

พฤติกรรมการจ่ายปันผลและปัจจัยที่มีผลต่อพฤติกรรม การจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาด MAI

Corporate Dividend Behavior and Factors Affecting Dividend Behavior in MAI

สุพิชชา สวงจันทร์*

บทคัดย่อ

การวิจัยในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษา 1) พฤติกรรมการจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาด MAI ใน 4 ด้าน (1) ประเภทของปันผลที่ประกาศจ่าย (2) นโยบายการจ่ายปันผล (3) อัตราปันผลจ่ายตามนโยบายเปรียบเทียบกับอัตราที่จ่ายจริง และ (4) การประกาศจ่ายปันผล 2) ปัจจัยที่มีผลต่อโอกาสในการประกาศจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาด MAI ใช้ระเบียบวิธีวิจัยเชิงปริมาณ โดยการหาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินกับโอกาสในการประกาศจ่ายปันผล ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้คือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัยคือ แบบบันทึกข้อมูลจากฐานข้อมูลหุติยภูมิของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยเก็บข้อมูลเป็นรายกลุ่มตัวอย่างได้ข้อมูลจำนวนทั้งสิ้น 455 ข้อมูล วิเคราะห์ข้อมูลด้วยโปรแกรมคอมพิวเตอร์สำเร็จรูปทางสถิติ สถิติที่ใช้ได้แก่สถิติเชิงพรรณนาสำหรับการศึกษาพฤติกรรมการจ่ายปันผลในวัตถุประสงค์ข้อที่ 1 และใช้สมการถดถอยเชิงพหุสำหรับการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโอกาสในการประกาศจ่ายปันผลในวัตถุประสงค์ข้อที่ 2

ผลการศึกษาพบว่า 1) ผลการวิเคราะห์พฤติกรรมการจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาด MAI พบว่าบริษัทในตลาดมีศักยภาพสำหรับการลงทุนเพื่อรับผลตอบแทนในรูปปันผล โดยมีลักษณะที่สำคัญคือ (1)บริษัทในตลาดนิยมจ่ายปันผลเป็นตัวเงิน (2) บริษัทส่วนใหญ่ในตลาดมีนโยบายการจ่ายปันผลไม่ต่ำกว่าที่กำหนด (3) แม้บริษัทจะมีนโยบายการจ่ายปันผลที่ชัดเจนแต่กลับมีสัดส่วนของบริษัทที่จ่ายปันผลตามนโยบายน้อยกว่าไม่เป็นไปตามนโยบายเล็กน้อย (4) บริษัทส่วนใหญ่ประกาศจ่ายปันผลอย่างน้อย 1 ครั้งในรอบปีและมีบริษัทกว่าครึ่งในตลาดที่จ่ายปันผลสม่ำเสมอ 2) ผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการประกาศปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI โดยการหาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินทั้ง 5 ตัวกับอัตราการจ่ายปันผล พบว่ามูลค่าตลาด ราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี มีผลต่อการประกาศจ่ายปันผล ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กระแสเงินสดอิสระ การกันสำรองและจัดสรรกำไรสะสมไม่มีความสัมพันธ์กับการประกาศจ่ายปันผล

*นักศึกษาลัทธิสุตวรรษที่ ๒๕ มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

คำสำคัญ: ปันผล, พฤติกรรมการจ่ายปันผล, ตลาด MAI

Abstract

The purposes of this research were to study: 1) The behavior of the dividend payment of MAI companies in four aspects (1) Types of Dividend Payment (2) Dividend Policy (3) Real Payout Ratios compare with Payout Ratios in Policy (4) Dividend Payment 2) The probability of dividend payment by finding the relationship between the dividend payment and the Financial Ratios. Research methodology is the quantitative method. Population was that MAI compaies. The research instrument was the 'record form' to enroll the secondary data from SETSMART in Firm Year Observations. The data were analyzed by used the statistic instruments. The statistics used in data analysis is descriptive statistics for study the behavior of the dividend payment in objective 1 and logistic regression for study the probability of dividend payment in objective 2. The results were as follows: 1) The results on analyze the behavior of the dividend payment is that most of MAI market has a potential to invest in dividend payment stocks. And those companies have an important aspects as follow : (1) Most companies likely to paid dividend as a money (2) Most of MAI companies has a policy to 'paid dividend not less than the specific payout ratio. (3) Even though MAI companies have clear dividend policy, more than a half of them did not follow these policy. (4) Most of MAI companies paid dividend at least one time in these ten years and almost half of them paid dividend regularly. 2)

The results on finding the probability of dividend payment by using the financial ratios, It was found that, Market Capitalization and PB Ratio can affect the probability of dividend payment. However, this research cannot find the relation between DE ratio, Free cash flow, regulations and the probability dividend payment.

Keywords: Dividend, Dividend Behavior, MAI

บทนำ

สืบเนื่องจากช่วงหลายปีที่ผ่านมาอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริง (ซึ่งเกิดจากการหักลบอัตราดอกเบี้ยที่เป็นตัวเงินด้วยอัตราเงินเฟ้อ) มีค่าติดลบ ซึ่งหมายความว่าปัจจุบันด้วยเงินต้นที่มีอยู่ผู้บริโภคจะมีอำนาจในการซื้อสินค้าและบริการ (Power to Purchase) ที่ลดลง ทั้งนี้หากลองเปรียบเทียบกับการลงทุนในตราสารทุนที่เป็นหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน จะพบว่าหลักทรัพย์ดังกล่าวให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลรวมอยู่ที่ร้อยละ 3.46 ในปี 2554 ซึ่งที่สูงกว่าตลาด และ สูงกว่าอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยจากเงินฝากประจำ 12 เดือนของธนาคารพาณิชย์ที่ 2.15% อีกทั้งการลงทุนในหุ้นที่มีการจ่ายปันผลสม่ำเสมอซึ่งมีความเสี่ยงที่ต่ำกว่าการลงทุนในการซื้อขายหุ้นแก๊งก์ทั่วไป

โดยในปัจจุบันตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายปันผลอย่างสม่ำเสมอให้เลือกลงทุนมากถึง 288 หลักทรัพย์ (SET 248 หลักทรัพย์ และ MAI 40 หลักทรัพย์) อีกทั้งจากการสำรวจของ Bloomberg ยังพบว่าอัตราเงินปันผลตอบแทนของตลาด (Market Dividend Yield) ของประเทศไทยช่วงปี 2550-2554 สูงติด 1 ใน 3 ของภูมิภาคเอเชีย (Top 3 Market Dividend Yield) ทุกปี โดยในปี 2554 MAI มีอัตราปันผลตอบแทนอยู่ที่ร้อยละ 3.95 ซึ่งสูงกว่าตลาดหลักทรัพย์ที่ร้อยละ 3.46 อันเป็นลักษณะที่มีความน่าสนใจเป็นอย่างยิ่ง เพราะบริษัทในตลาด MAI

นี้เป็นบริษัทมหาชนขนาดกลางและขนาดย่อมที่เน้นการดำเนินงานที่เกี่ยวกับนวัตกรรม ซึ่งมีการเติบโตสูงและใช้เงินลงทุนค่อนข้างมาก ดังนั้นการที่บริษัทในตลาด MAI มีอัตราปันผลตอบแทนในสัดส่วนที่ค่อนข้างสูง จึงเป็นจุดมีความน่าสนใจ ประกอบกับตามงานวิจัยของสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน (พตชช จุฬอนันตรธรรม, 2554: 2) ยังสนับสนุนว่าการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายปันผลอย่างสม่ำเสมอในตลาด MAI เป็นอีกทางเลือกสำหรับผู้ลงทุนที่มองหาการลงทุนที่จะได้ผลตอบแทนสูงกว่าการฝากเงินหรือลงทุนในตราสารหนี้อื่นๆ จึงสามารถสรุปได้ว่าการทำความเข้าใจถึงพฤติกรรมการจ่ายปันผลและปัจจัยที่มีผลต่อโอกาสในการจ่ายปันผลของตลาด MAI นั้นมีความน่าสนใจที่จะได้ทำการศึกษาเพิ่มเติม

ดังนั้นในงานวิจัยชิ้นนี้จะได้ทำการศึกษาโดยแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ส่วนที่ 1 พฤติกรรมการจ่ายปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI ซึ่งงานวิจัยฉบับนี้จะเป็นการศึกษาในรายแรกๆที่จะเจาะลึกลงไปในตลาดทุนดังกล่าว เนื่องจากการศึกษาและงานวิจัยที่ผ่านมา เช่น งานวิจัยของสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุนเรื่องหุ้นปันผล : ชุมทรัพย์ของการลงทุน (พตชช จุฬอนันตรธรรม และ สุมิตรา ตั้งสมวรพงษ์, 2555: 12-32) จะมุ่งให้ความสนใจกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มากกว่า จึงทำให้ไม่ปรากฏข้อมูลที่จะช่วยสนับสนุนผู้ลงทุนในการตัดสินใจเลือกซื้อหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายปันผลอย่างสม่ำเสมอสำหรับตลาด MAI มากเท่าที่ควร ซึ่งในการวิจัยจะหยิบยกประเด็นในการวิเคราะห์ทั้ง 4 ประเด็นซึ่งได้แก่ ประเภทของปันผลที่ประกาศจ่าย นโยบายการจ่ายปันผล การเปรียบเทียบอัตราปันผลจ่ายตามนโยบายกับอัตราที่จ่ายจริง และ การประกาศจ่ายปันผล มาทำการอธิบายพฤติกรรมการจ่ายปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI

ส่วนที่ 2 การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อพฤติกรรมการจ่ายปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI จะศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโอกาสในการประกาศจ่ายปันผลของกิจการจะศึกษาอัตราส่วนทางการเงินทั้ง 5 ตัว ได้แก่

อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กระแสเงินสดอิสระ มูลค่าตลาด ข้อกำหนดทางกฎหมาย และมูลค่าตามบัญชี ต่อหุ้นเพื่อหาความสัมพันธ์กับโอกาสในการประกาศจ่ายปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI โดยเชื่อว่าการศึกษาทั้งสองส่วนจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ลงทุนในสองประการคือ ทำให้ผู้ลงทุนสามารถเข้าใจภาพรวมการจ่ายปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI และสามารถคาดคะเนการจ่ายปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI ได้ในเบื้องต้น

วัตถุประสงค์

1. ศึกษาพฤติกรรมการจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาด MAI
2. ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโอกาสในการประกาศจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาด MAI

วิธีดำเนินการวิจัย

1. แบบของการวิจัยคือการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research)
2. ประชากร ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI จำนวน 79 บริษัท 455 Firm-Year Observations โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี 2545-2554 ซึ่งเป็นข้อมูลทุติยภูมิจำนวน 10 ปี
3. เครื่องมือที่ใช้ในการรวบรวมข้อมูลครั้งนี้ มี 1 ชุด ได้แก่ แบบบันทึกข้อมูล
4. การเก็บรวบรวมข้อมูล
 - 4.1 เก็บข้อมูลนโยบายการจ่ายปันผลจากแบบคำขอและเอกสารประกอบการยื่นคำขอให้รับหุ้นสามัญเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาด MAI ในส่วนเอกสารหมวด ข หมายเลข 4 เรื่องสรุปข้อสนเทศ
 - 4.2 เก็บข้อมูลการประกาศจ่ายปันผลและอัตราส่วนทางการเงินจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
5. การวิเคราะห์ข้อมูลจะใช้เครื่องมือทางสถิติ โดยสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลคือสถิติเชิง

พรรณนาสำหรับการศึกษาพฤติกรรมการจ่ายปันผลใน
วัตถุประสงค์ข้อที่ 1 และ สมการถดถอยเชิงพหุสำหรับการ
การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อโอกาสในการประกาศจ่าย
ปันผลในวัตถุประสงค์ข้อที่ 2 มีโดยมีสมมติฐานดังนี้

H_{1a}: อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการประกาศจ่ายปันผล

H_{1b}: กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประกาศจ่ายปันผล

H_{1c}: มูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประกาศจ่ายปันผล

H_{1d}: การกันสำรองหรือจัดสรรกำไรสะสมมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการประกาศจ่ายปันผล

H_{1e}: ราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการประกาศจ่ายปันผล

ทั้งนี้ในการวิจัยจะใช้ตัวแปรควบคุมจำนวน 5 ตัวได้แก่ อายุกิจการ กำไรต่อหุ้น สัดส่วนของผู้ถือหุ้น รายย่อย จำนวนผู้ถือหุ้น และผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศโดยมีสมการแสดงความสัมพันธ์ดังนี้

$$Z(\text{การประกาศจ่ายปันผลของกิจการ}) = \frac{1}{1 + e^{-z}}$$

โดยที่ $z = x - a \text{ DE} + b \text{ FCF} + c \text{ MKCAP} - d \text{ REG} + e \text{ PB} + f \text{ AGE} + g \text{ EPS} + h \text{ FF} + i \text{ NUM} + j \text{ GDP} + U_i$

สรุปผลการวิจัย

1. การศึกษาพฤติกรรมการจ่ายปันผล พบผลลัพธ์จากการศึกษาดังนี้

(1) การศึกษาประเภทของปันผลที่ประกาศจ่าย พบว่าบริษัทในตลาด MAI นิยมจ่ายปันผลเพียง 2 ประเภทได้แก่การจ่ายปันผลเป็นเงินสดร้อยละ 73.63% และที่เหลือเป็นการจ่ายปันผลเป็นหุ้น ซึ่งเป็นการสนับสนุนว่าการจ่ายปันผลเป็นเงินสดนั้นเป็นวิธีที่ได้รับความนิยมมากที่สุด ทั้งนี้อาจเป็นเพราะการจ่ายปันผลเป็นเงินสดนั้นเป็นวิธีที่มีความสะดวก และเป็นที่ยอมรับทั่วไป

