None	0	-36.534 (0.000)***	มีความนิ่ง
PTTEP	Intercept	0	-1.612 (0.476)	ไม่มีความนิ่ง
Δ PTTEP	None	0	-35.329 (0.000)***	มีความนิ่ง
PTTGC	Intercept	0	-1.812 (0.375)	ไม่มีความนิ่ง

ตารางที่ 2 ผลการทดสอบความนิ่งในราคาปิดของหุ้นบริษัทจดทะเบียน 22 แห่ง (ต่อ)

ราคาปิดของ หลักทรัพย์	รูปแบบสมการที่ใช้ ทดสอบความนิ่ง [†]	Lag ที่เหมาะสม	ADF Test (P-value)	ข้อสรุป
ΔPTTGC	None	0	-37.058 (0.000)***	มีความนิ่ง
RATCH	Intercept	1	-2.454 (0.127)	ไม่มีความนิ่ง
ΔRATCH	None	0	-41.356 (0.000)***	มีความนิ่ง
ROBINS	Intercept	0	-1.850 (0.356)	ไม่มีความนิ่ง
ΔROBINS	None	0	-34.186 (0.000)***	มีความนิ่ง
SCB	Intercept	0	-2.234 (0.194)	ไม่มีความนิ่ง
ΔSCB	None	0	-34.751 (0.000)***	มีความนิ่ง
SCC	Intercept	0	-3.139 (0.024)**	มีความนิ่ง
TISCO	Intercept	0	-0.969 (0.766)	ไม่มีความนิ่ง
ΔTISCO	None	2	-23.537 (0.000)***	มีความนิ่ง
TOP	Intercept	1	-1.396 (0.585)	ไม่มีความนิ่ง
ΔTOP	None	0	-39.078 (0.000)***	มีความนิ่ง

หมายเหตุ ***, **, * หมายถึงมีนัยสำคัญที่ร้อยละ 1, 5, 10 ตามลำดับ

[†] รูปแบบสมการที่ใช้ทดสอบความนิ่งด้วยวิธี ADF เป็นดังนี้

$$\text{None: } \Delta X_t = \gamma X_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} c_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$\text{Intercept: } \Delta X_t = \beta_0 + \gamma X_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} c_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$\text{Intercept and Trend: } \Delta X_t = \beta_0 + \beta_1 t + \gamma X_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} c_i \Delta X_{t-i} + \varepsilon_t$$

โดยที่ p คือค่าความล่าช้าที่เหมาะสม กล่าวคือเป็นค่าที่ทำให้ SIC (Schwarz Information Criterion) ของสมการที่ใช้ทดสอบความนิ่งด้วยวิธี ADF มีค่าต่ำสุด

จากผลการทดสอบความนิ่งด้วยวิธี ADF ทำให้เราสรุปได้ว่าข้อมูลราคาปิดของหุ้นในบริษัทจดทะเบียนที่มีคุณสมบัติเป็น Integrated of Order 0 หรือ $I(0)$ 2 มีจำนวนสี่บริษัท ได้แก่ CENTEL, DELTA, GLOW และ SCC ส่วนข้อมูลราคาปิดของบริษัทจดทะเบียนที่เหลือมีคุณสมบัติเป็น Integrated of Order 1 หรือ $I(1)$ 3

ดังนั้น ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ตามสมการที่ (1) จะใช้แบบจำลอง Box-Jenkins กล่าวคือจะใช้แบบจำลอง Autoregressive Moving Average ลำดับที่ p และ q หรือ $ARMA(p,q)$ กับตัวแปร CENTEL, DELTA, GLOW และ SCC และจะใช้แบบจำลอง Autoregressive Integrated Moving Average ลำดับที่ p , d และ q หรือ $ARIMA(p, d, q)$ กับตัวแปรอื่น ๆ ที่เหลือ โดยงานศึกษานี้จะเลือกใช้ลำดับ p , q ที่มีนัยสำคัญและทำให้แบบจำลองไม่มี Autocorrelation ส่วน $d = 1$ จะใช้สำหรับตัวแปรที่เป็น $I(1)$ ผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้แสดงได้ดังตารางที่ 3 ดังนี้

