นโยบายการจ่ายเงินปันผลกับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด (Cash flow uncertainty) และลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure) Dividend policy, Cash-flow uncertainty, and Ownership structure: Evidence from Thai listed companies

ศุภลักษณ์ อังคสุโข [*]
ผาติกา ตันวิเชียร [**]
ตระการตา สงวนศักดิ์โยธิน [***]
ปิยภัสร ธาระวานิช [****]

บทคัดย่อ

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อหาปัจจัยที่กำหนดโอกาสและอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวมตัวแปรจากทฤษฎีต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory), ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory), ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory), ทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction cost theory) และทฤษฎีโอกาสในการเติบโต (Growth opportunity theory) โดยให้ความสำคัญเป็นพิเศษกับสองปัจจัย คือ ความ

---

[*] พนักงานสำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.)
[**] พนักงานบริษัท จัสมิน อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)
[***] พนักงานธนาคารกสิกรไทย จำกัด (มหาชน)
[****] อาจารย์ประจำหลักสูตรการจัดการมหาบัณฑิต สาขาการเงิน (MMF) วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

งานวิจัยนี้เป็นส่วนหนึ่งของสารนิพนธ์ (IS) ที่นักศึกษาปริญญาโทด้านการจัดการ สาขาการเงิน (MMF) วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล ทำขึ้นเพื่อสำเร็จการศึกษา คณะผู้วิจัยต้องขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.ธาตรี จันทรโคลิกา ที่ให้คำแนะนำสำหรับการวิจัยนี้อย่างดียิ่ง และขอขอบพระคุณ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้ให้ทุนสนับสนุนงานวิจัยชิ้นนี้

ไม่แน่นอนของกระแสเงินสด และลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น อันได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และสัดส่วนการถือหุ้นโดยต่างชาติ การศึกษาใช้เทคนิค Probit model, Tobit model และ Random effects model ในการศึกษาข้อมูลบริษัทจดทะเบียนจำนวนกว่า 330 บริษัท ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2545 ถึง 2552

ผลการศึกษาพบว่า ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดมีผลกระทบต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเท่านั้น แต่กลับไม่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล โดยบริษัทที่มีกระแสเงินสดไม่แน่นอนจะมีโอกาสจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดสม่ำเสมอ ส่วนด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติเป็นปัจจัยที่เพิ่มโอกาสการจ่ายเงินปันผล กล่าวคือ บริษัทที่มีการถือหุ้นโดยต่างชาติสูงบริษัทก็มีโอกาสจ่ายเงินปันผลสูงเช่นกัน แต่สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาตินี้กลับไม่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยกลับเป็นปัจจัยที่ลดทั้งโอกาสการจ่ายเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผล ส่วนสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่มีผลต่อทั้งโอกาสและอัตราการจ่ายเงินปันผล

ผลการศึกษายังพบอีกว่า อายุของกิจการ และสภาพคล่องในการซื้อขาย เป็นอีกปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่ โดยบริษัทที่มีอายุกิจการมากขึ้นจะมีโอกาสจ่ายเงินปันผลมากขึ้น

สอดคล้องกับทฤษฎีอายุของกิจการ ในขณะที่บริษัทที่หุ้นของตนเองมีสภาพคล่องในการซื้อขายสูงจะมีโอกาสจ่ายเงินปันผลน้อยลง สอดคล้องกับทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม อย่างไรก็ดี ในด้านปัจจัยที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลพบว่า มีเพียงสภาพคล่องในการซื้อขายเท่านั้นที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล โดยบริษัทที่หุ้นของตนเองมีสภาพคล่องในการซื้อขายสูงจะจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ลดลง สอดคล้องกับทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม

คำสำคัญ : เงินปันผล นโยบายการจ่ายเงินปันผล ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด โครงสร้างผู้ถือหุ้น ทฤษฎีการส่งสัญญาณ ทฤษฎีตัวแทน ทฤษฎีอายุของกิจการ ทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม ทฤษฎีโอกาสในการเติบโต

Abstract

The objective of this study is to investigate factors that affect decision to pay dividend and dividend payout ratio of listed company in Thailand. Factors are chosen from relevant theories which include Signaling theory, Agency theory, Life-cycle theory, Transaction cost theory and Growth opportunity theory. Cash-flow uncertainty and shareholding structure, such as foreign ownership, large shareholder ownership, and minority ownership, are studied in depth in this research. The method used are Probit model, Tobit model, and Random/Fixed effects model. Approximately 330 listed companies in Thailand during year 2002 to 2009 are covered in this study.

From our evidence, Cash-flow uncertainty influences dividend payment decision but not a payout ratio. Concerning shareholding structure, the result shows that foreign ownership increases probability to pay dividend. However, foreign ownership has no impact on payout ratio. Minority ownership negatively influences both dividend payment decision as well as dividend payout ratio. Interestingly, large shareholder ownership has no impact on both dividend payment decision and dividend payout ratio.

Both company's life-cycle stage and stock liquidity are important factors in determining whether a listed company would pay a dividend. This study finds that mature company has a higher propensity to pay dividend as predicted by Life-cycle theory. Moreover, this study also finds that a listed company whose stock is liquid would have a lower chance to pay dividend or has a lower dividend payout ratio as predicted by Transaction cost theory.

Keywords : Dividend, Dividend Policy, Cash Flow Uncertainty, Ownership Structure, Signaling Theory, Agency Theory, Life-Cycle Theory, Transaction Cost Theory, Growth Opportunity Theory

1. บทนำ (Introduction)

เงินปันผลถือเป็นปัจจัยสำคัญต่อการพิจารณาของนักลงทุนว่าจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์หรือไม่ ในด้านของบริษัทจดทะเบียน การจ่ายเงินปันผลก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้มูลค่าของกิจการ (Firm value) เพิ่มขึ้น เพราะกิจการสามารถใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณจากผู้บริหารไปยังผู้ถือหุ้นที่มีข้อมูลน้อยกว่า (Asymmetric information) ให้เข้าใจในทิศทางและปรับเปลี่ยนมุมมองตามที่ผู้บริหารต้องการ งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนไทย การศึกษาครอบคลุมทั้งปัจจัยที่กำหนดว่า บริษัทจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่ และถ้าจ่ายเงินปันผล บริษัทจะจ่ายเงินปันผลมากน้อยเพียงใด ทั้งนี้ งานศึกษาการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนที่ผ่านมา มักเน้นศึกษาเฉพาะปัจจัยที่กำหนดว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่ แต่ไม่ได้ศึกษาเพิ่มเติมถึงปัจจัยที่กำหนดว่า ถ้าบริษัทตัดสินใจจ่ายเงินปันผลแล้ว ปัจจัยใดที่กำหนดว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลมากน้อยเพียงใด

สำหรับปัจจัยในการกำหนดการจ่ายเงินปันผล งานศึกษานี้เน้นศึกษาถึงความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดที่บริษัทจะได้รับ (Cash-flow uncertainty) และลักษณะโครงสร้างของผู้ถือหุ้น (Ownership structure) ความสำคัญของความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดต่อการจ่ายเงินปันผล มีพื้นฐานมาจากทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory) ที่เสนอว่าผู้บริหารใช้การจ่ายเงินปันผลในการส่งสัญญาณเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรต่อผู้ถือหุ้น โดยหากบริษัทจ่ายเงินปันผลมากขึ้นย่อมทำให้ผู้ถือหุ้นเข้าใจว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรมากขึ้น ในทางตรงข้ามหากบริษัทจ่ายเงินปันผลลดลงย่อมทำให้ผู้ถือหุ้นเข้าใจว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรลดลง บริษัทจึงเลี่ยงที่จะไม่จ่ายเงินปันผลในอัตราสูงหากมีความไม่แน่นอนในกระแสเงินสดที่จะได้รับ เพราะจะทำให้บริษัทมีกระแสเงินสดไม่เพียงพอต่อการดำเนินงาน และอาจทำให้ต้องลดอัตราการจ่ายเงินปันผลในที่สุด อันเป็นผลให้มูลค่าของกิจการลดลงได้

สำหรับความสำคัญของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีต่อการจ่ายเงินปันผล มีพื้นฐานมาจากกฎหมายบริษัท (Corporate law) ที่กำหนดให้ที่ประชุมผู้ถือหุ้นมีอำนาจสูงสุดในการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล และทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ยังได้เสนอว่า การจ่ายเงินปันผลสามารถถูกใช้เป็นเครื่องมือในการลดปัญหาตัวแทน (Agency problem) ระหว่างผู้บริหาร (Agent) และผู้ถือหุ้น (Principal) ลงได้ ทั้งนี้ งานวิจัยนี้เลือกศึกษาผลกระทบที่เกิดจาก การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย

งานวิจัยนี้ใช้ Probit model ในการศึกษาถึงปัจจัยที่กำหนดโอกาสจ่ายเงินปันผล ส่วนปัจจัยที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล งานวิจัยนี้ใช้ Tobit model ประกอบกับแบบจำลอง Random/Fixed effects model ข้อมูลที่ใช้ศึกษาครอบคลุมบริษัทที่จดทะเบียนในกระดานหลักของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปีพุทธศักราช 2545 จนถึง 2552 โดยยกเว้นบริษัทในกลุ่มสถาบันการเงิน และบริษัทในกลุ่มที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ

ผลการศึกษาพบว่า ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดมีผลกระทบต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเท่านั้น แต่กลับไม่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ส่วนด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติเป็นปัจจัยที่เพิ่มโอกาสการจ่ายเงินปันผล กล่าวคือ บริษัทที่มีการถือหุ้นโดยต่างชาติสูง บริษัทก็มีโอกาสจ่ายเงินปันผลสูงเช่นกัน แต่สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาตินี้กลับไม่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยกลับเป็นปัจจัยที่ลดทั้งโอกาสการจ่าย

เงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผล ส่วนสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่กลับไม่มีผลต่อทั้งโอกาสและอัตราการจ่ายเงินปันผล

งานวิจัยนี้ยังศึกษาถึง ปัจจัยช่วงอายุของกิจการตามทฤษฎีอายุกิจการ (Life-cycle theory) และปัจจัยสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้น ตามทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction cost theory) ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีอายุกิจการมากขึ้นจะมีโอกาสจ่ายเงินปันผลมากขึ้นสอดคล้องกับทฤษฎีอายุกิจการ ส่วนบริษัทที่หุ้นของตัวเองมีสภาพคล่องสูงก็จะมีโอกาสจ่ายเงินปันผลน้อยลงและมีอัตราการจ่ายเงินปันผลน้อยลงด้วย เป็นไปตามทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม

รายงานฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นห้าส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature review), วิธีการดำเนินการวิจัย (Methodology), ผลการวิจัย (Results) และสรุปผล (Conclusion) ตามลำดับ

2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review)

2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

ที่ผ่านมามีผู้พยายามอธิบายการจ่ายเงินปันผลโดยใช้ทฤษฎีต่างๆ มากมาย การศึกษานี้ได้ทำการรวบรวมทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง เพื่อกำหนดปัจจัยที่ใช้อธิบายการจ่ายเงินปันผล ได้ดังนี้

2.1.1 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory) เสนอว่าในโลกแห่งความเป็นจริงตลาดไม่ได้มีความสมบูรณ์และนักลงทุนแต่ละคนไม่ได้มีข้อมูลที่เท่าเทียมกัน ผู้บริหารของบริษัทจึงใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งข้อมูลข่าวสารไปยังผู้ถือหุ้นเพื่อให้ผู้ถือหุ้นปรับมุมมองที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท เมื่อนักลงทุนเห็นว่าปริมาณเงินปันผลที่ได้รับเพิ่มขึ้นหรือลดลงไปจากเดิม ย่อมเปลี่ยนมุมมองที่มีต่อบริษัทใหม่ ดังนั้นหากบริษัทจ่ายเงินปันผลลดลง นักลงทุนย่อมเข้าใจว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรลดลง จึงลดการลงทุนในบริษัท ส่งผลให้มูลค่าของกิจการ (Firm value) ลดลง ดังนั้น บริษัทที่มีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด (Cash flow uncertainty) สูง ซึ่งมีความเสี่ยงที่อาจไม่สามารถรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลในปีต่อๆ ไป จะมีการจ่ายเงินปันผลในปริมาณที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีความแน่นอนของกระแสเงินสด เพื่อเป็นการลดความเสี่ยงต่อการลดหรืองดการจ่ายเงินปันผลในปีต่อไปหากมีกระแสเงินสดไม่เพียงพอ

2.1.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) เสนอว่าปัญหาตัวแทน (Agency problem) เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่กำหนดปริมาณการจ่ายเงินปันผล โดยการจ่ายเงินปันผลสามารถลดปัญหาตัวแทนหรือการทุจริตของผู้บริหารได้ เพราะการจ่ายเงินปันผลทำให้ปริมาณกระแสเงินสดอิสระในบริษัท (Free cash flow) ซึ่งอยู่ภายใต้การดูแลของผู้บริหารบริษัทลดลง ข้อบ่งชี้ว่าบริษัทมีปัญหาตัวแทนมากน้อยเพียงใดสามารถวัดได้จากลักษณะของโครงสร้างผู้ถือหุ้น โดยบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Largest shareholder) มีสัดส่วนการถือหุ้นมาก ย่อมมีปัญหาตัวแทนน้อยและมักมีโอกาสจ่ายเงินปันผลน้อยด้วย เพราะผู้ถือหุ้นสามารถตรวจสอบการบริหารจัดการได้อย่างใกล้ชิด ทำให้ไม่มีความจำเป็นต้องจ่ายเงินปันผลเพื่อลดโอกาสของผู้บริหารในการนำไปใช้จ่ายในโครงการที่ไม่ได้เพิ่มมูลค่าแก่กิจการ ในทางตรงข้าม บริษัทที่ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ไม่สามารถตรวจสอบการบริหารจัดการได้อย่างใกล้ชิด เช่น มีผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนมาก (Minority ownership) หรือผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนต่างชาติ (Foreign ownership) มักมีปัญหาตัวแทน ทำให้ผู้ถือหุ้นต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผลมาก เพราะเกรงว่าหากบริษัทมีกระแสเงินสดมากเกินไป ผู้บริหารบริษัทอาจนำไปใช้จ่ายในโครงการที่ไม่เป็นประโยชน์ได้

2.1.3 ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory) DeAngelo, DeAngelo และ Stulz (2006) เสนอว่าอายุการดำเนินงานของบริษัท (Life-cycle stage) เป็นปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผล โดยทฤษฎีนี้เสนอว่า บริษัทที่เริ่มดำเนินงาน มีโอกาสที่จะจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าบริษัทที่ดำเนินงานเป็นเวลานาน เนื่องจากบริษัทที่เริ่มดำเนินงานซึ่งอยู่ในช่วงเติบโต มีโอกาสลงทุนได้ในอีกหลายโครงการ ทำให้บริษัทจำเป็นต้องรักษากระแสเงินสดไว้ ขณะที่บริษัทที่มีอายุการดำเนินงานมานานซึ่งแสดงถึงการเติบโตอย่างเต็มที่แล้ว จะมีแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นมากกว่า เพราะบริษัทไม่มีความจำเป็นต้องเก็บกระแสเงินสดไว้เพื่อลงทุนต่อมากนัก

2.1.4 ทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction cost theory) เสนอว่า ต้นทุนในการซื้อขายหลักทรัพย์ (Transaction cost) เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่บริษัทใช้พิจารณาจ่ายเงินปันผล เนื่องจากผู้ลงทุนอาจทำรายการซื้อขายลดลงหากได้กำไรจากส่วนต่างราคา (Capital gain) ไม่คุ้มกับค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรม ดังนั้น เพื่อให้หลักทรัพย์ของตนเองเป็นที่น่าสนใจของผู้ลงทุน บริษัทที่หุ้นของตนเองมีต้นทุนในการซื้อขายสูงอันทำให้ผู้ลงทุนได้รับกำไรจากส่วนต่างราคาน้อย จึงมีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลมากขึ้นเพื่อชดเชยผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับน้อยลงจากส่วนต่างราคา (Capital gain) ส่วนบริษัทที่หุ้นของตนเองมีต้นทุนในการซื้อขายต่ำหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ หุ้นของบริษัทมีสภาพคล่องสูง อันทำให้ผู้ลงทุนได้รับกำไรส่วนต่างราคาคุ้มค่ากับต้นทุนการทำธุรกรรมอยู่แล้ว บริษัทเหล่านี้ จึงมีแนวโน้มของการจ่ายเงินปันผลต่ำ เพราะไม่มีความจำเป็นต้องจ่ายเงินปันผลให้สูงขึ้นเพื่อชดเชยต้นทุนทางธุรกรรมให้กับผู้ลงทุน

2.1.5 ทฤษฎีโอกาสการเติบโต (Growth opportunities) ตามที่ทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) เสนอว่า ในการลงทุนเพิ่ม บริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อน และหลีกเลี่ยงการออกหุ้นใหม่เพราะผู้ถือหุ้นและผู้บริหารมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric information) ซึ่งอาจทำให้บริษัทไม่สามารถระดมทุนได้ตามจำนวนที่ต้องการ ดังนั้น หากบริษัทคาดการณ์ว่าจะมีโอกาสเติบโตในอนาคตอันใกล้ซึ่งต้องใช้เงินลงทุนสูง บริษัทก็น่าจะจ่ายเงินปันผลในอัตราต่ำเพื่อเก็บกระแสเงินสดสำหรับการลงทุน

2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

ที่ผ่านมามีงานศึกษาเชิงประจักษ์ทั้งในประเทศและต่างประเทศหลายงานที่นำทฤษฎีที่เกี่ยวข้องข้างต้นมาศึกษา โดยการศึกษาว่าตัวแปรชี้วัดที่มาจากทฤษฎีต่าง ๆ มีผลต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลจริงหรือไม่ คณะวิจัยสามารถสรุปผลการศึกษาที่ผ่านมาโดยแบ่งตามทฤษฎีที่เกี่ยวข้องได้ ดังนี้

2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory)

Lintner (1956) ศึกษาการรักษาระดับการจ่ายเงินปันผล โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียน จำนวน 600 บริษัท แล้วเลือก 28 บริษัท เพื่อสัมภาษณ์ผู้บริหาร ผลการศึกษาพบว่า ผู้บริหารส่วนใหญ่พยายามรักษาระดับอัตราการจ่ายเงินปันผลให้คงที่และกำหนดการจ่ายเงินปันผลจากผลการดำเนินงานที่แน่นอน โดยแต่ละปีผู้บริหารจะพิจารณาก่อนว่ามีความจำเป็นต้องเปลี่ยนแปลงอัตราการจ่ายเงินปันผลหรือไม่ เมื่อเห็นว่าจำเป็นจึงกำหนดต่อว่าควรเป็นเท่าใด เนื่องจากผู้บริหารเชื่อว่าผู้ลงทุนจะจ่ายค่าพรีเมียมแก่หุ้นของบริษัทที่รักษาระดับอัตราการจ่ายเงินปันผลได้ ซึ่งต่อมา Benartzi, Michaely, และ Thaler (1997) ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนใน NYSE และ AMEX ที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลจำนวน 7,186 บริษัท ในช่วง 13 ปี ระหว่างปี ค.ศ. 1979 -1991 โดยศึกษาว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของ

บริษัทนั้น มีผลมาจากกำไรในอดีตหรือว่าเป็นการส่งสัญญาณในการคาดการณ์กำไรในอนาคต ซึ่งการศึกษาพบว่า กำไรของบริษัทในอดีตมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลง การจ่ายเงินปันผลอย่างมากและเป็นไปในทิศทางเดียวกัน โดยบริษัทที่มีกำไรเพิ่มขึ้นจากอดีตจะมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ขณะที่บริษัทที่มีกำไรลดลงจะลดการจ่ายเงินปันผลลง Zhou และ Ruland (2006) ยังพบว่าบริษัทที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงจะมีการเติบโตของกำไรที่เกิดขึ้นจริงในภายหลังสูงด้วย สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่ทำนายว่าบริษัทที่เพิ่มการจ่ายเงินปันผลมีโอกาสที่จะมีกำไรในอนาคตมากกว่าบริษัทที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล

Brav et al. (2003) ได้ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนใน NYSE, AMEX และ NASDAQ จำนวน 256 บริษัท และทำการสัมภาษณ์ผู้บริหารจำนวน 384 คน เพื่อศึกษาการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน โดยผลการศึกษาพบว่า บริษัทส่วนใหญ่ที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอนั้น มักจะไม่ลดการจ่ายเงินปันผลลง แต่จะไม่จ่ายเงินปันผลในระดับที่สูงไปกว่ารายได้ปัจจุบันของบริษัท ซึ่งก็จะมีแต่บริษัทที่มีความมั่นคงและมีรายได้เพิ่มขึ้นอย่างสม่ำเสมอแล้วเท่านั้นที่จะเริ่มตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและเพิ่มการจ่ายเงินปันผล ขณะที่บางบริษัทมีนโยบายให้ผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น (distribution policy) ในรูปของการซื้อหุ้นคืน (share repurchase) เนื่องมาจากว่าผู้บริหารมองว่าการซื้อหุ้นคืนมีความยืดหยุ่นมากกว่าการจ่ายเงินปันผล ซึ่งการที่บริษัทจะเพิ่มระดับการจ่ายเงินปันผลและเพิ่มระดับการซื้อหุ้นคืนนั้น บริษัทจะกระทำก็ต่อเมื่อมีกระแสเงินสดเหลือจากการลงทุนและมีสภาพคล่องเพียงพอ

สำหรับงานศึกษาในต่างประเทศที่หาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด Bredley, Capozza และ Seguin (1998) ได้ศึกษากลุ่มตัวอย่างจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (REITs) ระหว่างปี ค.ศ. 1985 ถึง 1992 โดยใช้ระดับหนี้สิน (Debt to total asset ratio) เป็นตัวแทนของความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด โดยมีสมมติฐานว่าหากระดับหนี้สินเพิ่มขึ้น ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับก็จะเพิ่มขึ้น ผลการศึกษาพบว่ากองทุนที่มีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับสูงจะมีอัตราการจ่ายเงินปันผลต่ำ สอดคล้องกับสมมติฐานที่มีพื้นฐานจากทฤษฎีการส่งสัญญาณ

ต่อมา Chay และ Suh (2009) ได้หาความสัมพันธ์ทั้งในด้านของโอกาสและปริมาณในการจ่ายเงินปันผล โดยงานนี้นอกจากอ้างความสัมพันธ์ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณแล้ว Chay และ Suh ยังเสนอว่าค่าใช้จ่ายในการหาแหล่งเงินทุนและการถูกตรวจสอบจากแหล่งเงินทุนก็เป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่ทำให้บริษัทที่มีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดสูงไม่กล้าจ่ายเงินปันผลในอัตราสูงด้วย การศึกษาของ Chay และ Suh ใช้ข้อมูลของ 7 ประเทศ ได้แก่ ออสเตรเลีย แคนาดา ฝรั่งเศส เยอรมนี ญี่ปุ่น สหราชอาณาจักร และสหรัฐอเมริกา ครอบคลุมเวลา 12 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1994 ถึง 2005 ด้วยเทคนิค Logit regression และ Tobit regression ในการหาความสัมพันธ์ งานศึกษานี้ใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Standard deviation of stock returns) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลการประกอบการ (Standard deviation of operating rate of return) เป็นตัววัดความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด นอกจากนี้ ยังรวมตัวแปรด้านต้นทุนจากปัญหาตัวแทน (Agency cost) อย่างเช่น อายุของกิจการโดยวัดด้วยสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Earned/contributed capital mix) และโอกาสในการเติบโตของบริษัท (Growth opportunity) เป็นตัวแปรควบคุม (Controlled variables) ด้วย ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับ Bredley, Capozza และ Seguin (1998) คือพบว่า บริษัทที่มีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดสูง

มีแนวโน้มที่จะไม่จ่ายเงินปันผล หรือถ้ามีการจ่ายปันผลก็จะกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ

2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

การศึกษาเชิงประจักษ์ในกลุ่มนี้โดยส่วนใหญ่พบว่า ต้นทุนจากปัญหาตัวแทน (Agency cost) เป็นปัจจัยหนึ่งในการจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้ งานศึกษาในกลุ่มนี้ใช้โครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นตัวแปรที่สะท้อนถึงปัญหาตัวแทนที่มีในบริษัท

งานศึกษาที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ได้แก่ Khan (2006) ซึ่งได้ศึกษาบริษัทจดทะเบียนจำนวน 330 บริษัท ใน UK Stock Exchange ระหว่างปี ค.ศ. 1985 ถึง 1997 ผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด (Ownership concentration) เป็นไปในทิศทางลบ โดยงานศึกษานี้ได้อธิบายว่า ผลที่ได้น่าจะมาจากเหตุผลที่ว่าเมื่อการถือหุ้นกระจุกตัวอยู่กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้ถือหุ้นรายนั้นย่อมมีอำนาจควบคุมบริษัทได้ จึงไม่จำเป็นต้องใช้การจ่ายเงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน ผลที่ได้นี้ได้รับการยืนยันจากงานศึกษาของ Gugler และ Yurtoglu (2003) ซึ่งศึกษาบริษัทในประเทศเยอรมัน งานศึกษาของ Mancinelli และ Ozkan (2006) ที่ศึกษาบริษัทในประเทศอิตาลี, งานศึกษาของ Renneboog และ Trojanowski (2007) ที่ศึกษาบริษัทในสหราชอาณาจักร และงานศึกษาของ Truong และ Heaney (2007) ที่ใช้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 37 ประเทศ แล้วพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้าม

ทั้งนี้เป็นที่น่าสังเกตว่า งานศึกษาของ Ramli (2010) ที่ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในประเทศมาเลเซีย จำนวน 245 บริษัท (ไม่รวมกลุ่มสถาบันการเงิน) ระหว่างปี ค.ศ. 2002 – 2006 พบความสัมพันธ์ที่แตกต่างจากงานศึกษาขั้นต้น กล่าวคือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ โดยบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงจะมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงด้วย

งานศึกษาที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นรายย่อย (Minority ownership) ได้แก่ Khan (2006) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย ผลการวิจัยพบความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับทฤษฎีกล่าวคือ บริษัทจะจ่ายเงินปันผลต่ำเมื่อบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยในระดับสูง ในขณะที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลสูงเมื่อบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยในระดับต่ำ

งานศึกษาในประเทศไทย ได้แก่ งานศึกษาของ ธนิดา (2543) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับความต้องการเงินทุนของกิจการในอนาคต และความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับการกระจายตัวของผู้ถือหุ้น โดยในส่วนนี้ ธนิดา (2543) ตั้งสมมติฐานตามทฤษฎีว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มากขึ้นจะทำให้บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลมากขึ้นด้วย อย่างไรก็ดี ผลการศึกษาของธนิดาด้วยวิธีสมการถดถอยแบบปกติ (Ordinary Least Square) และ Piecewise Linear Regression กลับพบว่า การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นดังกล่าวไม่ได้สัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

งานศึกษาที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ (Foreign ownership) ได้แก่ Jeon, Lee และ Moffett (2010) ซึ่งได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุน

ต่างชาติกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนของเกาหลีใต้ ระหว่างปี ค.ศ. 1994 ถึง 2004 ผลการศึกษาพบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมากกว่าร้อยละห้า จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลสูง ขณะที่บริษัทที่มีสัดส่วนดังกล่าวน้อยกว่าร้อยละห้า มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลต่ำ ขณะที่ Baba (2008) ศึกษาผลกระทบจากการถือหุ้นโดยนักลงทุนต่างชาติที่มีต่อการจ่ายเงินปันผลในกรณีของบริษัทญี่ปุ่น โดยใช้ Random effects probit model และพบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยต่างชาติสูงจะมีโอกาสจ่ายเงินปันผลสูงตามไปด้วย

2.2.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory)

งานศึกษาในกลุ่มนี้ พบว่า ช่วงอายุของกิจการ (Life-cycle stage) มีส่วนในการกำหนดการจ่ายเงินปันผล งานศึกษาที่สำคัญ ได้แก่ DeAngelo, DeAngelo และ Stulz (2006) ซึ่งพบว่า การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกามีความสัมพันธ์ในทางบวกกับอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Retained earning over total equity) สอดคล้องกับทฤษฎี โดยตัวแปรนี้จะเป็นตัวกำหนดว่าบริษัทจะเริ่มจ่ายหรืองดจ่ายเงินปันผล

งานศึกษาในประเทศไทยเกี่ยวกับทฤษฎีนี้ ได้แก่ Oonpipat (2009) ซึ่งพบว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Retained earning over total equity ratio) สูงก็มีโอกาสสูงที่จะจ่ายเงินปันผล ส่วนบริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำก็มีโอกาสต่ำที่จะจ่ายเงินปันผล ผลการศึกษาที่ได้สอดคล้องกับงานศึกษาในต่างประเทศ การศึกษานี้ได้ใช้ตัวแปรควบคุม (Controlled variables) คือ อัตราการเจริญเติบโต ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ และระดับเงินสดในมือ

2.2.4 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction cost theory)

งานศึกษาในกลุ่มนี้ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นกับการจ่ายเงินปันผล งานศึกษาที่สำคัญ ได้แก่ Banerjee, Gatchev และ Spindt (2007) ซึ่งพบว่าสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นของบริษัทเป็นปัจจัยสำคัญในการที่บริษัทจะเลือกว่าจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่ ผลการศึกษาชี้ว่าสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ ผลที่ได้สนับสนุนแนวคิดที่ว่าผู้ลงทุนมองว่าสภาพคล่องของหุ้นสามารถทดแทนการจ่ายเงินปันผลได้

งานศึกษาในประเทศไทย ได้แก่ Thanadvanich (2008) ซึ่งใช้อัตราการหมุนเวียนของหุ้น (Turnover ratio), สัดส่วนจำนวนวันที่หุ้นมีการซื้อขาย (Number of trading day ratio) และมูลค่าการซื้อขายหุ้นโดยเฉลี่ยต่อวัน (Daily average baht volume) เป็นตัวแปรที่ใช้วัดสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ผลการศึกษาพบว่า หุ้นที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายต่ำ มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลมากกว่า หุ้นที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายสูง

2.2.5 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีโอกาสในการเติบโต (Growth opportunity)

Rozeff (1982) ได้ทำการศึกษาถึงโอกาสในการเติบโตว่ามีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลหรือไม่ โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนจาก Value Line Investment Survey ของเดือนมิถุนายน ปี ค.ศ. 1981 ซึ่งมีขนาดของกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 1,000 ตัวอย่าง โดยแบ่งออกเป็น 64 กลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน ผลการศึกษาพบว่าอัตราการเติบโตทั้งที่เกิดขึ้นในอดีตและโอกาสในการเติบโตล้วนมีผลต่อการจ่ายเงินปันผล โดยหากบริษัทมีโอกาสเติบโตสูง บริษัทจะจ่ายเงินปันผลลดลง เนื่องจาก

บริษัทต้องใช้เงินลงทุนมากขึ้นและบริษัทต้องการใช้เงินทุนจากภายใน (Internal fund) ก่อนที่จะใช้เงินทุนจากภายนอก (External fund)

ส่วนงานวิจัยที่สำคัญสำหรับในกรณีประเทศกำลังพัฒนาในเอเชีย ได้แก่ งานของ Subramaniam และ Devi (2011) ซึ่งพบว่าบริษัทจดทะเบียนในมาเลเซียจะจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ลดลงเมื่อมีโอกาสในการเติบโตที่ดี ทั้งนี้โอกาสในการเติบโตถูกวัดด้วยมูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี (Market to book value of equity)

3. ข้อมูลที่ใช้ ตัวแปร และวิธีการทางสถิติ (Methodology)

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลในการคำนวณตัวแปรต่างๆ จากฐานข้อมูล PSIMS อันเป็นฐานข้อมูลเดียวกันกับ SETSMART ซึ่งจัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทจดทะเบียนที่ใช้เป็นข้อมูลในการศึกษาได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในกระดานหลักระหว่างปี พ.ศ. 2545 ถึงปี 2552 และมีข้อมูลการจ่ายเงินปันผลในฐานข้อมูล PSIMS ทั้งนี้ ยกเว้นบริษัทในกลุ่มสถาบันการเงิน ได้แก่ ธนาคาร บริษัทประกันภัย และบริษัทหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีหน่วยงานกำกับดูแลเป็นการเฉพาะซึ่งอาจมีข้อจำกัดในการจ่ายเงินปันผล และบริษัทในกลุ่มฟื้นฟูกิจการเนื่องจากบริษัทเหล่านี้ส่วนใหญ่มีกำไรสะสมติดลบและมีผลการดำเนินงานขาดทุนซึ่งทำให้ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้

3.2 ตัวแปร (Variables)

3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent variables)

การจ่ายเงินปันผล (Dummy variable indicating a dividend payment)

ตัวแปรที่ใช้จะถูกแทนค่าด้วย 1 ในกรณีที่บริษัทจ่ายเงินปันผลและจะแทนค่า 0 ในกรณีที่บริษัทไม่จ่ายเงินปันผล ตัวแปรนี้จะใช้ในการศึกษาการตัดสินใจของบริษัทจดทะเบียนว่าจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่ เพื่อใช้หาความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสการจ่ายเงินปันผลและตัวแปรอธิบายตามที่ทฤษฎีต่างๆ เสนอ

อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend payout ratio)

ตัวแปรที่ใช้คืออัตราการจ่ายเงินปันผลโดยคำนวณจากสัดส่วนเงินปันผลจ่ายในปีปัจจุบันหารด้วยกำไรสุทธิของปีก่อน ตามวิธีการศึกษาของ Chay และ Suh (2009) ทั้งนี้ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์จะครอบคลุมเฉพาะการจ่ายเงินปันผลที่เป็นเงินสด

งานวิจัยนี้ไม่ได้ครอบคลุมถึงการจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้น เพราะว่ามุ่งศึกษาถึงการที่บริษัทให้ผลตอบแทนกลับคืนไปยังเจ้าของคือผู้ถือหุ้น (Distribution policy) เป็นหลัก การจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้นนั้นเป็นเพียงการเพิ่มจำนวนหุ้นที่มีเท่านั้น ไม่ได้มีการเคลื่อนย้ายความมั่งคั่ง (Wealth) จากตัวธุรกิจไปสู่ผู้ถือหุ้น นอกจากนี้งานวิจัยนี้ก็ไม่ได้รวมถึงการซื้อหุ้นคืนของบริษัท (Stock repurchase) ซึ่งเป็นอีกหนทางหนึ่งที่บริษัทจะให้ผลตอบแทนคืนกลับไปที่ผู้ถือหุ้นได้ เพราะว่าจากสถิติที่ผ่านมา มูลค่าการซื้อหุ้นกลับคืนของบริษัทจดทะเบียนต่อมูลค่าการจ่ายเงินปันผล ในปี พ.ศ. 2550 ถึง 2552 มีเพียง 0.24, 0.59 และ 1.03 เปอร์เซ็นต์[1] ตามลำดับ

[1] การคำนวณของผู้วิจัยโดยใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART

การศึกษานี้ครอบคลุมเฉพาะกรณีที่บริษัทมีผลกำไรสุทธิแล้วจึงประกาศจ่ายเงินปันผล โดยไม่รวมถึงกรณีที่บริษัทมีผลขาดทุนสุทธิแต่ประกาศจ่ายเงินปันผล เพราะค่าอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ได้จะมีค่าติดลบไม่สามารถตีความได้ ทั้งนี้ตามกฎหมาย บริษัทสามารถประกาศจ่ายเงินปันผลได้จากส่วนกำไรสะสม ดังนั้นแม้ว่าปีนั้นบริษัทจะขาดทุนสุทธิแต่ถ้ายังคงมีกำไรสะสมอยู่ ก็สามารถประกาศจ่ายเงินปันผลได้ หรือถ้าปีนั้นบริษัทมีกำไรสุทธิ บริษัทก็สามารถประกาศจ่ายเงินปันผลได้มากกว่ากำไรสุทธิของปีนั้น โดยนำกำไรสะสมของปีก่อนมาจ่ายเป็นเงินปันผล

ทั้งนี้ การศึกษาครอบคลุมถึงบริษัทที่มีผลขาดทุนสุทธิและไม่ได้ประกาศจ่ายปันผล โดยจะถือว่า บริษัทดังกล่าวมีอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ศูนย์เปอร์เซ็นต์ และนำข้อมูลนี้ไปใช้ในการวิเคราะห์

3.2.2 ตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables)

ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด (Cash flow uncertainty)

กระแสเงินสดเป็นองค์ประกอบหลักในการคำนวณราคาหุ้นด้วยวิธีกระแสเงินสดคิดลด (Discounted cash flow valuation) โดยสะท้อนถึงความสามารถของกิจการในการสร้างกระแสเงินสดให้กับนักลงทุนในอนาคต การคาดการณ์กระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับที่เปลี่ยนแปลงไปย่อมถูกสะท้อนโดยราคาหุ้นเปลี่ยนแปลงไปด้วย ดังนั้นความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดจึงอาจถูกวัดโดยความผันผวนหรือส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนของราคาหุ้น การศึกษานี้จะคำนวณค่าความผันผวนดังกล่าวเป็นรายเดือนและอยู่ในรูปทศนิยม โดยคำนวณจากผลตอบแทนของราคาหุ้นรายเดือนในเวลาสองปีล่าสุดรวมถึงปีปัจจุบัน ซึ่งเป็นวิธีการคำนวณที่ใช้ในการศึกษาของ Chay และ Suh (2009)

นอกจากนี้ งานศึกษานี้ยังใช้ข้อมูลจากงบการเงินเพื่อประเมินความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดที่เกิดขึ้นด้วยการใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัวแทนของความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดในอดีตที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบัน ทั้งนี้ตัวแปรนี้เป็นตัวแปรที่ Chay และ Suh (2009) ใช้เช่นกัน โดยคำนวณจากผลกำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวม แล้ววัดส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของค่านี้จากผลการดำเนินงาน 4 ปีล่าสุดรวมถึงปีปัจจุบัน

ลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure)

การศึกษานี้จะศึกษาความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผลกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นสามลักษณะ อันได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย และสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ ตัวแปรที่สะท้อนถึงโครงสร้างการถือหุ้นดังกล่าว ได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นในลักษณะที่สนใจหารด้วยจำนวนการถือหุ้นทั้งหมด ณ วันปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นครั้งสุดท้ายของปีดังรายละเอียดข้างล่างนี้

สัดส่วนผู้ถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Largest ownership) ซึ่งมีแนวโน้มสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลในทางตรงข้าม คำนวณจากผลรวมของจำนวนหุ้นของผู้ถือหุ้นทั้งหมดที่มีการถือหุ้นในบริษัทเป็นอย่างน้อยร้อยละ 4 ของจำนวนหุ้นทั้งหมด สัดส่วนที่กำหนดนี้มีที่มาจากงานศึกษาในต่างประเทศโดย Truong และ Heaney (2007) ซึ่งพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นขั้นต่ำที่ร้อยละ 5 เป็นสัดส่วนที่พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญจากกลุ่มตัวอย่างซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียน 37 ประเทศทั่วโลก แต่เนื่องจากประเทศไทย ผู้ถือหุ้นบริษัทจดทะเบียนต้องรายงานการได้มาซึ่งหลักทรัพย์ทุกครั้งที่ถึงร้อยละ 5

ตามกฎของ ก.ล.ต.[2] ซึ่งอาจทำให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เลี่ยงการถือหุ้นร้อยละ 5 ขึ้นไป งานวิจัยนี้จึงเลือกสัดส่วนการถือหุ้นที่ตั้งแต่ร้อยละ 4 ขึ้นไปแทน ซึ่งแม้จะแตกต่างกับวิธีการของงานศึกษาต่างประเทศแต่น่าจะเหมาะสมกับสภาพกฎเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์ไทยมากกว่า และเนื่องจากงานศึกษานี้เลือกใช้ตัวเลขที่น้อยลงมา ดังนั้นผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นตั้งแต่ร้อยละ 5 ก็ยังคงถูกนับในสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยถ้าสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ถือหุ้นตั้งแต่ร้อยละ 5 มีผลจริงต่อการจ่ายเงินปันผลเหมือนกับงานศึกษาในต่างประเทศ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ถือหุ้นตั้งแต่ร้อยละ 4 ก็ควรจะมีผลด้วยเช่นเดียวกัน

สัดส่วนผู้ถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free float) ซึ่งมีแนวโน้มสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลในทางเดียวกัน เนื่องจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ต้องการหาความสัมพันธ์คือ สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจในการบริหารหรือมีอิทธิพลเหนือการตัดสินใจต่อผู้บริหารของบริษัท การศึกษานี้ จึงใช้ค่า Free float ที่คำนวณตามเกณฑ์ ก.ล.ต. ซึ่งสรุปได้ว่าเป็นสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ไม่ใช่ Strategic partner[3] อันได้แก่ ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรวมทั้งญาติสนิทที่ถือหุ้นมากกว่า 5% ทั้งนี้ ยกเว้น ผู้ถือหุ้นที่เป็นบริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิต บริษัทประกันภัย และกองทุนต่างๆ

สัดส่วนผู้ถือหุ้นที่ผู้ถือหุ้นเป็นชาวต่างชาติ (Foreign ownership) ซึ่งมีแนวโน้มสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลในทางเดียวกัน ตัวชี้วัดที่ใช้คำนวณจากสัดส่วนการถือหุ้น โดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ ณ วันสิ้นปี ตามวิธีการศึกษาของ Jeon, Lee และ Moffett (2010) ซึ่งใช้บริษัทจดทะเบียนในประเทศเกาหลีใต้เป็นกลุ่มตัวอย่าง

อายุของกิจการ (Life-cycle stage)

ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory) เสนอว่า บริษัทที่มีสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำเป็นบริษัทที่เพิ่งเริ่มก่อตั้งและต้องการเงินทุนเพื่อขยายกิจการ ขณะที่บริษัทที่มีสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูง เป็นบริษัทที่โตเต็มที่และมีโอกาสขยายตัวน้อย ตัวชี้วัดที่เหมาะสมต่อการเป็นตัวแทนอายุการดำเนินงานของบริษัทจึงควรเป็นสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด ซึ่งเป็นข้อมูลที่ได้จากงบการเงินในแต่ละปีของบริษัท ซึ่งตัวแปรดังกล่าวมีการใช้ในงานศึกษาทั้งในงานศึกษาในต่างประเทศอย่าง Chay และ Suh (2009) และในงานศึกษากรณีประเทศไทยโดย Oonpipat (2009)

ทั้งนี้ พึงสังเกตว่าตัวแปรนี้ไม่ได้วัดอายุของกิจการในความหมายที่ว่าก่อตั้งมากี่ปีหรือจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาแล้วกี่ปี แต่มีวัตถุประสงค์ที่จะวัดช่วงอายุของกิจการ (Life-cycle stage) โดยมีสมมุติฐานเบื้องหลังที่ว่ากิจการที่อยู่ตัวแล้ว (Maturity stage) ไม่มีความจำเป็นต้องระดมทุนเพิ่มจากผู้ถือหุ้นและจะใช้เงินทุน

---

[2] ที่มาจาก “การรายงานการได้มาหรือจำหน่ายหลักทรัพย์ของกิจการ” เผยแพร่บน website สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ www.sec.or.th

[3] ตามหลักเกณฑ์ ก.ล.ต. ซึ่งประกาศใน www.sec.or.th strategic partner ได้แก่ กรรมการ ผู้จัดการ และผู้บริหาร 4 ระดับแรกนับต่อจากผู้จัดการลงมา รวมถึงผู้ที่เกี่ยวข้อง และบุคคลที่มีความสัมพันธ์ ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้น >5% โดยนับรวมผู้ที่เกี่ยวข้อง ทั้งนี้ โดยทั่วไปจะยกเว้นผู้ถือหุ้นกลุ่มต่อไปนี้คือ บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิต บริษัทประกันภัย กองทุนรวม และกองทุนที่ออมแบบมีภาระผูกพัน และผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม

ภายในเป็นหลักในการขยายกิจการตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ดังนั้น กิจการที่อยู่ตัวแล้วจึงควรมีสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมดที่สูงกว่าในกรณีกิจการที่อยู่ในช่วงกำลังเติบโต (Growth stage)

สภาพคล่องในการซื้อขาย (Turnover)

งานศึกษานี้วัดสภาพคล่องในการซื้อขายด้วยอัตราการหมุนเวียนของหุ้น (Turnover ratio) ซึ่งคำนวณจากมูลค่าการซื้อขายหุ้นทั้งปี (Turnover) หารด้วยมูลค่าตลาดของหุ้น (Market capitalization) ณ สิ้นปีนั้นๆ ตามการศึกษาก่อนหน้าอย่าง Banerjee, Gatchev และ Spindt (2007), Thanadvanich (2008) และตามวิธีการคำนวณของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โอกาสในการเติบโต (Growth opportunity)

การเติบโตของกิจการ มีแนวโน้มที่จะสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลในทางตรงข้าม เนื่องจากบริษัทที่กำลังเติบโตต้องการกระแสเงินสดเพื่อขยายกิจการ ขณะที่บริษัทที่เติบโตถึงระยะสุดท้ายไม่ต้องใช้กระแสเงินสดเพื่อขยายกิจการอีก ทำให้มีกระแสเงินสดเหลือสำหรับการจ่ายเงินปันผล การศึกษาที่ผ่านมามีการใช้ตัวแปรที่สะท้อนอัตราการเติบโตในสองแง่มุมคือ มุมมองของการเติบโตที่เกิดขึ้นจริงซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนการเติบโตของยอดขาย (Sales growth rate) ตามงานศึกษาของ Oonpipat (2009) และมุมมองของการเติบโตในอนาคตซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนราคาตามตลาดต่อราคาตามบัญชี (Market to book ratio) ตามงานศึกษาของ Chay และ Suh (2009) อย่างไรก็ดี เนื่องจากข้อมูลยอดขายในอดีตค่อนข้างไม่ครบถ้วน การศึกษานี้จึงใช้อัตราการเติบโตของรายได้รวมเป็นตัวแทนมุมมองการเติบโตที่เกิดขึ้นจริง และใช้อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีแทนมุมมองอัตราการเติบโตในอนาคต

ตัวแปรควบคุม (Controlled variable)

ตัวแปรควบคุมที่ใช้ในงานศึกษานี้ใช้ตามการศึกษาก่อนหน้าประกอบด้วย ผลการดำเนินงานซึ่งวัดโดยผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) หรือ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด (ROE) ขนาดของกิจการซึ่งถูกวัดด้วยค่าล็อกฐานธรรมชาติ (natural log) ของมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด เงินสดคงเหลือซึ่งวัดด้วยมูลค่ารวมของเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นหารด้วยสินทรัพย์รวมทั้งหมดล้วนเป็นตัวแปรควบคุมตามงานศึกษาก่อนหน้าของ Bar-Yosef และ Venezia (1991), Fama และ French (2001), Aivazian, Booth และ Cleary (2003) และ DeAngelo, DeAngelo และ Stulz (2006)

