



ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
The Stock Exchange of Thailand

สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน
Capital Market Research Institute



COLLEGE OF MANAGEMENT
MAHIDOL UNIVERSITY
Wisdom of The Land

Capital Market Research Forum ครั้งที่ 5/2554

ในหัวข้อ “นโยบายการจ่ายเงินปันผลกับความไม่แน่นอนของ
กระแสเงินสดและลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น”

โดย คุณศุภลักษณ์ อังคสุโข, คุณผาดิภา ตันวิเชียร และ คุณตระการตา สงวนศักดิ์โยธิน
ดร.ปิยภัทร ธาระวานิช เป็นอาจารย์ที่ปรึกษา

งานวิจัยนี้เป็นส่วนหนึ่งของสารนิพนธ์ (IS) ระดับปริญญาโทด้านการจัดการ
สาขาการเงิน (MMF) วิทยาลัยการจัดการมหาวิทยาลัยมหิดล
<http://inside.cm.mahidol.ac.th/mmf/>

12 พฤษภาคม 2554

Outline



- ความสำคัญของเงินปันผล
- วัตถุประสงค์และประโยชน์ของการศึกษา
- ปัจจัยกำหนดการจ่ายเงินปันผล
- ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องและงานศึกษาในอดีต
- วิธีการศึกษา
- ข้อมูลในการศึกษา
- ผลการศึกษา
- สรุปผล
- อภิปรายผลการศึกษาและข้อจำกัด
- กิตติกรรมประกาศ

สำหรับ บริษัทจดทะเบียน

- เงินปันผลเป็นปัจจัยที่ทำให้มูลค่าของกิจการ (Firm value) เพิ่มขึ้นเพราะกิจการสามารถใช้เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณจากผู้บริหารไปยังผู้ถือหุ้นที่มีข้อมูลน้อยกว่า (Asymmetric information) ให้เข้าใจในทิศทางและปรับเปลี่ยนมุมมองตามที่ผู้บริหารต้องการให้ผู้ถือหุ้นเข้าใจ

สำหรับ นักลงทุน

- การจ่ายเงินปันผลถือเป็นปัจจัยสำคัญต่อการพิจารณาของนักลงทุนว่าจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ใด

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

- ศึกษาว่าปัจจัยใดที่กำหนดว่าบริษัทจดทะเบียนจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่
- ศึกษาว่าถ้าบริษัทตัดสินใจจ่ายเงินปันผลแล้ว ปัจจัยใดที่กำหนดว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลมากน้อยเพียงใด

ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

- เป็นแนวทางสำหรับบริษัท ในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่เหมาะสม โดยการเทียบเคียงจากพฤติกรรมของบริษัทจดทะเบียน
- เป็นแนวทางสำหรับนักลงทุน ในการคาดการณ์การจ่ายเงินปันผลของบริษัท

1) ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด (Cashflow Uncertainty)

- งานศึกษาในต่างประเทศ พบว่า หากความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดของบริษัทมีมากขึ้น โอกาสที่บริษัทจ่ายเงินปันผลจะลดลง และ หากบริษัทมีการจ่ายเงินปันผล อัตราการจ่ายเงินปันผลก็จะลดลงด้วย

2) โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure)

- ตามกฎหมาย ที่ประชุมผู้ถือหุ้นมีอำนาจสูงสุดในการตัดสินใจเกี่ยวกับ นโยบายการจ่ายเงินปันผล

ลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เลือกศึกษา

- สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ
เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติมีสัดส่วนมูลค่าการซื้อขายระดับสูงและมีผลอย่างมากต่อการเปลี่ยนแปลงดัชนีหลักทรัพย์ของไทย
- สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่
เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ควบคุมการบริหารงานได้และมีอิทธิพลต่อการออกเสียงในที่ประชุมผู้ถือหุ้น
- สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย
ตามทฤษฎีปัญหาตัวแทน ผู้ถือหุ้นรายย่อยจะต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผล

ปัจจัยอื่นๆ

- ช่วงอายุของกิจการ (Firm's maturity)
- สภาพคล่องในการซื้อขาย (Stock liquidity)
- โอกาสในการเติบโต (Growth opportunity)

ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

1. ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory)

- ตลาดไม่ได้มีความสมบูรณ์และนักลงทุนแต่ละคนไม่ได้มีข้อมูลที่เท่าเทียมกัน การจ่ายเงินปันผลจึงเป็นเครื่องมือในการส่งข้อมูลข่าวสารไปยังนักลงทุน
- เมื่อนักลงทุนเห็นว่าเงินปันผลที่ได้รับเปลี่ยนแปลงไปจากเดิม ก็จะเปลี่ยนมุมมองที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ดังนั้นหากบริษัทจ่ายเงินปันผลลดลง นักลงทุนย่อมเข้าใจว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรลดลง ส่งผลให้มูลค่าของกิจการ (Firm Value) ลดลง
- บริษัทที่มีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดสูง จะมีความเสี่ยงที่อาจไม่สามารถรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลในปีต่อไปหากกระแสเงินสดไม่เพียงพอ อันจะเป็นการส่งสัญญาณที่ไม่ดีต่อนักลงทุน บริษัทจึงมีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลต่ำไว้ก่อน

Cashflow Uncertainty \uparrow \rightarrow Dividend \downarrow

2. ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

การจ่ายเงินปันผลสามารถลดปัญหาตัวแทนหรือการทุจริตของผู้บริหารได้ เพราะการจ่ายเงินปันผลทำให้ปริมาณกระแสเงินสดอิสระในบริษัทซึ่งอยู่ภายใต้การดูแลของผู้บริหารลดลง

- **ผู้ถือหุ้นรายใหญ่** สามารถตรวจสอบการบริหารจัดการได้อย่างใกล้ชิดทำให้มีปัญหาด้านตัวแทนน้อย บริษัทจึงไม่จำเป็นต้องจ่ายเงินปันผลเพื่อลดปัญหาตัวแทน

Large shareholders' Ownership ↑ → Dividend ↓

- **ผู้ถือหุ้นรายย่อย หรือ ผู้ถือหุ้นต่างชาติ** ไม่สามารถตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารได้อย่างใกล้ชิด ผู้ถือหุ้นจึงต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผลมาก เพราะเกรงว่าหากบริษัทมีกระแสเงินสดมากเกินไป ผู้บริหารอาจนำไปใช้จ่ายในโครงการที่ไม่เป็นประโยชน์ได้

Small shareholders' Ownership ↑ → Dividend ↑

Foreign shareholder's Ownership ↑ → Dividend ↑

3. ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory)

- บริษัทที่เพิ่งเริ่มดำเนินงาน มีโอกาสขยายการลงทุนมาก จึงจำเป็นต้องเก็บกระแสเงินสดไว้เพื่อขยายกิจการ ทำให้มีโอกาที่จะจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าบริษัทที่ดำเนินงานเป็นเวลานาน

Firm's maturity ↑ → Dividend ↑

4. ทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction cost theory)

- บริษัทที่หุ้นของตนเองมีสภาพคล่องในการซื้อขายต่ำ (ต้นทุนในการซื้อขายสูง) ทำให้ผู้ลงทุนได้รับกำไรจากส่วนต่างราคาน้อย มีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลมากขึ้น เพื่อชดเชยผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับน้อยลงจากส่วนต่างราคา

Stock's Liquidity ↑ → Dividend ↓

5. ทฤษฎีโอกาสในการเติบโต (Growth opportunity)

- ทฤษฎีโครงสร้างเงินลงทุนตามลำดับชั้น (Pecking order theory) เสนอว่า ในการลงทุนเพิ่มบริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อน และหลีกเลี่ยงการออกหุ้นใหม่ เพราะเกรงว่าจะไม่สามารถระดมทุนได้ตามจำนวนที่ต้องการ ดังนั้นหากคาดว่าจะมีโอกาสเติบโตในอนาคตซึ่งต้องใช้เงินลงทุนสูง บริษัทก็น่าจะจ่ายเงินปันผลในอัตราต่ำ

Growth opportunity ↑ → Dividend ↓

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory)

- Lintner (1956) พบว่า ผู้บริหารส่วนใหญ่พยายามรักษาระดับอัตราการจ่ายเงินปันผลให้คงที่และกำหนดการจ่ายเงินปันผลจากผลการดำเนินงานที่แน่นอน เนื่องจากเชื่อว่าผู้ลงทุนจะจ่ายค่าพรีเมียมแก่หุ้นของบริษัทที่รักษาระดับอัตราการจ่ายเงินปันผลได้
- Chay and Suh (2009) พบว่า บริษัทจดทะเบียนใน ออสเตรเลีย แคนาดา ฝรั่งเศส เยอรมนี ญี่ปุ่น สหราชอาณาจักร หรือ สหรัฐอเมริกา ที่มีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดสูง จะมีแนวโน้มที่จะไม่จ่ายเงินปันผล หรือถ้าจ่ายเงินปันผล ก็จะไม่จ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ

ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

- **สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่** Trojanowski (2005) และ Khan (2005) (UK), (Mancinelli (2006) (อิตาลี) และ Truong (2007) (37 ประเทศ) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มากขึ้น จะทำให้มีโอกาสและอัตราการจ่ายเงินปันผล ลดลง ตรงตามทฤษฎี
- **สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย** Khan (2005) พบว่า เมื่อบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยในระดับสูง บริษัทจะจ่ายเงินปันผลในอัตราต่ำ ผลที่ได้ตรงกัน ข้ามกับทฤษฎี
ธนิดา (2543) (ไทย) พบว่า การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นไม่ได้มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

- **สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ** Jeon, Lee and Moffett (2010) (เกาหลีใต้) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติที่มากกว่า 5% จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายเงินปันผล ตรงตามทฤษฎี

ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory)

- DeAngelo (2004) (สหรัฐอเมริกา) และ Oonpipat (2009) (ไทย) ใช้อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นตัววัดอายุของกิจการ และพบว่า อายุของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล (โอกาส) ตรงตามทฤษฎี

ต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction cost theory)

- Banerjee, Getchev and Spindt (2005) (สหรัฐอเมริกา) และ Thanadvanich (2008) (ไทย) พบว่า สภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นของบริษัท มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการจ่ายเงินปันผล (โอกาส) ตรงตามทฤษฎี

ทฤษฎีโอกาสในการเติบโต (Growth opportunity)

- Rozeff (1982) (สหรัฐอเมริกา) อัตราการเติบโตที่เกิดขึ้นในอดีตและโอกาสในการเติบโตในอนาคต ล้วนมีผลต่อการจ่ายเงินปันผล โดยหากบริษัทมีโอกาสเติบโตสูง บริษัทจะจ่ายเงินปันผลลดลง เนื่องจากบริษัทต้องใช้จ่ายเงินลงทุนมากขึ้น ตรงตามทฤษฎี

□ แบบจำลองโอกาสจ่ายเงินปันผล

- ตัวแปรตามได้แก่ ตัวแปรหุ่นที่แสดงถึงการจ่ายเงินปันผลของบริษัท (Dividend paying stock dummy variable) โดยจะมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทจ่ายปันผล และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทไม่ได้ทำการจ่ายปันผล
- ใช้ Probit Model ในการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอธิบาย เพราะเป็นแบบจำลองที่คำนึงถึงข้อจำกัดที่ว่าตัวแปรตามจะมีได้เพียงสองค่าเท่านั้น (Binary variable)
- Probit Model มีสมมุติฐานเบื้องหลังว่าค่า Underlying Indicator มีการแจกแจงแบบปกติเหมือนกับข้อสมมุติฐานใน Tobit Model ที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่กำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินปันผล ทำให้สามารถเปรียบเทียบผลการศึกษาได้
- งานศึกษาประมาณค่าความสัมพันธ์ตามแบบจำลองด้วยวิธี MLE (Maximum Likelihood Estimation)

□ สมการกำหนดโอกาสการจ่ายเงินปันผลตาม Probit Model

$$D_{it} = 1 \text{ If } I_{it} \geq 0$$

$$0 \text{ If } I_{it} < 0$$

$$I_{it} = X_{it} \cdot \beta + v_{it}$$

$$v_{it} = \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

$$P_{it} = \Pr(Y_{it} = 1 | X_{it}) = F(X_{it} \cdot \beta + \alpha_i)$$

D_{it} = ตัวแปรหุ่น (dummy variable) แสดงการจ่ายเงินปันผล

I_{it} = ความสามารถและความประสงค์ในการจ่ายเงินปันผล เป็นตัวแปรที่ไม่สามารถเก็บค่าได้โดยตรง (unobserved)

X_{it} = ตัวแปรอธิบาย หรือ ตัวแปรควบคุม

v_{it} = ค่าความผิดพลาดทางสถิติโดยรวมผลของลักษณะเฉพาะบริษัทไว้ด้วย

α_i = ลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทในการจ่ายเงินปันผล

ε_{it} = ค่าความผิดพลาดทางสถิติ

P_{it} = ค่าความน่าจะเป็นในการจ่ายเงินปันผล

F = cumulative standard normal distribution

วิธีการศึกษา (ต่อ)

❑ แบบจำลองอัตราการจ่ายเงินปันผล

ส่วนที่หนึ่ง Tobit Model

- ตัวแปรตามได้แก่ อัตราเงินปันผลจ่าย (เฉพาะเงินสด ไม่รวมหุ้นปันผล) หารด้วยกำไรสุทธิ (ไม่รวมกรณีที่ขาดทุนแต่จ่ายเงินปันผล)
- ใช้ Tobit Model ในการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอธิบาย เพราะเป็นแบบจำลองที่คำนึงถึงข้อจำกัดที่ว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลจะต่ำกว่าศูนย์ไม่ได้
- Tobit Model มีสมมุติฐานเบื้องหลังว่าค่า Underlying Variable มีการแจกแจงแบบปกติ
- งานศึกษาประมาณค่าความสัมพันธ์ตามแบบจำลองด้วยวิธี MLE (Maximum Likelihood Estimation)

วิธีการศึกษา (ต่อ)

❑ สมการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลตาม Tobit Model

$$Y_{it} = \begin{cases} Y_{it}^* & \text{if } Y_{it}^* \geq 0 \\ 0 & \text{if } Y_{it}^* < 0 \end{cases}$$

$$Y_{it}^* = X_{it} \cdot \beta + v_{it}$$

$$v_{it} = \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

Y_{it} = อัตราการจ่ายเงินปันผล

Y_{it}^* = อัตราการจ่ายเงินปันผลที่บริษัทมีความประสงค์ในการจ่าย เป็นตัวแปรที่ไม่สามารถเก็บค่าได้โดยตรง (unobserved)

X_{it} = ตัวแปรอธิบาย หรือ ตัวแปรควบคุม

v_{it} = ค่าความผิดพลาดทางสถิติโดยรวมผลของลักษณะเฉพาะบริษัทไว้ด้วย

α_i = ลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทในการจ่ายเงินปันผล

ε_{it} = ค่าความผิดพลาดทางสถิติ

❑ แบบจำลองอัตราการจ่ายเงินปันผล

ส่วนที่สอง Random Effects (RE) / Fixed Effects (FE) Model

- Tobit Model มีสมมติฐานที่ไม่แยกกระบวนการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล กับกระบวนการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าปัจจัยที่พิจารณาอธิบายการจ่ายเงินปันผล ส่วนใด
- การแยกกระบวนการตัดสินใจ สามารถทำได้โดยใช้ Two-part Model โดยใช้ Probit Model หาปัจจัยที่กำหนดโอกาสการจ่ายเงินปันผล และใช้ RE / FE Model หาปัจจัยที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล
- Tobit Model มีข้อจำกัดที่ว่า ถ้าค่าความผิดพลาดทางสถิติมีความผันผวนไม่คงที่ หรือที่เรียกว่า Heteroskedasticity (Cameron and Trivedi, 2005) ค่าความสัมพันธ์ที่ประเมินได้จะไม่มีเสถียรภาพ (Inconsistent) แต่ RE / FE Model สามารถประมาณค่าความสัมพันธ์ได้อย่างมีเสถียรภาพและเหมาะสม โดยการใส่ clustered standard error

❑ สมการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลตาม RE / FE Model

$$Y_{it} = X_{it} \cdot \beta + v_{it}$$

$$v_{it} = \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

Y_{it} = อัตราการจ่ายเงินปันผล

X_{it} = ตัวแปรอธิบาย หรือ ตัวแปรควบคุม

v_{it} = ค่าความผิดพลาดทางสถิติโดยรวมผลของลักษณะเฉพาะบริษัทไว้ด้วย

α_i = ลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัทในการจ่ายเงินปันผล

ε_{it} = ค่าความผิดพลาดทางสถิติ

การจ่ายเงินปันผล (Dividend paying stock dummy variable)

- แทนค่า 1 ในกรณีที่บริษัทจ่ายเงินปันผล และ
แทนค่า 0 ในกรณีที่บริษัทไม่จ่ายเงินปันผล

อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend payout ratio)

- เงินปันผลจ่าย (เฉพาะเงินสดไม่รวมหุ้นปันผล) หารด้วยกำไรสุทธิ (ไม่รวมกรณีที่ขาดทุนแต่จ่ายเงินปันผล) (Chay and Suh, 2009)

