



## แนวคิด ทฤษฎีและวรรณกรรมปริทัศน์

ในบทนี้จะกล่าวถึงแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับ เงินปันผล สมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผล ทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด แนวคิดเกี่ยวกับความสม่ำเสมอของกำไรและรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราว รวมทั้งเสนองานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

### 2.1 เงินปันผล

#### 2.1.1 คำนิยามของเงินปันผล

เงินปันผล คือ กำไรสะสมที่ถูกจัดสรรให้กับผู้ถือหุ้น โดยที่นโยบายการจ่ายเงินปันผลอาจแตกต่างกันไปในแต่ละบริษัท ทั้งในเรื่องอัตราการจ่ายและจำนวนครั้งที่จ่ายในแต่ละปี ขึ้นอยู่กับปัจจัยหลาย ๆ อย่าง เช่น อัตราการเติบโตของบริษัท ความต้องการเงินทุนเพื่อขยายการลงทุนในอนาคต หรือความสามารถในการทำกำไร โดยปกติแล้วการจ่ายเงินปันผลจะจ่ายเป็นเงินสดแต่บริษัทอาจจ่ายปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในรูปหุ้นหรือเรียกว่าหุ้นปันผลขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ในการจ่ายปันผลแต่ละครั้ง สภาพคล่องของบริษัท และราคาตลาดของหุ้นในขณะนั้น นอกจากนี้บริษัทอาจจ่ายปันผลในรูปการแตกหุ้นหรือหุ้นซื้อคืน

Shim และ Siegel (2000) กล่าวถึง หุ้นปันผล การแตกหุ้น และหุ้นซื้อคืน ไว้ดังนี้ หุ้นปันผล คือ หุ้นที่บริษัทออกเพิ่มขึ้นให้ผู้ถือหุ้น การจ่ายหุ้นปันผลมักจะเกิดขึ้นเมื่อบริษัทมีเงินสดไม่เพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลในรูปแบบเงินสดและ/หรือเมื่อบริษัทต้องการเพิ่มสภาพคล่องในการซื้อหุ้นโดยการลดราคาตลาดของบริษัทลง การจ่ายหุ้นปันผลทำให้จำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นแต่สัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทของผู้ถือหุ้นแต่ละคนไม่เปลี่ยนแปลง เช่น ผู้ถือหุ้นรายหนึ่งถือหุ้นจำนวน 200 หุ้นจากจำนวนหุ้นทั้งหมดของบริษัท 10,000 หุ้น หรือเท่ากับร้อยละ 2 ของหุ้นทั้งหมด ดังนั้นถ้าบริษัทออกหุ้นปันผลร้อยละ 10 ผู้ถือหุ้นรายนี้ก็จะมีหุ้นทั้งหมด 220 หุ้นจาก 11,000 หุ้น ซึ่งเท่ากับร้อยละ 2 ของหุ้นทั้งหมดเช่นเดิม (220/11,000)

การแตกหุ้น คือ การเพิ่มจำนวนหุ้นโดยการแตกหุ้นทำให้มูลค่าที่ตราไว้ (Par value) ของหุ้นลดลง การแตกหุ้นมักจะเกิดขึ้นเมื่อบริษัทต้องการลดราคาตลาดต่อหุ้นลง เพื่อให้ นักลงทุนรายย่อยสามารถซื้อหุ้นของบริษัทได้ง่ายขึ้น ตัวอย่างเช่น บริษัทมีหุ้นจำนวน 1,000 หุ้น ราคาที่ตราไว้เท่ากับ 20 บาทหรือมีมูลค่าที่ตราไว้รวม เท่ากับ 20,000 บาทและเมื่อบริษัทแตกหุ้น

4 ต่อ 1 จำนวนหุ้นทั้งหมดจะเท่ากับ 4,000 หุ้น โดยมีมูลค่าที่ตราไว้เท่ากับ 5 บาทต่อหุ้น แต่มูลค่าที่ตราไว้รวมยังคงเท่าเดิมคือ 20,000 บาทในทางทฤษฎีราคาตลาดของหุ้นควรจะลดลงหนึ่งในสี่ของราคาตลาดก่อนแตกหุ้น

การจ่ายเงินปันผลในรูปหุ้นปันผลและการแตกหุ้นมีลักษณะที่เหมือนกัน คือ 1) ไม่ต้องจ่ายเป็นเงินสด 2) จำนวนหุ้นเพิ่มขึ้น และ 3) ส่วนของผู้ถือหุ้นยังคงเท่าเดิม ส่วนข้อแตกต่างระหว่างหุ้นปันผลกับการแตกหุ้น คือ 1) การจ่ายหุ้นปันผลทำให้กำไรสะสมลดลง เนื่องจากการจ่ายหุ้นปันผลเป็นเพียงการโอนเงินจากบัญชีกำไรสะสมตามราคาตลาดในเวลานั้นไปเข้าบัญชีหุ้นหุ้นสามัญ (เพชรี ชุมทรัพย์, 2538) และกระจายหุ้นตามสัดส่วนหุ้นเดิมของผู้ถือหุ้นแต่ละคน ส่วนการแตกหุ้นจะเป็นเพียงการเพิ่มจำนวนหุ้นให้มากขึ้นแต่ไม่ทำให้บัญชีกำไรสะสมลดลง และ 2) หลังจากจ่ายหุ้นปันผลมูลค่าที่ตราไว้ของหุ้นยังคงเท่าเดิมแต่การแตกหุ้นทำให้มูลค่าที่ตราไว้ของหุ้นลดลงตามสัดส่วนของจำนวนหุ้นที่แตก

Keown และคณะ (2545: 156-157) กล่าวว่า การที่บริษัทมีนโยบายให้หุ้นปันผลและการแตกหุ้นแทนการให้เงินสดปันผลมีเหตุผล 2 ประการ คือ

1) การให้หุ้นปันผลและการแตกหุ้นจะรักษามูลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ เพราะราคาของหุ้นสามัญจะไม่ลดลงเท่ากับสัดส่วนของหุ้นสามัญที่เพิ่มขึ้น เนื่องจาก

ประการแรก ผู้จัดการการเงินเชื่อว่าช่วงระดับราคาที่เหมาะสมจะเกิดขึ้นภายใต้ช่วงระดับราคาที่เหมาะสมนี้ถือว่าบริษัทได้สร้างมูลค่าตลาดสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญ ถ้าราคาของหุ้นเกินกว่าระดับที่เหมาะสมนี้ราคาที่เกิดขึ้นจะเป็นตัวบ่งชี้ความต้องการของนักลงทุนที่จะลงทุนในหุ้นของบริษัท ดังนั้นการแตกหุ้นจะทำให้เกิดระดับราคาของหุ้นที่เหมาะสมและทำให้มีโอกาสในการซื้อขายหุ้นได้มากขึ้น ซึ่งจะทำให้มีนักลงทุนมาลงทุนในหุ้นของบริษัทมากขึ้น

ประการที่สอง โดยปกติการให้หุ้นปันผลและการแตกหุ้นจะเกิดกับบริษัทที่มีกำไรเพิ่มขึ้น ดังนั้นการประกาศให้หุ้นปันผลและการแตกหุ้นจึงถือว่าเป็นข่าวดีสำหรับนักลงทุน ดังนั้นจะทำให้นักลงทุนได้รับผลตอบแทนมากขึ้น

2) การให้หุ้นปันผลและการแตกหุ้นเป็นการประหยัดเงินสดของบริษัท แต่อย่างไรก็ตามนักลงทุนจะต้องพิจารณาสาเหตุเบื้องหลังของการประหยัดเงินสดของบริษัทด้วย หากการประหยัดเงินสดจะทำให้บริษัทมีโอกาสในการลงทุนใหม่ได้ นักลงทุนก็จะสนใจที่จะลงทุน

ในหุ้นของบริษัทและจะทำให้ราคาหุ้นของบริษัทเพิ่มสูงขึ้น แต่ถ้าเป็นเพราะว่าบริษัทมีปัญหาทางการเงิน ราคาตลาดของหุ้นสามัญก็อาจลดลงได้

หุ้นซื้อคืน คือ หุ้นที่บริษัทได้ออกจำหน่ายแล้วและบริษัทได้ซื้อกลับคืนมาถือเอาไว้เอง (Treasury stock) ซึ่งบริษัทสามารถใช้วิธีการซื้อหุ้นคืนเป็นทางเลือกหนึ่งในการจ่ายเงินปันผล การซื้อหุ้นคืนจะทำให้จำนวนหุ้นที่สามารถซื้อขายได้ในตลาด (Outstanding shares) ลดน้อยลง ทำให้กำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้น (สมมติว่ากำไรสุทธิคงที่) ส่งผลให้ราคาตลาดต่อหุ้นเพิ่มสูงขึ้น

วัตถุประสงค์ในการจ่ายเงินปันผลเพื่อเพิ่มทุนความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งการแตกหุ้นและการซื้อหุ้นคืนก็เป็นอีกวิธีที่สามารถเพิ่มความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้นได้ เพราะภายหลังจากการแตกหุ้นและการซื้อหุ้นคืนจะทำให้ราคาตลาดต่อหุ้นเพิ่มสูงขึ้นส่งผลให้ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล ยกเว้นกรณีที่บริษัทจ่ายหุ้นปันผลและแตกหุ้นเพราะบริษัทมีปัญหาทางการเงิน

### 2.1.2 นโยบายการจ่ายเงินปันผล

การกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลต้องคำนึงถึงองค์ประกอบสองอย่างด้วยกัน คือ อัตราการจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล นักลงทุนให้ความสำคัญกับความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผลพอ ๆ กับจำนวนเงินปันผลที่ได้รับ ดังนั้นในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลผู้บริหารจะต้องพิจารณาถึงแผนการลงทุนในอนาคต การจัดหาเงินอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ก่อนที่จะจัดสรรกำไรที่มีเพื่อจ่ายเป็นเงินปันผล เพราะกระแสเงินสดในรูปกำไรสะสมส่วนที่เหลือจะเป็นแหล่งเงินทุนภายในเพื่อใช้ในการขยายกิจการต่อไปในอนาคต ดังนั้นถ้าผู้บริหารตัดสินใจจ่ายเงินปันผลจำนวนมากก็จะเหลือกำไรสะสมน้อยทำให้ต้องพึ่งพิงแหล่งเงินทุนภายนอกมากขึ้น ในทางกลับกันถ้าจัดสรรกำไรสะสมที่มีอยู่ไปในการจ่ายเงินปันผลจำนวนน้อยก็จะเหลือกำไรเพื่อลงทุนขยายกิจการมากทำให้บริษัทไม่ต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอกมากนักส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนต่ำ