ตารางที่ 1 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ

กลุ่มตัวแปร	ตัวแปร	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล
ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด	● ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานผลตอบแทนราคาหุ้นรายเดือน 2 ปี ล่าสุด	SDreturn	(-)
	● ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ 4 ปี ล่าสุด	SDROA	(-)
ปัญหาตัวแทน	● สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (จำนวนหุ้นที่ไม่ได้ถือโดย Strategic Partner หารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด)	Freefloat	(+)
	● สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (จำนวนหุ้นที่มีผู้ถือขั้นต่ำ 4% หารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด)	Large	(-)
	● สัดส่วนผู้ถือหุ้นโดยต่างชาติ (จำนวนหุ้นที่ถือโดยต่างชาติหารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด)	Foreign	(+)
โอกาสในการเติบโต	● อัตราส่วนการเติบโตของรายได้ (รายได้ปีปัจจุบันหารด้วยรายได้ปีก่อน)	Revgrowth	(-)
	● อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (Market-to-book ratio)	MBR	(-)
อายุของกิจการ	● สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (กำไรสะสม/ส่วนของผู้ถือหุ้น)	RE/TE	(+)
สภาพคล่องในการซื้อขาย	● อัตราการหมุนเวียนของหุ้น (มูลค่าการซื้อขาย / มูลค่าตลาด)	Turnover	(-)
ตัวแปรควรคุม			
ผลการดำเนินงาน	● ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (กำไรจากผลการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวม)	ROA	(+)
	● ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (กำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น)	ROE	(+)
ขนาดของกิจการ	● ล็อกฐานธรรมชาติของมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด	TA	(+)
เงินสด	● สัดส่วนเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นต่อสินทรัพย์รวม	Cash	(+)

3.3 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้จะมีลักษณะเป็นแบบหลายหน่วยหลายช่วงเวลาซึ่งแต่ละช่วงเวลาอาจมีจำนวนบริษัทไม่เท่ากัน (Unbalanced panel data) ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัทจดทะเบียนครอบคลุมตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง 2552 วิธีการศึกษาที่ใช้ในงานศึกษานี้ได้คำนึงถึงลักษณะพิเศษดังกล่าวของข้อมูลในการหาความสัมพันธ์ โดยการใช้วิธีทางสถิติแบบ Panel estimation method ส่วนขั้นตอนการศึกษาแบ่งออกเป็นสองส่วนโดยใช้เทคนิคสถิติ ดังต่อไปนี้

3.3.1 การหาความสัมพันธ์ของปัจจัยกำหนดโอกาสจ่ายเงินปันผลด้วย Probit model

Probit model เป็นแบบจำลองที่ใช้ในการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (การจ่ายเงินปันผล) ซึ่งสามารถมีผลลัพธ์ได้เพียงแค่สองทาง (Binary variable) คือ จ่ายเงินปันผล (แทนค่าด้วยตัวเลข 1) หรือไม่จ่ายเงินปันผล (แทนค่าด้วยตัวเลข 0) กับตัวแปรอธิบาย แบบจำลองนี้มีสมมติฐานพื้นฐานว่าค่าดัชนี (Index function value) อันเป็นตัวแปรต่อเนื่องที่ไม่สามารถเก็บค่าได้ (Unobservable continuous variable) ซึ่งวัดความเต็มใจและความสามารถของบริษัทที่จะจ่ายเงินปันผลเป็นตัวกำหนดว่า บริษัทจะจ่ายเงินปันผลจริงหรือไม่ ถ้าค่านี้มากกว่าศูนย์ บริษัทถึงจะจ่ายเงินปันผล แต่ถ้าค่านี้น้อยกว่าศูนย์ บริษัทจะยังไม่จ่ายเงินปันผล

Probit model ยังมีสมมติฐานต่อไปว่า การกระจายตัวของค่าดัชนี (Index function value) นี้เป็นแบบปกติ (Normal distribution) เหมือนกับในกรณีของ Tobit model ซึ่งเป็นแบบจำลองในการวิเคราะห์อัตราการจ่ายเงินปันผล การศึกษานี้จะทำการเปรียบเทียบผลลัพธ์จากทั้งสองตัวชี้วัดความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด ส่วนการประมาณค่าพารามิเตอร์ (Parameter) ของแบบจำลองจะใช้วิธี MLE (Maximum likelihood estimation)

สมการของแบบจำลอง Panel Probit model เขียนได้ดังนี้

$$D_{it} = 1 \quad \text{If } I_{it} \geq 0$$
$$0 \quad \text{If } I_{it} < 0$$
$$I_{it} = X_{it}.\beta + v_{it}$$
$$v_{it} = \alpha_i + \varepsilon_{it}$$
$$P_{it} = \Pr(Y_{it} = 1 \mid X_{it}) = F(X_{it}.\beta + \alpha_i)$$
$$F = \text{Cumulative Standard Normal Distribution}$$

โดยที่ค่า i คือ Cross sectional unit อันได้แก่ บริษัทจดทะเบียนแต่ละบริษัทที่ทำการศึกษา ค่า t คือ เวลา (Time dimension) ซึ่งเป็นไปได้ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 ถึง 2552 ค่า I_{it} คือค่าดัชนี (Index function value) ของความต้องการและความสามารถในการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัทที่จดทะเบียนในแต่ละปี ค่านี้เป็นค่าที่ไม่สามารถสังเกตได้ (Unobserved) ค่า D_{it} คือค่าการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลซึ่งมีผลลัพธ์ได้เพียงแค่สองทางคือ จ่ายเงินปันผล (แทนค่าด้วยตัวเลข 1) หรือไม่จ่ายเงินปันผล (แทนค่าด้วยตัวเลข 0) ค่านี้เป็นค่าที่เราสังเกตได้ (Observed variable) ค่า X_{it} คือเมตริกซ์ (Matrix) ของค่าตัวแปรที่อธิบายการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล (Explanatory variables) โดยประกอบด้วยตัวแปรดังที่ได้อธิบายไว้แล้วในตารางที่ 1 v_{it} คือค่าความผิดพลาดทางสถิติโดยรวม (Total error term) ซึ่งประกอบด้วยค่า α_i และค่า ε_{it} ค่า α_i เป็นค่าเฉลี่ยของความผิดพลาดของแต่ละบริษัทจดทะเบียนโดยค่านี้จะมีค่าคงที่สำหรับแต่ละบริษัทจดทะเบียนและไม่เปลี่ยนแปลงไปตามเวลา ค่านี้จะเป็นค่าที่สะท้อนถึง

ลักษณะพิเศษเฉพาะของแต่ละบริษัท (Unique factor of a listed company) ว่ามีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลมากน้อยเพียงใด, ค่า ε_{it} คือค่าความผิดพลาดทางสถิติ (Error term) ซึ่งมีสมมติฐานว่ามีค่าเฉลี่ยเท่ากับศูนย์ มีค่าความแปรปรวน (Variance) คงที่ มีการกระจายตัวแบบปกติ (Normal distribution) และไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรที่อธิบายการจ่ายเงินปันผล (Explanatory variables)

งานวิจัยนี้ใช้ค่าสถิติ LR Chi^2/Wald Chi^2 ในการทดสอบว่าตัวแปรอธิบายที่อยู่ในแบบจำลองนั้นมีตัวแปรอย่างน้อยหนึ่งตัวที่สามารถอธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ ถ้าค่านี้มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าตัวแปรอธิบายที่มีสามารถอธิบายตัวแปรตามคือการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลได้ และใช้ค่าสถิติ LR-test: $Chibar^2$ ทำการทดสอบว่า ค่า α_i มีค่าเท่ากันหมดสำหรับทุกบริษัทจดทะเบียนหรือไม่

3.3.2 การหาความสัมพันธ์ของปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล

ส่วนแรก การหาความสัมพันธ์ด้วยเทคนิค Tobit model

Tobit model เป็นแบบจำลองหนึ่งของ Censored regression model ซึ่งใช้ในการหาความสัมพันธ์โดยประมาณค่าพารามิเตอร์ (Parameter) เมื่อค่าในบางช่วงของตัวแปรตาม ไม่สามารถถูกเก็บค่าได้ (Censored) โดยค่าที่เก็บได้จะเป็นค่ารอยต่อของช่วงที่ไม่สามารถเก็บข้อมูลได้ ยกตัวอย่างเช่น อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจะมีค่าเป็นบวก ถ้าบริษัทนั้นมีการจ่ายเงินปันผล แต่จะมีค่าเป็นศูนย์ เมื่อบริษัทนั้นไม่มีการจ่ายเงินปันผล เราจะไม่พบค่าอัตราการจ่ายเงินปันผลที่เป็นลบ แม้ว่าอาจมีบางบริษัทอยากจะจ่ายเงินปันผลเป็นลบก็ตาม (หรืออีกนัยหนึ่ง คืออยากเพิ่มทุนจากผู้ถือหุ้น) ค่าพารามิเตอร์ในแบบจำลองจะถูกประมาณด้วยวิธี MLE (Maximum likelihood estimation)

Tobit model เหมาะสมกับการศึกษาการจ่ายเงินปันผล เพราะว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลอันเป็นตัวแปรตามจะไม่มีค่าเป็นลบ สอดคล้องกับแบบจำลองนี้ที่ตัวแปรตามที่เก็บข้อมูลได้ (Observed data) ก็จะไม่มีค่าเป็นลบเช่นกัน

สมการของแบบจำลอง Tobit model เขียนได้ดังนี้

$$
\begin{aligned}
Y_{it}^{*} &= X_{it}.\beta + v_{it} \\
v_{it} &= \alpha_i + \varepsilon_{it} \\
Y_{it} &= Y_{it}^{*} \qquad \text{if } Y_{it}^{*} \geq 0 \\
&= 0 \qquad \text{if } Y_{it}^{*} < 0
\end{aligned}
$$

โดยที่ค่า Y_{it}^{*} คือค่าดัชนี (Index function value) ของความต้องการและความสามารถในการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัทจดทะเบียนในแต่ละปี ค่านี้เป็นค่าที่ไม่สามารถสังเกตได้ (Unobserved) ค่า Y_{it} คือค่าอัตราการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัทจดทะเบียนในแต่ละปี ค่านี้เป็นค่าที่เราสังเกตได้ (Observed variable) ค่า X_{it} คือเมตริกซ์ (Matrix) ของค่าตัวแปรที่อธิบายการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล (Explanatory variables) โดยประกอบด้วยตัวแปรดังที่ได้อธิบายไว้แล้วในตารางที่ 1 v_{it} คือค่าความผิดพลาดทางสถิติโดยรวม (Total error term) ซึ่งประกอบด้วยค่า α_i และค่า ε_{it} ค่า α_i เป็นค่าเฉลี่ยของความผิดพลาดของแต่ละบริษัทจดทะเบียนโดยค่านี้จะมีค่าคงที่สำหรับแต่ละบริษัทจดทะเบียนและไม่เปลี่ยนแปลงไปตามเวลา ค่านี้จะเป็นค่าที่สะท้อนถึงลักษณะพิเศษเฉพาะของแต่ละบริษัท (Unique factor of a listed company) ส่วนค่า ε_{it} คือค่าความผิดพลาดทางสถิติ (Error term)

งานวิจัยนี้ใช้ค่า LR test of Sigma_u เป็นค่าสถิติที่ทดสอบว่าค่า α_i มีค่าเท่ากันหมดสำหรับทุกบริษัทจดทะเบียนหรือไม่ และใช้ค่าสถิติ LR Chi^2/Wald Chi^2 ในการทดสอบว่าตัวแปรอธิบายที่ใช้ในแบบจำลองสามารถอธิบายอัตราการจ่ายเงินปันผลได้หรือไม่

ส่วนที่สอง การหาความสัมพันธ์ด้วยเทคนิค Random/Fixed effects model

เนื่องจากสมมติฐานของ Tobit model ที่ไม่แยกกระบวนการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลออกจากกระบวนการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล ผลการทดสอบที่ได้จึงไม่อาจสรุปได้ว่าตัวแปรที่อธิบายการจ่ายเงินปันผลสามารถอธิบายการจ่ายเงินปันผลในส่วนใด นอกจากนี้ Tobit model ยังมีจุดอ่อนจากปัญหา Heteroskedasticity problem (Cameron and Trivedi, 2005) ซึ่งเกิดจากค่าความผิดพลาดทางสถิติ (ε_{it}) มีความแปรปรวน (variance) ไม่คงที่ อันทำให้ผลการหาความสัมพันธ์ที่ได้ไม่มีเสถียรภาพ ทั้งนี้ ปัญหาดังกล่าวเกิดขึ้นได้ง่ายกับข้อมูลที่มีลักษณะหลายหน่วย (Cross-sectional data) ดังนั้น ในการหาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล จึงทดสอบเพิ่มเติมด้วยเทคนิค Random/Fixed effects model ซึ่งประมาณค่าความผิดพลาด (Standard errors of estimators) ด้วยวิธี Robust clustered standard error อันทำให้ผู้วิจัยสามารถทดสอบสมมติฐานทางสถิติได้อย่างถูกต้อง แม้นจะมีปัญหา Heteroskedasticity อยู่ก็ตาม ผลลัพธ์ที่ได้จากเทคนิคนี้จะถูกนำไปเปรียบเทียบกับผลลัพธ์ที่ได้จากเทคนิค Tobit model เพื่อสรุปผลในภาพรวมด้านการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล

ทั้งนี้ พึงสังเกตว่า แม้นการใช้แบบจำลอง Random/Fixed effects model จะมีข้อดีข้างต้นแต่ก็มีข้อจำกัดที่ด้อยกว่า Tobit model ในแง่ที่ว่าจำเป็นจะต้องตัดข้อมูลส่วนหนึ่งออกไป กล่าวคือบริษัทที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นศูนย์หรือก็คือไม่จ่ายเงินปันผลจะไม่ถูกนำมาวิเคราะห์ ข้อมูลที่ถูกนำมาวิเคราะห์จะมีเฉพาะข้อมูลบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเท่านั้น

สมการของแบบจำลอง Random/Fixed effects model เขียนได้ดังนี้

$$Y_{it} = X_{it}.\beta + v_{it}$$
$$v_{it} = \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

ค่า Y_{it} คือค่าอัตราการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัทจดทะเบียนในแต่ละปี ค่า X_{it} คือเมตริกซ์ (Matrix)ของค่าตัวแปรที่อธิบายการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล (Explanatory variables) โดยประกอบด้วยตัวแปรดังที่ได้อธิบายไว้แล้วในตารางที่ 1 v_{it} คือค่าความผิดพลาดทางสถิติโดยรวม (Total error term) ซึ่งประกอบด้วยค่า α_i และค่า ε_{it} ค่า α_i เป็นค่าเฉลี่ยของความผิดพลาดของแต่ละบริษัทจดทะเบียน โดยค่านี้จะมีค่าคงที่สำหรับแต่ละบริษัทจดทะเบียนและไม่เปลี่ยนแปลงไปตามเวลา ค่านี้จะเป็นค่าที่สะท้อนถึงลักษณะพิเศษเฉพาะของแต่ละบริษัท (Unique factor of a listed company) ส่วนค่า ε_{it} คือค่าความผิดพลาดทางสถิติ (Error term)

งานวิจัยนี้ใช้ค่า Wald Chi^2 และ F เป็นค่าสถิติที่ทดสอบว่าตัวแปรอธิบายที่มีในแบบจำลองสามารถอธิบายตัวแปรตามคืออัตราการจ่ายเงินปันผลได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ โดย Wald Chi^2 เป็นค่าสถิติของแบบจำลอง Random effects model ขณะที่ F เป็นค่าสถิติของแบบจำลอง Fixed effects model

Random effects model มีข้อสมมติฐานสำคัญว่าค่าลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท (Unique factor of a listed company) นั้นไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอธิบาย โดยถ้าสมมติฐานนี้เป็นจริง ค่าประมาณที่ได้จะมีเสถียรภาพและมีประสิทธิภาพ อย่างไรก็ตาม ถ้าสมมติฐานข้างต้นไม่เป็นจริง ค่าประมาณที่ได้จะไม่มีเสถียรภาพ ทำให้ผลที่ได้ไม่น่าเชื่อถือ ส่วน Fixed effects model นั้นไม่ได้ตั้งสมมติฐานข้างต้น ดังนั้น แม้ว่าสมมติฐานข้างต้นไม่เป็นจริง ค่าประมาณที่ได้ก็จะ

มีเสถียรภาพ อย่างไรก็ตาม ถ้าสมมติฐานข้างต้นเป็นจริง ค่าประมาณที่ได้จากวิธีนี้จะมีประสิทธิภาพน้อยกว่าเมื่อเทียบกับค่าที่ได้จากวิธี Random effects

