

การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท  
ก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจ พ. ศ. 2540



นางสาว สุดาพร ศิริกะนันท์

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการเงิน ภาควิชาการธนาคารและการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ปีการศึกษา 2545

ISBN 974-171-608-7

ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

DIVIDEND CHANGES AND FUTURE PROFITABILITY OF THE FIRM  
BEFORE AND AFTER ECONOMIC CRISIS IN 1997



MISS SUDAPORN SIRIKANANT

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 974-171-608-7

หัวข้อวิทยานิพนธ์	การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรใน อนาคตของบริษัท ก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจ พ. ศ. 2540
โดย	นางสาว สุดาพร ศิริกะนันท์
สาขาวิชา	การเงิน
อาจารย์ที่ปรึกษา	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. สันติ ธิรพัฒน์

---

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้บัณฑิต  
วิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาวิทยาศาสตรบัณฑิต

.....คณบดีคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.วิรัช อภิเมธีธำรง)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ  
(อาจารย์ ดร.ธวัชชัย จิตรกาญจน์นันท์)

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

..... กรรมการ  
(รองศาสตราจารย์ ดร. โสทิศร์ มัลลิกะมาส)

สถาบันบัณฑิตพัฒนบริหารศาสตร์  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สุดาพร ศิริกะนันท์: การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรใน  
อนาคตของบริษัท ก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540 (DIVIDEND CHANGES  
AND FUTURE PROFITABILITY OF THE FIRM BEFORE AND AFTER ECONOMIC  
CRISIS IN 1997) อาจารย์ที่ปรึกษา: ผศ. ดร. สันติ ธีรพัฒน์, 64 หน้า. ISBN974-171-608-7

การวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลกับผลกำไรในอนาคต โดยใช้วิธีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (Earning Changes) เป็นตัวพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท โดยมีสมมติฐานว่าบริษัทจะคาดการณ์ผลกำไรที่เกิดในอนาคตจึงตัดสินใจจ่ายเงินปันผล ในการศึกษาครั้งนี้ได้ปรับปรุงสมการถดถอยขึ้นใหม่ โดยวัดความสามารถในการทำกำไรในรูปเปอร์เซ็นต์ของมูลค่าทางบัญชีหุ้นสามัญ นอกจากนี้ได้เสนอแนวทางใหม่โดยใช้ กำไรที่คาดการณ์ (Future Earnings) และ กำไรที่ผิดปกติจากที่คาดการณ์ (Abnormal earnings) เป็นตัวบ่งชี้ความสามารถของบริษัท รวมทั้งศึกษาปัจจัยอื่น ๆ ที่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ การศึกษาได้ใช้ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ช่วง คือ ช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ระหว่างปี พ.ศ.2537–2540 และช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ ระหว่างปี พ.ศ. 2541–2544 และจากผลจากการศึกษาด้วยวิธีอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลพยากรณ์ความสามารถของบริษัท พบว่าช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ให้ผลขัดแย้งกับการศึกษาก่อนหน้านี้ (อมร ทรัพย์ทวีกุล, 2542) โดยการวิจัยนี้พบว่าการจ่ายเงินปันผลแบบเพิ่มขึ้นสามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ในทิศทางเดียวกัน ส่วนวิธีการวัดกำไรที่ผิดปกติจากที่คาดการณ์ และ กำไรที่คาดการณ์ ให้ผลที่คล้ายกัน แต่ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากวิธีวัดกำไรที่ผิดปกติจากที่คาดการณ์จะมีนัยสำคัญมากกว่า โดยพบความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างเงินปันผลกับกำไรของบริษัทในช่วง 1 ปีข้างหน้า แต่ในช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ การจ่ายเงินปันผลไม่สามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้ นอกจากนี้ยังพบปัจจัยอื่นคือ มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ และ ผลกำไรที่เกิดขึ้นในปีเดียวกับปีที่เปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ตัวแปรเหล่านี้เป็นตัวแปรที่สามารถสะท้อนความสามารถของบริษัทได้

ภาควิชา การธนาคารและการเงิน

ลายมือชื่อนิสิต.....

สาขาวิชา การเงิน

ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

ปีการศึกษา 2545

## 4482525126: MAJOR FINANCE

KEY WORD: DIVIDEND CHANGES / INFORMATION CONTENT OF DIVIDEND

SUDAPORN SIRIKANANT: DIVIDEND CHANGES AND FUTURE PROFITABILITY OF THE FIRM BEFORE AND AFTER ECONOMIC CRISIS IN 1997. THESIS ADVISOR: ASST. PROF. SUNTI TIRAPAT, PH.D., 64 pp.  
ISBN 974-171-608-7.

This thesis studies the relationship between dividend and future earnings of the firms by using dividend changes to indicate potential for future profitability. This study modifies the regression model by calculating the changes in profitability as percentages of book value of common equity. Furthermore, this study investigates the relationship between dividend changes and future profitability measured in terms of either future earnings or future abnormal earnings and studies other factors that can predict future profitability. The focus of this study was on the companies listed on the Stock Exchange of Thailand during the years 1993 to 2001. The study is divided into 2 phases. The first phase is before the economic crisis (1993-1997) and the second phase is after the economic crisis (1998-2001). In contrast with Amorn Supthaweekul's study (1999), the empirical result shows that by using earnings changes from samples before the economic crisis, there is a significant positive relationship between dividend change and future profitability of the firm for at least 1 year. The evidence also shows that by using abnormal earnings and future earnings as dependent variables give similar results. However, such results are more statistically significant when using abnormal earnings. Furthermore, positive relationship between future earning and dividend change occurs on the samples with increasing dividend. However, during the years after economic crisis, there is no relationship between future earnings and dividend changes. In addition, this study finds the factor that can predict future earnings by using book value of common equity, market value of common equity and the current period's earning to be the best variable prediction of future earnings.

Department of Banking and Finance

Student's signature.....

Field of study Finance

Advisor's signature.....

Academic year 2002

## กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์นี้สำเร็จลุล่วงได้ดีนั้น ผู้เขียนขอขอบพระคุณ ผศ. ดร. สันติ ธิรพัฒน์ เป็นอย่างสูง ที่ท่านได้กรุณารับเป็นอาจารย์ที่ปรึกษา ท่านได้ให้ความช่วยเหลือ ความรู้และคำแนะนำอันเป็นประโยชน์ต่อการศึกษาเป็นอย่างมาก รวมทั้งได้ติดตามความคืบหน้าของการทำวิทยานิพนธ์โดยตลอด นอกจากนี้ผู้เขียนยังขอขอบพระคุณ ดร. ธวัชชัย จิตรภานันท์ และ รศ. ดร. โสติธร มัลลิกะมาส ที่ได้กรุณาสละเวลาอันมีค่ามาเป็นกรรมการตรวจสอบ ให้ความช่วยเหลือและคำแนะนำ ทำให้วิทยานิพนธ์เล่มนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ยังขอขอบพระคุณบิดา มารดา ที่ได้มอบโอกาสสำคัญทางการศึกษาและคอยให้กำลังใจด้วยดีมาตลอด และขอขอบคุณพี่สาวของผู้เขียนที่คอยช่วยเหลือ ให้คำแนะนำที่ดี และเป็นกำลังใจตลอดมา นอกจากนี้ยังขอขอบคุณ คุณไชยา ศรีสวัสดิ์ และคุณมนัส ธาราทรัพย์ ที่คอยให้คำปรึกษาในด้านการเรียนและช่วยเหลือในการจัดเรียงข้อมูล ตลอดจนขอขอบคุณเพื่อน ๆ ร่วมชั้นเรียน และผู้มีส่วนร่วม ในการให้คำปรึกษาและคำแนะนำที่เป็นประโยชน์แก่ผู้เขียน

คุณความดีทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการทำวิทยานิพนธ์เล่มนี้ ขอมอบแต่ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทั้งหลายดังกล่าว และผู้อ่านทุกท่าน ส่วนข้อผิดพลาด ใดๆ ที่เกิดขึ้นผู้เขียนต้องขออภัย และขอน้อมรับแต่เพียงผู้เดียว

สุดาพร ศิริกะนันท์

กุมภาพันธ์ 2546

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# สารบัญ

หน้า

บทที่	
บทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อวิทยานิพนธ์ภาษาอังกฤษ.....	จ
กิตติกรรมประกาศ.....	ฉ
สารบัญ.....	ช
สารบัญตาราง.....	ฅ
สารบัญภาพ.....	ฉ
1 บทนำ.....	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	3
1.3 สมมติฐานของการวิจัย.....	3
1.4 ขอบเขตของการวิจัย.....	3
1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	3
2 ทฤษฎีและวรรณกรรมปริทัศน์.....	4
2.1 ความหมาย.....	4
2.2 นโยบายการจ่ายเงินปันผล.....	4
2.2.1 หลักเกณฑ์การจ่ายเงินปันผล.....	5
2.2.2 พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2534 (แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2544) ในหมวดที่ บัญชีและรายงาน.....	6
2.2.3 รูปแบบของการจ่ายเงินปันผล.....	7
2.3 ทฤษฎีที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล.....	12
2.4 วรรณกรรมปริทัศน์.....	15
3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	23
3.1 กลุ่มตัวอย่างในการศึกษา.....	24
3.2 วิธีดำเนินการวิจัย.....	24
3.2.1 การวิเคราะห์ข้อมูลขั้นต้น.....	24
3.2.2 อัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไร ในอนาคตของบริษัท.....	31
3.2.3 การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับระดับผลกำไรในอนาคต.....	34

สารบัญ (ต่อ)

หน้า

บทที่

3.2.4	อัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตโดยแบ่งตามขนาดของบริษัท.....	37
3.2.5	อัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตโดยแบ่งตามจำนวนผู้ถือหุ้น.....	38
4	ผลการวิจัย.....	39
4.1	ผลการศึกษา การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท.....	39
4.1.1	การวิเคราะห์สมการถดถอยระหว่างเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไร.....	39
4.1.2	การวิเคราะห์สมการถดถอยระหว่างเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไร และตัวแปรอื่น.....	42
4.1.3	อัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต โดยแบ่งตามขนาดของ บริษัท.....	44
4.1.4	อัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต โดยแบ่งตามจำนวนผู้ถือหุ้นใหญ่.....	47
4.2	ผลการศึกษา การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับระดับผลกำไรในอนาคต.....	51
4.2.1	การวิเคราะห์สมการถดถอยโดยใช้วิธี Abnormal Earnings และ Earnings.....	51
5	สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ.....	57
5.1	สรุปผลการวิจัย.....	57
5.2	ข้อเสนอแนะ.....	59
	รายการอ้างอิง.....	60
	ภาคผนวก.....	61
	ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์.....	64



## สารบัญตาราง

หน้า

ตารางที่

3.1 อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ของบริษัท ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ.....	25
3.2 อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ของบริษัท ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ.....	26
3.3 อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของบริษัทช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ.....	27
3.4 อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของบริษัทในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ.....	28
3.5 ข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ สำหรับพยากรณ์อัตราผลตอบแทนในอนาคตสำหรับกลุ่มบริษัทหลัก ทรัพย์รวม.....	29
4.1 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย อัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไร ในอนาคต.....	40
4.2 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย อัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไร ในอนาคต และตัวแปรอื่น ๆ.....	43
4.3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย อัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไร ในอนาคต โดยแบ่งตามขนาดของบริษัท ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ.....	45
4.4 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยอัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไร ในอนาคต โดยแบ่งตามขนาดของบริษัท ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ.....	46
4.5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามการกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (ควบคุม).....	49
4.6 การวิเคราะห์สมการถดถอยโดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามการกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (ไม่ถูกควบคุม).....	50
4.7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับระดับผลกำไรใน อนาคต โดยวิธี Abnormal Earnings.....	53

## สารบัญตาราง (ต่อ)

หน้า

ตารางที่

4.8 สรุปผลการวิเคราะห์สมการถดถอย การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับระดับผลกำไร ในอนาคต โดยวิธี Earnings.....	55
--	----



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## สารบัญภาพ

หน้า

ภาพประกอบ

2.1 แสดงขั้นตอนการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน).....	9
3.1 แสดงช่วงเวลาที่ใช้ข้อมูลในการศึกษา.....	33



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของการศึกษา

จุดมุ่งหมายการลงทุนของผู้ลงทุนทุกคนย่อมแตกต่างกันไป แต่เป้าหมายสุดท้ายในการลงทุนของทุกคนคือ พยายามลงทุนในหลักทรัพย์ที่ให้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนมากที่สุด หรือให้ผู้ลงทุนพอใจมากที่สุด ประเภทของการลงทุนสามารถแบ่งเป็นประเภทใหญ่ ๆ ได้ 3 ประเภท คือ การลงทุนเพื่อการบริโภค (Consumer investment) การลงทุนในธุรกิจ (Business or economic investment) และการลงทุนในหลักทรัพย์ (Financial or securities investment) ในที่นี้จะกล่าวถึงการลงทุนในหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นการซื้อสินทรัพย์ในรูปของหลักทรัพย์ เช่น พันธบัตร หุ้นกู้ หรือหุ้นทุน โดยได้ผลตอบแทนในรูปของดอกเบี้ยหรือเงินปันผล (Dividend) ขึ้นอยู่กับประเภทของหลักทรัพย์ที่ลงทุน โดยผู้ถือหุ้นสามัญมีสิทธิที่จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในรูปของเงินปันผล โดยจำนวนเงินปันผลที่จ่ายในแต่ละงวดจะเป็นจำนวนเท่าใด และจ่ายในลักษณะใด ย่อมขึ้นอยู่กับการตัดสินใจของผู้บริหารของบริษัท และต้องผ่านการอนุมัติจากคณะกรรมการบริหารของบริษัทด้วย สิ่งที่ผู้บริหารจะต้องคำนึงเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลคือ กำไรของบริษัท ฐานะทางการเงิน ภาระผูกพันในการชำระหนี้ที่ใกล้จะครบกำหนด และความจำเป็นที่จะใช้เงินทุนเพื่อการลงทุนในอาคาร โรงงาน และอุปกรณ์ใหม่ ๆ เพื่อกันเงินไว้ใช้จ่าย ก่อนตัดสินใจจ่ายเงินปันผล โดยมีทฤษฎีที่กล่าวว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลภายในของบริษัทให้กับนักลงทุน

แนวความคิดเกี่ยวกับทฤษฎีความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูล (Information content of dividends) ที่ถูกส่งมากับการจ่ายเงินปันผลเกิดขึ้นตั้งแต่ พ.ศ. 2499 โดยมีหลายทฤษฎีเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสามารถบอกข้อมูลเกี่ยวกับผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้ ซึ่งในอดีตมีผลการศึกษาที่สามารถบ่งชี้ได้ว่าบริษัทที่เปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลจะมีข้อมูลบางอย่างที่ถูกส่งออกมา เช่น Lintner's (1956) กล่าวว่า ผู้บริหารจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อรายได้ของบริษัทเพิ่มขึ้นอย่างสม่ำเสมอ หรืออีกนัยหนึ่งคือ การจ่ายเงินปันผลในปีปัจจุบันจะขึ้นอยู่กับผลกำไรในอดีต ปัจจุบัน และอนาคตของบริษัท หลังจากที่ Lintner's ให้ข้อสมมติฐานดังกล่าวแล้ว Miller และ Modigliani (1997) ได้เสนอแนะว่า การจ่ายเงินปันผลสามารถให้ข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินสด (Cash Flows) ในอนาคตของบริษัทเมื่อตลาดไม่มีประสิทธิภาพ และกล่าวว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลนอกจากจะสามารถส่งข้อมูลเกี่ยวกับฐานะการเงินของบริษัทแล้วยังส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เปลี่ยนแปลงไปด้วย จากการศึกษาจำนวนมากสามารถอธิบายและสนับสนุนสมมติฐาน

เกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์ซึ่งจะเพิ่มขึ้น (ลดลง) เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น (ลดลง) แต่น้อยมากที่สามารถอธิบายได้ว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสามารถพยากรณ์ถึงผลกำไรในอนาคต (Future earning) ดังนั้น Watt (1973) จึงเริ่มศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในอนาคต โดยศึกษาตามสมมติฐานของ Lintner's และ Miller และ Modigliani แต่ผลการศึกษาที่ได้คือ ขนาดของความสัมพันธ์มีค่าน้อยมาก หลังจากนั้น Penman (1983) ได้ใช้การพยากรณ์รายได้ของฝ่ายบริหารเปรียบเทียบกับการจ่ายเงินปันผล เพื่อหาทดสอบว่ากรณีใดสามารถส่งสัญญาณเกี่ยวกับกำไรในอนาคตของบริษัทได้ดีกว่า ผลที่ได้กลับพบว่าเงินปันผลสามารถส่งข้อมูลเกี่ยวกับกำไรในอนาคตของบริษัทได้น้อยกว่า แม้ว่า Miller (1980) สรุปผลของความสัมพันธ์ว่าเงินปันผลเป็นตัวแปรที่จะแปรผันไปตามผลกำไรมากกว่าจะชี้นำผลกำไร แต่ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signal) ก็ยังคงอยู่ และจากการศึกษาของ DeAngelo, DeAngelo และ Skinner (1996), Benartzi, Michaely, และ Thaler (1997) รวมทั้งการศึกษาของ อมร ทรัพย์ทวีกุล (2542) ได้สรุปผลการวิจัยว่าผู้บริหารจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลในปีนี้ก็ต่อเมื่อบริษัทมีผลกำไร และเงินปันผลไม่สามารถส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลกำไรในอนาคตได้ ทั้งนี้ผลการศึกษาของอมร (2542) ศึกษาเพียงเฉพาะช่วงเวลาก่อนวิกฤตเศรษฐกิจเท่านั้น ทำให้ไม่สามารถเปรียบเทียบพฤติกรรมที่เปลี่ยนแปลงไปได้ชัดเจน โดยการศึกษาที่มีความเชื่อในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจผู้บริหารสามารถมองเห็นแนวโน้มการเติบโตของบริษัทได้และคาดการณ์ผลกำไรที่เกิดในอนาคตก่อนจึงจ่ายเงินปันผล แต่ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจผู้บริหารไม่สามารถคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตได้เนื่องจากสภาวะเศรษฐกิจที่ผันผวนและผู้บริหารไม่มั่นใจต่อสถานการณ์ในอนาคต

เงินปันผลเป็นข้อมูลที่สำคัญอย่างหนึ่งที่นักลงทุนในตลาดให้ความสนใจ ดังนั้นประเด็นหลักในงานวิจัยนี้คือทดสอบว่าในประเทศไทยบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทหรือไม่ และจะเป็นไปได้หรือไม่ที่นักลงทุนสามารถนำข้อมูลการจ่ายเงินปันผลพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทเพื่อเป็นเครื่องมือวิเคราะห์ตัดสินใจลงทุน โดยการทดสอบนี้จะใช้ตัวแปรที่อธิบายเพิ่มขึ้น เพื่อใช้ในการสนับสนุนข้อสมมติฐานของทฤษฎีความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลที่ถูกส่งมากับการจ่ายเงินปันผล การทดสอบแบ่งเป็นสองช่วงคือช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2537-2540 และช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปีพ.ศ.2541-2544

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

- 1) เงินปันผลเป็นเครื่องมือพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้หรือไม่ โดยเปรียบเทียบผลการศึกษาในช่วงก่อน และ หลังวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2540
- 2) ศึกษาปัจจัยที่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้

## 1.3 สมมติฐานของการวิจัย

ช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทสามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้ โดยบริษัทคาดการณ์ผลกำไรล่วงหน้าก่อนจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเนื่องจากบริษัทสามารถมองเห็นแนวโน้มของการเติบโตข้างหน้าและคาดการณ์ว่าในอนาคตบริษัทสามารถทำกำไรจึงจ่ายเงินปันผล และช่วงหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจส่งผลให้บริษัทไม่สามารถคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตได้เนื่องจากสภาวะเศรษฐกิจที่มีความผันผวนและบริษัทไม่มั่นใจต่อสถานการณ์ในอนาคต

## 1.4 ขอบเขตของการวิจัย

ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในอนาคตของบริษัทในช่วงก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2537 ถึง พ.ศ. 2544 และทดสอบปัจจัยที่สามารถทำนายผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้โดยใช้ข้อมูลบริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 1.5 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษานี้แสดงให้เห็นความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ และถ้าพบความสัมพันธ์ดังกล่าว นักลงทุนสามารถใช้การประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์หลักทรัพย์เพื่อการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น

## บทที่ 2

### ทฤษฎีและวรรณกรรมปริทัศน์

#### 2.1 ความหมาย

เงินปันผล หมายถึง ส่วนแบ่งกำไรที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท เพื่อเป็นการตอบแทนเงินที่ผู้ถือหุ้นได้นำมาลงทุนในบริษัทตามส่วนของจำนวนหุ้นที่แต่ละคนถืออยู่ การจ่ายปันผลอาจทำได้หลายลักษณะคือ เงินสดปันผล สินทรัพย์ปันผล เอกสารแสดงหนี้สินของบริษัท หรือเป็นหุ้นปันผลก็ได้ โดยปกติมักจะจ่ายเป็นเงินสด (Cash dividend) จำนวนเงินปันผลที่จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญและกำหนดเวลาที่จ่าย มักขึ้นอยู่กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ผลการดำเนินงานฐานะการเงินของบริษัท และกระแสเงินสดของบริษัท รวมถึงความต้องการใช้เงินทุนในการขยายขอบข่ายการดำเนินงาน ภาวะผูกพันในการชำระหนี้ ตลอดจนการจัดซื้อทรัพย์สินทั้งในปัจจุบันและอนาคต

#### 2.2 นโยบายการจ่ายเงินปันผล

นโยบายเงินปันผลเป็นหน้าที่ประการหนึ่งของผู้บริหารการเงินของบริษัทที่จะกำหนด และตัดสินใจนำกำไรของธุรกิจมาแบ่งจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งต้องมีการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout ratio) การดำเนินการจ่ายเงินปันผลจะต้องมีการวางนโยบายการจ่ายเงินปันผลเพื่อเป็นแนวทางในการจ่ายผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้นสามัญว่าควรจ่ายอย่างไร และจ่ายจำนวนเท่าใด ซึ่งการตัดสินใจเรื่องเงินปันผลของกิจการ มักเกี่ยวข้องกับ การตัดสินใจเกี่ยวกับกิจกรรมการจัดหาเงินทุน และตัดสินใจลงทุนเสมอ บางกิจการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำเพราะคิดว่า โอกาสของธุรกิจในอนาคตจะดีมาก จึงเก็บเงินไว้ในรูปของกำไรสะสม เพื่อลงทุนขยายกิจการต่อไปในอนาคต ซึ่งถ้าเป็นเช่นนี้แสดงว่าการตัดสินใจเรื่องเงินปันผลจะเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นภายหลังหรือเป็นผลพลอยได้ของการตัดสินใจจ่ายเงินลงทุน แต่บางกิจการอาจหาเงินลงทุนในโครงการใหญ่ ๆ ด้วยการกู้ยืมเงิน จึงมีเงินสดเหลือพอในการจ่ายเงินปันผล ซึ่งถ้าเป็นเช่นนี้การตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลจะเป็นผลพลอยได้จากการจัดหาเงินทุน การจ่ายเงินปันผลจะทำให้กำไรสะสมของธุรกิจลดน้อยลงซึ่งกำไรสะสมถือว่าเป็นแหล่งเงินทุนภายในของธุรกิจ ดังนั้นถ้าเอากำไรมาจ่ายเงินปันผลหมดกำไรสะสมจะลดลง แต่ถ้าไม่จ่ายเงินปันผลเลย กำไรสะสมก็จะเพิ่มขึ้น แหล่งเงินทุนภายในของธุรกิจก็จะเพิ่มขึ้น สามารถนำไปลงทุนในโครงการที่นำลงทุนได้ แต่เมื่อผู้ลงทุนซื้อหุ้นสามัญ ก็คาด

หวังว่าจะได้รับผลตอบแทน เงินปันผลถือเป็นส่วนหนึ่งของผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังว่าจะได้รับ ธุรกิจจึงจำเป็นต้องจ่ายเงินปันผล แต่นำกำไรสะสมจ่ายเป็นเงินปันผลทั้งหมดไม่ได้เช่นกัน เพราะจะทำให้ไม่มีเงินทุนภายในนำไปลงทุนได้ ดังนั้นนโยบายเงินปันผลก็เป็นเรื่องที่สำคัญที่จะตัดสินใจ ว่าควรจะจ่ายเงินปันผล หรือเก็บไว้ลงทุน และถ้าจะจ่าย ควรจะจ่ายเงินปันผลในอัตราเท่าไร

### 2.2.1 หลักเกณฑ์การจ่ายเงินปันผล

1. การจ่ายเงินปันผลของกิจการ บริษัทสามารถจ่ายได้จากเงินกำไรสะสมของกิจการ และจะนำเงินประเภทอื่นที่ไม่ใช่กำไรมาจ่ายเงินปันผลไม่ได้ ในกรณีที่บริษัทมียอดขาดทุนสะสมอยู่ บริษัทจะจ่ายเงินปันผลไม่ได้จนกว่ายอดขาดทุนสะสมดังกล่าวจะหมดไป
2. เงินปันผลจะต้องแบ่งจ่ายตามจำนวนหุ้น หุ้นละเท่า ๆ กัน เว้นแต่จะมีข้อบังคับกำหนดไว้เป็นอย่างอื่นในเรื่องของหุ้นบุริมสิทธิ
3. การจ่ายเงินปันผลจะต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น โดยคณะกรรมการบริษัทจะเป็นผู้พิจารณาในเบื้องต้นว่าจะจ่ายเงินปันผลเมื่อใดและจ่ายในอัตราเท่าใด หลังจากนั้นจะนำเสนอเพื่อขอมติเห็นชอบจากที่ประชุมใหญ่ผู้ถือหุ้นของบริษัท อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการบริษัทอาจจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ หากคณะกรรมการบริษัทเห็นว่ามีความจำเป็นต้องทำเช่นนั้น และเมื่อจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลแล้ว ให้คณะกรรมการบริษัทรายงานให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นทราบในการประชุมผู้ถือหุ้นหรือ คณะกรรมการบริษัทลงมติแล้วแต่กรณี โดยต้องแจ้งเป็นหนังสือไปยังผู้ถือหุ้นและลงโฆษณาบอกกล่าวการจ่ายเงินปันผลในหนังสือพิมพ์
4. การจ่ายเงินปันผล บริษัทจะต้องดำเนินการจัดสรรทุนสำรองก่อนการจ่ายเงินปันผลตามหลักเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนด โดยบริษัทมหาชนจำกัดจะต้องจัดสรรกำไรสุทธิประจำปีส่วนหนึ่งไว้เป็นทุนสำรองไม่น้อยกว่าร้อยละ 5 ของกำไรสุทธิประจำปี หักด้วยยอดเงินขาดทุนสะสมยกมา (กรณีถ้าบริษัทมียอดขาดทุนสะสม) จนกว่าทุนสำรองนั้น จะมีจำนวนไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 ของทุนจดทะเบียน เว้นแต่บริษัทจะมีข้อบังคับ หรือมีกฎหมายอื่นระบุให้บริษัทต้องมีทุนสำรองมากกว่านั้น ในกรณีที่บริษัทเสนอขายหุ้นสูงกว่ามูลค่าหุ้นที่จดทะเบียนไว้ บริษัทจะต้องนำค่าหุ้นส่วนที่เกินตั้งเป็นทุนสำรองส่วนล้ามูลค่าหุ้นแยกต่างหากจากทุนสำรองที่กันจากเงินปันผล สำหรับบริษัทจำกัด กำหนดให้ทุกราวที่จ่ายเงินปันผล บริษัทจำกัดจะต้องจัดสรรเงินเป็นทุนสำรองไม่น้อยกว่าร้อยละ 5 ของจำนวนผลกำไรซึ่งบริษัททำมาหาได้จากกิจการจนกว่าทุนสำรองนั้นจะมีจำนวนไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 ของทุนจดทะเบียน เว้นแต่บริษัทจะมีข้อบังคับหรือมีกฎหมายอื่นกำหนดให้บริษัทต้องมีทุนสำรองมากกว่านั้น ในกรณี



ที่บริษัทเสนอขายหุ้นสูงกว่ามูลค่าหุ้นที่จดทะเบียนไว้ บริษัทจะต้องนำค่าหุ้นส่วนที่เกินรวมเข้าในทุนสำรองจนกว่าทุนสำรองจะมีจำนวนที่ต้องสำรองไว้

5. ในกรณีที่บริษัทมหาชนจำกัด ยังจ่ายหุ้นไม่ครบตามจำนวนที่จดทะเบียนไว้ หรือบริษัทได้จดทะเบียนเพิ่มทุนแล้วบริษัทจะจ่ายเงินปันผลทั้งหมดหรือบางส่วนเป็นหุ้นสามัญใหม่ ให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นได้ แต่สำหรับบริษัทจำกัด หากประสงค์จะจ่ายปันผลเป็นหุ้นสามัญ บริษัทจะต้องดำเนินการเพิ่มทุน โดยการออกหุ้นใหม่ตามหลักเกณฑ์ในเรื่องการเพิ่มทุนเสียก่อน จึงจะสามารถออกหุ้นเพิ่มทุนเป็นหุ้นใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้นได้

## 2.2.2 พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2534 (แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2544) ในหมวดที่ บัญชีและรายงาน ได้กล่าวถึงข้อบังคับของเงินปันผลไว้ดังนี้

### มาตรา 115

การจ่ายเงินปันผลจากเงินประเภทอื่นนอกจากเงินกำไรจะกระทำมิได้ ในกรณีที่บริษัทยังมียอดขาดทุนสะสมอยู่ ห้ามมิให้จ่ายเงินปันผล

เงินปันผลนั้นให้แบ่งตามจำนวนหุ้น หุ้นละเท่า ๆ กัน เว้นแต่จะมีข้อบังคับกำหนดไว้เป็นอย่างอื่นในเรื่องหุ้นบุริมสิทธิ โดยการจ่ายเงินปันผลจะต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น

เมื่อข้อบังคับของบริษัทกำหนดให้ทำได้ คณะกรรมการอาจจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้เป็นครั้งคราวเมื่อเห็นว่าบริษัทมีกำไรสมควรพอที่จะทำเช่นนั้นและเมื่อได้จ่ายเงินปันผลแล้ว ให้รายงานให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นทราบในการประชุม

การจ่ายเงินปันผลนั้นให้กระทำภายในหนึ่งเดือนนับแต่วันที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นหรือคณะกรรมการลงมติ แล้วแต่กรณี ทั้งนี้ให้แจ้งเป็นหนังสือไปยังผู้ถือหุ้นกับให้โฆษณาคำบอกกล่าวการจ่ายเงินปันผลนั้นในหนังสือพิมพ์ด้วย

### มาตรา 116

บริษัทต้องจัดสรรกำไรสุทธิประจำปีส่วนหนึ่งไว้เป็นทุนสำรองไม่น้อยกว่าร้อยละห้าของกำไรสุทธิประจำปีหักด้วยยอดเงินขาดทุนสะสมยกมา (ถ้ามี) จนกว่าทุนสำรองนี้จะมีจำนวนไม่น้อยกว่าร้อยละสิบของทุนจดทะเบียน เว้นแต่บริษัทจะมีข้อบังคับหรือกฎหมายอื่นกำหนดให้ต้องมีทุนสำรองมากกว่านั้น

### มาตรา 117

ในกรณีที่บริษัทยังจำหน่ายหุ้นไม่ครบตามจำนวนที่จดทะเบียนไว้ หรือบริษัทได้จดทะเบียนเพิ่มทุนแล้ว บริษัทจะจ่ายเงินปันผลทั้งหมดหรือบางส่วน โดยออกเป็นหุ้นสามัญใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นก็ได้

### มาตรา 118

ในกรณีที่บริษัทจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยฝ่าฝืนมาตรา 115 มาตรา 116 หรือมาตรา 117 เป็นเหตุให้เจ้าหน้าที่ของบริษัทเสียเปรียบ เจ้าหน้าที่จะฟ้องผู้ถือหุ้นให้คืนเงินปันผลที่ได้รับไปแล้วก็ได้ โดยต้องฟ้องภายในหนึ่งปีนับแต่วันที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติ แต่ผู้ถือหุ้นคนใดได้รับเงินปันผลไปแล้วโดยสุจริตจะบังคับให้คืนเงินมิได้

### มาตรา 119

เมื่อได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นแล้วบริษัทอาจโอนทุนสำรองตามมาตรา 51 ทุนสำรองตามมาตรา 116 หรือเงินสำรองอื่น เพื่อชดเชยผลขาดทุนสะสมของบริษัทก็ได้

การชดเชยผลขาดทุนสะสมตามวรรคหนึ่ง ให้หักชดเชยจากเงินสำรองอื่นก่อนแล้วจึงหักจากทุนสำรองตามมาตรา 116 และทุนสำรองตามมาตรา 51 ตามลำดับ

### มาตรา 51

ในกรณีที่บริษัทจะเสนอขายหุ้นสูงกว่ามูลค่าหุ้นที่จดทะเบียนไว้ บริษัทต้องให้ผู้จองหุ้นส่งใช้จำนวนเงินที่สูงกว่ามูลค่าหุ้นพร้อมกับเงินค่าหุ้น และนำค่าหุ้นส่วนที่เกินนี้ตั้งเป็นทุนสำรองส่วนล้ำมูลค่าหุ้นแยกต่างหากจากทุนสำรองตามมาตรา 116

## 2.2.3 รูปแบบของการจ่ายเงินปันผล

รูปแบบของการจ่ายเงินปันผลจะแยกเป็น 4 แบบคือ

1. การจ่ายเงินสดปันผล (Cash Dividend)
2. การจ่ายหุ้นปันผล (Stock Dividend)
3. การซื้อหุ้นคืนกลับ (Share Repurchase)

### 1. การจ่ายเงินสดปันผล (Cash Dividend)

- ก. การจ่ายเงินสดปันผลมีวิธีการจ่าย 4 วิธีคือ

- 1) จำนวนเงินปันผลที่จ่ายต่อหุ้นคงที่ (Constant amount per share) บริษัทจะจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นคงที่แน่นอน เช่น จ่ายปันผล 10 บาท ต่อหุ้น หรือ 20 บาท ต่อหุ้น ไม่ว่าจะกำไรจะเป็นเท่าใดก็ตาม
- 2) คิดการจ่ายปันผลในอัตราคงที่ต่อกำไร (Constant payout ratio) คือ จำนวนเงินปันผลที่จ่ายจะเป็นสัดส่วนกับกำไรที่บริษัทได้รับในปีนั้น ๆ เช่น บริษัทหนึ่งกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลไว้ 50% หมายความว่า บริษัทจะจ่ายเงินปันผล 50 เปอร์เซ็นต์ของกำไร ที่เป็นสัดส่วนของผู้ถือหุ้นในปีนั้น
- 3) จ่ายปันผลปกติบวกปันผลพิเศษ (Low regular dividend plus extra) กำหนดจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ แต่ถ้าปีใดมีกำไรมากกว่าปกติก็จะจ่ายเงินปันผลเพิ่มพิเศษให้ในปีนั้น เช่น ปกติจ่ายหุ้นละ 3 บาท บวกพิเศษเพิ่มอีกหุ้นละ 1 บาท ถ้ามีกำไรสุทธิเกิน 500,000 เป็นต้น
- 4) การจ่ายเงินปันผลตามเป้าหมาย คือ บริษัทอาจตั้งเป้าหมายไว้จำนวนหนึ่งเช่น 10 บาทต่อหุ้น บริษัทไม่จำเป็นต้องจ่าย 10 บาทต่อหุ้นทุกปี อาจต่ำกว่าก็ได้ แต่มีแนวโน้มจะจ่ายให้ได้ตามเป้าหมาย

ข. ขั้นตอนการจ่ายเงินปันผล มี 4 ขั้นตอนดังนี้

- 1) วันประกาศจ่ายเงินปันผล (Declaration date) ในวันประกาศจ่ายเงินปันผล คือวันที่คณะกรรมการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยจะระบุถึง วันที่จะจ่ายเงินปันผล เงินปันผลที่จ่ายต่อหุ้น และวันบันทึกรายชื่อผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ได้รับเงินปันผล
- 2) กำหนดวันบันทึกรายชื่อผู้ถือหุ้น (Holder of record date) เป็นวันที่บริษัทปิดการโอนหุ้น เพื่อทำบัญชีรายชื่อผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์ได้รับเงินปันผล
- 3) กำหนดวันซื้อขายหุ้นไม่รวมเงินปันผล (Ex-dividend date) โดยกำหนดว่าสิทธิ์ในการรับเงินปันผลจะเป็นของผู้ถือหุ้นคนใหม่หากการซื้อหุ้นนั้นกระทำก่อนบันทึกรายชื่อผู้ถือหุ้น ซึ่งโดยปกติวันซื้อขายหุ้นที่ไม่รวมเงินปันผล จะก่อนวันบันทึกการรายชื่อผู้ถือหุ้น 4 วัน
- 4) วันจ่ายเงินปันผล (Payment date) เป็นวันที่บริษัทจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น แล้วส่งเช็คไปให้ผู้ถือหุ้นที่ปรากฏชื่อในรายการ

วันบันทึกรายชื่อ			
ผู้ถือหุ้น			
29 ม.ค. 46	ก่อน 3 มี.ค. 46	6 มี.ค. 46	23 เม.ย.46
ตั้งแต่ 3 มี.ค. 2546			
วันประกาศจ่าย	วันซื้อขายหุ้นไม่รวม	วันกำหนดจ่าย	
เงินปันผล	เงินปันผล	เงินปันผล	

รูปที่ 2.1 แสดงขั้นตอนการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)  
 ถ้าผู้ถือหุ้นซื้อขายหุ้นก่อนวันที่ 3 มีนาคม 2546 หุ้นนั้นจะรวมเงินปันผล คือมีสิทธิได้รับเงินปันผล  
 ด้วย แต่ถ้าผู้ถือหุ้นซื้อขายหลังจากวันที่ 3 มีนาคม 2546 ผู้ถือหุ้นจะไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผลในวันที่  
 23 เมษายน 2546 (แหล่งที่มา: [www.seamico.com](http://www.seamico.com) และ [www.kimeng.com](http://www.kimeng.com))

ค. เงื่อนไขหรือปัจจัยที่นำมาใช้กำหนดว่าควรจ่ายเงินปันผลหรือไม่

- 1) ข้อจำกัดในสัญญาการกู้หนี้ บางครั้งมีข้อจำกัดในข้อตกลง การกู้หนี้จำกัดจำนวนเงิน  
 สดที่จะจ่ายเป็นเงินปันผล ทำให้ไม่มีอิสระในการจ่ายเงินปันผล
- 2) เฟอร์เซ็นต์ของภาระการใช้เงินทุน บริษัทที่มีหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในอัตราสูง  
 มักจะเก็บกำไรสะสมไว้เพื่อให้มีเงินทุนเพียงพอที่จะจ่ายดอกเบี้ยและชำระเงินต้นคืน  
 เมื่อถึงกำหนดมากกว่าจะมีการจ่ายเงินปันผล
- 3) ความสามารถในการหาเงินทุนจากภายนอก บริษัทที่มีความสามารถเข้าถึงตลาดทุน  
 ได้เมื่อต้องการเงินทุน จะสามารถจ่ายเงินปันผลได้ในอัตราที่สูงกว่าบริษัทที่ไม่ได้อยู่  
 ในตลาดทุน เมื่อใดก็ตามที่บริษัทมีข้อจำกัดในการหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก ฝ่าย  
 บริหารของบริษัทจะเก็บกำไรไว้สำหรับความต้องการเงินทุนในอนาคตแทนการจ่าย  
 เงินปันผล
- 4) อายุและขนาดของบริษัท ก็เป็นปัจจัยสำคัญที่มีส่วนกำหนดความยากง่ายในการเข้าสู่  
 ตลาดทุนของบริษัทเมื่อต้องการเงิน
- 5) สภาพคล่อง (Liquidity) เมื่อคำนึงถึงสภาพคล่องของบริษัทหากบริษัทนำเงินไปลง  
 ทุนในสินทรัพย์ดำเนินงาน มากกว่าที่จะถือเงินสด ก็ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้  
 รวมทั้งบริษัทที่มีการขยายตัวอย่างมาก มักมีความต้องการนำเงินไปลงทุนตลอดเวลา  
 กรณีเช่นนี้ บริษัทจะไม่มีทางเลือกที่จ่ายเงินปันผล เพราะเงินส่วนที่เหลือจากการลง  
 ทุนในสินทรัพย์ดำเนินงานจะถูกนำมาถือไว้เพื่อสภาพคล่อง

- 6) ข้อบังคับทางกฎหมาย (Legal rules) ซึ่งเป็นการป้องกันการจ่ายเงินปันผลในทางมิชอบ เช่นจ่ายเงินปันผลขณะบริษัทล้มละลาย เป็นต้น โดยกำหนดให้บริษัทจ่ายเงินปันผลจากกำไรสุทธิโดยจะจ่ายจากกำไรสุทธิในอดีตและหรือกำไรสุทธิในปัจจุบันก็ได้
- 7) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) กรณีการจ่ายเงินปันผลจะถือว่าเป็นความสามารถทำกำไรของบริษัท ถ้าไม่จ่ายก็หมายความว่าบริษัทไม่มีความสามารถทำกำไร
- 8) อัตราการเจริญเติบโตของบริษัท (Company growth rate) แม้ว่าบริษัทมีการเติบโตอย่างมาก ผลการดำเนินงานมีกำไรสูง ก็อาจมีการจำกัดการจ่ายเงินปันผลเพื่อเก็บเป็นเงินทุนไว้เพื่อรอโอกาสขยายตัวในอนาคตต่อไป
- 9) เสถียรภาพทางด้านรายได้ (Earnings stability) บริษัทที่มีรายได้มั่นคงจะมีการจ่ายเงินปันผลเป็นเปอร์เซ็นต์ของรายได้ในอัตราที่สูงกว่าบริษัทที่มีรายได้ไม่มั่นคง
- 10) ความไม่แน่นอน (Uncertainty) การจ่ายเงินปันผลจะเป็นการลดความรู้สึกรู้สึกของผู้ถือหุ้นในเรื่องความไม่แน่นอน หรือไม่แน่ใจในสถานภาพทางการเงินของบริษัทลงได้
- 11) การรักษาอำนาจการควบคุม (Maintenance of control) ฝ่ายบริหารที่ไม่ค่อยเต็มใจในการออกหุ้นสามัญเพิ่ม เพราะไม่ต้องการลดสัดส่วนการควบคุมในบริษัท จึงเก็บกำไรไว้ในรูปกำไรสะสมอย่างมากเพิ่มใช้เป็นแหล่งเงินทุนภายในสำหรับการลงทุนมากกว่าจะมีการจ่ายเงินปันผลออกไป
- 12) ความพอใจของผู้ถือหุ้น (Preference of stockholders) ความพอใจในเงินปันผลของผู้ถือหุ้นมีแตกต่างกันไป กล่าวคือผู้ถือหุ้นมีรายได้สูง ซึ่งเสถียรภาพรายได้ในอัตราที่สูงอยู่แล้ว ผู้ถือหุ้นพวกนี้อาจไม่ต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผล ส่วนผู้ถือหุ้นที่เสถียรภาพในอัตราที่ไม่สูงนัก พวกนี้จะมีความพอใจในการได้รับเงินปันผลอยู่แล้วและอาจต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผลให้
- 13) การลงโทษด้วยการเก็บภาษี (Tax penalties) กรณีผู้ถือหุ้นต้องการเลี่ยงการเสียภาษีรายได้ในอัตราที่สูง ผู้ถือหุ้นจะไม่เต็มใจให้บริษัทจ่ายเงินปันผลหรือต้องการให้จ่ายเงินปันผลต่ำ ๆ ทำให้บริษัทเก็บกำไรสะสมไว้มาก เกี่ยวกับกรณีนี้อาจมีกฎหมายกำหนดการลงโทษด้วยการเก็บภาษีจากกำไรสะสมในส่วนที่เก็บไว้มากเกินไป เป็นการบังคับว่า ถ้าบริษัทไม่ต้องการถูกลงโทษด้วยวิธีนี้ บริษัทต้องจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นในอัตราที่สูง

ง. แผนการลงทุนใหม่จากเงินปันผล หมายถึง นโยบายเงินปันผลที่จะให้โอกาสผู้ถือหุ้นเพิ่มการลงทุนในบริษัทโดยนำเงินปันผลที่ได้รับมาซื้อหุ้นของบริษัท แผนการลงทุนจากเงินปันผลนี้มี 2 แบบ

แบบที่ 1 เป็นการวางแผนให้ผู้ถือหุ้นเฉพาะที่ออกจำหน่ายอยู่แล้ว เป็นทางเลือกสำหรับผู้ถือหุ้นว่าจะเลือกรับเงินสดปันผล หรือใช้เงินปันผลซื้อหุ้นในบริษัทเพิ่ม แผนนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ไม่ต้องการได้เงินสดปันผล

แบบที่ 2 เป็นการวางแผนให้ผู้ถือหุ้นซื้อหุ้นที่ออกใหม่ เป็นประโยชน์ทั้งผู้ถือหุ้นและบริษัทในแง่บริษัทถือว่าเป็นเพิ่มทุน ในแง่ผู้ถือหุ้นเป็นการเพิ่มสัดส่วนเงินทุนของตัวเองวิธีการใช้แผนการลงทุนใหม่จากเงินปันผลนี้ จะเป็นกลยุทธ์อย่างหนึ่งของการจ่ายเงินปันผลและช่วยผู้ถือหุ้นที่ไม่ต้องการเงินสดปันผล ซึ่งอาจเป็นเพราะผู้ถือหุ้นเสียภาษีรายได้ในอัตราที่สูงอยู่แล้วให้ประหยัดภาษีได้โดยอาศัยการแนะนำ หากเห็นชอบบริษัทจะดำเนินการให้

## 2. การจ่ายปันผลที่ไม่เป็นเงิน ทำได้ 2 วิธี

ก. การจ่ายหุ้นปันผล (Stock Dividend) คือ การจ่ายเงินปันผลในรูปของหุ้นสามัญ เช่น บริษัทกำหนดว่าปีนี้จะจ่ายหุ้นปันผลในอัตราร้อยละ 5 หมายความว่า ผู้ถือหุ้นเดิม 100 หุ้น จะได้รับหุ้นปันผล 5 หุ้น ในกรณีนี้ถือเป็นการนำกำไรที่ได้ไปลงทุนต่อในกิจการที่จะไปกระจายทางด้านสินทรัพย์ของบุคคล เพียงแต่ทำให้กำไรสะสมลดลงและหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น ถ้าพิจารณากำไรต่อหุ้นจากการออกหุ้นปันผลจะพบว่า การจ่ายหุ้นปันผลจะมีผลกระทบต่อกำไรต่อหุ้น ทำให้กำไรต่อหุ้นลดลง (Dilution effect) แต่ถ้าพิจารณาด้านราคาตลาดต่อหุ้น (Stock market price) แม้ว่าผลกำไรต่อหุ้นที่ลดลงจะส่งผลให้ราคาตลาดต่อหุ้นลดลงด้วย แต่จำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นจะทำให้มูลค่าตลาดรวมของธุรกิจยังคงเท่าเดิม นั่นคือ การออกหุ้นปันผลให้ผู้ถือหุ้นไม่มีผลกระทบต่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น โดยส่วนรวมยังคงเท่าเดิมและมูลค่าทางบัญชีรวมของผู้ถือหุ้นทุน (Total book value of equity) ก็ยังคงเท่าเดิมเช่นกัน

ข. การจ่ายปันผลเป็นสิ่งของอื่น ๆ เช่น อาจจ่ายเป็นสินค้าของบริษัท หรือจ่ายในรูปของการให้ส่วนลดจากการซื้อสินค้า หรือบริการของบริษัทนั้น ๆ แต่ต้องไม่เกินวงเงินกำไรสะสมที่มีอยู่

## 3. การซื้อหุ้นคืนกลับ (Share Repurchase)

ในบางครั้งแทนที่ธุรกิจจะนำเงินที่มีไปจ่ายเงินปันผล แต่กลับนำไปซื้อหุ้นสามัญในตลาดหุ้นคืนมา หุ้นที่ซื้อคืนมานั้นเป็นหุ้นที่ไม่มีส่วนร่วมรับผลกำไร และไม่มีสิทธิออกเสียง บริษัทซื้อคืนมาเพื่อทวงไว้สำหรับซื้อสินทรัพย์ หรือไว้ใช้ในการซื้อหรือรวมกิจการเข้ากับกิจการอื่น ๆ การ

ซื้อกิจการมีผลทำให้สินทรัพย์ในรูปของเงินสดลดลง และส่วนของผู้ถือหุ้นก็ลดลงด้วย ข้อดีของการซื้อหุ้นคืนคือ สามารถให้ฝ่ายจัดการปรับราคาหุ้นให้สูงขึ้นได้ ในกรณีที่ราคาตลาดของหุ้นสามัญสูงมากขึ้น บริษัทสามารถนำหุ้นที่เก็บไว้มาขายทำให้เงินทุนมากขึ้น และในทางกลับกันถ้าราคาขายในตลาดต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชีแล้ว (Book value) การซื้อหุ้นคืนจะทำให้มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (Book value per share) ของหุ้นที่เหลืออยู่มีราคาสูงขึ้น นอกจากนั้นการขายหุ้นที่ซื้อคืนมา ยังทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำลง ซึ่งจะเป็นผลดีต่อกิจการในการหาทุนเพิ่ม โดยวิธีการออกหุ้นในอนาคต

## 2.3 ทฤษฎีที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล (Dividend Policy)

แนวความคิดเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลมีความคิดหลัก ๆ ที่แตกต่างกันอยู่ด้วยกันคือ

### 2.3.1 Dividend Irrelevance Theory

ทฤษฎีนี้กำหนดขึ้นโดย Merton H. Miller และ Franco Modigliani (M&M) กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลจะไม่กระทบต่อมูลค่าของกิจการ (value of firm) โดยให้เหตุผลว่า ผู้ถือหุ้นจะไม่รู้สึกแตกต่างว่าจะจ่ายหรือไม่จ่ายเงินปันผล เพราะนโยบายเงินปันผลไม่มีความหมายต่อมูลค่าหลักทรัพย์ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า มูลค่าของกิจการจะถูกกระทบได้โดยศักยภาพในการหารายได้ของกิจการและความเสี่ยงที่กิจการกำลังเผชิญอยู่ มิได้ขึ้นอยู่กับวิธีและการแบ่งสัดส่วนกำไรของบริษัท เนื่องจาก M&M เชื่อว่านักลงทุนแต่ละคนสามารถที่จะสร้างนโยบายเงินปันผลของตัวเองได้โดยการขายหุ้นบริษัทหนึ่งแล้วซื้อหุ้นของอีกบริษัทหนึ่งแทน ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลอย่างไรก็ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น แต่อย่างไรก็ตามความเชื่อของ M&M นั้นตั้งอยู่บนสมมติฐานดังต่อไปนี้

- ไม่มีภาษีเงินได้ในเงินปันผลและส่วนเกินทุน
- ไม่มีต้นทุนค่าใช้จ่ายในการออกหุ้นใหม่ และค่าใช้จ่ายในการซื้อหุ้นคืน
- ในความคิดของนักลงทุนนั้นเงินปันผล (Dividend) ที่ได้รับ และกำไรที่ได้จากการขายหุ้น (Capital gain) ไม่มีความแตกต่างกัน
- นโยบายการลงทุนของกิจการเป็นอิสระต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล
- ในตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนและผู้บริหารจะมีข้อมูลที่ได้รับเท่ากันและเหมือนกัน (Symmetric Information)

แต่ในความเป็นจริง ปรากฏว่ามีภาษีและค่าใช้จ่ายอยู่ด้วย กล่าวคือ เงินปันผลและกำไรส่วนเกินต้องเสียภาษีในอัตราต่างกัน และไม่มีธุรกิจไหนที่สามารถออกหุ้นได้โดยไม่มีค่าใช้จ่ายในการออกหุ้น ผู้ลงทุนก็ไม่สามารถซื้อหุ้นหรือขายหุ้นได้เองโดยไม่ต้องจ่ายค่านายหน้า ดังนั้นเมื่อเราพิจารณาข้อ

สมมติฐานของ M&M อาจไม่สามารถนำมาใช้ได้จริง เนื่องจากนโยบายเงินปันผลยังคงส่งผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นและมูลค่าของธุรกิจ

### 2.3.2 The Bird in the hand Theory

ผู้เสนอทฤษฎีนี้คือ John Lintner และ Myron J. Gordon ทฤษฎีนี้มีแนวคิดว่าการจ่ายเงินปันผลจะมีความสำคัญต่อมูลค่าของกิจการ โดยเชื่อว่าการจ่ายเงินปันผลจะทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นด้วย ผู้ถือหุ้นมีความพอใจกับการจ่ายเงินปันผลที่ได้รับในขณะนี้มากกว่าเงินที่อยู่ในรูปกำไรสะสมเพื่อนำไปลงทุน ถ้าเปรียบเทียบเงิน 1 บาท ผู้ถือหุ้นก็อยากจะได้เงิน 1 บาทในรูปเงินสดปันผล มากกว่า เพราะมีความแน่นอนกว่า ส่วนประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ 1 บาท กลับมาภายหลังโดยนำกำไรสะสมไปลงทุนในทรัพย์สินของบริษัทก่อน ผู้ถือหุ้นคิดว่ามีความไม่แน่นอน จึงลดอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ เนื่องจากผู้ถือหุ้นไม่แน่ใจว่าจะได้รับเงินสดในอนาคต 1 บาทหรือไม่ คือ เกิดความรู้สึกเสี่ยง ดังนั้น ถ้าผู้ถือหุ้นได้เงินสด 1 บาท เดียวนี้ จะเสี่ยงน้อยกว่าที่จะได้เงิน 1 บาทในอนาคต เปรียบเสมือนนกตัวหนึ่งตัวที่อยู่ในมือย่อมแน่นอนกว่านกสองตัวหรือมากกว่านั้นที่อยู่ในพุ่มไม้ ถ้าทฤษฎีนี้เป็นจริง ผู้ถือหุ้นจะเห็นความแตกต่างระหว่างเงินปันผลกับกำไรสะสม และจะชอบให้ธุรกิจจ่ายเงินปันผลให้กับตนเองมากกว่าเก็บไว้ในรูปของกำไรสะสมเพื่อนำไปลงทุนต่อ ทั้งนี้ข้อสมมติฐานของทฤษฎีนี้คือ ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ ถ้ามีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงขึ้น ราคาหุ้นในตลาดจะสูงขึ้น อย่างไรก็ตามถ้าปัจจัยอื่น ๆ ไม่คงที่ ทฤษฎีนี้จะไม่สมเหตุสมผล และจะเป็นที่น่าเสียดายถ้าธุรกิจไม่นำเงินไปลงทุนในโครงการดี ๆ ที่สมควรลงทุน

### 2.3.3 Tax Preference Theory

ทฤษฎีนี้ถูกพัฒนาโดย Litzenger และ Ramaswamy โดยมีความเชื่อว่าการจ่ายเงินปันผลของกิจการจะทำให้มูลค่าของกิจการเปลี่ยนไป โดยกิจการที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจะทำให้มูลค่าของกิจการลดลง แนวความคิดนี้สนับสนุนการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ เพราะเชื่อว่า นักลงทุนชอบกำไรจากการขายหุ้นมากกว่าเงินปันผล เพราะความแตกต่างกันในเรื่องของภาษีซึ่งกฎหมายภาษีอากรของสหรัฐอเมริกากำหนดให้ภาระภาษีจากเงินปันผลสูงกว่าภาระภาษีที่เกิดจากกำไรจากการขายหุ้น ดังนั้นนักลงทุนจึงไม่ยอมเสียภาษีในอัตราที่สูงและก็ได้กำไรจากการขายหุ้นยังเป็นการเลื่อนภาระภาษีในอนาคต นอกจากนี้ยังมีผลในเรื่องของค่าของเงินตามเวลา เพราะหากนักลงทุนยังไม่ขายหุ้นก็ยังไม่เสียภาษีจากกำไรที่ราคาหุ้นเพิ่มขึ้น ดังนั้น นักลงทุนที่เชื่อตามแนวคิดนี้จึงไม่ชอบเงินปันผลเพิ่มขึ้น



### 2.3.4 Client Effect

ทฤษฎีนี้กล่าวว่า นักลงทุนแต่ละคน มีความต้องการนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกันไป ดังนั้นนักลงทุนที่ต้องการรายได้จากการลงทุนในปัจจุบันสูง ก็ควรลงทุนในหุ้นที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลตอบแทนสูง ขณะที่นักลงทุนที่ต้องการรายได้จากการลงทุนในปัจจุบันต่ำ ควรถือหุ้นบริษัทที่มีการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนต่ำ จากการศึกษาที่นักลงทุนสามารถเปลี่ยนบริษัทในการลงทุนได้ บริษัทก็จะเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลเช่นกัน และอนุญาตให้ผู้ถือหุ้นรายเดิมที่ไม่ชอบนโยบายการจ่ายเงินปันผลอันใหม่ ขายหุ้นให้กับนักลงทุนรายอื่นได้ แต่การเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล อาจทำให้ผู้ถือหุ้นขายหุ้น และราคาหุ้นตกลงชั่วคราว และในบางโอกาส ราคาหุ้นอาจตกลงถาวร ดังนั้นนโยบายการจ่ายเงินปันผลอันใหม่ควรที่จะต้องดึงดูดนักลงทุนจำนวนมากเพื่อที่จะทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นได้

### 2.3.5 Marginal Analysis

ทฤษฎีที่แนวคิดเรื่องงบประมาณลงทุน (Capital budgeting) มาใช้ในการกำหนดนโยบายเงินปันผล ซึ่งตามทฤษฎีนี้มีแนวความคิดว่า ผู้ลงทุนในหุ้นสามัญของกิจการชอบที่จะให้กิจการนำเงินกำไรสะสมไว้ใช้เพื่อการลงทุนมากกว่าที่จะจ่ายเป็นเงินปันผล ถ้าอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนจากเงินกำไรนั้นสูงกว่าผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นนั้นควรจะได้รับนำเงินดังกล่าวไปลงทุนในหลักทรัพย์อื่น เช่น อัตราผลตอบแทนการลงทุนของกิจการซึ่งเกิดจากการนำกำไรสะสมไปลงทุนแทนที่จะจ่ายเป็นเงินปันผลเท่ากับ 20% และหากผู้ถือหุ้นได้รับเงินปันผล จะนำเงินปันผลไปลงทุนในกิจการอื่นได้รับผลตอบแทน 15% ผู้ถือหุ้นก็จะชอบกิจการไม่จ่ายเงินปันผล ถ้ากิจการจ่ายเงินปันผลเป็นไปตามทฤษฎีนี้ เงินทุนจะถูกใช้ลงไปในธุรกิจที่มีประสิทธิภาพสูงสุด และจะทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนการลงทุนที่สูงที่สุดด้วย

ข้อจำกัดของการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎี คือ ความผิดพลาดในการประมาณผลตอบแทนการลงทุนต่อการที่ธุรกิจใช้กำไรสะสมเพื่อการลงทุนต่อจะให้ผลตอบแทนมากน้อยเพียงใดเป็นสิ่งที่พยากรณ์ได้ยาก และการนำผลตอบแทนจากการนำกำไรสะสมไปลงทุนต่อ มาเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่ได้รับจากการนำเงินปันผลของผู้ถือหุ้นไปลงทุนในธุรกิจอื่น ไม่เป็นสิ่งที่ถูกต้องนัก เนื่องจากความเสี่ยงของการลงทุนทั้ง 2 ไม่เท่ากัน

### 2.3.6 The Residual dividend Theory

แนวความคิดของทฤษฎีนี้ คือ ผู้ลงทุนจะเต็มใจที่จะให้กิจการนำเงินสะสมไว้ลงทุนต่อโดยไม่จ่ายเงินปันผล ถ้าโครงการลงทุนในอนาคตของกิจการก่อให้เกิดผลตอบแทนของการลงทุนสูง

กว่าการลงทุนในธุรกิจอื่นภายนอก โดยนำแนวคิดเรื่องต้นทุนของเงินทุน (Cost of capital) มาประยุกต์ใช้ควบคู่กับเรื่องผลตอบแทนจากการลงทุน

ต้นทุนของเงินทุนจะแตกต่างกันตามแหล่งที่มาของเงินทุน เช่น ถ้าธุรกิจหาเงินทุนมาได้จากการกู้ยืม ต้นทุนของเงินทุนส่วนนั้นก็คือ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ ส่วนการหาเงินทุนโดยใช้กำไรสะสม ต้นทุนของเงินทุนจากกำไรสะสม คือ ค่าเสียโอกาสที่ถ้าผู้ถือหุ้นนำกำไรสะสมนี้ไปลงทุนในธุรกิจอื่นที่มีความเสี่ยงเท่ากัน

### 2.3.7 Information Content of Dividends

ทฤษฎีนี้กล่าวว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลจะมีข้อมูลบางอย่างที่ถูกส่งออกมาพร้อมกับ การจ่ายเงินปันผล โดยมีข้อมูลเกี่ยวกับการคาดหวังในอนาคตของบริษัท ถ้าเงินปันผลมีแนวโน้ม เพิ่มขึ้นกว่าที่คาดจะเป็นการส่งสัญญาณถึงผลกำไรในอนาคตของบริษัทที่น่าจะเพิ่มขึ้น และกล่าวว่า การที่นักลงทุนตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล ไม่ได้บอกว่าการลงทุนมีความชอบ ในเงินปันผลมากกว่ากำไรสะสม และกล่าวอีกว่า ราคาที่เปลี่ยนแปลงตามการจ่ายเงินปันผลนั้นบอก เป็นนัยว่าการประกาศจ่ายเงินเป็นตัวส่งสัญญาณที่สำคัญ

## 2.4 วรรณกรรมปริทัศน์

### 2.4.1 ทฤษฎีที่ศึกษาเรื่องราคาหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงไปตามการประกาศจ่ายเงินปันผล

ในอดีตที่ผ่านมาการศึกษาจำนวนมากเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงที่ประกาศจ่ายเงินปันผล เช่น Aharony Joseph and Itzhak Swary (1980) กล่าวว่าข้อมูลที่บริษัทใช้ส่งสัญญาณ (Signal) ไปสู่นักลงทุน คือ เงินปันผล โดยผู้บริหารจะมีข้อมูลภายในที่เกี่ยวกับการคาดการณ์อนาคตของบริษัท และจะส่งสัญญาณที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลเหล่านั้นออกสู่สาธารณะ งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลกำไรสุทธิต่อหุ้นและเงินปันผลต่อหุ้น เป็นรายได้ไตรมาส โดยใช้สมการ dividend expectation model ของ Fama and Blahnik (1968) ซึ่งพัฒนามาจาก Lintner (1956) มาทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น ซึ่งผลการวิจัยพบว่าตลาดทุน (Capital market) จะตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลซึ่งสามารถสนับสนุนข้อสมมติฐาน Information content ได้ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าราคาหุ้นจะปรับตัวไปตามการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไป ทั้งนี้การวิจัยของ Aharony และ Swary จะแบ่งข้อมูลออกเป็น 3 ชุด (จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น, ลดลง, เท่ากับปีก่อน) แต่ละชุดของข้อมูลจะแบ่งออกเป็นสองกรณีด้วยกันคือ กรณีที่การประกาศกำไรก่อนการประกาศจ่ายเงินปันผล และกรณีที่สองคือการประกาศกำไรหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล

นายวิชาญ วิริยะภูสิต (2541) เรื่องการตอบสนองของตลาดต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยใช้หลักทรัพย์ทุกตัวในตลาดหลักทรัพย์ ที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลใน ในช่วงเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2539 ถึง 2541 โดยนำราคาปิดรายวันของหุ้นแต่ละตัวมาคำนวณหาอัตราผลตอบแทนรายวัน โดยผลตอบแทนนี้จะคำนวณเฉพาะช่วงก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 10 วัน และหลังประกาศจ่ายเงินปันผล 10 วัน รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 21 วัน จากการศึกษาสรุปได้ว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลก่อให้เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และเมื่อพิจารณาตามกลุ่มของการประกาศจ่ายเงินปันผลแล้วพบว่า กลุ่มที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจะมีอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติเกิดขึ้นในวันที่ประกาศจ่ายและหลังประกาศจ่าย 1 วัน ส่วนบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเท่าเดิมจะไม่เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ และบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลงจะมีอัตราผลตอบแทนผิดปกติหลังจากวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน 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  $t-1$

หลังจากนั้นก็คำนวณหาค่า Standardized excess return ของหุ้น  $i$  ในวันที่  $t$

$$SER_{it} = \left(\frac{R_{it} - \overline{R_{it}}}{\sigma_i}\right)$$

กำหนดให้

$\overline{R_{it}}$  = ค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทน

$\sigma_i$  = ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (standard deviation) ของอัตราผลตอบแทน

เพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาการคาดการณ์ล่วงหน้าจะใช้ข้อมูลหลังประกาศจ่ายเงินปันผล เนื่องจากเงินปันผลโดยปกติถือได้ว่าเป็นเหตุการณ์ที่สามารถคาดการณ์ได้ล่วงหน้า ทำให้มีแนวโน้มเกิดผลตอบแทนสูงผิดปกติ นอกจากนี้ยังเกิดผลกระทบในวัน Ex-dividend ดังนั้นจึงใช้ข้อมูลหลังประกาศไปอีก โดยใช้วันที่ 31 ถึง 60

จากนั้นทดสอบสถิติสมมติฐาน  $H_0: SER_i=0$  โดยนำค่า SER ที่ได้ทุกตัวมาเฉลี่ย จะได้ค่า  $\overline{SER}_i$  จากนั้นหาค่า t-stat โดยคำนวณได้จาก  $\frac{\overline{SER}_i}{SE}$ .

$$\text{โดย } SE = \frac{\sigma_i}{\sqrt{n}}$$

## 2.4.2 ทฤษฎีที่ศึกษาเรื่องการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับการส่งข้อมูลผลกำไรในอนาคต

ตามทฤษฎี Information Content กล่าวว่าเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ เนื่องจากผู้บริหารจะส่งข้อมูลที่รวมมากับการจ่ายเงินปันผล โดยข้อมูลนั้นจะเกี่ยวข้องกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในอนาคต ซึ่งได้มีนักทฤษฎีหลายท่านศึกษาเรื่องเงินปันผลกับการส่งสัญญาณ (Signal) ถึงกำไรในอนาคต ดังนี้

Lintner John (1956) พบว่าผู้บริหารจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อรายได้ของบริษัทมีการเพิ่มขึ้นอย่างแน่นอน หรือผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) จะมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น (ลดลง) และได้กล่าวว่าผู้บริหารไม่ต้องการลดการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการลดการจ่ายเงินปันผลอาจเป็นการส่งสัญญาณบางอย่างที่ไม่ดีให้กับนักลงทุน และผู้จัดการมีความลังเลใจที่จะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นเนื่องจากเกรงว่าการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นในปีนี้จะเป็เหตุให้ต้องลดเงินปันผลในอนาคต หลังจากนั้นได้มีการศึกษาของ Miller and Modigliani (1997) กล่าวว่าเงินปันผลสามารถบอกถึงข้อมูลของกระแสเงินสดในอนาคตได้ ก็ต่อเมื่อตลาดเป็นตลาดที่ไม่สมบูรณ์ ซึ่งหมายความว่ากรณีที่ผู้บริหารมีข้อมูลบางอย่างที่มากกว่านักลงทุน และการที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลนั้นจะต้องรวมถึงผลกำไรที่คาดการณ์ในอนาคตด้วย

Watts Ross (1973) เป็นคนแรกที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับกำไรที่เปลี่ยนแปลงในอนาคตพบว่า เงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับกำไรในอนาคต แต่ขนาดของความสัมพันธ์มีนัยสำคัญน้อยมาก นอกจากนี้ Watt ยังได้หาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลจะเป็นการส่งข้อมูล (Information) ให้ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงหรือไม่ ผลที่ได้ก็คือการส่งข้อมูลนั้นไม่มีความสำคัญ (ทั้งนี้ Watt ใช้บริษัทตัวอย่าง 310 บริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 1946-1967) และได้ดำเนินการ 3 ขั้นตอนดังนี้

1) ทดสอบขั้นต้นเพื่อทดสอบว่าการจ่ายเงินปันผลของปัจจุบันจะขึ้นอยู่กับกำไรในอดีตและปัจจุบันหรือไม่ (โดยทดสอบตามสมมติฐานของ Lintner John ที่กล่าวว่าจ่ายเงินปันผลของปีปัจจุบันจะขึ้นอยู่กับกำไรในอดีต ปัจจุบัน และอนาคต) การทดสอบใช้เงินปันผลที่ประกอบด้วยข้อมูลกำไรทั้งในอดีตและปัจจุบันว่าจะสามารถ คาดการณ์กำไรในอนาคตได้หรือไม่

$$E_{t-1} = \alpha_i + \beta_1 E_t + \beta_2 E_{t-1} + \beta_3 D_t + \beta_4 D_{t-1} + v_t$$

โดยที่

$E_t$	=	กำไรของบริษัทในปีที่ t
$E_{t+1}$	=	กำไรของบริษัทในช่วงปีหน้า
$E_{t-1}$	=	กำไรของบริษัทในช่วงปีก่อน
$D_t$	=	เงินปันผลของบริษัทในปีที่ t
$D_{t-1}$	=	เงินปันผลของบริษัท i ในปีก่อน
$v_t$	=	กำไรที่ไม่ได้คาดการณ์ (Error term)

ผลการทดสอบขั้นต้น พบว่าการจ่ายเงินปันผลในช่วงเวลาปัจจุบัน กับ กำไรในช่วงปีต่อมามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันแต่ความสัมพันธ์นี้ไม่มีนัยสำคัญมากพอที่จะสรุปได้

2) พัฒนาสมการเพื่อคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล โดยใช้สมการของ Fama และ Babiak (1968)<sup>1</sup> ซึ่งการทดลองได้ใช้จำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 310 บริษัทโดยใช้สมการดังต่อไปนี้

$$\Delta DIV_t = \beta_1 DIV_{t-1} + \beta_2 E_t + \beta_3 E_{t-1} + z_t$$

โดยที่

$\Delta DIV_t$	=	การเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลปีที่ t
$DIV_{t-1}$	=	เงินปันผลในช่วงปีก่อน
$E_t$	=	กำไรในปีที่ t
$E_{t-1}$	=	กำไรในช่วงปีก่อน
$z_t$	=	การเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลที่ไม่ได้คาดการณ์ล่วงหน้า (Error term) หรือ Unexpected change in dividend ในปีที่ t

3) หาค่าดัชนีผลตอบแทนที่ผิดปกติ [Abnormal Performance Index: API] เพื่อวัดการเปลี่ยนแปลงของหลักทรัพย์จาก Risk-Adjusted Rate Of Return ซึ่ง API สามารถหาได้จาก Market Model โดย API ของหลักทรัพย์จะคำนวณได้จากผลคูณของ Abnormal Return 1 เดือน [ทั้งนี้ Watt ได้สมมติฐานว่า ค่า Error term จะมีข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผล จึงทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการ

<sup>1</sup> ได้พัฒนามาจาก Lintner's ซึ่งทั้งสองสมการได้ผลคล้ายกัน แต่สมการของ Fama และ Babiak จะให้ผลใกล้เคียงกว่า โดยจะตัดค่าแอลฟาออกไป

Lintner's Model :  $\Delta DIV_t = \alpha + \beta_1 DIV_{t-1} + \beta_2 E_t + \beta_3 E_{t-1} + z_t$

เปลี่ยนแปลงเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงกำไร โดยสมมติฐานว่าค่า  $z_t$  เป็นค่าของเงินปันผล  $\Delta E_{i,t+1} = \gamma_i + \theta_i z_{i,t} + \omega_{i,t+1}$  และผลการทดสอบที่ได้คือค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ซึ่งหมายความว่า Unexpected change in dividend มีการเปลี่ยนแปลงไปในทิศทางเดียวกับ Future earnings change แต่มีค่า t-stat ต่ำมาก]

สมการ Market Model สามารถเขียนได้ดังนี้

$$R_{jt} = \alpha + \beta_j * R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

โดยที่

$R_{jt}$	=	Total Return ของหุ้นบริษัท J
$\alpha$	=	ค่าคงที่
$\beta_j$	=	Systematic Risk
$R_{mt}$	=	อัตราผลตอบแทนของดัชนีตลาด
$\varepsilon_{jt}$	=	Abnormal Performance ของหุ้น J

$$API = \prod_{t=1}^T (1 + \varepsilon_{jt})$$

โดยที่  $t = 1 \dots T$

การศึกษาของ Watt จะศึกษาเฉพาะเพียงกำไรในปีที่เปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในปีถัดไปหลังจากที่เปลี่ยนแปลงเงินปันผลเท่านั้น

Stephen H. Penman (1983) ศึกษากรณีการประกาศจ่ายเงินปันผลเปรียบเทียบกับรายได้จากการพยากรณ์ของฝ่ายบริหาร (Management earnings forecasts) โดยเก็บตัวอย่างเฉพาะบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลแล้ว ในช่วงปี ค.ศ. 1968-1983 ไม่รวมบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลครั้งแรกและไม่รวมบริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล จากการศึกษาของ Watts (1973) จะศึกษาเฉพาะเพียงแต่กำไรในปีที่เปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในปีถัดไปหลังจากที่เปลี่ยนแปลงเงินปันผลเท่านั้น เพื่อเปรียบเทียบข้อมูลที่ได้จากเงินปันผล กับข้อมูลส่วนที่ได้อาจจากการพยากรณ์รายได้ (Management earnings forecasts) ส่วนไหนจะให้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับผลกำไรในอนาคตมากกว่ากัน ผลสรุปของ Penman คือ ข้อมูลจากการพยากรณ์รายได้จากฝ่ายบริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับผลกำไรในอนาคตของบริษัทดีกว่าการประกาศจ่ายเงินปันผล แต่การศึกษานี้มีจุดที่บกพร่องคือ ข้อมูลที่เลือกจะใช้แต่บริษัทที่จ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ โดยตัดบริษัทที่เริ่มจ่ายกับงดจ่ายเงินปันผลออกไป ทำให้ผลการ

ศึกษาแสดงส่วนของบริษัทที่มีความมั่นคงเท่านั้น นอกจากนี้การใช้ข้อมูลจากการพยากรณ์รายได้จากฝ่ายบริหารมาทำเป็นตัวแปรทำนายอาจทำให้ข้อมูลบิดเบือนได้ เนื่องจากบริษัทที่มีการประกาศการพยากรณ์ผลกำไรออกมา ส่วนใหญ่มักจะมีผลการดำเนินงานที่ดีและมีความมั่นใจในการประเมินกำไรของบริษัทระดับหนึ่งด้วย

Healy and Palepu (1980) ศึกษาเพียงแค่บริษัทที่เริ่มจ่ายเงินปันผลครั้งแรกกับบริษัทที่งดจ่ายเงินปันผลโดยจะแตกต่างจาก Penman (1983) ที่ศึกษาเฉพาะบริษัทที่จ่ายเงินปันผลมาแล้ว โดยผลการศึกษาที่ได้สรุปว่าบริษัทที่เพิ่งเริ่มจ่ายเงินปันผลจะมีการเปลี่ยนแปลงของกำไรเพิ่มขึ้นอย่างน้อย 1 ปี ก่อนที่จะเริ่มต้นจ่ายเงินปันผล แต่บริษัทที่งดจ่ายเงินปันผล กำไรของบริษัทจะลดลงเฉพาะในปีที่ประกาศงดจ่ายเงินปันผลนั้น แต่ผลการศึกษาของ Healy and Palepu มีข้อด้อยตรงที่ตัวอย่างที่สำรวจน้อยเกินไป

Doron Nissim and Amir Ziv (2001) อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลและความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท วิธีการวิจัยนั้นจะจัดอยู่ในรูปของผลกำไรที่คาดการณ์ (Future earning) กับผลกำไรที่ผิดปกติจากที่คาดการณ์ (Future abnormal earning) จากผลการศึกษาสามารถหาหลักฐานมาสนับสนุนข้อสมมติฐานที่กล่าวว่าการจ่ายเงินปันผลจะมีข้อมูลบางอย่างที่ถูกส่งรวมออกมา โดยผลการศึกษาสรุปได้ว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอีกสองปีต่อมาหลังจากมีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ยังพบว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลยังมีความสัมพันธ์กับปริมาณกำไรในอนาคตอีกด้วย

อย่างไรก็ตามมีการศึกษาจำนวนหนึ่งที่ไม่สนับสนุนข้อสมมติฐานที่กล่าวว่าการจ่ายเงินปันผลสามารถส่งสัญญาณเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ เช่น การศึกษาของ Benartzi Shlomo, Roni Michaely and Richard Thaler (1997) หรือ BMT ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในอนาคตของบริษัท วิธีการศึกษาของ BMT มีดังนี้คือ หลังจากที่ได้แบ่งกลุ่มของบริษัทจากการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลแล้วดำเนินวิธี Categorical Analysis โดยคำนวณหาการเปลี่ยนแปลงกำไรแต่ละบริษัทเมื่อได้ผลการเปลี่ยนแปลงกำไรมาแล้ว จะนำไปหา Unexpected Earning (UE) ของปีปัจจุบัน (0) ปีที่ 1 และปีที่ 2 โดยแบ่งการคำนวณหา Unexpected Earning ทั้งหมด 3 วิธี

วิธีที่ 1: วัดการเปลี่ยนแปลงของกำไรแล้วหารด้วยมูลค่าตลาด

$$UE_{i,t} = \frac{E_{i,t} - E_{i,t-1}}{MV_{i,0}}$$

วิธีที่ 2: วิธีนี้จะปรับปรุงจากวิธีแรกโดยการเปรียบเทียบกับบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกัน และจะทดสอบแค่สองกลุ่มคือ บริษัทที่เปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลและบริษัทที่ไม่มีเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล

$$UE_{i,t} = \frac{E_{i,t} - E_{i,t-1}}{MV_{i,0}} - \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J \frac{E_{i,t} - E_{i,t-1}}{MV_{i,0}}$$

วิธีที่ 3: วิธีนี้จะเป็นการปรับค่าผลต่างของกำไรด้วยการนำ กำไรก่อนปีที่จะคำนวณ (-1) ลบด้วย กำไรก่อนปีที่จะคำนวณย้อนหลัง 5 ปี (-5) แล้วหารด้วย 4 เพื่อเป็นการเฉลี่ย

$$UE_{i,t} = \frac{(E_{i,t} - E_{i,t-1}) - \left( \frac{E_{i,t-1} - E_{i,t-5}}{4} \right)}{MV_{i,0}}$$

ทั้งสามวิธีดังกล่าวนี้จะดูค่า T-statistics ว่ามีนัยสำคัญหรือไม่ และจากวิธีการที่ใช้หาความสัมพันธ์ ทั้งสามวิธีดังกล่าวข้างต้นอาจยังไม่ดีเท่าที่ควร เนื่องจากการที่ใช้ค่ากลางของตัวแปร UE เป็นตัวแปรสำคัญในการหาผลของความสัมพันธ์ อาจทำให้เกิดความผิดพลาดในผลที่ได้ เนื่องจากการหาค่ากลางของ Unexpected earning ได้จากผลรวมของการเปลี่ยนแปลงในแบบเปอร์เซ็นต์ของกำไร หารด้วยมูลค่าของบริษัทต้นปี (0) ซึ่งค่านี้มีโอกาสเป็นได้ทั้งค่าบวกและค่าลบ ดังนั้นย่อมมีโอกาสที่ค่าเหล่านี้เมื่อนำมารวมกันจะหักล้างกัน ดังนั้นเพื่อให้ผลแม่นยำมากขึ้นจึงดำเนินการด้วยวิธี Regression Analysis

$$(E_t - E_{t-1})/P_{-1} = \alpha_1 + \alpha_2 R\Delta DIV_0 + \varepsilon_t$$

ผลการศึกษาพบว่าเงินปันผลจะแปรผันตามผลกำไร ณ ช่วงเวลาเดียวกัน ซึ่งก็หมายความว่าเมื่อผลกำไรในปีนั้นเพิ่มขึ้นจะมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นตามมาในปีเดียวกัน แต่ผลไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลกับกำไรที่เกิดขึ้นในอนาคตของบริษัท เนื่องจากการศึกษาของ BMT ใช้มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญซึ่งเป็นตัวแปรที่รวมผลกำไรที่คาดการณ์ในอนาคต ทำให้มองเห็นความสัมพันธ์ไม่ชัดเจน



อมร ทรัพย์ทวีกุล (2542) ศึกษาเรื่อง การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในขนาดของบริษัทหรือไม่ โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี 2518 ถึง 2540 พบว่าการเปลี่ยนแปลงกำไรของบริษัทจะมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเฉพาะปีที่เปลี่ยนแปลงเงินปันผลเท่านั้น ในขณะที่ปีถัดจากปีที่เปลี่ยนแปลงเงินปันผลจะไม่มีความสัมพันธ์กัน ทั้งนี้วิธีการศึกษาได้ใช้ตัวแบบทดสอบของ BMT (1997) ดังได้กล่าวไปก่อนหน้านี้แล้ว และสาเหตุที่ไม่พบความสัมพันธ์เนื่องจาก มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญเป็นมูลค่าที่รวมถึงผลกำไรที่คาดการณ์ในอนาคต ทำให้ไม่พบความสัมพันธ์ สมการถดถอยที่ใช้ในการทดสอบคือ

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

โดยที่

$\Delta E_{i,t}$  คือ ผลต่างกำไรสองปี

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

การศึกษาในอดีตที่ผ่านมาไม่สามารถบอกได้ชัดเจนว่าผู้บริหารใช้เงินปันผลเป็นเครื่องมือส่งสัญญาณถึงผลกำไรของบริษัทในอนาคต แต่การศึกษาจำนวนมากสามารถบอกชี้ชัดได้ว่าตลาดจะตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยราคาหุ้นสามัญจะปรับเปลี่ยนไปตามเงินปันผลที่เปลี่ยนไปในทิศทางเดียวกัน โดยเงินปันผลจ่ายที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลให้มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นด้วย และในทางตรงข้ามเงินปันผลที่ปรับลดลงจะส่งผลให้มูลค่าหุ้นสามัญลดลงเช่นกัน

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการวิจัย

#### 3.1 กลุ่มตัวอย่างในการศึกษา

ในการศึกษาจะมีตัวแปรที่สำคัญ คือ ตัวแปรที่ใช้วัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ตัวแปรนี้จะได้มาจากการนำกำไร 2 ปีมาลบกัน และหารด้วยมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ ณ วันแรกของปี (ปี 0) โดยผลกำไร (Earning) ของบริษัทในที่นี้จะหมายถึง กำไรสุทธิ (Net income) ในขณะที่ตัวแปรอีกตัวหนึ่งคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล จะคำนวณได้จากนำเงินปันผลจ่ายของบริษัทสองปีมาลบกัน ( $D_0 - D_{-1}$ ) แล้วหารด้วยเงินปันผลปี -1

ตัวแปรที่จะกล่าวถึงอีกตัวคือ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) คือ อัตราผลตอบแทนทางบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นตามมูลค่าทางบัญชี ซึ่งเป็นอัตราส่วนระหว่าง กำไรสุทธิกับส่วนของผู้ถือหุ้น โดยเป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับภายในระยะเวลา 1 ปี

มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (Market value of equity) คือมูลค่าของหุ้นสามัญที่ซื้อขายในขณะนั้น และจะเป็นไปตามอุปสงค์และอุปทานที่มีต่อหุ้นนั้น ยกตัวอย่างเช่น ขณะนี้ราคาของหุ้นสามัญของบริษัท ก. ขายหุ้นละ 10 บาท มีจำนวนหุ้นในตลาดทั้งหมด 100 หุ้น จะมีมูลค่าของหุ้นสามัญเท่ากับ 1000 บาท

มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ (Book value of common equity) หมายถึง มูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ แล้วคูณด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด

ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ ได้มาจากการวิเคราะห์สมการถดถอยระหว่างผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์กับผลตอบแทนรายวันของตลาด ในช่วงเวลาย้อนหลัง 1 ปี โดยนำมาจากฐานข้อมูล Reuters3000 equities ซึ่งจะนำมาใช้หาค่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์

การศึกษานี้เก็บข้อมูลรายปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม โดยใช้หลักทรัพย์ทุกตัวที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2537 ถึง พ.ศ. 2544 แหล่งที่มาของข้อมูลดังกล่าวได้รวบรวมมาจากฐานข้อมูล DataStream และ Reuters3000 equities

## 3.2 วิธีการดำเนินการวิจัย

### 3.2.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น

ขั้นตอนการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น ประกอบด้วยการคำนวณการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลแต่ละบริษัท โดยแบ่งเป็นสองช่วงคือช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2537-2540 และช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2541-2544 สาเหตุที่แบ่งข้อมูลออกเป็น 2 ช่วง เนื่องจากในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ บริษัทสามารถมองเห็นแนวโน้มของการเติบโตข้างหน้าของบริษัทได้ชัดเจน และสามารถคาดการณ์การณ้ผลกำไรในอนาคตได้จึงจ่ายเงินปันผล แต่เมื่อเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ บริษัทไม่สามารถคาดการณ์ผลกำไรที่จะเกิดขึ้นในอนาคตได้อย่างแน่นอน เนื่องจากสภาวะเศรษฐกิจที่มีความผันผวนและบริษัทไม่มั่นใจต่อสถานการณ์ในอนาคต

การจัดกลุ่มเงินปันผลของบริษัทที่นำมาศึกษา โดยหาจำนวนการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลจ่ายที่แต่ละบริษัทได้จ่ายออกไป โดยเปรียบเทียบจากจำนวนเงินปันผลที่จ่ายจากผลการดำเนินงานในปีที่ศึกษากับจำนวนเงินปันผลที่จ่ายในปีก่อน ( $Div_t - Div_{t-1}$ ) และเงินปันผลนี้จะรวมปันผลทุกรายการที่จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นสำหรับผลการดำเนินงานในแต่ละปีเข้าด้วยกันเพื่อเปรียบเทียบหาจำนวนเงินปันผลที่บริษัทได้จ่ายเปลี่ยนแปลงไป จากนั้นจะนำข้อมูลที่ได้จากการเปรียบเทียบเงินปันผลจ่ายในแต่ละปีมาจัดแบ่งกลุ่ม โดยแบ่งกลุ่มบริษัทที่จะศึกษาไว้เป็นสามกลุ่มด้วยกันดังนี้ คือ กลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน กลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน และกลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเท่ากับปีก่อน และในการจัดกลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผลต้องเป็นบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างน้อยสองปีติดต่อกัน เพื่อที่จะเปรียบเทียบการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล ทั้งนี้วิธีการคัดเลือกข้อมูล จะตัดรายการการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลติดต่อกันในสองปีที่น่ามาเปรียบเทียบ ตัวอย่างเช่น

1) บริษัท A ไม่มีการจ่ายเงินปันผลในปี 2543 แต่ในปี 2544 ได้มีการจ่ายเงินปันผลเป็นปีแรก ดังนั้นจะไม่ถือว่าบริษัท A เป็นบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน ทั้งนี้เนื่องจากส่วนใหญ่ในกรณีนี้จะเกิดขึ้นกับบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเป็นครั้งแรก ซึ่งจะไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับเงินปันผลที่ผ่านมาของบริษัทมาเปรียบเทียบ

2) บริษัท B ไม่มีการจ่ายเงินปันผลในปี 2543 และในปี 2544 ดังนั้นจะไม่ถือว่าบริษัท B เป็นบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเท่ากับปีก่อน กรณีบริษัทไม่จ่ายเงินปันผลนั้นอาจเป็นนโยบายของบริษัท ดังนั้นเงินปันผลจึงใช้เป็นสัญญาณ (Signal) ที่ให้เกี่ยวกับผลการดำเนินงานไม่ได้

## ตารางที่ 3.1

## อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ของบริษัท ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ

แสดงข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล โดยเทียบกับสินทรัพย์รวมของบริษัท ซึ่งประกอบด้วย ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Average) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ในช่วงปี พ.ศ. 2536-2539

เพิ่มขึ้น					
ปี	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
2536	61	0.000015	0.13407	0.01525	0.02583
2537	75	0.000016	0.13972	0.01611	0.02593
2538	75	0.000016	0.10720	0.01141	0.01643
2539	77	0.000056	0.10694	0.01094	0.01763
	288	0.000015	0.13972	0.01343	0.00513
เท่าเดิม					
ปี	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
2536	1	0	0	0	0
2537	7	0	0	0	0
2538	14	0	0	0	0
2539	26	0	0	0	0
	48	0	0	0	0
ลดลง					
ปี	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
2536	80	-0.1089	-0.000001	-0.0111	0.0193
2537	92	-0.5353	-0.000073	-0.0244	0.0731
2538	123	-0.2066	-0.000006	-0.0196	0.0323
2539	149	-0.3450	-0.000010	-0.0129	0.0301
	444	-0.5353	-0.000001	-0.0170	0.0236

## ตารางที่ 3.2

## อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ของบริษัท ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ

แสดงข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล โดยเทียบกับสินทรัพย์รวมของบริษัท ซึ่งประกอบด้วย ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Average) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) ในช่วงปี พ.ศ. 2541-2543

เพิ่มขึ้น					
ปี	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
2541	24	0.00004	0.1341	0.0202	0.0305
2542	83	0.00012	0.1841	0.0226	0.0292
2543	85	0.00013	0.2454	0.0208	0.0388
	192	0.00004	0.2454	0.0212	0.0052
เท่าเดิม					
ปี	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
2541	67	0	0	0	0
2542	177	0	0	0	0
2543	171	0	0	0	0
	425	0	0	0	0
ลดลง					
ปี	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
2541	212	-0.1828	-0.0005	-0.0170	0.0184
2542	46	-0.0624	-0.0001	-0.0132	0.0147
2543	51	-0.1841	-0.0006	-0.0177	0.0285
	309	-0.1841	-0.0001	-0.0159	0.0072

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

**ตารางที่ 3.3\***  
**อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของบริษัท**  
**ช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ**

แสดงข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล โดยเทียบกับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ซึ่งประกอบด้วย ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Average) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) และจำนวนตัวอย่างทั้งหมดในช่วงปี พ.ศ. 2536-2539

เพิ่มขึ้น					
ปี	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
2536	59	0.000044	0.5678	0.0245	0.0753
2537	64	0.000091	0.2853	0.0253	0.0546
2538	118	0.000052	1.1580	0.0558	0.1554
2539	137	0.000031	4.5915	0.0968	0.4268
	378	0.000031	4.5915	0.0506	0.1715
เท่าเดิม					
ปี	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
2536	7	0	0	0	0
2537	11	0	0	0	0
2538	19	0	0	0	0
2539	28	0	0	0	0
	65	0	0	0	0
ลดลง					
ปี	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
2536	58	-0.2804	-0.000084	-0.0264	0.0484
2537	76	-0.2894	-0.000036	-0.0173	0.0488
2538	48	-0.4508	-0.000093	-0.0256	0.0651
2539	69	-0.4955	-0.000049	-0.0360	0.0821
	251	-0.4955	-0.000036	-0.0263	0.0160

\* จากตารางที่ 3.1 และ ตารางที่ 3.3 สาเหตุที่มีจำนวนข้อมูลไม่เท่ากันนั้นแม้ว่าจะเป็นช่วงก่อนวิกฤตเหมือนกัน เนื่องจากตัวแปรที่นำมาคำนวณแตกต่างกันโดยตารางแรกจะใช้สินทรัพย์ทั้งหมด และตารางหลังจะใช้มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ดังนั้นด้วยความจำกัดทางด้านข้อมูลซึ่งการหาค่าตัวแปรจะนำมาจากฐานข้อมูล DataStream ซึ่งข้อมูลบางอย่างอาจไม่ได้รับรายงานจากตัวบริษัท เป็นผลให้ไม่มีปรากฏอยู่ในข้อมูลที่หามาได้

**ตารางที่ 3.4\***  
**อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเมื่อเทียบกับมูลค่าตลาดของบริษัท**  
**ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ**

แสดงข้อมูลเชิงสถิติของตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลโดยเทียบมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ซึ่งประกอบด้วย ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Average) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) และจำนวนตัวอย่างทั้งหมดในช่วงปี พ.ศ. 2536-2539

เพิ่มขึ้น					
ปี	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
2541	64	0.000126	2.2901	0.1738	0.3852
2542	76	0.000045	1.8867	0.1833	0.3286
2543	72	0.000028	5.6194	0.1780	0.6897
	212	0.000028	5.6194	0.1784	0.1942
เท่าเดิม					
ปี	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
2541	77	0	0	0	0
2542	178	0	0	0	0
2543	177	0	0	0	0
	432	0	0	0	0
ลดลง					
ปี	จำนวน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
2541	171	-26.8856	-0.000113	-0.4367	2.7890
2542	53	-1.5529	-0.000498	-0.1529	0.3183
2543	64	-1.5976	-0.000056	-0.1737	0.3359
	288	-26.8856	-0.000056	-0.2545	1.4214

\* จากตารางที่ 3.2 และ ตารางที่ 3.4 สาเหตุที่มีจำนวนข้อมูลไม่เท่ากันนั้นแม้ว่าจะเป็นช่วงก่อนวิกฤตเหมือนกัน เนื่องจากตัวแปรที่นำมาคำนวณแตกต่างกันโดยตารางแรกจะใช้สินทรัพย์ทั้งหมด และตารางหลังจะใช้มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ดังนั้นด้วยความจำกัดทางด้านข้อมูลซึ่งการหาค่าตัวแปรจะนำมาจากฐานข้อมูล DataStream ซึ่งข้อมูลบางอย่างอาจไม่ได้รับรายงานจากตัวบริษัท เป็นผลให้ไม่มีปรากฏอยู่ในข้อมูลที่หามาได้

## ตารางที่ 3.5

ข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ สำหรับการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนในอนาคต  
สำหรับกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์รวม

ตารางแสดงข้อมูล อัตราส่วนระหว่างกำไรกับมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ ( $E/B_1$  : ROE) มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (Market value of equity : MKTE) ขนาดของบริษัท (Total Assets : ASSET) ในแต่ละช่วงเวลา ซึ่งประกอบด้วย ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Average) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) โดยช่วงที่ 1 ระหว่าง พ.ศ.2536-2539 ช่วงที่ 2 ระหว่าง พ.ศ.2541-2544

2536-2539	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
ROE	0.00058	62.2045	0.2027	1.6730
MKTE	10.7564	19.6448	14.4805	0.1664
ASSET	10.5945	20.7635	14.5386	0.0239
2541-2543	ค่าสูงสุด	ค่าต่ำสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน
ROE	0.0004	68.5962	0.6498	1.8724
MKTE	9.4727	19.2127	13.4374	0.0984
ASSET	12.4416	21.0714	15.0168	0.0034



ผลการวิเคราะห์ข้อมูล สำหรับกลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผลพบว่า (จากตารางที่ 3.1 และ 3.2) ค่าเฉลี่ยของอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ของบริษัท ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ (2541-2543) จะมีค่ามากกว่าช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ (2536-2539) โดยมีความเป็นไปได้ว่าในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจธุรกิจต่าง ๆ ได้รับผลกระทบจากภาวะความผันผวนและยังเผชิญปัญหาทางด้านเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง เป็นผลให้นักลงทุนคาดหวังกับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สูงขึ้นเนื่องจากธุรกิจที่ลงทุนไปมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น

และเมื่อเปรียบเทียบกับอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล โดยเทียบกับมูลค่าตลาดของบริษัท (ตารางที่ 3.3 และ 3.4) พบว่าได้ผลที่สอดคล้องกัน โดยในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ (2541-2543) จะมีค่ามากกว่าช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ (2536-2539) และจากข้อมูลยังพบว่าช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจข้อมูลการจ่ายเงินปันผลโดยการจ่ายปันผลเท่าเดิมมีจำนวนบริษัทเพิ่มมากขึ้น และผลการวิเคราะห์ข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ สำหรับการพยากรณ์อัตราผลตอบแทนในอนาคตสำหรับกลุ่มบริษัทหลักทรัพย์ จากตารางที่ 3.5 พบว่า อัตราส่วนระหว่างกำไรกับมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ (ROE) ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจมีค่ามากกว่าช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ เป็นผลเนื่องจากระบบเศรษฐกิจยังคงชะลอตัว ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลกำไรที่ตกต่ำ ส่งผลกระทบให้ต้องปรับมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญลดลง

ส่วนมูลค่าตลาดรวมของหุ้นสามัญ (MKTE) ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจมีค่าน้อยกว่าในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ซึ่งเกิดจากผลกระทบที่เกี่ยวข้องกับระบบเศรษฐกิจเช่นกัน ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีผลกำไรที่ตกต่ำ ส่งผลกระทบให้ราคาหุ้นในอุตสาหกรรมต่าง ๆ ปรับตัวลดลงอย่างรุนแรง และมีมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญลดลง

ในขณะที่ขนาดของบริษัท (ASSET) ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจมีอัตราค่ามากกว่าช่วงก่อนวิกฤต ทั้งนี้เนื่องจากในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจหลายบริษัทในตลาดหลักทรัพย์มีการเพิ่มทุนจำนวนมาก โดยเฉพาะกลุ่มธนาคารพาณิชย์ เพื่อสำรองหนี้สูญ จึงเป็นผลให้ช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจบริษัทมีสินทรัพย์รวมทั้งหมดมากกว่าช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ

นอกจากการศึกษาข้างต้นแล้ว ยังต้องการทดสอบว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทสามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้หรือไม่ และบริษัทจะใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณ (Signal) เกี่ยวกับผลกำไรที่คาดการณ์ในอนาคตของบริษัทหรือไม่ โดยแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วน ได้แก่ ส่วนแรกเป็นการศึกษาเปรียบเทียบกับ อมร ทรัพย์ทวีกุล (2542) [การศึกษาของ อมร ใช้ตัวแบบทดลองของ Benartzi, Michaely,

and Thaler (1997)]<sup>2</sup> และส่วนที่สองเป็นการศึกษาปัจจัยอื่นที่สามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้

### 3.2.2 อัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท

ประเด็นหลักของการศึกษาคือทดสอบการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้หรือไม่ ผลการศึกษาในอดีตของ Nissim (2001) พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ( $\alpha_1$ ) มีค่าเข้าใกล้ศูนย์หรือลบ (non-positive) และไม่มีนัยสำคัญ ทั้งในปีที่ 1 และ 2 ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลทั้งแบบเพิ่มขึ้นและลดลงไม่สามารถพยากรณ์เกี่ยวกับผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้ และจากผลการศึกษาของ อมร ทรัพย์ทวีกุล (2542)<sup>3</sup> และ Doron Nissim and Amir Ziv (2001) ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท โดยใช้สมการถดถอยของ Benartzi et al. (1997) หรือ BMT โดยอมรใช้กลุ่มบริษัทในประเทศไทย พบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลไม่สามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้เช่นเดียวกัน และสรุปว่าผู้บริหารไม่ได้ใช้เงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณถึงผลกำไรในอนาคต แต่ผู้บริหารจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น (ลดลง) ในปีนี้ก็ต่อเมื่อผลกำไรในปีเดียวกันเพิ่มขึ้น (ลดลง) ทั้งนี้ผลการศึกษาที่ได้ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่กล่าวว่าผู้บริหารจะส่งข้อมูลผลกำไรในอนาคตของบริษัทรวมมากับการจ่ายเงินปันผล (Information of dividends) เนื่องจากสาเหตุ 2 ประการคือ มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ( $P_{t-1}$ ) เป็นราคาที่รวมถึงผลกำไรที่คาดการณ์ไว้ในอนาคต (expected future earning) ผลกำไร ณ ปีนี้จึงถูกสะท้อนอยู่ในราคาตลาด ทำให้ไม่สามารถมองเห็นความสัมพันธ์ในทางตรงข้าม ระหว่างอัตราส่วนกำไรกับมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ( $E_t/P_{t-1}$ ) ซึ่งเป็นตัวแปรที่ใช้วัดกำไรที่ไม่ได้คาดการณ์ (Unexpected earning) ในปีถัดไป ดังนั้นจึงเปลี่ยนตัวแปรเป็นมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ ( $B_{t-1}$ ) ซึ่งเป็นตัวแปรที่ยังไม่สะท้อนผลของการคาดการณ์ในอนาคต และจะปรับตัวช้ากว่าราคาตลาด และจากการศึกษาของ Freeman, Ohlson, and Penman (1982) กล่าวว่าอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สามารถพยากรณ์อัตราการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตได้ โดยเฉพาะอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นพฤติกรรมย้อนกลับเข้าหาค่าเฉลี่ย (mean reverting) โดยถ้าอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับในปีนี้มีแนวโน้มลดลง (เพิ่มขึ้น)

<sup>2</sup> Benartzi et al. (1997) หรือ BMT  $(E_t - E_{t-1})/P_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 R\Delta DIV_t + \varepsilon_t$

<sup>3</sup> การศึกษาของอมร (2542) ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของผลกำไรปีปัจจุบัน (ปี 0) และปีที่ 1, 2 กับอัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลของปีปัจจุบัน (ปี 0) โดยวัดอัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรในรูปเปอร์เซ็นต์ของมูลค่าตลาด

จะส่งผลให้กำไรที่คาดการณ์ (expected earnings) ในปีหน้ามีแนวโน้มเพิ่มขึ้น (ลดลง) ซึ่งมีความเป็นไปได้ว่าบริษัทยังมีโครงการที่จะลงทุน โดยยังไม่ได้รับผลตอบแทนในปีนี้อาจได้รับผลตอบแทนในปีหน้า หรือเป็นไปได้ก็ว่าผู้บริหารกลัวการถูกเลิกจ้าง หากยังทำให้ผลตอบแทนปีหน้ายังคงตกต่ำอยู่ ดังนั้นอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นได้รับอาจเป็นความสัมพันธ์ที่ขาดหายไป ซึ่งสามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้ จึงเพิ่มอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเข้าไปในสมการ เพื่อเพิ่มอำนาจในการอธิบายความสัมพันธ์ ดังนั้นจึงเปลี่ยนแบบจำลองสมการถดถอยเพื่อกำหนดปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับกำไรที่ไม่ได้คาดหวังซึ่งการทดสอบใช้ระยะเวลา 2 ปี ( $t = 1$  ถึง  $2$ ) ดังนี้

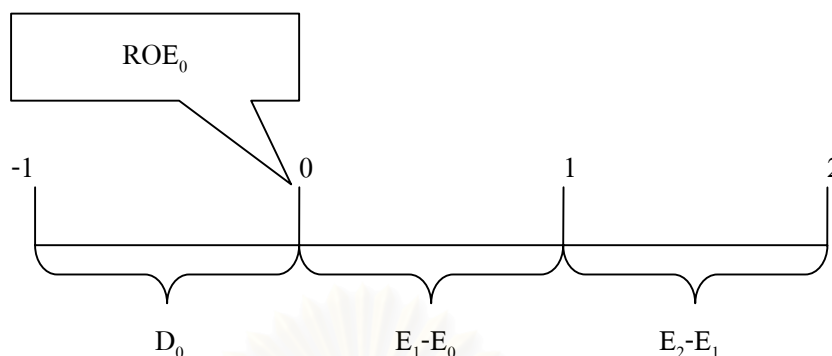
$$(E_t - E_{t-1})/B_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 RADIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

โดยที่

$E_t - E_{t-1}$	คือ	กำไรสุทธิในปีที่ $t$ ลบด้วยกำไรในปีที่ $t - 1$
$B_{t-1}$	คือ	มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ ณ วันแรกของปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลหรือ วันสุดท้ายของปีก่อนการเปลี่ยนแปลงเงินปันผล
$RADIV_0$	คือ	อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลต่อหุ้น ซึ่งสามารถคำนวณหาได้จาก $(Div_t - Div_{t-1})/Div_{t-1}$
$ROE_{t-1}$	คือ	อัตราส่วนระหว่างกำไรกับมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ สามารถวัดได้จาก $E_{t-1}/B_{t-1}$

ในเบื้องต้นผลที่คาดว่าจะได้รับจากสมการที่ (1) คือค่าสัมประสิทธิ์หน้าอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ( $\alpha_1$ ) ควรมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน โดยมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ จะทำให้อธิบายได้ว่าบริษัทจะคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตล่วงหน้าก่อน จึงจะจ่ายเงินปันผล และค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ( $\alpha_2$ ) ควรมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามซึ่งเป็นไปได้ตามดังที่กล่าวไว้แล้วข้างต้น โดยผลของทั้งเงินปันผลและอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท และสามารถสนับสนุนข้อสมมติฐานได้

กำหนดให้  $t = 1$  และ  $2$



รูปที่ 3.1 แสดงช่วงเวลาที่ใช้อธิบายในการศึกษา

รูปข้างต้นแสดงช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษา กำหนดให้  $D_0$  เป็นตัวคงที่ โดยหาความสัมพันธ์กับผลกำไรในอนาคตในปีที่  $E_1 - E_0$  (ปีที่ 1) และ  $E_2 - E_1$  (ปีที่ 2) และค่า  $ROE$  จะย้อนหลังผลกำไรไปแค่ช่วงเวลาเดียว ซึ่งหากต้องการหาความสัมพันธ์ของผลกำไรในปีที่ 2 ค่า  $ROE$  จะเปลี่ยนเป็น  $ROE_1$

หลังจากที่ทราบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลแล้ว จะศึกษาอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลแบบเพิ่มขึ้น และอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลแบบลดลง เพื่อดูว่ากรณีไหนจะสามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้ดีกว่า นอกจากนี้จากการศึกษาในอดีตของ Watt Ross (1973) กล่าวว่าผลกำไรในปีนี้ จะมีความสัมพันธ์กับผลกำไรในปีหน้า ดังนั้นจึงได้เพิ่มตัวแปร  $(E_0 - E_{-1})/B_{-1}$  เพื่อทดสอบว่าเป็นจริงดังที่การศึกษาในอดีตกล่าวไว้หรือไม่ ทั้งนี้ผลที่คาดว่าจะได้รับน่าจะสามารถพยากรณ์และอธิบายตัวแปรได้ดียิ่งขึ้น โดยกำหนดระยะเวลาในการทดสอบ 2 ปี ( $t = 1$  ถึง  $2$ )

$$(E_t - E_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC_0 \times R\Delta DIV_0 + \alpha_{1n} DNC_0 \times R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3 (E_0 - E_{-1})/B_{-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

โดยที่

$DPC$  คือ dummy ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และจะเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลงหรือเท่าเดิม

$DNC$  คือ dummy ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลง และจะเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือเท่าเดิม

### 3.2.3 การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับระดับผลกำไรในอนาคต

ในหัวข้อที่แล้ว ได้ใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงของกำไรแทนความสามารถในการทำกำไรที่จะเกิดขึ้นในอีก 2 ปีข้างหน้า ตามข้อสมมติฐานที่เกี่ยวกับข้อมูลที่ถูกรวมมากับการประกาศจ่ายเงินปันผล (Information content of dividend hypothesis) กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลจะมีข้อมูลบางอย่างส่งมาหานักลงทุน โดยมีสมมติฐานว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับกำไรในอนาคตของบริษัท หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าฝ่ายบริหารจะจ่ายเงินปันผลสูงขึ้นเมื่อได้รับข้อมูลภายในที่ชี้ชัดว่าสามารถทำกำไรเพิ่มขึ้นในอนาคตได้

การใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงกำไร ดังที่กล่าวในหัวข้อที่แล้ว ต้องใช้กำไรที่เกิดขึ้นจริงแทนกำไรที่คาดการณ์ เนื่องจากไม่สามารถตรวจสอบได้ว่า ผู้บริหารจะพยากรณ์กำไรในอนาคตของบริษัทตนเองเท่าใด ทำให้ผลจากการประมาณด้วยวิธีอัตราการเปลี่ยนแปลงกำไร (Earning change Specifications) มีความผิดพลาด มากกว่าวิธีระดับกำไรคงที่ (Level specification)<sup>4</sup> ดังนั้นจึงได้เสนอวิธีใหม่ในการวัดความสามารถในการทำกำไร โดยศึกษาปัจจัยอื่น ๆ ที่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ และในส่วนนี้จะขยายการวิเคราะห์และทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลกับระดับผลกำไร ไปอีก 3 ปีข้างหน้า ( $t = 1, 2, 3$ ) โดยใช้ 2 วิธีคือ ผลกำไรที่คาดการณ์ (Earnings) และ ผลกำไรที่ผิดปกติจากที่คาดการณ์ (Abnormal earnings) โดยที่ผลของทั้งสองค่าจะมีความคล้ายคลึงกันมาก

ผลกำไรที่คาดการณ์ คือ ผลตอบแทนที่ได้จากการลงทุนทั้งหมด โดยรวมผลของการเพิ่มทุนเข้าไปด้วย ซึ่งการเพิ่มทุนนี้อาจทำให้ผลกำไรบริษัทเพิ่มขึ้นตามด้วยก็ได้ แต่ไม่สามารถตอบได้ชัดเจนว่าบริษัทมีความสามารถทำกำไรได้เพิ่มขึ้นหรือไม่

ผลกำไรที่ผิดปกติจากที่คาดการณ์ คือ ผลต่างระหว่างผลกำไรที่คาดการณ์ กับ อัตราผลตอบแทนที่คาดหวัง โดยผลของการเพิ่มทุนทำให้ค่าที่คาดหวังเพิ่มขึ้นตามด้วย ซึ่งมีตัวเปรียบเทียบทำให้เห็นได้อย่างชัดเจนว่าบริษัทมีความสามารถมากขึ้นกว่าที่คาดการณ์ หรือมีความสามารถน้อยกว่าที่คาดการณ์ ซึ่งจะเป็นตัวเปรียบเทียบได้ดีกว่า

<sup>4</sup> ตัวอย่างเช่น เมื่อพิจารณาในกรณีที่ผู้จัดการคาดการณ์ว่า กำไรที่คาดการณ์จะเพิ่มขึ้น 4 บาทต่อปี จากกำไรที่เกิดขึ้นจริงในปีแรกจะได้ 4 บาท ปีต่อมาจนถึงปีที่สี่ได้ 3, 5, 4 บาท ตามลำดับ กรณีใช้ระดับกำไรคงที่ที่กำหนดไว้ว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น 4 บาทต่อปี ผลในปีที่สองจะต่ำกว่า 1 และ ปีที่สามจะมากกว่า 1 และเมื่อใช้วิธีระดับการเปลี่ยนแปลงกำไรพบว่า error มากกว่า ซึ่งจะได้อ earning change ในปีที่สองเท่ากับ 1 (3-4) ต่ำกว่าที่คาดการณ์ในปีที่สามจะได้เท่ากับ 2 (5-3) สูงกว่าที่คาดการณ์ และในปีที่สี่จะได้ 1 (4-5) ซึ่งต่ำกว่าที่คาดการณ์ แสดงถึงผลกระทบจากการใช้ earning ในเวลาที่ต่างกันซึ่งมีความสำคัญและมีผลกระทบต่อกลุ่มบริษัทที่สำรวจอย่างมาก

$$\begin{aligned}
 AE_t = & \beta_{0t} + \beta_{1t}DPC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{3t}AE_{-1} \\
 & + \beta_{4t}B_{-1} + \beta_{5t}P_{-1} + \beta_{6t}DIV_{-1} + \beta_{7t}DPC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} \\
 & + \beta_{8t}DNC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} + \beta_{9t}AE_0 + \varepsilon_t
 \end{aligned} \tag{3}$$

$$\begin{aligned}
 E_t = & \beta_{0t} + \beta_{1t}DPC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{3t}E_{-1} \\
 & + \beta_{4t}B_{-1} + \beta_{5t}P_{-1} + \beta_{6t}DIV_{-1} + \beta_{7t}DPC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} \\
 & + \beta_{8t}DNC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} + \beta_{9t}E_0 + \varepsilon_t
 \end{aligned} \tag{4}$$

โดยที่

$AE_t$	คือ	Abnormal Earnings ในปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล
$E_t$	คือ	กำไรสุทธิในปีที่ t
$B_{-1}$	คือ	มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ ณ วันแรกของปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลหรือ วันสุดท้ายของปี ก่อนการเปลี่ยนแปลงเงินปันผล
$P_{-1}$	คือ	มูลค่าตลาด ณ วันแรกของปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล หรือ วันสุดท้ายของปี ก่อนการเปลี่ยนแปลงเงินปันผล
$\Delta DIV_t$	คือ	ผลต่างระหว่างเงินปันผลสองปี
$DPC$	คือ	dummy ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และจะเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลงหรือเท่าเดิม
$DNC$	คือ	dummy ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลง และจะเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือเท่าเดิม

อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังสามารถคำนวณได้จาก ผลคูณระหว่างอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ (Risk Free + Risk Premium) กับมูลค่าทั้งหมดของส่วนทุนของบริษัทตามบัญชี ทั้งนี้การคำนวณต้องหาค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) ของทั้งตลาดโดยอัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นสามารถหาได้จากสมการ

$$E(R_i) = R_f + (R_m - R_f)\beta_i \tag{5}$$

โดยที่

$E(R_i)$	คือ	อัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ
$R_f$	คือ	อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ปราศจากความเสี่ยง
$\beta_i$	คือ	ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ i

$R_m$  คือ อัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการได้รับจากกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดซึ่งสามารถหาได้จาก SET Index

ในงานวิจัยนี้ได้แยกผลของ กำไรในปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ( $E_0, AE_0$ ) มาพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัท เพื่อให้ผลสนับสนุนกับสมมติฐาน ที่กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลจะมีความสัมพันธ์กับผลกำไรในปีเดียวกับปีที่จ่ายเงินปันผล (อเมร ทริพย์ทวีกุล (2542), Benartzi et al. (1997)) ทั้งนี้ผลที่คาดหวังจะได้รับคือค่าผลกำไรที่คาดการณ์และผลกำไรที่ผิดปกติจากที่คาดการณ์ในปีนั้นจะมีความสัมพันธ์กับผลกำไรในอนาคตของบริษัทด้วย นอกจากนี้ยังได้ใช้ตัวแปร 3 ชนิด เพื่อทดสอบว่ามีตัวแปรอื่นใดบ้างที่สามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้

1. ตัวแปรทางบัญชี ใช้กำไรในปีก่อนที่จะมีการเปลี่ยนแปลงเงินปันผล ( $E_{-1}, AE_{-1}$ ) และ มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ โดยใช้ข้อมูล ณ ต้นปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล หรือปลายปีก่อนที่จะเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ( $B_{-1}$ ) ตัวแปรนี้เป็นตัวแทนมูลค่าทางบัญชีของบริษัทและเป็นตัวประมาณความสามารถของบริษัท ซึ่งเป็นสิ่งที่ผู้บริหารทำได้เท่าใดก็เท่านั้น ตัวแปรเหล่านี้เป็นตัวแปรที่อยู่ในงบการเงิน และเป็นตัวแปรที่สามารถบอกได้ว่าบริษัทมีความสามารถมากน้อยเพียงใด ซึ่งนักลงทุนสามารถศึกษาได้จากงบการเงิน และเป็นช่องทางหนึ่งที่น่าจะให้ข้อมูลเกี่ยวกับผลกำไรในอนาคตได้
2. มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ (The market value of equity) จะใช้ราคา ณ ต้นปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล หรือปลายปี ก่อนที่จะเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์น่าจะเป็นอีกช่องทางหนึ่งที่บอกความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้ หากนักลงทุนคาดการณ์ว่าผลกำไรในปีหน้าจะเพิ่มขึ้น จะทำให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน
3. การเปลี่ยนแปลงเงินปันผลควรจะเป็นตัวแปรที่สามารถคาดการณ์กำไรในอนาคตได้ ถ้า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเป็นการให้ข้อมูลเกี่ยวกับกำไรในอนาคต การเปลี่ยนแปลงเงินปันผลในปีที่แล้วก็ควรจะมีผลต่อกำไรในอนาคตเช่นกัน ดังนั้นจึงได้ใส่  $\Delta DIV_{-1}$  และเพื่อเปรียบเทียบผลของความสัมพันธ์ที่เพิ่มขึ้นกับลดลงจึงได้ใส่ตัวแปร Dummy เพื่อแยกผลของความสัมพันธ์

ตัวแปรทั้งหมดนี้มีความเป็นไปได้ที่จะสามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของกิจการได้ เช่นเดียวกับ เงินปันผล ดังนั้นการวิจัยนี้จึงได้ใส่ตัวแปรเหล่านี้เพื่ออธิบาย โดยใช้สมการถดถอย ซึ่งตัวแปรตาม คือ ผลกำไรที่คาดการณ์ กับ ผลกำไรที่ผิดปกติจากที่คาดการณ์ และตัวแปรอิสระคือ

อัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ผลที่คาดว่าจะได้รับคือเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลน่า จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับกำไรในอนาคของบริษัท

จากนั้นทดสอบสมมติฐาน

$$H_0: \alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_9 = 0 \quad (6.1)$$

$$H_1: \alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_9 \neq 0 \quad (6.2)$$

ถ้าปฏิเสธ  $H_0$  แสดงว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ หรือกล่าวได้ว่า ผู้บริหารจะคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตของ บริษัทก่อนตัดสินใจจ่ายเงินปันผล

### 3.2.4 อัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต โดยแบ่งตามขนาดของ บริษัท

เมื่อผู้บริหารทราบข้อมูลภายในบริษัทมากกว่าบุคคลภายนอก ผู้บริหารจะส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลกำไรในอนาคตของบริษัทผ่านทางนโยบายการจ่ายเงินปันผลออกมาสู่ผู้ลงทุนเพื่อลดปัญหา ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information) ดังนั้นจะศึกษาเพิ่มเติมโดยวิธี แยกขนาดของบริษัท ตามมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ โดยแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็น 2 กลุ่ม คือ บริษัท ขนาดใหญ่และบริษัทขนาดเล็ก โดยบริษัทขนาดใหญ่คือบริษัทที่มีมูลค่าตลาดตั้งแต่เปอร์เซ็นต์ไทล์ ที่ 75 ขึ้นไป และบริษัทขนาดเล็กคือบริษัทที่มีมูลค่าตลาดตั้งแต่เปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 25 ลงมา แล้วจึง วิเคราะห์สมการถดถอยตามวิธีการเดียวกับข้อ 3.2.1 สมการที่ 2 เพื่อทดสอบความไม่เท่าเทียมกัน ของข้อมูลข่าวสาร

จากนั้นทดสอบสมมติฐานที่ว่า ความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารของบริษัทขนาดใหญ่จะน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก เนื่องจากข้อมูลของบริษัทขนาดใหญ่มักอยู่ในความสนใจของนัก วิเคราะห์หลักทรัพย์ ซึ่งส่งผลให้ข้อมูลมีการกระจายออกสู่สาธารณชนได้ดีกว่าข้อมูลของบริษัท ขนาดเล็กที่ไม่ได้รับความสนใจ ดังนั้น ผู้บริหารของบริษัทขนาดใหญ่จึงไม่จำเป็นที่จะต้องส่ง สัญญาณเกี่ยวกับกำไรของบริษัทออกมาทางการจ่ายเงินปันผล โดยมีสมมติฐานดังนี้

$$H_0: \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3 = 0 \quad (7.1)$$

$$H_1: \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3 \neq 0 \quad (7.2)$$

หากยอมรับ  $H_0$  แสดงว่าเงินปันผลของกลุ่มตัวอย่างไม่ส่งสัญญาณเกี่ยวกับกำไรในอนาคต แสดงว่าผู้บริหารกับนักลงทุนในกลุ่มตัวอย่างรับรู้ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่ไม่แตกต่างกันมากนัก จึง คาดว่าจะยอมรับ  $H_0$  ในกรณีที่เป็นบริษัทขนาดใหญ่ และปฏิเสธ  $H_0$  ในกรณีของบริษัทขนาดเล็ก



### 3.2.5 อัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต โดยแบ่งตามจำนวนผู้ถือหุ้น

บริษัทที่ถูกควบคุม หมายถึง นักลงทุนที่ถือหุ้นเกิน 5 เปอร์เซ็นต์ ของจำนวนหุ้นทั้งหมด ถ้าปริมาณผู้ถือหุ้นมีหุ้นรวมกันเกิน 50 เปอร์เซ็นต์ จะมีสิทธิ์ควบคุมบริษัทได้

บริษัทที่ไม่ถูกควบคุม หมายถึง นักลงทุนที่ถือหุ้นเกิน 5 เปอร์เซ็นต์ ของจำนวนหุ้นทั้งหมด แต่ปริมาณผู้ถือหุ้นใหญ่รวมกันน้อยกว่า 50 เปอร์เซ็นต์

บริษัทที่ถูกควบคุม มีสมมติฐานว่าการจ่ายเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์กับผลกำไรในอนาคต หรือกล่าวได้ว่าผู้บริหารไม่ได้ส่งสัญญาณความสามารถในอนาคตของบริษัทผ่านทางนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้กับนักลงทุนในตลาด เนื่องจากผู้ถือหุ้นได้รับข้อมูลผลการดำเนินงานทั้งหมด หรือข้อมูลอื่น ๆ ของบริษัทผ่านทางผู้บริหารโดยตรง ทำให้มีปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลและความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นน้อยกว่าบริษัทที่ไม่ถูกควบคุม ในขณะที่บริษัทที่ไม่ถูกควบคุม ควรจะพบความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลกับผลกำไรในอนาคต หรือกล่าวได้ว่าผู้บริหารจะส่งสัญญาณถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทผ่านทางนโยบายการจ่ายเงินปันผลเพื่อลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information) และเพื่อลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร (Agency Problem) เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลเปรียบเสมือนกลไกในการกำกับดูแล ทำให้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนลดลง โดยเป็นการลดกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow) ผ่านการจ่ายเงินปันผล และยังทำให้บริษัทมีความจำเป็นต้องกู้ยืมเงินจากตลาดเงินทำให้บริษัทได้รับการกำกับดูแลเพิ่มเติมจากตลาดการเงินด้วย วิเคราะห์สมการถดถอยตามวิธีการเดียวกับข้อ 3.2.1 สมการที่ 2 เพื่อทดสอบความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลและความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร โดยมีสมมติฐานดังนี้

$$H_0: \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3 = 0 \quad (8.1)$$

$$H_1: \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3 \neq 0 \quad (8.2)$$

หากยอมรับ  $H_0$  แสดงว่าเงินปันผลของกลุ่มตัวอย่างไม่ส่งสัญญาณเกี่ยวกับกำไรในอนาคต แสดงว่าผู้บริหารกับนักลงทุนในกลุ่มตัวอย่างรับรู้ข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทที่ไม่แตกต่างกันมากนัก จึงคาดว่า จะยอมรับ  $H_0$  ในกรณีที่เป็นบริษัทที่ถูกควบคุม และปฏิเสธ  $H_0$  ในกรณีของบริษัทไม่ถูกควบคุม

## บทที่ 4

### ผลการวิจัย

เนื้อหาในบทนี้จะกล่าวถึงผลการศึกษาที่ได้เกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยอาศัยแบบจำลองที่ได้กำหนดไว้ในบทที่ 3 โดยผลการศึกษาจะแบ่งเป็น 2 ส่วนใหญ่ ๆ คือ ส่วนแรกจะเป็นผลการศึกษาเกี่ยวกับอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และส่วนที่สองจะเป็นการศึกษาเกี่ยวกับระดับผลกำไรในอนาคตของบริษัทโดยศึกษาปัจจัยอื่น ๆ ที่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท ทั้งนี้ผลการทดสอบที่ได้จะแบ่งออกเป็นสองช่วงคือก่อนวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2536-2540 และ หลังวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2541-2544

#### 4.1 ผลการศึกษาการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท

จากการศึกษาโดยใช้ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลระหว่างปี พ.ศ. 2536 ถึง พ.ศ. 2543 และมีข้อมูลกำไรถึงปี 2544 บนหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามวิธีการศึกษา ที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อ 3.2.1 ได้ผลดังต่อไปนี้

##### 4.1.1 การวิเคราะห์สมการถดถอยระหว่างเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไร

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโดยใช้สมการที่ (1) ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจระหว่าง ปี พ.ศ. 2536 ถึง พ.ศ. 2540 (ตารางที่ 4.1 ส่วนที่ 1) พบว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (ปี 0) สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทอย่างน้อย 1 ปีข้างหน้า ซึ่งสามารถสนับสนุนสมมติฐานเกี่ยวกับข้อมูลที่ถูกรวมมากับการประกาศจ่ายเงินปันผล (Information content of dividends) ที่กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลจะมีข้อมูลบางอย่างที่รวมอยู่ โดยมีความเป็นไปได้ว่าบริษัทคาดการณ์ผลกำไรที่จะเกิดขึ้นในอนาคตก่อนจึงจะจ่ายเงินปันผล หากบริษัทคาดการณ์ว่าผลกำไรในปีหน้าจะลดลง (เพิ่มขึ้น) บริษัทจะจ่ายเงินปันผลลดลง (เพิ่มขึ้น) ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกัน นอกจากนี้พบว่าอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในปีก่อน ( $ROE_{t-1}$ ) สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทในช่วง 1 ปีข้างหน้าเช่นกันโดยมีความสัมพันธ์

## ตารางที่ 4.1

## ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย อัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรใน อนาคต

ผลในตารางข้างล่างได้มาจากการวิเคราะห์สมการถดถอย

$$(E_t - E_{t-1}) / B_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \varepsilon_t$$

จากสมการถดถอยที่ใช้ในการทดสอบ ตัวแปรตามก็คือ  $(E_t - E_{t-1}) / B_{t-1}$  โดยค่า  $E_t$  หมายถึง กำไรสุทธิ ของบริษัทในปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์กับเหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล (ปี 0) ถูกหารด้วยมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ ณ ปีก่อนที่จะมีการเปลี่ยนแปลงเงินปันผล  $B_{t-1}$ ,  $R\Delta DIV_0$  คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลต่อหุ้น ซึ่งหาได้จากค่าผลต่างระหว่าง เงินปันผลต่อหุ้นปี -1 และเงินปันผลต่อหุ้นปี 0 โดยตัวแปรนี้จะถูกหารด้วย เงินปันผลต่อหุ้นปี -1  $[(Div_{t,0} - Div_{t,-1}) / Div_{t,-1}]$ ,  $ROE_t$  สามารถคำนวณหาได้จาก  $E_t / B_t$  และ  $B_t$  คือ มูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ ณ วันสิ้นปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์เหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล,  $\alpha$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ ผลจากการใช้สมการถดถอยแบบตัดขวาง (Cross-Sectional) โดยมีข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลตั้งแต่ปี 2536-2543 และมีข้อมูลกำไรสุทธิตั้งแต่ปี 2536-2544

$$\text{สมการที่ 1: } (E_t - E_{t-1}) / B_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \varepsilon_t$$

ส่วนที่ 1: ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2536 ถึง พ.ศ. 2540

ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ			Adj. R2	N
	ค่าคงที่	$R\Delta DIV_0$	$ROE_{t-1}$		
Earning	0.0274 ***	0.0089 ***	-0.1293 ***	0.0271	576
(t = 1)	(3.6742)	(3.4140)	(-2.8583)		
Earning	0.0241 **	0.0001	-0.1304 *	0.0047	360
(t = 2)	(2.1555)	(0.0003)	(-1.9096)		

ส่วนที่ 2: หลังวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2541 ถึง พ.ศ. 2544

ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ			Adj. R2	N
	ค่าคงที่	$R\Delta DIV_0$	$ROE_{t-1}$		
Earning	0.0621 ***	-0.0002	-0.3806 ***	0.1067	185
(t = 1)	(4.4867)	(-0.0542)	(-4.8121)		
Earning	0.0507 **	-0.0007	-0.1716	0.0050	81
(t = 2)	(2.5729)	(-0.1254)	(-1.4901)		

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

(\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

ทิศทางตรงกันข้าม โดยอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นปีนี้นี้ลดลงจะส่งผลให้ผลกำไรของบริษัทในปีหน้าเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้มีสาเหตุที่เป็นไปได้ 2 ประการคือ บริษัทอาจมีโครงการระหว่างลงทุนโดยยังไม่ได้ผลตอบแทนในปีนี้ แต่จะได้รับผลตอบแทนในปีหน้า ส่งผลให้ผลกำไรของบริษัทในปีนี้ตกต่ำเนื่องจากนำเงินไปลงทุน หรืออาจเพราะผู้บริหารพยายามปรับปรุงบริษัทให้ได้อัตราผลตอบแทน

แทนสูงขึ้น เนื่องจากผู้บริหารต้องการลดปัญหาความขัดแย้งของตัวแทน (Agency Problem) เพราะผู้ถือหุ้นอาจไม่พอใจที่ผลประโยชน์ของบริษัทไม่ดีทำให้ผู้บริหารอาจเลิกจ้าง ซึ่งจากผลการศึกษาสามารถสรุปได้ว่าอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับกำไรในอนาคตของบริษัท ซึ่งเป็นไปตามการศึกษาของ Freeman, Ohlson และ Penman (1982) ที่กล่าวว่าอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นพฤติกรรมย้อนกลับเข้าหาค่าเฉลี่ย (mean reverting) ถ้าอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นปีนี้เพิ่มขึ้น (ลดลง) จะส่งผลให้ผลกำไรที่คาดการณ์ลดลง (เพิ่มขึ้น)

อย่างไรก็ตาม ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2541 ถึง พ.ศ. 2544 กลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท (ตารางที่ 4.1 ส่วนที่ 2) ซึ่งผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลไม่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ โดยมีความเป็นไปได้ว่าผู้บริหารไม่ได้ส่งข้อมูลความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทผ่านทางนโยบายการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากเป็นช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ เป็นภาวะที่เศรษฐกิจยังคงมีความผันผวนอยู่มาก เป็นเหตุให้ผู้บริหารไม่สามารถคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้อย่างแน่นอน หรือแม้ว่าจะสามารถคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตได้ว่าปีหน้าจะมีผลกำไรเพิ่มขึ้น แต่บริษัทก็ยังไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้เนื่องจากบริษัทยังคงขาดทุนสะสมอยู่ โดยตามข้อกำหนดของการจ่ายเงินปันผล บริษัทต้องจัดสรรกำไรสุทธิประจำปีส่วนหนึ่งไว้เป็นทุนสำรองไม่น้อยกว่าร้อยละ 5 ของกำไรสุทธิ หักด้วยยอดเงินขาดทุนสะสม จนกว่าทุนสำรองนี้จะมีจำนวนไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 ของทุนจดทะเบียนจึงจะสามารถจ่ายเงินปันผลได้ นอกจากนี้ยังพบว่าอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ ดังเหตุผลที่กล่าวข้างต้นแล้ว

ดังนั้นสามารถสรุปความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสองในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจได้ว่า อัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล โดยการเพิ่มหรือลดจำนวนเงินปันผลต่อหุ้น ไม่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ ผู้บริหารไม่สามารถคาดการณ์ผลกำไรได้อย่างแน่นอน และชัดเจน เนื่องจากเป็นภาวะทางเศรษฐกิจที่ผันผวน และพบว่าอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ โดยจะแปรผันไปในทิศทางตรงกันข้ามกันกับกำไรในอนาคตของบริษัท

#### 4.1.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยระหว่างเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไร และตัวแปรอื่น

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโดยใช้สมการที่ (2) ช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ ปี พ.ศ. 2536-2540 (จากตารางที่ 4.2 ส่วนที่ 1) โดยในสมการนี้ได้แยกผลของการจ่ายเงินปันผลออกเป็น 2 กรณี คือ การจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และการจ่ายเงินปันผลลดลง พบว่าได้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับสมการที่ (1) โดยอัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลแบบเพิ่มขึ้น ( $\alpha_{1p}$ ) สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทอย่างน้อย 1 ปีข้างหน้า โดยเป็นไปในทิศทางเดียวกัน แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารคาดการณ์ผลกำไรในปีหน้าจะเพิ่มขึ้น จึงจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น แต่การที่บริษัทลดการจ่ายเงินปันผลไม่ได้มีสาเหตุมาจากการที่ผู้บริหารคาดการณ์ว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะแย่ลง แต่อาจมีสาเหตุมาจากบริษัทมีโครงการลงทุนที่ดี ที่จำเป็นต้องใช้เงินลงทุน ดังนั้นจึงลดการจ่ายเงินปันผลเพื่อนำเงินไปลงทุน นอกจากนี้ผลของอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นจะได้ผลเช่นเดียวกับสมการที่ (1) ดังได้กล่าวไว้ในหัวข้อที่แล้วว่าอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นพฤติกรรมย้อนกลับเข้าหาค่าเฉลี่ย จากการศึกษาของ Watt Ross (1973) กล่าวว่าผลกำไรในปีนี้ จะมีความสัมพันธ์กับผลกำไรในปีหน้า ดังนั้น ผลกำไรในปีเดียวกับปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล  $(E_0 - E_{-1})/B_{-1}$  ควรจะมีความสัมพันธ์กัน และจากผลการศึกษาที่ได้รับพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน โดยเป็นไปตามการศึกษาในอดีต

นอกจากนี้ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2541 ถึง พ.ศ. 2544 (ตารางที่ 4.2 ส่วนที่ 2) พบว่าผลการศึกษาสอดคล้องกับสมการที่ (1) เช่นกัน (ตารางที่ 4.1 ส่วนที่ 2) กล่าวคือ อัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลทั้งเพิ่มขึ้นและลดลงไม่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ หรือผู้บริหารไม่ได้ส่งข้อมูลความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทผ่านทางนโยบายการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากไม่สามารถคาดการณ์ผลกำไรที่จะเกิดขึ้นได้อย่างแน่นอนเพราะภาวะที่ผันผวนทางเศรษฐกิจ หรือหากผู้บริหารสามารถคาดการณ์ว่าสามารถทำกำไรได้เพิ่มขึ้น แต่ก็ยังคงมีขาดทุนสะสม (เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจทำให้บริษัทประสบปัญหาขาดทุน) ทำให้ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ หรือเป็นไปได้ว่าแม้ว่าคาดการณ์ว่าผลกำไรจะเพิ่มขึ้นแต่ผู้บริหารก็ยังจ่ายปันผลเท่ากับปีที่แล้วไว้ก่อน เนื่องจากยังไม่มั่นใจต่อสถานการณ์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต จึงต้องกันเงินปันผลไว้เพื่อเป็นทุนสำรอง นอกจากนี้ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นกับผลกำไรในอนาคตของบริษัท สามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้เช่นเดียวกันโดยเป็นไปตามการศึกษาของ Freeman, Ohlson, and Penman (1982) ที่กล่าวว่า อัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นพฤติกรรมย้อนกลับเข้าหาค่าเฉลี่ย (mean reverting) และเมื่อทดสอบความสัมพันธ์ของผลกำไรของบริษัทในปีเดียวกับที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล  $(E_0 - E_{-1})/B_{-1}$  พบความสัมพันธ์ในปีที่ 1 โดยสามารถอธิบายได้ว่าในช่วงหลัง

## ตารางที่ 4.2

### ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย อัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรใน อนาคต และตัวแปรอื่น ๆ

ผลในตารางข้างล่างได้มาจากการวิเคราะห์สมการถดถอย

$$(E_t - E_{t-1}) / B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_{1n} DNC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3 (E_0 - E_{-1}) / B_{-1} + \varepsilon_t$$

$E_t$  หมายถึง กำไรสุทธิ ของบริษัทในปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์กับเหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล (ปี 0),  $R\Delta DIV_0$  คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลต่อหุ้น,  $ROE_t$  สามารถคำนวณหาได้จาก  $E_t / B_t$  และ  $B_t$  คือ มูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ ณ วันสิ้นปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์เหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล,  $DPC$  คือ ตัวแปร dummy ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลงหรือจ่ายเงินปันผลเท่าเดิม,  $DNC$  คือ ตัวแปร dummy ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลง และเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือจ่ายเงินปันผลเท่าเดิม,  $\alpha$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ ผลจากการใช้สมการถดถอยแบบตัดขวาง (Cross-Sectional) โดยมีข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลตั้งแต่ปี 2536-2543 และมีข้อมูลกำไรสุทธิตั้งแต่ปี 2536-2544

$$\text{สมการที่ 2: } (E_t - E_{t-1}) / B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_{1n} DNC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3 (E_0 - E_{-1}) / B_{-1} + \varepsilon_t$$

ส่วนที่ 1: ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2536 ถึง พ.ศ. 2540

ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ					Adj. R2	N
	ค่าคงที่	DPC <sub>0</sub> RΔDIV <sub>0</sub>	DNC <sub>0</sub> RΔDIV <sub>0</sub>	ROE <sub>t-1</sub>	(E <sub>0</sub> -E <sub>-1</sub> )/B <sub>-1</sub>		
Earning (t = 1)	0.0299*** (3.4566)	0.0132*** (3.0257)	-0.0007 (-0.0387)	-0.1699*** (-3.2314)	0.1326* (1.3109)	0.0260	576
Earning (t = 2)	0.0155 (1.2648)	0.0085 (1.3803)	-0.0631** (-2.2596)	-0.1700** (-2.3487)	0.0764 (1.6641)	0.0234	358

ส่วนที่ 2: หลังวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2541 ถึง พ.ศ. 2544

ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ					Adj. R2	N
	ค่าคงที่	DPC <sub>0</sub> RΔDIV <sub>0</sub>	DNC <sub>0</sub> RΔDIV <sub>0</sub>	ROE <sub>t-1</sub>	(E <sub>0</sub> -E <sub>-1</sub> )/B <sub>-1</sub>		
Earning (t = 1)	0.0414*** (2.6361)	0.0044 (0.9468)	0.0246 (0.5933)	-0.2479*** (-3.0408)	0.2696*** (-4.6674)	0.1943	185
Earning (t = 2)	0.0398* (1.6874)	-0.0018 (-0.2818)	-0.0017 (-0.0261)	-0.0893 (-0.6977)	-0.1536 (-1.5808)	0.0117	80

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

(\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

วิกฤตเศรษฐกิจผลกำไรในปีเดียวกับที่เปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเป็นตัวแปรที่สามารถพยากรณ์ถึงผลกำไรในปีหน้าของบริษัทได้

กล่าวโดยสรุป ช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจผู้บริหารไม่ได้ส่งข้อมูลความสามารถในการทำกำไรของบริษัทผ่านทางนโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งเป็นที่ทราบดีว่าเป็นช่วงภาวะวิกฤตเศรษฐกิจทำให้หลายบริษัทงดจ่ายเงินปันผล โดยอาจเป็นเพราะหลายบริษัทยังคงขาดทุนสะสมทำให้ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ เนื่องจากข้อกำหนดของการจ่ายเงินปันผลต้องมีทุนสำรองไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 ของทุนจดทะเบียน

#### 4.1.3 อัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต โดยแบ่งตามขนาดของบริษัท

เมื่อผู้บริหารมีข้อมูลภายในบริษัทมากกว่าบุคคลภายนอก ผู้บริหารจะส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลกำไรในอนาคตของบริษัทผ่านทางนโยบายการจ่ายเงินปันผล ออกมาสู่นักลงทุน ซึ่งแสดงให้เห็นว่าเกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสาร จากการศึกษาโดยวิธีแยกขนาดของบริษัทตามขนาดของมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ โดยแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็น 2 กลุ่ม คือ บริษัทขนาดใหญ่และบริษัทขนาดเล็ก โดยแบ่งค่าตัวแปรที่ด้วยวิธีการแจกแจง โดยตัดที่เปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 75 และ 25 พบว่าขนาดของบริษัทในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจมีผลต่อพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผล (จากตารางที่ 4.3) โดยการจ่ายเงินปันผลของบริษัทขนาดใหญ่ไม่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ ทั้งนี้มีความเป็นไปได้ว่าบริษัทใหญ่ไม่เห็นความจำเป็นที่จะต้องคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตเพื่อพิจารณาเงินปันผลที่จ่าย เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีเงินทุนมากพอที่จะรองรับสถานการณ์ในอนาคตได้ จึงไม่จำเป็นต้องคาดการณ์ผลกำไรที่ได้เพื่อจ่ายเงินปันผล และเมื่อธุรกิจมีผลการดำเนินงานลดลงก็ยังคงมีทุนสำรองไว้จ่ายเงินปันผล ในขณะที่บริษัทขนาดเล็ก เงินปันผลที่จ่ายเพิ่มขึ้นสามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตที่เพิ่มขึ้น ซึ่งบริษัทขนาดเล็กต้องคาดการณ์ผลกำไรที่ได้ จึงจ่ายเงินปันผลได้ เนื่องจากถ้าเปรียบเทียบกับบริษัทใหญ่แล้ว เงินทุนบริษัทเล็กจะมีน้อยกว่า

ช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ (จากตารางที่ 4.4) การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลไม่สามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของทั้งบริษัทขนาดใหญ่และบริษัทขนาดเล็ก ทั้งนี้ด้วยพฤติกรรมที่เปลี่ยนแปลงไปของบริษัทขนาดเล็กมีผลเนื่องจากสภาวะทางเศรษฐกิจที่ยังคงมีความผันผวน ทำให้ผู้บริหารไม่สามารถคาดการณ์ผลกำไรได้อย่างแน่นอนและชัดเจน และเป็นไปได้ว่าบริษัทอาจได้ผลกำไรเพิ่มขึ้น แต่ยังคงไม่กล้าจ่ายเงินปันผลเนื่องจากกลัวต่อความไม่แน่นอนที่อาจเกิดขึ้นในอนาคต หรือแม้ว่าได้ผลกำไรเพิ่มขึ้นแล้วแต่ก็ยังจ่ายเงินปันผลไม่ได้เนื่องจากบริษัทยังคงมีขาดทุนสะสมอยู่

## ตารางที่ 4.3

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย อัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรใน อนาคต  
โดยแบ่งตามขนาดของบริษัท ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ

ผลในตารางข้างล่างได้มาจากการวิเคราะห์สมการถดถอย

$$(E_t - E_{t-1}) / B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_{1n} DNC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3 (E_0 - E_{-1}) / B_{-1} + \varepsilon_t$$

$E_t$  หมายถึง กำไรสุทธิ ของบริษัทในปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์กับเหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล (ปี 0),  $R\Delta DIV_0$  คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลต่อหุ้น,  $ROE_t$  สามารถคำนวณได้จาก  $E_t / B_t$  และ  $B_t$  คือ มูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ ณ วันสิ้นปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์เหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล,  $DPC$  คือ ตัวแปร dummy ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลงหรือจ่ายเงินปันผลเท่าเดิม,  $DNC$  คือ ตัวแปร dummy ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลง และเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือจ่ายเงินปันผลเท่าเดิม,  $\alpha$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผลจาก OLS ขนาดของบริษัทวัดจากมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ และบริษัทขนาดใหญ่และขนาดเล็ก คัดที่ percentile 75 และ 25 ตามลำดับ โดยศึกษาในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ โดยมีข้อมูลเงินปันผลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2536 ถึง ปี พ.ศ. 2543 และมีข้อมูลกำไรสุทธิถึงปี พ.ศ. 2544

$$\text{สมการที่ 2: } (E_t - E_{t-1}) / B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_{1n} DNC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3 (E_0 - E_{-1}) / B_{-1} + \varepsilon_t$$

บริษัทขนาดใหญ่ ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2536-2540

ตัวแปรตาม	ค่าคงที่	ตัวแปรอิสระ				Adj. R2	N
		DPC <sub>0</sub> RΔDIV <sub>0</sub>	DNC <sub>0</sub> RΔDIV <sub>0</sub>	ROE <sub>t-1</sub>	(E <sub>0</sub> -E <sub>-1</sub> )/B <sub>-1</sub>		
Earning (t = 1)	0.0609*** (2.7250)	-0.0100 (-0.9213)	0.0046 (0.0912)	-0.2941** (-2.4766)	0.3678*** (2.9830)	0.0465	155
Earning (t = 2)	0.2279*** (2.8502)	-0.0007 (-0.0201)	-0.0532 (-0.2800)	-0.7742* (-1.9035)	0.5911 (1.3616)	0.2279 (2.8502)	96

บริษัทขนาดเล็ก ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2536-2540

ตัวแปรตาม	ค่าคงที่	ตัวแปรอิสระ				Adj. R2	N
		DPC <sub>0</sub> RΔDIV <sub>0</sub>	DNC <sub>0</sub> RΔDIV <sub>0</sub>	ROE <sub>t-1</sub>	(E <sub>0</sub> -E <sub>-1</sub> )/B <sub>-1</sub>		
Earning (t = 1)	0.0362** (2.4393)	0.1285*** (2.7744)	0.0190 (0.5854)	-0.2284** (-0.2284)	0.1862 (1.2803)	0.0458	145
Earning (t = 2)	0.0293 (0.5313)	0.0062 (0.4677)	0.1534 (1.5535)	-0.0708 (-0.1724)	-0.3663 (-0.6855)	0.0846	85

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

(\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%



## ตารางที่ 4.4

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย อัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรใน อนาคต  
โดยแบ่งตามขนาดของบริษัท ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ

ผลในตารางข้างล่างได้มาจากการวิเคราะห์สมการถดถอย

$$(E_t - E_{t-1}) / B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_{1n} DNC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3 (E_0 - E_{-1}) / B_{-1} + \varepsilon_t$$

$E_t$  หมายถึง กำไรสุทธิ ของบริษัทในปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์กับเหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล (ปี 0),  $R\Delta DIV_0$  คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลต่อหุ้น,  $ROE_t$  สามารถคำนวณหาได้จาก  $E_t / B_t$  และ  $B_t$  คือ มูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ ณ วันสิ้นปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์เหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล,  $DPC$  คือ ตัวแปร dummy ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลงหรือจ่ายเงินปันผลเท่าเดิม,  $DNC$  คือ ตัวแปร dummy ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลง และเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือจ่ายเงินปันผลเท่าเดิม,  $\alpha$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผลจาก OLS ขนาดของบริษัทวัดจากมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ และบริษัทขนาดใหญ่และขนาดเล็ก คัดที่ percentile 75 และ 25 ตามลำดับ โดยศึกษาในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ โดยมีข้อมูลเงินปันผลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2536 ถึง ปี พ.ศ. 2543 และมีข้อมูลกำไรสุทธิถึงปี พ.ศ. 2544

$$\text{สมการที่ 2: } (E_t - E_{t-1}) / B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_{1n} DNC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3 (E_0 - E_{-1}) / B_{-1} + \varepsilon_t$$

บริษัทขนาดใหญ่ หลังวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2541-2543

ตัวแปรตาม	ค่าคงที่	ตัวแปรอิสระ		ROE <sub>t-1</sub>	(E <sub>0</sub> -E <sub>-1</sub> )/B <sub>-1</sub>	Adj. R2	N
		DPC <sub>0</sub> RΔDIV <sub>0</sub>	DNC <sub>0</sub> RΔDIV <sub>0</sub>				
Earning (t = 1)	-0.0171 (-0.6163)	0.0245 (1.6531)	0.0450 (0.3156)	-0.1617* (-1.8656)	-0.0877 (-0.4925)	0.0654	40
Earning (t = 2)	-0.0056 (-0.1078)	0.0040 (0.1193)	-0.0727 (-0.4349)	0.1493 (0.5467)	-0.1504 (-0.3816)	-0.1676	22

บริษัทขนาดเล็ก หลังวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. พ.ศ. 2541-2543

ตัวแปรตาม	ค่าคงที่	ตัวแปรอิสระ		ROE <sub>t-1</sub>	(E <sub>0</sub> -E <sub>-1</sub> )/B <sub>-1</sub>	Adj. R2	N
		DPC <sub>0</sub> RΔDIV <sub>0</sub>	DNC <sub>0</sub> RΔDIV <sub>0</sub>				
Earning (t = 1)	0.0455 (0.8618)	-0.0142 (-1.3315)	0.0663 (0.5249)	0.1800 (0.8098)	0.0358 (0.1446)	-0.0092	18
Earning (t = 2)	0.0083*** (2.6826)	0.0107 (0.7610)	0.0569 (0.5759)	-0.3775 (-0.5964)	-0.7967 (-1.0033)	0.4540	15

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

(\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

#### 4.1.4 อัตราการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต โดยแบ่งตามจำนวนผู้ถือหุ้นใหญ่

บริษัทที่ถูกควบคุม (นักลงทุนที่ถือหุ้นเกิน 5 เปอร์เซ็นต์ของจำนวนหุ้นทั้งหมดจะถือว่าเป็นนักลงทุนรายใหญ่ ถ้าปริมาณผู้ถือหุ้นมีหุ้นรวมกันเกิน 50% จะมีสิทธิ์ควบคุมบริษัทได้) โดยมีสมมติฐานว่าการจ่ายเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์กับผลกำไรในอนาคต หรือกล่าวได้ว่าผู้บริหารไม่ได้ส่งสัญญาณความสามารถในอนาคตของบริษัทผ่านทางนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้กับนักลงทุนในตลาด เนื่องจากผู้ถือหุ้นได้รับข้อมูลผลการดำเนินงานทั้งหมด หรือข้อมูลอื่น ๆ ของบริษัทผ่านทางผู้บริหารโดยตรง ทำให้มีปัญหาค่าความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลและความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นน้อยกว่าบริษัทที่ไม่ถูกควบคุม (บริษัทที่มีปริมาณผู้ถือหุ้นใหญ่รวมกันน้อยกว่า 50 เปอร์เซ็นต์) ในขณะที่บริษัทที่ไม่ถูกควบคุม ควรจะพบความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลกับผลกำไรในอนาคต หรือกล่าวได้ว่าผู้บริหารจะส่งสัญญาณถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทผ่านทางนโยบายการจ่ายเงินปันผลเพื่อลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information) และเพื่อลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร (Agency Problem) เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลเปรียบเสมือนกลไกในการกำกับดูแล ทำให้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนลดลง โดยเป็นการลดปริมาณเงินอิสระ (Free cash flow) ผ่านการจ่ายเงินปันผล และยังทำให้บริษัทมีความจำเป็นต้องกู้ยืมเงินจากตลาดเงิน ทำให้บริษัทได้รับการกำกับดูแลเพิ่มเติมจากตลาดการเงินด้วย

ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่ถูกควบคุมไม่เป็นไปตามสมมติฐานดังที่กล่าวไว้ (ตารางที่ 4.5) เนื่องจากมีความเป็นไปได้ว่าผู้ถือหุ้นต้องการให้ผู้บริหารส่งสัญญาณเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทเพื่อทำให้มูลค่าของหลักทรัพย์เพิ่มสูงขึ้น จากการศึกษาในอดีตกล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นด้วย ดังนั้นความเป็นไปได้ว่า เพื่อให้มูลค่าหุ้นที่ถืออยู่มีมูลค่าสูงขึ้น เงินปันผลจึงถือเป็นข่าวดีที่ผู้ถือหุ้นได้รับซึ่งผู้ถือหุ้นอาจสามารถทำกำไรจากการขายหลักทรัพย์ได้ แต่การลดการจ่ายเงินปันผลจะเป็นข่าวร้ายทำให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงได้ ดังนั้นผู้บริหารจึงไม่ส่งสัญญาณมากับการจ่ายเงินปันผลลดลง และมีความเป็นไปได้ว่าการที่บริษัทลดการจ่ายเงินปันผลอาจไม่ได้มีสาเหตุมากจากการที่ผู้บริหารคาดการณ์ว่ากำไรในปีหน้าของบริษัทจะลดลง แต่อาจมีสาเหตุมากจากการที่บริษัทมีโครงการลงทุนที่ดีและจำเป็นต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก ดังนั้นบริษัทจึงลดการจ่ายเงินปันผลเพราะต้องการเก็บกำไรไว้ลงทุนต่อ เพราะบริษัทไม่ต้องการใช้แหล่งเงินลงทุนจากภายนอก เนื่องจากการระดมทุนโดยการกู้ยืมแม้จะทำให้ต้นทุนของการใช้เงินถูกลงแต่ก็ยังคงมีผลเสียคือ ต้องมีหนี้เพิ่มขึ้น ซึ่งการมีหนี้เพิ่มขึ้นย่อมทำให้บริษัทมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น ในขณะเดียวกันการระดมทุนโดยการออกหุ้นสามัญใหม่ก็มีค่าใช้จ่ายที่สูงกว่าการใช้กำไรสะสมมาลงทุน ดังนั้นจึงมีความเป็นไปได้ว่าการที่บริษัทลดการจ่าย

เงินปันผลก็เพราะต้องการนำเงินไปลงทุนต่อ และอาจจะเป็นไปได้ว่ากำไรของบริษัทเหล่านี้มีการเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นได้หลังจากที่มีการลดการจ่ายเงินปันผล และในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจจะไม่พบความสัมพันธ์เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจที่ผันผวน

และบริษัทที่ไม่ถูกควบคุม ผู้บริหารจะส่งข้อมูลความสามารถในการทำกำไรผ่านทาง การจ่ายเงินปันผล (จากตารางที่ 4.6) เพื่อต้องการลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร (Agency Problem) ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานว่า เพื่อให้ผู้ถือหุ้นรับรู้ถึงความสามารถของผู้บริหารว่า การจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นในปีนี้อยู่หมายถึงผู้บริหารคาดการณ์ว่าปีหน้าจะได้ผลกำไรที่เพิ่มขึ้น และเป็นการแสดงให้เห็นความมีศักยภาพของผู้บริหารเองด้วย ในขณะที่การจ่ายเงินปันผลแบบลดลงไม่สามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตได้ ทั้งนี้เนื่องจากทั้งผู้ถือหุ้นและผู้บริหารย่อมไม่ต้องการแสดงสัญญาณที่ไม่ดีออกสู่ตลาด ซึ่งมีความเป็นไปได้ว่าการลดการจ่ายเงินปันผลอาจเป็นการส่งสัญญาณที่ไม่ดี เป็นข่าวร้ายทำให้นักลงทุนไม่กล้าที่จะซื้อหุ้นของบริษัท แต่ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจกลับไม่สามารถมองเห็นผลได้ชัดเจนเนื่องจากภาวะเศรษฐกิจที่ผันผวน แม้ว่าผู้ถือหุ้นใหญ่ต้องการให้บริษัทส่งสัญญาณถึงความสามารถในการทำกำไรในอนาคต แต่ผู้บริหารก็ไม่สามารถคาดการณ์ผลกำไรได้อย่างแน่นอน เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจที่ยังคงมีความผันผวนอยู่มาก

## ตารางที่ 4.5

## ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามการกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (ควบคุม)

ผลในตารางข้างล่างได้มาจากการวิเคราะห์สมการถดถอย

$$(E_t - E_{t-1}) / B_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_{1n} DNC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3 (E_0 - E_{-1}) / B_{-1} + \varepsilon_t$$

ผู้ถือหุ้นใหญ่คือ คนที่ถือหุ้นมากกว่า 5 % ของจำนวนหุ้นทั้งหมด ถ้าปริมาณผู้ถือหุ้นใหญ่มีรวมกันเกิน 50% จะถือว่าผู้ถือหุ้นใหญ่เยอะและสามารถควบคุมบริษัทได้,  $E_t$  หมายถึง กำไรสุทธิ ของบริษัทในปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์กับเหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล (ปี 0),  $R\Delta DIV_0$  คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลต่อหุ้น,  $ROE_t$  สามารถคำนวณหาได้จาก  $E_t / B_t$  และ  $B_t$  คือ มูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ ณ วันสิ้นปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์เหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล,  $DPC$  คือ ตัวแปร dummy ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลงหรือจ่ายเงินปันผลเท่าเดิม,  $DNC$  คือ ตัวแปร dummy ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลง และเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือจ่ายเงินปันผลเท่าเดิม,  $\alpha$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผลจาก OLS ขนาดของบริษัทวัดจากมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ โดยศึกษาในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจโดยมีข้อมูลเงินปันผลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2536 ถึง ปี พ.ศ. 2543 และมีข้อมูลกำไรสุทธิถึงปี พ.ศ. 2544

$$\text{สมการที่ 2: } (E_t - E_{t-1}) / B_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_{1n} DNC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3 (E_0 - E_{-1}) / B_{-1} + \varepsilon_t$$

ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2536-2540

ตัวแปรตาม	ค่าคงที่	ตัวแปรอิสระ				Adj. R2	N
		$DPC_0$ $R\Delta DIV_0$	$DNC_0$ $R\Delta DIV_0$	$ROE_{t-1}$	$(E_0 - E_{-1}) / B_{-1}$		
Earning (t = 1)	0.0099 (0.7752)	0.0387** (2.3268)	-0.0069 (-0.2712)	0.3723* (1.8853)	-0.1603* (-1.9359)	0.0658	166
Earning (t = 2)	0.1310** (2.1829)	0.0961 (1.1439)	0.2750** (2.4507)	-0.3023 (-0.8777)	0.5638 (1.6346)	0.1011	74

หลัง วิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2541-2543

ตัวแปรตาม	ค่าคงที่	ตัวแปรอิสระ				Adj. R2	N
		$DPC_0$ $R\Delta DIV_0$	$DNC_0$ $R\Delta DIV_0$	$ROE_{t-1}$	$(E_0 - E_{-1}) / B_{-1}$		
Earning (t = 1)	0.0787*** (3.1912)	-0.0029 (-0.4324)	0.1090 (1.6188)	-0.3272*** (-2.7917)	-0.3337*** (-4.4382)	0.3126	97
Earning (t = 2)	-0.0213 (-0.5234)	0.0058 (0.4323)	-0.0178 (-0.1781)	0.1219 (-1.5925)	-0.2617* (-1.7712)	0.0006	41

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

(\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

## ตารางที่ 4.6

## ผลการวิเคราะห์สมการถดถอย โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามการกระจายตัวของผู้ถือหุ้น (ไม่ถูกควบคุม)

ผลในตารางข้างล่างได้มาจากการวิเคราะห์สมการถดถอย

$$(E_t - E_{t-1}) / B_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_{1n} DNC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3 (E_0 - E_{-1}) / B_{-1} + \varepsilon_t$$

ผู้ถือหุ้นใหญ่คือ คนที่ถือหุ้นมากกว่า 5 % ของจำนวนหุ้นทั้งหมด ในกรณีที่ผู้ถือหุ้นใหญ่มีรวมกันไม่เกิน 50% จะถือว่าไม่สามารถควบคุมบริษัทได้,  $E_t$  หมายถึง กำไรสุทธิ ของบริษัทในปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์กับเหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล (ปี 0),  $R\Delta DIV_0$  คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลต่อหุ้น,  $ROE_{t-1}$  สามารถคำนวณหาได้จาก  $E_t / B_t$  และ  $B_t$  คือ มูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ ณ วันสิ้นปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์เหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล,  $DPC$  คือ ตัวแปร dummy ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลงหรือจ่ายเงินปันผลเท่าเดิม,  $DNC$  คือ ตัวแปร dummy ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลง และเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือจ่ายเงินปันผลเท่าเดิม,  $\alpha$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผลจาก OLS ขนาดของบริษัทวัดจากมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ โดยศึกษาในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจโดยมีข้อมูลเงินปันผลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2536 ถึง ปี พ.ศ. 2543 และมีข้อมูลกำไรสุทธิถึงปี พ.ศ. 2544

$$\text{สมการที่ 2: } (E_t - E_{t-1}) / B_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_{1n} DNC_0 * R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3 (E_0 - E_{-1}) / B_{-1} + \varepsilon_t$$

ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2536-2540

ตัวแปรตาม	ค่าคงที่	ตัวแปรอิสระ				Adj. R2	N
		$DPC_0$ $R\Delta DIV_0$	$DNC_0$ $R\Delta DIV_0$	$ROE_{t-1}$	$(E_0 - E_{-1}) / B_{-1}$		
Earning (t = 1)	0.0324** (2.1054)	0.0243*** (2.7550)	-0.0007 (-0.0212)	-0.2637*** (-2.6789)	0.1824 (1.6491)	0.0487	119
Earning (t = 2)	0.0996 (1.2089)	0.0522 (0.8147)	0.1805 (1.1289)	-0.0184 (-0.0358)	-0.4493 (-0.8191)	-0.0155	106

หลัง วิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2541-2543

ตัวแปรตาม	ค่าคงที่	ตัวแปรอิสระ				Adj. R2	N
		$DPC_0$ $R\Delta DIV_0$	$DNC_0$ $R\Delta DIV_0$	$ROE_{t-1}$	$(E_0 - E_{-1}) / B_{-1}$		
Earning (t = 1)	0.0070 (0.3820)	0.0127 (2.3088)	-0.0546 (-1.2203)	-0.1826* (-1.7679)	0.0270 (0.2960)	0.0760	76
Earning (t = 2)	0.0136 (0.3847)	-0.0019 (-0.2915)	0.0495 (0.5266)	0.0877 (0.4202)	-0.1544 (-1.1012)		

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

(\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

## 4.2 ผลการศึกษา การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับระดับผลกำไรในอนาคต

จากการศึกษาโดยใช้ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลระหว่างปี พ.ศ. 2538 ถึง พ.ศ. 2543 และมีข้อมูลกำไรถึงปี 2544 บนหลักทรัพย์ทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามวิธีการศึกษาที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อ 3.2.2 ได้ผลดังต่อไปนี้

### 4.2.1 การวิเคราะห์สมการถดถอยโดยใช้วิธี **Abnormal Earnings** และ **Earnings**

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโดยใช้สมการที่ (3) และสมการที่ (4) ช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจโดยมีข้อมูลของการจ่ายเงินปันผลปี พ.ศ. 2538-2540 และมีข้อมูลกำไรสุทธิถึงปี 2541 (จากตารางที่ 4.7 และ 4.8 ส่วนที่ 1) พบว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลแบบจ่ายเพิ่มขึ้น (ปีที่ 0) สามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทในช่วง 1 ปีข้างหน้าได้ ซึ่งให้ผลเป็นไปในแนวทางเดียวกับสมการที่ (1) และ (2) โดยมีความเป็นไปได้ว่าบริษัทคาดการณ์ผลกำไรในปีหน้าของบริษัทจะเพิ่มขึ้น บริษัทจึงจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ซึ่งสามารถสนับสนุนสมมติฐานเกี่ยวกับข้อมูลที่ถูกรวมมากับการประกาศจ่ายเงินปันผล แต่การลดการจ่ายเงินปันผลไม่สามารถพยากรณ์ผลกำไรที่ลดลงในอนาคตของบริษัทได้ ซึ่งเป็นไปได้ว่าบริษัทไม่ต้องการส่งสัญญาณที่มากับการจ่ายเงินปันผลลดลงเนื่องจากผู้บริหารอาจเกรงว่าจะเป็นการส่งสัญญาณที่ไม่ดีและเกรงว่านักลงทุนจะมองเป็นข่าวร้ายของบริษัทว่าความสามารถในการทำกำไรในปีหน้าจะลดลง

นอกจากนี้ผลของตัวแปรทางบัญชี โดยใช้ผลกำไรในปีเดียวกับปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ( $E_{0t}$ ,  $AE_{0t}$ ) และ มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ ณ ต้นปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล หรือ ปลายปีก่อนที่จะเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ( $B_{-1t}$ ) เป็นช่องทางหนึ่งที่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ รวมทั้งมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญที่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับผลกำไรในอนาคตของบริษัท ถ้านักลงทุนคาดการณ์ว่ากำไรของบริษัทจะเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้ราคาปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วย

ช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2541 ถึง พ.ศ. 2544 (จากตารางที่ 4.7 และ 4.8 ส่วนที่ 2) พบว่า การจ่ายเงินปันผลทั้งแบบเพิ่มขึ้นและลดลงไม่สามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้ โดยมีความเป็นไปได้ว่าช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจบริษัทไม่สามารถคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้เนื่องจากเป็นภาวะเศรษฐกิจที่ผันผวน บริษัทไม่สามารถคาดการณ์ต่อเหตุการณ์ข้างหน้าได้

ตัวแปรทางบัญชี โดยใช้ผลกำไรในปีเดียวกับปีที่มีการเปลี่ยนแปลงเงินปันผล ( $E_{0t}$ ,  $AE_{0t}$ ) และมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับกำไรของบริษัทในปีที่ 1

และปีที่ 3 โดยสามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้ รวมทั้งมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญที่พบว่ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกับกำไรในอนาคตของบริษัททั้ง 3 ปีติดต่อกัน



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.7

ตารางสรุปผลการวิเคราะห์สมการถดถอย การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับระดับผลกำไรในอนาคต โดยวิธี Abnormal Earnings

ผลในตารางข้างล่างได้มาจากการวิเคราะห์สมการถดถอย

$$AE_t = \beta_{0t} + \beta_{1t}DPC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{3t}AE_{-1} + \beta_{4t}B_{-1} + \beta_{5t}P_{-1} + \beta_{6t}DIV_{-1} + \beta_{7t}DPC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} + \beta_{8t}DNC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} + \beta_{9t}AE_0 + \varepsilon_t$$

$E_t$  หมายถึง กำไรสุทธิ ของบริษัทในปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์กับเหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล (ปี 0),  $AE_t$  หมายถึง Abnormal Earnings ของบริษัทในปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์ กับเหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล (ปี 0),  $\Delta DIV_0$  คือ การเปลี่ยนแปลงของเงินสดปันผล,  $B_{-1}$  คือ มูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ ณ วันสิ้นปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์เหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล,  $P_{-1}$  คือมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ จะใช้ราคา ณ ต้นปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล,  $DIV_{-1}$  คือ มูลค่าเงินปันผลปีก่อน,  $DPC$  (DNC) คือ ตัวแปร dummy ที่เท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น (ลดลง) และเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลง(เพิ่มขึ้น)หรือจ่ายเงินปันผลเท่าเดิม,  $\beta$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผลจากOLSทั้งสมการจะถูกหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ  $B_{-1}$

$$\text{สมการที่ 3: } AE_t = \beta_{0t} + \beta_{1t}DPC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{3t}AE_{-1} + \beta_{4t}B_{-1} + \beta_{5t}P_{-1} + \beta_{6t}DIV_{-1} + \beta_{7t}DPC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} + \beta_{8t}DNC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} + \beta_{9t}AE_0 + \varepsilon_t$$

ส่วนที่ 1: ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2538 ถึง พ.ศ. 2540

ตัวแปรอิสระ	ค่าคงที่	$DPC_0$ $\Delta DIV_0$	$DNC_0$ $\Delta DIV_0$	$AE_{-1}$	$B_{-1}$	$P_{-1}$	$DIV_{-1}$	$DPC_{-1}$ $\Delta DIV_{-1}$	$DNC_{-1}$ $\Delta DIV_{-1}$	$AE_0$	Adj. R2	N
Earning (t = 1)	0.0039 (0.0882)	0.9565** (2.3654)	0.4638 (1.4313)	-0.0673 (-1.3411)	0.0621*** (3.3586)	0.0382*** (7.2986)	0.1155 (0.6119)	0.0039 (0.0882)	-0.2206 (-1.2922)	0.0711** (2.0763)	0.2002	329
Earning (t = 2)	0.3182*** (5.2393)	0.2532 (0.3928)	-0.2686 (-0.4241)	-0.3231* (-1.9092)	0.9459*** (3.0177)	0.0466*** (4.1585)	-0.2431 (-0.5427)	0.6644 (1.1909)	-0.6871 (-1.2503)	-0.1622* (-1.7830)	0.2068	151
Earning (t = 3)	0.0167 (0.0624)	-4.2528*** (-2.7064)	0.1054 (0.2104)	-0.0628 (-0.104)	0.1136** (2.2695)	0.0421*** (4.5149)	-1.1226 (0.1426)	1.5349 (1.2240)	2.2163 (0.7291)	2.0799** (2.3515)	0.2565	134



ตารางที่ 4.7 (ต่อ)

ตารางสรุปผลการวิเคราะห์สมการถดถอย การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับระดับผลกำไรในอนาคต โดยวิธี Abnormal Earnings

$$\text{สมการที่ 3 : } AE_t = \beta_{0t} + \beta_{1t}DPC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{3t}AE_{-1} + \beta_{4t}B_{-1} + \beta_{5t}P_{-1} + \beta_{6t}DIV_{-1} + \beta_{7t}DPC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} + \beta_{8t}DNC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} + \beta_{9t}AE_0 + \varepsilon_t$$

2: หลังวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2542 ถึง พ.ศ. 2544

ตัวแปรอิสระ	ค่าคงที่	DPC <sub>0</sub> ΔDIV <sub>0</sub>	DNC <sub>0</sub> ΔDIV <sub>0</sub>	AE <sub>-1</sub>	B <sub>-1</sub>	P <sub>-1</sub>	DIV <sub>-1</sub>	DPC <sub>-1</sub> ΔDIV <sub>-1</sub>	DNC <sub>-1</sub> ΔDIV <sub>-1</sub>	AE <sub>0</sub>	Adj. R2	N
Earning (t = 1)	0.0621*** (3.3586)	-1.2080 (-0.9067)	-0.2307 (-0.2360)	-0.1071 (-1.1892)	0.3182*** (5.2393)	0.0736*** (-3.1601)	0.1498 (0.4402)	0.1506 (0.8881)	-1.5892 (-1.7217)	0.3365*** (8.9712)	0.4757	346
Earning (t = 2)	0.1988** (2.1946)	0.1720 (0.0333)	-1.1701 (-0.4746)	0.1010 (0.3121)	4.4612** (2.4158)	-0.1298** (-2.1903)	4.6602** (2.1695)	-6.7399 (-1.2936)	3.6987 (1.5942)	0.3572*** (3.6550)	0.2192	277
Earning (t = 3)	0.1506 (0.8881)	0.6257 (0.1692)	-7.7122 (-6.4411)	0.2757 (1.0941)	0.1988** (2.1946)	0.0832*** (2.8412)	-4.6304*** (-3.7177)	6.0180** (2.1348)	-2.0129 (-1.7148)	0.2944*** (5.3692)	0.5316	200

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

(\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.8

ตารางสรุปผลการวิเคราะห์สมการถดถอย การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับระดับผลกำไรในอนาคต โดยวิธี Earnings

ผลในตารางข้างล่างได้มาจากการวิเคราะห์สมการถดถอย

$$E_t = \beta_{0t} + \beta_{1t}DPC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{3t}E_{-1} + \beta_{4t}B_{-1} + \beta_{5t}P_{-1} + \beta_{6t}DIV_{-1} + \beta_{7t}DPC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} + \beta_{8t}DNC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} + \beta_{9t}E_0 + \varepsilon_t$$

$E_t$  หมายถึง กำไรสุทธิ ของบริษัทในปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์กับเหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล (ปี 0),  $\Delta DIV_0$  คือ การเปลี่ยนแปลงของเงินสดปันผล,  $B_{-1}$  คือ มูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ ณ วันสิ้นปี  $t$  ที่มีความสัมพันธ์ เหตุการณ์การเปลี่ยนแปลงเงินปันผล,  $P_{-1}$  คือมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ จะใช้ราคา ณ ต้นปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล,  $DIV_{-1}$  คือ มูลค่าเงินปันผลปีก่อน,  $DPC$  (DNC) คือ ตัวแปร dummy ที่จะเท่ากับ 1 เมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น (ลดลง) และเท่ากับ 0 เมื่อจ่ายเงินปันผลลดลง (เพิ่มขึ้น) หรือจ่ายเงินปันผลเท่าเดิม,  $\beta$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จากการประเมินผลจาก OLS ทั้งสมการจะถูกหารด้วยมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ  $B_{-1}$

สมการที่ 4:  $E_t = \beta_{0t} + \beta_{1t}DPC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{3t}E_{-1} + \beta_{4t}B_{-1} + \beta_{5t}P_{-1} + \beta_{6t}DIV_{-1} + \beta_{7t}DPC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} + \beta_{8t}DNC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} + \beta_{9t}E_0 + \varepsilon_t$

ส่วนที่ 1: ก่อนวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2538 ถึง พ.ศ. 2540

ตัวแปรอิสระ	ค่าคงที่	$DPC_0$ $\Delta DIV_0$	$DNC_0$ $\Delta DIV_0$	$E_{-1}$	$B_{-1}$	$P_{-1}$	$DIV_{-1}$	$DPC_{-1}$ $\Delta DIV_{-1}$	$DNC_{-1}$ $\Delta DIV_{-1}$	$E_0$	Adj. R2	N
Earning (t = 1)	-0.0186 (-0.5242)	0.1741* (1.8991)	0.1690 (1.5922)	0.0205 (0.3178)	0.0141** (2.0669)	0.0077*** (5.4657)	0.0924 (1.3722)	-0.0011 (-0.0102)	-0.1192 (-1.5903)	0.7492*** (12.3142)	0.5672	490
Earning (t = 2)	0.1468 (0.9342)	0.0428 (0.2821)	-0.1966 (-1.0970)	-0.1658 (-1.3952)	0.0430*** (3.1490)	0.0121*** (5.0187)	-0.0234 (-0.1941)	-0.0535 (-0.3046)	-0.4790 (-0.0564)	0.7008*** (5.9934)	0.3855	303
Earning (t = 3)	0.0430*** (3.1490)	0.3507 (1.5324)	-0.4357 (-0.9271)	0.3767 (1.5895)	0.0737** (2.4703)	0.0162*** (3.8298)	1.6727** (2.1084)	-0.3758 (-0.6910)	0.3152 (0.2366)	-0.1448 (-0.5562)	0.2565	138

ตารางที่ 4.8 (ต่อ)

ตารางสรุปผลการวิเคราะห์สมการถดถอย การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับระดับผลกำไรในอนาคต โดยวิธี Earnings

$$\text{สมการที่ 4 : } E_t = \beta_{0t} + \beta_{1t}DPC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{2t}DNC_0 \times \Delta DIV_0 + \beta_{3t}E_{-1} + \beta_{4t}B_{-1} + \beta_{5t}P_{-1} + \beta_{6t}DIV_{-1} + \beta_{7t}DPC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} + \beta_{8t}DNC_{-1} \times \Delta DIV_{-1} + \beta_{9t}E_0 + \varepsilon_t$$

ส่วนที่ 2: หลังวิกฤตเศรษฐกิจระหว่างปี พ.ศ. 2542 ถึง พ.ศ. 2544

ตัวแปรอิสระ	ค่าคงที่	DPC <sub>0</sub> ΔDIV <sub>0</sub>	DNC <sub>0</sub> ΔDIV <sub>0</sub>	E <sub>-1</sub>	B <sub>-1</sub>	P <sub>-1</sub>	DIV <sub>-1</sub>	DPC <sub>-1</sub> ΔDIV <sub>-1</sub>	DNC <sub>-1</sub> ΔDIV <sub>-1</sub>	E <sub>0</sub>	Adj. R2	N
Earning (t = 1)	0.0141** (2.0669)	-0.5858 (-0.7347)	1.1617 (1.0068)	-0.0186 (-0.5242)	0.5954*** (2.8289)	0.0311** (-2.2057)	0.9570 (0.7572)	2.5243** (2.3585)	-1.8206*** (-3.2558)	0.5790*** (13.3157)	0.6104	367
Earning (t = 2)	-0.0294 (-0.4098)	-1.4603 (-0.2915)	0.9811 (0.5491)	0.2568 (0.2794)	0.1468 (0.9342)	-0.1102 (-1.8708)	4.9679 (1.8106)	-6.0006 (-1.2277)	2.3035 (1.0248)	0.5462*** (3.1535)	0.1031	290
Earning (t = 3)	0.0430*** (3.1490)	0.6141 (0.1993)	-2.6974*** (-3.6900)	-0.0194 (-0.0463)	-0.0294 (-0.4098)	0.0648** (2.5933)	1.3069** (2.1227)	4.8561** (2.1554)	-2.5091*** (-2.7076)	0.4040*** (5.7398)	0.3526	213

(\*\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 99%

(\*\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95%

(\*) มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 90%

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

จากแบบจำลองที่ใช้ทดสอบ การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท และแบบจำลอง การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับระดับผลกำไรในอนาคต ด้วยวิธีอัตราการเปลี่ยนแปลงผลกำไร (Earning changes) ผลกำไรที่ผิดปกติจากที่คาดการณ์ (Abnormal earnings) และ ผลกำไรที่คาดการณ์ (Future Earnings) สามารถสรุปได้ว่า ในช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540 อัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลแบบเพิ่มขึ้นสามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ในทิศทางเดียวกัน โดยบริษัทคาดการณ์ว่าผลกำไรในปีหน้าของบริษัทจะเพิ่มขึ้นจึงจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ซึ่งตรงกับสมมติฐานที่กล่าวไว้ของ Miller และ Modigliani (1961) ว่า การจ่ายเงินปันผลสามารถให้ข้อมูลที่เกี่ยวกับกระแสเงินสด (Cash Flows) ของบริษัทในอนาคตเมื่อเป็นตลาดไม่สมบูรณ์ นอกจากนี้ยังให้ผลขัดแย้งจากการศึกษาในอดีต อมร ทรัพย์ทวีกุล (2542) ที่สรุปผลการศึกษาว่าผู้บริหารไม่ใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือส่งสัญญาณถึงผลกำไรในอนาคตของบริษัท หรือกล่าวได้ว่าบริษัทไม่ได้คาดการณ์ผลกำไรในอนาคตเพื่อจ่ายเงินปันผล แต่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลในปีเพิ่มขึ้น (ลดลง) ก็ต่อเมื่อผลกำไรของบริษัทในปีเพิ่มขึ้น (ลดลง) เท่านั้น การศึกษาของอมรจะวัดความสามารถในการทำกำไรในรูปของเปอร์เซ็นต์มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญซึ่งเป็นตัวแปรที่ทำให้เกิดความผิดพลาดเนื่องจากราคาเป็นมูลค่าที่รวมผลกำไรที่คาดการณ์ไว้ด้วย ดังนั้นจึงได้เปลี่ยนแบบจำลองขึ้นใหม่โดยวัดในรูปของเปอร์เซ็นต์มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญซึ่งเป็นตัวที่ยังไม่สะท้อนถึงผลกำไรที่คาดการณ์และปรับตัวไปได้ช้ากว่าราคาตลาด นอกจากนี้จากการศึกษายังพบว่าขนาดของบริษัทมีผลต่อพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผล โดยการจ่ายเงินปันผลของบริษัทขนาดใหญ่ไม่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้ เนื่องจากบริษัทอาจไม่เห็นความจำเป็นที่ต้องคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตล่วงหน้าเพราะบริษัทขนาดใหญ่มักจะมีเงินทุนจำนวนมากพอที่จะสามารถรองรับสถานการณ์ในอนาคตได้ ตรงกันข้ามกับบริษัทขนาดเล็กที่เงินปันผลสามารถพยากรณ์ความสามารถในอนาคตได้ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกันแล้วบริษัทขนาดเล็กย่อมมีเงินทุนน้อยกว่า ผู้บริหารจึงต้องคาดการณ์ผลกำไรล่วงหน้าก่อนจึงจะจ่ายเงินปันผล หากเกิดวิกฤติเศรษฐกิจขึ้นจะได้มีเงินสำรองไว้ใช้บริหารงานได้ และเมื่อเราแบ่งตามปริมาณผู้ถือหุ้นจะพบว่าทั้งบริษัทที่ถูกควบคุมและไม่ถูกควบคุมผู้ถือหุ้นต้องการให้ผู้บริหารส่งสัญญาณเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท

ผ่านทางนโยบายการจ่ายเงินปันผลเพื่อผู้ถือหุ้นจะได้รับรู้ถึงควมมีศักยภาพของผู้บริหาร และที่สำคัญเพื่อให้มูลค่าหุ้นที่ถืออยู่มีมูลค่าสูงขึ้นเนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะกระทบทำให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้นด้วย

และสาเหตุที่เงินปันผลสามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ 1 ปีข้างหน้า เนื่องจาก ข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นตัวบ่งชี้ถึงข้อมูลที่บริษัทส่งให้กับตลาดได้ในระยะสั้น ทั้งนี้ความสามารถในการอธิบายผลกำไรของบริษัทด้วยเงินปันผล จำกัดอยู่แค่ช่วงเวลา 1 ปี เนื่องจากบริษัทส่วนมากที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นแสดงให้เห็นว่าผู้บริหารมีความมั่นใจว่าผลประกอบการของบริษัทจะเป็นไปในทิศทางที่เพิ่มขึ้นในระยะสั้น โดยการคาดการณ์ผลกำไรจะต้องเป็นไปตามสภาพเศรษฐกิจซึ่งไม่สามารถคาดการณ์ได้ในระยะยาว และผู้บริหารอาจไม่มั่นใจต่อสถานการณ์ที่จะเกิดขึ้นในอนาคต

อย่างไรก็ตามการจ่ายเงินปันผลแบบลดลงไม่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการในทิศทางเดียวกันได้ เนื่องจากการที่บริษัทลดการจ่ายเงินปันผลไม่ได้มีสาเหตุมาจากการที่บริษัทคาดการณ์ว่าผลกำไรในอนาคตของบริษัทจะแย่ลง แต่อาจมีสาเหตุมาจากบริษัทมีโครงการลงทุนที่ดีจำเป็นต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก ดังนั้นบริษัทจึงลดการจ่ายเงินปันผลเพราะต้องการเก็บกำไรไว้ลงทุนต่อ โดยที่บริษัทอาจไม่ต้องการใช้แหล่งเงินทุนจากภายนอก ซึ่งการใช้เงินภายนอกทำให้บริษัทมีความเสี่ยงมากขึ้น ในขณะที่การออกหุ้นก็มีต้นทุนค่าใช้จ่ายที่สูงกว่า และผลกำไรที่บริษัทได้รับจากการลงทุนโครงการที่ดี อาจไม่ได้รับในปีนี้แต่จะได้รับผลตอบแทนในปีหน้า

แต่ในช่วงหลังเกิดวิกฤตเศรษฐกิจ (ระหว่าง พ. ศ.2540 ถึง พ. ศ.2544) เงินปันผลไม่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้ เนื่องจากการที่สภาพเศรษฐกิจของประเทศถดถอยอย่างรุนแรงได้ส่งผลกระทบต่อธุรกิจประเภทต่าง ๆ ทำให้ผลประกอบการต่างๆของบริษัทจดทะเบียนลดลงอีกด้วย นอกจากนี้จากสภาพเศรษฐกิจที่มีความผันผวนเป็นเหตุให้ผู้บริหารไม่สามารถคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้ หรือแม้ว่าผู้บริหารจะสามารถคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตได้ว่าอาจจะเพิ่มขึ้น แต่ก็ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้เนื่องจากยังคงมีขาดทุนสะสมอยู่ โดยที่ผ่านมามีปรากฏว่ามีบริษัทจดทะเบียนที่งดจ่ายเงินปันผลเป็นเวลา 3 ปีติดต่อกันอยู่หลายบริษัทด้วยกัน โดยนับตั้งแต่ช่วงวิกฤตเศรษฐกิจจนถึงปี 2542 แทบจะไม่มี บริษัทจดทะเบียนจ่ายเงินปันผลเลย แต่จากข้อมูลปี 2543 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ มีการจ่ายเงินปันผลสำหรับผลประกอบการปี 2543 ชัดเจนที่สุดนับตั้งแต่เกิดวิกฤติเศรษฐกิจช่วง 3-4 ปีที่ผ่านมา โดยในปี 2542 ซึ่งถือเป็นปีที่มีการจ่ายเงินปันผลน้อยที่สุด ซึ่งผลจากสภาพเศรษฐกิจดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงพฤติกรรมที่เปลี่ยนแปลงไปโดยแตกต่างจากก่อนวิกฤต โดยพบว่า การจ่ายเงินปันผลไม่สามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้

และปัจจัยอื่นที่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้คือ ผลกำไรที่เกิดขึ้นในปีเดียวกับปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ( $E_t, AE_t$ ) และมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญ ซึ่งตัวแปรเหล่านี้เป็นตัวแปรที่อยู่ในบัญชีซึ่งเป็นตัวที่ผู้บริหารกำหนดเองไม่ได้แต่เป็นสิ่งที่ผู้บริหารกระทำขึ้นมา และเป็นตัวแปรที่แสดงความสามารถของผู้บริหารได้ทางบัญชีโดยที่บุคคลภายนอกสามารถรับรู้ได้ และมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญสามารถสะท้อนผลกำไรที่คาดการณ์ไว้ในอนาคตได้ โดยหากคาดการณ์ว่าผลกำไรในปีหน้าจะเพิ่มขึ้น ราคาหุ้นของบริษัทจะเพิ่มขึ้นด้วย

## 5.2 ข้อเสนอแนะ

วิทยานิพนธ์นี้มีข้อจำกัดในเรื่องข้อมูล คือใช้ ข้อมูล 9 ปี ระหว่างปี พ. ศ. 2536 ถึง พ. ศ. 2544 การศึกษาทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signal) จำเป็นที่จะต้องใช้เวลาในการสำรวจเพื่อให้มองเห็นแนวโน้มในระยะยาวได้อย่างชัดเจน โดยนำผลในอดีตมาวิเคราะห์ผลในอนาคต ดังนั้นข้อมูลที่นำมาศึกษาหากมีระยะเวลายาวมากกว่านี้จะสามารถเห็นแนวโน้มได้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

## รายการอ้างอิง

### ภาษาไทย

- จิรัตน์ สังข์แก้ว. 2544. การลงทุน. กรุงเทพมหานคร : โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, ตรงศักดิ์ อู่दारาศักดิ์. 2540. ผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีต่อราคาหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. โครงการวิจัยปริญญาโทบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ชนิศา จิตรน้อมรัตน์. 2536. การบริหารการเงิน: (รวมหลัก & ทฤษฎีและกรณีศึกษา). กรุงเทพมหานคร : บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต, ชีระพล อรรถะกสิกร, ปุณรัตน์ สันติเมทนีดล, สถาพร ลิ้มมณี, ไพฑูรย์ นาคจำ, สุริยกานต์ ชัยเนตร, นิมล เรื่องคือ. 2545. พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 แก้ไขเพิ่มเติม พ.ศ. 2544. กรุงเทพมหานคร : วิญญูชน,
- อมร ทรัพย์ทวีกุล. 2542. การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตของบริษัทหรือไม่. โครงการวิจัยปริญญาโทบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.

### ภาษาอังกฤษ

- Aharony Joseph, and Itzhak Swary. 1980. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' return: An empirical analysis, Journal of Finance 35: 1-12.
- Benartzi, Shlomo, Roni Michaely, and Richard Thaler. 1997. Do changes dividend signal the future or the past?. Journal of Finance 52: 1007-1034.
- Easterbrook, Frank H. 1984. Two agency-cost explanations of dividends, American Economics 40: 341-371.
- Healy, Paul M., and Krishna G. Palepu. 1988. Earning information conveyed by dividend initiations and omissions. Journal of Financial Economics 21: 149-176.
- Nissim, Doron, Ziv Amir. 2001. Dividend Changes and Future Profitability. Journal of Finance 56: 2111-2133.
- Penman, Stephen H. 1996. The articulate of price-earning ratio and market-to-book ratios and evaluation of growth. Journal of Accounting Research 34: 235-259.
- Penman, Stephen H. 1983. The predict content of earnings forecasts and dividends. Journal of Finance 38: 1181-2526.
- Watt, Ross. 1973. The information content of dividends. Journal of Business 46: 191-211.



ภาคผนวก

สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย



## ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผลเพื่อลดปัญหาความขัดแย้งทางด้านข้อมูลข่าวสารและความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น

แนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุนและทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลลดลง จากการศึกษาของ Modigliani และ Miller (1958) ได้ระบุว่าแบบจำลองทางการเงินโดยทั่วไปเกี่ยวกับการตัดสินใจทางการลงทุน การเงิน การจ่ายเงินปันผล เพื่อให้ได้ประโยชน์สูงสุด นั้นสมมุติฐานเบื้องต้นที่นำมาใช้ในแบบจำลองดังกล่าว คือ การที่นักลงทุนภายนอก และผู้บริหารภายในบริษัท มีข้อมูลที่เหมือนกันเกี่ยวกับรายได้ในปัจจุบันของบริษัท และโอกาสทางธุรกิจในอนาคต ทำให้ Miller และ Rock (1985) ได้เสนอสมมุติฐานที่น่าจะเหมาะสมกว่า คือ การที่ผู้บริหารภายในบริษัทจะมีข้อมูลมากกว่านักลงทุนภายนอกเกี่ยวกับสถานะของบริษัทในปัจจุบัน โดยการศึกษาดังกล่าวได้ระบุว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุนภายนอก ซึ่งทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Asymmetric Information) ลดลง

ตามแบบจำลองส่วนใหญ่ของสหรัฐ เกี่ยวกับ ปัญหาข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetry information) และ ความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น (Agency Conflicts) ได้ระบุว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุน ทำให้ปัญหาข้อมูลไม่เท่าเทียมกันลดลง นอกจากนี้ยังเป็นกลไกในการกำกับดูแลการดำเนินการของผู้ถือหุ้น ทำให้ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างตัวแทนลดลง

ต่อมาได้มีผลงานวิจัยในประเทศอื่น พบว่าการจ่ายเงินปันผลไม่เป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุน เช่น การศึกษาในประเทศญี่ปุ่นของ Kathryn L. Dewenter and Vicent A. Warther พบว่าการจ่ายเงินปันผลในประเทศดังกล่าว ไม่เป็นการส่งข้อมูลให้กับนักลงทุน โดยผลการศึกษาที่ได้แตกต่างจากในสหรัฐอเมริกาเนื่องจาก โครงสร้างการถือหุ้นใหญ่ของบริษัทส่วนมากจะเป็นของบริษัทขนาดใหญ่ (Keiretsu) ทำให้ปัญหา ความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล และ ความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นใหญ่ มีน้อยมาก เนื่องจากมีการกำกับดูแลการดำเนินงาน และการบริหาร โดยตรงจากบริษัทขนาดใหญ่ทำให้ปัญหาข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน และความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นลดลง

1. แนวทางแรกได้สนับสนุนแนวคิดที่ว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผล เป็นการลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Asymmetric Information) และ ปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น (Agency Conflict) โดย Miller and Rock (1985) และ John and Williams (1985) ได้กล่าวไว้ว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นการเปิดเผยข้อมูลบางส่วนให้กับนักลงทุน ทำให้ปัญหาของความไม่เท่าเทียมกันลดลง เนื่องจาก การจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นเป็นการส่งสัญญาณให้นักลงทุนว่า บริษัทจะมีกำไรที่เพิ่มขึ้นในปัจจุบัน หรือ อนาคต นอกจากนี้ ปัญหาข้อมูลไม่เท่าเทียมกันยังช่วยอธิบายการจ่ายเงินปัน

ผลอย่างสม่ำเสมอด้วย (Dividend smoothing) โดยผู้บริหารไม่ต้องการอย่างยิ่งในการลดการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการส่งข้อมูลที่ไม่ดีให้แก่นักลงทุน และไม่ต้องการที่จะเพิ่มการจ่ายเงินปันผล เพราะกลัวที่จะต้องลดการจ่ายเงินปันผลในอนาคต

2. แนวความคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการกำกับดูแล (Discipline Mechanism) ของผู้ถือหุ้นทำให้ความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นลดลง (Agency Conflicts) โดยมีแนวคิดเริ่มมาจาก Easterbrook (1984) ได้กล่าวว่า ทฤษฎีความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารจะมุ่งเน้นไปที่ความต้องการที่แตกต่างกันระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร โดยที่กฎของการจ่ายเงินปันผลเปรียบเสมือนเป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น ทำให้ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทนลดลงเนื่องจากการลดการปริมาณเงินอิสระ (free cash flow) ผ่านการจ่ายเงินปันผล และยังทำให้บริษัทมีความจำเป็นต้องกู้ยืมเงินจากตลาดเงินทำให้บริษัทได้รับการกำกับดูแลเพิ่มเติมจากตลาดการเงินด้วย นอกจากนี้ยังช่วยอธิบายเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอเช่นกัน โดย Easterbrook (1984) ได้ระบุว่า เราไม่ควรพบความสัมพันธ์อย่างชัดเจนระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับผลกำไรระยะสั้นของบริษัท

## ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นางสาวสุดาพร สิริกะนันท์ เกิดวันที่ 11 มกราคม 2522 จังหวัดกรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาในระดับมัธยมศึกษาจากโรงเรียนสามเสนวิทยาลัย ในปี พ.ศ. 2540 สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีศิลปศาสตรบัณฑิต สาขาสื่อสารมวลชน จากคณะมนุษยศาสตร์ มหาวิทยาลัยรามคำแหง ในปี พ.ศ. 2543 และเข้าศึกษาต่อในหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัยใน พ.ศ. 2544



สถาบันวิทยบริการ  
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย