

นโยบายการจ่ายเงินปันผลและผลกระทบต่อบริษัทจดทะเบียน

ธัญวรรณ์ สุวรรณะ*

ดร.สิทธิพร อินทวงศ์**

ดร.ชาติรี จันทรโคติกา***

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบว่าปัจจัยที่เกี่ยวข้องกับการกำหนดนโยบายจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2548 ถึง 2553 ผลการศึกษาโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์ด้วยวิธีศึกษาเหตุการณ์ที่สนใจ (Event Study) เพื่อศึกษาผลตอบแทนที่ผิดปกติ พบว่าในช่วงวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล เกิดอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ กล่าวคือ ผู้บริหารของบริษัทใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งสัญญาณในเชิงบวกของบริษัทผ่านการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล แต่ในขณะเดียวกันถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลลดลงก็ทำให้นักลงทุนยอมเสียใจว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรลดลง ก็จะตัดสินใจลดการลงทุนทำให้ราคาหุ้นลดลง เป็นการส่งสัญญาณลบกลับมาที่บริษัท นอกจากนี้ ผลการศึกษาโดยใช้แบบจำลอง Random Effects Logit และ Random Effects Tobit

* นักศึกษาปริญญาเอก คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

** อาจารย์ประจำ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

*** รองศาสตราจารย์ประจำ คณะเศรษฐศาสตร์ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พบว่า ปัจจัยช่วงอายุของกิจการมีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีอายุของกิจการ กล่าวคือบริษัทที่มีการเติบโตอย่างเต็มที่แล้ว จะมีแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นมากกว่า นอกจากนี้พบว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลปีก่อนหน้าเป็นอีกปัจจัยหนึ่งในการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล เนื่องจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่ง ข้อมูลข่าวสารของบริษัทให้แก่นักลงทุน เพราะถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลปีล่าสุด จะมีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลปีนี้ เนื่องจากการตัดสินใจไม่จ่ายเงินปันผลจะทำให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติ

คำสำคัญ: นโยบายการจ่ายเงินปันผล การศึกษาเหตุการณ์สำคัญ ผลตอบแทนผิดปกติ ทฤษฎีอายุของกิจการ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ

ABSTRACT

This paper investigates factors influencing dividend policy of Thai listed firms in the Stock Exchange of Thailand (SET) during the period 2005 to 2010. According to sixty days event window, event study results reveal significant abnormal returns of the stock during and after cash dividend announcement. This finding confirms signaling theory that listed company can send positive signal of the company through the dividend policy. Investors react positively to dividend announcement while negatively respond to negative signal, like dividend omission. Random effects logit and random effects Tobit models were also employed and estimated in analyzing factors determining decision to pay dividend. The estimated results of random effects Logit models indicate significant impacts of company's life cycle stage on decision to pay dividend. This study found that mature company has a higher propensity to pay dividend as supported the life cycle theory. Furthermore, the significant impacts of previous year dividend policy also indicate that dividend policy had been used as signaling message to investor. Paid dividend companies last year are more likely to pay dividend this year since decision not to pay dividend will cause negative abnormal return.

Keywords: Dividend Policy, Event Study, Abnormal Return, Life Cycle Theory, Signaling Theory

บทนำ

นโยบายเงินปันผลเป็นหนึ่งในนโยบายทางการเงินที่สำคัญ ต่อการพิจารณาของผู้บริหารบริษัท รวมถึงนักลงทุน ในหลักทรัพย์และรัฐบาล ผู้บริหารต้องให้ความสำคัญเรื่องการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากเงินปันผลมีส่วนสำคัญในการประเมินมูลค่าของบริษัท เป้าหมายของการจัดการทางการเงิน

เงินที่สำคัญคือ การสร้างความมั่งคั่งให้แก่ผู้ถือหุ้น ดังนั้น การมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่เหมาะสม จะมีส่วนในการเพิ่มมูลค่าของบริษัทได้และส่งผลกระทบต่อเนืองมายังความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้การประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีความสำคัญต่อนักลงทุน เพราะไม่เพียงแต่ทราบผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุน

เท่านั้นแต่ยังมีข้อมูลทางการเงินของธุรกิจแฝงมาด้วย เนื่องจาก นักลงทุนเชื่อว่า ผู้บริหารมีข้อมูลภายในมากกว่านักลงทุน ดังนั้น การที่ผู้บริหารตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นแสดงว่า ผู้บริหารคาดว่า บริษัทจะมีกำไรเพิ่มขึ้นในอนาคต เนื่องจาก โดยทั่วไปแล้ว ผู้บริหารจะหลีกเลี่ยงการจ่ายปันผลน้อยลง หรืองดจ่ายปันผลเพราะเป็นการส่งสัญญาณทางลบให้แก่ นักลงทุน

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาศึกษาเหตุการณ์ การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนกับราคาหลักทรัพย์ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อทดสอบแนวคิด ว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่ นักลงทุน และ นักลงทุนใช้ข้อมูลนี้ในการตัดสินใจลงทุนหรือไม่ นอกจากนี้ การศึกษานี้ ยังได้ศึกษาถึงปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจจ่าย เงินปันผล เพื่อทดสอบทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle Theory) ว่าการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของ บริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยเป็นไปตามทฤษฎีนี้หรือไม่

นทวณวรสกฤษฎ

ทฤษฎีและแนวคิดที่สำคัญที่เกี่ยวข้องกับ การกำหนด นโยบายจ่ายเงินปันผล ประกอบด้วย

1. ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เป็น ทฤษฎีที่เสนอว่า มีความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric information) นั่นคือ แต่ละกลุ่มไม่ได้มีข้อมูลที่เท่าเทียมกัน เริ่มจากงานวิจัยของ Lintner (1956) ที่ได้เสนอแนวคิดว่า กิจการไม่ยากที่จะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือลดลง จากที่ได้เคยจ่ายมาแล้ว ใ้กล่าวถึงสัญญาณให้กับนักลงทุน ทราบว่าผลประกอบการในอนาคตจะมีการเปลี่ยนแปลง อย่างไร ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลจึงใช้ เป็นเครื่องมือของการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนภายนอก ทราบถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ เช่น ถ้าหาก กิจการมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากที่ได้เคยจ่ายมาใน งวดก่อนจะบ่งชี้ให้เห็นว่าบริษัทนั้น ๆ มีความมั่นใจถึง

อนาคตของบริษัทว่าจะสามารถทำกำไรที่ดีขึ้น ซึ่งส่งผลให้ มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น ดังนั้น นโยบายการจ่ายเงินปันผล ของปีก่อนหน้าจึงเป็นปัจจัยสำคัญที่ผู้บริหารต้องนำมา พิจารณาในการตัดสินใจเรื่องการจ่ายเงินปันผล

งานวิจัยในอดีตที่นำทฤษฎีการส่งสัญญาณมา ศึกษา ตัวแปรที่มีผลต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ Brav, et al. (2005) ได้ศึกษาข้อมูลบริษัท จดทะเบียนในสหรัฐอเมริกา โดยกลุ่มตัวอย่างผู้บริหาร เพื่อ ศึกษาการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและกำไรซื้อหุ้นคืน ผลการ ศึกษาพบว่า บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ มักจะไม่ลดการจ่ายเงินปันผล แต่จะไม่จ่ายเงินปันผลใน ระดับที่สูงกว่ารายได้ปัจจุบัน และบริษัทจะตัดสินใจจ่าย เงินปันผลหรือเพิ่มการจ่ายเงินปันผลก็ต่อเมื่อบริษัทมีรายได้ เพิ่มขึ้นอย่างสม่ำเสมอเท่านั้น รวมถึงมีกระแสเงินสดเหลือ จากการลงทุนและมีสภาพคล่องเพียงพอ

ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle Theory of Dividend) DeAngelo, DeAngelo และ Stulz (2006) ธิบายว่า ขั้นตอนการดำเนินงานของบริษัท (Life-cycle Stage) เป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดการจ่ายเงินปันผล บริษัท ที่อยู่ในช่วงเติบโต มีโอกาสในการขยายการลงทุนได้อีกหลาย โครงการ ทำให้บริษัทจำเป็นต้องรักษากระแสเงินสดไว้เพื่อ ลงทุนตามหลักทฤษฎีการลงทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ที่บริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อน ขณะที่บริษัทที่มีอายุการดำเนินงานเป็นเวลานานซึ่งแสดงถึง การเติบโตเต็มที่แล้ว จะมีแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลให้แก่ ผู้ถือหุ้นมากกว่า เพราะบริษัทไม่มีการลงทุนเพิ่มขึ้นมากนัก และการจ่ายเงินปันผลยังสามารถลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) หรือการทุจริตของผู้บริหารได้ เพราะการจ่าย เงินปันผลทำให้ปริมาณกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ในบริษัทซึ่งอยู่ภายใต้การดูแลของผู้บริหารลดลง

งานวิจัยที่นำช่วงอายุของกิจการ (Life- cycle Stage) มาศึกษาตัวแปรที่มีผลต่อการกำหนดนโยบายการจ่าย เงินปันผล อาทิ Fama และ French (2001) ศึกษาถึง การจ่ายเงินปันผลของบริษัทในสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี

ค.ศ. 1926–1999 พบว่าบริษัทที่ดำเนินการมานาน แต่มีการเจริญเติบโตต่ำ สร้างผลกำไรได้สูง มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผล ในขณะที่บริษัทตั้งใหม่ที่ยังมีกำไรน้อย และกำลังเติบโตสูงจะมีแนวโน้มที่จะรักษาผลกำไรไว้ และไม่จ่ายเงินปันผล จึงชี้ให้เห็นว่าวงจรชีวิตเป็นปัจจัยที่สำคัญในการตัดสินใจที่จะจ่ายเงินปันผล

DeAngelo, DeAngelo และ Stulz (2006) ใช้อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นตัววัดอายุของกิจการ และพบว่า การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกา มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Retained Earning over Total Equity) นั่นคือ อายุของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล

งานวิจัยของไทย Oonpipat (2009) พบว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูง มีโอกาสสูงที่จะจ่ายเงินปันผล ส่วนบริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำก็มีโอกาสต่ำที่จะจ่ายเงินปันผล ในขณะที่ Thanatawee (2011) ศึกษานโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนไทยในช่วงปี ค.ศ. 2002–2008 โดยใช้ทฤษฎีวงจรชีวิต (Life cycle theory) และเรื่องกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow hypothesis) พบว่า บริษัทขนาดใหญ่ และสามารถทำกำไรได้มากจะมีกระแสเงินสดอิสระสูง และอัตรากำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงจะมีแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลสูง และอัตราส่วนหนี้สิน (Financial leverage) มีความสัมพันธ์ในทางลบ กับอัตราการจ่ายเงินปันผล

วิธีการวิจัย (Research Methodology)

การศึกษานี้แบ่งเป็น 2 ส่วน

1. การศึกษาเหตุการณ์ที่สนใจ (Event Study) ซึ่งการศึกษาดังกล่าว ได้ใช้ครั้งแรกโดย Fama (1969) ในการศึกษาเกี่ยวกับการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินปันผล โดยมีการศึกษาจำนวนมากที่มุ่งเน้นการศึกษาผลกระทบของข้อมูลข่าวสารใหม่ที่มีต่อ

อัตราผลตอบแทนในช่วงระยะสั้นในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ โดยศึกษาในช่วงเวลาก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล และกำหนดให้วันที่มีเหตุการณ์ (Event Date) เป็นวันที่มีการประกาศการจ่ายเงินปันผล โดยช่วงเวลาที่ศึกษาวิจัยจะเป็นช่วงเวลาที่ไม่ใช่ผลกระทบจากเหตุการณ์ต่าง ๆ ของบริษัทที่อาจมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์ โดยในการศึกษานี้ เพื่อทดสอบแนวคิดว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้กับนักลงทุน โดยใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ เพื่อหาอัตราผลตอบแทนจากตลาด (Market Return) แล้วนำอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังที่ได้จากการคำนวณไปเปรียบเทียบกับอัตราผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงในช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ ช่วงเกิดเหตุการณ์ และช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ เพื่อหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return) หาผลตอบแทนเกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return) และใช้วิธีทางสถิติเพื่อทดสอบความแตกต่างของผลตอบแทนเกินปกติในแต่ละช่วง โดยกำหนดให้วันประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นวันที่ $t = 0$ และมีการกำหนดช่วงเวลาเกิดเหตุการณ์ 2 ช่วงเวลา โดย ช่วงที่ 1 คือช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์คือก่อนวันแจ้งมติการประกาศจ่ายเงินปันผล และในการทดสอบวันเกิดเหตุการณ์จะใช้ วันที่ $t = -10$ ถึง วันที่ $t = +10$ เป็นวันเกิดเหตุการณ์เพื่อให้ครอบคลุมถึงข่าวการจ่ายเงินปันผล ช่วงที่สองจะเรียกว่าเป็นช่วงหลังเกิดเหตุการณ์ (Post Event Date) ซึ่งจะใช้ทดสอบเป็นระยะ 60 วันหลังเกิดเหตุการณ์ ($t = 0$ ถึง $t = +60$) โดยใช้ข้อมูลอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และอัตราผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์เพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากสมการในการคำนวณผลตอบแทนของหลักทรัพย์ จะใช้ราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ส่วนการคำนวณหาผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ จะใช้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยใน

การคำนวณหาผลตอบแทนของหลักทรัพย์เพื่อหาอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากสมการแบบจำลองตลาด (Market Model)

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

เมื่อกำหนดให้

$E(R_{it})$ = ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

R_{mt} = ผลตอบแทนจากตลาด ในวันที่ t

α_i และ β_i = ค่าสัมประสิทธิ์ที่จะประมาณค่าด้วยวิธีการกำลังสองน้อยที่สุดแบบธรรมดา (Ordinary Least Square: OLS)

ในการคำนวณหาอัตราผลตอบแทนเกินปกติ (Abnormal Return, AR) ที่เกิดขึ้นจากผลกระทบจากเหตุการณ์ประกาศจ่ายเงินปันผล โดยเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (2)$$

เมื่อกำหนดให้

AR_{it} = ผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

R_{it} = ผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

$E(R_{it})$ = ผลตอบแทนที่คาดหวังของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

การคำนวณหาอัตราผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม (Cumulative Abnormal Return, CAR) เพื่อหาผลตอบแทนที่เกินปกติทั้งหมดในช่วงที่ประกาศจ่ายเงินปันผลสามารถคำนวณได้จากสมการดังนี้

$$CAR_{it} = \sum_{t=T}^T AR_{it} \quad (3)$$

เมื่อกำหนดให้

CAR_{it} = ผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมของหลักทรัพย์ที่ i ตั้งแต่วันที่ t

AR_{it} = ผลตอบแทนที่เกินปกติของหลักทรัพย์ i ในวันที่ t

และมีการตั้งสมมติฐานในการศึกษาเพื่อทดสอบความแตกต่างของผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ ดังนี้

สมมติฐาน

H1: การประกาศจ่ายเงินปันผลไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ หรือ $\mu_{CAR} = 0$

2. การกำหนดแบบจำลองในการศึกษาการจ่ายเงินปันผล ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้จะมีลักษณะเป็นแบบหลายหน่วยหลายช่วงเวลา (Panel Data) โดยเป็นข้อมูลการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในช่วงเวลาตั้งแต่ปี พ.ศ. 2548 ถึงปี พ.ศ. 2553 วิธีการศึกษาคำนี้ถึงถึงลักษณะของข้อมูลจึงใช้วิธีการประมาณค่าดังต่อไปนี้

2.1 การหาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลด้วยระบบจำลองโลจิสติกแบบหลายหน่วยหลายช่วงเวลา (Panel Logit Model)

แบบจำลอง Panel Logit ใช้สำหรับหาความสัมพันธ์ระหว่างของตัวแปรตามที่มีลักษณะเป็นตัวแปรแบบทวิลักษณ์ ซึ่งในการศึกษานี้ คือ การจ่ายเงินปันผลของบริษัท ที่มีค่าเพียงสองค่าคือ 1 กับ 0 เท่านั้น คือ เมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผล จะมีค่าเท่ากับ 1 และถ้าบริษัทไม่จ่ายเงินปันผล จะมีค่าเท่ากับ 0 โดยแบบจำลองสามารถแสดงได้ดังนี้

$$P(Y_{it} = 1 | X) = \frac{1}{1 + \exp(X\beta + \varepsilon_{it})} \quad (4)$$

โดยที่

X = เมตริกของตัวแปรอิสระ [X_{1it} X_{2it} X_{3it} X_{4it}]

X_{1it} = ตัวแปรจากทฤษฎีอายุกิจการ

X_{2it} = ตัวแปรด้านสภาพคล่องของบริษัท

X_{3it} = ตัวแปรด้านกระแสเงินสดอิสระ

X_{4it} = ตัวแปรด้านอัตรารส่วนหนี้สิน

β = เมตริกของค่าสัมประสิทธิ์

เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยคือ ข้อมูล Panel Data ซึ่งอาจเกิดปัญหา Random Effects ได้ ดังนั้น แบบจำลองที่ใช้จึงเป็นแบบจำลอง Random Effects Logit Models:

$$P(Y_{it} = 1 | X) = \frac{1}{1 + \exp(X\beta + u_i + \varepsilon_{it})} \quad (5)$$

โดยที่

u_i = Random effects ของแต่ละบริษัท

แบบจำลองนี้สามารถประมาณค่าด้วยวิธีการความเป็นไปได้สูงสุด (Maximum Likelihood Estimation: MLE)

2.2 การหาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผล ด้วยแบบจำลองโทบิตแบบหลายหน่วยหลายช่วงเวลา (Panel Tobit Model)

ความแตกต่างของแบบจำลองโลจิสติกกับแบบจำลองโทบิต คือ แบบจำลองโลจิสติกเหมาะสมกับกรณีที่เรากำหนดให้ตัวแปรตาม คือ การจ่ายเงินปันผล (เท่ากับ 1) หรือไม่จ่าย (เท่ากับ 0) ในขณะที่แบบจำลองโทบิต กำหนดให้ตัวแปรตาม คือ การจ่ายเงินปันผลหรือไม่ ถ้าไม่จ่ายเท่ากับ 0 แต่ถ้าจ่ายจะจ่ายเท่าไร > 0 (ไม่จำเป็นต้องเท่ากับ 1) ดังนั้นในกรณีนี้จะวัดตัวแปรตาม โดยใช้ อัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่งคำนวณจาก เงินสดปันผลจ่ายหารด้วยกำไรสุทธิ โดยไม่รวมกรณีที่ขาดทุนแต่จ่ายเงินปันผล โดยแบบจำลองนี้คำนึงถึงข้อจำกัดที่ว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลจะถูกจำกัดว่ามีค่าเป็นศูนย์หรือมากกว่าศูนย์เท่านั้น จะมีค่าต่ำกว่าศูนย์ไม่ได้

$$\begin{aligned} Y_{it}^* &= X\beta + \varepsilon_{it} \\ Y_{it} &= 0 \text{ if } Y_{it}^* \leq 0 \\ Y_{it} &= Y_{it}^* \text{ if } Y_{it}^* > 0 \end{aligned} \quad (6)$$

โดยที่

Y_{it}^* = เงินปันผลจ่ายที่คาดการณ์ ซึ่งเป็นตัวแปรที่ไม่สามารถสำรวจได้ จึงเป็นตัวแปรแฝง (Latent Variables)

อย่างไรก็ตาม เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยคือ ข้อมูล Panel Data ซึ่งอาจเกิดปัญหา Random Effects ได้ ดังนั้น แบบจำลองที่ใช้จึงเป็นแบบจำลอง Random Effects Tobit Models:

$$Y_{it}^* = X\beta + u_i + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$Y_{it} = 0 \text{ if } Y_{it}^* \leq 0$$

$$Y_{it} = Y_{it}^* \text{ if } Y_{it}^* > 0$$

แบบจำลองนี้สามารถประมาณค่าด้วยวิธีการความเป็นไปได้สูงสุด (MLE)

ผลการศึกษา

ส่วนที่ 1 การวิเคราะห์ที่แสดงให้เห็นถึงการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งแบ่งออกเป็นดังนี้

1. กรณีจ่ายเงินปันผลในงวดนี้โดยเว้นการจ่ายเงินปันผลในงวดที่แล้ว (Dividend Initiation) จากการทดสอบพบว่า ได้ผลลัพธ์ว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) เพิ่มขึ้น ในช่วงหลังวันประกาศ (Post-Event Period) มีนัยสำคัญทางสถิติ

2. กรณีจ่ายเงินปันผลคงที่ (Dividend Stable) จากการทดสอบ ได้ผลลัพธ์ว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) เพิ่มขึ้นในช่วงวันประกาศ (Event Period) และ ช่วงหลังวันประกาศ (Post-Event Period) มีนัยสำคัญทางสถิติ

3. กรณีจ่ายเงินปันผลในงวดที่แล้วและงดการจ่ายเงินปันผลในงวดนี้ (Dividend Omission) จากการทดสอบ ได้ผลลัพธ์ว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยสะสม (CAAR) ลดลง ในช่วงหลังวันประกาศ (Post-Event Period) มีนัยสำคัญทางสถิติ

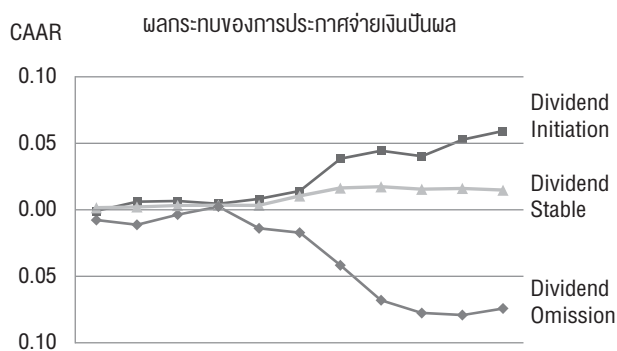
ตารางที่ 1 แสดงค่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ยและอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย และรูปภาพที่ 1 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย ในช่วงการวิเคราะห์เหตุการณ์ประกาศจ่ายเงินปันผล

ตารางที่ 1 อัตราผลตอบแทนเกินปกติเฉลี่ย (Average Abnormal return) และอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย (Cumulative Average Abnormal Return)

T (day)	Positive Signal				Negative Signal	
	Dividend initiation		Dividend stable		Dividend omission	
	AARt (%)	CAAR (%)	AARt (%)	CAAR (%)	AARt (%)	CAAR (%)
-10	0.1966	0.1966	0.1551	0.1551	1.7854	1.7853
-9	0.3210	0.5176	-0.1144	0.0407	-1.0755	0.7065
-8	-0.3030	0.2142	0.0707	0.1114	1.5331	1.8376
-7	-0.3230	-0.1090	0.1674	0.2788	0.3533	2.1909
-6	0.6999	0.5911	0.2491	0.5200	-0.1784	2.0201
-5	-0.0830	0.5083	0.1664	0.6944***	-0.7402	1.2724
-4	0.6486	1.1569	0.0735	0.7600***	-0.3656	0.9068
-3	0.0259	1.1829	0.1215	0.8895***	0.8179	1.7248
-2	-0.1860	0.9965	0.0351	0.9246****	0.5003	2.2251
-1	0.3853	1.3818	-0.0003	0.9215***	-1.6270	0.5976
0 (Announcement)	0.5711	1.9529	0.7060**	1.6275***	-0.3049	0.2927
1	2.4112***	4.3641**	0.6016***	2.2291****	-2.3136***	-2.020
2	0.6031	4.9672**	0.1046	2.3338***	-2.6745***	-4.6954
3	-0.4260**	4.5416***	-0.1804	2.1534***	-0.9817***	-5.6671***
4	1.2920	5.8355***	0.0640	2.2174***	-0.1017	-5.7780***
5	0.7006	6.5341***	-0.1606	2.0569***	0.5243	-5.2545**
6	-0.0890	6.4448***	0.1198	2.1767***	-0.3058	-5.5604
7	-1.5530	4.8892	-0.3817**	1.7950	-0.7915	-6.3519
8	-0.9360	3.9533	-0.4946****	1.3003	0.5013	-5.8505*
9	0.3358	4.5390	-0.4755***	0.8248	-1.0820	-6.9325
10	0.0038	4.5429	-0.2116	0.6455	1.9450	-4.9875

*** Significant at 1% level ($p < 0.01$)

รูปภาพที่ 1 แสดงอัตราผลตอบแทนเกินปกติสะสมเฉลี่ย (CAAR) ในช่วงการวิเคราะห์เหตุการณ์ประกาศจ่ายเงินปันผล



จากผลการศึกษาที่ได้แสดงให้เห็นถึงการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายปันผล การขึ้นหรือเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลทั้งที่เป็นสัญญาแบบคงและสัญญาแบบลอย พบว่านักลงทุนแสดงออกต่อข้อมูลที่ได้รับจากการประกาศจ่ายเงินปันผล ในทิศทางเดียวกับข่าวสารที่ได้รับ เป็นการยืนยันทฤษฎีการส่งสัญญาณ

ส่วนที่ 2 ในการศึกษาเรื่องโอกาสจ่ายที่ส่งผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล โดยหาวิธีที่เหมาะสมทดสอบหาความสัมพันธ์ตามแบบจำลองที่กำหนดไว้

ตารางที่ 2 ได้แสดงผลการประมาณค่าแบบจำลองพบว่า ตัวแปรตามบริษัทมีโอกาสการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ประกอบด้วย

ตารางที่ 2 ตารางแสดงการเปรียบเทียบผลการหาปัจจัยกำหนดโอกาสการจ่ายเงินปันผลด้วยเทคนิค RE Linear, RE Logit and RE Tobit

Variables/ Technique	Public Firms			
	RE Linear	RE Logit	RE Linear+	RE Tobit
Constant	-0.1247	-6.0173***	0.9662**	-1.1763*
RE/TE	0.0057***	0.4184***	0.0031	0.1719***
Divt-1	0.5787***	3.6746***	0.5933***	2.0514***
FCF	0.1255	1.0893	0.1477	0.4327
ROE	0.0001	0.0044***	0.0007	0.0017*
SGR	0.0002	0.0003	0.0002	0.0008
FLEV	-0.0009	0.0001	0.0001	0.0002
LANs	0.0460***	0.5560***	-0.0777	-0.0237
Statistics				
N	2221	2221	2075	2075
LL		-714.591		-3088.076
Chi-square	1513.160***	534.058***	70.6474***	357.44***
Pseudo R2	0.5160		0.0415	