กลุ่มตัวแปร	ตัวแปรอธิบาย (Explanatory Variables)	ตัวย่อ	ที่มาของตัวแปร	ความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล
ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลตอบแทนราคาหุ้นรายเดือน 2 ปี ล่าสุด ▪ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด 	SDreturn SDroa	Chay and Suh (2009)	(-) (-)
ปัญหาตัวแทน	<ul style="list-style-type: none"> ▪ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (จำนวนหุ้นที่ไม่ได้ถือโดย Strategic Partner หารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด) 	Freefloat	Khan(2005)	(+)
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (จำนวนหุ้นที่มีผู้ถือหุ้นขั้นต่ำ 4% หารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด) 	Large	Truong and Heaney (2007)	(-)
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ สัดส่วนผู้ถือหุ้นโดยต่างชาติ (จำนวนหุ้นที่ถือโดยต่างชาติ หารด้วยจำนวนหุ้นทั้งหมด) 	Foreign	Q.Jeon, Lee and M. Moffett (2010)	(+)
โอกาสในการเติบโต	<ul style="list-style-type: none"> ▪ อัตราส่วนการเติบโตของรายได้ (รายได้ปัจจุบันหารด้วยรายได้ปีก่อน) 	Revgrowth	Osh Oonpipat (2009)	(-)
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (Market-to-book ratio) 	MBR	Chay and Jung Suh (2007), Fama and French (2001)	(-)
อายุของกิจการ	<ul style="list-style-type: none"> ▪ สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (กำไรสะสม/ส่วนของผู้ถือหุ้น) 	RE/TE	DeAngelo (2004) Oonpipat (2009)	(+)
สภาพคล่องในการซื้อขาย	<ul style="list-style-type: none"> ▪ อัตราการหมุนเวียนของหุ้น (มูลค่าการซื้อขาย / มูลค่าตลาด) 	Turnover	Thanadvanich (2008)	(-)

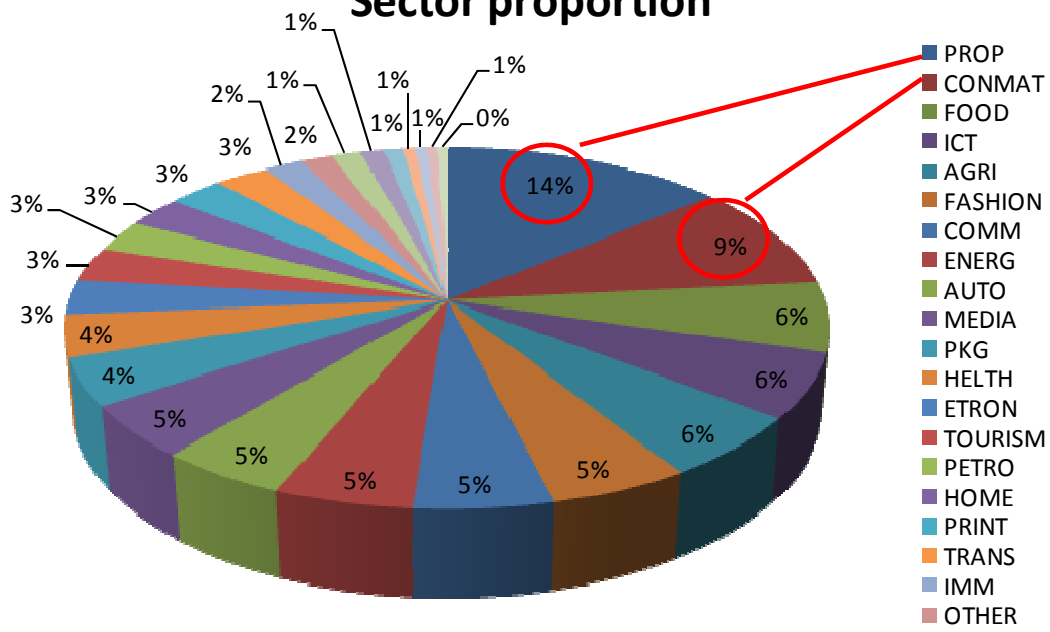
กลุ่มตัวแปร	ตัวแปรควบคุม (Controlled Variables)	ตัวย่อ	ที่มาของตัวแปร	ความสัมพันธ์กับ การจ่าย เงินปันผล
ผลการดำเนินงาน	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (กำไรจากผลการดำเนินงานก่อนดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวม) 	ROA	Bar-Yosef and Itzhak (1991)	(+)
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (กำไรสุทธิหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น) 	ROE	Fama and French (2001), Aivazian et al (2003) และ DeAngelo et al (2004)	(+)
ขนาดของกิจการ	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Log ของมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด 	TA	Fama and French (2001), Aivazian et al (2003) และ DeAngelo et al (2004)	(+)
เงินสด	<ul style="list-style-type: none"> ▪ สัดส่วนเงินสดต่อสินทรัพย์รวม (เงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นหารด้วยสินทรัพย์รวม) 	Cash	Fama and French (2001), Aivazian et al (2003) และ DeAngelo et al (2004)	(+)

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

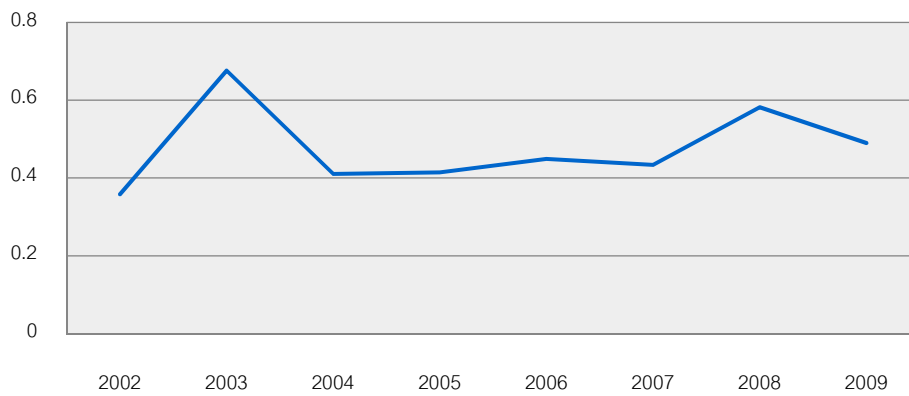


- ฐานข้อมูล PSIMS ซึ่งเป็นฐานข้อมูลเดียวกันกับ SETSMART และจัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- บริษัทที่ศึกษา ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในกระดานหลักระหว่างปี 2545 ถึงปี 2552 ยกเว้นบริษัทในกลุ่มสถาบันการเงิน ได้แก่ ธนาคาร, บริษัทประกันภัยบริษัทหลักทรัพย์ และบริษัทในกลุ่มฟินฟูจิกการ
- ข้อมูลครอบคลุม 391 บริษัท คิดเป็นจำนวน 2339 ข้อมูล (observation)