ตารางที่ 3 การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในสมการที่ (1) ด้วยแบบจำลอง Box-Jenkins

ตัวแปร	แบบจำลอง Box-Jenkins ที่ใช้	ค่า สปส. BXD (P-value)	ค่า สปส.XD (P-value)
$\Delta ADVANC$	AR(9)	0.188 (0.641)	-2.113 (0.000)***
ΔBBL	AR(2),AR(4),MA(4)	0.428 (0.054)*	-0.666 (0.012)*
ΔBH	AR(1 TO 10), MA(1 TO 11)	0.214 (0.459)	0.344 (0.471)
CENTEL	AR(1),MA(1)	0.325 (0.536)	-0.195 (0.714)
$\Delta CPALL$	AR(4),AR(6)	0.142 (0.339)	-0.050 (0.787)
ΔCPN	AR(1 TO 6), MA(1 TO 12)	-0.032 (0.823)	-0.321 (0.056)*

²หมายถึงตัวแปรที่ข้อมูลราคาปิดรายวันที่เก็บมามีความนิ่ง

³หมายถึงตัวแปรที่ข้อมูลราคาปิดรายวันที่เก็บมาไม่มีความนิ่ง แต่ผลต่างลำดับที่หนึ่งของข้อมูลจะมีความนิ่ง

ตารางที่ 3 การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในสมการที่ (1) ด้วยแบบจำลอง Box-Jenkins (ต่อ)

ตัวแปร	แบบจำลอง Box-Jenkins ที่ใช้	ค่า สปส. BXD (P-value)	ค่า สปส.XD (P-value)
DELTA	AR(1),MA(1)	1.445 (0.000)***	-0.403 (0.260)
ΔEA	AR(1 TO 10), MA(1 TO 7)	-0.165 (0.315)	-0.023 (0.934)
ΔEGCO	AR(1 TO 9), MA(1 TO 7)	0.319 (0.141)	-1.088 (0.000)***
GLOW	AR(1 TO 5), MA(1 TO 5)	1.220 (0.000)***	-0.838 (0.007)***
ΔINTUCH	AR(4),AR(9)	-0.096 (0.512)	-0.764 (0.000)***
ΔIRPC	AR(2),AR(3),AR(6),MA(3),MA(6)	0.036 (0.003)***	-0.033 (0.033)**
ΔKBANK	AR(2 TO 4), MA(2 TO 3)	0.085 (0.770)	-0.203 (0.614)
ΔKTB	AR(1 TO 9), MA(1 TO 8)	0.004 (0.944)	-0.419 (0.000)***
ΔPTTEP	AR(1 TO 10), MA(1 TO 10)	0.307 (0.081)	-0.421 (0.237)
ΔPTTGC	AR(1),AR(3 TO 8), MA(1), MA(3 TO 5),MA(7)	0.331 (0.011)**	-0.364 (0.073)*
ΔRATCH	AR(1)	0.045 (0.444)	-0.323 (0.000)***
ΔROBINS	AR(1),AR(5),AR(9),MA(1),MA(9)	0.102 (0.505)	-0.387 (0.066)*
ΔSCB	AR(1),AR(4),MA(1),MA(4)	0.149 (0.556)	-1.042 (0.001)***

ตารางที่ 3 การประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในสมการที่ (1) ด้วยแบบจำลอง Box-Jenkins (ต่อ)

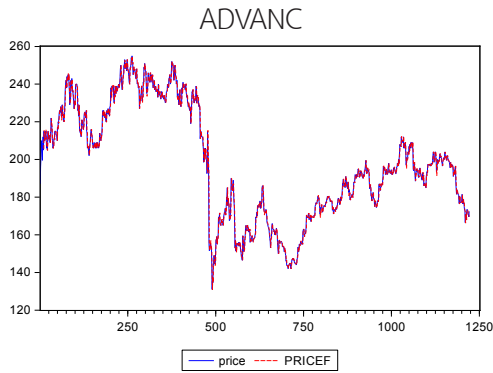
ตัวแปร	แบบจำลอง Box-Jenkins ที่ใช้	ค่า สปส. BXD (P-value)	ค่า สปส.XD (P-value)
SCC	AR(1),AR(3 TO 6),MA(3),MA(5)	2.157 (0.170)	-0.488 (0.740)
Δ TISCO	AR(1 TO 5),AR(7), MA(1 TO 4)	0.146 (0.332)	-0.863 (0.000)***
Δ TOP	AR(1),AR(9)	0.061 (0.687)	-0.165 (0.339)

หมายเหตุ ***, **, * หมายถึงมีนัยสำคัญที่ร้อยละ 1, 5, 10 ตามลำดับ

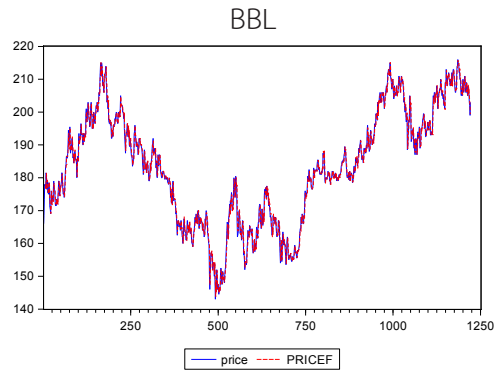
จากตารางที่ 3 เราพบว่า วันก่อนขึ้นเครื่องหมายประกาศเงินปันผลจำนวนเจ็ดวัน (BXD) ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นให้เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญของบริษัทจดทะเบียนจำนวน 5 แห่ง ได้แก่ BBL, DELTA, GLOW, IRPC, PTTGC และพบว่า ณ วันที่ขึ้นเครื่องหมายประกาศจ่ายเงินปันผล (XD) ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นให้ลดลงอย่างมีนัยสำคัญของบริษัทจดทะเบียนจำนวน 13 แห่ง ได้แก่ ADVANC, BBL, CPN, EGCO, GLOW, INTUCH, IRPC, KTB, PTTGC, RATCH, ROBINS, SCB และ TISCO

งานวิจัยนี้ ได้นำผลการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของสมการที่ (1) ด้วยแบบจำลอง Box-Jenkins ดังแสดงในตารางที่ 3 มาใช้พยากรณ์ราคาหุ้นปิดของบริษัทจดทะเบียนทั้ง 22 แห่ง ซึ่งผลการพยากรณ์ภายในช่วงเวลาที่เก็บข้อมูลมาตั้งแต่วันแรกที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ของปีพ.ศ.2557 ถึงปี พ.ศ. 2561 แสดงได้ดังรูปที่ 2 ซึ่งจะเห็นว่า ค่าพยากรณ์ราคาหุ้นปิดด้วยแบบจำลอง Box-Jenkins มีค่าใกล้เคียงกับราคาหุ้นปิด โดยค่า MAPE ที่สูงที่สุดมีค่าเท่ากับ 1.804% (EA) และ MAPE ที่ต่ำที่สุดมีค่าเท่ากับ 0.685% (RATCH) นั่นคือการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยแบบจำลอง Box-Jenkins มีความน่าเชื่อถือ

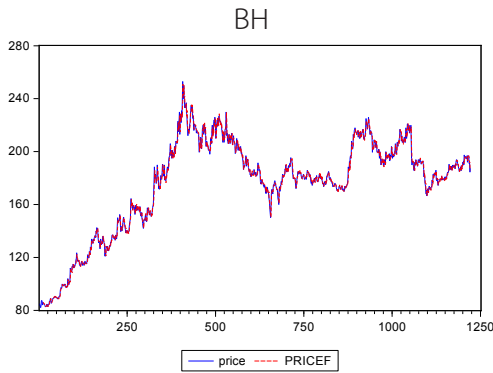
รูปที่ 2 ค่าพยากรณ์ราคาปิดหุ้นของบริษัทจดทะเบียน 22
แห่งเทียบกับราคาปิดหุ้นในช่วงปี พ.ศ. 2557-2561



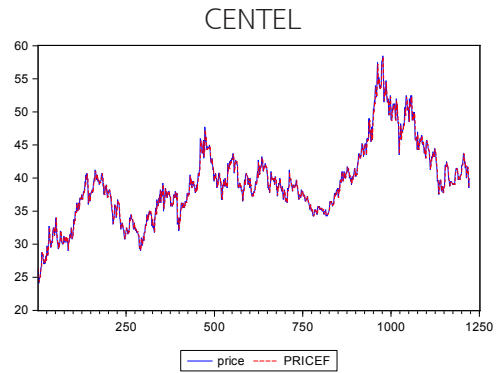
MAPE = 1.056%



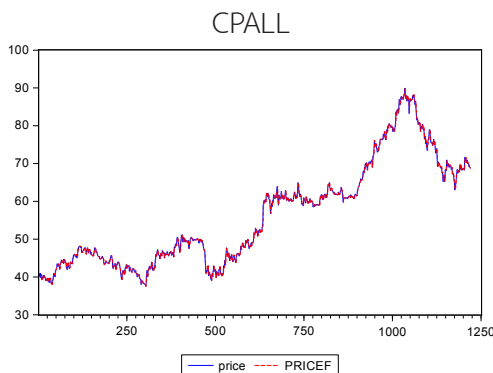
MAPE = 0.868%



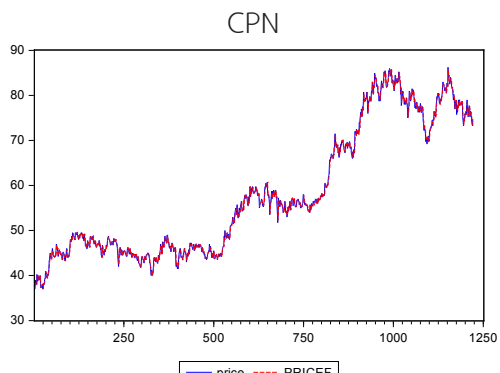
MAPE = 1.247%



MAPE = 1.460%



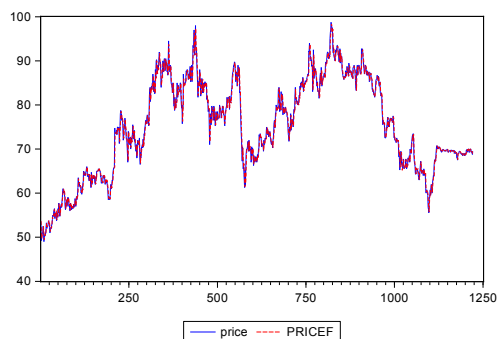
MAPE = 0.981%



MAPE = 1.127%

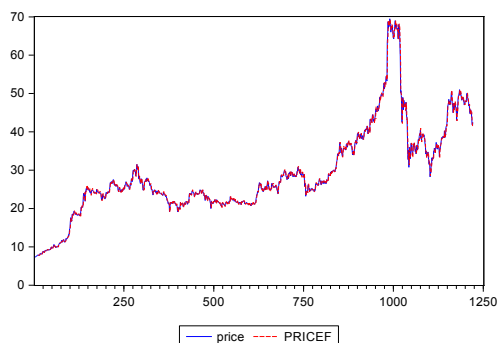
รูปที่ 2 (ต่อ)

DELTA



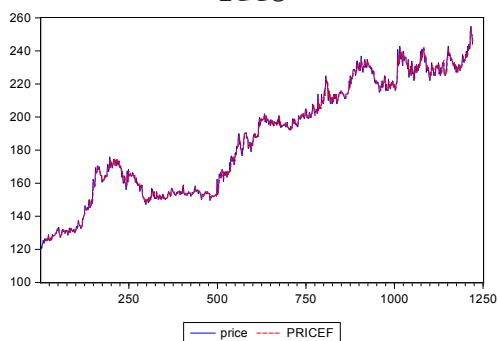
MAPE = 1.366%

EA



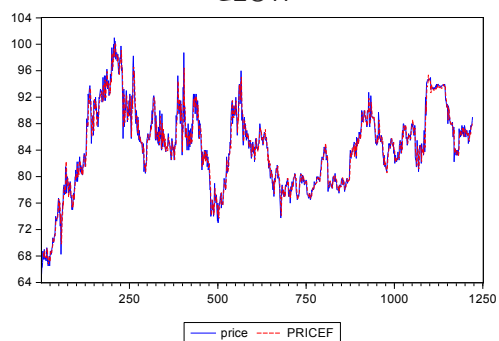
MAPE = 1.804%

EGCO



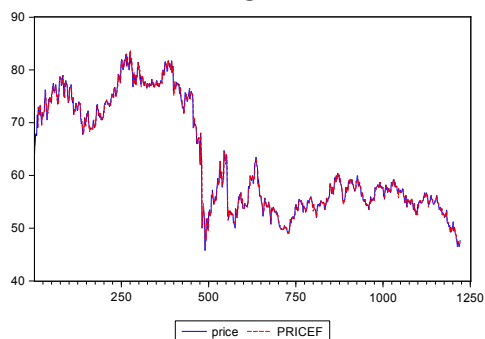
MAPE = 0.804%

GLOW



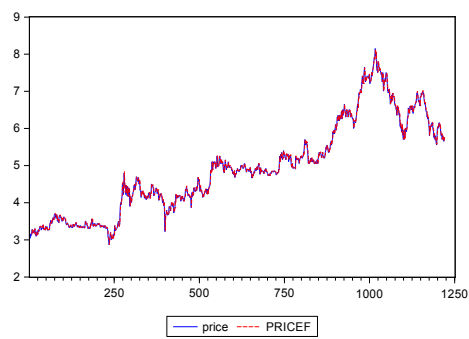
MAPE = 1.088%

INTUCH



MAPE = 0.902%

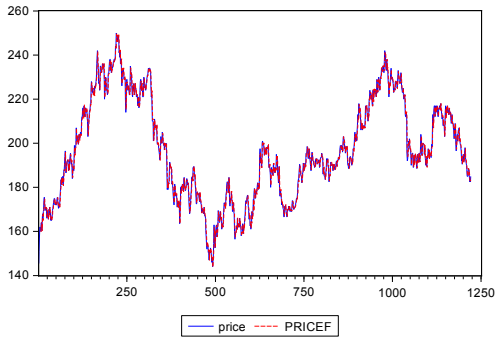
IRPC



MAPE = 01.275%

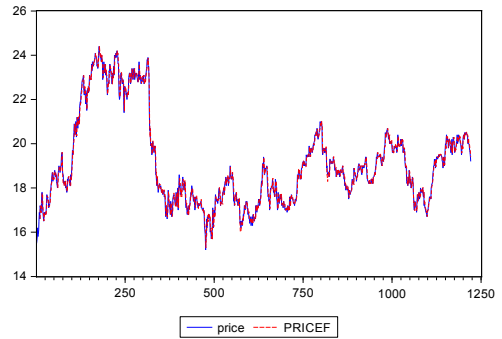
รูปที่ 2 (ต่อ)

KBANK



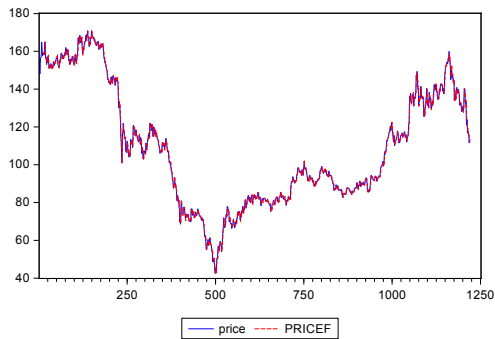
MAPE = 1.092%

KTB



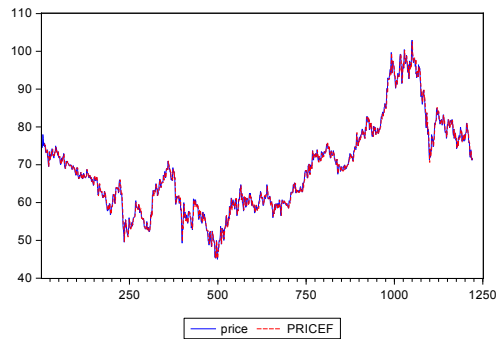
MAPE = 0.973%

PTTEP



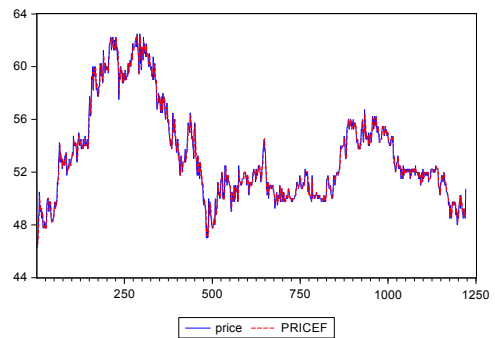
MAPE = 1.442%

PTTGC



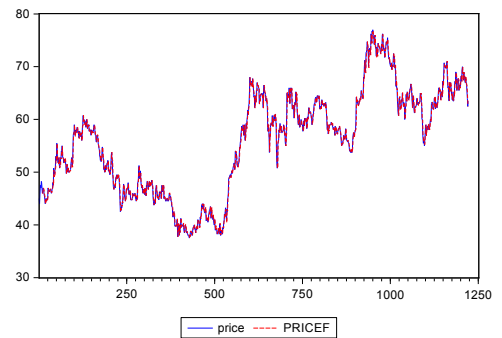
MAPE = 1.281%

RATCH



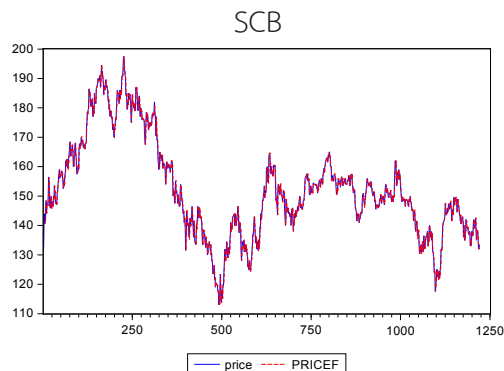
MAPE = 0.689%

ROBINS

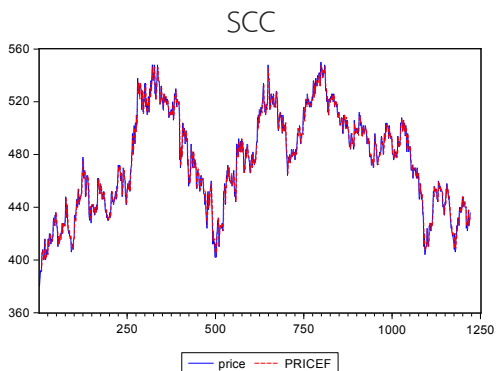


MAPE = 1.298%

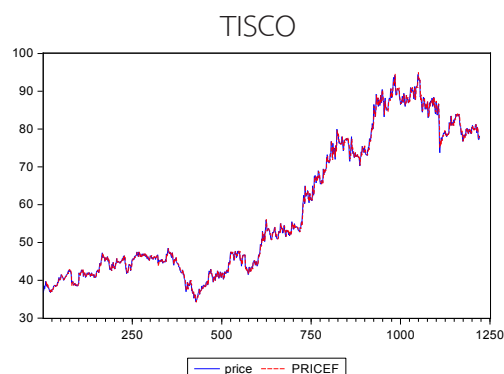
รูปที่ 2 (ต่อ)



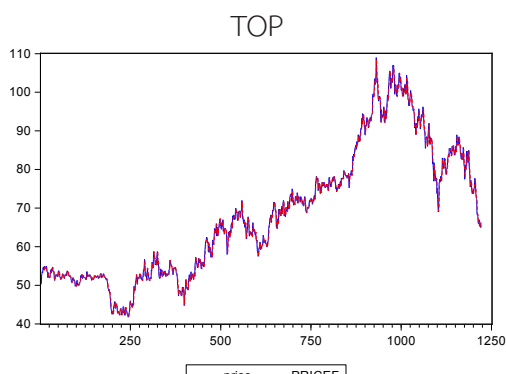
MAPE = 1.063%



MAPE = 0.897%



MAPE = 1.094%



MAPE = 1.306%

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยชิ้นนี้ ต้องการศึกษาลักษณะของการจ่ายเงินปันผลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ในบริษัทจดทะเบียน โดยจะศึกษาทั้งผลกระทบของระยะเวลาก่อนการขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผลจำนวนเจ็ดวัน และผลกระทบของระยะเวลา ณ วันที่ขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผล โดยใช้ข้อมูลราคาหุ้นปิดของบริษัทจดทะเบียนจำนวน 22 แห่ง ตั้งแต่วันแรกที่มีการซื้อขายหลักทรัพย์ของปี พ.ศ. 2557 ถึงปี พ.ศ. 2561 รวมทั้งสิ้น 1,221 วัน วิธีการศึกษาจะใช้แบบจำลอง Box-Jenkins ในการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ ผลการศึกษาพบว่า ในช่วงระยะเวลาก่อนการขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผลจำนวนเจ็ดวันส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจำนวน 5 แห่ง และในช่วง ณ เวลาที่ขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงอย่างมีนัยสำคัญจำนวน 13 แห่ง และเราสามารถแบ่งผลกระทบออกเป็นสามกลุ่มดังนี้ **กลุ่มที่ 1:** หลักทรัพย์

ที่วันก่อนขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผล มีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นได้แก่ DELTA ดังนั้นนักลงทุนที่เก็งกำไรอาจวางแผนที่จะขายหุ้นในช่วงเวลานี้ **กลุ่มที่ 2:** หลักทรัพย์ที่ ณ วันขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผล มีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงได้แก่ ADVANC, CPN, EGCO, INTUCH, KTB, RATCH, ROBINS, SCB และ TISCO ดังนั้นนักลงทุนอาจจะทำการซื้อหุ้นดังกล่าว ในช่วงเวลาที่มีขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผล และ**กลุ่มที่ 3:** หลักทรัพย์ที่วันก่อนขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผล มีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นและ ณ วันขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผล มีผลทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงได้แก่ BBL, GLOW, IRPC และ PTTGC ดังนั้นนักลงทุนอาจทำการขายหุ้นดังกล่าวในช่วงเวลาก่อนที่มีการขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผล แล้วทำการซื้อ ณ ช่วงเวลาที่มีการขึ้นเครื่องหมายจ่ายเงินปันผล

เอกสารอ้างอิง

- กิตติกร สุพรพัฒนา. (2552). การเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ต่อการขึ้นเครื่องหมาย XD และ การเปลี่ยนแปลงของมูลค่าเงินปันผล: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนกลุ่ม SET 50 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ภูมิฐาน รังकुณวัฒน์. (2558). เศรษฐมิติเบื้องต้น. พิมพ์ครั้งที่ 4. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ภูมิฐาน รังकुณวัฒน์. (2556). ทฤษฎีเศรษฐศาสตร์มหภาค. พิมพ์ครั้งที่ 1. สำนักพิมพ์แห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- รุจา นัยนารถ. (2553). ความสัมพันธ์ระหว่างราคาหลักทรัพย์กับการจ่ายเงินปันผล. การค้นคว้าอิสระ ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- ศาสัญญ์ บุญเฉลียว. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผลกับราคาหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยเชียงใหม่.
- สรพงษ์ พงศ์วรามิตรชัย. (2552). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระ ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- อภิวัฒน์ สุริยเดชสกุล. (2543). ความสัมพันธ์ระหว่างดัชนีราคาหลักทรัพย์กับอัตราเงินปันผล. วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยรามคำแหง.

- Gordon, M.J. (1960). Security and a financial theory of investment. **The Quarterly Journal of Economics**, 74(3), 472-492.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review of Economics and Statistics**, 44(3), 243-269.