## รูปแบบของนโยบายการจ่ายเงินปันผล

Shim และ Siegel (2000: 285-286) กล่าวถึงรูปแบบของนโยบายการจ่ายเงินปันผลไว้ดังนี้

### 1) นโยบายการจ่ายเงินปันผลต่อหน่วยคงที่ (Stable dividend-per-share policy)

เป็นนโยบายที่จ่ายเงินปันผลเป็นจำนวนเงินต่อหุ้นคงที่ซึ่งนโยบายการจ่ายเงินปันผลแบบนี้เป็นที่ชื่นชอบของนักลงทุน เพราะนักลงทุนสามารถมั่นใจได้ว่าจะได้รับผลตอบแทนแน่นอน แม้ว่าจะเกิดผลการดำเนินงานขาดทุนในบางปี ซึ่งบริษัทที่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลต่อหน่วยคงที่จะเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำในสายตานักลงทุน โดยเฉพาะนักลงทุนรายใหญ่ เช่น กองทุนบำเหน็จบำนาญ หรือบริษัทประกันชีวิต

### 2) อัตราการจ่ายเงินปันผลคงที่ (Constant dividend-payout ratio)

เป็นนโยบายที่กำหนดอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลคงที่จากกำไร เช่น จ่ายเงินปันผลร้อยละ 40 ของกำไรสุทธิ แต่จำนวนเงินปันผลจะแตกต่างกันไปโดยผันแปรตามกำไรที่แตกต่างกันในแต่ละปี ทำให้ผู้ถือหุ้นอาจได้รับเงินปันผลลดลงในปีที่บริษัทกำไรลดลงหรือไม่ได้รับเงินปันผลเลยในปีที่ขาดทุน ส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทที่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลแบบนี้มีราคาที่ไม่สูงมากนัก เพราะผู้ถือหุ้นไม่ชอบความผันผวนของเงินปันผลที่ได้รับ

### 3) นโยบายการจ่ายเงินปันผลแบบผสม (Small regular dividend plus year-end extra or Compromise policy)

นโยบายการจ่ายเงินปันผลแบบนี้เป็นการผสมผสานรูปแบบการจ่ายเงินปันผลสองแบบแรกเข้าด้วยกัน คือ จ่ายเงินปันผลต่อหน่วยคงที่ในจำนวนที่ต่ำ แต่จะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นเป็นอัตราส่วนร้อยละของกำไรในปีที่มีผลการดำเนินงานดี ถึงแม้ว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลแบบนี้จะมีความยืดหยุ่น แต่อาจทำให้นักลงทุนไม่มั่นใจและไม่พอใจต่อจำนวนเงินปันผลและความผันผวนของเงินปันผลที่ได้รับ

### 4) นโยบายการจ่ายเงินปันผลจากกำไรส่วนเหลือ (Residual-dividend policy)

เงินปันผลจ่ายตามนโยบายการจ่ายเงินปันผลแบบนี้จะขึ้นอยู่กับโอกาสในการลงทุนของบริษัท หมายความว่า ถ้าบริษัทมีแผนที่จะลงทุนในโครงการที่คาดว่าจะได้ผลตอบแทนคุ้มค่า ผู้บริหารจะนำกำไรที่มีอยู่ไปลงทุนก่อน ส่วนกำไรที่เหลือจึงจะนำมาจัดสรรเป็นเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้น ถ้าโอกาสในการลงทุนไม่แน่นอนจะทำให้นโยบายการจ่ายเงินปันผลผันผวนไปด้วย

### 2.1.3 ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล

นโยบายการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัทแตกต่างกัน เนื่องจากปัจจัยต่างๆ ดังต่อไปนี้

#### 1) อัตราการเติบโตของบริษัท

บริษัทที่มีอัตราการเติบโตอย่างรวดเร็วอาจจะไม่จ่ายเงินปันผลแม้ว่าจะมีผลการดำเนินงานที่ดี เนื่องจากต้องนำกำไรไปขยายการลงทุนต่อไป

#### 2) สภาพคล่องของบริษัท

บริษัทที่มีกำไรสะสมมาก ๆ อาจจะไม่สามารถจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสดได้ถ้าต้องจัดสรรกำไรสะสมไปใช้ในการลงทุนและการชำระหนี้ ทำให้สภาพคล่องของบริษัทลดลง

#### 3) ความสามารถในการกู้ยืมเงินจากภายนอก

แหล่งเงินทุนมี 2 ประเภทคือ แหล่งเงินทุนภายใน ได้แก่ กำไรสะสม และแหล่งเงินทุนภายนอก ได้แก่ การกู้ยืมเงินหรือออกตราสารหนี้ ตราสารทุนเพื่อระดมทุนจากนักลงทุน แต่การจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกอาจทำได้ไม่ถนัดสำหรับบริษัทขนาดเล็กหรือบริษัทใหม่ที่ยังไม่เป็นที่รู้จักของนักลงทุน ส่งผลให้บริษัทเหล่านี้มีอัตราการจ่ายเงินปันผลค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับกำไร

#### 4) ความสามารถในการพยากรณ์กำไรในอนาคต

อัตราการจ่ายเงินปันผลขึ้นอยู่กับความสามารถในการพยากรณ์กำไรที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ถ้ากำไรของบริษัทผันผวนผู้บริหารก็อาจจะมั่นใจได้ว่าบริษัทจะสามารถทำกำไรได้เพียงพอต่อความต้องการเงินทุนในอนาคต ทำให้ในปีที่บริษัทมีกำไรผู้บริหารจึงจัดสรรกำไรเก็บไว้เป็นเงินทุนมากกว่าที่จะจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น ในทางกลับกันบริษัทที่กำไรมีแนวโน้มสม่ำเสมอผู้บริหารจะจัดสรรกำไรเป็นเงินปันผลจ่ายในสัดส่วนที่มากกว่าเก็บสำรองไว้เป็นเงินทุน เพราะไม่ต้องกังวลว่าจะไม่สามารถทำกำไรให้พอเพียงกับความต้องการเงินทุนในอนาคต

### 2.1.4 กระบวนการในการจ่ายเงินปันผล

1) วันประกาศจ่ายเงินปันผล (Declaration date) คือวันที่คณะกรรมการบริษัท ประกาศจ่ายเงินปันผล โดยมีรายละเอียดเกี่ยวกับ จำนวนเงินปันผลต่อหุ้นที่จ่าย วันบันทึกรายชื่อ

ผู้ถือหุ้นหรือวันปิดสมุดทะเบียนการโอนหุ้นเพื่อกำหนดผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิได้รับเงินปันผล และวันที่จ่ายเงินปันผล

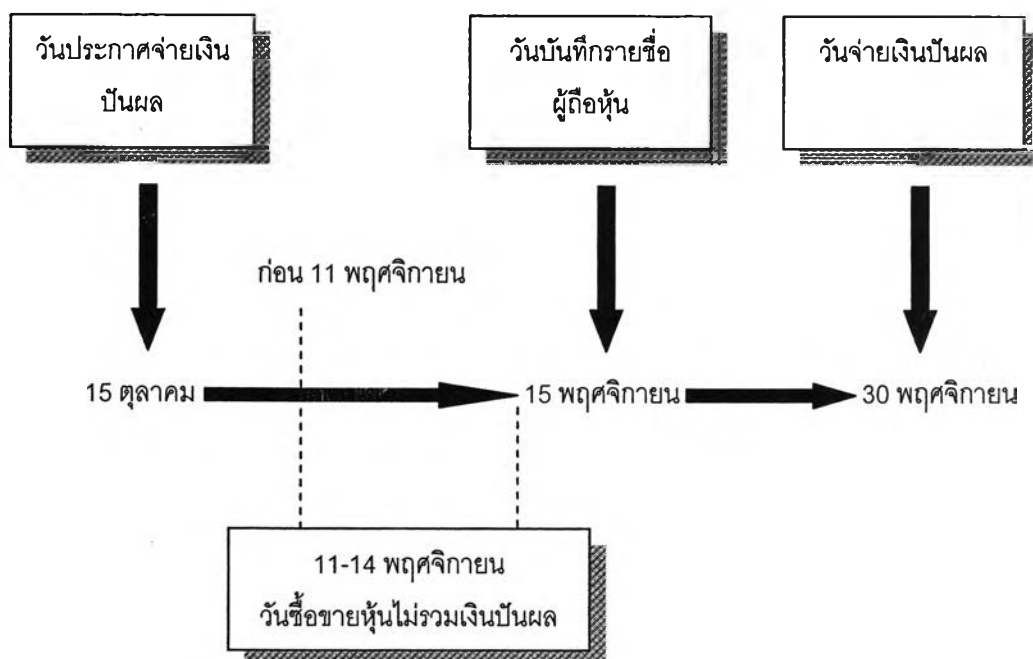
2) วันบันทึกรายชื่อผู้ถือหุ้น (Date of record) คือวันที่ปิดสมุดการโอนหุ้นและผู้ถือหุ้นที่มีชื่อในสมุดการโอนหุ้นนี้จึงมีสิทธิรับเงินปันผล

3) วันซื้อขายหุ้นไม่รวมเงินปันผล (Ex-dividend date) คือวันที่ผู้ถือหุ้นไม่มีสิทธิได้รับเงินปันผล ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะทำการติดเครื่องหมาย XD ไว้ที่หุ้นที่จะมีการปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นเพื่อสิทธิในการได้รับเงินปันผลของผู้ถือหุ้น และเมื่อใดที่ตลาดหลักทรัพย์ติดประกาศเครื่องหมาย XD ไว้ที่หุ้นใดแล้วราคาที่เสนอซื้อหรือขายหุ้นนั้นจะเป็นราคาที่ไม่วมถึงเงินปันผลที่บริษัทผู้ออกหุ้นนั้นจะให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท ปกติวันซื้อขายหุ้นที่ไม่รวมเงินปันผลจะก่อนวันบันทึกรายชื่อผู้ถือหุ้น 4 วัน