Note: ตัวแปรตามคือ การจ่ายเงินปันผล (DIV) RE/TE = สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น Divt-1 = การจ่ายเงินปันผลปีก่อนหน้า FCF = สัดส่วนกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวม ROE = ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น SGR = อัตราการเติบโตของรายได้ FLEV = ส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น LANs = ค่าถือฐานธรรมชาติของมูลค่าสินทรัพย์รวม นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 1% (***) , 5% (**) และ 10% (*)

1. อายุของกิจการ ในการศึกษาที่ใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรสะสมกับส่วนของผู้ถือหุ้น (RE/TE) เป็นตัววัดอายุของกิจการ ผลการศึกษา พบว่าค่า RE/TE มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับโอกาสการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นคือ อายุของกิจการที่มากขึ้น ซึ่งถูกวัดด้วยกำไรสะสมที่มากขึ้น จะทำให้บริษัทมีโอกาสในการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น สอดคล้องตามทฤษฎีอายุของกิจการ (Life cycle Theory) สอดคล้องกับงานของ DeAngelo, DeAngelo และ Stulz (2006), Oonpipat (2009) และ Thanatawee (2011)

2. ประวัติการจ่ายเงินปันผล ในการศึกษาที่ใช้การจ่ายเงินปันผลปีก่อน (Divt-1) เป็นตัววัด ผลการศึกษา พบว่าค่า Divt-1 มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับโอกาสการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นคือถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลปีที่แล้วจะไม่เปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลในปีถัดไป เพราะจะเป็นการส่งสัญญาณลบแก่นักลงทุน สอดคล้องตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) สอดคล้องกับงานของ Brav, et al. (2005) ส่วนตัวแปรอื่นๆ ในกลุ่ม ความสามารถในการทำกำไร ซึ่งใช้ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เป็นตัวแปรหลัก ขนาดของบริษัท ใช้ค่าลอการิทึมของสินทรัพย์รวม (LANs) และโอกาสในการเติบโตใช้ ค่าเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงกำไรรายได้ (SGR) พบว่ามีเพียงค่า ROE และ LANs ที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับโอกาสในการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นั่นหมายถึงบริษัทที่มีค่า ROE มากขึ้น จะเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผล และบริษัทที่มีขนาดใหญ่ จะมีโอกาสในการจ่ายปันผลเพิ่มขึ้น

นอกจากนี้จากแบบจำลองได้ทำการทดสอบแบบจำลองโดยรวม (Overall test) โดยใช้ค่า Chi-square Test มีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับทั้งสองแบบจำลอง แสดงว่าทั้งสองแบบจำลองสามารถชี้แจงโอกาสในการจ่ายเงินปันผลได้

สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล

การศึกษานี้ มุ่งเน้นศึกษาผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปของบริษัทจดทะเบียนที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อทดสอบแนวคิดว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นการลดข้อมูลให้แก่นักลงทุนตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ ในการศึกษาใช้วิธีการศึกษาเหตุการณ์ (Event Study) การประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในช่วงปี พ.ศ. 2548-2553 เพื่อใช้ในการทดสอบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเกิดขึ้นในช่วงของการประกาศจ่ายเงินปันผลหรือไม่ ในการศึกษาได้แบ่งกลุ่มของการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็น 3 กรณี ได้แก่ กรณีจ่ายเงินปันผลในงวดนี้โดยเว้นการจ่ายเงินปันผลในงวดที่แล้ว (Dividend Initiation) กรณีจ่ายเงินปันผลคงที่ (Dividend Stable) และกรณีจ่ายเงินปันผลในงวดที่แล้วและการจ่ายเงินปันผลในงวดนี้ (Dividend Omission) และพบว่า ในทุกกรณีของการประกาศจ่ายเงินปันผลนักลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนเกินปกติถัวเฉลี่ยสะสม (CAAR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา และนักลงทุนยังได้รับผลตอบแทนที่เกินปกติสะสม แตกต่างกันตามลักษณะการประกาศจ่ายเงินปันผลดังนี้

- กรณีการส่งสัญญาณบวก (ข่าวดี) เช่น การประกาศจ่ายเงินปันผลในงวดนี้โดยเว้นการจ่ายเงินปันผลในงวดที่แล้ว (Dividend Initiation) และกรณีจ่ายเงินปันผลคงที่ (Dividend Stable) ทำให้ค่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติถัวเฉลี่ยสะสม (CAAR) มีค่าเป็นบวก

- กรณีการส่งสัญญาณลบ (ข่าวร้าย) เช่น กรณีจ่ายเงินปันผลในงวดที่แล้วและงดการจ่ายเงินปันผลในงวดนี้ (Dividend Omission) ทำให้ค่า อัตราผลตอบแทนเกินปกติถัวเฉลี่ยสะสม (CAAR) มีค่าเป็นลบ ผลการศึกษา ที่ได้สอดคล้องกับความจริงที่ประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีข้อมูลเนื้อหา มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับนักลงทุนที่ตอบสนองเชิงบวกแต่ถ้าการประกาศจ่ายปันผลไม่ เป็นไปตามที่นักลงทุนคาดหวัง ตลาดตอบสนองในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ

ผลข้างต้น ซึ่งให้เห็นว่า การประกาศจ่ายเงินปันผล มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนเกินปกติ ดังนั้น การเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลจึงสามารถใช้เป็น เครื่องมือของการส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนภายนอกทราบ ถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ สอดคล้องกับ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ ดังนั้น เมื่อผู้บริหารจะตัดสินใจ เกี่ยวกับการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล ประวัติการ จ่ายเงินปันผลเป็นหนึ่งในปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการตัดสินใจ จ่ายเงินปันผล

ในการศึกษาเพื่อหาปัจจัยที่สำคัญที่เกี่ยวข้องกับการ ตัดสินใจของบริษัทจดทะเบียนว่าจะจ่ายเงินปันผล โดยใช้ แบบจำลองโลจิสต์และแบบจำลองโทบิต พบว่า อายุของ กิจการ (RE/TE) มีความสัมพันธ์กับโอกาสในการจ่าย เงินปันผลในทิศทางเดียวกัน โดยบริษัทที่มีอายุมากขึ้น (Mature Stage) จะมีโอกาสในการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีอายุของกิจการ การจ่ายเงินปันผล ในอดีต (Divt-1) มีความสัมพันธ์กับโอกาสในการจ่าย เงินปันผลในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการ ส่งสัญญาณของเงินปันผล ส่วนความสามารถในการทำกำไร (ROE) และขนาดของกิจการ (LANs) ก็มีความสัมพันธ์กับ โอกาสในการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกันซึ่งสอดคล้อง กับงานวิจัยในอดีต เมื่อบริษัทจดทะเบียนหนึ่งจะตัดสินใจ จ่ายเงินปันผล การจ่ายเงินปันผลเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญ เนื่องจากการประกาศจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อราคารู้น นักลงทุนคาดว่าจะได้รับกำไรจากเงินปันผล นอกจากนี้ บริษัทจดทะเบียนสามารถจ่ายเงินปันผลเมื่อมีความสามารถ ในทำกำไรสูง นอกจากนี้บริษัทขนาดใหญ่มีโอกาสมากขึ้น เพื่อกระจายกระแสเงินสดในรูปเงินปันผลเพื่อลดปัญหา ตัวแทนด้วย

เอกสารอ้างอิง

- Bhattacharyya, N. (2007). Dividend Policy: a review. *Managerial Finance*, 33 (1), 4–13.
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, Winter, 8–1.
- Brav, John R., et al. (2005). Payout policy in 21st century. *Journal of Applied Economics*, 483–527.
- Brown, S., & Warner, J. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14, 3–31.
- Corrado, C. J. (2011). Event studies: A methodology review. *Accounting and Finance*, 51, 207–234.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. (2006) Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81, 227–254
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89, 62–82.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74 (4), 650–659.
- Eugene, F. Fama. (1969). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of finance*, 25(2), 383–417.
- Eugene, F. Fama & Kenneth R. French. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3–43.

- Frankfurter, G. M., & Jr., B. G. W. (2002). Dividend Policy Theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, 11, 111–138.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, 18(2), 264–272.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory Managerial Behaviours, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–306.
- Lintner, J. (1956). The distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46, 97–113.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in conomics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35, 13–39.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy and Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Oonpipat, O. (2009) Dividend Policy and earned/contributed capital mix: an empirical study of Thailand. MIF Independent Study, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University, Bangkok.
- Thanatawee, Y. (2011). Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*, 52–57.