

เงินปันผล ข้อมูลสมมาตร และความขัดแย้งระหว่างตัวแทน:
การศึกษาเปรียบเทียบนโยบายการจ่ายเงินปันผลระหว่าง บริษัทไทย และ สหรัฐอเมริกา



นาย ประทาน อัจฉรวรรณ

สถาบันวิทยบริการ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2545

ISBN 974-17-3179-5

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

DIVIDEND, ASYMMETRIC INFORMATION, AND AGENCY CONFLICTS:
A COMPARATIVE STUDY OF THE DIVIDEND POLICIES OF
THAI AND U.S. FIRMS



Mr. PRATAN ATCHARAWAN

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Science in Finance

Department of Banking and Finance
Faculty of Commerce and Accountancy
Chulalongkorn University

Academic Year 2002

ISBN 974-17-3179-5

หัวข้อวิทยานิพนธ์ เงินปันผล ข้อมูลสมมาตร และ ความขัดแย้งระหว่างตัวแทน: การศึกษาเปรียบเทียบนโยบายการจ่ายเงินปันผลระหว่าง บริษัทไทย และ สหรัฐอเมริกา

โดย นายประธาน อัจฉราวรรณ

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน

อาจารย์ที่ปรึกษา ผศ. ดร. สันติ ธิรพัฒน์

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้แก่นักวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรบัณฑิต

.....คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการ
บัญชี
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิรัช อภิเมธีธำรง)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิรัช อภิเมธีธำรง)

..... อาจารย์ที่ปรึกษา
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สันติ ธิรพัฒน์)

..... กรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร.โสติสร มัลลิกะมาส)

สถาบันวิจัยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประทาน อัจฉรวรรณ : เงินปันผล ข้อมูลอสมมาตร และความขัดแย้งระหว่างตัวแทน: การศึกษาเปรียบเทียบนโยบายการจ่ายเงินปันผลระหว่าง บริษัทไทย และ สหรัฐอเมริกา (DIVIDEND, ASYMMETRIC INFORMATION, AND AGENCY CONFLICTS: A COMPARATIVE STUDY OF THE DIVIDEND POLICIES OF THAI AND U.S. FIRMS) อ. ที่ปรึกษา: ผศ. ดร. สันติ ธิรพัฒน์, 57 หน้า. ISBN 974-17-3179-5.

การศึกษานี้เป็นการเปรียบเทียบนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทสหรัฐอเมริกา และ ไทย โดยข้อมูลบริษัทไทยจะทำการแบ่งออกเป็น บริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระ ซึ่งในการศึกษาจะทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ที่มีผลต่อราคาหุ้น รวมถึงความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล เพื่อใช้ในการวัดระดับปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล และปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ตามลำดับ และ การศึกษาจะใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกาที่มีรายชื่ออยู่ใน S&P 500 และบริษัท ไทยที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2533-2543

ผลการทดสอบพบว่าตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้คือ บริษัทของไทย โดยเฉพาะบริษัทใน ครอบครัวจะมีปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล และปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นน้อยกว่าบริษัทในสหรัฐอเมริกา โดยปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล และปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น จะส่งผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล จากการทดสอบบริษัทในไทยพบว่าราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงเนื่องจากจากการงดจ่ายเงินปันผล และเริ่มจ่ายเงินปันผล จะมีค่าน้อยกว่าในสหรัฐอเมริกา สำหรับการทดสอบด้วยสมการตัวแปรเดียว แม้ว่าจากการทดสอบหลายตัวแปรพบว่าในสหรัฐอเมริกา ผลการดำเนินงานจะมีผลกระทบต่อราคาหุ้นมากกว่าการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้บริษัท ไทยยังมีการเปลี่ยนแปลงการงดจ่ายเงินปันผล และการลดปริมาณการจ่ายเงินปันผลที่บ่อยกว่าใน สหรัฐอเมริกา รวมทั้งการจ่ายเงินปันผลของไทยยังมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานของบริษัทมากกว่าในสหรัฐอเมริกามาก

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน

ลายมือชื่อนิติ.....

สาขาวิชา การเงิน

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

ปีการศึกษา 2545

4482995826 : MAJOR FINANCE

KEY WORD: INFORMATION ASYMMETRY /AGENCY CONFLICTS/DIVIDEND POLICY

PRATAN ATCHARAWAN:DIVIDEND, ASYMMETRIC INFORMATION, AND AGENCY CONFLICTS: A COMPARATIVE STUDY OF THE DIVIDEND POLICIES OF THAI AND U.S. FIRMS.THESIS ADVISOR: ASST. PROF. SUNTI TIRAPAT, Ph.D., 57 pp. ISBN 974-17-3179-5.

This study compares dividend policies of U.S. and Thai firms, partitioning the Thai data into family and independent firms. This study examines the correlation between dividend changes and stock returns, and the reluctance to change dividends. These correlation between dividend changes and stock returns is used to assess information asymmetry, while the reluctance to change dividend is used to gauge agency conflicts. The focus of this study was all U.S. companies listed in the Standard and Poor's (S&P) 500 and Thai companies listed in the Stock Exchange of Thailand during 1990-2000.

The empirical results were consistent with the joint hypotheses that Thai firms, particularly family firms, face less information asymmetry and fewer agency conflicts than U.S. firms, and these information asymmetries and agency conflicts affect dividend policy. Thai firms experience smaller price reactions to dividend omissions and initiations. The multivariate results for U.S. firms find that earning announcements have a much large price reaction than dividend announcements, Thai firms are less reluctant to omit and cut dividends, and dividends are more responsive to earnings changes.

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Department of Banking and Finance

Field of study Finance

Academic year 2002

Student's signature.....

Advisor's signature.....

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปด้วยดีด้วยความช่วยเหลือของอาจารย์ที่ปรึกษา ผศ. ดร. สันติ ธีรพัฒน์ ผู้ซึ่งให้ความกรุณาแนะนำหัวข้อวิทยานิพนธ์ตลอดจนวิธีการศึกษาการทำวิทยานิพนธ์ นอกจากนี้ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ ผศ. ดร. วิรัช อภิเมธีธำรง คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีและ รศ. ดร. โสติธร มัตถิกะมาศ ผู้ซึ่งเป็นประธานในการสอบวิทยานิพนธ์และกรรมการสอบวิทยานิพนธ์ ที่ช่วยสละเวลาและให้คำแนะนำอันเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อการทำวิทยานิพนธ์

ผู้เขียนขอขอบคุณเพื่อนๆ และ พี่ๆ ร่วมหลักสูตรที่ได้ให้คำแนะนำอันเป็นประโยชน์ และกำลังใจทำให้ผู้เขียนมีแรงใจในการจัดทำวิทยานิพนธ์ และมีความภาคภูมิใจที่ได้มีโอกาสร่วมชั้นเรียนกับเพื่อนๆ และพี่ๆ นอกจากนี้ขอขอบคุณเจ้าหน้าที่ห้องปฏิบัติการทางการเงิน และเจ้าหน้าที่ประจำห้องหลักสูตรทุกท่านที่คอยช่วยเหลือ และประสานงานให้เสร็จลุล่วงไปด้วยดี

สุดท้ายนี้ ผู้เขียนใคร่ขอกราบขอบพระคุณบิดา-มารดา น้องชาย และครอบครัว ซึ่งให้การสนับสนุน และให้กำลังใจตลอดจนความห่วงใยจนผู้เขียนสำเร็จการศึกษา หากวิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใดผู้เขียนขอน้อมรับไว้แต่เพียงผู้เดียว

ประทาน อัจฉรวรรณ

เมษายน 2546

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

หน้า

บทที่	
บทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฌ
1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
1.3 ขอบเขตของการวิจัย.....	4
1.4 คำจำกัดความ.....	4
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย.....	4
1.6 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลงานวิจัย.....	5
2 ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	6
2.1 แนวคิดและผลการทำงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผลที่เป็นการส่งข้อมูล ให้แก่นักลงทุน.....	6
2.2 แนวคิดและผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นเครื่องมือ ในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น.....	8
2.3 การศึกษาในประเทศไทยเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลที่มีผลต่อปัญหาความไม่เท่า เทียมกันทางด้านข้อมูล และทำหน้าที่เป็นกลไกในการตรวจสอบของผู้ถือหุ้น... ..	9
3 ข้อมูลและวิธีดำเนินการวิจัย.....	11
3.1 ข้อมูลที่ใช้วิจัย.....	11
3.2 แบบจำลองและขั้นตอนการวิจัย.....	15
3.3 การทดสอบข้อมูลที่มาพร้อมกับการประกาศจ่ายเงินปันผล.....	16
3.3.1 การทดสอบข้อมูลที่มาจากการจ่ายเงินปันผลด้วยสมการตัวแปรเดียว... ..	17
3.3.2 การทดสอบข้อมูลที่มาจากการจ่ายเงินปันผลด้วยสมการหลายตัวแปร... ..	18
3.4 การทดสอบการจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น... ..	19
3.4.1 การทดสอบการจ่ายเงินปันผลเป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น โดยใช้กระจายของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล.....	19

สารบัญ (ต่อ)

หน้า

บทที่		
	3.4.2	การทดสอบการจ่ายเงินปันผลเป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น โดยใช้ความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล.....20
	3.5	คำจำกัดความตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย.....21
4		ผลการวิจัย.....23
4.1		ผลการการวิจัยการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง.....23
	4.1.1	ผลการวิเคราะห์ข้อมูลที่มากับการประกาศเปลี่ยนแปลง นโยบายการจ่ายเงินปันผลด้วยสมการตัวแปรเดียว.....24
	4.1.2	ผลการวิเคราะห์ข้อมูลที่มากับการประกาศเปลี่ยนแปลง นโยบายการจ่ายเงินปันผลด้วยสมการหลายตัวแปร.....33
4.2		ผลการทดสอบการจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น ทำให้ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ลดลง.....38
	4.2.1	ผลการวิเคราะห์ความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล โดยใช้การกระจายของการเปลี่ยนแปลงจ่ายเงินปันผล.....39
	4.2.2	ผลการวิเคราะห์ความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล โดยใช้ความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล.....43
5		สรุปผลการวิจัย.....45
		รายการอ้างอิง.....47
		ภาคผนวก.....49
		ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....57

สารบัญตาราง

หน้า

ตารางที่

3.1 จำนวนตัวอย่างที่ตรงกับเงื่อนไขที่ใช้ในการทดสอบสำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในประเทศไทย.....	12
3.2 การกระจายของตัวอย่างที่นำมาใช้สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในประเทศไทย ตามช่วงระยะเวลาของข้อมูล และอุตสาหกรรม.....	13
3.3 ข้อมูลบรรยายทางสถิติสำหรับ บริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในไทย.....	14
4.1 ผลการวิเคราะห์ผลตอบแทนที่เนื่องมาจากการประกาศจ่ายเงินปันผล และเริ่มจ่ายเงินปันผล สำหรับบริษัทสหรัฐอเมริกา และบริษัทไทย โดยวิธีการลงทุนแบบซื้อแล้วถือครอง ในช่วงยาว และช่วงสั้น.....	30
4.2 ผลการวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอย สำหรับการทดสอบผลตอบแทนที่ได้จากการงจ่ายเงินปันผล และเริ่มจ่ายเงินปันผล ด้วยสมการหลายตัวแปร.....	36
4.3 การกระจายของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของ บริษัทใน สหรัฐอเมริกา และบริษัทในประเทศไทย ในช่วงปี 2534-2543.....	42
4.4 การทดสอบความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ตามสมการของ Lintner.....	44

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

จากการศึกษาของ Modigliani และ Miller (1958) ได้ระบุเกี่ยวกับแบบจำลองทางการเงิน โดยทั่วไปเกี่ยวกับการตัดสินใจทางการลงทุน การเงิน การจ่ายเงินปันผล เพื่อให้ได้ประโยชน์สูงสุด สมมติฐานเบื้องต้นที่นำมาใช้ในแบบจำลองดังกล่าว คือการที่กำหนดให้มีความสมบูรณ์ของตลาดทุน หมายถึง การที่นักลงทุนภายนอก และผู้บริหารภายในบริษัท มีข้อมูลที่เหมือนกันเกี่ยวกับการดำเนินงานในปัจจุบันของบริษัท และโอกาสทางธุรกิจในอนาคต ซึ่งสมมติฐานของแบบจำลองดังกล่าวไม่น่าจะเหมาะสมนัก

ทำให้ Miller และ Rock (1985) ได้เสนอสมมติฐานเกี่ยวกับความไม่สมบูรณ์ของตลาดทุน คือ การที่ผู้บริหารบริษัทรู้เกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท และอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งโอกาสทางธุรกิจในอนาคต มากกว่านักลงทุนภายนอก โดยจากการศึกษาดังกล่าวระบุได้ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุนภายนอก ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Asymmetric Information) ลดลง

จากเหตุผลของความไม่สมบูรณ์ของตลาด ที่มีผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ทำให้มีผลงานวิจัยต่อมาให้ความสนใจศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล กับผลตอบแทนของราคาหุ้นที่มากกว่าตลาด (Excess Return) เพื่อใช้ในการทดสอบว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Asymmetric Information) นอกจากนี้ยังมีผลงานวิจัยที่สนใจความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผล และผลการดำเนินงาน รวมทั้งศึกษาความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล (Dividend Smoothing) เพื่อใช้ในการทดสอบว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลสามารถช่วยลดปัญหาความขัดแย้งในเรื่องผลประโยชน์ (Agency Conflict) ดังนั้นสามารถจำแนกสาเหตุของความสัมพันธ์ดังกล่าวตามผลงานวิจัยได้ออกเป็นสองแนวทาง

แนวทางแรกได้สนับสนุนแนวคิดที่ว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผล เป็นการลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Asymmetric Information) และปัญหาความขัดแย้งในเรื่องผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น (Agency Conflict) โดย Miller และ Rock (1985) และ John และ Williams (1985) ได้กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการเปิดเผยข้อมูลบางส่วนให้กับนักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Asymmetric Information) ลดลง เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นเป็นการส่งสัญญาณให้แก่ นักลงทุนว่า บริษัทจะมีกำไรที่เพิ่มขึ้นใน

ปัจจุบัน หรือ อนาคต นอกจากนี้ ความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ยังช่วยอธิบายการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอด้วย (Dividend Smoothing) โดยผู้บริหารไม่ต้องการอย่างยิ่งในการลดการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการส่งข้อมูลที่ไม่ดีให้แก่นักลงทุน และไม่ต้องการที่จะเพิ่มการจ่ายเงินปันผล เพราะกลัวที่จะต้องลดการจ่ายเงินปันผลในอนาคต

โดย Easterbrook (1984) ได้ระบุว่า การจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เสมือนเป็นกลไกในการกำกับดูแล ทำให้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนลดลง เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลเป็นการลดปริมาณเงินอิสระ (Free Cash Flow) ของบริษัท ทำให้บริษัทมีความจำเป็นต้องกู้ยืมเงินจากตลาดเงิน ซึ่งจะทำให้บริษัทได้รับการกำกับดูแลจากตลาดการเงินเพิ่มเติม โดย Easterbrook (1984) ได้ระบุว่า ความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณการจ่ายเงินปันผล กับ ผลกำไรระยะสั้นของบริษัท ไม่ควรมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด

ส่วนแนวคิดที่สองได้สนับสนุนแนวคิดที่ว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผล ไม่มีผลกระทบต่อปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Asymmetric Information) และปัญหาความขัดแย้งในเรื่องผลประโยชน์ (Agency Conflict) โดย Brennan และ Thakor (1990) ได้ระบุว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผล ที่ปราศจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล และความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น แล้วนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่ได้ประโยชน์มากที่สุด คือ การจ่ายเงินทั้งหมดของเงินที่เหลือจากการดำเนินการ และการลงทุนของบริษัท (Free Cash Flows) เนื่องจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวจะรักษาระดับการลงทุนของบริษัทให้ได้ประโยชน์สูงสุด (Fisher's Optimal) ดังนั้นนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ปราศจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลควรแปรผันตามกำไรของบริษัทที่เปลี่ยนแปลงไป

โดยนโยบายการจ่ายเงินปันผลของไทย ที่มีผลกระทบต่อ ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล และความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ยังไม่มีข้อสรุปอย่างชัดเจนในประเทศไทย ว่ามีความสัมพันธ์เป็นอย่างไร โดยในการศึกษาเพื่อให้ได้ข้อสรุปที่ชัดเจน ซึ่งเป็นประโยชน์แก่ตลาดหลักทรัพย์ และ นักลงทุน ในการเข้าใจพฤติกรรมกรรมการจ่ายเงินปันผลในประเทศไทยให้ชัดเจนยิ่งขึ้น ว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลของไทย เป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน และเป็นเครื่องมือในการกำกับดูแลการดำเนินงานของผู้ถือหุ้น หรือไม่ อย่างไร

ซึ่งในการวิจัยในครั้งนี้ จะทำการศึกษาความสัมพันธ์ของนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่มีผลต่อ ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล และปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น เพื่อหาข้อสรุปเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยมุ่งเน้นถึงโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกันระหว่างบริษัทในไทย และบริษัทในสหรัฐอเมริกา เพื่อให้เห็นความแตกต่างของประเทศทั้งสอง เกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน และทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น เนื่องจากโครงสร้างการถือหุ้นในประเทศไทยบริษัทส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทในครอบครัว ซึ่งแตกต่างจากในสหรัฐอเมริกาที่บริษัทจะมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่

เป็นนักลงทุนสถาบัน นอกจากนี้ในประเทศไทยเรายังทำการทดสอบโครงสร้างการถือหุ้นที่แตกต่างกันของไทย ระหว่าง บริษัทในครอบครัว (Family Firms) และ บริษัทอิสระ (Independent Firms)

จากการศึกษาของ Wiwattanakantang (2001) ระบุว่า บริษัทของไทยส่วนใหญ่เป็นบริษัทในครอบครัว จากเหตุผลดังกล่าวทำให้เราคาดการณ์ว่า ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล และ ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ของบริษัทไทย โดยเฉพาะบริษัทในครอบครัวจะมีไม่มาก เนื่องจากบริษัทในครอบครัว ผู้ถือหุ้นจะรับรู้ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินการของบริษัทได้โดยตรงจากผู้บริหาร เพราะมีความสัมพันธ์กันใกล้ชิดระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น โดยในการศึกษาในครั้งนี้ใช้ ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล กับ ราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไป และ ความสม่ำเสมอการจ่ายเงินปันผล ในการวัดระดับของ ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล และปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

- 1) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดที่เกิดจากการประกาศเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลอย่างเป็นทางการ เพื่ออธิบายถึงความสำคัญของการจ่ายเงินปันผลที่เป็น การส่งข้อมูลให้แก่ักลงทุน โดยพิจารณาถึงสมมติฐานที่เป็นเหตุผลในการอธิบายถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวคือ
 - สมมติฐานเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล (Dividend Policy) ที่มุ่งเน้นในการลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Asymmetric information) ซึ่งอธิบายว่าการจ่ายเงินปันผลจะเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ักลงทุนทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง เนื่องจากผู้บริหารรู้ข้อมูลมากกว่าผู้ถือหุ้น หรือนักลงทุน เกี่ยวกับการดำเนินการของบริษัท
- 2) ศึกษาถึงระดับความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล (Dividend Smoothing) เพื่ออธิบายถึงการจ่ายเงินปันผลเป็นกลไกในการกำกับการดำเนินงานของผู้ถือหุ้น โดยพิจารณาถึงสมมติฐาน ที่เป็นเหตุผลในการอธิบายถึงความสัมพันธ์ดังกล่าวคือ
 - สมมติฐานเกี่ยวกับความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล ที่มุ่งเน้นในการลดปัญหาความขัดแย้งในเรื่องผลประโยชน์ (Agency conflict) ซึ่งอธิบายว่า การที่ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นมีความต้องการที่แตกต่างกัน ทำให้การจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น