การทดสอบสมมติฐานข้างต้นสามารถกระทำได้โดยใช้ Hausman test ซึ่งมีสมมติฐานหลัก (Null hypothesis) ว่าค่าลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอธิบาย อันส่งผลให้ Random effects model มีความเหมาะสม และมีสมมติฐานรองว่าทั้งสองตัวแปรมีความสัมพันธ์กัน อันส่งผลให้ Fixed effects model มีความเหมาะสม งานวิจัยนี้ใช้ผลของ Hausman test เป็นตัวตัดสินว่าจะตีความโดยยึดแบบจำลองใดเป็นหลัก

4. ผลการทดสอบ (Results)

ส่วนนี้เป็นการนำตัวแปรที่กำหนดข้างต้นมาทดสอบหาความสัมพันธ์ด้วยเทคนิคที่กำหนดไว้ ในแบบจำลองที่ใช้มีตัวแปรที่วัดค่าความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด (Cash flow uncertainty) สองวิธี วิธีแรกใช้ตัวแปรส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานผลตอบแทนของราคาหุ้นรายเดือน (SDreturn) เป็นตัวแปรที่วัดค่าความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด ในขณะที่วิธีที่สองใช้ตัวแปรส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (SDROA)

4.1 ผลการทดสอบปัจจัยที่กำหนดโอกาสจ่ายเงินปันผลโดยใช้ Probit model

ตารางที่ 2 รายงาน Marginal effect หรือก็คือผลการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอธิบาย (Explanatory variables) แต่ละตัวซึ่งเปลี่ยนแปลงเพิ่มขึ้นจากค่าเฉลี่ยของมันหนึ่งหน่วย ที่มีต่อโอกาสในการจ่ายเงินปันผล (Probability of paying dividends) โดยให้ตัวแปรอธิบายตัวอื่นๆ มีค่าเท่ากับค่าเฉลี่ยในกลุ่มตัวอย่าง สำหรับตารางที่ 3 จะเป็นการรายงานความแม่นยำของการใช้ตัวแปรอธิบายในการทำนายการจ่ายเงินปันผล ข้อมูลที่ใช้จะครอบคลุมทั้งบริษัทจดทะเบียนที่จ่ายเงินปันผลและไม่จ่ายเงินปันผล ในระหว่างปีพุทธศักราช 2545 – 2552 โดยมีข้อสังเกตว่า ข้อมูลที่ใช้ในส่วนนี้จะไม่รวมบริษัทจดทะเบียนที่มีผลประกอบการขาดทุนแต่จ่ายเงินปันผล เพื่อให้สามารถนำผลการทดสอบในส่วนนี้ไปวิเคราะห์เปรียบเทียบกับผลการทดสอบในส่วนของปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลได้

ผลการทดสอบพบว่าค่าสถิติ LR-test: chibar^2 มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าแต่ละบริษัทจดทะเบียนมีลักษณะเฉพาะในการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล ดังนั้นผลการศึกษาจึงจะยึดตาม Random Effects (RE) เป็นหลัก ผลการศึกษายังพบว่าค่า LR Chi^2/Wald Chi^2 มีนัยสำคัญทางสถิติแสดงว่าตัวแปรที่ใช้ทดสอบ สามารถอธิบายโอกาสจ่ายเงินปันผลได้โดยมีนัยสำคัญทางสถิติ และจากค่า counted R2 ในตารางที่ 2 พบว่า ตัวแปรอธิบายที่ใช้ในการทดสอบสามารถทำนายการจ่ายหรือไม่จ่ายเงินปันผลได้ถูกต้องประมาณ 80% ในขณะที่ตารางที่ 3 แสดงผลว่า แบบจำลองทั้งสองทำนายถูกต้องในกรณีที่มีการจ่ายเงินปันผลประมาณ 95% และทำนายถูกต้องกรณีที่ไม่จ่ายเงินปันผลประมาณ 45%

ผลการประมาณค่าแบบจำลองพบว่า แต่ละปัจจัยมีความสัมพันธ์กับโอกาสการจ่ายเงินปันผล ดังนี้

ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด จากการใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนราคาหุ้น (SDreturn) หรือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (SDROA) เป็นตัววัดความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด และหาความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผลด้วย Probit Model จะเห็นว่า ทั้งสองตัวแปรมีความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Chay และ Suh (2009) ค่าสัมประสิทธิ์ที่ติดลบ เป็นการอธิบายว่า SDreturn และ SDROA มีความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผลในทางตรงข้าม สนับสนุน

แนวคิดตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory) ที่เสนอว่าหากบริษัทมีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดสูง ก็จะมีโอกาสจ่ายเงินปันผลต่ำ

ขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสจ่ายเงินปันผล เมื่อความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดเปลี่ยนแปลงไป ถูกวัดจากค่า Marginal effect ในตารางที่ 2 ผลการศึกษาพบว่า ในกรณีของ Random effects model หาก SDreturn เพิ่มขึ้น 1% (Percentage points) จากค่าเฉลี่ย โอกาสที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลก็จะลดลงประมาณ 0.302% (Percentage points) ขณะที่ค่า Marginal effect ของ SDROA แสดงให้เห็นว่า SDROA มีผลต่อโอกาสจ่ายเงินมากกว่า SDreturn กล่าวคือ หาก SDROA เพิ่มขึ้น 1% (Percentage points) จากค่าเฉลี่ย โอกาสจ่ายเงินปันผลจะลดลงประมาณ 1.029% (Percentage points) ผลที่ได้อาจถูกตีความได้ว่า ความผันผวนของกระแสเงินสดที่ผ่านมามีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลมากกว่าความผันผวนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต ดังนั้น การรายงานผล Marginal effect ของตัวแปรอื่นๆ จะยึดตามแบบจำลองซึ่งใช้ SDROA เป็นตัวแปรวัดความผันผวนของกระแสเงินสด

ลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น สำหรับลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งประกอบด้วย Freefloat, Large และ Foreign ผลการทดสอบเบื้องต้นพบว่า Freefloat ซึ่งวัดสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย และ Foreign ซึ่งวัดสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ มีความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผล โดยผลการทดสอบจากทั้งสองตัวชี้วัดความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดยืนยันว่า **Freefloat** มีความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผลในทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วน **Foreign** มีความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ทั้งนี้ ลักษณะความสัมพันธ์ที่พบจาก Foreign สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Jeon, Lee และ Moffett (2010) และ Baba (2008) ซึ่งอธิบายได้ว่าเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติเพิ่มขึ้น โอกาสที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลก็จะเพิ่มขึ้นสอดคล้องกับทฤษฎีปัญหาตัวแทน ขณะที่ลักษณะความสัมพันธ์ของ Freefloat ไม่สอดคล้องตามทฤษฎีปัญหาตัวแทนที่ทำนายว่ามีความสัมพันธ์เป็นลบ เป็นการแสดงให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เป็นบุคคลธรรมดาอาจคาดหวังผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาหุ้นหรือ Capital gain มากกว่าเงินปันผล เนื่องจากระบบภาษีของไทยกำหนดให้บุคคลธรรมดาที่ได้รับเงินปันผลถูกหักภาษี ณ ที่จ่าย 10% แต่ไม่ต้องเสียภาษีจากส่วนต่างราคา ซึ่งสมมติฐานนี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Klungnak (2008) ที่พบว่า ภาษีมีผลทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทจดทะเบียนไทยตัดสินใจลงทุนในหุ้นที่มีอัตราการเติบโต (Growth stock) มากกว่าหุ้นที่จ่ายเงินปันผล (Dividend stock) รวมทั้งสอดคล้องกับผลการศึกษาและสมมติฐานของ Afza และ Mirza (2010) ซึ่งศึกษาบริษัทจดทะเบียนในประเทศปากีสถาน และผลการศึกษาของ Khan (2005) ซึ่งศึกษาข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในสหราชอาณาจักร

สำหรับขนาดของผลกระทบที่มีต่อโอกาสจ่ายเงินปันผล เมื่อ Freefloat เพิ่มขึ้น 1% (Percentage points) จากค่าเฉลี่ย โอกาสที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลจะลดลงเท่ากับ 0.295% (Percentage points) ขณะที่ Foreign เพิ่มขึ้น 1% (Percentage points) จากค่าเฉลี่ย โอกาสที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลจะเพิ่มขึ้นเท่ากับ 0.326% (Percentage points)

สำหรับ **Large** ซึ่งวัดสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ในการทดสอบโดยใช้ Random effects model พบว่า Large มีความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผลในทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญเมื่อใช้ตัวแปร SDreturn เป็นตัววัดความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด และมีระดับนัยสำคัญแค่ที่ 10% ดังนั้น จึงยังไม่อาจ

ยืนยันได้อย่างชัดเจนว่า Large มีความสัมพันธ์ต่อโอกาสจ่ายเงินปันผล

อายุของกิจการ งานวิจัยนี้ใช้อัตราส่วนระหว่างกำไรสะสมกับส่วนของผู้ถือหุ้น (RETE) เป็นตัววัดอายุของกิจการ ผลการศึกษาพบว่า RETE มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับโอกาสจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับทฤษฎีอายุกิจการ (Life-cycle theory) และงานศึกษาของ Oonpipat (2009) โดยหาก RETE เพิ่มขึ้น 1% (Percentage points) จากค่าเฉลี่ย โอกาสจ่ายเงินปันผลจะเพิ่มขึ้นประมาณ 0.03% (Percentage points)

สภาพคล่องในการซื้อขาย ผลการศึกษาพบว่า Turnover มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับโอกาสจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม โดยหากหุ้นของบริษัทมีอัตราการหมุนเวียนของหุ้นซึ่งวัดจากสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายหารด้วยมูลค่าตลาด เพิ่มขึ้น 0.01 เท่า หรือ 1% (Percentage points) จากค่าเฉลี่ย โอกาสที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลจะลดลงประมาณ 0.026% (Percentage points)

โอกาสในการเติบโต การศึกษานี้ใช้อัตราการเติบโตของรายได้ (Revgrowth) ซึ่งคำนวณจากรายได้รวมปีนี้หารรายได้รวมปีก่อนเป็นตัวแปรหลักในการวัดโอกาสในการเติบโต ผลการทดสอบพบว่า Revgrowth ไม่มีความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

อย่างไรก็ตามเมื่อคณะผู้วิจัยได้ทำการทดลองเปลี่ยนตัวแปรที่วัดโอกาสในการเติบโตจากอัตราการเติบโตของรายได้ (Revgrowth) ซึ่งวัดการเติบโตที่เกิดขึ้นจริงในอดีตแต่อาจไม่ได้สะท้อนถึงการเติบโตในอนาคต มาเป็นอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MBR) ซึ่งสะท้อนถึงโอกาสในการเติบโตในอนาคตที่ถูกประเมินโดยตลาด ผลการศึกษากลับพบความสัมพันธ์ในทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลที่ได้สะท้อนให้เห็นว่า โอกาสการเติบโตในอนาคตที่สูงเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้บริษัทตัดสินใจจ่ายเงินปันผล ไม่ใช่การเติบโตที่เกิดขึ้นในอดีต

ตัวแปรควบคุม การศึกษานี้ใช้ตัวแปรควบคุม 3 กลุ่ม ได้แก่ กลุ่มความสามารถในการทำกำไร ซึ่งใช้ผลตอบแทน ต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นตัวแปรหลัก, ขนาดของกิจการ (TA) และเงินสดคงเหลือ (Cash) ผลการทดสอบเบื้องต้นพบว่ามีเพียง ROA และ TA ที่มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับการกำหนดโอกาสจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เช่นเดียวกับผลการศึกษาของ Chay และ Suh (2009) อย่างไรก็ดี ผลการทดสอบไม่พบว่า Cash มีความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผลแต่อย่างใด สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Oonpipat (2009) ที่อธิบายว่าบริษัทอาจเตรียมนำเงินสดที่เพิ่มขึ้นไปขยายการลงทุนแทน โดยไม่ได้นำไปจ่ายเป็นเงินปันผล

ตารางที่ 2 Marginal effect ของตัวแปรอธิบายที่มีต่อโอกาสจ่ายเงินปันผล โดยใช้ Probit model

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	ค่าเฉลี่ย	ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด วัดด้วย SDreturn		ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด วัดด้วย SDROA	
			Pool	RE	Pool	RE
SDreturn	-	0.168	-0.348 ***	-0.302 ***		
			(0.078)	(0.091)		
SDROA	-	0.057			-0.998 ***	-1.029 ***
					(0.243)	(0.291)
Freefloat	+	0.384	-0.557 ***	-0.381 **	-0.481 ***	-0.295 *
			(0.110)	(0.157)	(0.111)	(0.159)
Large	-	0.565	-0.529 ***	-0.287 *	-0.464 ***	-0.197
			(0.106)	(0.164)	(0.107)	(0.168)
Foreign	+	0.220	0.190 ***	0.323 ***	0.198 ***	0.326 ***
			(0.057)	(0.104)	(0.057)	(0.106)
RETE	+	-0.045	0.041 ***	0.029 ***	0.042 ***	0.030 ***
			(0.006)	(0.007)	(0.006)	(0.008)
Turnover	-	1.476	-0.030 ***	-0.023 ***	-0.033 ***	-0.026 ***
			(0.005)	(0.006)	(0.005)	(0.006)
Revgrowth	-	1.134	0.002	-0.004	0.003	-0.002
			(0.006)	(0.008)	(0.006)	(0.008)
ROA	+	0.063	1.974 ***	1.069 ***	1.885 ***	0.915 ***
			(0.125)	(0.162)	(0.133)	(0.166)
TA	+	3.534	0.098 ***	0.183 ***	0.089 ***	0.169 ***
		(Log ของล้านบาท)	(0.021)	(0.043)	(0.021)	(0.044)
Cash	+	0.127	0.095	-0.005	0.110 *	-0.003
			(0.063)	(0.029)	(0.065)	(0.030)
N			2339	2339	2327	2327
Number of firms				391		391
Avg. data per firm				6.0		6.0
LR Chi^2/Wald Chi^2			761.40 ***	171.41 ***	778.85 ***	176.10 ***
LR-Test : $Chibar^2$				307.84 ***		290.73 ***
Pseudo R2			0.262		0.269	
Counted R2			0.795		0.796	

นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (*), 5% (**) และ 1% (***) SDreturn = ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานผลตอบแทนราคาหุ้นรายเดือนสองปีล่าสุด SDROA = ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สี่ปีล่าสุด freefloat = สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย Large = สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ Foreign = สัดส่วนผู้ถือหุ้นโดยต่างชาติ RETE = สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น Turnover = อัตราการหมุนเวียนของหุ้น Revgrowth = อัตราส่วนการเติบโตของรายได้ ROA = ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ TA = ค่าล็อกฐานธรรมชาติของมูลค่าสินทรัพย์ Cash = สัดส่วนเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นต่อสินทรัพย์

ตารางที่ 3 รายงานความแม่นยำของการใช้ตัวแปรอธิบายทำนายการจ่ายเงินปันผล

ผลการทำนายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ตามแบบจำลองที่ใช้ SDreturn	การจ่ายเงินปันผลที่เกิดขึ้นจริง (จำนวนบริษัท)		รวมจำนวนบริษัทที่ทำนาย
	จ่าย	ไม่จ่าย	
ทำนายว่าจ่าย	1,521	394	1,915
ทำนายว่าไม่จ่าย	85	339	424
รวมจำนวนบริษัท	1,606	733	2,339
% บริษัทที่ทำนายถูกต้อง	94.71%	46.25%	100%

ผลการทำนายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ตามแบบจำลองที่ใช้ SDROA	การจ่ายเงินปันผลที่เกิดขึ้นจริง (จำนวนบริษัท)		รวมจำนวนบริษัทที่ทำนาย
	จ่าย	ไม่จ่าย	
ทำนายว่าจ่าย	1,525	397	1,922
ทำนายว่าไม่จ่าย	76	329	405
รวมจำนวนบริษัท	1,601	726	2,327
% บริษัทที่ทำนายถูกต้อง	95.25%	45.32%	100%

4.2 ผลการทดสอบการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล (เงินปันผลจ่าย/กำไรสุทธิ)

4.2.1 การประมาณค่าด้วย Tobit model

ด้วยข้อจำกัดที่ว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งคำนวณจากเงินปันผลจ่ายหารด้วยผลขาดทุนสุทธิ ไม่มีความหมายในทางการเงินเนื่องจากมีค่าเป็นลบ การเลือกกลุ่มตัวอย่างจึงเลือกเฉพาะบริษัทที่มีกำไรสุทธิ หรือเป็นบริษัทที่มีผลขาดทุนสุทธิแต่ไม่จ่ายเงินปันผลอันทำให้อัตราการจ่ายเงินปันผลเท่ากับศูนย์ ตัวแปรตามคือ สัดส่วนเงินปันผลจ่ายต่อกำไรสุทธิโดยมีค่าต่ำสุดเท่ากับศูนย์ซึ่งหมายความว่าในปีนั้นไม่มีการจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้ Tobit model ได้คำนึงถึงลักษณะพิเศษของข้อมูลดังกล่าวไว้แล้ว การประมาณค่า ใช้ทั้ง Pool และ Random effects Tobit model

ตารางที่ 4 แสดงถึงผลกระทบ Marginal effect ของการเพิ่มขึ้นหนึ่งหน่วยของตัวแปรอธิบายแต่ละตัวจากค่าเฉลี่ยของมัน โดยให้ค่าตัวแปรอธิบายตัวอื่นมีค่าเท่ากับค่าเฉลี่ย ว่ามีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลเท่าใด ถ้าบริษัทจดทะเบียนนั้นมีการจ่ายเงินปันผลอยู่แล้ว

ผลการทดสอบพบว่าค่า LR Test of Sigma_u มีนัยสำคัญทางสถิติ เราจึงสรุปได้ว่าแต่ละบริษัทมีลักษณะพิเศษเฉพาะสำหรับอัตราการจ่ายเงินปันผล ดังนั้นในการประมาณค่าเราจึงต้องคำนึงถึงลักษณะพิเศษนี้ด้วย ดังนั้นในการรายงานผลการศึกษาจึงได้ทำการยึดผลจาก Random effects model เป็นหลัก ส่วน ค่า LR Chi^2/ Wald Chi^2 ก็มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าตัวแปรอธิบายที่ใช้ในแบบจำลองสามารถอธิบายอัตราการจ่ายเงินปันผลได้

4.2.2 การทดสอบโดยใช้เทคนิค Random/ Fixed effects model

งานวิจัยนี้ได้ทำการทดสอบสมมติฐานหลักของ Tobit model ที่ว่าค่าความผิดพลาดทางสถิติ (Error terms) ของสมการตัวแปรดัชนีพื้นฐาน (Underlying indicator) มีค่าความผันผวนคงที่ ผลการทดสอบด้วยค่า Chi^2 ตาม Cameron และ Trivedi (2005) ปฏิเสธสมมติฐานหลักดังกล่าว ดังนั้น การตีความผลการวิจัยจาก Tobit model จึงควรทำด้วยความระมัดระวัง โดยจะต้องเทียบข้อสรุปที่ได้กับผลจาก Random/Fixed effects model ด้วย

ตารางที่ 5 รายงานผลของ Random/Fixed effects model ที่ใช้อธิบายอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล ผลการทดสอบด้วยค่า Wald Chi^2 และ F พบว่าในทุกแบบจำลองตัวแปรอธิบายมีนัยสำคัญทางสถิติ ผลการทดสอบพบว่าค่าสถิติ Chi^2 ของ Hausman test ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้เราไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ ผลที่ตามมาก็คือค่าประมาณที่ได้จาก Random effects จะมีเสถียรภาพและมีประสิทธิภาพ ดังนั้น การรายงานผลในส่วนนี้จึงรายงานผลจาก Random effects เป็นหลัก

ผลการศึกษาพบว่าแต่ละปัจจัยมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล ดังนี้

ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด ผลจาก Tobit model พบว่าความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดที่ถูกวัดโดยส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนราคาหุ้น (SDreturn) หรือส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (SDROA) ล้วนมีนัยสำคัญทางสถิติ ในการอธิบายอัตราการจ่ายเงินปันผล โดยมีเครื่องหมายเป็นลบสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณและผลการศึกษาโดยใช้บริษัทจดทะเบียนไทยเป็นกลุ่มตัวอย่างของ Chay และ Suh (2009)

นอกจากนี้ จากการเปรียบเทียบขนาดของผลกระทบในกรณีที่บริษัทจ่ายเงินปันผลอยู่แล้ว จากค่า Marginal effect ในตารางที่ 4 พบว่า SDROA มีขนาดของผลกระทบสูงกว่า SDreturn โดยหาก SDROA เพิ่มขึ้น 1% (Percentage points) จากค่าเฉลี่ย จะทำให้บริษัทที่จ่ายเงินปันผลอยู่แล้ว ลดอัตราการจ่ายเงินปันผลลงประมาณ 1.204% (Percentage points) ในขณะที่หาก SDreturn เพิ่มขึ้น 1% (Percentage points) จากค่าเฉลี่ยจะทำให้บริษัทกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลลดลงประมาณ 0.236 (Percentage points) จึงอาจกล่าวได้ว่า ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดในอดีตที่ผ่านมามีผลต่อการกำหนดปริมาณการจ่ายเงินปันผลมากกว่าการคาดการณ์ความไม่แน่นอนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในอนาคต ดังนั้น หลังจากนี้ การรายงานผล Marginal effect ของตัวแปรอื่นๆ จะยึดตามแบบจำลองที่ใช้ SDROA เป็นตัววัดความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด

อย่างไรก็ตาม ผลที่ได้จาก RE/FE model ในตารางที่ 5 พบว่าทั้ง SDreturn และ SDROA ต่างก็มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผลสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ แต่ค่าสัมประสิทธิ์ที่ประเมินได้กลับไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แตกต่างจากการทดสอบโดยใช้ Tobit model ซึ่งค่าที่ได้มีทิศทางของความสัมพันธ์ตรงกับทฤษฎีและมีนัยสำคัญทางสถิติ

ลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น สำหรับลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งประกอบด้วย Freefloat, Large และ Foreign ผลการศึกษาจาก Tobit model ในตารางที่ 4 พบว่า Freefloat กับ Large มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดย **Freefloat** มีความสัมพันธ์ในทางตรงกันข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผล อันเป็นการขัดแย้งกับทฤษฎีปัญหาตัวแทน (Agency theory) ขณะที่ **Large** ก็มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผลสอดคล้องกับทฤษฎีปัญหาตัวแทนที่ว่าเมื่อผู้ถือหุ้น

รายใหญ่มีสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทเพิ่มขึ้นก็น่าจะกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลให้ต่ำลง เพราะผู้ถือหุ้นมีอำนาจควบคุมกิจการมากขึ้น ทำให้ไม่ต้องจ่ายเงินปันผลเพื่อลดปัญหาตัวแทน สำหรับ **Foreign** มีความสัมพันธ์ในทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลสอดคล้องกับทฤษฎีแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนขนาดของผลกระทบนั้น พบว่า หากสัดส่วนของผู้ถือหุ้นที่เป็น **Freefloat** เพิ่มขึ้น 1% (Percentage points) จากค่าเฉลี่ยบริษัทที่จ่ายเงินปันผลอยู่แล้วจะลดอัตราการจ่ายเงินปันผลลดลงประมาณ 0.554% (Percentage points) ขณะที่หาก **Large** ซึ่งก็คือผู้ถือหุ้นใหญ่มีสัดส่วนการถือหุ้นเพิ่มขึ้น 1% (Percentage points) จะทำให้อัตราการจ่ายเงินปันผลลดลงประมาณ 0.471% (Percentage points)

ตารางที่ 4 Marginal effect [E(Payout | Payout > 0)] ต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล โดยใช้ Tobit model

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	ค่าเฉลี่ย	ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด วัดด้วย SDreturn		ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด วัดด้วย SDROA	
			Pool	RE	Pool	RE
SDreturn	-	0.168	-0.283 ***	-0.236 **		
			(0.104)	(0.105)		
SDROA	-	0.057			-1.249 ***	-1.204 ***
					(0.336)	(0.356)
Freefloat	+	0.384	-0.684 ***	-0.630 ***	-0.606 ***	-0.554 ***
			(0.144)	(0.163)	(0.144)	(0.163)
Large	-	0.565	-0.623 ***	-0.537 ***	-0.551 ***	-0.471 ***
			(0.135)	(0.157)	(0.135)	(0.157)
Foreign	+	0.220	0.107	0.122	0.104	0.120
			(0.072)	(0.089)	(0.071)	(0.088)
RETE	+	-0.045	0.050 ***	0.044 ***	0.049 ***	0.044 ***
			(0.010)	(0.011)	(0.010)	(0.010)
Turnover	-	1.476	-0.038 ***	-0.035 ***	-0.038 ***	-0.035 ***
			(0.008)	(0.008)	(0.008)	(0.008)
Revgrowth	-	1.134	0.104 ***	0.103 ***	0.104 ***	0.103 ***
			(0.009)	(0.009)	(0.009)	(0.009)
ROA	+	0.063	1.406 ***	1.270 ***	1.269 ***	1.121 ***
			(0.153)	(0.168)	(0.158)	(0.175)
TA	+	3.534 (Log ของล้านบาท)	0.061 **	0.076 **	0.052 **	0.067 **
			(0.026)	(0.032)	(0.026)	(0.032)
Cash	+	0.127	0.087 ***	0.083 ***	0.090 ***	0.085 ***
			(0.024)	(0.024)	(0.024)	(0.235)
N/ No of firms			2339	2339/391	2327	2327/391
LR Chi²/Wald Chi²			443.820 ***	304.900 ***	451.130 ***	306.720 ***
Pseudo R2			0.057		0.059	
LR Test of Sigma_u				45.84 ***		44.65 ***

นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (*), 5% (**) และ 1% (***) SDreturn = ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานผลตอบแทนราคาหุ้นรายเดือนสองปีล่าสุด SDROA = ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สี่ปีล่าสุด Freefloat = สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย Large = สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ Foreign = สัดส่วนผู้ถือหุ้นโดยต่างชาติ RETE = สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น Turnover = อัตราการหมุนเวียนของหุ้น Revgrowth = อัตราส่วนการเติบโตของรายได้ ROA = ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ TA = ค่าล็อกฐานธรรมชาติของมูลค่าสินทรัพย์ Cash = สัดส่วนเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นต่อสินทรัพย์

ตารางที่ 5 Random/Fixed effects model

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดวัดด้วย SDreturn		ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดวัดด้วย SDROA	
		RE	FE	RE	FE
SDreturn	-	-0.245	-0.069		
		(0.179)	(0.111)		
SDROA	-			-0.169	-0.457
				(0.532)	(1.279)
Freefloat	+	-1.037	0.136	-1.025	0.153
		(0.827)	(0.447)	(0.821)	(0.450)
Large	-	-0.922	1.385 **	-0.911	1.394 **
		(1.038)	(0.563)	(1.034)	(0.569)
Foreign	+	0.009	-0.305	0.009	-0.307
		(0.115)	(0.377)	(0.115)	(0.372)
RETE	+	-0.269 **	-0.238	-0.264 **	-0.254
		(0.120)	(0.178)	(0.118)	(0.204)
Turnover	-	-0.022 *	-0.015	-0.026 *	-0.016
		(0.014)	(0.012)	(0.016)	(0.011)
Revgrowth	-	0.299 ***	0.437 ***	0.299 ** *	0.438 ** *
		(0.010)	(0.119)	(0.010)	(0.117)
ROA	+	0.142	0.704	0.104	0.654
		(0.277)	(0.630)	(0.310)	(0.583)
TA	+	-0.000	-0.094	-0.002	-0.095
		(0.054)	(0.225)	(0.055)	(0.230)
Cash	+	0.236	0.246	0.237	0.246
		(0.275)	(0.295)	(0.275)	(0.295)
Constant		1.385	-0.218	1.357	-0.205
		(0.924)	(0.674)	(0.910)	(0.729)

นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (*), 5% (**) และ 1% (***) SDreturn = ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานผลตอบแทนราคาหุ้นรายเดือนสองปีล่าสุด SDROA = ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สี่ปีล่าสุด Freefloat = สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย Large = สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ Foreign = สัดส่วนผู้ถือหุ้นโดยต่างชาติ RETE = สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น Turnover = อัตราการหมุนเวียนของหุ้น Revgrowth = อัตราส่วนการเติบโตของรายได้ ROA = ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ TA = ค่าล็อกฐานธรรมชาติของมูลค่าสินทรัพย์ Cash = สัดส่วนเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นต่อสินทรัพย์

ตารางที่ 5 Random/Fixed effects model (ต่อ)

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดวัดด้วย SDreturn		ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดวัดด้วย SDROA	
		RE	FE	RE	FE
N		1606	1606	1601	1601
Number of firms		330	330	330	330
Avg. data per firm		4.9	4.9	4.9	4.9
Wald chi2/ F		2,241.45 ***	3.40 ***	3,293.48 ***	4.05 ***
R^2: within		0.012	0.018	0.012	0.018
between		0.772	0.745	0.771	0.745
overall		0.099	0.086	0.099	0.086
Sigma_u		0.000	0.872	0.000	0.876
Sigma_e		1.787	1.787	1.791	1.791
Corr(u,X.β)		0.000	-0.382	0.000	0.086

ผลการศึกษาจาก RE/FE model ในตารางที่ 5 พบว่า **Freefloat** มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผลแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากตัวแปร Freefloat และตัวแปร Large มีความสัมพันธ์ระหว่างกันที่สูงคือมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation) เท่ากับ -0.78 งานวิจัยนี้จึงทดลองทำการตัดตัวแปร Large ออกแล้วประมาณค่าสัมประสิทธิ์ใหม่ คณะผู้วิจัยพบว่า **Freefloat** กลับมามีความสัมพันธ์กับการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลในทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 10% ทั้งในแบบจำลองที่ใช้ SDreturn และ SDROA เป็นตัวแปรหลัก สอดคล้องกับผลจาก Tobit model ส่วนตัวแปร Large มีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามสอดคล้องกับทฤษฎีปัญหาตัวแทนแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ด้านตัวแปร **Foreign** ผลที่ได้ยืนยันผลจาก Tobit model ที่ว่า Foreign มีความสัมพันธ์กับการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกันแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลที่ได้จาก RE/FE model สำหรับตัวแปร Freefloat และ Large พบว่าไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแตกต่างจากผลของ Tobit model ที่ทั้งสองตัวแปรต่างมีนัยสำคัญทางสถิติอย่างมาก ทำให้เราไม่สามารถสรุปได้โดยชัดเจนว่าทั้งสองตัวแปรมีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลจริงตาม Tobit model เนื่องจากตัวแบบจำลองเองมีข้อจำกัดอย่างที่ได้กล่าวมาแล้ว และถ้าตัวแปรเหล่านี้มีผลจริงก็น่าจะมีนัยสำคัญด้วยในแบบจำลอง RE/FE ซึ่งมีความเคร่งครัดของข้อสมมุติฐานน้อยกว่า (Relaxed assumptions)

อายุของกิจการ งานวิจัยนี้ใช้อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (RETE) เป็นตัววัดอายุของกิจการ ผลการศึกษาพบว่า ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จาก Tobit model ตัวแปร RETE มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับทฤษฎีอายุกิจการ (Life-cycle theory) ที่ว่าหากกิจการมีอายุมากขึ้นก็จะมีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลมากขึ้น

ส่วนขนาดของผลกระทบซึ่งวัดด้วยค่า Marginal effect นั้น พบว่า หากบริษัทมีสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น 1% (Percentage points) จากค่าเฉลี่ย บริษัทที่จ่ายเงินปันผลอยู่แล้วจะเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผลขึ้นประมาณ 0.044% (Percentage points)

อย่างไรก็ตาม ผลการประมาณค่าที่ได้จาก RE/FE model ตรงกันข้ามกับ Tobit model โดยพบว่า RETE มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลในทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขัดแย้งกับทฤษฎีอายุของกิจการ การสรุปผลนั้นงานวิจัยนี้ยึดตาม RE/FE model เป็นหลัก เพราะเป็นแบบจำลองที่มีความยืดหยุ่นและมีข้อสมมุติฐาน น้อยกว่า Tobit model

สภาพคล่องในการซื้อขาย งานวิจัยนี้คำนวณสภาพคล่องของการซื้อขาย (Turnover) โดยคำนวณจากมูลค่าการซื้อขายหุ้นทั้งปีหารด้วยมูลค่าตลาดของหุ้น ผลการศึกษาพบว่าค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้จาก Tobit model คือตัวแปร Turnover มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนขนาดของผลกระทบพบว่าหากค่านี้เพิ่มขึ้น 1% (Percentage points) จากค่าเฉลี่ย บริษัทที่จ่ายเงินปันผลอยู่แล้วจะลดอัตราการจ่ายเงินปันผลประมาณ 0.035% (Percentage points) ผลการศึกษาตาม RE/FE model ก็พบความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับผลจาก Tobit model และทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม

โอกาสในการเติบโต งานวิจัยนี้ใช้อัตราการเติบโตของรายได้ (Revgrowth) ในการวัดโอกาสในการเติบโต ผลการศึกษาพบว่า Revgrowth มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่สำหรับ Probit model เราไม่พบความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ผลที่ได้ขัดแย้งกับคำทำนายของทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ที่ว่าบริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนภายในกิจการหรือกำไรสะสมเพื่อขยายกิจการก่อน แล้วจึงค่อยหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก แต่ผลที่ได้กลับพบว่า บริษัทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นเมื่อมีอัตราการเติบโตเพิ่มขึ้น อันทำให้แหล่งเงินทุนภายในกิจการลดลง ทั้งที่บริษัทควรเก็บเงินทุนส่วนนี้ไว้เพื่อใช้ในการขยายกิจการ ผลที่ได้นี้สอดคล้องกับผลการศึกษาของ Oonpipat (2009) ส่วนขนาดของผลกระทบ พบว่าหากรายได้ในปัจจุบันมีอัตราการเติบโตเพิ่มขึ้น 1% (Percentage points) บริษัทที่จ่ายเงินปันผลอยู่แล้วจะเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผล ขึ้นประมาณ 0.103% (Percentage points) ผลตาม RE/FE model ก็ยืนยันผลที่ได้จาก Tobit model

เมื่อคณะผู้วิจัยได้ทำการทดลองเปลี่ยนตัวแปรที่วัดโอกาสในการเติบโตจาก อัตราการเติบโตของรายได้ (Revgrowth) ซึ่งวัดการเติบโตที่เกิดขึ้นจริงในอดีต แต่อาจไม่ได้สะท้อนถึงการเติบโตในอนาคต มาเป็นอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MBR) ซึ่งสะท้อนถึงโอกาสในการเติบโตในอนาคตที่ถูกประเมินโดยตลาด ผลการศึกษาพบว่า MBR มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับผลที่ได้จาก Revgrowth

ตัวแปรควบคุม ผลจาก Tobit model พบว่าตัวแปรควบคุมทุกตัวได้แก่ ROA, TA และ Cash ต่างมีความสัมพันธ์กับโอกาสการจ่ายเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันตามที่คาดการณ์และสอดคล้องกับงานศึกษาของ Chay และ Suh (2009) สำหรับขนาดของผลกระทบ พบว่าหาก ROA เพิ่มขึ้น 1% (Percentage points) จากค่าเฉลี่ย บริษัทที่จ่ายเงินปันผลอยู่แล้วจะเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผลประมาณ 1.121% (Percentage points) ขณะที่ Cash หากเพิ่มขึ้น

1% (Percentage points) บริษัทที่จ่ายเงินปันผลอยู่แล้วจะเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผลประมาณ 0.085% (Percentage points) สำหรับสินทรัพย์รวม (TA) นั้น พบว่า ถ้าสินทรัพย์มีการขยายตัว 1% บริษัทที่จ่ายเงินปันผลอยู่แล้วจะเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผลประมาณ 0.067% (Percentage points)

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาจาก RE/FE model พบว่าตัวแปรควบคุม ROA, TA และ Cash ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตรงข้ามกับผลจาก Tobit model การสรุปผลนั้นงานวิจัยนี้ยึดตาม RE/FE model เป็นหลัก เพราะเป็นแบบจำลองที่มีความยืดหยุ่นและมีข้อสมมุติฐานน้อยกว่า Tobit model

4.3 การอภิปรายผลการศึกษา (Result Discussion)

ตารางที่ 6 แสดงทิศทางความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปรอธิบายตามทฤษฎี เทียบกับผลที่ได้จริงจากข้อมูลโดยการใช้แบบจำลองทั้ง Probit model, Tobit model และ Random/Fixed effects model

ผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจของบริษัทจดทะเบียนว่าจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด (SDreturn/SDROA) มีความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผลในทิศทางตรงข้ามสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ (Foreign) มีความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผลในทางเดียวกันสอดคล้องกับทฤษฎีปัญหาตัวแทน อายุของกิจการ (RETE) มีความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกันสอดคล้องกับทฤษฎีอายุกิจการ สภาพคล่องในการซื้อขาย (Turnover) มีความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผลในทิศทางตรงข้ามสอดคล้องกับทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม ส่วนความสามารถในการทำกำไร (ROA) และขนาดของกิจการ (TA) ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมีความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกัน เป็นการยืนยันผลการศึกษาในอดีต

อย่างไรก็ดี สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย Freefloat มีความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผลในทิศทางตรงข้าม ขัดแย้งกับทฤษฎีปัญหาตัวแทน ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยคาดหวังผลตอบแทนจากส่วนต่างราคาหุ้น (Capital gain) มากกว่าเงินปันผล เนื่องจากระบบภาษีของไทยกำหนดให้ผู้ได้รับเงินปันผลถูกหักภาษี ณ ที่จ่าย 10% แต่ไม่ต้องเสียภาษีจากส่วนต่างราคา สมมติฐานนี้สอดคล้องกับผลการศึกษาในประเทศของ Klungnark (2008) ซึ่งพบว่า ภาษีมีผลทำให้ผู้ลงทุนรายย่อย (Minority) ตัดสินใจลงทุนในหุ้นที่มีอัตราการเติบโต (Growth stock) มากกว่าหุ้นที่จ่ายเงินปันผล (Dividend stock) นอกจากนั้นยังอาจเป็นไปได้ว่า การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นรายย่อย (Disperse ownership) และกฎหมายที่อาจไม่คุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยอย่างเพียงพอ เป็นอีกสาเหตุที่ทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยไม่สามารถใช้สิทธิของตนเองในการออกเสียงให้ผู้บริหารจ่ายเงินปันผลได้

ผลการศึกษาที่ได้ไม่สามารถยืนยันได้ว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Large) เป็นปัจจัยที่กำหนดโอกาสจ่ายเงินปันผลเพราะแม้จะมีทิศทางความสัมพันธ์สอดคล้องกับทฤษฎีแต่ก็ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

สำหรับโอกาสในการเติบโตที่วัดโดยอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MBR) พบว่ามีความสัมพันธ์กับโอกาสจ่ายเงินปันผลในทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขัดแย้งกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตามลำดับขั้น แต่ผลที่ได้สอดคล้องกับผลของงานวิจัยในต่างประเทศซึ่งศึกษาตลาดทุนในประเทศกำลังพัฒนาเช่นเดียวกับตลาดทุนไทย ทั้งนี้ จะได้อภิปรายต่อไปในประเด็นนี้ พร้อมกับลักษณะความสัมพันธ์ของ Revgrowth ที่มีต่อการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล

ผลการศึกษาพบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลคือ Revgrowth และ Freefloat ขณะที่ตัวแปร RETE แม้จะมีนัยสำคัญทางสถิติแต่ทิศทางของความสัมพันธ์ก็ไม่เป็นไปตามทฤษฎีอายุของกิจการ โดยใน Random effects model พบว่ามีความสัมพันธ์ในทางตรงข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่า ที่ทิศทางความสัมพันธ์ไม่เป็นไปตามทฤษฎี ก็ด้วยเหตุจากเหตุผลย้อนกลับ (Reversed causality) กล่าวคือบริษัทที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลน้อยก็ย่อมมีกำไรสะสมมากดังนั้นสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนทุน (RETE) จึงมากขึ้นตาม ไม่ใช่เพราะเหตุว่าสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนทุนที่มากทำให้บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ลดลง ดังนั้น เราจึงยังไม่อาจสรุปว่า อายุของกิจการเป็นปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล

สำหรับการที่บริษัทกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น (ลดลง) เมื่อสามารถทำกำไรได้มากขึ้น (ลดลง) โดยวัดจากตัวแปรผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) รวมทั้งเมื่อมีโอกาสในการเติบโตเพิ่มขึ้น (ลดลง) โดยวัดจากตัวแปรอัตราการเติบโตของรายได้รวม (Revgrowth) ซึ่งขัดแย้งกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่เชื่อว่า บริษัทจะไม่เพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผลหากไม่มั่นใจว่าจะสามารถรักษาอัตรานั้นได้ตลอดไป และขัดแย้งกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ที่เสนอว่าบริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายใน เพื่อขยายการลงทุนก่อนที่จะหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก เราอาจอธิบายผลการศึกษาที่ได้ตาม Afza และ Mirza (2010) ซึ่งหาความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการเติบโตกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในประเทศปากีสถาน แล้วพบว่าบริษัทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น เนื่องจากบริษัทต้องการส่งสัญญาณที่ดีเกี่ยวกับสถานะทางการเงินให้ผู้ถือหุ้นรับทราบ เพื่อที่จะได้ระดมทุนสำหรับโครงการในอนาคตได้โดยง่ายต่อไป นอกจากนี้ ผลที่ได้ยังสอดคล้องกับผลการศึกษาของ La Porta (2000) ที่เห็นขัดแย้งกับงานศึกษาที่มีมาก่อน โดยพบว่าในประเทศที่มีระบบกฎหมายที่ให้ความคุ้มครองต่อผู้ถือหุ้นน้อย อย่างระบบประมวลกฎหมาย (Civil law) ที่ให้ความคุ้มครองผู้ถือหุ้นน้อยกว่าระบบจารีตประเพณี (Common law) ผู้ถือหุ้นจะต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผลทันทีที่มีโอกาส แม้ว่าในขณะนั้น บริษัทจะมีโอกาสในการเติบโตก็ตาม เพราะผู้ถือหุ้นไม่สามารถอาศัยอำนาจของกฎหมายช่วยลดปัญหาตัวแทนได้

คณะผู้วิจัยยังเห็นเพิ่มเติมว่า อีกสาเหตุหนึ่งก็คือบริษัทอาจมั่นใจว่าจะสามารถระดมทุนจากแหล่งภายนอกได้ตามที่ต้องการ หลังจากได้ส่งสัญญาณที่ดีต่อผู้ถือหุ้นโดยการจ่ายเงินปันผลไปแล้ว ประกอบกับต้นทุนและอุปสรรคในการระดมทุนไม่สูงจนเกินไปในการออกหุ้นเพิ่มทุนแก่ผู้ถือหุ้นเดิม โดยบริษัทสามารถทำได้ทันทีที่ได้รับการอนุมัติจากที่ประชุมผู้ถือหุ้น บริษัทจึงสามารถระดมทุนเพิ่มได้ตามที่ต้องการ โดยไม่ประสบกับปัญหาความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Asymmetric information) มากนัก ส่วนการหาแหล่งเงินทุนโดยการก่อหนี้นั้นเมื่อมูลค่ากิจการมากขึ้นแล้ว ก็เป็นไปได้ที่บริษัทจะเข้าถึงแหล่งเงินกู้ได้ง่ายขึ้นและมีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำลง

สำหรับตัวแปร Turnover มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม ส่วน Freefloat มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลไปในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีปัญหาตัวแทน ผลที่พบดังกล่าวอาจสะท้อนให้เห็นว่า บริษัทจดทะเบียนไทยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลโดยพิจารณาจากลักษณะผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังด้วย โดยผู้ถือหุ้นรายย่อยน่าจะคาดหวังผลตอบแทนในรูปส่วนต่างราคา (Capital gain) มากกว่าจากเงินปันผล

สำหรับตัวแปร Foreign นั้นมีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล แต่กลับไม่มีความสัมพันธ์กับปริมาณการจ่ายเงินปันผล โดยอาจเป็นไปได้ว่านักลงทุนต่างชาตินิยม

ลงทุนในหุ้นที่จ่ายปันผล เพราะการจ่ายปันผลเป็นการช่วยแก้ปัญหาตัวแทนในระดับหนึ่ง แต่ในขณะเดียวกัน นักลงทุนต่างชาติก็อาจไม่ได้เข้ามามีบทบาทมากนักในการประชุมผู้ถือหุ้นและกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล

ตารางที่ 6 แสดงการเปรียบเทียบผลการทดสอบ

ตารางแสดงการเปรียบเทียบผลการการหาปัจจัยกำหนดโอกาสจ่ายเงินปันผลด้วยเทคนิค Random effects probit model การทดสอบหาปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลด้วยเทคนิค Random effects Tobit model และเทคนิค Random effects model

ตัวแปร	เครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ที่คาดหวัง	ทดสอบการกำหนดโอกาส (Panel Probit Model)		ทดสอบการกำหนดปริมาณ			
				Panel Tobit Model		Random Effect Model	
		เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล	เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล	เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล
SDreturn / SDROA	-	-	มีนัยสำคัญ	-	มีนัยสำคัญ	+/-	ไม่มีนัยสำคัญ
Freefloat	+	-	มีนัยสำคัญ	-	มีนัยสำคัญ	-	มีนัยสำคัญ
Large	-	-	ไม่มีนัยสำคัญ	-	มีนัยสำคัญ	-	ไม่มีนัยสำคัญ
Foreign	+	+	มีนัยสำคัญ	+	ไม่มีนัยสำคัญ	+/-	ไม่มีนัยสำคัญ
RETE	+	+	มีนัยสำคัญ	+	มีนัยสำคัญ	-	มีนัยสำคัญ
Turnover	-	-	มีนัยสำคัญ	-	มีนัยสำคัญ	-	แนวโน้มมีนัยสำคัญ
Revgrowth	-	+/-	ไม่มีนัยสำคัญ	+	มีนัยสำคัญ	+	มีนัยสำคัญ
MBR	-	+	มีนัยสำคัญ	+	แนวโน้มมีนัยสำคัญ	-	ไม่มีนัยสำคัญ
ROA	+	+	มีนัยสำคัญ	+	มีนัยสำคัญ	+	ไม่มีนัยสำคัญ
ROE	+	-	ไม่มีนัยสำคัญ	-	ไม่มีนัยสำคัญ	+	มีนัยสำคัญ
TA	+	+	มีนัยสำคัญ	+	มีนัยสำคัญ	+/-	ไม่มีนัยสำคัญ
Cash	+	+/-	ไม่มีนัยสำคัญ	+	มีนัยสำคัญ	+	ไม่มีนัยสำคัญ

SDreturn = ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานผลตอบแทนราคาหุ้นรายเดือนสองปีล่าสุด SDROA = ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์สี่ปีล่าสุด Freefloat = สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย Large = สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ Foreign = สัดส่วนผู้ถือหุ้นโดยต่างชาติ Revgrowth = อัตราส่วนการเติบโตของรายได้ MBR = อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี RETE = สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น Turnover = อัตราการหมุนเวียนของหุ้น ROA = ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ROE = ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น TA = ค่าล็อกฐานธรรมชาติของมูลค่าสินทรัพย์ Cash = สัดส่วนเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นต่อสินทรัพย์

หมายเหตุ: เครื่องหมาย (+/-) หมายถึง เครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ไม่สม่ำเสมอ กล่าวคือเครื่องหมายเปลี่ยนแปลงไปเมื่อมีการเปลี่ยนตัวแปรที่ใช้วัดความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดจาก SDreturn มาเป็น SDROA แนวโน้มมีนัยสำคัญ หมายถึง มีนัยสำคัญแค่ในแบบจำลองที่วัดความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดด้วย SDreturn หรือวัดด้วย SDROA

5. สรุปผลการศึกษา (Conclusion)

งานศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อหาปัจจัยที่กำหนดโอกาสและอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยรวบรวมตัวแปรจากทฤษฎีต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory) ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory) ทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction cost theory) และทฤษฎีโอกาสในการเติบโต (Growth opportunity theory) โดยให้ความสำคัญกับสองปัจจัย คือ ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด และลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น อันได้แก่ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายย่อย สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และสัดส่วนการถือหุ้นโดยต่างชาติ การศึกษาใช้เทคนิค Probit model, Tobit model และ Random effects model ในการศึกษาข้อมูลบริษัทจดทะเบียนจำนวนกว่า 330 บริษัท ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2545 ถึง 2552

ผลการศึกษาพบว่า ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด (Cash-flow uncertainty) เป็นปัจจัยที่บริษัทใช้พิจารณาว่าจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่ โดยหากบริษัทเผชิญกับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดที่สูงขึ้น บริษัทก็จะลดโอกาสที่จะจ่ายเงินปันผล สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory) และงานศึกษาของ Chay และ Suh (2009) อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนว่าความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลด้วย โดยตัวแปรความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดมีนัยสำคัญทางสถิติเมื่อใช้ Tobit model แต่กลับไม่มีนัยสำคัญเมื่อใช้ RE/FE model

สำหรับปัจจัยด้านโครงสร้างผู้ถือหุ้น ผลการศึกษาพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติเป็นปัจจัยกำหนดโอกาสการจ่ายเงินปันผล โดยเมื่อมีสัดส่วนการถือหุ้นโดยต่างชาติเพิ่มมากขึ้น โอกาสการจ่ายเงินปันผลของบริษัทก็จะมีมากขึ้น สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนและผลการศึกษาของ Baba (2008) อย่างไรก็ตาม สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติกลับไม่มีผลต่อการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลแต่อย่างใด สำหรับสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย ผลการศึกษากลับพบว่าเป็นปัจจัยที่กำหนดทั้งโอกาสและอัตราการจ่ายเงินปันผลโดยมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้าม ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง ขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ผลการวิจัยพบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

ผลการศึกษายังพบอีกว่า อายุของกิจการและสภาพคล่องในการซื้อขายเป็นอีกปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่ โดยบริษัทที่มีอายุกิจการมากขึ้น (Mature stage) จะมีโอกาสจ่ายเงินปันผลมากขึ้น สอดคล้องกับทฤษฎีอายุของกิจการและงานศึกษาของ Oonpipat (2009) ในขณะที่บริษัทที่หุ้นของตนเองมีสภาพคล่องในการซื้อขายสูงจะมีโอกาสจ่ายเงินปันผลน้อยลง สอดคล้องกับทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรมและการศึกษาโดย Thanadvanich (2008) อย่างไรก็ดี ในด้านปัจจัยที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลพบว่ามีเพียงสภาพคล่องในการซื้อขายเท่านั้นที่มีผลในทิศทางตรงกันข้ามต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล สอดคล้องกับทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม

ทั้งนี้ งานศึกษานี้มีข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลลักษณะโครงสร้างของผู้ถือหุ้น โดยไม่สามารถแยกส่วนที่ทับซ้อนระหว่างผู้ถือหุ้นต่างชาติที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ออกจากกันได้ ทั้งสองปัจจัยต่างก็มีผลกระทบต่อการจ่ายเงินปันผล ซึ่งตามทฤษฎีปัญหาตัวแทนแล้วผลที่ได้ควรจะแตกต่างกัน นอกจากนี้ยังมีข้อจำกัดในการกำหนดสัดส่วนการถือหุ้น โดยหากสามารถกำหนดช่วงการถือหุ้นในสัดส่วนต่างๆ ได้หลายช่วง ก็อาจได้ผลการศึกษาที่น่าสนใจมากขึ้น

งานศึกษานี้ยังมีข้อจำกัดเกี่ยวกับขนาดตัวอย่างที่ทดสอบ เนื่องจากงานศึกษานี้วิเคราะห์ข้อมูลเฉพาะจากบริษัทที่มีผลกำไรสุทธิ หรือบริษัทที่มีขาดทุนสุทธิและไม่ได้จ่ายเงินปันผล เนื่องด้วยไม่อาจหาแบบจำลองทางสถิติที่เหมาะสมกับการทดสอบปัจจัยที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนแต่จ่ายเงินปันผล หากต่อไปมีแบบจำลองทางสถิติที่เหมาะสมมากขึ้นก็อาจทำให้พบผลการศึกษาที่แตกต่างออกไป

สำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป คณะผู้วิจัยเห็นว่าการวัดความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดอาจใช้ตัวแปรอื่น นอกเหนือจากการใช้ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนราคาหุ้น หรือค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ โดยอาจใช้ตัวแปรอื่นเป็นตัววัดได้ อาทิเช่น ค่าความผันผวนของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ซึ่งเก็บข้อมูลได้จากงบกระแสเงินสดของบริษัทในแต่ละปี อย่างไรก็ดี ตัววัดนี้อาจไม่สะท้อนความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ซึ่งในความเป็นจริงแล้ว ผู้บริหารจะประเมินความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดในอนาคตเพื่อตัดสินใจจ่ายเงินปันผลด้วย นอกจากนี้ในการวัดอัตราการจ่ายเงินปันผลอาจคำนวณด้วยวิธีอื่นนอกเหนือจากเงินปันผลจ่ายหารด้วยกำไรสุทธิ อาทิเช่น เงินปันผลจ่ายหารด้วยยอดขาย ทั้งนี้ เพื่อนำผลการทดสอบที่ได้มาเปรียบเทียบกัน

เอกสารอ้างอิง

ภาษาอังกฤษ

Afza, T., & Mirza, H. (2010). Institutional Ownership, Growth Opportunities and Corporate Dividend Policy in Pakistan, An Application of OLS and Tobit Models', **Proceedings of the 17th Annual South Dakota International Business Conference,** Northern State University: Center of Excellence in International Business.

Afza, T. & Mirza, H. (2010). Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. **International Business Research,** 3(3), 210-221.

Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S.Firm?. **Journal of Financial Research,** 26(3), 371-387.

Baba, N. (2008). Increased Presence of Foreign Investors and Dividend Policy of Japanese Firms. **Pacific-Basin Finance Journal,** 17(2), 163-174.

Banerjee, S., Gatchev, V., & Spindt, P. (2007). Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy. **Journal of Financial and Quantitative Analysis,** 42(2), 369-397.

Bar-Yosef, S., & Venezia, I. (1991). Earnings information and the determination of dividend policy. **Journal of Economics and Business,** 43(3), 197-214.

Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?. **Journal of Finance,** 52(3), 1007-1034.

Brav, A., Grahama, J., Harveya, C., & Michaely, R. (2003). Payout policy in the 21st century. **Journal of Financial Economics,** 77(3), 483–527.

Bredley, M., Capozza, D., & Seguin, P. (1998). Dividend Policy and Cash flow uncertainty. **Real Estate Economics,** 26(4), 555-580.

Cameron, C. & Trivedi, P. (2005). **Microeconometrics methods and applications.** New York, USA: Cambridge University Press.

Chay, J.B., & Suh, J. (2009). Payout policy and Cash-flow uncertainty. **Journal of Financial Economics.** 93(1), 88–107.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. **Journal of Financial Economics.** 81(2), 227–254.

Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. **Journal of Financial Economics.** 60(1), 3–43.

Gugler, K., & Yurtoglu, Y. B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. **European Economic Review.** 47(4), 731 – 758.

Jeon, J. Q., Lee, C., & Moffett, C. M. (2010). Effects of foreign ownership on payout policy : Evidence from the Korean market. **Journal of Financial Markets,** 14(2), 344-375.

Khan, T. (2006). Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data. **Economic Journal.** 116(510), C172-C189.

Klungnark, P. (2008). **Why Minorities have different preferences for dividend?.** MIF Independent Study, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University, Bangkok.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies Around the World. **Journal of Finance,** 55(1), 1-34.

Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. **American Economic Review,** 46(2), 97-113.

Mancinelli, L., & Ozkan, A. (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. **European Journal of Finance.** 12(3), 265-282.

Oonpipat, O. (2009). **Dividend policy and earned/contributed capital mix: The empirical study of Thailand.** MIF Independent Study, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammsat University, Bangkok.

Ramli, N. M. (2010). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies. **International Review of Business Research Papers,** 6(1), 170-180.

Rennboog, L. & Trojanowski, G. (2007). Control structures and payout policy. **Managerial Finance,** 33(1), 43-64.

Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency cost as determinants of dividend payout ratios. **Journal of Financial Research.** 5(3), 249-259.

Subramaniam, R. & Devi, S. (2011). Corporate Governance and Dividend Policy in Malaysia. International **Conference on Business and Economics Research.** 1, 200-207.

Thanadvanich, S. (2008). **Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy: Empirical Test from the Stock Exchange of Thailand.** MIF Independent Study, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University, Bangkok.

Truong, T., & Heaney, R. (2007). Largest shareholder and dividend policy around the world. **Quarterly Review of Economics and Finance.** 47(5), 667–687.

Zhou, P. & Ruland, W. (2006). Dividend Payout and Future Earnings Growth. **Financial Analysts Journal.** 62(3), 58-69.

ภาษาไทย

ธนิดา หวังวิวัฒน์ศิลป์. (2543). **การลดต้นทุนที่เกิดจากปัญหาตัวแทนโดยใช้นโยบายเงินปันผลและการถือหุ้นของผู้บริหารในประเทศไทย.** วิทยานิพนธ์ คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย: กรุงเทพฯ.

ภาคผนวก (Appendix)

ตาราง A-1 จำนวนบริษัทจดทะเบียนระหว่างปี พ.ศ. 2545 – 2552 ที่ใช้ในการวิเคราะห์ในแบบจำลอง Probit model Tobit & Random effects model

ปี	จำนวนบริษัท
2545	217
2546	233
2547	279
2548	305
2549	343
2550	349
2551	346
2552	354
รวมจำนวนบริษัท	2,426

ตาราง A-2 ข้อมูลสถิติ

ข้อมูลทางสถิติเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์ อันได้แก่ ขนาดตัวอย่าง ค่าสถิติของอัตราการจ่ายเงินปันผล (Payout) และตัวแปรอธิบาย (X) ได้แก่ ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด (ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลตอบแทนราคาหุ้น (SDreturn) และผลการดำเนินงาน (SDROA)) สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Freefloat) สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Large) สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นชาวต่างชาติ (Foreign) สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (RETE) สภาพคล่องในการซื้อขาย (Turnover) โอกาสในการเติบโต (อัตราการเติบโตของรายได้ (Revgrowth) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MBR)) ผลการดำเนินงาน (อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์ทั้งหมด (ROA) และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)) มูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด (TA) และเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้น (Cash)

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล					
Payout	1632	0.7087	1.8130	0.0088	61.4754
SDreturn	1632	0.1544	0.1422	0.0193	1.0698
SDROA	1623	0.0395	0.0374	0.0001	0.6540
Freefloat	1624	0.3667	0.1555	0.0219	0.9252
Large	1632	0.5743	0.1633	0.0409	0.9800
Foreign	1632	0.2434	0.2208	0.0001	0.9778
RETE	1629	0.4021	0.2805	-5.6858	2.1975
Turnover	1624	0.7442	1.6793	0.0001	28.5697
ROA	1629	0.1038	0.0871	-1.3502	0.6847
ROE	1629	0.1219	0.2239	-7.0638	2.3648
Revgrowth	1626	1.1538	1.8108	0.0540	71.6943
MBR	1629	1.4892	1.1969	-0.6107	14.4699
TA	1629	3.6097	0.6223	2.1638	6.0428
Cash	1629	0.1448	0.6614	0.0000	22.2510

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล					
SDreturn	782	0.1989	0.1465	0.0000	0.9754
SDROA	735	0.0958	0.2496	0.0007	4.7620
Freefloat	782	0.4181	0.1962	0.0131	1.0000
Large	781	0.5502	0.1899	0.0419	0.9550
Foreign	784	0.1683	0.2014	0.0000	0.9003
RETE	790	-1.2227	9.8196	-168.5606	41.7192
Turnover	786	3.0484	7.2655	0.0000	101.0261
ROA	791	-0.0187	0.3456	-8.1356	0.4047
ROE	791	-0.2292	3.0362	-50.9907	13.4871
Revgrowth	751	1.0825	0.6151	-4.7750	7.1355
MBR	791	1.3243	22.3417	-470.0461	405.5590
TA	791	3.3663	0.5541	1.8984	5.4341
Cash	791	0.1864	2.6540	0.0001	74.5524

ตาราง A-3 Correlation Matrix

	Payout	SDreturn	SDROA	Freefloat	Large	Foreign	RETE	Turnover	ROA	ROE	Revgrowth	MBR	TA	Cash
Payout	1.0000	-0.0384	-0.0371	-0.0454	0.0003	0.0158	0.0281	-0.0526	0.0554	0.0205	0.2846	0.0008	0.0558	0.0229
SDreturn	-0.0384	1.0000	0.1522	0.1091	-0.1105	-0.0685	-0.0507	0.2607	-0.0711	-0.0439	0.0275	-0.0051	-0.0434	0.0035
SDROA	-0.0371	0.1522	1.0000	0.1151	-0.0608	-0.0408	-0.0878	0.3210	-0.7027	-0.0855	0.0185	-0.0128	-0.0959	0.0113
Freefloat	-0.0454	0.1091	0.1151	1.0000	-0.7844	0.0162	-0.1025	0.3095	-0.1246	-0.0863	0.0233	-0.0063	0.1205	-0.0178
Large	0.0003	-0.1105	-0.0608	-0.7844	1.0000	0.1274	0.0833	-0.2637	0.0778	0.0795	-0.0170	0.0010	-0.0320	0.0253
Foreign	0.0158	-0.0685	-0.0408	0.0162	0.1274	1.0000	0.0386	-0.1104	0.0725	0.0413	0.0001	0.0216	0.3736	0.0253
RETE	0.0281	-0.0507	-0.0878	-0.1025	0.0833	0.0386	1.0000	-0.0990	0.0917	0.7855	0.0131	-0.2289	0.0030	-0.0104
Turnover	-0.0526	0.2607	0.3210	0.3095	-0.2637	-0.1104	-0.0990	1.0000	-0.4245	-0.2180	0.0086	-0.0007	-0.0995	-0.0035
ROA	0.0554	-0.0711	-0.7027	-0.1246	0.0778	0.0725	0.0917	-0.4245	1.0000	0.1275	0.0291	0.0264	0.1455	0.0084
ROE	0.0205	-0.0439	-0.0855	-0.0863	0.0795	0.0413	0.7855	-0.2180	0.1275	1.0000	0.0147	-0.5147	0.0048	0.0028
Revgrowth	0.2846	0.0275	0.0185	0.0233	-0.0170	0.0001	0.0131	0.0086	0.0291	0.0147	1.0000	0.0102	0.0904	-0.0057
MBR	0.0008	-0.0051	-0.0128	-0.0063	0.0010	0.0216	-0.2289	-0.0007	0.0264	-0.5147	0.0102	1.0000	0.0774	0.0031
TA	0.0558	-0.0434	-0.0959	0.1205	-0.0320	0.3736	0.0030	-0.0995	0.1455	0.0048	0.0904	0.0774	1.0000	0.0834
Cash	0.0229	0.0035	0.0113	-0.0178	0.0253	0.0253	-0.0104	-0.0035	0.0084	0.0028	-0.0057	0.0031	0.0834	1.0000