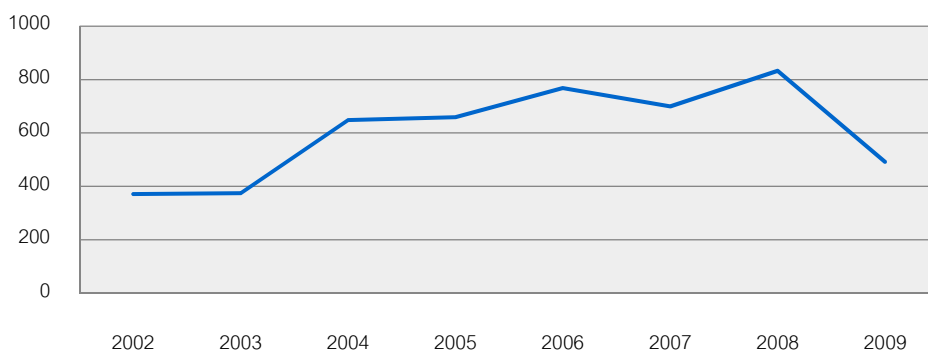
Sector proportion



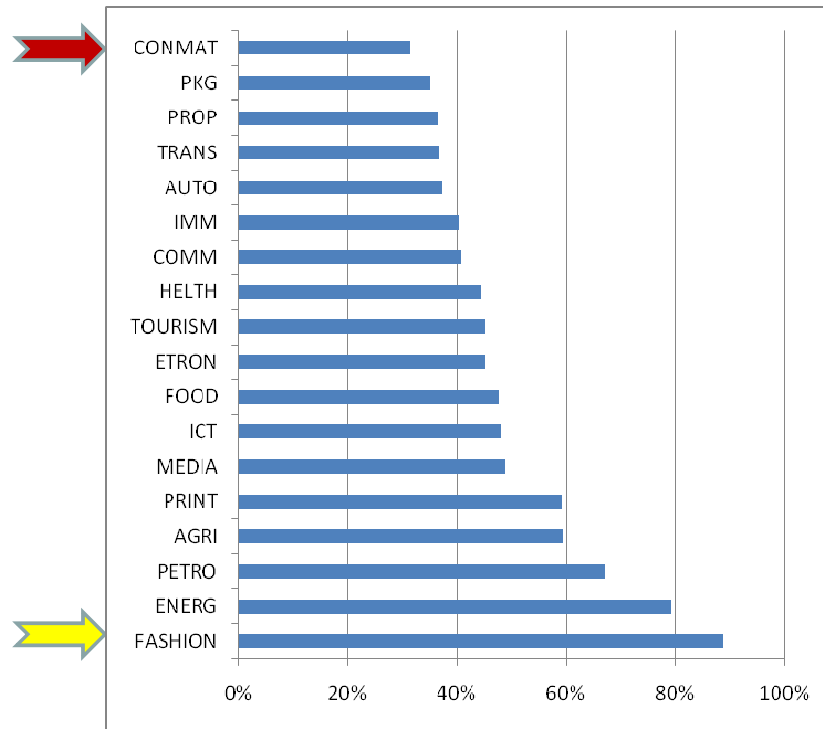
Payout rate



SET Index

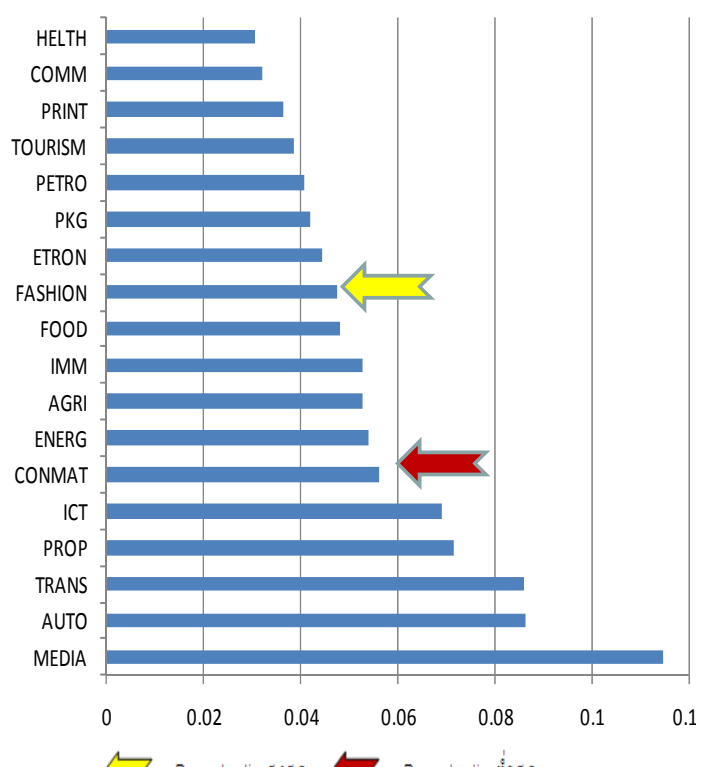
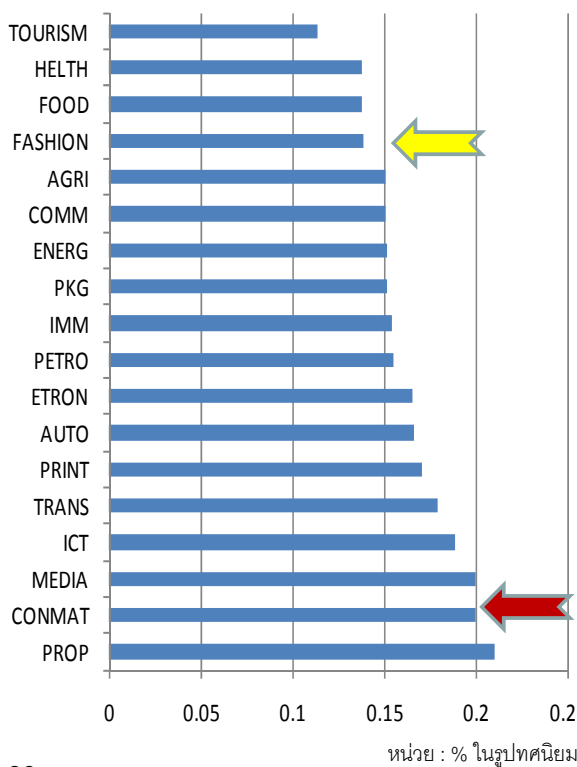


Payout Ratio



SDreturn

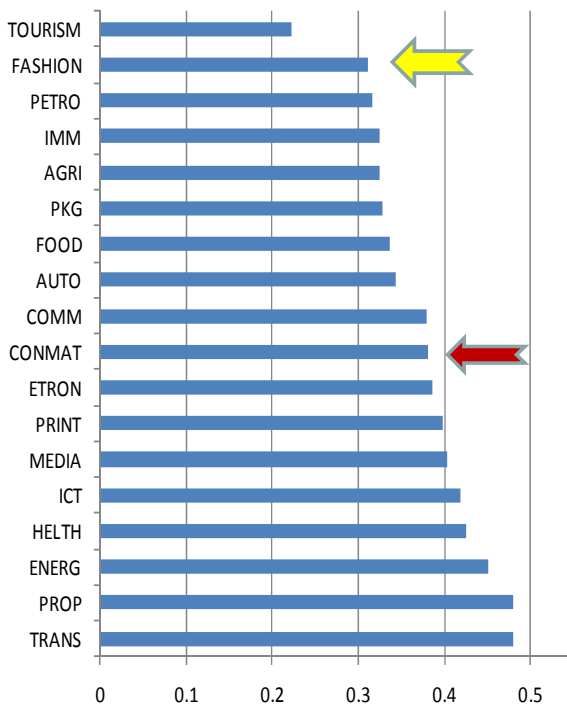
SDROA



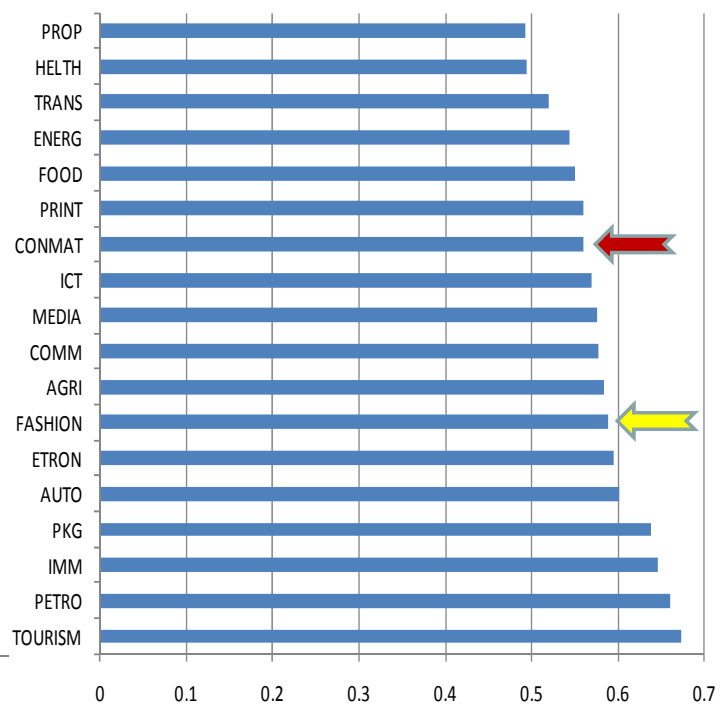
หน่วย : % ในรูปทศนิยม

← Payout ratio สูงสุด ← Payout ratio ต่ำสุด

Freefloat



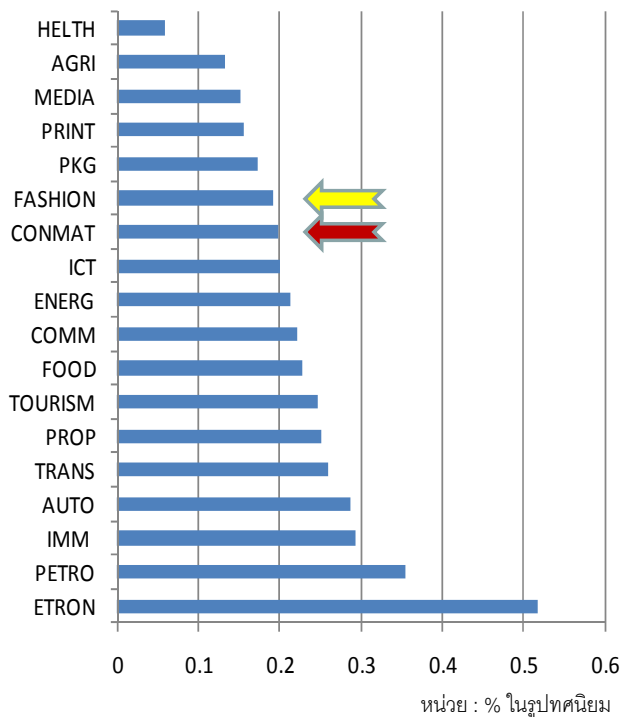
Large



หน่วย : % ในรูปทศนิยม

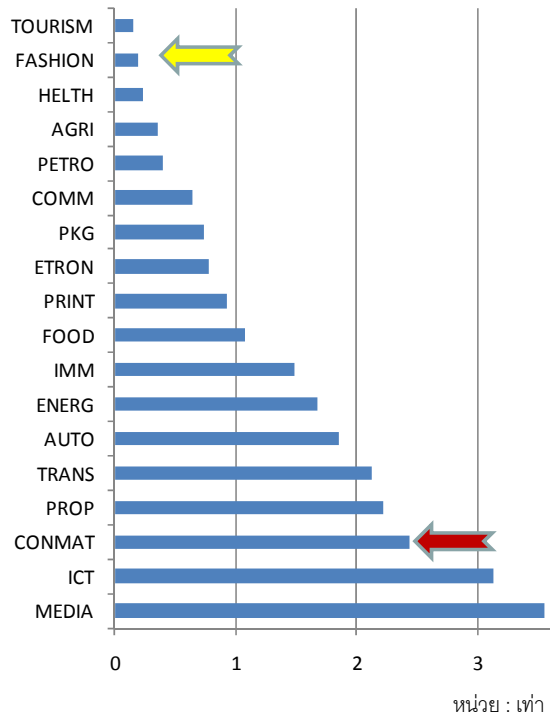
← Payout ratio สูงสุด ← Payout ratio ต่ำสุด

Foreign



หน่วย : % ในรูปทศนิยม

Turnover

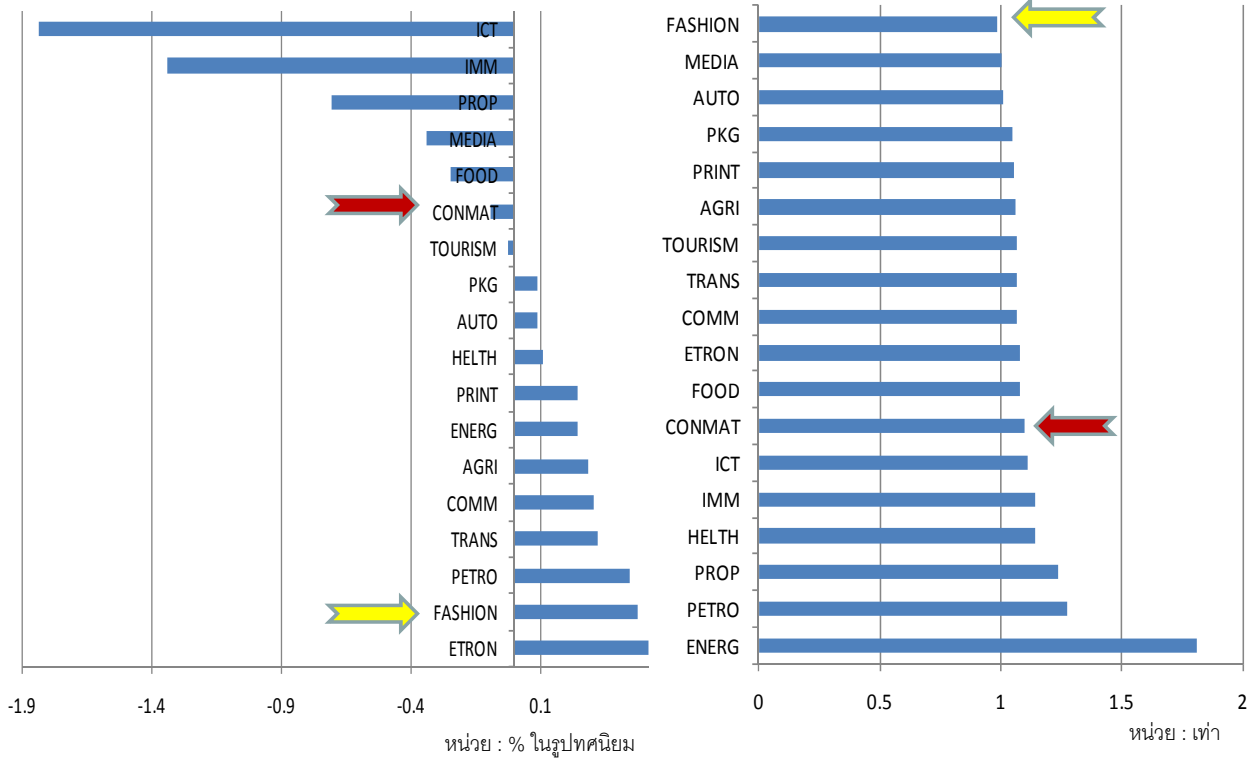


หน่วย : เท่า

← Payout ratio สูงสุด ← Payout ratio ต่ำสุด

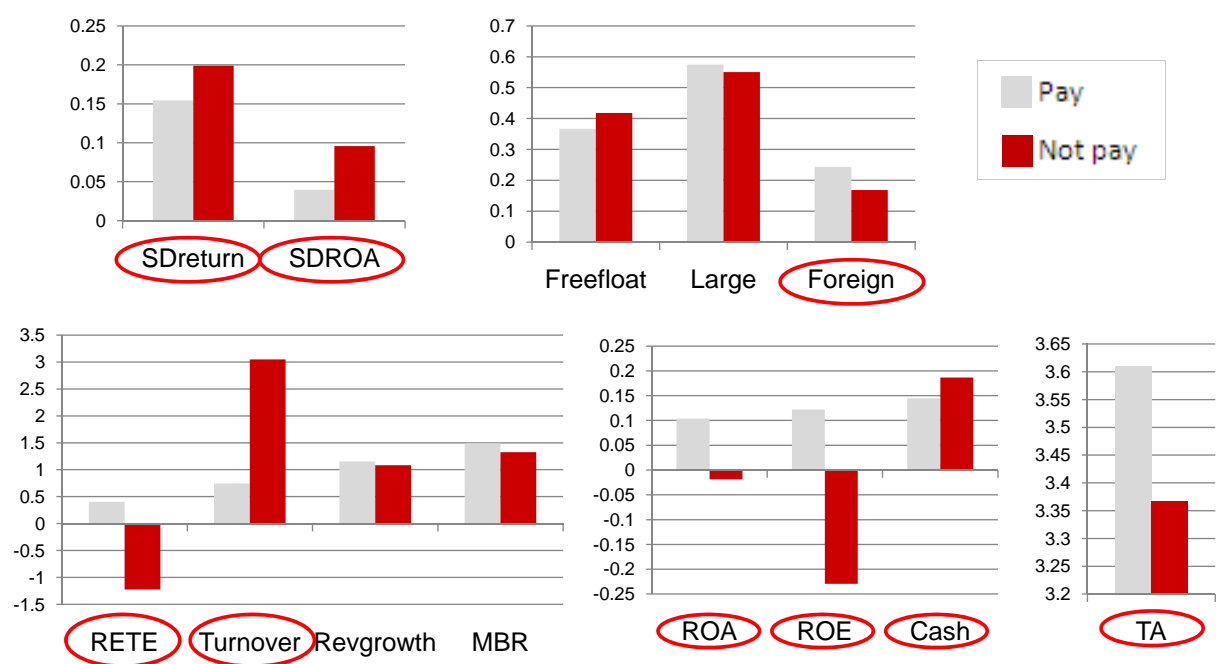
RETE

Revgrowth



← Payout ratio สูงสุด ← Payout ratio ต่ำสุด

Pay vs. Not pay



- แบ่งแบบจำลองที่ใช้ทดสอบเป็น 2 แบบจำลอง ตามตัวแปรที่ใช้วัดความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด ได้แก่
 - SDreturn สำหรับแบบจำลองที่ 1
 - SDROA สำหรับแบบจำลองที่ 2

- รายงานผลการทดสอบทางสถิติ ตามระดับความเชื่อมั่น ดังนี้
 - 90%(*) 95%** และ 99% (***)

Probit Model -Index function

- ค่า LR-Test Chibar2 มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า ลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท มีส่วนในการกำหนดโอกาสในการจ่ายเงินปันผล ผลการศึกษาจึงจะยึดตาม RE เป็นหลัก
- Overall test : Wald chi2 มีนัยสำคัญที่ระดับ 99% สำหรับทั้งสองแบบจำลอง แสดงว่าแบบจำลองที่ใช้ สามารถอธิบายโอกาสในการจ่ายเงินปันผลได้
- Counted R2 : ทั้งสองแบบจำลองสามารถทำนายพฤติกรรมกรรมการจ่ายเงินปันผลของบริษัทได้ถูกต้อง ถึงประมาณ 80%

- ค่าในวงเล็บคือ robust standard error

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	แบบจำลอง 1		แบบจำลอง 2	
		Pool	RE	Pool	RE
SDreturn	-	-0.988 *** (0.222)	-1.075 *** (0.317)		
SDROA	-			-2.804 *** (0.675)	-3.595 *** (0.972)
Freefloat	+	-1.581 *** (0.312)	-1.356 ** (0.548)	-1.351 *** (0.313)	-1.029 * (0.550)
Large	-	-1.501 *** (0.301)	-1.021 * (0.579)	-1.304 *** (0.302)	-0.689 (0.583)
Foreign	+	0.539 *** (0.161)	1.150 *** (0.370)	0.557 *** (0.162)	1.138 *** (0.370)
RETE	+	0.118 *** (0.016)	0.104 *** (0.024)	0.117 *** (0.017)	0.106 *** (0.024)
Turnover	-	-0.087 *** (0.015)	-0.082 *** (0.020)	-0.093 *** (0.014)	-0.092 *** (0.020)
Revgrowth	-	0.007 (0.018)	-0.014 (0.028)	0.008 (0.018)	-0.009 (0.029)
TA	+	0.278 *** (0.060)	0.652 *** (0.154)	0.250 *** (0.060)	0.590 *** (0.154)
Cash	+	0.269 (0.179)	-0.017 (0.102)	0.308 * (0.183)	-0.009 (0.106)
ROA	+	5.604 *** (0.346)	3.803 *** (0.481)	5.294 *** (0.368)	3.198 *** (0.517)
Constant		0.761 ** (0.322)	-0.536 (0.714)	0.650 ** (0.321)	-0.579 (0.712)
N		2339	2339	2327	2327
Number of firms			391		391
Avg. data per firm			6.0		6.0
LR chi2/Wald chi2		761.40 ***	171.410 ***	778.850 ***	176.100 ***
LR-Test : chibar2			307.840 ***		290.730 ***
Pseudo R2		0.262		0.269	
Counted R2		0.795		0.796	

Result : Probit Model – Marginal Effects



ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	หน่วย	แบบจำลอง 1		แบบจำลอง 2	
			Pool	RE	Pool	RE
SDreturn	-	% ในรูปทศนิยม	-0.348 *** (0.078)	-0.302 *** (0.091)		
SDROA	-	% ในรูปทศนิยม			-0.998 *** (0.243)	-1.029 *** (0.291)

ลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	หน่วย	แบบจำลอง 1		แบบจำลอง 2	
			Pool	RE	Pool	RE
Freefloat	+	% ในรูปทศนิยม	-0.557 *** (0.110)	-0.381 ** (0.157)	-0.481 *** (0.111)	-0.295 * (0.159)
Large	-	% ในรูปทศนิยม	-0.529 *** (0.106)	-0.287 * (0.164)	-0.464 *** (0.107)	-0.197 (0.168)
Foreign	+	% ในรูปทศนิยม	0.190 *** (0.057)	0.323 *** (0.104)	0.198 *** (0.057)	0.326 *** (0.106)

- ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดที่มากขึ้น จะทำให้บริษัทมีโอกาสจ่ายเงินปันผลลดลง
- SDreturn เพิ่มขึ้น 1 percentage point บริษัทจะมีโอกาสจ่ายเงินปันผลลดลงโดยเฉลี่ย 0.302 percent point
- Freefloat สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มากขึ้น จะทำให้บริษัทมีโอกาสจ่ายเงินปันผลลดลง ตรงข้ามกับทฤษฎี แต่ตรงกับผลวิจัยเชิงประจักษ์ในต่างประเทศ
- Large สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ไม่ได้มีผลต่อโอกาสในการจ่ายเงินปันผล อย่างชัดเจน
- Foreign สัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติที่มากขึ้น จะทำให้บริษัทมีโอกาสจ่ายเงินปันผลมากขึ้น สอดคล้องกับทฤษฎี

37

Result : Probit Model – Marginal Effects (ต่อ)



อายุของกิจการ, สภาพคล่องในการซื้อขาย, อัตราการเติบโต

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	หน่วย	แบบจำลอง 1		แบบจำลอง 2	
			Pool	RE	Pool	RE
RETE	+	% ในรูปทศนิยม	0.041 *** (0.006)	0.029 *** (0.007)	0.042 *** (0.006)	0.030 *** (0.008)
Turnover	-	เท่า	-0.030 *** (0.005)	-0.023 *** (0.006)	-0.033 *** (0.005)	-0.026 *** (0.006)
Revgrowth	-	เท่า	0.002 (0.006)	-0.004 (0.008)	0.003 (0.006)	-0.002 (0.008)

ตัวแปรควบคุม

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	หน่วย	แบบจำลอง 1		แบบจำลอง 2	
			Pool	RE	Pool	RE
ROA	+	% ในรูปทศนิยม	1.974 *** (0.125)	1.069 *** (0.162)	1.885 *** (0.133)	0.915 *** (0.166)
TA	+	Log ของล้านบาท	0.098 *** (0.021)	0.183 *** (0.043)	0.089 *** (0.021)	0.169 *** (0.044)
Cash	+	% ในรูปทศนิยม	0.095 (0.063)	-0.005 (0.029)	0.110 * (0.065)	-0.003 (0.030)

- RETE อายุของกิจการที่มากขึ้นซึ่งถูกวัดโดยสัดส่วนกำไรสะสมที่มากขึ้น จะทำให้บริษัทมีโอกาสจ่ายเงินปันผลมากขึ้น ตรงตามทฤษฎี
- Turnover อัตราการหมุนเวียนของหุ้นของบริษัทที่มากขึ้น จะทำให้บริษัทมีโอกาสจ่ายเงินปันผลน้อยลง ตรงตามทฤษฎี
- Revgrowth การเพิ่มขึ้นของรายได้บริษัทอย่างรวดเร็ว ไม่มีผลต่อโอกาสในการจ่ายเงินปันผล
- ROA และ TA ผลประกอบการที่ดี และขนาดสินทรัพย์ของบริษัทที่เพิ่มขึ้น จะทำให้บริษัทมีโอกาสจ่ายเงินปันผลมากขึ้น
- Cash สัดส่วนการถือเงินสด ไม่มีผลต่อโอกาสในการจ่ายเงินปันผล

38

Tobit Model -Index function

- ค่า LR-Test of Sigma_u มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า ลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท มีส่วนในการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล (dividend payout ratio) ผลการศึกษาจึงจะยึดตาม RE เป็นหลัก
- Overall test : LR chi2 /Wald chi2 มีนัยสำคัญที่ระดับ 99% สำหรับทั้งสองแบบจำลอง แสดงว่าแบบจำลองที่ใช้สามารถอธิบายอัตราการจ่ายเงินปันผลได้

- ค่าในวงเล็บคือ robust standard error

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	แบบจำลอง 1		แบบจำลอง 2	
		Pool	RE	Pool	RE
SDreturn	-	-0.820 *** (0.303)	-0.691 ** (0.308)		
SDROA	-			-3.653 *** (0.991)	-3.540 *** (1.055)
Freefloat	+	-1.984 *** (0.417)	-1.843 *** (0.477)	-1.774 *** (0.420)	-1.631 *** (0.479)
Large	-	-1.808 *** (0.392)	-1.571 *** (0.459)	-1.611 *** (0.395)	-1.387 *** (0.461)
Foreign	+	0.310 (0.208)	0.358 (0.259)	0.305 (0.209)	0.352 (0.259)
RETE	+	0.145 *** (0.030)	0.130 *** (0.031)	0.144 *** (0.030)	0.129 *** (0.032)
Turnover	-	-0.109 *** (0.023)	-0.102 *** (0.024)	-0.110 *** (0.022)	-0.103 *** (0.024)
Revgrowth	-	0.302 *** (0.025)	0.301 *** (0.025)	0.304 *** (0.025)	0.304 *** (0.025)
TA	+	0.177 ** (0.075)	0.223 ** (0.095)	0.152 ** (0.075)	0.196 ** (0.095)
Cash	+	0.252 *** (0.068)	0.242 *** (0.069)	0.263 *** (0.069)	0.249 *** (0.069)
ROA	+	4.082 *** (0.453)	3.712 *** (0.498)	3.713 *** (0.467)	3.296 *** (0.519)
Constant		0.602 (0.414)	0.207 (0.503)	0.566 (0.414)	0.209 (0.501)
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 ***

39

Result : Tobit Model



Marginal Effects E(Payout| Payout>0)

ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	หน่วย	แบบจำลอง 1		แบบจำลอง 2	
			Pool	RE	Pool	RE
SDreturn	-	% ในรูปทศนิยม	-0.283 *** (0.104)	-0.236 ** (0.105)		
SDROA	-	% ในรูปทศนิยม			-1.249 *** (0.336)	-1.204 *** (0.356)

ลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	หน่วย	แบบจำลอง 1		แบบจำลอง 2	
			Pool	RE	Pool	RE
Freefloat	+	% ในรูปทศนิยม	-0.684 *** (0.144)	-0.630 *** (0.163)	-0.606 *** (0.144)	-0.554 *** (0.163)
Large	-	% ในรูปทศนิยม	-0.623 *** (0.135)	-0.537 *** (0.157)	-0.551 *** (0.135)	-0.471 *** (0.157)
Foreign	+	% ในรูปทศนิยม	0.107 (0.072)	0.122 (0.089)	0.104 (0.071)	0.120 (0.088)

- ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดที่มากขึ้น จะทำให้บริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ลดลง ตรงตามทฤษฎี

- SDreturn เพิ่มขึ้น 1 percentage point จะทำให้บริษัทลดอัตราการจ่ายเงินปันผลลง 0.236 percentage point

- Freefloat สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มากขึ้น จะทำให้บริษัทลดการจ่ายเงินปันผล ตรงข้ามกับทฤษฎี แต่ตรงกับผลวิจัยเชิงประจักษ์ในต่างประเทศ

- Large สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เพิ่มขึ้น จะทำให้บริษัทลดการจ่ายเงินปันผล ตรงตามทฤษฎี

- Foreign สัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติ ไม่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

40

Result : Tobit Model



Marginal Effects E(Payout| Payout>0) (ต่อ)

อายุของกิจการ, สภาพคล่องในการซื้อขาย, อัตราการเติบโต

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	หน่วย	แบบจำลอง 1		แบบจำลอง 2	
			Pool	RE	Pool	RE
RETE	+	% ในรูปทศนิยม	0.050 *** (0.010)	0.044 *** (0.011)	0.049 *** (0.010)	0.044 *** (0.010)
Turnover	-	เท่า	-0.038 *** (0.008)	-0.035 *** (0.008)	-0.038 *** (0.008)	-0.035 *** (0.008)
Revgrowth	-	เท่า	0.104 *** (0.009)	0.103 *** (0.009)	0.104 *** (0.009)	0.103 *** (0.009)

RETE อายุของกิจการที่มากขึ้น ซึ่งถูกวัดโดยสัดส่วนกำไรสะสมที่มากขึ้น จะทำให้บริษัท จ่ายเงินปันผลมากขึ้น ตรงตามทฤษฎี

Turnover อัตราการหมุนเวียนของหุ้นของบริษัทที่มากขึ้น จะทำให้บริษัท มีการจ่ายเงินปันผลน้อยลง ตรงตามทฤษฎี

Revgrowth การเพิ่มขึ้นของรายได้บริษัทอย่างรวดเร็ว จะทำให้บริษัทเพิ่มการจ่ายเงินปันผล ตรงข้ามกับทฤษฎี

ROA และ TA ผลประกอบการที่ดี และขนาดสินทรัพย์ของบริษัทที่เพิ่มขึ้น จะทำให้บริษัทเพิ่มการจ่ายเงินปันผล

Cash สัดส่วนการถือเงินสดที่มากขึ้น จะทำให้บริษัท เพิ่มการจ่ายเงินปันผล

ตัวแปรควบคุม

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	หน่วย	แบบจำลอง 1		แบบจำลอง 2	
			Pool	RE	Pool	RE
ROA	+	% ในรูปทศนิยม	1.406 *** (0.153)	1.270 *** (0.168)	1.269 *** (0.158)	1.121 *** (0.175)
TA	+	Log ของล้านบาท	0.061 ** (0.026)	0.076 ** (0.032)	0.052 ** (0.026)	0.067 ** (0.032)
Cash	+	% ในรูปทศนิยม	0.087 *** (0.024)	0.083 *** (0.024)	0.090 *** (0.024)	0.085 *** (0.235)

Random / Fixed Effects Model

การศึกษาพบ หลักฐานว่าค่าความผันผวนของค่าความผิดพลาดทางสถิติอาจไม่คงที่ (Heteroskedasticity) อันจะทำให้ค่าที่ได้จาก Tobit Model มีปัญหาไม่มีเสถียรภาพ (Inconsistent)

ดังนั้น เพื่อให้ได้ข้อมูลที่ชัดเจนจึงใช้ Random Effects/ Fixed Effects Model ในการประมาณแบบจำลองที่อธิบาย อัตราการจ่ายเงินปันผล

Hausman test : ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่า เราสามารถยึดผลการศึกษาตาม RE เป็นหลัก

Overall test : Wald chi2/ F มีนัยสำคัญที่ระดับ 99% ในทั้ง 2 โมเดล แสดงว่าแบบจำลองที่ใช้ สามารถอธิบายอัตราการจ่ายเงินปันผลได้

ค่าในวงเล็บคือ robust standard error

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมายที่คาดหวัง	แบบจำลอง 1		แบบจำลอง 2	
		RE	FE	RE	FE
SDreturn	-	-0.245 (0.179)	-0.069 (0.111)		
SDROA	-			-0.169 (0.532)	-0.457 (1.279)
Freefloat	+	-1.037 (0.827)	0.136 (0.447)	-1.025 (0.821)	0.153 (0.450)
Large	-	-0.922 (1.038)	1.385 ** (0.563)	-0.911 (1.034)	1.394 ** (0.569)
Foreign	+	0.009 (0.115)	-0.305 (0.377)	0.009 (0.115)	-0.307 (0.372)
RETE	+	-0.269 ** (0.120)	-0.238 (0.178)	-0.264 ** (0.118)	-0.254 (0.204)
Turnover	-	-0.022 * (0.014)	-0.015 (0.012)	-0.026 * (0.016)	-0.016 (0.011)
Revgrowth	-	0.299 *** (0.010)	0.437 *** (0.119)	0.299 *** (0.010)	0.438 *** (0.117)
TA	+	-0.000 (0.054)	-0.094 (0.225)	-0.002 (0.055)	-0.095 (0.230)
Cash	+	0.236 (0.275)	0.246 (0.295)	0.237 (0.275)	0.246 (0.295)
ROA	+	0.142 (0.277)	0.704 (0.630)	0.104 (0.310)	0.654 (0.583)
Constant		1.385 (0.924)	-0.218 (0.674)	1.357 (0.910)	-0.205 (0.729)
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		2241.450 ***	3.400 ***	3293.480 ***	4.050 ***
R2: overall		0.099	0.086	0.099	0.086

Random / Fixed effects Model

ตัวแปรที่สัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ตัวแปรอธิบาย	เครื่องหมาย ทิศทาง	แบบจำลอง 1		แบบจำลอง 2	
		RE	FE	RE	FE
RETE	+	-0.269 ** (0.120)	-0.238 (0.178)	-0.264 ** (0.118)	-0.254 (0.204)
Turnover	-	-0.022 * (0.014)	-0.015 (0.012)	-0.026 * (0.016)	-0.016 (0.011)
Revgrowth		0.299 *** (0.010)	0.437 *** (0.118)	0.299 *** (0.010)	0.438 *** (0.117)

- RETE อายุของกิจการที่มากขึ้น ซึ่งถูกวัดโดยสัดส่วนกำไรสะสมที่มากขึ้นจะทำให้บริษัทจ่ายเงินปันผลลดลง ตรงข้ามกับทฤษฎี Life-cycle theory แต่ทั้งนี้ ผลที่เกิดขึ้นอาจเป็นการสะท้อนถึง Reverse Causality
- Turnover อัตราการหมุนเวียนของหุ้นของบริษัทที่มากขึ้น จะทำให้บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลน้อยลง ตรงตามทฤษฎี
- Revgrowth การเพิ่มขึ้นของรายได้บริษัทอย่างรวดเร็ว จะทำให้บริษัทเพิ่มการจ่ายเงินปันผล ตรงข้ามกับทฤษฎี

Robustness Check

- คณะผู้วิจัยได้ทดลองใช้ MBR อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี แทนตัวแปร Revgrowth อัตราการเติบโตของรายได้ เพราะทั้งสองตัวแปรต่างก็วัด โอกาสในการเติบโต (growth opportunities)
- คณะผู้วิจัยได้ทดลองใช้ ROE ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น แทนตัวแปร ROA ผลตอบแทนของสินทรัพย์ เพราะทั้งสองตัวแปรต่างก็วัด ผลการดำเนินงานของบริษัท
- ผลต่อโอกาสการจ่ายเงินปันผล (ผลตาม Probit Model) พบว่า
 - MBR ที่มากขึ้น จะเพิ่มโอกาสการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตรงข้ามกับทฤษฎี ขณะที่ตัวแปร Revgrowth ไม่สามารถอธิบายโอกาสการจ่ายเงินปันผลได้
 - ROE ไม่สามารถอธิบายโอกาสการจ่ายเงินปันผลได้ ขณะที่ตัวแปร ROA ที่มากขึ้น จะเพิ่มโอกาสการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตรงตามทฤษฎี
- ผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล (ผลตาม RE Model) พบว่า
 - MBR ไม่สามารถอธิบายอัตราการจ่ายเงินปันผล ขณะที่ตัวแปร Revgrowth ที่มากขึ้น จะเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตรงข้ามกับทฤษฎี
 - ROE ที่มากขึ้น จะเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ตรงตามทฤษฎี ขณะที่ตัวแปร ROA ไม่สามารถอธิบายอัตราการจ่ายเงินปันผลได้

สรุปผล

ตัวแปร	เครื่องหมาย หน้า สัมประสิทธิ์ ที่คาดหวัง	ทดสอบการกำหนดโอกาส (Panel Probit Model)		ทดสอบการกำหนดปริมาณ			
		เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์ กับการจ่าย เงินปันผล	Panel Tobit Model		Random Effect Model	
				เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์ กับการจ่าย เงินปันผล	เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์ กับการจ่าย เงินปันผล
SDreturn / SDROA	-	-	มีนัยสำคัญ	-	มีนัยสำคัญ	+/-	ไม่มีนัยสำคัญ

- **SDreturn/SDROA ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด** สัมพันธ์กับการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลในทางตรงข้าม คือถ้าบริษัทที่มีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดมากขึ้น โอกาสที่จะจ่ายเงินปันผลก็จะลดลง สนับสนุน Signaling Theory
- ไม่สามารถสรุปได้ว่า SDreturn/SDROA สัมพันธ์กับการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล

สรุปผล

ตัวแปร	เครื่องหมาย หน้า สัมประสิทธิ์ ที่คาดหวัง	ทดสอบการกำหนดโอกาส (Panel Probit Model)		ทดสอบการกำหนดปริมาณ			
		เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์ กับการจ่าย เงินปันผล	Panel Tobit Model		Random Effect Model	
				เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์ กับการจ่าย เงินปันผล	เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์ กับการจ่าย เงินปันผล
Freefloat	+	-	มีนัยสำคัญ	-	มีนัยสำคัญ	-	มีนัยสำคัญ
Large	-	-	ไม่มีนัยสำคัญ	-	มีนัยสำคัญ	-	ไม่มีนัยสำคัญ
Foreign	+	+	มีนัยสำคัญ	+	ไม่มีนัยสำคัญ	+/-	ไม่มีนัยสำคัญ

- **Freefloat สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย** ที่มากขึ้นจะลดโอกาสการจ่ายเงินปันผล และลดอัตราการจ่ายเงินปันผลตรงข้ามกับทฤษฎี ผลที่ได้ อาจเกิดจากระบบภาษีที่ทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยคาดหวังผลตอบแทนจาก capital gain มากกว่า ผลตอบแทนจากเงินปันผล dividend yield (Klungnak, 2008; Afza and Mirza, 2010)***
- **Large สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่** ไม่มีความสัมพันธ์กับโอกาสการจ่ายเงินปันผล และไม่สามารถสรุปได้โดยชัดเจนว่ามีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ
- **Foreign สัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติ** ที่มากขึ้นจะเพิ่มโอกาสการจ่ายเงินปันผล ตรงตามทฤษฎี แต่กลับไม่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

*** Freefloat สัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในแบบจำลอง Random Effect Model เมื่อตัดตัวแปร Large

ตัวแปร	เครื่องหมาย หน้า สัมประสิทธิ์ ที่คาดหวัง	ทดสอบการกำหนดโอกาส (Panel Probit Model)		ทดสอบการกำหนดปริมาณ			
		เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์ กับภาคจ่าย เงินปันผล	Panel Tobit Model		Random Effect Model	
				เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์ กับภาคจ่าย เงินปันผล	เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์ กับภาคจ่าย เงินปันผล
RETE	+	+	มีนัยสำคัญ	+	มีนัยสำคัญ	-	มีนัยสำคัญ
Turnover	-	-	มีนัยสำคัญ	-	มีนัยสำคัญ	-	แนวโน้มมี นัยสำคัญ
Revgrowth	-	+/-	ไม่มีนัยสำคัญ	+	มีนัยสำคัญ	+	มีนัยสำคัญ
MBR	-	+	มีนัยสำคัญ	+	แนวโน้มมี นัยสำคัญ	-	ไม่มีนัยสำคัญ

- **RETE** อายุของกิจการที่มากขึ้น ซึ่งถูกวัดโดยสัดส่วนกำไรสะสมที่มาก จะทำให้โอกาสการจ่ายเงินปันผลสูงขึ้น ตรงตามทฤษฎี แต่ผลที่มีต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลกลับพบว่า ตาม RE แล้วการเพิ่มขึ้นของอายุกิจการ กลับทำให้ อัตราการจ่ายเงินปันผลลดลง ตรงข้ามกับทฤษฎี
- **Turnover** อัตราการหมุนเวียนของหุ้นของบริษัทที่มากขึ้น จะทำให้โอกาสการจ่ายเงินปันผลลดลง และทำให้อัตราการจ่ายเงินปันผลลดลงด้วย ตรงตามทฤษฎี
- **Revgrowth** สัมพันธ์กับการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล ขณะที่ **MBR** สัมพันธ์กับการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกัน ไม่สอดคล้องกับ pecking order theory

47

MMF Mahidol

ตัวแปร	เครื่องหมาย หน้า สัมประสิทธิ์ ที่คาดหวัง	ทดสอบการกำหนดโอกาส (Panel Probit Model)		ทดสอบการกำหนดปริมาณ			
		เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์ กับภาคจ่าย เงินปันผล	Panel Tobit Model		Random Effect Model	
				เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์ กับภาคจ่าย เงินปันผล	เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์ กับภาคจ่าย เงินปันผล
ROA	+	+	มีนัยสำคัญ	+	มีนัยสำคัญ	+	ไม่มีนัยสำคัญ
ROE	+	-	ไม่มีนัยสำคัญ	-	ไม่มีนัยสำคัญ	+	มีนัยสำคัญ
TA	+	+	มีนัยสำคัญ	+	มีนัยสำคัญ	+/-	ไม่มีนัยสำคัญ
Cash	+	+/-	ไม่มีนัยสำคัญ	+	มีนัยสำคัญ	+	ไม่มีนัยสำคัญ

- **ROA** สัมพันธ์กับการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลขณะที่ **ROE** สัมพันธ์กับการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล ในทิศทางเดียวกัน ตรงตามทฤษฎี
- **TA** ขนาดสินทรัพย์ของบริษัทที่มากขึ้น จะช่วยเพิ่มโอกาสในการจ่ายเงินปันผล ตรงตามทฤษฎี แต่กลับไม่สามารถสรุปได้ว่ามีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล
- **Cash** สัดส่วนการถือเงินสด ไม่มีสัมพันธ์กับโอกาสการจ่ายเงินปันผล และไม่สามารถสรุปได้ว่ามีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

48

MMF Mahidol

- ทำไม อัตราการเติบโต (Revgrowth) ถึงมีสัมพันธ์กับการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกัน ทั้งที่ควรมีความสัมพันธ์ในทางตรงข้าม เพราะบริษัทควรจะลดการจ่ายเงินปันผล เพื่อจะได้มีเงินไว้ลงทุนตามโอกาสการเติบโตที่มี
- ทำไม ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด (SDreturn/SDROA) ถึงไม่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล
 - ✓ บริษัทจดทะเบียนไทยจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นทันทีที่มีโอกาส และคาดว่าหากกระแสเงินสดไม่เพียงพอก็สามารถเพิ่มทุนจากผู้ถือหุ้นหรือกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินได้โดยง่าย
 - ✓ อธิบายได้ตาม Afta and Mirza (2010)(ปากีสถาน) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสในการเติบโตกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในประเทศปากีสถาน แล้วพบว่า เมื่อมีโอกาสเติบโต บริษัทจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นเพื่อส่งสัญญาณที่ดีต่อผู้ถือหุ้น เป็นผลให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้ง่ายต่อการระดมทุนต่อไป เพราะ Asymmetric information ลดลงแล้ว
 - ✓ สอดคล้องกับ La Porta (1999) ซึ่งเห็นว่า ประเทศที่ระบบกฎหมายให้ความคุ้มครองผู้ถือหุ้นน้อย (Civil law) ผู้ถือหุ้นจะต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผลทันทีที่มีโอกาส ไม่จำเป็นต้องเก็บไว้เพื่อลงทุนต่อ ทั้งที่มีโอกาสการเติบโตที่ดี
 - ✓ บริษัทจดทะเบียนไทยอาจสนใจระดมทุนจากภายนอกโดยก่อนขึ้นเงินเพราะ tax shield ทำให้มูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นตาม Trade-off theory

- **ตัดสินใจจ่ายเงินปันผลจากหลายปัจจัย ได้แก่ ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด (+) สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ (+) สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (+) อายุของกิจการ (+) สภาพคล่องของหุ้นในการซื้อขาย (-) และความสามารถในการทำกำไร (+)**
- **กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลจาก การเติบโตของรายรับ (+) และความสามารถในการทำกำไร (ROE) (+) ในปัจจุบันเท่านั้น โดยจะไม่คำนึงถึงความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดที่จะเกิดขึ้นในอนาคต**
- **ให้ความสำคัญต่อผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการคือในรูป capital gain ด้วยการพิจารณาสภาพคล่องในการซื้อขาย (-) และ สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (-)**

ระยะเวลาที่ศึกษา

- ศึกษาเฉพาะปี 2545 – 2552

การเก็บข้อมูล

- ไม่สามารถแยกส่วนทับซ้อนระหว่างผู้ถือหุ้นต่างชาติที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ซึ่งทั้ง 2 ปัจจัยมีผลต่อการจ่ายเงินปันผลตาม Agency Theory ต่างกัน
- การกำหนดสัดส่วนการถือหุ้น เนื่องจากกำหนดแค่ช่วงเดียว

ลักษณะตัวอย่างที่ใช้ทดสอบ

- ศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีผลกำไรสุทธิเท่านั้น

กิตติกรรมประกาศ

คณะผู้วิจัย ต้องขอขอบพระคุณ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ได้ให้
เงินทุนสนับสนุนงานวิจัยชิ้นนี้ รวมทั้ง ขอขอบคุณ ดร. ปิยภัทร ธาระวานิช
อาจารย์ที่ปรึกษา และ รศ.ดร.ธাত্রี จันทระโคติกา ที่ได้ให้คำปรึกษาอย่างดี
ยิ่งต่องานวิจัยฉบับนี้