4) วันจ่ายเงินปันผล (Payment Date) คือวันที่บริษัทส่งเช็คเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นที่มีชื่อปรากฏอยู่ในบัญชีรายชื่อผู้ถือหุ้นซึ่งมีสิทธิที่จะได้รับเงินปันผล

จากกระบวนการในการจ่ายเงินปันผลที่ได้กล่าวมาแล้วข้างต้น สามารถแสดงเป็นแผนภาพอธิบายขั้นตอนการจ่ายเงินปันผลได้ดังรูปที่ 2.1

รูปที่ 2.1 ขั้นตอนการจ่ายเงินปันผล



### 2.1.5 ความสำคัญของนโยบายการจ่ายเงินปันผล

Shim และ Siegel (2000: 283-284) กล่าวว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลมีความสำคัญเนื่องจากเหตุผลดังต่อไปนี้

- 1) นโยบายการจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลต่อความพึงพอใจของผู้ถือหุ้นที่มีต่อบริษัท ถ้าบริษัทงดจ่ายหรือจ่ายเงินปันผลลดลงจะทำให้ผู้ถือหุ้นมองว่าฐานะทางการเงินของบริษัทกำลังมีปัญหา ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นขายหุ้นออกมาจนทำให้ราคาหุ้นของบริษัทลดต่ำลง เปิดโอกาสให้บุคคลภายนอกเข้ามาซื้อหุ้นส่วนใหญ่จนกระทั่งมีอำนาจควบคุมบริษัทในที่สุด
- 2) นโยบายการจ่ายเงินปันผลกระทบต่อแผนทางการเงินและงบประมาณรายจ่ายการลงทุน (Financial program and capital budget) ของบริษัท
- 3) นโยบายการจ่ายเงินปันผลกระทบต่อกระแสเงินสดของบริษัท ดังนั้นบริษัทที่มีอัตราการหมุนเวียนเงินสดต่ำอาจถูกเจ้าหนี้บังคับไม่ให้จ่ายเงินปันผล
- 4) นโยบายการจ่ายเงินปันผลกระทบต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เพราะการจ่ายเงินปันผลทำให้กำไรสะสมลดลง ส่งผลให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงขึ้น

### 2.1.6 หลักเกณฑ์และเงื่อนไขการจ่ายเงินปันผลของบริษัทมหาชน

ชัยสิทธิ์ ตราชูธรรม และชัยพล ตราชูธรรม (2543: 141-143) กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลของบริษัทมหาชนต้องอยู่ภายใต้เงื่อนไขและหลักเกณฑ์ตามมาตรา 115-118 ของพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 ดังนี้

- 1) บริษัทมหาชนจะจ่ายเงินปันผลจากเงินประเภทอื่นนอกจากเงินกำไรไม่ได้ และในกรณีที่บริษัทยังมียอดขาดทุนสะสมอยู่ ห้ามมิให้จ่ายเงินปันผล (พ.ร.บ.บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 115 วรรคหนึ่ง)
- 2) ให้แบ่งเงินปันผลตามจำนวนหุ้น หุ้นละเท่าๆ กัน เว้นแต่จะมีข้อบังคับกำหนดไว้เป็นอย่างอื่นในเรื่องหุ้นบุริมสิทธิ (พ.ร.บ. บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 115 วรรคสอง)
- 3) การจ่ายเงินปันผลจะต้องได้รับอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น แต่คณะกรรมการบริษัทอาจจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้เป็นครั้งคราวเมื่อข้อบังคับของบริษัทกำหนดให้ทำได้และคณะกรรมการเห็นว่าบริษัทมีกำไรสมควร พอกที่จะจ่ายและเมื่อได้จ่ายเงินปัน

ผลแล้วให้คณะกรรมการรายงานให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นทราบในการประชุมคราวต่อไป (พ.ร.บ. บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 115 วรรคสองและวรรคสาม)

4) การจ่ายเงินปันผลนี้ให้กระทำภายใน 1 เดือน นับแต่วันที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นหรือคณะกรรมการบริษัทลงมติแล้วแต่กรณี ทั้งนี้ให้แจ้งเป็นหนังสือไปยังผู้ถือหุ้นกับให้โฆษณาคำบอกกล่าวการจ่ายเงินปันผลนั้นในหน้าหนังสือพิมพ์ด้วย หากคณะกรรมการบริษัทไม่ปฏิบัติตามข้อ 4 นี้มีความผิด ต้องระวางโทษปรับไม่เกิน 20,000 บาท (พ.ร.บ. บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 115 วรรคสี่)

5) บริษัทต้องจัดสรรกำไรสุทธิประจำปีส่วนหนึ่งไว้เป็นทุนสำรองไม่น้อยกว่าร้อยละ 5 ของกำไรสุทธิประจำปีหักด้วยยอดเงินขาดทุนสะสมยกมา (ถ้ามี) จนกว่าทุนสำรองนี้จะมีจำนวนไม่น้อยกว่าร้อยละ 10 ของทุนจดทะเบียน เว้นแต่บริษัทจะมีข้อบังคับหรือกฎหมายอื่นกำหนดให้ต้องมีทุนสำรองมากกว่านั้น (พ.ร.บ. บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 116)

6) ในกรณีที่บริษัทยังจำหน่ายหุ้นไม่ครบตามจำนวนที่จดทะเบียนไว้หรือบริษัทได้จดทะเบียนเพิ่มทุนแล้ว บริษัทจะจ่ายเงินปันผลทั้งหมดหรือบางส่วนโดยออกเป็นหุ้นสามัญใหม่ให้แก่ผู้ถือหุ้น (หุ้นปันผล) โดยได้รับความเห็นชอบจากที่ประชุมผู้ถือหุ้นก็ได้ (พ.ร.บ. บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 117)

ในกรณีที่บริษัทจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยฝ่าฝืนข้อ 1-6 ดังกล่าวเป็นเหตุให้เจ้าหน้าที่ของบริษัทเสียหายเปรียบ เจ้าหน้าที่จะฟ้องผู้ถือหุ้นให้คืนเงินปันผลที่ได้รับไปแล้วก็ได้ โดยต้องฟ้องภายใน 1 ปี นับแต่วันที่ที่ประชุมผู้ถือหุ้นลงมติ แต่ผู้ถือหุ้นคนใดได้รับเงินปันผลไปแล้วโดยสุจริตจะบังคับให้ผู้ถือหุ้นคนนั้นคืนเงินไม่ได้ (พ.ร.บ. บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 118)

## 2.2 ทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด

จอร์จ สังก์แกว (2544: 260-265) กล่าวถึงความหมายของตลาดมีประสิทธิภาพ สมมติฐานของแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ และระดับของความมีประสิทธิภาพของตลาด ดังนี้

ตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient market) หมายถึง ตลาดที่ราคาของหลักทรัพย์ทั้งหลายสะท้อนข่าวสารข้อมูลเกี่ยวกับหลักทรัพย์นั้นอย่างรวดเร็วและทั่วถึง แนวคิดนี้มีรากฐานความเชื่อว่าผู้ลงทุนซื้บข่าวสารข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดอยู่ในราคาหลักทรัพย์ที่ทำให้มีการตัดสินใจซื้อหรือขาย ดังนั้นราคาในปัจจุบันของหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสารข้อมูลที่เป็นที่รู้แล้วทั้งหมด



โดยไม่เพียงแต่เป็นข้อมูลในอดีต (เช่น กำไรในไตรมาสที่ผ่านมา) แต่รวมถึงข้อมูลในปัจจุบันและ  
 ข่าวที่ประกาศไปแล้วแต่เหตุการณ์นั้นยังไม่เกิดขึ้นจริงเกิดขึ้น (เช่น แผนการรวมกิจการ)  
 นอกจากนั้นข่าวสารข้อมูลที่อนุমানขึ้นก็เป็นข้อมูลที่สะท้อนอยู่ในราคาด้วยเช่นกัน ตัวอย่างเช่นถ้า  
 ผู้ลงทุนโดยทั่วไปเชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้นในเร็ว ๆ นี้ ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงความเชื่อนี้  
 ก่อนที่อัตราดอกเบี้ยจะสูงขึ้นจริง

### สมมติฐานของแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ

- 1) ในตลาดมีผู้ลงทุนเป็นจำนวนมาก โดยเป็นผู้ลงทุนที่มีเหตุมีผลและต้องการ  
 ทำกำไรสูงสุด ณ ระดับความเสี่ยงหนึ่ง ผู้ลงทุนเหล่านี้เข้าร่วมในตลาดโดยการวิเคราะห์ ประเมิน  
 และซื้อขายหุ้น ทั้งนี้การตัดสินใจของผู้ลงทุนเพียงรายเดียวไม่สามารถก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลง  
 ของราคาได้
- 2) ไม่มีต้นทุนในการได้มาซึ่งข่าวสารข้อมูล และผู้ลงทุนแต่ละราย ได้รับข่าวสาร  
 ข้อมูลในเวลาไล่เลี่ยกัน
- 3) ข่าวสารข้อมูลเกิดขึ้นในเชิงสุ่มและแต่ละข้อมูลไม่ขึ้นต่อกัน
- 4) ผู้ลงทุนสนองตอบต่อข่าวสารข้อมูลใหม่อย่างรวดเร็วและเต็มที่ เป็นเหตุให้  
 ราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงตามข่าวสารข้อมูลอย่างรวดเร็ว

แนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพมิได้ต้องการการสะท้อนของข้อมูลข่าวสารอย่าง  
 สมบูรณ์ แต่แนวคิดนี้จะบ่งว่าการปรับตัวของราคาหลักทรัพย์อันเป็นผลมาจากข่าวสารข้อมูล เป็น  
 การปรับตัวที่ไม่มีอคติหรือไม่เอนเอียง (Unbias) ซึ่งหมายความว่า ค่าที่คาดหวังของความผิดพลาด  
 ในการปรับตัวเท่ากับศูนย์ กล่าวคือบางครั้งอาจปรับตัวมากไป บางครั้งน้อยไป แต่โดยเฉลี่ยแล้ว  
 อยู่ในภาวะสมดุลและถูกต้อง ราคาที่เกิดขึ้นใหม่ไม่จำเป็นต้องเป็นราคาดุลยภาพ แต่เฉพาะการ  
 ประเมินการอย่างไม่เอนเอียงของราคาดุลยภาพสุดท้าย จะถูกสร้างขึ้นหลังจากที่ผู้ลงทุนได้รับ  
 ข่าวสารข้อมูลอย่างเต็มรูปแบบ

ในตลาดที่มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนถึงข่าวสาร  
 ข้อมูลที่มีอยู่ทั้งหมดอย่างทันทีทันใด และผู้ลงทุนจะไม่สามารถใช้ข่าวสารข้อมูลเพื่อทำ  
 ผลตอบแทนส่วนเกิน (Abnormal return) ได้ เพราะข้อมูลเหล่านี้ได้สะท้อนอยู่ในราคาเรียบร้อยแล้ว  
 แล้ว ในตลาดเช่นนี้ราคาหลักทรัพย์ทุกหลักทรัพย์จะเท่ากับมูลค่าที่แท้จริง (Intrinsic value) ซึ่ง

สะท้อนข่าวสารข้อมูลทั้งหมดของความคาดหวังในหลักทรัพย์นั้น ๆ ถ้าหากข่าวสารข้อมูลบางประเภทมิได้สะท้อนอย่างเต็มที่ในราคาหลักทรัพย์หรือมีความล่าในการสะท้อนข่าวสารข้อมูล แสดงว่าตลาดนั้นมิได้มีประสิทธิภาพอย่างสมบูรณ์ อันที่จริงแล้วตลาดหลักทรัพย์แต่ละแห่งต่างมีระดับของควมมีประสิทธิภาพแตกต่างกันไป ขึ้นกับชุดของข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ หากตลาดหลักทรัพย์เป็นตลาดที่สมบูรณ์แล้วราคาหลักทรัพย์ จะสะท้อนถึงข้อมูลข่าวสารทั้งหมดที่ผู้ลงทุนได้รับ เมื่อข่าวสารข้อมูลของผู้ลงทุนได้รับเปลี่ยนแปลงไป ราคาหลักทรัพย์ก็จะเปลี่ยนแปลงไปด้วย หากยิ่งตลาดมีประสิทธิภาพมากขึ้น ข้อมูลมากชนิดก็จะไปถึงผู้ลงทุนอย่างทั่วถึงและรวดเร็วขึ้น

ข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยังผู้ลงทุน อาจจำแนกออกเป็น 3 ระดับคือ

- 1) ข้อมูลตลาด (Market information) ซึ่งหมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้ว
- 2) ข้อมูลสาธารณะทั่วไป (Public information) ซึ่งหมายถึง ข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานของบริษัท เช่น ข้อมูลกำไร เงินปันผล การแตกหุ้น การรวมกิจการ การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ คุณภาพผู้บริหาร วิธีการปฏิบัติทางบัญชี การพยากรณ์กำไร เป็นต้น
- 3) ข้อมูลทุกประเภท (All information) หมายถึงข้อมูลทั้งหมดที่เกิดขึ้น ทั้งข้อมูลสาธารณะและข้อมูลภายใน

ตามแนวคิดตลาดมีประสิทธิภาพ (Efficient market hypothesis หรือ EMH) ซึ่งเชื่อว่าราคาหลักทรัพย์สะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงอยู่ตลอดเวลา ได้จำแนกประเภทของระดับควมมีประสิทธิภาพตามระดับของข่าวสารข้อมูลที่แพร่ไปยังผู้ลงทุน เป็น 3 ระดับ คือ

- 1) ประสิทธิภาพระดับต่ำ (Weak-form efficiency)

ถ้าข่าวสารข้อมูลของผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อมูลตลาด ซึ่งได้แก่ ข้อมูลเกี่ยวกับราคาและปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นแล้ว แสดงว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นี้ได้สะท้อนถึงข้อมูลตลาดเรียบร้อยแล้ว แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพระดับต่ำ ดังนั้นการใช้แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้านเทคนิคเพื่อพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์จึงไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้

## 2) ประสิทธิภาพระดับกลาง (Semistrong-form efficiency)

ถ้าข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อมูลตลาดและข้อมูลที่สาธารณะได้รับทราบและมีอยู่ ไม่ว่าจะเป็นข้อมูลเกี่ยวกับการผลิต การเงิน การบริหาร การบัญชี ทั้งข้อมูลในอดีต ปัจจุบัน และการคาดการณ์ แสดงว่าราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นี้ได้สะท้อนถึงข้อมูลตลาดและข้อมูลสาธารณะเรียบร้อยแล้ว แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพระดับกลาง ดังนั้นการใช้แนวคิดการวิเคราะห์หลักทรัพย์ด้านเทคนิค และแนวคิดการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานเพื่อพยากรณ์ราคาหลักทรัพย์ จึงไม่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้

## 3) ประสิทธิภาพระดับสูง (Strong-form efficiency)

ถ้าข่าวสารข้อมูลที่ผู้ลงทุนใช้ในการประเมินเพื่อตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ได้แก่ ข้อมูลทุกประเภททั้งข้อมูลสาธารณะและที่มิใช่ข้อมูลสาธารณะ เช่น ข้อมูลที่กำลังอยู่ในกระบวนการตัดสินใจของทางการ ข้อมูลภายใน (Inside information) ต่าง ๆ ดังนั้นราคาปัจจุบันของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์นี้ได้สะท้อนถึงข้อมูลทุกชนิดเรียบร้อยแล้ว แสดงว่าตลาดมีประสิทธิภาพระดับสูง จึงไม่มีผู้ลงทุนคนใดหรือกลุ่มใดเลยที่สามารถทำกำไรส่วนเกินได้อย่างสม่ำเสมอ

### 2.3 สมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผล

Lintner (1956) ศึกษาว่าผู้บริหารในประเทศสหรัฐอเมริกาตัดสินใจจ่ายเงินปันผลอย่างไรและสรุปว่ามีปัจจัยทั้งหมด 15 ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล โดยความมีเสถียรภาพของกำไรเป็นหนึ่งใน 15 ปัจจัยดังกล่าว และจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารจากหลายบริษัท พบว่าผู้บริหารเห็นพ้องกันว่าผู้ถือหุ้นชอบอัตราการจ่ายเงินปันผลแบบคงที่และมีการเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป ผู้บริหารจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อเชื่อว่าบริษัทสามารถจะรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นนี้ต่อไปได้ในอนาคต ดังนั้นการพยากรณ์กำไรในอนาคตจึงมีความสำคัญ ส่วนการจ่ายเงินปันผลลดลงจะเกิดขึ้นก็ต่อเมื่อผู้บริหารคิดว่าจะไม่สามารถแก้ไขให้เหตุการณ์ที่เลวร้ายคลี่คลายได้อย่างรวดเร็ว โดยปกติแล้วผู้บริหารไม่ชอบที่จะลดการจ่ายเงินปันผล ดังนั้นผู้บริหารต้องการตัววัดทางการเงินที่ทำให้สามารถตัดสินใจเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลได้อย่างเหมาะสม ซึ่งกำไรเป็นปัจจัยที่ผู้บริหารให้ความสำคัญเหนือปัจจัยอื่น ๆ ในการตัดสินใจนโยบายเงินปันผล

สมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผล กล่าวว่าผู้บริหารสามารถใช้การจ่ายเงินปันผลเพื่อส่งสัญญาณถึงกำไรในอนาคต หรืออาจกล่าวได้ว่า ถ้าผู้บริหารตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นในปีปัจจุบัน แสดงว่าผู้บริหารมั่นใจว่าบริษัทจะมีผลการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นในอนาคต จากสมมติฐานดังกล่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลสามารถลดความไม่เท่าเทียมกันในการรับรู้ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับการตัดสินใจระหว่างผู้ที่มีส่วนได้เสียในตลาด เช่น ผู้ถือหุ้น ผู้บริหาร นักวิเคราะห์ ซึ่งสอดคล้องกับ Lease และคณะ (2000) ที่อธิบายถึงแรงผลักดันที่ก่อให้เกิด Signaling models ว่าผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับบริษัท ไม่ว่าจะเป็น ผู้บริหาร เจ้าหนี้ นักวิเคราะห์ หรือ ผู้ถือหุ้น ได้รับข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทไม่เท่ากัน ซึ่งเชื่อกันว่าผู้บริหารเป็นผู้ที่มีข้อมูลเกี่ยวกับอนาคตของบริษัท เช่น โอกาสในการลงทุนและกระแสเงินสดในอนาคต มากกว่าบุคคลอื่น ดังนั้นผู้บริหารจึงใช้ระดับการจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือเพื่อส่งสัญญาณเกี่ยวกับข้อมูลในอนาคตของบริษัท เหตุที่ผู้บริหารต้องใช้เงินปันผลเป็นเครื่องมือสื่อสารข้อมูลในอนาคตของบริษัทแทนที่จะบอกข้อมูลนั้นตรง ๆ ไปยังผู้ถือหุ้น เพราะการเปิดเผยข้อมูลสู่สาธารณะบางครั้งก็ทำได้ง่าย เช่น การเปิดเผยงบการเงินในรายงานประจำปี แต่ข้อมูลบางอย่างไม่สามารถสื่อถึงผู้ถือหุ้นได้โดยง่าย เช่น ความสำเร็จในการวิจัยและพัฒนาสินค้าซึ่งจะทำให้บริษัททำกำไรจากการขายสินค้านั้นได้ เนื่องจากการเปิดเผยข้อมูลตรง ๆ โดยประกาศความสำเร็จในการวิจัยและพัฒนาสินค้าสู่สาธารณะจะทำให้คู่แข่งรู้ข้อมูลและบริษัทจะสูญเสียความสามารถในการแข่งขัน

การลดความไม่เท่าเทียมกันในการเข้าถึงข้อมูลโดยใช้วิธีจ่ายเงินปันผลเป็นวิธีที่ทำให้บริษัทสูญเสียเงินสดจำนวนมาก แต่เป็นวิธีที่ทำให้นักลงทุนแน่ใจได้ว่าบริษัทที่ประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นบริษัทที่มีผลประกอบการ และฐานะการเงินดี เพราะบริษัทที่มีปัญหาด้านการเงินจะไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ ทำให้นักลงทุนสามารถแยกได้ว่าบริษัทใดเป็นบริษัทที่ดี ดังที่ Megginson (1997) กล่าวไว้ว่า ผู้บริหารเป็นผู้รู้ข้อมูลทางการเงินของบริษัทมากที่สุด แต่ไม่สามารถบอกข้อมูลเหล่านี้แก่ผู้ถือหุ้นได้อย่างประหยัดและน่าเชื่อถือ เพราะว่าการกระทำใด ๆ ที่ไม่เสียค่าใช้จ่ายมาก เช่น การประกาศสิ่งที่บริษัทคาดหวังหรือโอกาสในอนาคตสู่สาธารณะ เป็นวิธีที่สามารถถูกลอกเลียนแบบได้ง่ายโดยบริษัทที่อ่อนแอกว่า และนักลงทุนก็ทราบถึงแรงจูงใจของบริษัทที่อ่อนแอในการเลียนแบบการกระทำของบริษัทที่แข็งแกร่ง คือ เพื่อทำกำไรจากราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากการประกาศข่าวดีของบริษัทสู่สาธารณะ ดังนั้นนักลงทุนก็จะไม่เชื่อถือประกาศต่าง ๆ ของบริษัทอีก ทำให้บริษัททั้งหมดถูกเหมารวมว่าเป็นบริษัทที่มีคุณภาพเหมือนกันในสายตาของนักลงทุน

บริษัทที่แข็งแกร่งต้องการแยกตัวเองออกจากบริษัทที่อ่อนแอ โดยใช้วิธีการส่งสัญญาที่มีค่าใช้จ่ายสูงแต่บริษัทสามารถรองรับได้ ทำให้บริษัทที่อ่อนแอไม่สามารถเลียนแบบได้ โดยวิธีการส่งสัญญาที่มีคุณสมบัติตรงตามที่ได้กล่าวมาข้างต้น คือ การจ่ายเงินปันผล ซึ่งเป็นวิธีที่พุ่มเพื่อทำให้บริษัทสูญเสียเงินสด ดังนั้นบริษัทจึงต้องดำเนินงานเพื่อก่อให้เกิดเงินสด ที่จะนำเงินมาจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นและนำเงินอีกส่วนหนึ่งมาลงทุนในกิจการต่อไป ซึ่งบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรน้อยไม่สามารถเลียนแบบนโยบายการจ่ายเงินปันผลแบบนี้ได้ ดังนั้นการส่งสัญญาโดยใช้เงินปันผลจึงเป็นวิธีที่มั่นคงมีเสถียรภาพและมีประสิทธิภาพในการสะท้อนถึงอนาคตที่แท้จริงของบริษัทออกมาได้ และถึงแม้ว่าการส่งสัญญาโดยการจ่ายเงินปันผลเพื่อลดความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูลระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้นจะเป็นวิธีที่ก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายสูง แต่ก็ยังเป็นวิธีที่ยังคงใช้กันอยู่ เพราะเป็นวิธีที่น่าเชื่อถือในการบอกนักลงทุนถึงคุณภาพที่แตกต่างกันระหว่างบริษัท

การจ่ายเงินปันผลทำให้นักลงทุนสามารถแยกแยะได้ว่าบริษัทใดเป็นบริษัทที่ดี ส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทนั้นสูง Emery and Finnerty (1997) กล่าวว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสามารถส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นแก่นักลงทุนเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงนั้นสื่อถึงข้อมูลบางอย่างเกี่ยวกับกำไรในอนาคต การเพิ่มขึ้นของเงินปันผลอาจหมายถึง กำไรที่สูงขึ้นในอนาคต และการลดลงของเงินปันผลอาจสื่อถึงกำไรที่ลดลงในอนาคต จึงสรุปได้ว่าการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลนั้นสามารถส่งสัญญาณเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตที่ผู้บริหารคาดหวังไว้ โดยปกติแล้วผู้บริหารจะจัดการนโยบายด้านเงินปันผลเพื่อให้การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคต

กำไรที่สามารถคาดการณ์ได้เป็นปัจจัยหนึ่ง que ผู้บริหารต้องคำนึงถึงในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล ดังที่ Scott, Jr. และคณะ (1999) กล่าวไว้ว่า อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการคาดการณ์กำไรในอนาคตของบริษัท ถ้ากำไรมีความผันผวนมาก ผู้บริหารอาจไม่มั่นใจในความสามารถของบริษัทในการก่อให้เกิดเงินสดอย่างเพียงพอเพื่อตอบสนองความต้องการเงินสดในอนาคตได้ ดังนั้นเมื่อบริษัทมีกำไร ผู้บริหารจึงต้องจัดสรรกำไรส่วนใหญ่เก็บไว้เพื่อให้มั่นใจว่าจะมีเงินไว้ใช้เมื่อต้องการใช้เงินในอนาคต ในทางกลับกันบริษัทที่มีแนวโน้มกำไรสม่ำเสมอจะจัดสรรกำไรเพื่อจ่ายเงินปันผลในสัดส่วนที่มากกว่าส่วนที่จะเก็บสำรองไว้ลงทุนในอนาคต เพราะผู้บริหารมั่นใจว่าจะสามารถทำกำไรเพื่อตอบสนองความต้องการเงินทุนในอนาคตได้

## 2.4 ความสม่ำเสมอของกำไรและรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราว

ผู้ใช้งบการเงินต้องการข้อมูลเกี่ยวกับกำไรของบริษัทในส่วนที่มีลักษณะคงที่หรือเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง (Stable or recurring) เพราะรายการที่มีลักษณะเหล่านี้จะเป็นพื้นฐานในการคาดคะเนกำไรที่เกิดขึ้นสม่ำเสมอ (Sustainable earnings) (Special Committee on Financial Reporting, 1993: 4 อ้างถึงใน Mulford และ Comiskey, 1996: 88) การพยากรณ์กำไรให้มีประสิทธิภาพจะต้องปรับปรุงผลกระทบของรายได้หรือกำไรและค่าใช้จ่ายหรือขาดทุนที่มีลักษณะเกิดขึ้นเพียงชั่วคราว (Nonrecurring) ออกจากกำไรในอดีตที่ใช้เป็นฐานในการพยากรณ์กำไร รายการที่เกิดขึ้นชั่วคราว (Nonrecurring items) ถูกให้นิยามแตกต่างกันไปซึ่งคำว่า "ไม่ปกติ" (Unusual) และ "เกิดขึ้นไม่บ่อย" (Infrequent in occurrence) เป็นลักษณะที่ถูกกล่าวถึงบ่อยเมื่อต้องการอธิบายถึงรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราว อย่างไรก็ตามเพื่อบรรลุดัชนีประสิทธิผลในการพยากรณ์กำไรให้มีประสิทธิภาพจะให้นิยามรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราวว่าเป็น รายได้หรือกำไรและค่าใช้จ่ายหรือขาดทุนที่ไม่เป็นรายการที่ดีในการพยากรณ์กำไรทั้งด้านการมีอยู่และจำนวนรายการบางรายการมีลักษณะที่สามารถระบุได้ไม่ยากว่าเป็นรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราว เช่น ขาดทุนจากน้ำท่วม ขณะที่บางรายการเกิดขึ้นหรือปรากฏในงบกำไรขาดทุนอย่างต่อเนื่องแต่จำนวนของรายการนั้นแตกต่างกันไปในแต่ละปี ตัวอย่างเช่น กำไรจากการขายอุปกรณ์เกี่ยวกับการบินของ Delta Air Lines, Inc. ซึ่งเกิดขึ้นตลอด 11 ปีแต่จำนวนที่เกิดขึ้นแตกต่างกันมากในแต่ละปีโดยในปี 1988 เกิดขาดทุนจากการขายอุปกรณ์การบิน 1 ล้านเหรียญสหรัฐ แต่ในปี 1984 มีกำไร 130 ล้านเหรียญสหรัฐ (Mulford และ Comiskey, 1996) ซึ่งลักษณะของรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราวที่ได้กล่าวมาแล้วก็สอดคล้องกับ Penman (2001) ที่กล่าวว่าผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไป ส่วนหนึ่งสามารถอธิบายได้ด้วยรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราว อีกส่วนหนึ่งอธิบายได้ด้วยรายการที่เกิดขึ้นซ้ำ ๆ จากการดำเนินธุรกิจปกติเรียกว่า กำไรที่เกิดขึ้นสม่ำเสมอ (Sustainable earnings) ถ้าผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์เกิดจากรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราว ก็กล่าวได้ว่าผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์นั้นมีคุณภาพต่ำ ในการพยากรณ์กำไรจะต้องพิจารณาว่ารายการใดเป็นรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราว ซึ่งรวมถึงรายการที่เกิดขึ้นทุกงวดแต่ไม่สามารถพยากรณ์ได้ว่าจะเกิดขึ้นจำนวนเท่าใดอีกด้วย

สรุปได้ว่าการพยากรณ์กำไรให้มีประสิทธิภาพหรือการวิเคราะห์ผลตอบแทนจากการใช้สินทรัพย์ ควรปรับปรุงรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราวออกไปจากกำไรที่ใช้ในการพยากรณ์หรือวิเคราะห์ ซึ่งรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราวคือ รายการที่มีลักษณะไม่เกิดขึ้นบ่อยและรวมถึงรายการที่

เกิดขึ้นซ้ำๆ หรือเกิดขึ้นเป็นปกติทุกงวดแต่เกิดในจำนวนที่ไม่สม่ำเสมอหรือคาดการณ์ได้ยาก ตัวอย่างของรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราว มีดังนี้

1) รายการพิเศษ คือ รายการที่มีลักษณะทั้ง 2 ประการต่อไปนี้

- ลักษณะไม่ปกติ คือ มีความแตกต่างอย่างชัดเจนจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการ ในการพิจารณารายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีที่มีความแตกต่างอย่างชัดเจนจากการดำเนินงานตามปกติของกิจการเป็นสิ่งสำคัญ ด้วยเหตุนี้รายการหรือเหตุการณ์ทางบัญชีที่ถือเป็นรายการพิเศษของกิจการหนึ่งอาจไม่ถือเป็นรายการพิเศษของอีกกิจการหนึ่ง เนื่องจากกิจการทั้งสองมีการดำเนินงานตามปกติที่แตกต่างกัน ตัวอย่างเช่น ค่าเสียหายจากภัยธรรมชาติอาจเป็นรายการพิเศษสำหรับกิจการโดยทั่วไป แต่ไม่ถือเป็นรายการพิเศษสำหรับกิจการประกันภัย เนื่องจากโดยลักษณะการประกอบธุรกิจของกิจการประกันภัยซึ่งต้องมีการจ่ายชดเชยค่าเสียหายให้กับผู้เอาประกัน

- ไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นเป็นประจำหรือเกิดขึ้นไม่บ่อย รายการพิเศษต้องเป็นรายการที่ไม่คาดว่าจะเกิดขึ้นเป็นประจำหรือเกิดขึ้นบ่อยซึ่งต้องคำนึงถึงสภาพแวดล้อมที่กิจการดำเนินอยู่และโอกาสที่รายการหรือเหตุการณ์นั้นจะเกิดขึ้น การที่เหตุการณ์นั้นจะเกิดขึ้นอีกในอนาคตอันใกล้ ตัวอย่างของรายการหรือเหตุการณ์ที่กิจการโดยทั่วไปถือเป็นรายการพิเศษได้แก่ การถูกยึดหรือถูกเวนคืนสินทรัพย์ รายการขาดทุนจากภัยธรรมชาติต่าง ๆ ซึ่งต้องมีลักษณะของรายการพิเศษครบทั้งสองประการ มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 39 เรื่องกำไรหรือขาดทุนสุทธิสำหรับงวด ข้อผิดพลาดที่สำคัญและการเปลี่ยนแปลงทางบัญชี กำหนดให้กิจการต้องนำรายการพิเศษมารวมคำนวณเพื่อหากำไรหรือขาดทุนสุทธิสำหรับงวดนั้น กิจการต้องแสดงรายการพิเศษในงบกำไรขาดทุนเป็นรายการแยกต่างหากถัดจากกำไรหรือขาดทุนจากการดำเนินงานตามปกติและรายการพิเศษต้องแสดงสุทธิจากภาษีเงินได้

จากคุณลักษณะทั้งสองของรายการพิเศษ คือ เป็นรายการที่มีความแตกต่างจากการดำเนินงานปกติและไม่เกิดขึ้นเป็นประจำ ทำให้รายการพิเศษเป็นรายการที่ไม่เหมาะสมที่จะนำมาพยากรณ์กำไรที่เกิดอย่างต่อเนื่องในอนาคต

## 2) ขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์

กิจการคาดหวังว่าสินทรัพย์ที่กิจการครอบครองอยู่นั้นจะสามารถก่อให้เกิดประโยชน์เชิงเศรษฐกิจในอนาคตจากการใช้สินทรัพย์นั้น แต่อย่างไรก็ตามการพัฒนาทางด้านเทคโนโลยีโดยคู่แข่งทางธุรกิจ เศรษฐกิจ กฎหมาย แนวโน้มการเปลี่ยนแปลงประชากร และปัจจัยภายนอกอื่น ๆ อาจเป็นปัจจัยที่ทำให้ประโยชน์เชิงเศรษฐกิจที่คาดว่าจะได้รับจากการใช้สินทรัพย์ลดลง ทำให้สินทรัพย์นั้นเกิดการด้อยค่า มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 36 เรื่องการด้อยค่าของสินทรัพย์ กำหนดว่ากิจการต้องรับรู้รายการขาดทุนจากการด้อยค่าในงบการเงินหากสินทรัพย์ของกิจการเกิดการด้อยค่า สินทรัพย์จะเกิดการด้อยค่าเมื่อราคาตามบัญชี (Carrying amount) ของสินทรัพย์นั้นสูงกว่ามูลค่าที่คาดว่าจะได้รับคืน (Recoverable value) ณ วันสิ้นงวด กิจการต้องประเมินว่ามีข้อบ่งชี้ว่าสินทรัพย์อาจเกิดการด้อยค่าหรือไม่ หากมีข้อบ่งชี้ดังกล่าวกิจการต้องทำการประเมินการด้อยค่าของสินทรัพย์ ดังนั้นรายการขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์จึงมีลักษณะที่เป็นรายการที่ไม่เกิดขึ้นบ่อย ทำให้เป็นรายการที่ไม่เหมาะสมที่จะใช้พยากรณ์กำไรที่เกิดต่อเนื่องในอนาคต

## 3) การยกเลิกการดำเนินงาน (Discontinued operations)

การยกเลิกการดำเนินงาน คือ การที่ผู้บริหารตัดสินใจยกเลิกส่วนงานทางธุรกิจ ซึ่งจะต้องเป็นส่วนงานธุรกิจที่แยกออกมาจากส่วนงานธุรกิจอื่น ๆ อย่างชัดเจนทั้งทางกายภาพ และการดำเนินงาน ทำให้สามารถระบุได้ว่าสินทรัพย์ของส่วนงานทางธุรกิจนั้นมีอะไรบ้างและส่วนงานทางธุรกิจที่ถูกยกเลิกจะต้องไม่ถูกรวมด้านการบริหารหรือดำเนินงาน (operationaly integrated) กับส่วนงานทางธุรกิจที่ยังดำเนินงานอยู่ ซึ่งขึ้นอยู่กับโครงสร้างองค์กรและนโยบายการดำเนินงานของแต่ละบริษัท ดังนั้นกำไรขาดทุนจากการขายส่วนงานที่ถูกยกเลิกจะถือเป็นรายได้ของส่วนงานที่ยังดำเนินงานอยู่ถ้าส่วนงานที่ถูกยกเลิกนั้นมีการดำเนินงานร่วมกับส่วนงานที่ยังดำเนินงานอยู่ ในทางกลับกันกำไรขาดทุนจากการขายส่วนงานทางธุรกิจที่ถูกยกเลิกจะเป็นรายได้ของส่วนงานทางธุรกิจที่ถูกยกเลิกนั้นในกรณีที่ส่วนงานทางธุรกิจที่ถูกยกเลิกนั้นไม่มีการดำเนินงานร่วมกับส่วนงานทางธุรกิจที่ยังดำเนินงานอยู่ การพยากรณ์กำไรที่เกิดอย่างต่อเนื่องในอนาคต ควรพิจารณาว่ากำไรขาดทุนจากการยกเลิกการดำเนินงานนั้นเป็นรายได้ที่เกิดสม่าเสมอต่อเนื่องหรือไม่ เช่น บางบริษัทมีกลยุทธ์ในการซื้อขายธุรกิจ ดังนั้นรายได้จากการขายธุรกิจจึงเป็นแหล่งที่มาของกำไรอย่างต่อเนื่อง ในทางกลับกันถ้าการซื้อขายธุรกิจไม่ได้เกิดขึ้นเป็น



ปกติของกิจการแล้วก็ไม่ควรมำกำไรขาดทุนจากการขายธุรกิจมาพิจารณาเพื่อพยากรณ์กำไรที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องในอนาคต

#### 4) รายจ่ายในการปรับโครงสร้าง (Restructuring charges)

เมื่อบริษัทต้องการที่จะรักษาความสามารถและความได้เปรียบในการแข่งขัน จึงจำเป็นต้องปรับเปลี่ยนกลยุทธ์ซึ่งเป็นการเปลี่ยนแปลงการดำเนินงานครั้งใหญ่ ทำให้เกิดค่าใช้จ่ายในการปรับโครงสร้างองค์กร บางบริษัทอาจใช้โอกาสนี้ในการล้างผลขาดทุนให้หมดไป หรือที่เรียกว่า Big Bath ในปีที่ผลการดำเนินงานตกต่ำเพราะคิดว่าไม่น่าจะมีอะไรที่เลวร้ายไปกว่านี้ถ้าจะรับรู้ค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมซึ่งทำให้ผลการดำเนินงานที่เลวร้ายอยู่แล้วแยกลงกว่าที่เป็นอยู่ หรือเมื่อบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงทีมผู้บริหารซึ่งผู้บริหารชุดใหม่เห็นว่าควรจะทำการตัดจำหน่ายค่าใช้จ่ายรายการตัดบัญชีของโครงการเก่า ๆ ออกจากบัญชี เป็นการปรับลดมูลค่าสินทรัพย์ลงทั้งจำนวนและการบันทึกหนี้สินเพื่อให้กิจการมีค่าใช้จ่ายที่จะเป็นตัวดูดให้กำไรในงวดอนาคตลดน้อยลง ส่งผลให้ผลประกอบการในอนาคตของผู้บริหารชุดใหม่เป็นที่น่าพอใจ ในทางกลับกันบางบริษัทอาจรับรู้ค่าใช้จ่ายในการปรับโครงสร้างในงวดปัจจุบันให้น้อยที่สุด เพราะไม่ต้องการให้กระทบกับกำไรในงวดปัจจุบันมากนัก โดยทยอยรับรู้เป็นค่าใช้จ่ายในอนาคตหลาย ๆ งวดบัญชี การพยากรณ์กำไรที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องในอนาคตไม่ควรพิจารณาถึงรายจ่ายในการปรับโครงสร้าง ถ้ารายจ่ายนี้ได้สะท้อนถึงต้นทุนการปรับโครงสร้างอย่างเพียงพอแล้ว แต่ถ้าต้นทุนการปรับโครงสร้างยังคงจะเกิดขึ้นต่อไปในอนาคตก็ควรต้องคำนึงถึงรายจ่ายนี้เมื่อจะพยากรณ์กำไรที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องในอนาคต

#### 5) กำไร(ขาดทุน)จากการลงทุนในกิจการอื่น

กิจการอาจไปลงทุนในบริษัทอื่นซึ่งเมื่อบริษัทที่ถูกลงทุนนั้นมีกำไร(ขาดทุน) จากการทำธุรกรรมกิจการที่ไปลงทุนก็จะได้รับส่วนแบ่งกำไร(ขาดทุน) นั้นด้วย เช่น บริษัท Tandem Computers เป็นบริษัทลูกของ Compaq Computer Corporation ซึ่งให้บริการออกแบบ พัฒนา ผลิต ทำการตลาด และให้การสนับสนุนด้านระบบคอมพิวเตอร์ และยังจัดหา software รวมทั้งช่วยแก้ไขปัญหาด้าน networking ให้กับลูกค้า ในรายงานประจำปีก่อนที่จะทำงบรวมกับ Compaq ได้รายงานว่ามีกำไรจากการขายบริษัทลูกและการลงทุน (Gain on sale of subsidiaries and investment) 9,297,000 เหรียญสหรัฐ โดยกำไรดังกล่าวเป็นส่วนหนึ่งของรายได้จากกิจการที่ยังดำเนินงานอยู่ ซึ่งถูกรายงานในงบกำไรขาดทุนหลังรายการกำไรจากการดำเนินงานและถูกจัดประเภทรวมอยู่กับรายได้ดอกเบี้ยและดอกเบี้ยจ่าย ซึ่งกิจการได้อธิบายถึง

รายการดังกล่าวไว้ว่า บริษัทหนึ่งที่เกิดการได้ไปลงทุนไว้ทำสัญญาขายสินทรัพย์ จึงทำให้กิจการมีรายได้ 12.3 ล้านเหรียญสหรัฐและกำไร 9.3 ล้านเหรียญสหรัฐ (Stickney และ Brown, 1999) นอกจากนี้ยังมีรายได้หรือกำไร(ขาดทุน)จากการลงทุนประเภทอื่นอีกที่ไม่ควรรวมเป็นกำไร(ขาดทุน)จากการดำเนินงานหลัก เช่น เงินปันผลรับ กำไรหรือขาดทุนสุทธิจากการจำหน่ายเงินลงทุน กำไรหรือขาดทุนจากการเปลี่ยนแปลงมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนชั่วคราว การวิเคราะห์กำไรที่เกิดอย่างต่อเนื่องในอนาคตจะต้องวิเคราะห์ว่ากำไร(ขาดทุน)จากการลงทุนในกิจการอื่นนั้นเป็นรายการที่จะเกิดต่อเนื่องในอนาคตสำหรับกิจการนั้นๆ หรือไม่

#### 6) กำไร(ขาดทุน)จากอัตราแลกเปลี่ยน

ในปัจจุบันการดำเนินธุรกิจมักจะมีรายการที่เกี่ยวข้องกับเงินตราต่างประเทศ เช่น รายการซื้อขายสินค้าหรือให้บริการซึ่งกำหนดราคาเป็นเงินตราต่างประเทศ ผู้เงินที่ต้องชำระเป็นเงินตราต่างประเทศ แต่การบันทึกรายการบัญชีจะต้องบันทึกเป็นเงินบาท ทำให้เกิดรายการกำไร(ขาดทุน)จากอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่งก็คือผลต่างที่เกิดขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงค่าเงินตราต่างประเทศจำนวนหนึ่งด้วยอัตราแลกเปลี่ยนที่แตกต่างไป ถึงแม้ว่ารายการกำไร(ขาดทุน)จากอัตราแลกเปลี่ยนจะเป็นรายการที่คาดว่าจะเกิดขึ้นเป็นปกติของกิจการแต่ก็คาดการณ์ได้ยากว่าจะเกิดกำไรหรือขาดทุนเป็นจำนวนเท่าไรในอนาคต ดังนั้นจึงไม่ควรพิจารณาถึงรายการกำไร(ขาดทุน)จากอัตราแลกเปลี่ยนเมื่อวิเคราะห์กำไรที่เกิดต่อเนื่องในอนาคต (Mulford และ Comiskey, 1996; Penman, 2001)

#### 7) กำไร(ขาดทุน)จากการขายสินทรัพย์ถาวร

การดำเนินธุรกิจส่วนใหญ่จำเป็นต้องมีสินทรัพย์ถาวรไว้เพื่อให้ประโยชน์ในการผลิต เพื่อจำหน่ายสินค้าหรือให้บริการหรือใช้ในการบริหารงาน ดังนั้นการขายสินทรัพย์ถาวรออกไปอาจเกิดกำไร(ขาดทุน)จากการขายสินทรัพย์ถาวร ถ้าราคาตามบัญชีของสินทรัพย์มากกว่า (น้อยกว่า) ราคาที่ขายได้ ซึ่งกำไร(ขาดทุน)จากการขายสินทรัพย์ถาวรนี้ไม่ควรจัดเป็นรายการที่เกิดขึ้นอย่างสม่ำเสมอของกิจการถึงแม้กิจการจะขายสินทรัพย์ถาวรทุกงวดเนื่องจากจำนวนของกำไร(ขาดทุน)ที่เกิดขึ้นอาจไม่สม่ำเสมอหรือคาดการณ์ได้ยาก เช่น ตัวอย่างของ Delta Air Lines, Inc. ที่มีกำไร(ขาดทุน)จากการขายอุปกรณ์เกี่ยวกับการบินตลอด 11 ปีแต่เกิดในจำนวนที่ไม่สม่ำเสมอ ดังนั้นจึงไม่ควรรวมรายการกำไร(ขาดทุน)จากการขายสินทรัพย์ถาวรในการวิเคราะห์กำไรที่เกิดอย่างต่อเนื่องในอนาคต (Mulford และ Comiskey, 1996)

## 8) กำไร(ขาดทุน)จากการปรับโครงสร้างหนี้ที่มีปัญหา

การปรับโครงสร้างหนี้ที่มีปัญหา ตามมาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 34 เรื่องการบัญชีสำหรับการปรับโครงสร้างหนี้ที่มีปัญหา หมายถึง การที่เจ้าหนี้นียอมผ่อนปรนเงื่อนไขการชำระหนี้ให้ลูกหนี้ที่ประสบปัญหาทางการเงิน ซึ่งตามปกติจะไม่พิจารณายินยอมให้ การยินยอมนั้นอาจเกิดขึ้นจากเหตุผลทางเศรษฐกิจหรือทางกฎหมาย การปรับโครงสร้างหนี้ที่มีปัญหาให้รวมถึงการที่เจ้าหนี้อภัยหรือกลับเข้าครอบครองสินทรัพย์ หรือการที่ลูกหนี้โอนสินทรัพย์หรือส่วนได้เสียในส่วนของเจ้าของของลูกหนี้ให้แก่เจ้าหนี้ จากนิยามจะเห็นได้ว่าการปรับโครงสร้างหนี้เป็นรายการกำไร(ขาดทุน)ที่ไม่ได้เกิดจากการดำเนินงาน ดังนั้นจึงไม่ควรนำรายการนี้มาพิจารณาเมื่อพยากรณ์กำไรที่เกิดอย่างต่อเนื่องในอนาคต

## 2.5 เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Khang และ King (2002) ได้ทำการศึกษาวิจัยเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลกับความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูลข่าวสาร (Information asymmetry) การวิจัยเน้นไปที่ประเด็นหลักสองประเด็น คือ 1) บุคคลภายในบริษัท (Corporate insiders) ใช้ความได้เปรียบจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลเพื่อการซื้อขายหุ้น และ 2) นโยบายการจ่ายเงินปันผลสัมพันธ์กับความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูลข่าวสาร ดังนั้นวัตถุประสงค์ของงานวิจัยคือทดสอบว่านโยบายการจ่ายเงินปันผล ความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูลข่าวสาร และกำไรจากการซื้อขายหลักทรัพย์ของบุคคลภายในมีความสัมพันธ์กันหรือไม่ ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องและใช้ในการอธิบายความสัมพันธ์นี้มี 3 ทฤษฎีได้แก่ ทฤษฎี Free Cash Flow โดยทฤษฎีนี้มุ่งเน้นถึงความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหาร ซึ่งเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการลดความขัดแย้งนี้หรือเป็นการลด Agency Costs ทฤษฎีต่อมาคือ Institutional Monitoring ที่กล่าวถึงบทบาทของสถาบันและองค์กรต่าง ๆ ในการเป็นผู้ตรวจสอบ ดูแล และทฤษฎีสุดท้ายคือ Information Signaling ซึ่งอธิบายว่าเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการลดความไม่เท่าเทียมกันด้านข่าวสารข้อมูล ผลจากการศึกษาพบว่า 1) การทำกำไรของบุคคลภายในและความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูลข่าวสารในบริษัทที่จ่ายเงินปันผลสูงจะน้อยกว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลต่ำ 2) การจ่ายเงินปันผลไม่ได้เป็นปัจจัยที่บ่งชี้ถึงการทำกำไรของบุคคลภายในและความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูลข่าวสารในกรณีการซื้อหุ้นโดยบุคคลภายใน และ 3) ไม่พบหลักฐานที่สนับสนุนว่าการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อความไม่เท่าเทียมกันด้านข่าวสารข้อมูล

Daniels, Shin, และ Lee (1997) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลกับ Permanent earnings สืบเนื่องจาก Miller และ Modigliani (1961) กล่าวไว้ว่า เงินปันผลอาจเป็นตัวแทนของกำไรในอนาคตได้ ถ้าเงินปันผลขึ้นอยู่กับ Permanent earnings ซึ่งองค์ประกอบของกำไรมีทั้งที่เป็น Permanent และ Transitory การศึกษานี้ได้แยกองค์ประกอบกำไรของบริษัทจำนวน 30 บริษัทออกมาเป็น Permanent และ Transitory ผลที่ได้จากการทดสอบชี้ให้เห็นว่า เงินปันผลของบริษัทจำนวน 15 บริษัทจาก 30 บริษัทที่ใช้ในการศึกษามีความสัมพันธ์กับกำไรในอนาคต และมีเพียง 5 บริษัทจาก 30 บริษัทที่เงินปันผลมีความสัมพันธ์กับกำไรในปัจจุบัน จึงสรุปว่าเงินปันผลไม่เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานหรือผลกำไรในระยะสั้น แต่เงินปันผลจะมีความสัมพันธ์กับผลกำไรในระยะยาวมากกว่าซึ่งผลกำไรในระยะยาววัดได้ด้วย Permanent earnings

Brief และ Zarowin (1999) ศึกษาเปรียบเทียบว่าตัวแปรใดสามารถอธิบายถึงมูลค่าหุ้นได้ดีกว่ากัน โดยตัวแปรที่นำมาทดสอบประกอบด้วยเงินปันผล มูลค่าตามบัญชี และกำไร โดยแบ่งกลุ่มตัวอย่างออกเป็นสองกลุ่มคือ Permanent earnings firms และ Transitory earnings firms และใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรต่อหุ้นกับราคาหุ้นต้นงวด ( $E/P_{t-1}$ ) เป็นเกณฑ์ในการแบ่งกลุ่มและแบ่งข้อมูลเป็น 10 อันดับ (Deciles) โดย Permanent earnings firms คือบริษัทที่อยู่ใน 6 อันดับตรงกลาง ส่วน Transitory earnings firms คือบริษัทที่อยู่สองอันดับแรกและสองอันดับสุดท้าย ผลการศึกษาพบว่า ในกรณีของ Permanent earnings firms กำไรมีความสามารถในการอธิบายมูลค่าหุ้นมากที่สุด ส่วนกรณีของ Transitory earnings firms เงินปันผลเป็นตัวแปรที่มีความสามารถในการอธิบายถึงมูลค่าหุ้นได้ดีกว่ากำไร แต่เมื่อเปรียบเทียบความสามารถในการอธิบายมูลค่าหุ้นระหว่างตัวแปรที่ใช้มูลค่าตามบัญชีและกำไรเป็นตัวแปร กับตัวแปรที่ใช้มูลค่าตามบัญชีและเงินปันผลเป็นตัวแปร พบว่าตัวแปรทั้งสองมีความสามารถในการอธิบายราคาหุ้นได้ไม่แตกต่างกัน แสดงให้เห็นว่ามูลค่าตามบัญชีเป็นตัวแปรที่สามารถชดเชยความสามารถในการอธิบายที่ขาดหายไปของกำไรได้เนื่องจากกำไรมีลักษณะชั่วคราว (Transitory) จากผลการศึกษาสรุปได้ว่าเงินปันผลเป็นตัวแปรที่ดีที่สุดในการประเมินราคาหุ้นในกรณีที่ถ้ามูลค่าตามบัญชีไม่เป็นตัวแทนที่ดีในการวัดมูลค่า (เช่น กรณีที่สินทรัพย์ไม่ถูกรับรู้ในงบดุล) และเมื่อกำไรของบริษัทเป็นกำไรแบบชั่วคราว (Transitory earnings)

Benartzi, Michaely, และ Thaler (1997) ศึกษาถึงการส่งสัญญาณของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลส่งสัญญาณเกี่ยวกับกำไรในอดีตและกำไรในอนาคต ผู้วิจัยทำการทดสอบเพื่อดูว่าผลการทดสอบที่ได้จะสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผลหรือไม่

และพบว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นในปีที่ 0 มีกำไรที่เพิ่มขึ้นอย่างมีสาระสำคัญในปีที่ 0 และปีที่ -1 แต่ไม่พบว่ามีการเติบโตของกำไรในปีที่ 1 ส่วนบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลงในปีที่ 0 พบว่ามีกำไรที่ลดลงในปีที่ 0 และปีที่ -1 แต่มีกำไรที่เพิ่มขึ้นอย่างมีสาระสำคัญในปีที่ 1 ผลการวิจัยดังกล่าวไม่เป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผล จากผลการทดสอบสรุปได้ว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสะท้อนให้เห็นถึงสิ่งที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตและปัจจุบัน ผู้วิจัยได้สรุปในตอนท้ายว่าถ้าการประกาศจ่ายเงินปันผลจะส่งสัญญาณบางอย่างออกมา สัญญาณนั้นน่าจะบอกให้ทราบว่าการเปลี่ยนแปลงของกำไรที่เกิดขึ้นในงวดเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเป็นกำไรที่มีลักษณะ Permanent มากกว่า Transitory สอดคล้องกับสิ่งที่ Lintner (1956) กล่าวไว้ว่าบริษัทจะเพิ่มการจ่ายเงินปันผลก็ต่อเมื่อผู้บริหารมั่นใจว่ากำไรที่เพิ่มขึ้นเป็นการเพิ่มขึ้นอย่างถาวร

Nissim และ Ziv (2001) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต ซึ่งวัดกำไรในสองลักษณะคือกำไรในอนาคต (Future earnings) และกำไรไม่ปกติในอนาคต (Future abnormal earnings) จากการทดสอบพบว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสามารถบอกถึงระดับความสามารถในการทำกำไรในปีต่อมาได้ ไม่ว่าจะวัดกำไรด้วยกำไรในอนาคตหรือกำไรไม่ปกติในอนาคต นอกจากนี้ Nissim และ Ziv (2001) ยังทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคต และพบว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีที่ 1 และปีที่ 2 ถัดจากปีที่เปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล

Charitou (1999) ศึกษาเรื่องผลกระทบจากผลขาดทุนและกระแสเงินสดที่มีต่อเงินปันผล โดยใช้ข้อมูลของบริษัทในประเทศญี่ปุ่น วัตถุประสงค์หลักของงานวิจัยครั้งนี้คือ ศึกษาถึงผลกระทบจากกระแสเงินสด กำไร และผลขาดทุนที่มีต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศญี่ปุ่น โดยเน้นศึกษาในสองหัวข้อด้วยกัน คือ 1) กำไร กระแสเงินสด และขาดทุนประจำปีถูกคาดหวังว่ามีความเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนแปลงเงินปันผล และ 2) การลดลงของเงินปันผล กำไรจากการดำเนินงานในงวดปัจจุบัน และกระแสเงินสดมีข้อมูลข่าวสารที่สามารถจะพยากรณ์กำไรในงวดอนาคตได้ Charitou (1999) กำหนดสมมติฐานการทดสอบไว้สามข้อ คือ 1) ผลขาดทุน ระดับกำไรและการเปลี่ยนแปลงกำไรจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล 2) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล และ 3) การเพิ่มขึ้นของเงิน

ปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับกำไรในอนาคต และผลที่ได้จากการทดสอบสนับสนุนสมมติฐานทั้งสามข้อ และยังพบอีกว่าขาดทุนประจำปีเป็นปัจจัยที่สำคัญแต่ไม่ใช่ปัจจัยเดียวที่มีผลต่อการลดลงของการจ่ายเงินปันผล

Skinner (2004) ศึกษาว่าการจ่ายเงินปันผลให้ข้อมูลที่สื่อให้นักลงทุนเห็นถึงคุณภาพกำไรหรือไม่ จากการศึกษางานวิจัยของ Lintner (1956) ที่กล่าวไว้ว่าผู้บริหารไม่ต้องการปรับเปลี่ยนการจ่ายเงินปันผลถ้าไม่แน่ใจว่าจะสามารถรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นนั้นได้อย่างต่อเนื่อง แสดงให้เห็นว่าการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของผู้บริหารขึ้นอยู่กับความประเมินความสม่ำเสมอของกำไรในระยะยาว ทำให้บริษัทสามารถเพิ่มความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนเกี่ยวกับคุณภาพของตัวเลขกำไรที่รายงานไว้ในงบการเงินได้โดยใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณ ซึ่ง Skinner (2004) ได้ศึกษาถึงความเป็นไปได้ที่การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจะบอกถึงคุณภาพกำไร โดยที่ความหมายของกำไรที่มีคุณภาพในงานวิจัยนี้ คือ กำไรที่เกิดขึ้นสม่ำเสมอ และเครื่องมือทางสถิติที่ใช้ในการทดสอบคือสมการถดถอยที่แสดงความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผล กำไรในปัจจุบัน และกำไรในอนาคต ผลจากการทดสอบพบว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลจะมีความสม่ำเสมอของกำไรในอนาคตมากกว่าบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล

การศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในอนาคตในประเทศไทย ผลที่ได้จากงานวิจัยแต่ละชิ้นก็มีความแตกต่างกันเช่นเดียวกับงานวิจัยในต่างประเทศ เนื่องด้วยวิธีการวิจัยที่แตกต่างกัน ซึ่งงานวิจัยของไทยที่ได้ศึกษามามีดังนี้

อมร (2542) ศึกษาเรื่องการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตของบริษัทหรือไม่ โดยตั้งสมมติฐานไว้ว่าบริษัทที่เพิ่ม (ลด) การจ่ายเงินปันผลในปีที่ 0 จะมีกำไรที่ไม่คาดหวัง (Unexpected earnings) เป็นบวก (ลบ) ในปีที่ 1, 2 ถัดจากปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล แต่พบว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคต แต่มีความสัมพันธ์กับกำไรในปีปัจจุบัน นอกจากนี้ยังพบว่าผู้บริหารจะพยายามไม่ลดการจ่ายเงินปันผลถ้าไม่เกิดความจำเป็นจริง ๆ เพราะการจ่ายเงินปันผลลดลงนักลงทุนอาจมองเป็นข่าวร้ายของบริษัทนั้น ๆ

สุดาพร (2545) ศึกษาเรื่องการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท ก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540 งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลกับกำไรในอนาคต โดยใช้อัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเป็นตัวพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคต ซึ่งได้ตั้งสมมติฐานการวิจัย

ไว้ว่า ช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทสามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้ โดยบริษัทคาดการณ์ผลกำไรล่วงหน้าก่อนจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเนื่องจากบริษัทมองเห็นแนวโน้มของการเติบโตข้างหน้าและคาดการณ์ว่าในอนาคตบริษัทสามารถทำกำไรจึงจ่ายเงินปันผล ส่วนช่วงหลังจากวิกฤตเศรษฐกิจบริษัทไม่สามารถคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตได้เนื่องจากสภาวะเศรษฐกิจที่มีความผันผวนและบริษัทไม่มั่นใจต่อสถานการณ์ในอนาคต งานวิจัยนี้ผู้วิจัยได้ปรับปรุงสมการถดถอยขึ้นใหม่ โดยวัดความสามารถในการทำกำไรในรูปเปอร์เซ็นต์ของมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ และได้เสนอแนวทางใหม่โดยใช้กำไรที่คาดการณ์ (Future earnings) และกำไรที่ผิดปกติจากที่คาดการณ์ (Abnormal earnings) เป็นตัวบ่งชี้ความสามารถของบริษัท ซึ่งแตกต่างจากการศึกษาของอมร (2542) ที่วัดความสามารถในการทำกำไรในรูปของเปอร์เซ็นต์มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ ซึ่งเป็นตัวแปรที่ทำให้เกิดความผิดพลาด เพราะราคาเป็นมูลค่าที่ได้รวมกำไรที่คาดการณ์เอาไว้ด้วย ผลจากการวิจัยสรุปได้ว่า ช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540 อัตราการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลแบบเพิ่มขึ้นสามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคต (1 ปีข้างหน้า) ของบริษัทได้ในทิศทางเดียวกัน แต่การจ่ายเงินปันผลแบบลดลงไม่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของกิจการในทิศทางเดียวกันได้ แต่ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ เงินปันผลไม่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้