(2) การศึกษานโยบายการจ่ายปันผล พบว่าบริษัทมากถึงราวร้อยละ 81.98 มีนโยบายในการจ่ายปันผล 'ไม่ต่ำกว่าอัตราที่กำหนด' รองลงมาคือ 'อัตราที่กำหนดร้อยละ 14.07' ไม่สูงกว่าอัตราที่กำหนดร้อยละ 1.76 และ 'ช่วงของอัตราที่กำหนดร้อยละ 2.20

(3) การศึกษาอัตราปันผลตามนโยบายเปรียบเทียบกับอัตราที่จ่ายจริง พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI มีการจ่ายที่เป็นไปตามนโยบายร้อยละ 40.88 ในขณะที่การจ่ายปันผลร้อยละ 59.12 เป็นการจ่ายปันผลไม่เป็นไปตามนโยบาย

(4) การศึกษาการประกาศจ่ายปันผล พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI จำนวนร้อยละ 73.63 มีการประกาศจ่ายปันผลอย่างน้อย 1 ครั้งในรอบปี ซึ่งคิดเป็นเกือบ 3 ใน 4 ของประชากรทั้งหมด อันเป็นการสนับสนุนว่าตลาด MAI นั้นมีความเหมาะสมสำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายปันผล นอกจากนี้บริษัทมากถึงร้อยละ 40.44 ยังประกาศจ่ายปันผลอย่างสม่ำเสมอ

2. การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อพฤติกรรมการจ่ายปันผล ผลลัพธ์จากสถิติเชิงพรรณนาที่สำคัญจากข้อมูลทั้งสิ้น 455 รายการ พบว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI กว่า 3 ใน 4 มีการประกาศจ่ายปันผล กล่าวคือจ่ายปันผลทั้งสิ้น 335 ครั้ง หรือคิดเป็นร้อยละ 73.63 ส่วนเหลือคือบริษัทที่ไม่ประกาศจ่ายปันผลจำนวน 120 ครั้ง คิดเป็นร้อยละ 26.37 สำหรับการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรด้วยการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis) พบผลลัพธ์ดังต่อไปนี้

$$Z (\text{การประกาศจ่ายปันผลของกิจการ}) = \frac{1}{1 + e^{-z}}$$

โดยที่ $z = -8.123 - .000 \text{ DE} + .008 \text{ FCF} + .320 \text{ MKCAP} + .109 \text{ REG} + .606 \text{ PB} + .001 \text{ AGE} + .490 \text{ EPS} + 4.204 \text{ FF} + .468 \text{ NUM} + .187 \text{ j GDP}$

ตัวแปร	B	S	Wald	df	Sig	Exp(B)	95.0%C.I. for EXP(B)	
							Lower	Upper
DE	.000	.000	1.152	1	.283	1.000	.999	1.000
FCF	.008	.004	2.875	1	.090	1.002	.999	1.016
MKCAP	.320	.142	5.084	1	.024	1.377	1.043	1.819
REG	-.109	.234	.216	1	.642	.885	.705	1.764
PB	.606	.193	9.896	1	.002	1.833	1.257	2.674
AGE	.001	.019	.005	1	.941	1.001	.965	1.039
EPS	.490	.132	10.399	1	.001	1.632	1.212	2.198
FF	4.204	1.842	5.207	1	.023	66.953	1.809	2.478
NUM	.468	.207	5.136	1	.023	1.597	1.065	2.394
GDP	.187	.797	.055	1	.813	1.205	.253	5.744
ค่าคงที่	-8.123	7.493	1.156	1	.274	.000		

Hosmer and Lemeshow : Chi-square = 19.169 sig = .140

-2log likelihoods = 454.950, Cox & Snell R Square = .143, Nagelkerke R Square = .209

ตารางที่ 1 ผลลัพธ์จากการศึกษาตัวแปรอิสระทั้ง 10 ในสมการ

จากการศึกษาพบว่าสมการที่ใช้ในการศึกษามีค่า Chi-square อยู่ที่ 19.169 และมีค่า Sig ที่ .140 ซึ่งมากกว่า .05 จึงสรุปได้ว่าสมการมีความเหมาะสม โดยพบว่าเมื่อดำเนินการใส่ตัวแปรทั้ง 10 เข้าสมการแล้วสมการที่สร้างขึ้นสามารถอธิบายความแปรผันของตัวแปรตามได้ร้อยละ 20.900 ซึ่งเมื่อพิจารณาว่าตัวแปรอิสระแต่ละตัวพบผลลัพธ์ดังต่อไปนี้ ที่ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% มูลค่าตลาด ราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี กำไรต่อหุ้น สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย และจำนวนผู้ถือหุ้นมีผลต่อการประกาศจ่ายปันผล โดยมีค่า Significance ที่ .024, .002, .001, .023 .023 ตาม

