

สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาด ได้แก่ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น นักลงทุน นักวิเคราะห์ และบุคคลอื่น ๆ มีโอกาสเข้าถึงข้อมูลข่าวสารไม่เท่าเทียมกัน และเป็นที่เชื่อกันว่าผู้บริหารเป็นผู้ที่รู้ข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับสถานการณ์ปัจจุบันและสิ่งที่จะเกิดขึ้นในอนาคตของบริษัทดีที่สุด ทำให้เกิดความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูลข่าวสาร (Asymmetry information) ดังนั้นจึงได้เกิดแนวความคิดเกี่ยวกับสมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผลที่กล่าวว่า ถ้าผู้บริหารตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นในปีปัจจุบัน แสดงว่าผู้บริหารมั่นใจว่าบริษัทจะมีผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นในอนาคต ดังนั้นผู้บริหารจึงใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือเพื่อลดความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูลข่าวสาร Lintner (1956) กล่าวว่าผู้บริหารจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อเชื่อว่าบริษัทสามารถจะรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นนี้ต่อไปได้ในอนาคต ส่วนการจ่ายเงินปันผลลดลงจะเกิดขึ้นเมื่อผู้บริหารคิดว่าจะไม่สามารถแก้ไขให้เหตุการณ์ที่เลวร้ายคลี่คลายได้อย่างรวดเร็ว ซึ่งผู้บริหารไม่ต้องการที่จะลดการจ่ายเงินปันผล และยังพบว่ากำไรเป็นปัจจัยที่ผู้บริหารให้ความสำคัญเหนือปัจจัยอื่น ในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล

เนื่องจากกำไรเป็นปัจจัยหลักในการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล ดังนั้น การวิจัยฉบับนี้ จึงมุ่งที่จะ 1) ทดสอบเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงกำไร 2) ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในอนาคต และ 3) ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายหรือไม่จ่ายเงินปันผลกับความสม่ำเสมอของกำไร โดยกำไรที่นำมาใช้ในการทดสอบมีการคำนวณในสามลักษณะคือ 1) กำไรจากการดำเนินงานหลัก (CI) 2) กำไรก่อนรายการพิเศษ ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย และดอกเบี้ยจ่าย (EBEMI) และ 3) กำไรสุทธิ (NI)

ตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่อยู่ในกลุ่มในกลุ่มพื้นฐานฟูจิกการ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมและบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ mai ช่วงระยะเวลาที่ใช้ศึกษาอยู่ระหว่างปี 2542 ถึง 2546 จากการวิจัยสามารถสรุปผลได้ดังนี้

การทดสอบเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงกำไร

ผลการทดสอบเบื้องต้นจากการพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์ในการตัดสินใจ (R^2) แสดงให้เห็นว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับ $\Delta(NI/TA)_i$ มากที่สุด รองลงมาคือ $\Delta(EBEMI/TA)_i$ และ $\Delta(CI/TA)_i$ ตามลำดับ

เมื่อทดสอบเปรียบเทียบความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับกำไรทั้งสามลักษณะ พบว่า 1) การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสัมพันธ์กับ $\Delta(EBEMI/TA)_i$ มากกว่า $\Delta(CI/TA)_i$ 2) การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสัมพันธ์กับ $\Delta(NI/TA)_i$ มากกว่า $\Delta(CI/TA)_i$ และ 3) การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสัมพันธ์กับ $\Delta(NI/TA)_i$ มากกว่า $\Delta(EBEMI/TA)_i$ ซึ่งผลการทดสอบดังกล่าวไม่สอดคล้องกับสมมติฐานที่ 1.1 ถึง 1.3

เหตุผล 2 ประการที่อาจอธิบายผลการทดสอบข้างต้น ประการแรก โดยทั่วไปบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นอัตราร้อยละของกำไรสุทธิ และประการที่สอง การคำนวณกำไรจากการดำเนินงานหลักจากกำไรสุทธิจะปรับปรุงด้วยดอกเบี้ยจ่าย ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย และรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราว ที่สุทธิจากภาษีในงานวิจัยนี้เหมือนกันทุกกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราวที่ใช้ปรับปรุงกำไรสุทธิเพื่อให้ได้กำไรจากการดำเนินงานหลักอาจต้องพิจารณาเป็นรายบริษัทหรืออุตสาหกรรม เนื่องจากลักษณะการดำเนินธุรกิจและสภาพแวดล้อมของแต่ละบริษัทแตกต่างกัน ทำให้รายการปรับปรุงบางรายการที่มีลักษณะเป็นรายการที่เกิดขึ้นเป็นปกติและเกิดขึ้นในจำนวนที่สม่ำเสมอหรือสามารถคาดการณ์จำนวนที่เกิดขึ้นได้ของบางตัวอย่างถูกปรับปรุงออกไป ส่งผลให้การเปลี่ยนแปลงกำไรจากการดำเนินงานหลักมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลน้อยที่สุด การปรับปรุงในลักษณะดังกล่าวถือเป็นข้อจำกัดของงานวิจัยนี้ซึ่งจะกล่าวไว้ในหัวข้อที่ 5.2

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในอนาคต

ผลการทดสอบสมมติฐานที่ว่า กำไรในอนาคตของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นมากกว่ากำไรในอนาคตของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลง แสดงให้เห็นว่าค่าเฉลี่ยของกำไรในงวดอนาคตของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นมากกว่าค่าเฉลี่ยของกำไรในงวดอนาคตของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลงอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลที่ได้จากการทดสอบเป็นจริงกับทุกตัวแปรกำไรที่

ใช้ทดสอบ ดังนั้นจึงยอมรับสมมติฐานที่ว่ากำไรในอนาคตของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นมากกว่ากำไรในอนาคตของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลง สอดคล้องกับสมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผล

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับความสม่ำเสมอของกำไร

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับความสม่ำเสมอของกำไร โดยการทดสอบว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลมีความสม่ำเสมอของกำไรมากกว่าบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล โดยใช้สมการตัวแบบของ Skinner (2004) ผลการทดสอบพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของผลกระทบร่วมระหว่างกำไรในงวดปัจจุบันกับตัวแปรเทียมการจ่ายเงินปันผลมีค่าเป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลมีความสม่ำเสมอของกำไรมากกว่าบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล แต่เมื่อทดสอบโดยใช้ CI/TA เป็นตัวแปร พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของผลกระทบร่วมระหว่างกำไรในงวดปัจจุบันกับตัวแปรเทียมการจ่ายเงินปันผลไม่แตกต่างจากศูนย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลมีความสม่ำเสมอของกำไรไม่แตกต่างจากบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล โดยเหตุผลที่อาจอธิบายถึงผลการทดสอบ คือ กำไรจากการดำเนินงานหลักประกอบด้วยรายการที่เกิดขึ้นสม่ำเสมอทั้งด้านปริมาณและจำนวน จึงทำให้ไม่ว่าจะเป็นกำไรจากการดำเนินงานหลักของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลหรือของบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผลก็สามารถบอกถึงความสม่ำเสมอของกำไรได้ไม่แตกต่างกัน

5.2 ข้อจำกัดของการวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้มีข้อจำกัดด้านจำนวนข้อมูล เนื่องจากข้อกำหนดคุณสมบัติของบริษัทตัวอย่างที่ได้กล่าวไว้แล้วในบทที่ 3 จึงทำให้ต้องตัดบริษัทตัวอย่างออกไปมากพอสมควร เนื่องจากคุณสมบัติไม่ครบถ้วน แต่อย่างไรก็ตามจำนวนตัวอย่างที่ใช้ก็มากเพียงพอสำหรับการวิจัยครั้งนี้ และผลที่ได้จากการวิจัยไม่สามารถนำไปอ้างอิงได้กับบริษัทในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมและบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ mai เนื่องจากไม่เป็นกลุ่มบริษัทตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

รายการที่ใช้ปรับปรุงกำไรสุทธิเพื่อคำนวณหากำไรจากการดำเนินงานหลักอาจต้องพิจารณาความเหมาะสมของรายการเป็นรายบริษัทหรืออุตสาหกรรม เนื่องจากสภาพแวดล้อมในการดำเนินงานแตกต่างกัน นอกจากนั้นการพิจารณารายการปรับปรุงอาจแตกต่างกันไปสำหรับนักวิเคราะห์ นักลงทุน เช่น กำไร(ขาดทุน)จากอัตราแลกเปลี่ยน กำไร(ขาดทุน)จากการขาย

สินทรัพย์ถาวร และกำไร(ขาดทุน)จากการลงทุนในกิจการอื่น ซึ่งในงานวิจัยนี้ได้ตัดข้อมูลตัวอย่างของบริษัทที่ประกอบธุรกิจหลักโดยการถือหุ้นบริษัทอื่น (Pure holding company) ออกไป เนื่องจากรายได้หลักมาจากการลงทุนในกิจการอื่นดังนั้นเมื่อปรับปรุงกำไรสุทธิด้วยกำไร(ขาดทุน)จากการลงทุนในกิจการอื่นแล้วทำให้กำไรจากการดำเนินงานหลักไม่สะท้อนถึงการดำเนินงานหลักของกิจการ แต่อย่างไรก็ตามสำหรับข้อมูลตัวอย่างอื่น ๆ รายการปรับปรุงที่ใช้คำนวณหากำไรจากการดำเนินงานหลักเหมือนกันทุกกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งอาจเป็นสาเหตุให้รายการที่มีลักษณะเป็น Permanent earnings ของบางกิจการถูกปรับปรุงออกไป

5.3 ประโยชน์จากงานวิจัย

กำไรที่รายงานในงบการเงินมีหลายระดับซึ่งผลจากการวิจัยพบว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับกำไรสุทธิมากที่สุด รองลงมาคือกำไรก่อนรายการพิเศษ ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยและดอกเบี้ยจ่าย และกำไรสุทธิ ตามลำดับ ข้อมูลนี้เป็นประโยชน์แก่นักลงทุนในการพิจารณาผลตอบแทนจากการลงทุนในรูปของเงินปันผลรับโดยประมาณได้จากกำไรสุทธิเพราะเป็นกำไรที่มีความสัมพันธ์กับเงินปันผลมากที่สุด

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในอนาคต ทำให้ทราบว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลมีกำไรในอนาคตมากกว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลง ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผล จึงเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและนักวิเคราะห์ในการคาดการณ์ถึงผลการดำเนินงานของบริษัทในอนาคตที่จะเป็นไปในทิศทางใด เพราะการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสามารถส่งสัญญาณถึงกำไรในอนาคตได้ ดังนั้นถ้าผู้บริหารประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นนักลงทุนก็จะรับทราบว่าเป็นข่าวดีที่ส่งสัญญาณถึงกำไรที่ดีในอนาคต ส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้น

จากผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับกำไร ทำให้ทราบว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลมีความสม่ำเสมอของกำไรมากกว่าบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล ดังนั้นนักลงทุนสามารถนำผลการวิจัยนี้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนได้ และผู้บริหารสามารถกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้สอดคล้องกับกำไรเพื่อส่งสัญญาณให้นักลงทุนทราบและมั่นใจในตัวเลขกำไรที่รายงานไว้ว่าเป็นกำไรที่จะเกิดขึ้นอย่างสม่ำเสมอในอนาคต

5.4 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

การศึกษความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับเงินปันผลในอนาคตอาจทดสอบและเปรียบเทียบความสามารถในการส่งสัญญาณของเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แยกเป็นรายอุตสาหกรรม เนื่องจากการพิจารณาว่ารายการใดควรเป็นรายการที่มีลักษณะเป็น Permanent earnings และ Transitory earnings อาจแตกต่างกันไปในแต่ละอุตสาหกรรมเนื่องจากลักษณะอุตสาหกรรมและสภาพแวดล้อมในการดำเนินงานที่แตกต่าง

การศึกษาเกี่ยวกับเงินปันผลและคุณภาพกำไรนั้น ในอนาคตอาจให้ความสนใจศึกษาถึงเรื่องการตอบสนองของราคาหุ้นและการทบทวนการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์ที่มีต่อการประกาศการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล โดยใช้สมการตัวแบบที่ใช้ในงานวิจัยของ Mikhail, Walther, และ Willis (1999) ซึ่งได้ตั้งสมมติฐานไว้ว่าการตอบสนองของตลาดที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลจะมีความสัมพันธ์กับคุณภาพกำไรในทางตรงกันข้าม และขนาดของการทบทวนการพยากรณ์ของนักวิเคราะห์หลังจากการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลจะมีความสัมพันธ์กับคุณภาพกำไรในทางตรงกันข้าม