

เงินปันผลและผลตอบแทนของกลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

Dividends and Returns of Momentum Investing Strategies in Market for
Alternative Investment

ดิศราพร ดวงวงษา* และสิริเกียรติ รัชชुकานติ**

บทคัดย่อ

การศึกษาในครั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนด้วยกลยุทธ์โมเมนตัมในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ ภายใต้เงื่อนไขการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกัน ได้แก่ กลยุทธ์โมเมนตัมแบบปกติ (Normal) กลยุทธ์โมเมนตัมในกรณีที่บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลคงที่ (Maintenance) และกลยุทธ์โมเมนตัมในกรณีที่บริษัทมีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ซึ่งแบ่งเป็น 2 กรณีย่อย ได้แก่ 1) กลยุทธ์โมเมนตัมในกรณีที่ Winners จ่ายเงินปันผลเพิ่ม และ Losers จ่ายเงินปันผลลดลง (Increase–Decrease I) และ 2) กลยุทธ์โมเมนตัมในกรณีที่ Winners มีการจ่ายเงินปันผลลด และ Losers มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่ม (Increase–Decrease II) ผลการศึกษาพบว่า กลยุทธ์โมเมนตัมแบบปกติ (Normal) สามารถให้อัตราผลตอบแทน 11.60% ต่อเดือนและเมื่อพิจารณาจากกลยุทธ์โมเมนตัมร่วมกับการจ่ายเงินปันผล พบว่าการใช้กลยุทธ์โมเมนตัม Increase–Decrease II ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ให้อัตราผลตอบแทนถึง 26.60% ต่อเดือน ผลการศึกษาดังกล่าวสนับสนุนข้อสมมติฐานที่ว่านักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มองว่าการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดเล็กที่มีการเติบโตสูงไม่ได้เป็นผลดี เนื่องจากควรนำเงินไปลงทุนต่อเพื่อขยายกิจการมากกว่า

ABSTRACT

The objective of this study is to study the return rate of the investment using the Momentum trading strategies in The Market for Alternative Investment (mai) under the various conditions of dividend payment, including normal momentum strategy, momentum strategy with fixed dividend (Maintenance), and momentum strategy with non-fixed dividend which can be divided into 2 subcategories as following. 1) Winners case or the momentum strategy that the security portfolio with the high return rate trend in the past is created by increasing dividend payment and Losers case or the momentum strategy that the security portfolio with low return rate trend in the past is created by decreasing dividends (Increase–Decrease I) and 2) Winners case or the momentum strategy that the security portfolio with the high return rate trend in the past is created by decreasing dividend payment and Losers case or the momentum strategy that the security portfolio with low return rate trend in the past is created by

* นักศึกษาหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** รองศาสตราจารย์ อาจารย์ประจำภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

increasing dividends (Increase–Decrease II). The result show that the normal momentum strategy earn the profit up to 11.6% per month in the mai. Considering the momentum strategy conditional on the dividend payments, the Winners with decreased dividends and the Losers with increased dividends (Increase–Decrease II) can going up to 26.60% per month. The results confirm the assumption that the mai traders, which mostly trade small sized companies with high growth, expect these firms to invest more instead of paying out the dividends business than spending in dividends to the traders.

บทนำ

นักลงทุนสามารถเลือกใช้กลยุทธ์การลงทุน โดยใช้พื้นฐานและปัจจัยทางเทคนิค นอกจากนั้นกลยุทธ์หนึ่งที่ได้รับ ความนิยมในต่างประเทศซึ่งในประเทศไทยยังไม่ถูกนำมาใช้มากนัก คือ กลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัม Jegadeesh and Titman (1993) ได้ศึกษากลยุทธ์การลงทุนแบบโมเมนตัมซึ่งตั้งอยู่บนพื้นฐานความไม่มีประสิทธิภาพของตลาด โดยเชื่อว่า หุ่นที่ให้ผลตอบแทนสูงในอดีตจะมีแนวโน้มและให้ผลตอบแทนที่สูงต่อไปในอนาคต ในทางตรงกันข้ามหุ่นที่ให้ผลตอบแทน ต่ำในอดีตก็จะเคลื่อนไหวอย่างมีแนวโน้มและให้ผลตอบแทนที่ต่ำต่อไปในอนาคต ทำให้ผู้ศึกษาเกิดความสนใจเกี่ยวกับการ นำกลยุทธ์แบบโมเมนตัมมาใช้ในการลงทุน ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยมีเงินปันผลเป็นตัวกำหนด ในประเทศไทย วิชญ เจริญศิริวัฒน์ (2555) ทำการศึกษากำไรแบบโมเมนตัมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและการส่งสัญญาณเงิน ปันผล และพบว่าสามารถกลยุทธ์ดังกล่าวสามารถสร้างกำไรเกินปกติสำเร็จ ทางผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาในตลาด หลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เนื่องจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กับตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้มีความแตกต่างกัน ในหลายๆ ด้าน โดยเฉพาะตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ นั้นเป็นตลาดหลักทรัพย์สำหรับวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม ที่มีการเติบโตสูง และที่มีแนวโน้มการเติบโตในอนาคต เน้นการทำตลาดเชิงรุก ไม่ว่าจะเป็น อุตสาหกรรมด้านสุขภาพ อาหาร เทคโนโลยี ท่องเที่ยว สื่อ โลจิสติก กลุ่มพลังงาน และพลังงานทดแทน จากความแตกต่างข้างต้นล้วนเป็นประเด็นที่ น่าสนใจว่าจะทำให้ผลการทดสอบการลงทุนแบบโมเมนตัมโดยใช้เงินปันผลเป็นเกณฑ์กำหนดมีผลลัพธ์อย่างไร

แนวคิดและทฤษฎี

วิชญ เจริญศิริวัฒน์ (2555) กล่าวว่ากลยุทธ์โมเมนตัมแบบ Winners ที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และ Losers ที่จ่ายเงินปันผลลดลง ให้ผลตอบแทนเกินปกติได้ดีที่สุด โดยใช้การเปลี่ยนแปลงเงินปันผลเป็นตัวแทน กล่าวคือ กลุ่ม Winners หากมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นก็จะส่งผลที่ดีต่อไปในอนาคต ตรงกันข้ามกลุ่ม Losers หากมีการลดเงิน ปันผล ก็จะมีส่งผลให้บริษัทมีอัตราผลตอบแทนที่ต่ำไปด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Asem (2009) ที่ได้ผลการศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลและ Price Momentum ว่าสามารถทำกำไรส่วนเกินหากมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มในกลุ่ม หลักทรัพย์ที่มีผลตอบแทนที่สูงในอดีต และลดเงินปันผลที่มีผลตอบแทนที่ต่ำในอดีต

วิจัยของ Miller and Rock (1985) มีการศึกษาทฤษฎี Dividend Signaling และแบ่งนักลงทุนออกเป็น สองกลุ่ม คือ กลุ่มที่มองโลกในแง่ดี กล่าวคือ หากบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น นักลงทุนจะมองว่าบริษัทก็น่าจะต้องมี

ผลประกอบการ และกำไรมากขึ้นตาม แต่กลุ่มที่สองเป็นกลุ่มที่มองโลกในแง่ไม่ดี กล่าวคือ หากบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น นักลงทุนกลับมองว่าการจ่ายเงินปันผลไม่ได้เป็นผลดี เนื่องจากบริษัทนั้นควรจะนำเงินไปลงทุนต่อเพื่อขยายกิจการให้บริษัทเติบโตมากกว่า สอดคล้องกับการศึกษาของ Andres, Betzer, Den Bonngrrm, Haesner and Theissen (2013) ที่แสดงให้เห็นว่านักลงทุนไม่สนับสนุนการจ่ายเงินปันผล

วิธีการดำเนินการวิจัย

ขอบเขตการศึกษา

การศึกษานี้เป็นการศึกษาการลงทุนแบบด้วยกลยุทธ์โมเมนตัมในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ด้วยการประมาณอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน (Jensen's Alpha) ตามแนวทางของ Jagadeesh and Titman (1993) และตัวแบบ 3 ปัจจัย (Three Factor Model) ของ Fama and French (1993) โดยทำการศึกษากลยุทธ์โมเมนตัมให้ใน 3 ลักษณะ ได้แก่ 1) กลยุทธ์โมเมนตัมแบบปกติ (Normal) 2) กลยุทธ์โมเมนตัมแบบจ่ายเงินปันผลคงที่ (Maintenance) และ 3) กลยุทธ์โมเมนตัมแบบจ่ายเพิ่ม และลดเงินปันผล (Increase–Decrease) โดยแบ่งเป็น 2 กรณีย่อย ได้แก่ กลยุทธ์โมเมนตัมแบบ Winners การจ่ายเงินปันผลเพิ่ม และ Losers การจ่ายเงินปันผลลด (Increase–Decrease I) และกลยุทธ์โมเมนตัมแบบ Winners การจ่ายเงินปันผลลด และ Losers การจ่ายเงินปันผลเพิ่ม (Increase–Decrease II)

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษานี้ใช้ข้อมูล อัตราผลตอบแทนรายเดือน (Monthly Returns) ราคาหุ้น (Stock Prices) มูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) เงินปันผลต่อหุ้น (Dividend per Share) มูลค่าทางบัญชี (Market to Book) และดัชนีตลาด เอ็ม เอ ไอ (mai Index) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART และฐานข้อมูล Bloomberg ตั้งแต่เดือนมกราคม 2553 ถึงเดือนธันวาคม 2557 และอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง (Risk Free Rate) จากสมาคมตลาดตราสารหนี้ไทย (ThaiBMA)

วิธีเก็บรวบรวมข้อมูล

ขั้นตอนที่ 1 การสร้างกลุ่มหลักทรัพย์

1. กลยุทธ์โมเมนตัมปกติ (Normal) คือ อัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Winners มากกว่า อัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Losers อัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์โมเมนตัม คือ อัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Winners หักด้วยอัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Losers
2. กลยุทธ์โมเมนตัมในกรณีจ่ายเงินปันผลคงที่ (Maintenance) คือ อัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Winners ที่มีการจ่ายเงินปันผลคงที่หักด้วยอัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Losers ที่มีการจ่ายเงินปันผลคงที่
3. กลยุทธ์โมเมนตัมในกรณีจ่ายเพิ่ม และลดเงินปันผล (Increase–Decrease) แบ่งได้เป็น 2 แบบ ได้แก่
 - กลยุทธ์โมเมนตัมแบบ Winners จ่ายเงินปันผลเพิ่ม และ Losers จ่ายเงินปันผลลดลง

(Increase–Decrease I) คือ อัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Winners ที่เพิ่มการจ่ายเงินปันผลหักด้วยอัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Losers ที่ลดการจ่ายเงินปันผล

- กลยุทธ์โมเมนตัมแบบ Winners คือ อัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Winners ที่ลดการจ่ายเงินปันผลหักด้วยอัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Losers ที่เพิ่มการจ่ายเงินปันผล

ขั้นตอนที่ 2 การหาอัตราผลตอบแทนของกลุ่มหลักทรัพย์

ขั้นตอนนี้เป็นการสร้างกลุ่มหลักทรัพย์ทั้งหมด 6 กลุ่มตามวิธีของ Fama–French Three Factor Model ทำการแบ่งหลักทรัพย์ออกเป็น 2 กลุ่ม คือ กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตามราคาตลาดต่ำจัดเป็นกลุ่ม Small (S) และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูงจัดเป็นกลุ่ม Big (B) และอัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ (B/M ratio) สามารถเรียงลำดับบริษัทโดยแบ่งเป็น 3 ส่วน คือ หลักทรัพย์ที่มีมูลค่าหลักทรัพย์ตามบัญชีต่อมูลค่าตลาด 30% ต่ำสุดจัดเป็นกลุ่ม Low (L) ต่อมาอีก 40% จัดเป็นกลุ่ม Medium (M) และ 30% สูงสุดจัดเป็นกลุ่ม High (H) ได้แก่ S/L group, S/M group, S/H group, B/L group, B/M group และ B/H group

เมื่อแบ่งกลุ่มหลักทรัพย์ 6 กลุ่มแล้ว จะทำการหาค่าของ SMB_t หรือ ผลต่างพรีเมียมระหว่างหุ้นขนาดเล็กและใหญ่ และหาค่าของ HML_t หรือผลต่างพรีเมียมระหว่าง High Book-to-market และ Low Book-to-market โดยมีวิธีคำนวณ คือ $SMB = 1/3 * (S/L + S/M + S/H) - 1/3 * (B/L + B/M + B/H)$ และ $HML = 1/2 * (S/H + B/H) - 1/2 * (S/L + B/L)$

ขั้นตอนที่ 3 การหาค่าสัมประสิทธิ์ Jensen's Alpha โดยใช้ Fama–French Three Factor Model (1993) เมื่อได้ค่าของ SMB และ HML แล้วให้นำมาเข้าสู่สมการ เพื่อหาค่าสัมประสิทธิ์ Jensen's Alpha ในกลุ่มของ Winners และ Losers และตามกลยุทธ์โมเมนตัมในแต่ละแบบโดยวิธี Fama–French Three Factor Model (1993) คือ

$$(R_{i,t} - R_{f,t}) = \alpha + \beta_1(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_2(SMB_t) + \beta_3(HML_t)$$

การตั้งสมมติฐาน

1) กลยุทธ์โมเมนตัมแบบปกติ (Normal) ตั้งสมมติฐานว่าอัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Winners มากกว่าอัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Losers

H_1 : อัตราผลตอบแทนส่วนเกินจากการลงทุนด้วยกลยุทธ์โมเมนตัมแบบปกติ มากกว่าศูนย์

2) กลยุทธ์โมเมนตัมในกรณีจ่ายเงินปันผลคงที่ (Maintenance) ตั้งสมมติฐานว่าอัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Winners ที่จ่ายเงินปันผล น้อยกว่าอัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Losers ที่จ่ายเงินปันผล

H_2 : ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในกรณี Winners ที่รักษาการจ่ายเงินปันผลคงที่ และอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในกรณี Losers ที่รักษาการจ่ายเงินปันผลคงที่ น้อยกว่าศูนย์

3) กลยุทธ์โมเมนตัมในกรณีที่มีการจ่ายเพิ่ม และลดเงินปันผล (Increase–Decrease)

- กลยุทธ์โมเมนตัมในกรณี Winners มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่ม และกลยุทธ์โมเมนตัมในกรณี Losers มีการจ่ายเงินปันผลลด (Increase–Decrease I) ตั้งสมมติฐานว่าอัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Winners ที่จ่ายเงินปันผลเพิ่ม มากกว่า อัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Losers ที่ลดเงินปันผล

H_3 : ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน ในกรณี Winners จ่ายเงินปันผลเพิ่ม และอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน ในกรณี Losers จ่ายเงินปันผลลด มากกว่าศูนย์

- กลยุทธ์โมเมนตัมในกรณีที่ Winners มีการจ่ายเงินปันผลลด และกลยุทธ์โมเมนตัมในกรณีที่ Losers มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่ม (Increase–Decrease II) ตั้งสมมติฐานว่าอัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Winners ที่จ่ายเงินปันผลลดมากกว่า อัตราผลตอบแทนของกลุ่ม Losers ที่เพิ่มเงินปันผล

H_{3A} : ผลต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน ในกรณี Winners จ่ายเงินปันผลลด และอัตราผลตอบแทนส่วนเกิน ในกรณี Losers จ่ายเงินปันผลเพิ่ม มากกว่าศูนย์

ผลการศึกษา การอภิปรายผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

กลยุทธ์แบบที่ 1 กลยุทธ์โมเมนตัมปกติ (Normal) พบว่า เปอร์เซ็นไทล์ที่ 10, 20 และ 30 มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนวิธีแบบไม่ถ่วงน้ำหนัก (Value–Weighted) ในเปอร์เซ็นไทล์ที่ 20 และเปอร์เซ็นไทล์ที่ 3

มีค่าเป็นบวก และมีนัยสำคัญทางสถิติ

กลยุทธ์แบบที่ 2 กลยุทธ์โมเมนตัมที่มีการจ่าย เงินปันผลคงที่ (Maintenance) พบว่า ในเปอร์เซ็นไทล์ที่ 10, 20 และ 30 มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก และมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะเปอร์เซ็นไทล์ที่ 10 เท่านั้น ทั้งวิธีแบบถ่วงน้ำหนัก (Equally–Weighted) และด้วยวิธีแบบไม่ถ่วงน้ำหนัก (Value–Weighted)

กลยุทธ์แบบที่ 3 กลยุทธ์โมเมนตัมที่มีการจ่ายเพิ่ม และลดเงินปันผล (Increase–Decrease) ซึ่งแบ่งได้เป็น 2 แบบ ได้แก่ กลยุทธ์โมเมนตัมที่ Winners มีการจ่ายเพิ่ม และ Losers ลดเงินปันผล (Increase–Decrease I) พบว่า ในเปอร์เซ็นไทล์ที่ 10, 20 และ 30 มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ และมีนัยสำคัญทางสถิติเฉพาะเปอร์เซ็นไทล์ที่ 10 เท่านั้น ทั้งด้วยวิธีแบบไม่ถ่วงน้ำหนัก (Value–Weighted) และถ่วงน้ำหนัก (Equally–Weighted) และกลยุทธ์โมเมนตัมที่ Winners มีการจ่ายลด และ Losers เพิ่มเงินปันผล (Increase–Decrease II) พบว่า ในเปอร์เซ็นไทล์ที่ 10, 20 และ 30 มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ด้วยวิธีแบบไม่ถ่วงน้ำหนัก (Value–Weighted) และมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 1 แสดงค่าสัมประสิทธิ์ โดยใช้ Fama–French three factor model (1993) ของกลยุทธ์โมเมนตัมแบบปกติ (Normal) โดยแบ่งตามเปอร์เซ็นไทล์ที่ 10, 20 และ 30 และตามการคิดคำนวณแบบถ่วง และไม่ถ่วงน้ำหนัก

Momentum	Coefficient	Percentile 10		Percentile 20		Percentile 30	
		EQ	VW	EQ	VW	EQ	VW
Normal	α	0.002	0.016	0.004	0.116**	0.004	0.092**
		(0.247)	(0.250)	(0.771)	(2.205)	(1.093)	(2.388)

* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1, ** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05,*** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตารางที่ 2 แสดงค่าสัมประสิทธิ์ โดยใช้ Fama–French three factor model (1993) ของกลยุทธ์โมเมนตัมในกรณีที่จ่ายเงินปันผลคงที่ (Maintenance) โดยแบ่งตามเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 10, 20 และ 30 และตามการคิดคำนวณแบบถ่วงและไม่ถ่วงน้ำหนัก

Momentum	Coefficient	Percentile 10		Percentile 20		Percentile 30	
		EQ	VW	EQ	VW	EQ	VW
Maintenance	α	0.026***	0.189***	0.007	0.104	0.001	0.053
		(2.946)	(2.764)	(0.669)	(1.641)	(0.139)	(0.799)

* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1, ** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, *** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตารางที่ 31 แสดงค่าสัมประสิทธิ์ โดยใช้ Fama–French three factor model (1993) ของกลยุทธ์โมเมนตัมในกรณีที่เงินปันผลเพิ่ม และลด (Increase–Decrease I) โดยแบ่งตามเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 10, 20 และ 30 และตามการคิดคำนวณแบบถ่วง และไม่ถ่วงน้ำหนัก

Momentum	Coefficient	Percentile 10		Percentile 20		Percentile 30	
		EQ	VW	EQ	VW	EQ	VW
Increase –Decrease I	α	-0.067***	-0.438***	-0.022	-0.149	-0.01	-0.007
		(2.950)	(2.790)	(-0.992)	(-1.143)	(-1.120)	(-0.087)

* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1, ** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, *** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

ตารางที่ 4 แสดงค่าสัมประสิทธิ์ โดยใช้ Fama–French three factor model (1993) ของกลยุทธ์โมเมนตัมในกรณีที่จ่ายเงินปันผลเพิ่ม และลด (Increase–Decrease II) โดยแบ่งตามเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 10, 20 และ 30 และตามการคิดคำนวณแบบถ่วง และไม่ถ่วงน้ำหนัก

Momentum	Coefficient	Percentile 10		Percentile 20		Percentile 30	
		EQ	VW	EQ	VW	EQ	VW
Increase –Decrease II	α	0.033	0.266**	0.008	0.120*	0.006	0.093*
		(1.654)	(2.065)	(0.849)	(1.862)	(0.715)	(1.87)

* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.1, ** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, *** นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

อภิปรายผลการศึกษา

กลยุทธ์แบบที่ 1 กลยุทธ์โมเมนตัมปกติ (Normal) สามารถทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนส่วนเกินในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้ การศึกษาที่สนับสนุน คือ Jegadeesh and Titman (1993) ที่กล่าวว่า การทำกลยุทธ์แบบโมเมนตัม ซึ่งซื้อหุ้นที่มีความแข็งแกร่ง และขายหุ้นที่มีความอ่อนแอ ในแต่ละช่วงเวลาพร้อมๆกัน จะทำให้เกิดกำไรส่วนเกินได้ประมาณ 1 % ต่อเดือน สอดคล้องงานของ วิชญ์ เจริญศิริวัฒน์ (2555) ได้กล่าวว่า นักลงทุนตัดสินใจอยู่บนอารมณ์ และเหตุผลที่แตกต่างกันออกไป จึงทำให้เกิดการทำกำไรเกินปกติในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้

กลยุทธ์แบบที่ 2 กลยุทธ์โมเมนตัมที่มีการจ่ายเงินปันผลคงที่ (Maintenance) ไม่สามารถทำกำไรได้ เนื่องจากอัตราผลตอบแทนผิดปกติของ Winners ที่คงเงินปันผลมากกว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติของ Losers ที่คงเงินปันผล ดังนั้นการคงเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จึงไม่มีผลต่อนักลงทุน ชัดแย้งกับงานวิจัยของ Asem (2009) ที่ได้กล่าวว่า การประกาศคงเงินปันผลในบริษัทของกลุ่มหลักทรัพย์ที่ผลตอบแทนต่ำ นั้นจะส่งสัญญาณที่ดีต่อตลาด เนื่องจากคาดว่า การลดลงกำไรของบริษัทนั้นจะไม่มีคามยั่งยืน หรือกล่าวได้ว่า หากคงเงินปันผลในหุ้นกลุ่ม Losers นั้นจะให้อัตราผลตอบแทนผิดปกติที่มากกว่ากลุ่ม Winners

กลยุทธ์แบบที่ 3 กลยุทธ์โมเมนตัมที่มีการจ่ายเพิ่ม และลดเงินปันผล (Increase–Decrease) ซึ่งแบ่งได้เป็น 2 แบบ ได้แก่

- กลยุทธ์โมเมนตัมที่ Winners มีการจ่ายเพิ่ม และ Losers ลดเงินปันผล (Increase–Decrease I) ไม่สามารถทำกำไรเกินปกติได้ สอดคล้องกับงานวิจัยของ De Angleo et al. (1996) ที่กล่าวว่าผู้บริหารนั้นคาดการณ์ผลตอบแทนในอนาคตสูงเกินไป หรือยึดติดกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างกำไรในอนาคตและการจ่ายเงินปันผลถึงแม้บริษัทจะมีผลกำไรมากขึ้นก็ไม่สามารถส่งผลให้เงินปันผลเพิ่มขึ้นได้ หรือในทางตรงกันข้ามหากบริษัทมีผลขาดทุนก็ไม่ได้บอกว่าจำนวนการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจะลดลงไป โดย Benarzi et al. (1997) พบว่าหากบริษัทใดที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลจะส่งผลทำให้กำไรในอนาคตน้อยกว่าบริษัทที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงเงินปันผล

- กลยุทธ์โมเมนตัมที่ Winners มีการจ่ายลด และ Losers เพิ่มเงินปันผล (Increase–Decrease II) สอดคล้องงานวิจัยของ Miller and Rock (1985) ได้มีการศึกษาทฤษฎี Dividend signaling ว่าการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงนั้นจะเป็นการส่งสัญญาณของบริษัท แบ่งออกได้เป็น สอง กลุ่ม คือ กลุ่มที่มองโลกในแง่ดี กล่าวคือ หากบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น นักลงทุนจะมองว่าบริษัทก็น่าจะต้องมีผลประกอบการ และกำไรมากขึ้นตาม แต่กลุ่มที่สองเป็นกลุ่มที่มองโลกในแง่ไม่ดี กล่าวคือ หากบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น นักลงทุนกลับมองว่าการจ่ายเงินปันผลไม่ได้เป็นผลดี บริษัทนั้นควรจะนำเงินไปลงทุนต่อเพื่อขยายกิจการให้บริษัทเติบโตมากกว่า และการศึกษาของ Benarzi et al. (1997) และ Grullon et al. (2005) ที่ได้กล่าวว่า บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลนั้น นักลงทุนไม่ชอบที่จะให้บริษัทนั้นมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น เนื่องจากจะทำให้ไปลดเงินที่บริษัทจะสามารถนำเงินส่วนนั้นไปใช้เพื่อขยายการลงทุน ซึ่งตามผลการวิจัยของทั้งสอง ได้แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลนั้น ทำให้กำไรในอนาคตน้อยกว่า บริษัทที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงเงินปันผล เช่นเดียวกับการศึกษาของ Andres, Betzer, Bonngrm, Christian Haesner and Theissen (2013) ที่แสดงให้เห็นว่านักลงทุนไม่สนับสนุนการจ่ายเงินปันผล

ข้อเสนอแนะ

ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารั้งต่อไป

1) การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่เดือนมกราคม 2553 ถึงเดือนธันวาคม 2557 ดังนั้นควรขยายผลการศึกษาโดยการใช้ข้อมูลย้อนหลังที่มากกว่า 5 ปี เพื่อเปรียบเทียบว่ามีความเหมือนหรือแตกต่างกับการศึกษาในครั้งนี้

ข้อเสนอแนะสำหรับสำหรับนักลงทุน

1) กลยุทธ์โมเมนตัมปกติ (Normal) และกลยุทธ์โมเมนตัมที่ Winners มีการจ่ายลด และ Losers เพิ่มเงินปันผล (Increase–Decrease II) สามารถทำได้ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยให้อัตราผลตอบแทนส่วนเกินกับนักลงทุน

2) กลยุทธ์โมเมนตัมที่มีการจ่าย เงินปันผลคงที่ (Maintenance) และกลยุทธ์โมเมนตัมที่ Winners มีการจ่ายเพิ่ม และ Losers ลดเงินปันผล (Increase–Decrease I) ไม่สามารถทำในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้ เนื่องจากนักลงทุนในตลาดให้ความสำคัญกับการนำเงินปันผลไปใช้ลงทุนในการขยายกิจการให้เติบโต ดังนั้นกลยุทธ์นี้หากนำไปใช้จะได้อัตราผลตอบแทนที่ลดลง หรือขาดทุนนั่นเอง

บรรณานุกรม

วิชญ์ เจริญศิริวัฒน์. (2555). การส่งสัญญาณเงินปันผลและกำไรแบบโมเมนตัมในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *งานประชุมวิชาการบัณฑิตศึกษาระดับชาติ ปีที่ 2556*, 3, 330–352.

Andres, C., Betzer, A., Den Bonngrrm, I., Haesner, C. & Theissen, E. (2013). *Journal of Business Finance & Accounting*, 40(5–6), 620–645.

Asem, E. (2009). Dividends and price momentum. *Journal of Banking and Finance*, 33, 486–494.

Benartzi, S., Roni, M. & Richard, T. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past. *Journal of Finance*, 52, 1007–1034.

De Angelo, H., De Angelo, L. & Skinner, D. J. (1996). Reversal of fortune: Dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Finance Economics*, 40, 71–341.

Grullon, G., Michaely, R., Benazi, S. & Thaler R. H. (2005). Dividends changes do not signal changes in future profitability. *Journal of Business*, 78, 1659–1682.

Miller, M. & Rock, K. (1961). Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051.