ลำดับ โดยสามารถตอบสนองสมมติฐานของการวิจัยได้ดังนี้

สมมติฐานที่ 1a จากการศึกษาจะพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับการประกาศจ่ายปันผลเนื่องจากมีค่า Significance ที่ 0.283 ซึ่งมากกว่า .05 นอกจากนี้ยังมีค่า Exp(B) ที่ 1.000 ซึ่งเท่ากับ 1 จึงแสดงว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีผลต่อโอกาสในการประกาศจ่ายปันผล ดังนั้นจึงไม่สามารถยอมรับสมมติฐานที่ 1a ได้

สมมติฐานที่ 1b จากการศึกษาจะพบว่ากระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์กับการประกาศจ่ายปันผลเนื่องจากมีค่า Significance ที่ .090 ซึ่งมากกว่า .05

นอกจากนี้ยังมีค่า $\text{Exp}(B)$ ที่ 1.002 ซึ่งเท่ากับ 1 จึงแสดงว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีผลต่อโอกาสในการประกาศจ่ายปันผล จึงแสดงให้เห็นว่าบริษัทในตลาด MAI ไม่ได้พิจารณาถึงปัจจัยด้านการลงทุนในการประกาศจ่ายปันผล ดังนั้นจึงไม่สามารถยอมรับสมมติฐานที่ 1b ได้

สมมติฐานที่ 1c จากการศึกษาจะพบว่ามูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์กับการประกาศจ่ายปันผลเนื่องจากมีค่า Significance ที่ .024 ซึ่งมากกว่า .05 นอกจากนี้ยังมีค่า $\text{Exp}(B)$ ที่ 1.377 ซึ่งมากกว่า 1 จึงแสดงว่ามูลค่าตลาดช่วยเพิ่มโอกาสในการประกาศจ่ายปันผล ดังนั้นจึงทำการยอมรับสมมติฐานที่ 1c

จากผลลัพธ์ดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีมูลค่าตลาดสูงย่อมมีโอกาสในการประกาศจ่ายปันผลมากกว่าบริษัทที่มีมูลค่าตลาดต่ำ โดยอธิบายได้ว่ากิจการที่มีมูลค่าตลาดที่สูง หมายถึงกิจการที่มีขนาดใหญ่ ความผันผวนของราคาหุ้นต่ำ ผู้ลงทุนจึงคาดหวังผลตอบแทนในรูปแบบปันผลจากบริษัทขนาดใหญ่มากกว่าบริษัทขนาดเล็กที่มีราคาหุ้นผันผวนกว่า ที่นักลงทุนได้ผลตอบแทนจากการเก็งกำไรเป็นหลัก จึงเป็นการชี้ให้เห็นว่าความคาดหวังของนักลงทุนมีความสำคัญเนื่องจากเป็นแรงกดดันต่อบริษัทในตลาด

สมมติฐานที่ 1d จากการศึกษาจะพบว่ามูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์กับการประกาศจ่ายปันผลเนื่องจากมีค่า Significance ที่ -.109 ซึ่งน้อยกว่า .05 นอกจากนี้ยังมีค่า $\text{Exp}(B)$ ที่ .885 ซึ่งน้อยกว่า 1 จึงแสดงว่าการกันสำรองหรือจัดสรรกำไรสะสมไม่มีผลต่อโอกาสในการประกาศจ่ายปันผล จึงแสดงให้เห็นว่าบริษัทในตลาด MAI ไม่ได้พิจารณาถึงปัจจัยด้านข้อกำหนดทางกฎหมายในการประกาศจ่ายปันผล ดังนั้นจึงไม่สามารถยอมรับสมมติฐานที่ 1d

สมมติฐานที่ 1e จากการศึกษาจะพบว่าราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กับการประกาศจ่ายปันผลเนื่องจากมีค่า Significance ที่ .002 ซึ่งมากกว่า .05 นอกจากนี้ยังมีค่า $\text{Exp}(B)$ ที่ 1.833 ซึ่ง

มากกว่า 1 จึงแสดงว่าราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นช่วยเพิ่มโอกาสในการประกาศจ่ายปันผล ดังนั้นจึงทำการยอมรับสมมติฐานที่ 1e

จากผลลัพธ์ดังกล่าวแสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นสูงย่อมมีโอกาสในการประกาศจ่ายปันผลมากกว่าบริษัทที่มีราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นต่ำ โดยอธิบายได้ว่ากิจการที่มีราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นที่สูง แสดงถึงการคาดการณ์ของนักลงทุนคาดว่ากิจการมีการดำเนินงานที่ดีและสามารถสร้างผลตอบแทนได้เป็นที่น่าพึงพอใจในอนาคต ด้วยผลจากความคาดหวังดังกล่าวจึงส่งผลให้กิจการที่มีราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นที่สูง จะมีโอกาสในการจ่ายปันผลมากกว่ากิจการที่มีมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นต่ำ

อภิปรายผล

1. การศึกษาพฤติกรรมการจ่ายปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI นั้น พบว่า

(1) บริษัทส่วนใหญ่นิยมจ่ายปันผลเป็นเงินสด สอดคล้องกับบทความของ Schreiber และ Stoik (2004: 85-86) ที่อธิบายว่าการจ่ายปันผลในลักษณะอื่น เช่นการจ่ายปันผลเป็นหุ้น เป็นสิทธิประโยชน์หรือเป็นหนี้สินนั้น อาจเป็นการสะท้อนให้เห็นถึงปัญหาในเชิงลบเกี่ยวกับสภาพคล่องของกิจการในช่วงที่มีการจ่ายปันผลอันอาจส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและราคาหุ้นในอนาคตได้

(2) บริษัทในตลาดมีนโยบายการจ่ายปันผลที่ชัดเจน โดยนิยมจ่ายปันผล ไม่ต่ำกว่าอัตราที่กำหนด สอดคล้องกับงานวิจัยของพัชชา จุนอนันตธรรม และ สุมิตรา ตั้งสมรพงษ์ (2555: 26) เรื่องหุ้นปันผล : ชุมทรัพย์ของการลงทุน พบว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนิยมจ่ายปันผล ไม่ต่ำกว่าอัตราที่กำหนดในสัดส่วนที่สูงกว่าการจ่ายปันผลในรูปแบบอื่น ร้อยละ 60.35

(3) แม้บริษัทจะมีนโยบายการจ่ายปันผลที่ชัดเจนแต่สัดส่วนของการจ่ายปันผลตามนโยบายยัง

น้อยกว่าสัดส่วนของกลุ่มตัวอย่างที่ไม่จ่ายปันผลตามนโยบายเล็กน้อย สอดคล้องกับบทความของ Tajirian (2007: 7-13) ที่อธิบายว่า แม้กิจการจะมีนโยบายการจ่ายปันผลที่แน่นอนแต่การจ่ายปันผลของกิจการยังคงขึ้นอยู่กับปัจจัยต่าง ๆ ที่มากระทบนั่นเอง

(4) บริษัทในตลาด MAI มีสัดส่วนการประกาศจ่ายปันผลที่สูงถึงราว 3 ใน 4 ของตลาด และกว่าครึ่งของบริษัทที่ประกาศจ่ายปันผลเหล่านั้นยังจ่ายปันผลออกมาอย่างสม่ำเสมอในช่วง 10 ปีที่ทำการศึกษ โดยทั้งนี้การจัดประเภทความสม่ำเสมอสามารถช่วยเป็นแนวทางให้แก่นักลงทุนในการพิจารณาลงทุนในหุ้นที่มีการจ่ายปันผลตามลักษณะและการยอมรับความเสี่ยงของผู้ลงทุน กล่าวคือนักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนในรูปแบบของการรับเงินปันผลเป็นหลักก็เลือกลงทุนในหุ้นกลุ่มที่มีการประกาศจ่ายปันผลสม่ำเสมอ ในขณะที่นักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนจากการเก็งกำไรเพื่อรับผลตอบแทนจากส่วนต่างราคา ก็อาจเน้นที่การลงทุนในหุ้นที่ไม่มีการจ่ายปันผลหรือมีการจ่ายปันผลไม่สม่ำเสมอ เนื่องจากข้อมูลทางสถิติในอดีต ระบุว่าหุ้นที่มีการจ่ายปันผลสม่ำเสมอนั้นจะมีความผันผวนทางราคาต่ำกว่าหุ้นที่ไม่มีการประกาศจ่ายปันผล (พิจารณาจากค่า Historical Volatility) (William et. al. 2011: 13) ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนที่ต้องการลงทุนในรูปแบบของการเก็งกำไรจึงน่าจะเน้นไปที่การลงทุนในหุ้นที่มีความผันผวนของราคาสูงนั่นเอง เพราะการลงทุนในหุ้นที่มีการจ่ายปันผลอาจไม่ทำให้นักลงทุนที่เน้นการเก็งกำไรได้ผลตอบแทนตามที่ต้องการนั่นเอง โดยรวมแล้วพบว่าตลาด MAI เป็นตลาดที่มีศักยภาพในการการลงทุนเพื่อรอรับผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผล ซึ่งการทราบข้อมูลเกี่ยวกับพฤติกรรมของการจ่ายปันผลจะช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถทราบถึงลักษณะเบื้องต้นเชิงสถิติของตลาด รวมถึงสามารถเอาผลลัพท์จากการศึกษาไปประยุกต์ใช้เป็นฐานข้อมูลเพื่อตัดสินใจลงทุนต่อไป

2. การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการประกาศปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI พบว่า

มูลค่าตลาด ราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี มีผลต่อการประกาศจ่ายปันผล จึงสามารถสรุปได้ว่าบริษัทในตลาด MAI ให้ความสำคัญกับปัจจัยในด้านมูลค่าตลาด ซึ่งสนับสนุนโดยทฤษฎีความคาดหวัง (Prospect Theory) (Kahneman et. Al. 1979: 263-292) ที่อธิบายว่านักลงทุนจะมีความคาดหวังให้กิจการที่มีมูลค่าตลาดสูงประกาศจ่ายเงินปันผลมากกว่ากิจการที่มีมูลค่าตลาดต่ำ ดังนั้นกิจการที่มีมูลค่าตลาดที่สูงจึงมักจะประกาศจ่ายเงินปันผลออกมาเพื่อตอบสนองความต้องการของนักลงทุน สอดคล้องกับงานวิจัยของ นลินี เวชวิริยะสกุล (2551: 24-28) เรื่องปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งพบว่ามูลค่าตลาดมีผลต่ออัตราการจ่ายปันผล นอกจากนี้บริษัทในตลาด MAI ยังให้ความสำคัญมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น เป็นปัจจัยที่สำคัญในการจ่ายปันผล สนับสนุนโดยทฤษฎีแรงจูงใจ (Motivation Theory) (Greenberg et. al. 1997: 3) กล่าวคือหากนักลงทุนคาดการณ์ว่ากิจการมีการดำเนินงานที่น่าพึงพอใจ สามารถเติบโตได้อย่างมั่นคงก็จะส่งผลให้ราคาตลาดต่อและมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นเพิ่มสูงขึ้นทำให้เป็นแรงกดดันให้กิจการต้องจ่ายปันผลออกมา สอดคล้องกับงานวิจัยของ Gil (2010: 8-14) เรื่อง Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States ซึ่งพบว่า ความสัมพันธ์ในเชิงบวกระหว่างมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นกับอัตราการจ่ายปันผล แต่อย่างไรก็ตามผลการศึกษากลับไม่พบความสัมพันธ์ของการประกาศจ่ายปันผลกับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น กระแสเงินสดอิสระ และการกันสำรองและจัดสรรกำไรสะสม ซึ่งอธิบายได้ว่าบริษัทในตลาด MAI ไม่ได้พิจารณาถึงโครงสร้างของทุน ความจำเป็นในการชำระหนี้สิน การลงทุน และข้อกำหนดทางกฎหมายในการประกาศจ่ายปันผล

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะในการทำวิจัยครั้งต่อไป

1.1 ควรจะทำการศึกษาโดยเก็บข้อมูลในช่วงระยะเวลาอื่นๆ ที่ทำการศึกษาเพื่อดูว่ายังคงได้ผลลัพธ์ที่เหมือนเดิมหรือแตกต่างจากเดิม เนื่องจากในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษานั้นเริ่มตั้งแต่ช่วงที่ตลาด MAI เพิ่งจะเริ่มทำการเปิดตลาดซื้อขาย ดังนั้นจึงทำให้มีข้อมูลในการศึกษาที่ค่อนข้างน้อย ทั้งยังมีการเข้าออกของบริษัทในตลาด ดังนั้นการศึกษาในช่วงระยะเวลาอื่นในอนาคตจึงมีความน่าสนใจซึ่งอาจทำให้เกิดองค์ความรู้ใหม่ได้

1.2 หากในอนาคตมีบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด MAI มากขึ้น อาจทำการศึกษาโดยแยกทดสอบ

ตามหมวดอุตสาหกรรม ซึ่งอาจทำให้เห็นถึงพฤติกรรมในการจ่ายปันผล รวมถึงปัจจัยที่มีผลต่อพฤติกรรมในการจ่ายปันผลได้ชัดเจนขึ้น เนื่องจากในอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันนั้นอาจมีแนวคิดในการจ่ายปันผลที่แตกต่างกัน และพิจารณาปัจจัยที่มีผลต่อการประกาศจ่ายปันผล รวมถึงปัจจัยที่มีผลต่อความสามารถในการปฏิบัติตามนโยบายในการจ่ายปันผลที่แตกต่างกัน

1.3 เนื่องจากในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อพฤติกรรมการจ่ายปันผลนั้นพบว่ายังคงมีค่า Nagelkerke R Square ที่ต่ำ จึงน่าจะมีการลงนำอัตราส่วนทางการเงินตัวอื่นมาทำการศึกษาซึ่งอาจจะทำให้สามารถอธิบายการตัดสินใจประกาศจ่ายปันผลของกิจการได้ดีกว่า



บรรณานุกรม

- กัลยา วานิชย์บัญชา. (2546). **การวิเคราะห์สถิติขั้นสูงด้วย SPSS for Windows**. กรุงเทพฯ: ศูนย์หนังสือแห่งจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ธีระพล อรุณะกลีกร และคณะ. (2551). **ประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ ฉบับแก้ไขเพิ่มเติม 2551**. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์วิญญูชน.
- นลินี เวชวิริยะสกุล. (2551). **ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. การศึกษาอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- พัชชา จุนอนันตรธรรม. (2554). **หุ้นปันผล ทางเลือกที่ไม่ควรมองข้าม**. กรุงเทพฯ: ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- พัชชา จุนอนันตรธรรมและ สุมิตรา ตั้งสมวรพงษ์. (2555). **หุ้นปันผล: ขุมทรัพย์ของการลงทุน**. กรุงเทพฯ: สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน. เอกสารงานวิจัยฉบับที่ 1/2555.
- พรชนก รัตนไพจิตร. (2550). **การบัญชีบริษัทและงบกระแสเงินสด**. กรุงเทพฯ: โรงพิมพ์เดือนตุลา.
- ศุภลักษณ์ อังคสุโข, ผาดิกา ตันวิเชียร และ ตระการตา สงวนศักดิ์โยธิน. (2553). **ความสัมพันธ์ของนโยบายการจ่ายเงินปันผล กับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด (CASH-FLOW UNCERTAINTY) และลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น (OWNERSHIP STRUCTURE)**. สารนิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยมหิดล.

- อภิญญา ปุ้ยพันธ์วงศ์. (2549). **การเงินธุรกิจ**. กรุงเทพฯ: บริษัท เค พี พรินติ้ง จำกัด.
- อัจฉิมา ตั้งในบูรณะ.(2552). **นโยบายการจ่ายเงินปันผล (Dividend Policy)**. สืบค้นจาก: <http://www.idis.ru.ac.th/report/index.php?topic=1060.0;wap2>. 3 ธันวาคม 2555.
- Dalbor and Upneja. (2007). **An Examination of Dividend Policy in the US Restaurant Industry**. Journal of Food Service Business Research.
- Demsey and Dalbor. (1992). **Effect of Agency and Transaction costs on Dividend payout ratio: Future Evidence of agency - transaction costs hypothesis** (Vols. 15). The Journal of Financial research.
- Eastbrook. (1984). **Two-Agency Cost Explanation of Dividends**. American Economic Review, 650-659
- Gil. (2010). **Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States**. The Open Business Journal.
- Greenberg, and Baron. (1997). **Behavior in organizations (6th ed.)**. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.
- Kahneman. (1979). **Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk** (Vols. 47), Econometrica.
- Klaes. (2008). **transaction costs**. *The New Palgrave Dictionary of Economics*, (2nd ed)
- Lease. (2000). **Excess Funds and Agency Problems: An Empirical Study of Incremental Cash Disbursements** (Vols. 13), *Review of Financial Studies*, 219-247.
- McManus, Gwilym and Thomas. (2002). **A Robust Estimation of the Relation between Stock Returns,Size, Dividend Yield and Dividend Payout**. School of Management University of Southampton.
- Prescott. (2003). **Growth theory: Theory ahead of business cycle measurement**. Retrieved June 16, 2012, University of Minnesota, Department of Economics Web site: <http://cepa.Newschoo.edu/het/essays /growth/growthcont.htm>
- Schreiber and Stroik. (2004). **All About Dividend Investment**. New York: McGraw-Hill.
- Tajirian. (2007). **Dividend Policy**. Retrieved August 10, 2012, Web site: <http://www.morevalue.com/dividend policy>.
- Tigue. (2006). **Standard and Poors's guide to building wealth with dividend stocks**. New York: McGraw-Hill.
- Williams, Saryan, and Yan. (2011). **Dividend investing: Favorable long-term opportunities for total return and income**.