1.3 ขอบเขตการวิจัย

การวิจัยในครั้งนี้จะทำการศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศสหรัฐอเมริกาที่มีรายชื่ออยู่ใน Standard and Poor's 500 (S&P 500) โดยมีข้อมูลทางการเงิน และราคาหุ้นครบถ้วนตามที่ต้องการในการวิจัย ในช่วงปี 2533-2543 ทั้งนี้ไม่รวมถึงบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิต ประกันวินาศภัย และสาธารณูปโภค เนื่องจากอุตสาหกรรมดังกล่าวมีเงื่อนไขในการจ่ายเงินปันผลมาก

1.4 คำจำกัดความ

บริษัทในครอบครัวไทย (Family Firms) หมายถึง บริษัทที่มีกลุ่มบุคคลที่มีนามสกุลเดียวกัน ถือครองหุ้นรวมกันในบริษัทหนึ่งๆมากกว่า 25 เปอร์เซ็นต์ โดยในการถือครองนั้นจะรวมการถือครองโดยตรง และการถือครองโดยอ้อม ซึ่งรายชื่อการถือครองหุ้นของบริษัทต่างๆจะนำมาจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจะมีการรายงานชื่อของบุคคล และนิติบุคคล ที่มีการถือครองหุ้นมากกว่า 0.5 เปอร์เซ็นต์

บริษัทอิสระของไทย (Independent Firms) หมายถึง บริษัทที่ไม่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นกลุ่มบุคคลเดียวกันถือครองหุ้นรวมกันมากกว่า 25 เปอร์เซ็นต์

การเพิ่มขึ้นการจ่ายเงินปันผล หมายถึง การจ่ายเงินปันผลในปริมาณที่เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปริมาณการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา และ การลดการจ่ายเงินปันผล หมายถึง การจ่ายเงินปันผลในปริมาณที่ลดลงเมื่อเทียบกับปริมาณการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา

การงดการจ่ายเงินปันผล (Dividend Omissions) หมายถึง การประกาศงดจ่ายเงินปันผล หลังจากการที่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา และการเริ่มการจ่ายเงินปันผล (Dividend Initiations) หมายถึงการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผล หลังจากที่ไม่ได้มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา

1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย

ผลการวิจัยคาดว่าจะสะท้อนให้เห็นถึงความแตกต่างของนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศไทย และในประเทศสหรัฐอเมริกา ที่ทำให้ระดับปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Asymmetric Information) และปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น (Agency Conflicts) ลดลงมีความแตกต่างกันอย่างไร ซึ่งจะเป็นประโยชน์กับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในแง่การพัฒนาตลาดทุนในอนาคต เนื่องจากทำให้นักลงทุนของไทย และนักลงทุน

ทุนต่างชาติ โดยเฉพาะนักลงทุนจากสหรัฐอเมริกา สามารถเข้าใจความแตกต่างของนโยบายการจ่ายเงินปันผลระหว่างประเทศไทย และสหรัฐอเมริกา และอาจทำให้เกิดการปรับปรุงนโยบายการจ่ายเงินปันผลของไทยให้เหมาะสมกับนักลงทุนต่างชาติมากขึ้น

นอกจากนี้ ผลงานวิจัยคาดว่าจะแสดงให้เห็นถึง การที่มีโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่แตกต่างระหว่างบริษัทในครอบครัวของไทย และบริษัทอิสระของไทย ทำให้นโยบายการจ่ายเงินปันผลที่เกี่ยวข้องกับปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล และปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น มีความแตกต่างกันอย่างไร

1.6 ลำดับขั้นตอนในการนำเสนอผลงานวิจัย

เนื้อหาในแต่ละหัวข้อของการวิจัยในครั้งนี้ สามารถสรุปได้ดังนี้

บทที่ 1 กล่าวถึง ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา วัตถุประสงค์ของการวิจัย ขอบเขตการวิจัย คำจำกัดความ และประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย

บทที่ 2 กล่าวถึง วรรณกรรมปริทัศน์ที่เกี่ยวข้องกับการวิจัยทั้งในต่างประเทศ และในประเทศไทย

บทที่ 3 กล่าวถึง ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัย แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย คำจำกัดความของตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย และสมมติฐานการวิจัย

บทที่ 4 กล่าวถึง ผลการศึกษาข้อมูลที่มาจาก การจ่ายเงินปันผล ผ่านทางความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไปเนื่องจากการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผล (Dividend Initiations) และการงดจ่ายเงินปันผล (Dividend Omissions) และผลการศึกษาการจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการกำกับลดการดำเนินงานของผู้ถือหุ้น ผ่านทางความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล (Dividend Smoothing) และความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (Speed of Adjustments)

บทที่ 5 กล่าวถึง บทสรุปผลการวิจัย

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 2

ผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การนำเสนอผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในบทนี้ เริ่มจาก แนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน ทำให้ความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Asymmetry Information) ลดลง และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่สนับสนุนแนวคิดดังกล่าว ต่อมาจะเป็นการนำเสนอแนวคิดเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นเครื่องมือในการกำราบดูแลของผู้ถือหุ้น (Discipline Mechanism) ทำให้ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่าง ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น (Agency Conflict) ลดลง และผลงานวิจัยที่สนับสนุนแนวคิดดังกล่าว สุดท้ายจะเป็นการนำเสนอผลงานวิจัยที่ใช้อ้างอิงสำหรับการศึกษาในครั้งนี้ ซึ่งสนับสนุนแนวคิดทั้งสองแนวทาง พร้อมด้วยผลงานวิจัยในประเทศไทยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง

ในส่วนของแนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน ทำให้ความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง เริ่มจาก Miller และ Rock (1985) ซึ่งระบุว่า การจ่ายเงินปันผล เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง โดยแนวคิดดังกล่าวจะอยู่ในสมมติฐานที่สำคัญสองประการ คือ

1. ผู้บริหารจะรู้ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง รวมทั้งโอกาสทางธุรกิจในอนาคต มากกว่า นักลงทุนภายนอก

2. ความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ต้องไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด

จากแนวคิดดังกล่าว การจ่ายเงินปันผลจะเป็นช่องทางที่เหมาะสมในการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง ดังนั้นเมื่อมีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลจึงควรมีผลกระทบต่อราคาหุ้นในทิศทางเดียวกัน เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลที่มากขึ้น เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุนว่าบริษัทจะมีรายได้ที่เพิ่มขึ้นในปัจจุบันหรือในอนาคต ภายหลังจากแนวคิดดังกล่าว ได้มีงานวิจัยที่สนใจทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล กับผลตอบแทนที่มากกว่าตลาด (Excess Return) เพื่อเป็นการทดสอบว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง

เริ่มจาก Aharony และ Swary (1980) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศจ่ายเงินปันผล และการประกาศผลการดำเนินการ กับผลตอบแทนที่ได้จากราคาหุ้น โดยทำการศึกษาจำนวน 149 บริษัท พบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ได้จากราคาหุ้นในทิศทางเดียวกัน จากการศึกษาดังกล่าวสรุปได้ว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุนเกี่ยวกับสถานะ และการดำเนินการของบริษัทในอนาคต ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง จากเหตุผลดังกล่าวทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล และผลตอบแทนที่ได้จากราคาหุ้นควรมีทิศทางเดียวกัน

นอกจากนี้ Healy และ Palepu (1988) ได้ยืนยันแนวคิดดังกล่าว โดยทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล กับผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดของหุ้น (Excess Return) ซึ่งผลการศึกษาที่ได้คือ ผลตอบแทนที่ได้จากหุ้นเป็นบวก (ลบ) เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) จากการศึกษาดังกล่าวเป็นการยืนยันแนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลระหว่างผู้บริหาร และนักลงทุนลดลง

อย่างไรก็ตาม แนวคิดดังกล่าวอยู่บนสมมติฐานที่ว่า ผู้บริหารรู้ข้อมูลมากกว่านักลงทุนเกี่ยวกับการสถานะ และการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท นอกจากนี้ความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด ซึ่งจากการศึกษาของ Gerlach (1992) ที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผล กับความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล ในประเทศญี่ปุ่น พบว่าการจ่ายเงินปันผลในประเทศญี่ปุ่นไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน โดยอธิบายถึงสาเหตุผลที่การจ่ายเงินปันผลไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน นั้นมีอยู่ด้วยกัน 2 ประการคือ

1. ระดับความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ในญี่ปุ่นผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จะมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด
2. ระดับการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในญี่ปุ่นมีส่วนในการถือครองมากกว่าในสหรัฐ และระยะเวลาในการถือครองหุ้นที่นานกว่าในสหรัฐ

ซึ่ง Gerlach (1992) ได้อธิบายว่าในญี่ปุ่นจะมีเครือข่ายที่สลับซับซ้อน (Complex Web) ของการติดต่อสื่อสารทำให้มีการส่งข้อมูลจำนวนมาก และมีความสม่ำเสมอ ระหว่างผู้บริหารของบริษัทกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ทำให้นโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ใช่อุปกรณ์ในการส่งข้อมูลให้แก่ลงทุนเหมือนบริษัทในสหรัฐอเมริกา

ดังนั้น แนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ลงทุน และทำให้ความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง นั้นเมื่อนำมาใช้กับบริษัทในประเทศไทยคาดว่าจะมีผลเหมือนในประเทศญี่ปุ่น คือ นโยบายการจ่ายเงินปันผลของไทยจะไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ลงทุน เนื่องจากเหตุผลที่สำคัญ 2 ประการคือ

1. จากการศึกษาของ Wiwattanakantang.Y (2001) ระบุว่าบริษัทส่วนใหญ่ของไทยเป็นบริษัทในครอบครัว ทำให้ระดับการความสัมพันธ์กันระหว่างผู้บริหาร กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิดเหมือนในประเทศญี่ปุ่น โดยมีความแตกต่างกันเพียงผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัทญี่ปุ่นจะเป็นบริษัทขนาดใหญ่ที่เรียกว่า “keretsu” แต่บริษัทของไทยส่วนใหญ่เป็นบริษัทในครอบครัว ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลของไทยจึงไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุนเหมือนบริษัทในประเทศญี่ปุ่น

2. ระยะเวลาการถือครองหุ้นของบริษัทไทย โดยเฉพาะบริษัทในครอบครัว มีระยะเวลาการถือครองที่ยาวนานกว่าบริษัทในสหรัฐอเมริกา เนื่องจากในสหรัฐผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะเป็นกองทุนต่างๆ ซึ่งมีระยะเวลาการลงทุนที่สั้นเมื่อเทียบกับบริษัทในครอบครัวของไทย ซึ่งการถือครองหุ้นในระยะเวลาที่ยาวนานของไทยนั้นคล้ายกับในประเทศญี่ปุ่น ทำให้คาดได้ว่าการจ่ายเงินปันผลของไทยไม่น่าเป็นเครื่องมือในการส่งข้อมูลให้แก่ักลงทุน

โดยการศึกษาของ Brennan และ Thakor (1990) พบว่าถ้าผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีการลงทุนในระยะสั้น จะต้องการให้ผู้บริหารส่งสัญญาณที่ดี (ผ่านทางกรจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น) ให้แก่นักลงทุน เพื่อต้องการให้ราคาหุ้นในระยะสั้นเพิ่มขึ้น และถ้าผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีระยะเวลาการลงทุนที่ยาวนาน จะไม่สนใจผลกระทบระยะสั้นเนื่องจากการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ Brennan และ Thakor (1990) ได้ระบุว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่ปราศจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Asymmetry Information) แล้วนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่เหมาะสมที่สุด (Optimal Dividend Policy) จะเป็นการจ่ายเงินทั้งหมดของปริมาณเงินส่วนเกิน (Excess Cash) ของบริษัท เพราะว่านโยบายดังกล่าวจะเป็นการรักษาระดับการลงทุนของบริษัทอยู่ที่ Fisher’s optimum

ดังนั้นบริษัทในไทย โดยเฉพาะบริษัทในครอบครัว คาดว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลจะเป็นการจ่ายเงินที่เหลือจากการดำเนินการต่างๆ (Free Cash Flows) ของบริษัทให้แก่ผู้ถือหุ้น ทำให้การจ่ายเงินปันผลของไทยไม่น่าเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ักลงทุน

2.2 แนวคิดที่ว่ากรจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นเครื่องมือในการกำกับดูแล (Discipline Mechanism) ของผู้ถือหุ้น ทำให้ความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่าง ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น (Agency conflicts) ลดลง

ในส่วนของแนวคิดที่ว่ากรจ่ายเงินปันผล เป็นเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น ทำให้ความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่าง ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นลดลง แนวคิดดังกล่าวจะเริ่มมาจาก Easterbrook (1984) ที่ระบุว่า ทฤษฎีความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่าง ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น (Agency Conflict Theories) จะมุ่งเน้นไปที่ความต้องการที่แตกต่างกันระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น โดยที่กฎของการจ่ายเงินปันผลจะทำหน้าที่เสมือนเป็นกลไกในการตรวจสอบของผู้ถือหุ้น

(Disciplinary mechanism) ซึ่งการจ่ายเงินปันผลจะเป็นการลดปริมาณเงินอิสระ (Free cash flow) ของบริษัท และเป็นแรงผลักดันให้ผู้บริหารจำเป็นต้องไปกู้เงินจากตลาดเงิน ซึ่งการกู้เงินจากตลาดเงินทำให้ผู้บริหารต้องได้รับการกำกับดูแลจากตลาดเงินเพิ่มเติม

นอกจากนี้ Easterbrook (1984) ยังได้ระบุว่า ความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น (Agency conflicts) ช่วยอธิบายการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ (Dividend smoothing) “เพราะว่าหน้าที่แรกของการจ่ายเงินปันผลเป็นการช่วยให้บริษัทยังคงอยู่ในตลาดทุน ดังนั้นเราจึงไม่ควรที่จะคาดหวังว่าจะเห็นความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดระหว่าง ผลกำไรระยะสั้น กับการจ่ายเงินปันผล” เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลเป็นช่องทางที่สำคัญในการให้ผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท

แต่จากการศึกษาของ Kaplan (1994) พบว่าการนำแบบจำลองความขัดแย้งระหว่างตัวแทนมาใช้ในประเทศญี่ปุ่น นั้นไม่เป็นไปตามแนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น โดย Kaplan (1994) ให้เหตุผลว่า สมมติฐานเบื้องต้นของแบบจำลองดังกล่าวคือ การที่การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือที่จำเป็น หรือเหมาะสม ในการกำหนดเงื่อนไขการทำงานให้แก่ผู้บริหาร แต่การนำแบบจำลองดังกล่าวมาใช้กับประเทศญี่ปุ่นแล้วผลที่ได้ไม่เป็นไปตามแบบจำลองดังกล่าว เนื่องจากในประเทศญี่ปุ่นมีรูปแบบอื่นในการควบคุมการทำงานของผู้บริหารอยู่ เช่น การที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นบริษัทขนาดใหญ่ (Keretsu) มีการส่งคนของบริษัทมาร่วมในการบริหาร ทำให้ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ลดลง เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถกำหนดการดำเนินงานของบริษัทได้โดยตรง

ดังนั้นในการประยุกต์ แนวคิดที่ว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น ทำให้ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นลดลง กับประเทศไทยคาดว่าผลที่ได้น่าจะคล้ายกับในประเทศญี่ปุ่น เนื่องจากในประเทศไทยบริษัทส่วนใหญ่เป็นบริษัทในครอบครัว ทำให้ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความใกล้ชิดกันมากเหมือนในประเทศญี่ปุ่น ทำให้เกิดรูปแบบอื่นที่เหมาะสมกว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลในการควบคุมการดำเนินงานของบริษัท

2.3 การศึกษาในประเทศไทยเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลที่มีผลต่อปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล และทำหน้าที่เป็นกลไกในการตรวจสอบของผู้ถือหุ้น

จากการศึกษาของ นายวิชาญ วิริยะภูสิต (2541) ได้ศึกษาถึงการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยใช้หลักทรัพย์ทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ ที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลใน ในช่วงเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2539 ถึง 2541 โดยนำราคาปิดรายวันของหุ้นแต่ละตัวมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนรายวัน โดยผลตอบแทนนี้จะคำนวณเฉพาะช่วงก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 10 วัน

และหลังประกาศจ่ายเงินปันผล 10 วัน รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 21 วัน จากการศึกษาสรุปได้ว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยมีวิธีการดังนี้

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}}\right)$$

โดยกำหนดให้วันประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นวันที่ $t = 0$

R_{it} = อัตราผลตอบแทนของหุ้น i ในวันที่ t

$P_{i,t}$ = ราคาปิดรายวันของหุ้น i ในวันที่ t

$P_{i,t-1}$ = ราคาปิดรายวันของหุ้น i ในวันที่ $t-1$

จากการศึกษาของ อมร ทรัพย์ทวีกุลนิสิต (2542) ได้ทำการศึกษาเรื่อง การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตของบริษัทหรือไม่ โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2518 ถึง 2540 ผลจากการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงกำไรของบริษัทจะมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเฉพาะปีที่เปลี่ยนแปลงเงินปันผลเท่านั้น ในขณะที่ปีถัดจากปีที่เปลี่ยนแปลงเงินปันผลจะไม่มีความสัมพันธ์กัน ทั้งนี้วิธีการศึกษาได้ใช้ตัวแบบทดสอบของ BMT (2540) โดยสมการถดถอยคือ

$$\frac{\Delta E_{i,t}}{P_{i,t-1}} = \alpha + \beta_1 \times \frac{\Delta DIV_{i,0}}{DIV_{i,-1}} + \beta_2 I_{i,0} \frac{\Delta DIV_{i,0}}{DIV_{i,-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

$\Delta E_{i,t}$ คือ ผลต่างกำไรสองปี

$I_{i,0}$ คือ ตัวแปร dummy มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลง

สรุป จากผลงานวิจัยที่ผ่านมามีความเห็นว่า ระดับปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล และความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ของบริษัทในไทยจะต่ำกว่าบริษัทในสหรัฐอเมริกา โดยเฉพาะบริษัทในครอบครัวของไทย ทำให้คาดว่า การจ่ายเงินปันผลของไทยจะไม่เป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุน หรือทำหน้าที่เป็นกลไกในการตรวจสอบ ดังนั้นผู้บริหารของไทยจึงไม่มีความจำเป็นที่จะกังวลกับการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเมื่อผลกำไรของบริษัทมีการเปลี่ยนแปลง ทำให้การจ่ายเงินปันผลของบริษัทไทยควรมีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลบ่อยครั้งกว่าบริษัทในสหรัฐอเมริกา และผลกระทบต่อผลตอบแทนของราคาหุ้นที่ได้เนื่องจากการประกาศเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลที่น้อยกว่าในสหรัฐอเมริกา

บทที่ 3

ข้อมูลและวิธีดำเนินการ

3.1 ข้อมูลที่ใช้วิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยเป็นข้อมูลการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบริษัทในสหรัฐอเมริกาที่มีรายชื่ออยู่ใน Standard and Poor's (S&P) 500 ทุกบริษัทยกเว้นในส่วนของธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย และสาธารณูปโภค เนื่องจากธุรกิจดังกล่าวมีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลมาก โดยทำการศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2533-2543 ซึ่งข้อมูลจะประกอบด้วยปริมาณการจ่ายเงินปันผล ราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไปในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล ในช่วงระยะเวลา 62 วัน (-60,+1 วัน) กำไรต่อหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไปในช่วงเวลาดังกล่าว และจำนวนปีที่มีการจ่ายเงินปันผลก่อนหน้าการประกาศงดจ่ายเงินปันผล (Dividend Omission) และจำนวนปีที่มีการไม่จ่ายเงินปันผลก่อนการประกาศเริ่มการจ่ายเงินปันผล (Dividend Initiation) สำหรับบริษัทในประเทศไทยจะใช้ข้อมูลการถือครองหุ้นของนักลงทุนด้วย เพื่อทำการแบ่งบริษัทออกเป็น 2 ประเภทคือ บริษัทในครอบครัว (Family Firms) และบริษัทอิสระ (Independent Firms) ในการแบ่งจะใช้เกณฑ์การถือครองหุ้นโดยกลุ่มบุคคลที่เป็นครอบครัวเดียวกัน มากกว่า 25 เปอร์เซ็นต์ ว่าเป็นบริษัทในครอบครัว ซึ่งข้อมูลการถือครองหุ้นของไทย จะใช้ข้อมูลจาก ฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Integrated SET Information Management System, I-SIM) ที่มีรายงานการถือครองหุ้นในบริษัทต่างๆของบุคคลธรรมดา และนิติบุคคลตั้งแต่ 0.5 เปอร์เซ็นต์ขึ้นไป สำหรับการหาข้อมูลปริมาณการจ่ายเงินปันผล และราคาหุ้น แหล่งข้อมูลที่ใช้จะนำมาจาก DataStream โดยข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

จากตารางที่ 1 เป็นการแสดงบริษัทที่ตรงตามเงื่อนไขในการทดสอบสำหรับ บริษัทในสหรัฐอเมริกาจำนวน 382 บริษัท และบริษัทในไทยจำนวน 260 บริษัท โดยเก็บข้อมูลมากที่สุดเท่าที่จะเป็นไปได้ตั้งแต่ปี 2533-2543 โดยจำนวนบริษัทที่ได้มาในการทดสอบของบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในไทย เพียงพอกับการทดสอบ

ตารางที่ 1 จำนวนตัวอย่างที่ตรงกับเงื่อนไขที่ใช้ในการทดสอบสำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในประเทศไทย

ตารางต่อไปนี้เป็นรายงานเงื่อนไขในการเลือกตัวอย่างสำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในประเทศไทย โดยข้อมูลที่อ้างอิง ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2543

สหรัฐอเมริกา		ไทย	
เงื่อนไขในการเลือก	จำนวนบริษัท	เงื่อนไขในการเลือก	จำนวนบริษัท
บริษัทที่มีรายชื่ออยู่ใน S&P 500	500	บริษัทที่มีรายชื่ออยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	331
บริษัททางการเงิน	-81	บริษัททางการเงิน	-62
บริษัทสาธารณูปโภค	-31	บริษัทสาธารณูปโภค	-9
จำนวนข้อมูลที่เหลือ	382	จำนวนข้อมูลที่เหลือ	260

จากตารางที่ 2 เป็นการแสดงความแตกต่างของการกระจายของตัวอย่างที่นำมาทดสอบ จะเห็นได้ว่าการกระจายของอุตสาหกรรมในประเทศสหรัฐอเมริกา และประเทศไทย มีความแตกต่างกันอย่างเห็นได้ชัด โดยในประเทศสหรัฐอเมริกามีบริษัทส่วนใหญ่เป็นประเภทบริการ สุขภาพ และการพัฒนาเทคโนโลยี ส่วนในประเทศไทยบริษัทส่วนใหญ่จะเป็นประเภท การผลิต การก่อสร้าง และไม่ได้เน้นไปที่การพัฒนาเทคโนโลยี ถึงแม้ว่าบริษัทของสหรัฐอเมริกา และบริษัทของไทย จะอยู่ในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันมาก คาดว่าไม่น่าที่จะมีผลกระทบต่อผลการวิจัย เนื่องจากในการวิจัยจะมุ่งเน้นไปที่การเปรียบเทียบของปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล และปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ดังนั้นการที่บริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในไทย มีความแตกต่างกันทางด้านประเภทของธุรกิจ จึงไม่น่าส่งผลต่อการวิจัยดังกล่าว

ตารางที่ 2 การกระจายของตัวอย่างที่นำมาใช้สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในประเทศไทย ตามช่วงระยะเวลาของข้อมูล และอุตสาหกรรม

ตัวอย่างที่แสดงจะเป็นบริษัทที่ไม่รวม บริษัททางการเงิน และบริษัทที่เกี่ยวข้องกับสาธารณูปโภค ที่มีรายชื่ออยู่ใน S&P 500 ปี 2543 และบริษัทที่มีรายชื่ออยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยข้อมูลทางการเงิน ข้อมูลทางด้านราคาหุ้น หาได้จาก DataStream และฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนที่ 1 การแสดงการกระจายของตัวอย่างตามช่วงเวลา ส่วนที่ 2 การแสดงการกระจายของตัวอย่างตามอุตสาหกรรม

ส่วนที่ 1 การกระจายของตัวอย่างตามระยะเวลา (จำนวนตัวอย่าง)			ส่วนที่ 2 การกระจายของตัวอย่างตามอุตสาหกรรม (เปอร์เซ็นต์)		
ปี	ตัวอย่างของสหรัฐอเมริกา	ตัวอย่างของไทย	อุตสาหกรรม	ตัวอย่างของสหรัฐอเมริกา	ตัวอย่างของไทย
2533	293	48	ธุรกิจการเกษตร	0.0	7.69
2534	296	55	พลังงาน	6.02	0
2535	296	68	วัสดุและอุปกรณ์	8.90	18.46
2536	298	78	อุตสาหกรรม	17.54	22.31
2537	304	98	บริการและสินค้าการ	23.04	14.23
2538	307	122	อาหารและเครื่องดื่ม	9.16	8.85
2539	306	126	การแพทย์	12.30	3.85
2540	312	135	เทคโนโลยีสารสนเทศ	19.90	3.08
2541	311	137	สื่อสาร	3.14	4.62
2542	316	128	ก่อสร้าง	0	11.15
2543	317	136	อื่นๆ	0	5.77

ตารางที่ 3 แสดงข้อมูลบรรยายทางสถิติสำหรับ บริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในไทย

ข้อมูลที่แสดงเป็นข้อมูลบริษัทในสหรัฐอเมริกามีรายชื่ออยู่ใน S&P 500 ในปี 2543 และบริษัทในไทยที่มีรายชื่ออยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี 2543 โดยไม่รวม สถาบันทางการเงิน และบริษัทที่เกี่ยวข้องกับสาธารณูปโภค บริษัทในครอบครัว หมายถึง บริษัทที่มีกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นกลุ่มบุคคลในครอบครัวเดียวกันมากกว่า 25% และบริษัทอิสระ หมายถึง บริษัทที่ไม่มีกลุ่มผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นครอบครัวเดียวกันมากกว่า 25 เปอร์เซ็นต์ โดยในตารางจะเป็นค่าเฉลี่ยประกอบด้วย ผลตอบแทนที่ได้จากการจ่ายเงินปันผลคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ (Dividend Yield) อัตราส่วนราคาหุ้น/กำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) และมูลค่าตลาดของบริษัท (Market value)

หน่วย: พันล้านบาท

	สหรัฐ	บริษัทไทย		
	อเมริกา	ทั้งหมด	ครอบครัว	อิสระ
จำนวนตัวอย่าง	382	259	197	62
ค่าเฉลี่ยมูลค่าตลาด (Market value)	691.44	3.963	4.676	1.698
ผลตอบแทนที่ได้จากการจ่ายเงินปันผล (Dividend Yield)				
ค่าเฉลี่ย	1.23%	3.24%	3.25%	3.20%
อัตราส่วนราคาหุ้น/กำไรต่อหุ้น (P/E Ratio)				
ค่าเฉลี่ย (เท่า)	19.06	7.31	8.72	3.03

จากตารางที่ 3 พบว่าข้อมูลทางสถิติสำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา และ บริษัทในประเทศไทยมีความแตกต่างกันอย่างมาก และบริษัทในครอบครัวของไทยและบริษัทอิสระของไทย มีความแตกต่างกันมากเช่นกัน

1. มูลค่าตลาดของบริษัท (Market Value) มีความแตกต่างกันมากระหว่างบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในประเทศไทย โดยบริษัทในสหรัฐอเมริกามีขนาดใหญ่กว่าบริษัทไทยมาก ซึ่งค่าเฉลี่ยมูลค่าตลาดของบริษัทในสหรัฐอเมริกามีค่าถึง 6.91 แสนล้านบาท แต่บริษัทในประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยเพียง 3.96 พันล้านบาท คิดเป็น 5.66 เปอร์เซ็นต์ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา

เมื่อเปรียบเทียบระหว่างบริษัทในครอบครัว กับบริษัทอิสระของไทย มีความแตกต่างกันมาก โดยบริษัทในครอบครัวมีขนาดใหญ่กว่าบริษัทอิสระของไทยมาก ซึ่งบริษัทในครอบครัวมีค่าเฉลี่ยมูลค่าตลาด 4.68 พันล้านบาท เทียบกับบริษัทอิสระของไทยมีค่าเฉลี่ยมูลค่าตลาดเพียง 1.70 พันล้านบาท

โดยมูลค่าบริษัทของไทยที่มีขนาดเล็กมาก โดยเฉพาะบริษัทอิสระ คาดว่าจะมีปัญหาในการศึกษาความสัมพันธ์ในช่วงระยะเวลาสั้นระหว่างการประกาศเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล กับผลตอบแทน เนื่องจากการประกาศเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลในช่วงระยะเวลาการทดสอบที่สั้น น่าจะมีข่าวรั่วออกมาก่อนจากผู้บริหารให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หรือนักลงทุนสถาบัน ก่อนมีการ

ประกาศอย่างเป็นทางการ ดังนั้นเมื่อมีการประกาศเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลจริง ผลตอบแทน ในระยะเวลาการทดสอบที่สั้น น่าจะมีผลตรงข้ามกับผลตอบแทนระยะยาวของการประกาศเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากมีการทำกำไรของ นักลงทุนสถาบัน หรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และการที่ตลาดไทยมีขนาดเล็กมากทำให้เมื่อมีการทำกำไรของนักลงทุนสถาบันเกิดขึ้นจะทำให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงไปได้โดยง่าย

2. ผลตอบแทนที่ได้จากการจ่ายเงินปันผล (Dividend Yield) ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในประเทศไทย มีความแตกต่างกัน โดยบริษัทในสหรัฐอเมริกามีผลตอบแทนจากการจ่ายเงินปันผลที่น้อยกว่าบริษัทในประเทศไทยมาก สาเหตุดังกล่าวสามารถอธิบายได้จาก

2.1 การที่ประเทศสหรัฐอเมริกามีอันดับความน่าเชื่อถือที่ดีกว่าในประเทศไทยมาก ทำให้มีผลตอบแทนที่แตกต่างกัน โดยเกิดจากความแตกต่างกันของความน่าเชื่อถือ (Credit Spread)

2.2 การที่บริษัทในสหรัฐอเมริกามีขนาดใหญ่กว่าบริษัทในไทยมาก ทำให้ความเสี่ยงจากสภาพคล่อง (Liquidity Risk) น้อยกว่ามาก ซึ่งผลต่างผลตอบแทนนี้เรียกว่ามูลค่าเพิ่มเนื่องจากสภาพคล่อง (Liquidity Premium)

3. อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น (P/E Ratio) ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในประเทศไทย มีความแตกต่างกัน โดยบริษัทในสหรัฐอเมริกามีค่าอัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น ที่มากกว่าบริษัทในประเทศไทยมาก เนื่องจาก ความแตกต่างกันของความน่าเชื่อถือ และสภาพคล่อง ดังที่ได้อธิบายไว้ก่อนหน้านี้

เมื่อเปรียบเทียบบริษัทในครอบครัวของไทย กับบริษัทอิสระของไทย พบว่ามีความแตกต่างกัน โดยบริษัทในครอบครัวของไทยจะมีค่าอัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น ที่มากกว่าบริษัทอิสระของประเทศไทยมาก เนื่องจาก สภาพคล่องที่แตกต่างกันเนื่องจากบริษัทในครอบครัวของไทยจะมีขนาดใหญ่กว่าบริษัทอิสระของไทย และบริษัทที่มีความสามารถในการแข่งขันสูงของไทยส่วนใหญ่จะเป็นบริษัทในครอบครัว

3.2 แบบจำลองและขั้นตอนการวิจัย

วิธีการศึกษาจะอาศัยพื้นฐานแบบจำลองความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Information Asymmetry Model) เพื่อเป็นการทดสอบว่าการจ่ายเงินปันผล เป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง โดยใช้การทดสอบตัวแปรเดียว (Univariate Test) และการทดสอบหลายตัวแปร (Multivariate Test)

นอกจากนี้ยังอาศัยพื้นฐานของแบบจำลองความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น (Agency Conflict Model) เพื่อเป็นการทดสอบว่าการจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น ทำให้ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่าง

ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นลดลง โดยวิธีการศึกษาจะใช้วิธีทดสอบการกระจายของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (Frequency Distribution of Dividend Change) และการทดสอบความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ตามแบบจำลองของ Lintner (Lintner's Speed of Adjustment) ในการทดสอบการจ่ายเงินปันผลเป็นเสมือนเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น โดยในการศึกษาจะแบ่งการทดสอบออกเป็น 2 ส่วน คือ การทดสอบข้อมูลที่มาพร้อมกับการประกาศจ่ายเงินปันผล (Information Content of Dividend Announcements) เพื่อเป็นการทดสอบแนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นช่องทางในการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง และการทดสอบการจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น ทำให้ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นลดลง

3.3 การทดสอบข้อมูลที่มาพร้อมกับการประกาศจ่ายเงินปันผล (Information Content of Dividend Announcements)

ในการทดสอบการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน จะเริ่มจากการศึกษาของ Michaely Thaler และ Womack (1995) ได้ระบุว่า การเริ่มจ่ายเงินปันผล (Dividend Initiation) และการงดการจ่ายเงินปันผล (Dividend Omission) คือ “เป็นสิ่งที่มองเห็นได้ชัดเจนที่สุดในการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุนของเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัท” ดังนั้นในการทดสอบจึงใช้ความสัมพันธ์ระหว่าง การประกาศงดจ่ายเงินปันผล และการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผล ที่ผลกระทบต่อผลตอบแทนของราคาหุ้นที่มากกว่าตลาด (Excess Return) ของบริษัท เพื่อเป็นการทดสอบหาข้อมูลที่มาพร้อมกับการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ในการทดสอบจะกำหนดผลตอบแทนที่มากกว่าตลาด (Excess Return) ตามการศึกษาของ Michaely Thaler และ Womack (1995) ผลตอบแทนดังกล่าวจะใช้ข้อมูลรายวันและใช้กลยุทธ์ในการลงทุนในหุ้นที่ทำการทดสอบโดยวิธีซื้อแล้วถือครอง (Buy-and-Hold Strategy) ซึ่งผลตอบแทนดังกล่าวจะเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาดด้วย ดังนั้นเราจะกำหนดผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดของหุ้นที่ทำการทดสอบ ในช่วงการประกาศงดจ่ายเงินปันผล และเริ่มจ่ายเงินปันผล จะมีสมการ เป็นดังนี้

$$ER_{j(a,b)} = \prod_{t=a}^b (1 + R_j) - \prod_{t=a}^b (1 + MR_t)$$

โดย $ER_{j(a,b)}$ คือ ผลตอบแทนที่มากกว่าตลาด สำหรับบริษัทใดๆ ในช่วงเวลาที่กำหนด จาก a ถึง b ส่วน

R_j คือ ผลตอบแทนของบริษัทในช่วงเวลาดังกล่าว

MR_t คือ ผลตอบแทนของตลาดในช่วงเวลาดังกล่าว

ในการทดสอบหาข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผล เราจะทำการทดสอบออกเป็น 2 ส่วน คือ การทดสอบตัวแปรเดียว (Univariate Test) และการทดสอบหลายตัวแปร (Multivariate Test) โดยการทดสอบทั้ง 2 มีจุดมุ่งหมายที่แตกต่างกัน คือ การทดสอบตัวแปรเดียวจะเป็นการทดสอบในเบื้องต้นว่าการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไปหรือไม่ ส่วนการทดสอบหลายตัวแปรนั้นเป็นการทดสอบที่น่าปัจจัยอื่น เช่น การเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงาน มาใช้ร่วมในการทดสอบเพื่อให้การทดสอบดังกล่าวเกิดผลที่ชัดเจนมากขึ้น

3.3.1 การทดสอบข้อมูลที่มาจากการจ่ายเงินปันผลด้วยสมการตัวแปรเดียว (Univariate Test)

การทดสอบดังกล่าวเป็นการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่าง ผลตอบแทนที่มากกว่าตลาด (Excess Return) เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งในการทดสอบดังกล่าวจะเป็นการทดสอบในเบื้องต้นว่า การจ่ายเงินปันผล เป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุนหรือไม่ โดยดูได้จากผลกระทบที่มีต่อราคาหุ้น เมื่อมีการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยช่วงเวลาที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าว จะมีอยู่ด้วยกัน 2 ช่วงเวลา คือ ช่วงยาว (Wide Window) มีระยะเวลา 62 วัน (-60,+1 วัน) และช่วงสั้น (Narrow Window) มีระยะเวลา 3 วัน (-1,1 วัน) โดยในการทดสอบเราจะแบ่งออกเป็น 2 ช่วงเวลาเนื่องจาก ช่วงสั้นจะเป็นการทดสอบหาข้อมูลที่มาพร้อมกับการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลเพื่อเป็นการทดสอบผลกระทบจากการประกาศการจ่ายเงินปันผลอย่างเป็นทางการ ส่วนช่วงยาวจะเป็นการทดสอบหาข้อมูลที่มาจากการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล ที่มีระยะเวลาการทดสอบ 62 วัน (-60,+1 วัน) เพื่อเป็นการทดสอบผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลที่เนื่องจากการที่มีข่าวการจ่ายเงินปันผลรั่วออกมาก่อนการประกาศอย่างเป็นทางการ ซึ่งการทดสอบในช่วงยาวน่าจะเหมาะสมกับประเทศไทย เนื่องจากบริษัทส่วนใหญ่เป็นบริษัทในครอบครัว ทำให้ผู้ถือหุ้นจะทราบข้อมูลการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลก่อนมีการประกาศจริงนานพอสมควร

โดยการทดสอบเปรียบเทียบบริษัทในสหรัฐอเมริกา และ บริษัทในไทย โดยในการเปรียบเทียบนั้นบริษัทไทย จะมีการแบ่งบริษัทไทยที่ใช้ในการเปรียบเทียบออกเป็น 2 ประเภท คือ บริษัทในครอบครัว และ บริษัทอิสระ เพื่อให้การทดสอบเกิดความชัดเจนมากขึ้นเนื่องจากโครงสร้างที่แตกต่างกันมากระหว่างบริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระ โดยสิ่งที่ใช้ในการเปรียบเทียบจะประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน และ การทดสอบความแตกต่างระหว่างบริษัทสหรัฐ และไทย (Test of Difference) โดยใช้ t-test ในการทดสอบ

3.3.2 การทดสอบข้อมูลที่มาจากการจ่ายเงินปันผลด้วยสมการหลายตัวแปร (Multivariate Test)

การทดสอบดังกล่าวเป็นการทดสอบต่อจากการทดสอบตัวแปรเดียว โดยในการทดสอบหลายตัวแปรจะใช้ตัวแปรอื่นที่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ได้จากหุ้น มาทดสอบด้วยเพื่อที่จะได้ผลการทดสอบที่ชัดเจนขึ้น เนื่องจากในการทดสอบแรกไม่ได้ใช้ตัวแปรอื่นที่มีความสำคัญกับผลตอบแทนของหุ้นที่ทำการทดสอบ โดยตัวแปรที่นำมาใช้เพิ่มเติมได้แก่

1. การเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินการของบริษัทที่อยู่ในช่วงเดียวกันกับการประกาศจ่ายเงินปันผล (คิดเป็นเปอร์เซ็นต์)
2. จำนวนปีที่ทำการจ่ายเงินปันผล และไม่จ่ายเงินปันผล ก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล และเริ่มจ่ายเงินปันผล
3. ปริมาณการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไป (คิดเป็นเปอร์เซ็นต์)

โดยตัวแปรทั้ง 3 ตัว ได้มีการศึกษามาก่อนหน้านี้ว่าเป็นตัวแปรสำคัญที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น

การศึกษาของ Michaely et al. (1995) ได้แสดงว่าผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลจะมากขึ้น ถ้ามีการประกาศผลการดำเนินการ พร้อมกับการประกาศจ่ายเงินปันผล

การศึกษาของ Asquith และ Mullins (1983) ได้ระบุว่า การเริ่มการจ่ายเงินปันผล หลังจากไม่ได้จ่ายเงินปันผลเป็นระยะเวลาานกว่า 10 ปี จะเป็นสิ่งที่นักลงทุนไม่ได้คาดหวัง ดังนั้นจำนวนปีจึงมีความสำคัญต่อการทดสอบผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดที่ได้จากการลงทุน

ดังนั้นสมการที่นำมาใช้ในการทดสอบด้วย Ordinary Least Square จะได้

$$ER = A + B \times \Delta Dividend + C \times \Delta Earning + D \times years$$

โดยที่ ER คือ ผลตอบแทนที่มากกว่าตลาด (Excess Return) ตามหลักของ

Michaely Thaler และ Womack (1995)

$\Delta Dividend$ คือ ความแตกต่างระหว่างผลตอบแทนที่ได้จากปริมาณการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงคิดเป็นเปอร์เซ็นต์เทียบกับราคาหุ้น (Dividend Yield) โดยใช้ในปริมาณการจ่ายเงินปันผลในปีที่ทำการทดสอบ กับปีก่อนหน้า ในการหาความแตกต่างของปริมาณการจ่ายเงินปันผล

$\Delta Earning$ คือ ความแตกต่างของผลตอบแทนที่ได้จากกำไรคิดเป็นเปอร์เซ็นต์เทียบกับราคาหุ้น (Earning Yield) ที่มีการเปลี่ยนแปลงในช่วงที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล

Years คือ จำนวนปีที่จ่ายเงินปันผล และไม่จ่ายเงินปันผล ก่อนหน้าที่จะมีการประกาศจ่ายเงินปันผล และเริ่มจ่ายเงินปันผล

โดยการทดสอบจะทำการเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์ระหว่างบริษัทสหรัฐ และบริษัทไทย โดยในประเทศไทยจะแบ่งบริษัทออกเป็น 2 ประเภทคือ บริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระ โดยใช้ Wald Test ในการทดสอบหาค่าความแตกต่างระหว่างไทยกับสหรัฐ

3.4 การทดสอบการจ่ายเงินปันผล ทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น ทำให้ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น โดยใช้ระดับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ (Degree of Dividend Smoothing)

ในการทดสอบแนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น ซึ่งทดสอบโดยใช้ระดับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่ในการเป็นเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น ทำให้เป็นการลดความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้น และผู้บริหาร (Agency Conflict) จากแบบจำลองดังกล่าว การจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นจะมีการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอสูง เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะเป็นเงื่อนไขในการทำงานของผู้บริหาร แต่สำหรับบริษัทในประเทศไทยโดยเฉพาะบริษัทในครอบครัว แบบจำลองความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ดังกล่าวไม่น่าเหมาะสม เนื่องจากผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิดทำให้ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นน้อยมาก ดังนั้นบริษัทของไทยจึงควรมีการปรับเปลี่ยนการจ่ายเงินปันผลบ่อย ซึ่งในการทดสอบหาระดับความสม่ำเสมอของการจ่ายเงินปันผลจะทำการทดสอบออกเป็น 2 ส่วน คือ การทดสอบการจ่ายเงินปันผล เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น โดยใช้การกระจายของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล และ การทดสอบการจ่ายเงินปันผล เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น โดยใช้ความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลตามแบบจำลองของ Lintner's speed of adjustment

3.4.1 การทดสอบการจ่ายเงินปันผล เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น โดยใช้กระจายของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (Frequency Distribution of Dividend Changes)

การทดสอบการจ่ายเงินปันผล เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น โดยใช้การกระจายของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล โดยการกระจายดังกล่าวจะแบ่งออกเป็น 2 แบบคือ การกระจายของการงดจ่ายเงินปันผล การเริ่มจ่ายเงินปันผล และการกระจายของการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น การจ่ายเงินปันผลลดลง

โดยการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมาก จะแสดงว่ามีระดับของความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล (Degree of Dividend Smoothing) ที่ต่ำ แต่ถ้ามีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลน้อย แสดงว่าระดับความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผลที่สูง จากแบบจำลองความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ที่ว่าการจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้นทำให้บริษัทที่มีปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น จะมีระดับความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผลสูง โดยทำการทดสอบการกระจายระหว่าง บริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในไทย โดยบริษัทในไทยเราจะแบ่งบริษัทออกเป็น 2 ประเภทคือ บริษัทในครอบครัว และอิสระ เพื่อเปรียบเทียบว่าการจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น สำหรับบริษัทในสหรัฐ บริษัทไทย บริษัทครอบครัว และ บริษัทอิสระของไทย มีความแตกต่างกันอย่างไร โดยในการทดสอบความแตกต่างของการกระจายจะใช้ Chi-Square Test ในการทดสอบ

3.4.2 การทดสอบการจ่ายเงินปันผล เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น โดยใช้ความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ตามแบบจำลองของ Lintner's Speed of Adjustment

ในการทดสอบความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลตามแบบจำลองของ Lintner ซึ่งมีสมการเป็น

$$d_t = d_{t-1} + a + c(re_t - d_{t-1})$$

โดยที่ d_t และ d_{t-1} เป็นปริมาณการจ่ายเงินปันผลที่เวลา t และ $t-1$

c คือความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (Speed of Adjustment)

r คือเป้าหมายของอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (Target Payout Ratio)

e_t คือผลกำไรของบริษัทที่เวลา t

a เป็นจุดตัด (Intercept)

ซึ่งในการทดสอบเราจะกำหนดให้ a มีค่าเท่ากับ 0 ตามการศึกษาของ Fama และ Blahnik (1968) โดยการศึกษาดังกล่าวจะใช้แบบจำลองของ Lintner ในการทดสอบ

โดยแบบจำลองของ Lintner จะกล่าวว่า บริษัทใดๆจะมีเป้าหมายของอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (Target Payout Ratio) ของบริษัท ดังนั้นเป้าหมายในการจ่ายเงินปันผลที่เวลา t จึงเป็นเป้าหมายของอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลคูณด้วยผลกำไรของบริษัท หรือ re_t แต่บริษัทจะไม่เปลี่ยนการจ่ายเงินปันผลไปยังเป้าหมายที่ตั้งไว้ในการจ่ายเงินปันผลในทันที แต่จะทำการค่อยๆปรับการจ่ายเงินปันผลไปที่เป้าหมายทีละน้อย เนื่องจากต้องการที่จะให้มีการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ โดยความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล จะถูกวัดโดยค่า c ซึ่งจะเป็นการแสดงว่าบริษัทมี

การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลอย่างไรเมื่อผลกำไรของบริษัทเปลี่ยนแปลงไป โดยค่า c จะแสดงว่าถึงความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ในการทดสอบจะหาความแตกต่างของความเร็วจนการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในไทยด้วยวิธีการ Wilcoxon Rank-Sum Test

3.5 คำจำกัดความตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

1. การงดจ่ายเงินปันผล (Dividend Omission)

หมายถึง การที่บริษัทประกาศงดจ่ายเงินปันผล ซึ่งในรอบปีที่ผ่านมาได้มีการจ่ายเงินปันผล

2. การเริ่มจ่ายเงินปันผล (Dividend Initiation)

หมายถึง การที่บริษัทประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผล ซึ่งในรอบปีที่ผ่านมาไม่มีการจ่ายเงินปันผล

3. อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout)

หมายถึง เงินปันผลต่อหุ้น/กำไรสุทธิต่อหุ้น

4. บริษัทในครอบครัว (Family Firms)

หมายถึง การที่บริษัทใด ๆ มีผู้ถือหุ้น โดยบุคคลในครอบครัวใดครอบครัวหนึ่งมากกว่า 25 เปอร์เซ็นต์โดยจะรวมทั้ง การถือครองโดยตรง และการถือครองโดยอ้อม โดยปริมาณการถือครอง 25 เปอร์เซ็นต์ที่ใช้ในการแบ่งประเภทบริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระ เนื่องจากระดับ 25 เปอร์เซ็นต์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดให้เป็นระดับการควบคุมบริษัทของผู้ถือหุ้น (Controlling Shareholders) โดยระดับควบคุมการถือครองหุ้นที่ 25 เปอร์เซ็นต์ผู้ถือครองสามารถคัดค้านการตัดสินใจใดๆของบริษัทได้ สามารถให้มีการตรวจสอบการดำเนินงานธุรกิจ และเงื่อนไขทางการเงินของบริษัท รวมทั้งกำหนดการดำเนินงานของคณะกรรมการได้ สามารถเรียกประชุมใหญ่วิสามัญได้ทุกเวลาที่ต้องการ และสามารถให้ศาลตัดสินให้เลิกกิจการได้ถ้าเห็นว่ากิจการที่ดำเนินการอยู่จะเกิดความสูญเสียมากขึ้น หรือไม่มีทางจะฟื้นฟูได้

วิธีการเก็บข้อมูล และแบ่งแยกระหว่างบริษัทในครอบครัว และ บริษัทอิสระ ทำโดย

1. เก็บข้อมูลการถือครองหุ้นของบุคคลธรรมดา และนิติบุคคล ในบริษัทจดทะเบียน ซึ่งจะมีการรายงานการถือครองหุ้นตั้งแต่ 0.5 เปอร์เซ็นต์ ในฐานะข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. ทำการรวมการถือครองหุ้นของบุคคลธรรมดา ที่มีนามสกุลเดียวกัน ซึ่งถ้ามีการถือครองหุ้นบริษัทจดทะเบียนใดๆ มากกว่า 25 เปอร์เซ็นต์ให้เป็นบริษัทในครอบครัว หลังจากนั้นถ้าบริษัทในครอบครัวดังกล่าวมีการถือครองหุ้นบริษัทอื่นด้วย ก็ให้ทำการรวมกับการถือครองหุ้นของกลุ่มครอบครัวที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทว่ามากกว่า 25 เปอร์เซ็นต์หรือไม่ ถ้ามากกว่า 25 เปอร์เซ็นต์ให้จัดเป็นบริษัทในครอบครัว ถ้าน้อยกว่า 25 เปอร์เซ็นต์ให้เป็นบริษัทอิสระ

ซึ่งในการคำนวณการถือครองหุ้นรวมกันมากกว่า 25 เปอร์เซ็นต์ของบริษัทในครอบครัว จะกำหนดเหมือนกับ La Porta et al. (1999) โดยในการถือครองจะรวมการถือครองโดยตรง และโดยอ้อม ซึ่งการรวมการถือครองหุ้นของบริษัทในครอบครัวจะแสดงการคำนวณดังนี้

ตัวอย่างการคำนวณการถือครองโดยอ้อมบริษัทในครอบครัว ครอบครัวดังกล่าวจะถือครองหุ้นโดยอ้อมในบริษัท A เป็นจำนวน x เปอร์เซ็นต์ ถ้าครอบครัวดังกล่าวถือครองหุ้นในบริษัท B มากกว่า 25 เปอร์เซ็นต์ และบริษัท B ถือครองหุ้นในบริษัท A จำนวน x เปอร์เซ็นต์

ดังนั้นการถือครองหุ้นของบริษัทในครอบครัวสามารถได้จาก การถือครองโดยตรง บวกกับการถือครองโดยอ้อม ของครอบครัวเดียวกัน ซึ่งถ้าผลรวมมากกว่า 25 เปอร์เซ็นต์จะกำหนดให้เป็นบริษัทในครอบครัว โดยมีรายละเอียดบริษัทที่เป็นบริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระของไทยอยู่ในภาคผนวก

บทที่ 4

ผลการวิจัย

ภายหลังจากที่ได้ทำการเก็บข้อมูลการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกาที่มีรายชื่ออยู่ใน Standard and Poor's 500 (S&P 500) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2533-2543 ในการเก็บข้อมูลดังกล่าวไม่รวมบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิต ประกันวินาศภัย และสาธารณูปโภค เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมดังกล่าวจะมีข้อจำกัดในการจ่ายเงินปันผลมากกว่าบริษัทในอุตสาหกรรมอื่น โดยได้ข้อมูลที่ใช้ในการทดสอบจำนวน 1,131 ตัวอย่างสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ 3,356 ตัวอย่างสำหรับบริษัทที่จดทะเบียนที่มีรายชื่ออยู่ใน S&P 500 ของสหรัฐอเมริกา ในบทนี้จะแบ่งการวิเคราะห์จากการจ่ายเงินปันผลออกเป็น 2 แนวทาง คือ 1. การวิเคราะห์การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง 2. การวิเคราะห์การจ่ายเงินปันผลที่ทำหน้าที่เป็นเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น ทำให้ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นลดลง

4.1 การวิเคราะห์การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุน และทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง

ในการทดสอบแนวคิดดังกล่าว จะทำการทดสอบด้วยสมการตัวแปรเดียวเพื่อเป็นการทดสอบในเบื้องต้นว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุน หรือไม่ อย่างไร ผ่านทางผลตอบแทนที่ได้จากหุ้นเนื่องจากการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลเพียงตัวแปรเดียว และหลังจากการทดสอบด้วยสมการตัวแปรเดียว จะทำการทดสอบข้อมูลที่มาจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลด้วยสมการหลายตัวแปร เพื่อเป็นการยืนยันว่าผลกระทบของผลตอบแทนที่ได้จากหุ้นเมื่อมีการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลนั้นไม่ได้เกิดขึ้นจากตัวแปรอื่นที่มีความสำคัญกับผลตอบแทนที่ได้จากราคาหุ้น โดยตัวแปรที่นำมาทดสอบเพิ่มเติม ได้แก่ ผลการดำเนินงานของบริษัท และจำนวนปีที่ไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลก่อนที่จะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล

4.1.1 การวิเคราะห์ข้อมูลที่มาจากการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลด้วยสมการตัวแปรเดียว (Univariate Test)

จากตารางที่ 1 เป็นการทดสอบแนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง ผ่านทางความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผล และการเริ่มจ่ายเงินปันผลที่ทำให้เกิดผลตอบแทนของราคาหุ้นที่มากกว่าตลาด และระดับความแตกต่างของปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลระหว่างบริษัทสหรัฐอเมริกา และบริษัทไทย โดยในการทดสอบออกเป็น 2 ช่วงระยะเวลาการทดสอบ คือ ช่วงยาว (Wide Window) มีระยะเวลาการทดสอบ 62 วัน (-60, +1 วัน) และช่วงสั้น (Narrow Window) มีระยะเวลาการทดสอบ 3 วัน (-1, +1 วัน)

ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์ข้อมูลที่มาจากการงดจ่ายเงินปันผล และการเริ่มจ่ายเงินปันผลของบริษัทในสหรัฐฯ และบริษัทในไทย สำหรับการทดสอบในช่วงยาว (Wide Window) มีระยะเวลาการทดสอบ 62 วัน (-60, +1 วัน)

การวิเคราะห์ข้อมูลที่มาจากการประกาศงดจ่ายเงินปันผล ในช่วงยาว (Wide Window) ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในไทย พบว่าค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดเนื่องจากการประกาศงดจ่ายเงินปันผล (Dividend Omission) มีค่า -5.57 เปอร์เซ็นต์ และ +3.83 เปอร์เซ็นต์ สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในไทย ตามลำดับ โดยค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ได้จากการประกาศงดจ่ายเงินปันผลของทั้ง 2 ประเทศมีความแตกต่างกันมาก สามารถอธิบายได้จากการที่บริษัทในไทย และบริษัทในสหรัฐอเมริกา มีโครงสร้างของบริษัทที่แตกต่างกันและสามารถอธิบายได้ดังนี้

1. สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา โครงสร้างผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่จะเป็นนักลงทุนสถาบันทำให้ระยะเวลาการถือครองผู้ถือหุ้นที่สั้น เนื่องจากนักลงทุนสถาบันมีการเปลี่ยนแปลงการลงทุนอย่างสม่ำเสมอเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่ดี และจากการที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีระยะเวลาการถือครองหุ้นที่สั้น ทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานของแบบจำลองความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลที่ว่าผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นจะไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด ซึ่งผลการทดสอบที่ได้จากการทดสอบด้วยสมการตัวแปรเดียวก็สอดคล้องกับแบบจำลองความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุนทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลง ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงปริมาณการจ่ายเงินปันผลควรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนที่ได้จากราคาหุ้น แต่สมมติฐานของแบบจำลองความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลยังประกอบด้วย สมมติฐานที่

ว่าผู้บริหารจะรู้ข้อมูลมากกว่านักลงทุนเกี่ยวกับการดำเนินการของบริษัท และอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง ซึ่งสมมติฐานดังกล่าวไม่น่าเหมาะสมกับตลาดทุนสหรัฐอเมริกาในปัจจุบันมากนัก เนื่องจากการที่นักลงทุนส่วนใหญ่ของสหรัฐอเมริกาในปัจจุบันเป็นนักลงทุนสถาบัน ทำให้สามารถวิเคราะห์บริษัท และอุตสาหกรรมที่เข้าไปลงทุนได้อย่างละเอียด และไม่แตกต่างกับผู้บริหารของบริษัทมากนัก เนื่องจากการที่นักลงทุนเข้าใจเป็นอย่างดีเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท และอุตสาหกรรมที่จะลงทุน ทำให้นักลงทุนสหรัฐอเมริกาส่งใจเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัทมากกว่าการจ่ายเงินปันผล จากประเด็นดังกล่าวทำให้ต้องทำการทดสอบข้อมูลที่มาจากการจ่ายเงินปันผลด้วยการหลายตัวแปรเพื่อเป็นการหาข้อสรุปที่ชัดเจนว่าผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดที่ได้จากการทดสอบตัวแปรเดียวมาจาก การประกาศเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล หรือผลประกอบการของบริษัท

2. สำหรับบริษัทในไทย ส่วนใหญ่เป็นบริษัทในครอบครัว ทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีการถือครองหุ้นในบริษัทเป็นระยะเวลานาน ดังนั้นความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่จึงมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด และนอกจากนี้การบริหารส่วนใหญ่ของบริษัทในครอบครัวมีการส่งบุคคลในครอบครัวให้มีส่วนร่วมในการบริหาร ทำให้สามารถจัดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลได้ เนื่องจากผู้บริหารสามารถส่งข้อมูลให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้โดยตรง และผลการทดสอบข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทไทยมีความขัดแย้งกับแบบจำลองความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลอย่างชัดเจน ซึ่งจากแบบจำลองผลตอบแทนที่ได้จากการประกาศจ่ายเงินปันผลควรมีผลตอบแทนที่เป็นลบ แต่ผลตอบแทนที่ได้จากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทไทยมีค่าเป็น +3.83 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งเป็นการยืนยันแนวคิดที่ว่า บริษัทในไทย โดยเฉพาะบริษัทในครอบครัวจะมีปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลที่น้อยมาก และผลตอบแทนที่เป็นบวกเนื่องจากการจ่ายเงินปันผลของบริษัทไทยสามารถอธิบายจากการที่บริษัทของไทยไม่มีปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล ทำให้การจ่ายเงินปันผลของไทยเป็นการจ่ายปริมาณเงินอิสระ (Free Cash Flows) ของบริษัทให้แก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้นเมื่อมีโครงการลงทุนที่เหมาะสมเกิดขึ้นเงินที่ใช้ในการลงทุนจะเป็นปริมาณเงินอิสระของบริษัทเป็นสิ่งที่ผู้บริหารจะนำไปลงทุน ทำให้บริษัทไทย โดยเฉพาะบริษัทในครอบครัวจะทำการประกาศจ่ายเงินปันผล เนื่องจากต้องนำปริมาณเงินอิสระดังกล่าวไปลงทุน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวยังเป็นการรักษาระดับการลงทุนของบริษัทให้อยู่ที่ระดับที่ให้ประโยชน์สูงสุดแก่บริษัท (Fisher's Optimum) แต่เมื่อพิจารณาค่ามัธยฐานของไทยพบว่ามีค่า -3.62 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งค่าที่ได้มีความแตกต่างกันอย่างชัดเจนซึ่งสามารถอธิบายได้จากสาเหตุในการประกาศจ่ายเงินปันผลของไทยที่แตกต่างกัน 2 ประการคือ

1. การที่บริษัทมีโครงการลงทุนที่เหมาะสม ทำให้ประกาศจ่ายเงินปันผล ในกรณีนี้ผลตอบแทนที่ได้จากการประกาศจ่ายเงินปันผลจะเป็นบวก

2. การที่บริษัทมีผลการดำเนินการที่แยกลงจนไม่สามารถที่จะจ่ายเงินปันผลได้ ในกรณีนี้ผลตอบแทนที่ได้จากการประกาศงดจ่ายเงินปันผลจะเป็นลบ

จากสาเหตุที่แตกต่างกันมากของการงดจ่ายเงินปันผลของบริษัทไทยทำให้มีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานที่สูงมากถึง 16.84 เปอร์เซนต์

และผลการทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดของบริษัทในไทย และบริษัทในสหรัฐอเมริกา ด้วยวิธีการ Two-tailed t-test พบว่าไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของสหรัฐอเมริกา และไทยที่มีค่าสูงมาก โดยบริษัทในสหรัฐอเมริกามีค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน 14.10 เปอร์เซนต์ สาเหตุมาจากการที่จำนวนข้อมูลมีปริมาณน้อยเพียง 12 ตัวอย่าง แต่เมื่อพิจารณาเฉพาะค่าเฉลี่ยที่แตกต่างกันมากทำให้สามารถอ้างได้ว่า บริษัทของไทยมีระดับปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลที่น้อยกว่าในสหรัฐอเมริกามาก

สำหรับบริษัทในครอบครัวของไทย ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ได้จากการประกาศงดจ่ายเงินปันผลในช่วงยาว มีค่า 5.06 เปอร์เซนต์ เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทไทยมีความแตกต่างกันเพียงเล็กน้อย ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่าบริษัทไทยส่วนใหญ่เป็นบริษัทในครอบครัว และเมื่อทำการแบ่งช่วงเวลาทำการทดสอบออกเป็น 3 ช่วงการทดสอบ คือ ปี 33-39 ปี 40 และ ปี 41-43 พบว่าในช่วงปี 33-39 ค่าเฉลี่ยที่ได้มีค่า 18.02 เปอร์เซนต์ โดยค่าดังกล่าวมีนัยสำคัญที่ 5 เปอร์เซนต์ด้วยการทำให้เป็นการยืนยันสมมติฐานที่ว่า บริษัทของไทยโดยเฉพาะบริษัทในครอบครัว เมื่อมีโครงการลงทุนที่เหมาะสม บริษัทจะนำปริมาณเงินอิสระ (Free Cash Flow) ทั้งหมดของบริษัทมาลงทุน ทำให้ต้องมีการประกาศงดจ่ายเงินปันผล ซึ่งในปี 33-39 จะเป็นช่วงที่เศรษฐกิจของไทยอยู่ในเกณฑ์ดี ดังนั้นการที่งดจ่ายเงินปันผลในช่วงดังกล่าวน่าจะเกิดจากการที่บริษัทมีโครงการลงทุนที่เหมาะสมทำให้ผลตอบแทนของราคาหุ้นที่ได้จากการประกาศงดจ่ายเงินปันผลเป็นบวกอย่างชัดเจน และเมื่อทดสอบความแตกต่างระหว่างบริษัทในสหรัฐอเมริกา กับบริษัทในครอบครัวของไทย ในปี 33-43 มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ 5 เปอร์เซนต์ด้วย

สำหรับบริษัทอิสระของไทย พบว่ามีค่าเฉลี่ยเนื่องจากการประกาศงดจ่ายเงินปันผลสำหรับการทดสอบในช่วงยาวมีค่า -2.29 เปอร์เซนต์ เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทไทยมีความแตกต่างกันมาก เนื่องจากการที่บริษัทอิสระของไทยผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ไม่มีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด และการที่ผู้บริหารจะรู้ข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัทดีกว่านักลงทุน ทำให้สอดคล้องกับแบบจำลองความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลที่ว่า การเปลี่ยนแปลงจ่ายเงินปันผลควรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลตอบแทนของราคาหุ้น ดังนั้นเมื่อมีการประกาศงดจ่ายเงินปันผลของบริษัทอิสระผลตอบแทนที่ได้จากราคาหุ้นจึงมีค่าเป็นลบ และผลกระทบของราคาหุ้นเมื่อมีการประกาศงดจ่ายเงินปันผลของบริษัทอิสระที่น้อยกว่าในสหรัฐอเมริกาก็เกิดจากนักลงทุนส่วนใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายย่อย และมีขนาดเล็กทำให้ไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนสถาบัน เนื่องจากกลัวปัญหาสภาพคล่อง

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลที่มาจากการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผล ในช่วงยาว (Wide Window) ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในไทย พบว่าค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดเนื่องจากการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผลมีค่า +16.13 เปอร์เซ็นต์ และ +6.72 เปอร์เซ็นต์ สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในไทย ตามลำดับ โดยค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดที่มาจาก การเริ่มจ่ายเงินปันผลของบริษัทสหรัฐอเมริกามีนัยสำคัญที่ 5 เปอร์เซ็นต์ด้วย โดยค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดของทั้งสองประเทศมีความแตกต่างกันมาก ซึ่งสอดคล้องกับผลการทดสอบข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผล

สำหรับบริษัทในครอบครัวของไทย มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดมีค่า +6.32 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งค่าที่ได้มีค่าไม่แตกต่างกับบริษัทไทย เนื่องจากบริษัทของไทยส่วนใหญ่เป็นบริษัทในครอบครัว ทำให้กล่าวได้ว่า การเริ่มจ่ายเงินปันผลของบริษัทในครอบครัวไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน

สำหรับบริษัทอิสระของไทย มีค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดมีค่า +8.31 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งสอดคล้องกับผลการทดสอบการกระจายเงินปันผล ทำให้สามารถกล่าวได้ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน แต่ผลกระทบของราคายังอยู่ในระดับที่ต่ำมากเนื่องมาจากปัญหาสภาพคล่อง และขนาดของบริษัท รวมทั้งกฎระเบียบของทางราชการไทย เช่น การที่กำหนดให้ ธนาคารพาณิชย์ทำการซื้อหุ้นได้ไม่เกิน 10 เปอร์เซ็นต์ของทุนจดทะเบียน ทำให้ธนาคารพาณิชย์ของไทยซึ่งเป็นแหล่งระดมเงินทุนหลักของไทยไม่สามารถลงทุนในบริษัทขนาดเล็กได้

สรุป การจ่ายเงินปันผลของไทย โดยเฉพาะบริษัทในครอบครัว การจ่ายเงินปันผลไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุนในช่วงยาว สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกผลการทดสอบพบว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน แต่เนื่องจากการทดสอบตัวแปรเดียวไม่ได้รวมตัวแปรอื่นที่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นมาใช้ในการทดสอบ ดังนั้นจึงจำเป็นต้องทดสอบด้วยสมการหลายตัวแปรเพื่อเป็นการยืนยันสมมติฐานดังกล่าว

ส่วนที่ 2 การงดจ่ายเงินปันผล และการเริ่มจ่ายเงินปันผลของบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในไทย สำหรับการทดสอบในช่วงระยะเวลาสั้น (Narrow window)

การวิเคราะห์ข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผล สำหรับการทดสอบในช่วงสั้น (Narrow window) ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในไทย มีค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดเนื่องจากการประกาศจ่ายเงินปันผลมีค่า +0.26 เปอร์เซ็นต์ และ +1.2 เปอร์เซ็นต์ สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในไทย ตามลำดับ ซึ่งค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่ได้จากการงดจ่ายเงินปันผลมีค่าน้อยมากโดยเฉพาะบริษัทในสหรัฐอเมริกา โดยสามารถอธิบายได้ดังนี้

สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา การที่ผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลในระยะสั้น มีผลต่อราคาหุ้นน้อยมาก เนื่องจากในประเทศสหรัฐอเมริกานักลงทุนส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน ทำให้มีการคาดการณ์ผลการดำเนินงาน และการจ่ายเงินปันผลล่วงหน้า โดยเฉพาะการคาดการณ์ในระยะสั้นจะมีความถูกต้องที่สูงมาก เนื่องจากนักลงทุนสถาบันที่ทำการวิเคราะห์จะมีการไปพบกับผู้บริหารบริษัท และมีความเข้าใจในธุรกิจที่ทำการวิเคราะห์เป็นอย่างดี ดังนั้นเมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผลอย่างเป็นทางการจึงไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในช่วงสั้น โดยมีสาเหตุจากนักลงทุนมีการคาดการณ์การประกาศจ่ายเงินปันผลไว้ล่วงหน้าแล้ว

สำหรับบริษัทในประเทศไทย ผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลในระยะสั้นที่มีผลต่อราคาหุ้นน้อย เนื่องมาจากการที่บริษัทของไทยส่วนใหญ่เป็นบริษัทในครอบครัว ทำให้การจ่ายเงินปันผลไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ักลงทุน ซึ่งสามารถอธิบายได้เช่นเดียวกันกับการทดสอบในช่วงยาว คือ การที่บริษัทของไทย ส่วนใหญ่เป็นบริษัทในครอบครัว ทำให้ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด ทำให้การจ่ายเงินปันผลไม่มีความจำเป็นในการทำหน้าที่ส่งข้อมูลให้แก่ผู้ถือหุ้น เนื่องจากผู้บริหารสามารถส่งข้อมูลให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้โดยตรง และข้อมูลการจ่ายเงินปันผลนั้นผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะทราบก่อนมีการประกาศอย่างเป็นทางการเป็นเวลานาน

ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของการงดจ่ายเงินปันผลที่ทำให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลง ในช่วงที่ทำการทดสอบระยะสั้น พบว่าค่าเฉลี่ยที่ได้ระหว่างประเทศไทยและสหรัฐไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากการงดจ่ายเงินปันผลของบริษัทในไทย และบริษัทในสหรัฐอเมริกา ไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ักลงทุนในช่วงสั้น (-1, +1 วัน)

สำหรับบริษัทในครอบครัวของไทย ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดเนื่องจากการประกาศจ่ายเงินปันผลมีค่า +1.17 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งค่าเฉลี่ยที่ได้มีค่าน้อย และไม่มีนัยสำคัญ ทำให้สามารถสรุปได้เหมือนกับบริษัทไทย เนื่องมาบริษัทของไทยส่วนใหญ่เป็นบริษัทในครอบครัว

สำหรับบริษัทอิสระของไทย ค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดเนื่องจากการประกาศจ่ายเงินปันผลมีค่า +1.38 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งค่าที่ได้มีค่าน้อยและไม่มีนัยสำคัญ เนื่องมาจากการที่เป็นบริษัทอิสระของไทยเป็นบริษัทขนาดเล็ก และมีสภาพคล่องต่ำ ทำให้การจ่ายเงินปันผลไม่ได้รับความสนใจจากักลงทุน ดังนั้นการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทอิสระจึงไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ักลงทุนในช่วงสั้น

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลที่มาจากการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผล ในช่วงสั้น (Narrow Window) ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในไทยทั้งหมด พบว่าค่าเฉลี่ยของผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดเนื่องจากการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผลมีค่า 0.05 เปอร์เซ็นต์ และ -1.96 เปอร์เซ็นต์ สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในไทย ตามลำดับ ซึ่งค่าเฉลี่ยที่ได้มีค่าน้อย โดยเฉพาะบริษัทในสหรัฐอเมริกา ซึ่งสามารถอธิบายได้ดังนี้

สำหรับบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาสาเหตุที่ การประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผล มีผลกระทบต่อราคาหุ้นในช่วงสั้นน้อย และไม่มีนัยสำคัญ จะสอดคล้องกับการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทในสหรัฐอเมริกาสำหรับการทดสอบในช่วงสั้น คือ การที่นักลงทุนส่วนใหญ่ของสหรัฐเป็นสถาบันทำให้มีการคาดการณ์การจ่ายเงินปันผลล่วงหน้า ดังนั้นเมื่อมีการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผลจึงไม่เป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุนในช่วงสั้น

สำหรับบริษัทในประเทศไทยสาเหตุที่การประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อราคาหุ้นในช่วงสั้นน้อย และไม่มีนัยสำคัญ เกิดจากการที่บริษัทส่วนใหญ่ของไทยเป็นบริษัทในครอบครัว ทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่รู้ข้อมูลการเริ่มจ่ายเงินปันผลก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นเวลานาน ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลของไทย จึงไม่เป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุนในช่วงสั้น

ผลการวิเคราะห์ความแตกต่างของข้อมูลที่มาจากการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผลที่มีผลต่อราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงในช่วงสั้น พบว่าค่าเฉลี่ยที่ได้ระหว่างบริษัทในไทยและบริษัทในสหรัฐอเมริกาไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากการเริ่มจ่ายเงินปันผลของไทย และสหรัฐอเมริกาในช่วงการทดสอบระยะสั้น จะไม่เป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุน

สำหรับบริษัทในครอบครัว การเริ่มจ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยผลตอบแทน -2.16 เปอร์เซ็นต์ โดยค่าที่ได้มีค่าน้อย และไม่มีนัยสำคัญ เนื่องจากผู้ถือหุ้นรับทราบข่าวดังกล่าวมาก่อนเป็นเวลานาน ทำให้ผลกระทบของราคาหุ้นเนื่องจากการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผลมีค่าน้อย ทำให้กล่าวได้ว่า การเริ่มจ่ายเงินปันผลของบริษัทในครอบครัวไม่เป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุนสำหรับการทดสอบในช่วงสั้น

สำหรับบริษัทอิสระของไทย การเริ่มจ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยผลตอบแทน -1.16 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งค่าที่ได้มีค่าน้อย และไม่มีนัยสำคัญ เนื่องจากมีสภาพคล่องต่ำมากทำให้ไม่ค่อยได้รับความสนใจจากนักลงทุนมากนัก ทำให้สรุปได้ว่า การประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผลของบริษัทอิสระไม่เป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุนสำหรับการทดสอบในช่วงสั้น

สรุป การจ่ายเงินปันผลของบริษัทไทย และบริษัทในสหรัฐอเมริกา จะไม่เป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุนสำหรับการทดสอบในช่วงสั้น โดยมีสาเหตุ คือ บริษัทในสหรัฐอเมริการะจ่ายเงินปันผลในช่วงสั้นไม่เป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุน เนื่องจากนักลงทุนในสหรัฐอเมริกามีการคาดการณ์การจ่ายเงินปันผลไว้ล่วงหน้า และบริษัทไทย โดยเฉพาะบริษัทในครอบครัว การจ่ายเงินปันผลไม่เป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุน เนื่องจากการที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะรู้ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลเป็นเวลานาน และสำหรับบริษัทอิสระของไทย เนื่องจากบริษัทอิสระของไทยเป็นบริษัทที่มีขนาดเล็ก และสภาพคล่องน้อยมาก ทำให้ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุนมากนัก

ตารางที่ 1

แสดงผลตอบแทนที่มาจากประกาศจ่ายเงินปันผล และเริ่มจ่ายเงินปันผล สำหรับบริษัทสหรัฐอเมริกา และบริษัทไทย โดยวิธีการลงทุนแบบซื้อแล้วถือครอง ในช่วงยาว และช่วงสั้น

ตารางนี้เป็นการรายงานผลตอบแทนที่ได้เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผล และเริ่มจ่ายเงินปันผล สำหรับบริษัทที่ทำการทดสอบไม่รวมสถาบันการเงิน ประกันภัย ประกันวินาศกรรม และสาธารณูปโภค โดยในสหรัฐอเมริกาที่ทำการทดสอบต้องมีรายชื่ออยู่ใน S&P 500 ในปี 2543 และบริษัทไทยที่ทำการทดสอบจะเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผลตอบแทนที่เนื่องจากการประกาศจ่ายเงินปันผล และเริ่มจ่ายเงินปันผล คำนวณได้จาก ผลตอบแทนที่ได้จากการซื้อแล้วถือครอง (Buy and Hold) ของหุ้น โดยเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่ได้จากตลาด สำหรับการทดสอบในช่วงยาว (Wide Window) จะอยู่ในช่วง 60 วันก่อนการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล จนถึง 1 วันหลังจากมีการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล สำหรับการทดสอบในช่วงสั้น (Narrow Window) จะอยู่ในช่วง 1 วันก่อนการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล จนถึง 1 วันหลังจากมีการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยผลตอบแทนที่ได้จากตลาดเราจะใช้ผลตอบแทนที่ได้จากดัชนีของ S&P 500 สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา และใช้ผลตอบแทนที่ได้จาก SET Index สำหรับประเทศไทย โดยในการทดสอบจะใช้ข้อมูลในช่วง 2533-2543 ในการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย two-tailed t-test ในการทดสอบ

ส่วนที่ 1 การงดจ่ายเงินปันผล และการเริ่มจ่ายเงินปันผล สำหรับการทดสอบในช่วงยาว (Wide Window) โดยมีระยะเวลา 62 วัน (-60,+1)

	บริษัท ในสหรัฐ	บริษัท ไทย	ผลตอบแทนที่ได้จากการประกาศจ่ายเงินปันผล				บริษัท อิสระไทย
			บริษัทในครอบครัวยุโรปแบ่งตามปีที่ทดสอบ	ปี 33-43	ปี 33-39	ปี 40	
จำนวนข้อมูล	12	107	89	18	14	57	18
ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่มากกว่าตลาด (Excess Return)	-0.0557	0.0383	0.0506	0.1802*	-0.0929	0.0449	-0.0229
(ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน)	(0.1410)	(0.1684)	(0.1559)	(0.0812)	(0.1093)	(0.1273)	(0.2291)
ค่ามัธยฐาน	-0.0180	-0.0362	-0.0362	0.0923	-0.0423	-0.0312	-0.0293
ทดสอบความแตกต่างระหว่าง บริษัทในสหรัฐ และบริษัทไทย		-0.4280	-0.5057	-2.0503*	0.2948	-0.7489	-0.1219

* มีนัยสำคัญที่ 5เปอร์เซ็นต์ สำหรับการทดสอบความแตกต่างด้วยวิธี two-tailed t-test

ผลตอบแทนที่ได้จากการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผล				
	บริษัท ในสหรัฐ	บริษัท ไทย	บริษัทใน ครอบครัวไทย	บริษัท อิสระไทย
จำนวนข้อมูล	21	80	64	16
ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่มากกว่าตลาด (Excess return)	0.1613*	0.0672	0.0632	0.0831
(ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน)	(0.0790)	(0.1143)	(0.1241)	(0.1310)
ค่ามัธยฐาน	0.0912	0.0739	0.0611	0.0993
ทดสอบความแตกต่างระหว่าง บริษัทในสหรัฐ และบริษัทไทย		0.6778	0.6684	0.5112

* มีนัยสำคัญที่ 5เปอร์เซ็นต์ สำหรับการทดสอบความแตกต่างด้วยวิธี two-tailed t-test

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ส่วนที่ 2 การงดจ่ายเงินปันผล และการเริ่มจ่ายเงินปันผล สำหรับการทดสอบในช่วงสั้น (Narrow Window) โดยมีระยะเวลา 3 วัน (-1,+1)

ผลตอบแทนที่ได้จากการประกาศงดจ่ายเงินปันผล				
	บริษัท ในสหรัฐ	บริษัท ไทย	บริษัทใน ครอบครัวไทย	บริษัท อิสระไทย
จำนวนข้อมูล	12	107	89	18
ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่มากกว่าตลาด (Excess return)	0.0026	0.0120	0.0117	0.0138
(ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน)	(0.0229)	(0.0175)	(0.0174)	(0.0192)
ค่ามัธยฐาน	-0.0002	0.0105	0.0101	0.0148
ทดสอบความแตกต่างระหว่าง บริษัทในสหรัฐ และบริษัทไทย		-0.3261	-0.3164	-0.3747
ผลตอบแทนที่ได้จากการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผล				
	บริษัท ในสหรัฐ	บริษัท ไทย	บริษัทใน ครอบครัวไทย	บริษัท อิสระไทย
จำนวนข้อมูล	21	80	64	16
ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนที่มากกว่าตลาด (Excess Return)	0.0005	-0.0196	-0.0216	-0.0116
(ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน)	(0.0134)	(0.0199)	(0.0629)	(0.0302)
ค่ามัธยฐาน	0.0020	-0.0074	-0.01054	-0.0017
ทดสอบความแตกต่างระหว่าง บริษัทในสหรัฐ และบริษัทไทย		0.8378	0.3363	0.3662

4.1.2 การวิเคราะห์ข้อมูลที่มาจากการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลด้วยสมการหลายตัวแปร (Multivariate Test)

การทดสอบข้อมูลที่มาจากการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลด้วยสมการหลายตัวแปร เป็นการทดสอบต่อเนื่องจากการทดสอบตัวแปรเดียว เนื่องจากในการทดสอบตัวแปรเดียวยังไม่ได้รวมตัวแปรอื่นที่มีความสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงผลตอบแทนของหุ้น โดยตัวแปรที่นำมาทดสอบเพิ่มเติมได้แก่

1. ผลการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานในช่วงระยะเวลาที่ทำการทดสอบของการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล

2. จำนวนปีที่ไม่ได้เปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ซึ่งในการทดสอบการวิเคราะห์ข้อมูลที่มาจากการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลด้วยสมการหลายตัวแปร (Multivariate Test) จะแบ่งการทดสอบออกเป็น 4 ส่วนคือ

ส่วนที่ 1 ผลการทดสอบข้อมูลที่มาจากการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผลด้วยสมการหลายตัวแปร ในช่วงระยะเวลาการทดสอบยาว (Wide Windows)

สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา การทดสอบด้วยสมการหลายตัวแปรเพื่อเป็นการยืนยันว่าแบบจำลองความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลมีความเหมาะสมเพียงไร เนื่องจากสมมติฐานของแบบจำลองความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลที่ว่า ผู้บริหารรู้ข้อมูลมากกว่านักลงทุนเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท และอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง ซึ่งสมมติฐานดังกล่าวเมื่อนำมาใช้กับตลาดทุนของสหรัฐอเมริกาในปัจจุบันไม่น่าที่จะเหมาะสมนัก เนื่องจากปัจจุบันนักลงทุนในสหรัฐอเมริกา โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบันจะมีความเข้าใจในบริษัท และธุรกิจที่เข้าไปลงทุนเป็นอย่างดี และผลการทดสอบด้วยสมการหลายตัวแปรพบว่าสมมติฐานดังกล่าวไม่เหมาะสมนัก เนื่องจากตัวแปรที่มีความสำคัญ ที่มีผลต่อผลตอบแทนที่ได้จากราคาหุ้น เป็นการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานของบริษัท โดยค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงจ่ายเงินปันผลของสหรัฐมีค่าเพียง -0.5411 และไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งต่างกับค่าสัมประสิทธิ์การเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานที่มีค่า 15.4103 และค่าดังกล่าวยังมีนัยสำคัญที่ระดับ 1 เปอร์เซ็นต์ด้วย ดังนั้นสมมติฐานจากการทดสอบตัวแปรเดียวที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ักลงทุนจึงไม่เหมาะสม โดยตัวแปรที่สำคัญที่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ักลงทุนคือ การเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานของบริษัท สามารถอธิบายได้จากเหตุผลที่เรากล่าวไว้ก่อนหน้านี้ คือ การที่นักลงทุนในสหรัฐมีความเข้าใจในการดำเนินการของบริษัทมากขึ้น โดยเฉพาะนักลงทุนสถาบัน ทำให้การจ่ายเงินปันผลจึงมีความสำคัญน้อยลงในการส่งข้อมูลให้

แก่นักลงทุน ซึ่งต่างจากอดีตที่นักลงทุนมีความเข้าใจในบริษัท และอุตสาหกรรมที่เข้าไปลงทุนไม่มากเหมือนในปัจจุบัน

เมื่อทำการทดสอบบริษัทในไทยพบว่าสัมประสิทธิ์ของการเริ่มการจ่ายเงินปันผล มีค่า 0.1851 สำหรับบริษัทไทย และมีค่า -0.1526 และ 0.9637 สำหรับบริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระตามลำดับ โดยที่ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้ทุกตัวไม่มีนัยสำคัญ ซึ่งสามารถอธิบายได้จากการที่การจ่ายเงินปันผลของไทยโดยเฉพาะบริษัทในครอบครัว การจ่ายเงินปันผลไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน ดังนั้นสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของไทย จึงไม่มีนัยสำคัญซึ่ง สอดคล้องกับการทดสอบตัวแปรเดียวที่ว่า การเริ่มจ่ายเงินปันผลของไทยไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน

ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผลด้วยสมการหลายตัวแปร ในช่วงระยะเวลาการทดสอบยาว (Wide Windows)

โดยบริษัทในสหรัฐอเมริกาค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสำหรับการจ่ายเงินปันผลมีค่า -0.1057 และค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงาน มีค่า 3.5350 ซึ่งค่าที่ได้สอดคล้องกับการทดสอบในช่วงที่ 1 ทำให้สามารถกล่าวได้ว่าตัวแปรที่สำคัญในการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุนในสหรัฐอเมริกา คือ การเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานของบริษัท

สำหรับในประเทศไทยสำหรับการจ่ายเงินปันผล ค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในครอบครัว และบริษัทไทยทั้งหมด มีค่า -2.1880 และ -1.8773 โดยค่าทั้ง 2 มีนัยสำคัญที่ระดับ 1 เปอร์เซนต์ ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่เราตั้งไว้ในการทดสอบตัวแปรเดียว คือ บริษัทไทยโดยเฉพาะบริษัทในครอบครัวจะไม่มีปัญหาทางด้านข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน ทำให้นโยบายจ่ายเงินปันผลของไทยโดยเฉพาะบริษัทในครอบครัว เป็นการจ่ายปริมาณเงินอิสระ (Free Cash Flow) ของบริษัทเพื่อรักษาระดับการลงทุนให้อยู่ในระดับที่ให้ผลตอบแทนกับบริษัทสูงสุด (Fisher's Optimum) ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลของบริษัทไทยโดยเฉพาะบริษัทในครอบครัว น่าจะมีสาเหตุสำคัญประการหนึ่งในการจ่ายเงินปันผล คือ การที่บริษัทมีโครงการลงทุนที่เหมาะสม ทำให้มีความต้องการใช้ปริมาณเงินอิสระ (Free Cash Flows) ของบริษัททั้งหมดในการลงทุนโครงการดังกล่าว ซึ่งการลงทุนดังกล่าวทำให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้นสำหรับบริษัทอิสระของไทย การจ่ายเงินปันผลนั้นมีค่าสัมประสิทธิ์สำหรับการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล -1.1742 ซึ่งค่าที่ได้ไม่มีนัยสำคัญ ทำให้สรุปได้เช่นเดียวกับการทดสอบตัวแปรเดียวที่ว่า บริษัทอิสระของไทยการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุนในระดับต่ำมาก

สรุป การการจ่ายเงินปันผลในสหรัฐอเมริกาเป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุนน้อยลงเมื่อเทียบกับ การทดสอบในอดีต โดยตัวแปรที่นักลงทุนในสหรัฐอเมริกาให้ความสำคัญมากกว่า คือ การเปลี่ยนแปลงผลการดำเนินงานของบริษัท

สำหรับประเทศไทย โดยเฉพาะบริษัทในครอบครัว เป็นการยืนยันว่าการจ่ายเงินปันผลไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน เนื่องจากปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลของไทยมีน้อยมาก และบริษัทอิสระของไทยการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุนแต่อยู่ในระดับที่ต่ำมาก เนื่องจากบริษัทอิสระมีสภาพคล่องน้อยทำให้ไม่ได้รับความสนใจจากนักลงทุน

ส่วนที่ 3 ผลการทดสอบข้อมูลที่มาจากการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผลด้วยสมการหลายตัวแปร ในช่วงระยะเวลาสั้น (Narrow Windows)

โดยค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงการเริ่มจ่ายเงินปันผล ในสหรัฐมีค่า -0.43193 ส่วนในประเทศไทยมีค่า -0.5563 และมีค่า -0.6666 และ -0.2725 สำหรับบริษัทในครอบครัว (Family Firms) และบริษัทอิสระ (Independent Firms) ตามลำดับ ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์ทั้งหมดไม่มีนัยสำคัญ ทำให้สามารถกล่าวได้ว่าการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผลของไทย และสหรัฐอเมริกา ในช่วงระยะเวลาการทดสอบที่สั้น ($-1, +1$ วัน) ไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่เราตั้งไว้จากการทดสอบข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผลด้วยสมการตัวแปรเดียว

ช่วงที่ 4 ผลการทดสอบข้อมูลที่มาจากการประกาศจ่ายเงินปันผลด้วยสมการหลายตัวแปร ในช่วงระยะเวลาสั้น (Narrow Windows)

โดยค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงการงดจ่ายเงินปันผล ในสหรัฐมีค่า -0.040187 ส่วนในประเทศไทยมีค่า 0.0009 และมีค่า 0.001 และ -0.1005 สำหรับบริษัทในครอบครัว (Family firms) และบริษัทอิสระ (Independent firms) ตามลำดับ ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์ทั้งหมดไม่มีนัยสำคัญ ทำให้สามารถกล่าวได้ว่าการประกาศงดจ่ายเงินปันผลของไทย และสหรัฐอเมริกา ในช่วงระยะเวลาการทดสอบที่สั้น ($-1, +1$ วัน) ไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานที่เราตั้งไว้จากการทดสอบข้อมูลที่มาจากการประกาศงดจ่ายเงินปันผลด้วยสมการตัวแปรเดียว

ตารางที่ 2

แสดงค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการทดสอบด้วยสมการถดถอย สำหรับผลตอบแทนที่มากกว่าตลาด เนื่องมาจากการจ่ายเงินปันผล และเริ่มจ่ายเงินปันผล ด้วยสมการหลายตัวแปร

ตารางต่อไปนี้ แสดงค่าสัมประสิทธิ์สำหรับบริษัทที่ทำการทดสอบไม่รวมสถาบันการเงิน ประกันภัย ประกันวินาศกรรม และสาธารณูปโภค โดยบริษัทในสหรัฐอเมริกาที่ทำการทดสอบต้องมีรายชื่ออยู่ใน S&P 500 ในปี 2543 และบริษัทไทยที่ทำการทดสอบจะเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผลตอบแทนที่เนื่องจากการประกาศจ่ายเงินปันผล และเริ่มจ่ายเงินปันผล จำนวนได้จาก ผลตอบแทนที่ได้จากการซื้อแล้วถือครอง (Buy and Hold) ของหุ้น โดยเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่ได้จากตลาด สำหรับการทดสอบในช่วงระยะเวลายาว (Wide Window) จะอยู่ในช่วง 60 วันก่อนการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล จนถึง 1 วันหลังจากมีการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล สำหรับการทดสอบในช่วงระยะเวลาสั้น (Narrow Window) จะอยู่ในช่วง 1 วันก่อนการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล จนถึง 1 วันหลังจากมีการประกาศเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยผลตอบแทนที่ได้จากตลาดเราจะใช้ผลตอบแทนที่ได้จากดัชนีของ S&P 500 สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา และใช้ผลตอบแทนที่ได้จาก SET Index สำหรับประเทศไทย โดยสมการที่ใช้ในการทดสอบมีอยู่ด้วยกัน 2 สมการคือ

$$1. ER = \beta_1 + \beta_2(DY_{u.s.}) + \beta_3(EY_{u.s.}) + \beta_4(YEAR_{u.s.}) + \beta_5(DY_{thai}) + \beta_6(EY_{thai}) + \beta_7(YEAR_{thai})$$

$$2. ER = \beta_1 + \beta_2(DY_{u.s.}) + \beta_3(EY_{u.s.}) + \beta_4(YEAR_{u.s.}) + \beta_5(DY_{family}) + \beta_6(EY_{family}) + \beta_7(YEAR_{family}) + \beta_8(DY_{independent}) + \beta_9(EY_{independent}) + \beta_{10}(YEAR_{independent}) + \beta_{11}(DY_{independent}) + \beta_{12}(EY_{independent}) + \beta_{13}(YEAR_{independent})$$

โดยสมการทั้ง 2 จะแตกต่างกันที่บริษัทของไทยในสมการที่ 1 จะไม่มีการแบ่งเป็นบริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระ โดยในสมการที่ 2 จะทำการแบ่ง และข้อมูลของบริษัทในสหรัฐยังเหมือนเดิมทั้งสมการที่ 1 และสมการที่ 2 กำหนดให้ผลตอบแทนที่มากกว่าตลาดเป็นตัวแปรตาม โดยใช้วิธีสมการถดถอย (Ordinary Least Square) และการทดสอบความแตกต่างของสัมประสิทธิ์ของผลตอบแทนที่ได้จากการจ่ายเงินปันผลด้วย Wald Test

ส่วนที่ 1 ผลการทดสอบข้อมูลที่มาจากการเริ่มจ่ายเงินปันผลด้วยสมการหลายตัวแปร ในช่วงยาว (Wide Windows) โดยมีระยะเวลาการทดสอบ 62 วัน (-60, +1 วัน)

ค่าสัมประสิทธิ์	บริษัทใน สหรัฐ	บริษัท ไทย	บริษัทใน ครอบครัวไทย	บริษัท อิสระไทย
ผลตอบแทนที่ได้จากเงินปันผล (Dividend Yield)	-0.5411	-0.1851	-0.1526	0.9637
ผลตอบแทนที่ได้จากผลการดำเนินงานที่เปลี่ยนแปลง (Δ Earning Yield)	15.4103*	0.1408	0.1120	-0.0001
จำนวนปี (Year)	-0.0106	-0.0253	-0.0484	0.0186
Adjusted R-squared = 0.0346				
ทดสอบความแตกต่างค่าสัมประสิทธิ์ของผลตอบแทนที่ได้จากเงินปันผล ระหว่างบริษัทในสหรัฐ และบริษัทไทย		0.0431	0.4820	0.0419

* มีนัยสำคัญที่ 1 เปอร์เซ็นต์

ส่วนที่ 2 ผลการทดสอบข้อมูลที่มาจากการกระจายเงินปันผลด้วยสมการหลายตัวแปร ในช่วงยาว
(Wide Windows) โดยมีระยะเวลาการทดสอบ 62 วัน (-60, +1 วัน)

ค่าสัมประสิทธิ์	บริษัทใน สหรัฐ	บริษัท ไทย	บริษัทใน กรอบครัวไทย	บริษัท อิสระไทย
ผลตอบแทนที่ได้จากเงินปันผล				
(Dividend Yield)	-0.1057	-1.8773*	-2.1881*	-1.1742
ผลตอบแทนที่ได้จากผลการดำเนินงานที่เปลี่ยนแปลง				
(Δ Earning Yield)	3.5350	0.2484	0.2219	-1.7648
จำนวนปี (Year)	0.0115	-0.0367	-0.0385	0.0016
Adjusted R-squared = 0.1056				
ทดสอบความแตกต่างค่าสัมประสิทธิ์ของผลตอบแทนที่ได้จากเงินปันผล				
ระหว่างบริษัทในสหรัฐ และบริษัทไทย		2.9194**	2.9085**	0.1417

* มีนัยสำคัญที่ 1 เปอร์เซ็นต์

** มีนัยสำคัญที่ 10 เปอร์เซ็นต์

ส่วนที่ 3 ผลการทดสอบข้อมูลที่มาจากการเริ่มจ่ายเงินปันผลด้วยสมการหลายตัวแปร ในช่วงสั้น
(Narrow Windows) โดยมีระยะเวลาการทดสอบ 3 วัน (-1, +1 วัน)

ค่าสัมประสิทธิ์	บริษัทใน สหรัฐ	บริษัท ไทย	บริษัทใน กรอบครัวไทย	บริษัท อิสระไทย
ผลตอบแทนที่ได้จากเงินปันผล				
(Dividend Yield)	-0.4319	-0.5563	-0.6666	-0.2725
ผลตอบแทนที่ได้จากผลการดำเนินงานที่เปลี่ยนแปลง				
(Δ Earning Yield)	-0.6117	0.2398	0.1963	0.7018
จำนวนปี (Year)	-0.0013	0.0039	0.0039	0.0159
Adjusted R-squared = 0.1056				
ทดสอบความแตกต่างค่าสัมประสิทธิ์ของผลตอบแทนที่ได้จากเงินปันผล				
ระหว่างบริษัทในสหรัฐ และบริษัทไทย		0.1902	0.0774	0.0707

ช่วงที่ 4 ผลการทดสอบข้อมูลที่มาจากการจ่ายเงินปันผลด้วยสมการหลายตัวแปร ในช่วงสั้น (Narrow Windows) โดยมีระยะเวลาการทดสอบ 3 วัน (-1, +1 วัน)

ค่าสัมประสิทธิ์	บริษัทใน สหรัฐ	บริษัท ไทย	บริษัทใน กรอบครัวไทย	บริษัท อิสระไทย
ผลตอบแทนที่ได้จากเงินปันผล (Dividend Yield)	-0.0402	0.0009	0.0012	-0.1005
ผลตอบแทนที่ได้จากผลการดำเนินงานที่เปลี่ยนแปลง (Δ Earning Yield)	1.5671	1.2395	1.2172	0
จำนวนปี (Year)	-0.0014	-0.0015	-0.0018	-0.0018
Adjusted R-squared = 0.1023				
ทดสอบความแตกต่างค่าสัมประสิทธิ์ของผลตอบแทนที่ได้จากเงินปันผล ระหว่างบริษัทในสหรัฐ และบริษัทไทย				
		0.0959	0.0293	0.0934

4.2 การทดสอบการจ่ายเงินปันผลทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น ทำให้ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ลดลง

จากแบบจำลองความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ระดับความสม่ำเสมอของการจ่ายเงินปันผล จะเป็นการวัดระดับของปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ดังนั้นในการทดสอบจึงใช้ความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล ในการทดสอบปัญหาดังกล่าว ซึ่งในการทดสอบความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผลในการทดสอบที่จะประกอบด้วยสองส่วนคือ การวิเคราะห์ความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล โดยใช้การกระจายของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (Frequency Distribution of Dividend Changes) และการวิเคราะห์ความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล โดยใช้ความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (Speed of Adjustment)

4.2.1 การวิเคราะห์ความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล โดยใช้การกระจายของการเปลี่ยนแปลงจ่ายเงินปันผล (Frequency Distribution of Dividend Changes)

การวิเคราะห์ความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล โดยใช้การกระจายของการเปลี่ยนแปลงจ่ายเงินปันผล (Frequency Distribution of Dividend Changes) จะใช้การกระจายด้วยกันสองแบบ คือ การกระจายการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการจ่ายเงินปันผล (Dividend Policy Changes) ซึ่งจะประกอบด้วย การเริ่มจ่ายเงินปันผล (Dividend Initiations) การงดจ่ายเงินปันผล (Dividend Omissions) และไม่เปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล และการกระจายการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการจ่ายเงินปันผล ซึ่งจะประกอบด้วย การจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น ลดลง และไม่เปลี่ยนแปลงปริมาณการจ่ายเงินปันผล

ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์ความสม่ำเสมอในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ด้วยการกระจายของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล (การงดจ่ายเงินปันผล และการเริ่มจ่ายเงินปันผล)

สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา พบว่า มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่น้อยมาก คือ มีการงดจ่ายเงินปันผลเพียง 0.4 เปอร์เซ็นต์ และมีการเริ่มจ่ายเงินปันผลเพียง 0.6 เปอร์เซ็นต์ และไม่เปลี่ยนแปลง 99.0 เปอร์เซ็นต์ ทำให้กล่าวได้ว่าการจ่ายเงินปันผลของสหรัฐอเมริกาเป็นกลไกในการกำกับดูแลที่สำคัญของผู้ถือหุ้น เนื่องจากมีความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผลสูง ซึ่งมีสาเหตุจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของสหรัฐอเมริกาเป็นนักลงทุนสถาบันทำให้ไม่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับผู้บริหารบริษัท ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลจะเป็นเครื่องมือที่เหมาะสมในการกำกับดูแลการทำงานของบริษัท เพราะว่าการจ่ายเงินปันผลจะเป็นการลดปริมาณเงินอิสระ (Free Cash Flows) ของบริษัท ทำให้ผู้บริหารมีความจำเป็นต้องกู้เงินจากตลาดเงิน (Money Market) และการกู้เงินจากตลาดเงินจะทำให้มีการตรวจสอบมากขึ้น ซึ่งเป็นการลดโอกาสในการลงทุนที่ไม่เหมาะสมของบริษัทด้วย เนื่องจากการกู้เงินจากตลาดเงินจะต้องมีการตรวจสอบการดำเนินการ และการลงทุนของบริษัทจากตลาดเงิน ทำให้ถ้าบริษัทมีการดำเนินงาน หรือการลงทุนที่ไม่เหมาะสมบริษัทก็จะไม่ได้รับการให้กู้เงินจากตลาดเงิน

สำหรับในไทย บริษัทในครอบครัวและบริษัทอิสระ พบว่าการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ใกล้เคียงกัน โดยบริษัทในครอบครัวมีค่า 9.1 เปอร์เซ็นต์ 6.5 เปอร์เซ็นต์ และ 84.4 เปอร์เซ็นต์ สำหรับการงดจ่ายเงินปันผล การเริ่มจ่ายเงินปันผล และการไม่เปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล และบริษัทอิสระของไทย (Independent Firms) มีค่า 9.2 เปอร์เซ็นต์ 7.4 เปอร์เซ็นต์ และ 83.4 เปอร์เซ็นต์ สำหรับการงดจ่ายเงินปันผล การเริ่มจ่ายเงินปันผล และการไม่เปลี่ยนแปลง

นโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งการกระจายการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทไทยจะมีความถี่ในการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลมากกว่าบริษัทในสหรัฐอเมริกาอย่างชัดเจน โดยในการทดสอบความแตกต่างของการกระจายของนโยบายการจ่ายเงินปันผลระหว่างบริษัทในไทย และบริษัทในสหรัฐอเมริกา นั้นมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 1 เปอร์เซ็นต์ สำหรับบริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระของไทย ทำให้กล่าวได้ว่าการจ่ายเงินปันผลในสหรัฐอเมริกาเป็นเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้นมากกว่าในประเทศไทย เนื่องจากในสหรัฐอเมริกามีความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผลมากกว่าบริษัทไทยมาก และในประเทศไทยเมื่อทดสอบความแตกต่างของการกระจายการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลระหว่างบริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระ พบว่าไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ และค่าการกระจายของบริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระ มีค่าใกล้เคียงกันมาก ทำให้กล่าวได้ว่าการจ่ายเงินปันผลของไทยยังไม่เป็นเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้นด้วย โดยบริษัทในครอบครัวมีสาเหตุจาก การที่ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นเป็นบุคคลที่มีความใกล้ชิดกัน ทำให้การจ่ายเงินปันผลของบริษัทในครอบครัวไม่มีเจตนาในการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล ส่วนบริษัทอิสระการที่ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของไทยเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อยทำให้ไม่มีอำนาจที่จะไปบังคับให้ผู้บริหารจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอเหมือนในสหรัฐอเมริกา

สรุป ระดับการจ่ายเงินปันผลในสหรัฐอเมริกามีความสม่ำเสมอมากกว่าบริษัทในไทย อย่างมีนัยสำคัญที่ 1 เปอร์เซ็นต์ ทำให้สามารถกล่าวได้ว่าการจ่ายเงินปันผลในสหรัฐอเมริกาทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น แต่ในประเทศไทยการจ่ายเงินปันผลยังไม่ได้เป็นกลไกการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น และระดับความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผลของไทยระหว่างบริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระ ไม่มีความแตกต่างกัน

ส่วนที่ 2 การวิเคราะห์ความสม่ำเสมอในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ด้วยการกระจายของการเปลี่ยนแปลงของปริมาณการจ่ายเงินปันผล (เพิ่มขึ้น ลดลง และไม่เปลี่ยนแปลง)

สำหรับในสหรัฐอเมริกา พบว่าการกระจายการเปลี่ยนแปลงปริมาณการจ่ายเงินปันผล จะมีการลดลงของปริมาณการจ่ายเงินปันผลที่น้อยมากเพียง 1.7 เปอร์เซ็นต์ และมีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นถึง 42.0 เปอร์เซ็นต์ และไม่เปลี่ยนแปลง 56.3 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งสอดคล้องกับการกระจายการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล ที่ว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้นในสหรัฐ เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลที่มากขึ้นทำให้ผู้บริหารมีความจำเป็นต้องกู้เงินจากตลาดเงินมากขึ้นทำให้เกิดการตรวจสอบการดำเนินงานของบริษัทจากตลาดเงินมากขึ้น ทำให้เป็นการยืนยันแนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลของสหรัฐอเมริกาคือเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น

สำหรับประเทศไทยการเปลี่ยนแปลงปริมาณการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระมีการกระจายที่ใกล้เคียงกันคือ มีค่า 29.6 เปอร์เซ็นต์ 36.0 เปอร์เซ็นต์ และ 34.4 เปอร์เซ็นต์ สำหรับการจ่ายเงินปันผลลดลง เพิ่มขึ้น และไม่เปลี่ยนแปลงสำหรับบริษัทในครอบครัว และมีค่า 30.9 เปอร์เซ็นต์ 30.4 เปอร์เซ็นต์ และ 38.7 เปอร์เซ็นต์ สำหรับการจ่ายเงินปันผลลดลง เพิ่มขึ้น และไม่เปลี่ยนแปลงสำหรับบริษัทอิสระ โดยในการทดสอบความแตกต่างระหว่างบริษัท ไทย และบริษัทสหรัฐอเมริกา นั้นมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 1 เปอร์เซ็นต์ ทำให้สามารถระบุได้ว่า การจ่ายเงินปันผลในสหรัฐเป็นเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น

ในประเทศไทยเมื่อทดสอบความแตกต่างระหว่างบริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระ พบว่าไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ และค่าการกระจายของบริษัทในครอบครัวของไทย และบริษัทอิสระ มีค่าใกล้เคียงกันมาก เนื่องจากบริษัททั้ง 2 อยู่ในประเทศไทยเหมือนกันทำให้ภาวะเศรษฐกิจที่เหมือนกัน ทำให้สามารถกล่าวได้ว่าการจ่ายเงินปันผลของไทยยังไม่เป็นเครื่องมือในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้นด้วย โดยบริษัทในครอบครัวมีสาเหตุมาจาก ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น เป็นบุคคลที่มีความใกล้ชิดกันทำให้การจ่ายเงินปันผลของบริษัทในครอบครัวทำให้ไม่มีเงื่อนไขในการจ่ายเงินปันผลมากนัก ส่วนบริษัทอิสระ ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของไทยเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อยทำให้ไม่สามารถบังคับให้ผู้บริหารจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอเหมือนในสหรัฐอเมริกา

สรุป ระดับการจ่ายเงินปันผลในสหรัฐอเมริกามีความสม่ำเสมอมากกว่าบริษัทของไทย อย่างมีนัยสำคัญที่ 1 เปอร์เซ็นต์ ทำให้กล่าวได้ว่าการจ่ายเงินปันผลในสหรัฐอเมริกาทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น แต่ในประเทศไทยการจ่ายเงินปันผลยังไม่ได้เป็นกลไกการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น เนื่องจากมีระดับความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำ สำหรับบริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระ

ตารางที่ 3

แสดงการกระจายของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของ บริษัทในสหรัฐอเมริกา และ บริษัทในประเทศไทย ในช่วงปี 2534-2543

ตารางต่อไปนี้ แสดงความถี่ในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทในสหรัฐอเมริกามีรายชื่อใน S&P และบริษัทในไทยที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยไม่รวม สถาบันการเงิน ประกัน และสาธารณูปโภค โดยใน ส่วนที่ 1 เป็นการกระจายความถี่ของการจ่ายเงินปันผลและเริ่มจ่ายเงินปันผล และช่วงที่ 2 เป็นการกระจายความถี่ของการเพิ่มขึ้น และลดลงของปริมาณการจ่ายเงินปันผล โดยการทดสอบความแตกต่างของการกระจายเราจะใช้ Chi-Square Test of Independent ในการหาความแตกต่างของการกระจาย

ส่วนที่ 1 การงดจ่ายเงินปันผล และ การเริ่มจ่ายเงินปันผล							
	การกระจายความถี่				P-value สำหรับ Chi-Square Test of Independent		
	จำนวนทั้งหมด	การงดจ่ายเงินปันผล	ไม่เปลี่ยนแปลง	การเริ่มจ่ายเงินปันผล	บริษัทไทย		
					ครอบครัว	อิสระ	
สหรัฐ	100.0%	0.4 %	99.0 %	0.6%	บริษัท	0.0000	0.000
จำนวนข้อมูล (3356)		(13)	(3321)	(22)	สหรัฐ		
บริษัทไทย					บริษัทใน		0.2537
ครอบครัว	100.0%	9.1 %	84.4 %	6.5%	ครอบครัว		
จำนวนข้อมูล (914)		(83)	(772)	(59)			
อิสระ	100.0%	9.2 %	83.4 %	7.4%			
จำนวนข้อมูล (217)		(20)	(181)	(16)			

ส่วนที่ 2 การเพิ่มขึ้น และลดลงของปริมาณการจ่ายเงินปันผล							
	การกระจายความถี่				P-value สำหรับ Chi-Square Test of Independent		
	จำนวนทั้งหมด	ลดลง	ไม่เปลี่ยนแปลง	เพิ่มขึ้น	บริษัทไทย		
					ครอบครัว	อิสระ	
สหรัฐ	100.0%	1.7%	56.3%	42.0%	บริษัท	0.0000	0.000
จำนวนข้อมูล (3356)		(57)	(1891)	(1408)	สหรัฐ		
บริษัทไทย					บริษัทใน		0.2928
ครอบครัว	100.0%	29.6 %	34.4%	36.0%	ครอบครัว		
จำนวนข้อมูล (914)		(271)	(314)	(329)			
อิสระ	100.0%	30.9 %	30.4%	38.7%			
จำนวนข้อมูล (217)		(67)	(66)	(84)			

4.2.2 การวิเคราะห์ความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล โดยใช้ความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (Speed of Adjustment)

โดยการทดสอบหาความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลจะใช้แบบจำลองของ Linter's Speed of Adjustment ซึ่งมีสมการเป็น

$$d_t = d_{t-1} + a + c(re_t - d_{t-1})$$

โดยที่ d_t และ d_{t-1} เป็นการจ่ายเงินปันผลที่เวลา t และ $t-1$ ตามลำดับ

e_t เป็นรายได้ที่เกิดขึ้นเมื่อเวลา t

r เป็นอัตราในการจ่ายเงินปันผล (Payout ratio)

c เป็นความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (Speed of Adjustment)

a เป็นจุดตัด (Intercept)

ซึ่งในการทดสอบของเราจะกำหนดให้จุดตัดเป็น 0 และ อัตราในการจ่ายเงินปันผล (r) เป็นค่าเฉลี่ยการจ่ายเงินปันผลต่อผลการดำเนินงานเฉลี่ย 5 ปีต่อเนื่องก่อนการทดสอบ

ซึ่งผลการทดสอบพบว่า ค่ามัธยฐานของความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของสหรัฐเป็น 0.16 สำหรับประเทศไทยมีค่าเฉลี่ยเป็น 0.51 โดยบริษัทในครอบครัว และ บริษัทอิสระเป็น 0.49 และ 0.54 ตามลำดับ โดยเมื่อทดสอบความแตกต่างโดยใช้ Wilcoxon Rank-Sum Test พบว่าผลที่ได้คือ มีความแตกต่างกันที่ความเชื่อมั่นที่ 5 เปอร์เซ็นต์ เมื่อเปรียบเทียบระหว่างบริษัทในสหรัฐ และบริษัทไทย นอกจากนี้ เมื่อทำการทดสอบความแตกต่างระหว่างบริษัทสหรัฐ กับ บริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระของไทยก็มีความแตกต่างกันที่ความเชื่อมั่นเช่นกัน

โดยความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (Speed of Adjustment) เป็นการยืนยันว่า การจ่ายเงินปันผลของบริษัทในสหรัฐอเมริกามีความสม่ำเสมอกว่าบริษัทในประเทศไทย เพราะว่าการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในสหรัฐอเมริกามีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินการระยะสั้นน้อยกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทไทย ซึ่งเป็นการยืนยันได้ว่า การจ่ายเงินปันผลในสหรัฐทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น และในประเทศไทยการจ่ายเงินปันผลไม่ทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น เนื่องจากการที่บริษัทในครอบครัวของไทยไม่มีปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น และบริษัทอิสระของไทยผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายย่อยทำให้ไม่มีอำนาจในการบังคับผู้บริหารให้จ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอเหมือนบริษัทในสหรัฐอเมริกา

ตารางที่ 4

แสดงความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ตามสมการของ Lintner's Speed of Adjustment

ตารางต่อไปนี้เป็นการแสดงความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล บริษัทที่มีรายชื่อใน S&P 500 สำหรับบริษัทสหรัฐและบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สำหรับบริษัทไทย โดยไม่รวม สถาบันการเงิน ประกัน และรัฐวิสาหกิจ ตามสมการของ Lintner's Speed of Adjustments ซึ่งมีสมการเป็น $d_t = d_{t-1} + a + c(re_t - d_{t-1})$ โดยที่ d_t และ d_{t-1} เป็นการจ่ายเงินปันผลที่เวลา t และ $t-1$ ตามลำดับ, e_t เป็นรายได้ที่เกิดขึ้นเมื่อเวลา t , r เป็นอัตราในการจ่ายเงินปันผล (Payout Ratio), c เป็นความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (Speed of Adjustment), a เป็นจุดตัด (Intercept) ซึ่งในการทดสอบของเราจะกำหนดให้จุดตัดเป็น 0 และ อัตราในการจ่ายเงินปันผล r เป็นค่าเฉลี่ยการจ่ายเงินปันผลต่อผลการดำเนินงานเฉลี่ย 5 ปีต่อเนื่องก่อนการทดสอบ และทดสอบความแตกต่างของความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลด้วยวิธีการ Wilcoxon Rank-Sum Test

ความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล				
	บริษัท ในสหรัฐ	บริษัท ไทย	บริษัทใน กรอบครัวไทย	บริษัท อิสระไทย
ความเร็วในการเปลี่ยนแปลง				
การจ่ายเงินปันผล	0.16	0.51	0.49	0.54
ผลการทดสอบความแตกต่างระหว่าง				
บริษัทสหรัฐ และบริษัทไทย		1.253*	1.158*	1.285*
ผลการทดสอบความแตกต่างระหว่าง				
บริษัทในกรอบครัว และบริษัทอิสระ				0.048

* มีนัยสำคัญที่ 5 เปอร์เซ็นต์

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย

จากผลการวิเคราะห์ในบทที่ 4 เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลที่มีผลต่อปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล ผ่านทางความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนที่ได้จากราคาหุ้นเนื่องจากการประกาศจ่ายเงินปันผล และเริ่มจ่ายเงินปันผล จากแบบจำลองความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล การจ่ายเงินปันผลที่มากขึ้นจะเป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุนว่าบริษัทจะมีผลการดำเนินการที่ดีในปัจจุบัน หรืออนาคต และการจ่ายเงินปันผลที่มีผลต่อปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ผ่านทางความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล และจากแบบจำลองความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น การจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอจะทำหน้าที่เป็นเงื่อนไขในการทำงานของผู้บริหาร ทำให้ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นลดลง โดยในการศึกษาจะทำการเปรียบเทียบระหว่างบริษัทในสหรัฐอเมริกา และบริษัทในประเทศไทย เนื่องจากมีโครงสร้างผู้ถือหุ้น ที่แตกต่างกันมาก

โดยการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน ทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลลดลงนั้น สามารถสรุปได้ดังนี้

สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา การจ่ายเงินปันผลจะเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุนน้อยลงกว่าในอดีตมาก เนื่องจากในปัจจุบัน นักลงทุนในสหรัฐอเมริกา โดยเฉพาะ นักลงทุนสถาบันมีความเข้าใจเกี่ยวกับบริษัท และอุตสาหกรรมที่จะไปลงทุนเป็นอย่างดี ทำให้สมมติฐานของแบบจำลองความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลที่ว่า ผู้บริหารจะรู้ข้อมูลมากกว่า นักลงทุนเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง และ โอกาสทางธุรกิจในอนาคต มีความไม่เหมาะสม เพราะ นักลงทุนสถาบันของสหรัฐอเมริกาในปัจจุบันจะมีข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทที่ลงทุน รวมทั้ง อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องไม่แตกต่างกับผู้บริหารของบริษัทมาก ดังนั้นจากการทดสอบพบว่า นักลงทุนในสหรัฐอเมริกาจะให้ความสำคัญกับผลประโยชน์ของบริษัทมากกว่าการจ่ายเงินปันผลมาก ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลของสหรัฐในปัจจุบัน จึงเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุนที่น้อยกว่าในอดีตมาก

สำหรับบริษัทในไทย โดยเฉพาะบริษัทในครอบครัว การจ่ายเงินปันผลจะไม่เป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน เนื่องจากการที่ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิด ทำให้ผู้บริหารสามารถส่งข้อมูลให้แก่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ได้โดยตรง นอกจากนี้การที่ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ใกล้ชิด ก็ขัดแย้งสมมติฐานของแบบจำลองความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลที่ว่า ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นจะไม่มี ความสัมพันธ์กันอย่างใกล้ชิด ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลของไทยจึงไม่ เป็นช่องทางที่จำเป็นในการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน

ส่วนการจ่ายเงินปันผลที่ทำหน้าที่เป็นการกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น ทำให้ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ลดลง สามารถสรุปได้ดังนี้

สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา การจ่ายเงินปันผลจะทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลในสหรัฐอเมริกจะเป็นอย่างสม่ำเสมอ ซึ่งสอดคล้องกับแบบจำลองความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ที่ว่าการจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอจะเป็นการกำหนดเงื่อนไขในการดำเนินงานให้แก่ผู้บริหาร โดยการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอจะส่งผลให้บริษัทมีปริมาณเงินอิสระที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้ผู้บริหารมีจำเป็นต้องกู้เงินจากตลาดเงินซึ่งทำให้มีการตรวจสอบเพิ่มเติมจากตลาดเงิน นอกจากนี้โครงสร้างของผู้ถือหุ้นของสหรัฐยังสอดคล้องกับสมมติฐานของแบบจำลองดังกล่าวที่ว่า ผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิด เนื่องจากนักลงทุนส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบันซึ่งจะมีระยะเวลาการถือครองหุ้นที่สั้นทำให้ความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์ใกล้ชิด ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลในสหรัฐอเมริกาก็ทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น

สำหรับบริษัทในประเทศไทย การจ่ายเงินปันผลไม่ทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแล เนื่องจาก สำหรับบริษัทในครอบครัวที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีการส่งคนในครอบครัวให้มีส่วนร่วมในการบริหารทำให้ผู้ถือหุ้นสามารถกำกับดูแลการดำเนินการของบริษัทได้โดยตรง ทำให้การจ่ายเงินปันผลไม่มีความจำเป็นในการทำหน้าที่เป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น สำหรับบริษัทอิสระการที่บริษัทอิสระมีขนาดเล็ก ดังนั้นผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่จึงเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อย ทำให้ไม่สามารถบังคับให้ผู้บริหารทำการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอเหมือนในสหรัฐอเมริกา



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บรรณานุกรม

ภาษาไทย

ตรงศักดิ์ อู่दारาศักดิ์. 2540. ผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีต่อราคาหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. โครงการวิจัยปริญญาโทมหาวิทยาลัย คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

อมร ทรัพย์ทวีกุล. 2540. การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตของบริษัทหรือไม่. โครงการวิจัยปริญญาโทมหาวิทยาลัย คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

ภาษาอังกฤษ

Aharony, Joseph, and Itzhak Swary, 1980, Quarterly dividend and earning announcements and stockholders' returns: An empirical analysis, *Journal of Finance* 35, 1-12.

Asquith, Paul, and David W. Mullins, 1983, The impact of initiating dividend payments on shareholder' wealth, *Journal of Business* 56, 77-96.

Brennan, Michael J. and Anjan V. Thakor, 1990, Shareholders' preference and dividend policy, *Journal of Finance* 45, 993-1108.

DeAngelo, Harry, and Linda DeAngelo, 1990, Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms, *Journal of Finance* 45, 1415-1431.

DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner, 1992, Dividends and Losses, , *Journal of Finance* 47, 1837-1863.

DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas Skinner, 1996, Reversal of fortune: Dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth, *Journal of Financial Economics* 40, 341-371.

Easterbrook, Frank H., 1984, Two agency-cost explanations of dividends, *American Economic Review* 74, 650-659.

Fama, Eugene F., and Harvey Babiak, 1968, Dividend policy: An empirical analysis, *Journal of the American Statistical Association* 63, 1132-1161.

Gerlarch, Michael L., 1992. *Alliance Capitalism: The Social Organization of Japanese Business* (University of California Press, Berkley and Los Angeles, Calif.).

Healy, Paul, and Krishna Palepu, 1988, Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions, *Journal of Financial*

- John, Kose and Joseph Williams, 1985, Dividend ,dilution, and taxes: A signaling equilibrium, *Journal of Finance* 40, 1053-1070
- Kaplan, Steven N., 1994, Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and U.S., *Journal of Political Economy* 102, 510-548.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54, 471-517
- Lintner, John, 1956, Distribution of incomes of corporations among dividends, Retained earning and taxes, *The American Economic Review* 46, 97-113.
- Michaely, Roni, Richard H. Thaler, and Kent L. Womack, 1995, Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or Drift?, *Journal of finance* 50, 573-608.
- Miller, Merton H., and Kevin Rock, 1985, Dividend policy under asymmetric information, *Journal of finance* 40, 1031-1051.
- Modigliani, Franco.: and Merton H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, *American Economic Review* (June 1958): 261-297
- Wiwattanakantang, 2001, Controlling shareholders and corporate value: Evidence from Thailand, *Pacific-Basin Finance Journal* 9, 323-362

ภาคผนวก

ตาราง ก แสดงการแบ่งประเภทของบริษัทไทย ออกเป็นบริษัทในครอบครัว และบริษัทอิสระ

รหัส	ชื่อบริษัท	ประเภท
AA	ADVANCE AGRO Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
ABICO	ABICO HOLDINGS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
AFC	ASIA FIBER Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2537
AHC	AIKCHOL HOSPITAL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2538-2543
AJ	A.J. PLAST Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
AMARIN	AMARIN PLAZA Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
AMATA	AMATA CORPORATION Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2536
APC	ADVANCE PAINT & CHEMICAL (THAILAND) Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2537-2543
APRINT	AMARIN PRINTING AND PUBLISHING Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
APURE	AGRIPURE HOLDINGS Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
ASIA	ASIA HOTEL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
ASIAN	ASIAN SEAFOODS COLDSTORAGE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
ASIMAR	ASIAN MARINE SERVICES Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
ASTL	AMERICAN STANDARD SANITARYWARE(THAILAND) Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
BANPU	BANPU Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2538
BAT-3K	THAI STORAGE BATTERY Plc.	บริษัทอิสระปี 2539-2543
BECL	BANGKOK EXPRESSWAY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
BGH	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
BIGC	BIG C SUPERCENTER Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2542
B-LAND	BANGKOK LAND Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
BNC	THE BANGKOK NYLON Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
BRC	BANGKOK RUBBER Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
BTNC	BOUTIQUE NEWCITY Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
CFRESH	SEAFRESH INDUSTRY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
CHOTI	KIANG HUAT SEA GULL TRADING FROZEN FOOD Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
CIRKIT	CIRCUIT ELECTRONIC INDUSTRIES Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543

รหัส	ชื่อบริษัท	ประเภท
CK	CH.KARNCHANG Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
CM	CHIANGMAI FROZEN FOODS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
CNTRY	COUNTRY (THAILAND) Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
CPH	CASTLE PEAK HOLDINGS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
CPI	CHUMPORN PALM OIL INDUSTRY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
CPICO	CENTRAL PAPER INDUSTRY Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
CPL	C.P.L. GROUP Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
CPN	CENTRAL PATTANA Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
CSR	CITY SPORTS AND RECREATION Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
CTW	CHAROONG THAI WIRE & CABLE Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2539
CVD	CVD ENTERTAINMENT Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
CWT	CHAI WATANA TANNERY GROUP Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
DIANA	DIANA DEPARTMENT STORE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
DISTAR	DISTAR ELECTRIC CORPORATION Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
D-MARK	THAI-DENMARK SWINE BREEDER Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
DOI	DIGITAL ONPA INTERNATIONAL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2541 บริษัทอิสระปี 2542-2543
DRACO	DRACO PCB Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
DTC	DUSIT THANI Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
DTCI	D.T.C. INDUSTRIES Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
DTM	DATAMAT Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
EMC	EMC Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
EPCO	EASTERN PRINTING Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
ESTAR	EASTERN STAR REAL ESTATE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
EWC	EASTERN WIRE Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
F&D	FOOD AND DRINKS Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
FANCY	FANCY WOOD INDUSTRIES Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
FE	FAR EAST DDB Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
GEL	GENERAL ENGINEERING Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
GFPT	GFPT Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
GOLD	GOLDEN LAND PROPERTY DEVELOPMENT Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
GRAMMY	GMM GRAMMY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
HEMRAJ	HEMARAJ LAND AND DEVELOPMENT Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2539 บริษัทอิสระปี 2540-2543
HMPRO	HOME PRODUCT CENTER Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543

รหัส	ชื่อบริษัท	ประเภท
HT	HUA THAI MANUFACTURING Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
HTC	HAAD THIP Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
HTX	HANTEX Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
ICC	I.C.C. INTERNATIONAL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
IEC	THE INTERNATIONAL ENGINEERING Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
IFEC	INTER FAR EAST ENGINEERING Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
ITD	ITALIAN-THAI DEVELOPMENT Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
JASMIN	JASMINE INTERNATIONAL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
JCT	JACK CHIA INDUSTRIES (THAILAND) Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
JUTHA	JUTHA MARITIME Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
KCE	KCE ELECTRONICS Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
KDH	KRUNGDHON HOSPITAL Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
KKC	KULTHORN KIRBY Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
KMC	KRISDA MAHANAKORN Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
KRP	K.R. PRECISION Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
KWC	KRUNGDHEP SOPHON Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
KYE	KANG YONG ELECTRIC Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
LEE	LEE FEED MILL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
LH	LAND AND HOUSES Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
LNH	CHIANG MAI MEDICAL SERVICES Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
LOXLEY	LOXLEY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
LPN	L.P.N. DEVELOPMENT Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
LST	LAM SOON (THAILAND) Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
LTX	LUCKYTEX (THAILAND) Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
M-CHAI	MAHACHAI HOSPITAL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
M-HOME	MODERN HOME DEVELOPMENT Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
MALEE	MALEE SAMPRAN Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
MANRIN	THE MANDARIN HOTEL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
MATI	MATICHON Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
MBK	MBK DEVELOPMENT Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
MDX	M.D.X. Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
MEDIAS	MEDIA OF MEDIAS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
MFG	THE MINOR FOOD GROUP Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
MGR	MANAGER MEDIA GROUP Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
MINOR	MINOR CORPORATION Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
MK	M.K. REAL ESTATE DEVELOPMENT Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543

รหัส	ชื่อบริษัท	ประเภท
MODERN	MODERNFORM GROUP Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2541 บริษัทในครอบครัว ปี 2542-2543
MSC	METRO SYSTEMS CORPORATION Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2542 บริษัทอิสระปี 2543
N-PARK	NATURAL PARK Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
NC	NEWCITY (BANGKOK) Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
NIPPON	NIPPON PACK (THAILAND) Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
NOBLE	NOBLE DEVELOPMENT Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
NPK	NEW PLUS KNITTING Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
NSM	NAKORNTHAI STRIP MILL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
NTV	NONTHAVEJ HOSPITAL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
NWR	NAWARAT PATANAKARN Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
OCC	O.C.C. Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
OGC	OCEAN GLASS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
P-FCB	PRAKIT HOLDINGS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
PA	PACIFIC ASSETS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2536 บริษัทอิสระปี 2537-2543
PAE	PAE (THAILAND) Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
PAF	PAN ASIA FOOTWEAR Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
PATKOL	PATKOL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
PATO	PATO CHEMICAL INDUSTRY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
PE	PREMIER ENTERPRISE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
PF	PROPERTY PERFECT Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2540 บริษัทอิสระปี 2533-2541
PG	PEOPLE'S GARMENT Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
POMPUI	KUANG PEI SAN FOOD PRODUCTS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
POST	THE POST PUBLISHING Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
PP	POWER-P Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
PPC	PAKFOOD Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
PPPC	PHOENIX PULP & PAPER Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
PR	PRESIDENT RICE PRODUCTS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
PRANDA	PRANDA JEWELRY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
PRECHA	PREECHA GROUP Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
PRG	PATUM RICE MILL AND GRANARY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
PYT	PRASIT PATANA Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
QH	QUALITY HOUSES Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543

รหัส	ชื่อบริษัท	ประเภท
RAIMON	RAIMON LAND Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
RAM	RAMKHAMHAENG HOSPITAL Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
RANCH	BANGKOK RANCH Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
RCI	THE ROYAL CERAMIC INDUSTRY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
RCL	REGIONAL CONTAINER LINES Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
RGR	ROYAL GARDEN RESORT Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
RHC	RAJADAMRI HOTEL Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2540 บริษัทในครอบครัว ปี 2541-2543
ROCK	ROCKWORTH Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
ROJANA	ROJANA INDUSTRIAL PARK Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
RR	RATTANA REAL ESTATE Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2540
S & J	S & J INTERNATIONAL ENTERPRISES Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
S&P	S & P SYNDICATE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
S-VARA	SRIVARA REAL ESTATE GROUP Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SAFARI	SAFARI WORLD Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
SAICO	SIAM AGRO-INDUSTRY PINEAPPLE AND OTHERS Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
SAMART	SAMART CORPORATION Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SAMTEL	SAMART TELCOMS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SATTEL	SHIN SATELLITE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SAUCE	THAI THEPAROS FOOD PRODUCTS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SAWANG	SAWANG EXPORT Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SCAN	SCANDINAVIAN LEASING Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2542
SE-ED	SE-EDUCATION Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
SFP	SIAM FOOD PRODUCTS Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
SH	SEA HORSE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SHANG	SHANGRI-LA HOTEL Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
SHIN	SHIN CORPORATION Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SIAM	SIAM STEEL INTERNATIONAL Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
SIKRIN	SIKARIN Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
SIRI	SANSIRI Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
SITHAI	SRITHAI SUPERWARE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SMC	SWEDISH MOTORS CORPORATION Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SORKON	S.KHONKAEN FOOD INDUSTRY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SPG	THE SIAM PAN GROUP Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SPI	SAHA PATHANA INTER-HOLDING Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543

รหัส	ชื่อบริษัท	ประเภท
SPSU	S.P. SUZUKI Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SRI	SRITHAI FOOD & BEVERAGE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SSF	SURAPON FOODS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SSI	SAHAVIRIYA STEEL INDUSTRIES Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2542 บริษัทอิสระปี 2543
SSPORT	SIAM SPORT SYNDICATE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
STA	SRI TRANG AGRO-INDUSTRY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
STECON	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
STPI	STP&I Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
SUC	SAHA-UNION Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SUN	SUN WOOD INDUSTRIES Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SUNTEC	SUN TECH GROUP Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2540 บริษัทในครอบครัว ปี 2541-2543
SUPALI	SUPALAI Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SUSCO	SIAM UNITED SERVICES Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
SVH	SAMITIVEJ Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
SVI	SVI Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2540 บริษัทอิสระปี 2541-2543
SVOA	SVOA Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
SYNTEC	SIAM SYNTECH CONSTRUCTION Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
T-LUXE	THAILUXE ENTERPRISES Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
T-RUBB	THAI RUBBER LATEX CORPORATION (THAILAND) Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TA	TELECOMASIA CORPORATION Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TAF	THAI AGRI FOODS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TASCO	TIPCO ASPHALT Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TBSP	THAI BRITISH SECURITY PRINTING Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
TC	TROPICAL CANNING (THAILAND) Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
TCCC	THAI CENTRAL CHEMICAL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2539 บริษัทอิสระปี 2540-2543
TCJ	T.C.J. ASIA Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TCMC	THAILAND CARPET MANUFACTURING Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TCOAT	THAI COATING INDUSTRIAL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TCP	THAI CANE PAPER Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2540
TEIC	THAI ELECTRONIC INDUSTRY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TEM	THAI ENGINE MANUFACTURING Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
TF	THAI PRESIDENT FOODS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543

รหัส	ชื่อบริษัท	ประเภท
TFI	THAI FILM INDUSTRIES Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TGCI	THAI-GERMAN CERAMIC INDUSTRY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TGP	THAI GYPSUM PRODUCTS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TGPRO	THAI-GERMAN PRODUCTS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
THECO	THAI HEAT EXCHANGE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
THIP	THANTAWAN INDUSTRY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
THL	TONGKAH HARBOUR Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
TIPCO	THE THAI PINEAPPLE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TLI	THAI LIFT INDUSTRIES Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
TMD	THAI METAL DRUM MANUFACTURING Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TNL	THANULUX Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TNPC	THAI NAM PLASTIC Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TONHUA	TON HUA COMMUNICATIONS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TOPP	THAI O.P.P. Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TPA	THAI POLY ACRYLIC Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2538
TPCORP	TEXTILE PRESTIGE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TPI	THAI PETROCHEMICAL INDUSTRY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TPIPL	TPI POLENE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TPP	THAI PACKAGING & PRINTING Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
TR	THAI RAYON Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
TRS	TRANG SEAFOOD PRODUCTS Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
TRU	THAI RUNG UNION CAR Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2538
TSTE	THAI SUGAR TERMINAL Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
TT&T	TT&T Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TTA	THORESEN THAI AGENCIES Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
TTI	THAI TEXTILE INDUSTRY Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
TTL	TTL INDUSTRIES Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TUF	THAI UNION FROZEN PRODUCTS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TVO	THAI VEGETABLE OIL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TWP	THAI WIRE PRODUCTS Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
TYONG	TANAYONG Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
UBC	UNITED BROADCASTING CORPORATION Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
UCOM	UNITED COMMUNICATION INDUSTRY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
UF	UNION FOOTWEAR Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543
UFC	UNIVERSAL FOOD Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
UFM	UNITED FLOUR MILL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี 2533-2543

รหัส	ชื่อบริษัท	ประเภท
UMI	THE UNION MOSAIC INDUSTRY Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี
UP	UNION PLASTIC Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี
UPF	UNION PIONEER Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี
UST	UNITED STANDARD TERMINAL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี
UT	UNION TEXTILE INDUSTRIES Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี
UTL	UNITHAI LINE Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี
VARO	VAROPAKORN Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี
VIBHA	VIBHAVADI MEDICAL CENTER Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543
VNG	VANACHAI GROUP Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี
WACOAL	THAI WACOAL Plc.	บริษัทในครอบครัว ปี
YCI	YONG THAI Plc.	บริษัทอิสระปี 2533-2543

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นายประทาน อัจฉรวรรณ เกิดวันที่ 19 ธันวาคม 2521 จังหวัดนครสวรรค์ สำเร็จการศึกษา
ระดับมัธยมศึกษาจากโรงเรียนนครสวรรค์ ในปี พ.ศ. 2540 สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรี
วิศวกรรมศาสตรบัณฑิต สาขาวิศวกรรมโยธา จากคณะวิศวกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ในปี พ.ศ. 2543 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะ
พาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัยใน พ.ศ. 2544



สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย