การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : บทบาทของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

นายอัครนันท์ เตชไกรชนะ

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

วิทยานิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชาเศรษฐศาสตร์
คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ปีการศึกษา 2550
ลิขสิทธิ์ของจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

DIVIDENDS SIGNALING TO FUTURE EARNINGS OF THAI FIRMS IN STOCK EXCHANGE : THE ROLE OF MARKET CAPITALIZATION AND TRADING LIQUIDITY

Mr. Akkaranun Taechakraichana

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

A Thesis Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements
for the Degree of Master of Economics Program in Economics
Faculty of Economics
Chulalongkorn University
Academic Year 2007

Copyright of Chulalongkorn University

หัวข้อวิทยานิพนธ์	การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: บทบาทของมูลค่าตลาดและ สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์
โดย	นายอัครนันท์ เตชไกรชนะ
สาขาวิชา	เศรษฐศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ธวัชชัย จิตรภาษ์นันท์

คณะเศรษฐศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย อนุมัติให้นับวิทยานิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญามหาบัณฑิต

..... คณบดีคณะเศรษฐศาสตร์
(ศาสตราจารย์ ดร. ตีรณ พงศ์มงมพัฒน์)

คณะกรรมการสอบวิทยานิพนธ์

..... ประธานกรรมการ
(รองศาสตราจารย์ สามารถ เจียสกุล)

..... อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์หลัก
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ธวัชชัย จิตรภาษ์นันท์)

..... กรรมการภายนอกมหาวิทยาลัย
(อาจารย์ ดร. นงนุช ตันติสันติวงศ์)

..... กรรมการ
(รองศาสตราจารย์ ดร. โสตถิธร มัลลิกะมาส)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

อัครนันท์ เตชไกรชนะ : การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: บทบาทของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์. (DIVIDENDS SIGNALING TO FUTURE EARNINGS OF THAI FIRMS IN STOCK EXCHANGE: THE ROLE OF MARKET CAPITALIZATION AND TRADING LIQUIDITY) อ.ที่ปรึกษา: ผศ. ดร.ธวัชชัย จิตรภาษ์นันท์, 84 หน้า.

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบว่า การจ่ายเงินปันผลของบริษัทส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้หรือไม่ และศึกษาว่าบทบาทของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ส่งผลต่อการส่งสัญญาณของเงินปันผลหรือไม่ โดยใช้ข้อมูลจาก 210 บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นและดำเนินกิจการมาอย่างต่อเนื่องในช่วงปี พ.ศ. 2545 - 2550

ผลการศึกษา พบว่า ในกรณีของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดอยู่ในระดับกลางและระดับสูง และกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์อยู่ในระดับกลางและระดับสูงนั้น การจ่ายเงินปันผลไม่ได้ส่งสัญญาณถึงผลประกอบการในอนาคต เนื่องจาก กลุ่มบริษัทเหล่านี้ ถือเป็นกลุ่มบริษัทที่นักลงทุนทั่วไปให้ความสนใจและติดตามข้อมูลข่าวสารของบริษัท ทำให้ผู้บริหารของบริษัทมีช่องทางอื่นๆในการส่งข้อมูลข่าวสารของบริษัทไปสู่นักลงทุนนอกเหนือจากการจ่ายเงินปันผล ในทางตรงกันข้าม การจ่ายเงินปันผลของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำและกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายอยู่ในระดับต่ำ กลับส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้ในระยะสั้น เนื่องจากว่าบริษัทเหล่านี้ไม่ได้เป็นที่ติดตามของนักลงทุนทั่วไป ผู้บริหารบริษัทจึงจำเป็นต้องส่งข้อมูลข่าวสารผ่านทางการจ่ายเงินปันผล ซึ่งเป็นเพียงไม่กี่ช่องทางในการส่งสัญญาณเกี่ยวกับข้อมูลของบริษัทในอนาคต จากผลการศึกษาของบริษัททั้ง 3 กลุ่ม ทำให้สามารถสรุปได้ว่า มูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม ต่อการส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคต

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สาขาวิชา เศรษฐศาสตร์ ลายมือชื่อนิสิต.....อัครนันท์ เตชไกรชนะ.....

ปีการศึกษา 2550 ลายมือชื่ออาจารย์ที่ปรึกษา.....

#4985585829 : MAJOR ECONOMICS

KEY WORD: DIVIDENDS SIGNALING / FUTURE EARNINGS

AKKARANUN TAECHAKRAICHANA : DIVIDENDS SIGNALING TO FUTURE EARNINGS OF THAI FIRMS IN STOCK EXCHANGE : THE ROLE OF MARKET CAPITALIZATION AND TRADING LIQUIDITY. THESIS ADVISOR : ASST.PROF. THAWATCHAI JITTRAPANUN, Ph.D., 84 pp.

This study investigates : 1) The dividend signaling hypothesis and 2) The role of market capitalization and trading liquidity effect on the dividend signaling efficiency. The data used in this study consists of 210 companies listed on the stock exchange of Thailand (SET). To be included in the dataset , the firms must pay dividends to the investors at least once during the period of study from years 2001 - 2007.

The results show that dividends of the large and high trading liquidity firms are not related to future earnings as expected since those firms are usually more closely followed by analysts and investors. In addition , the managers have many channels to signal the firm 's information to investors. As a result , dividends do not convey to these firms typically future earnings. In contrast , small and low trading liquidity firms are formed to related dividends with the firm 's future earnings because the managers have only few channels to signal firms information to investors. Investors rarely follow the information of these firms. Consequently , the dividends of small and low trading liquidity firms are shown to be a good signal of the firms future earnings. In short , the study confirms the finding in previous studies that market capitalization and trading liquidity are negatively relate to dividend signaling efficiency.

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Field of study	Economics	Student's signature Akkaranun Taechakraichana
Academic year	2007	Advisor's signature

กิตติกรรมประกาศ

วิทยานิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยความกรุณาของหลายๆท่าน ซึ่งผู้เขียนต้องขอขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ธวัชชัย จิตรภาษ์นันท์ อาจารย์ที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์ที่ได้ให้คำแนะนำและติดตามความคืบหน้าของการศึกษามาโดยตลอด

ขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ สามารถ เจียสกุล ประธานกรรมการสอบวิทยานิพนธ์และคณะกรรมการทุกท่านซึ่งประกอบด้วย รองศาสตราจารย์ ดร.โสตถิธร มัลลิกะมาส และอาจารย์ ดร.นงนุช ตันติสันติวงศ์ ที่ให้ข้อแนะนำอันเป็นประโยชน์อย่างยิ่งต่อการศึกษาในครั้งนี้

นอกจากนี้ ผู้เขียนขอขอบคุณเจ้าหน้าที่ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเจ้าหน้าที่ของบริษัทหลักทรัพย์บัวหลวง จำกัด (มหาชน) ที่เอื้อเฟื้อข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ และขอขอบคุณเพื่อนๆทุกคนที่ให้กำลังใจผู้เขียนเสมอมา รวมทั้งเจ้าหน้าที่ของคณะเศรษฐศาสตร์ที่ให้ความช่วยเหลือด้านเอกสารเป็นอย่างดี

สุดท้ายนี้ผู้เขียนขอกราบขอบพระคุณ บิดา มารดา และอาจารย์ทุกท่านที่คอยอบรมสั่งสอน กระตุ้นเตือนและให้กำลังใจผู้เขียนมาโดยตลอด คุณประโยชน์ของวิทยานิพนธ์ฉบับนี้ผู้เขียนขอมอบแด่ บิดา มารดา และอาจารย์ทุกท่าน แต่หากมีข้อผิดพลาดประการใด ผู้เขียนขอน้อยรับเอาไว้แต่เพียงผู้เดียว

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญ

หน้า

บทคัดย่อภาษาไทย..... ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ..... จ
กิตติกรรมประกาศ..... ฉ
สารบัญ..... ช
สารบัญตาราง..... ฌ
สารบัญภาพ..... ฎ
บทที่ 1 บทนำ..... 1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา..... 1
1.2 คำถามวิจัย..... 3
1.3 วัตถุประสงค์ของการศึกษา..... 3
1.4 ขอบเขตการศึกษา..... 3
1.5 แหล่งที่มาของข้อมูล..... 5
1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ..... 5
บทที่ 2 แนวคิดทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง..... 6
2.1 นิยามศัพท์..... 6
2.2 ทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล..... 7
2.2.1 ทฤษฎีนโยบายเงินปันผลที่ไม่แตกต่าง..... 7
2.2.2 ทฤษฎีข้อมูลข่าวสารและการส่งสัญญาณของเงินปันผล..... 8
2.2.3 ทฤษฎีลูกนกในกำมือ..... 9
2.2.4 ทฤษฎีการเลือกผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม..... 9
2.3 วรรณกรรมปริทัศน์..... 10
2.3.1 การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคต..... 10
2.3.2 บทบาทของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ส่งผลต่อการส่งสัญญาณของเงินปันผล ต่อผลประกอบการในอนาคต.. 17
2.3.3 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และผลประกอบการในอนาคตของบริษัท..... 19
2.3.4 ผลงานวิจัยในประเทศไทยเกี่ยวกับ การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัท..... 19

หน้า

บทที่ 3 วิธีการศึกษา..... 25
3.1 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา..... 25
3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา..... 35
บทที่ 4 ผลการศึกษา..... 48
4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา..... 50
4.1.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด. 50
4.1.2 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์..... 51
4.1.3 ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์..... 53
4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ..... 58
4.2.1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด..... 59
4.2.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์..... 67
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ..... 80
5.1 สรุปผลการศึกษา..... 80
5.2 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย..... 81
5.3 ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป..... 81
รายการอ้างอิง..... 82
ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์..... 84

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
2.1	การเปรียบเทียบผลการศึกษาในต่างประเทศ เรื่อง การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคต	14
2.2	ความแตกต่างระหว่างงานวิจัยในอดีตของประเทศไทย กับผลงานวิจัยในครั้งนี้	22
3.1	อธิบายตัวแปร Dummy ที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ แบ่งตามลักษณะการจ่ายเงินปันผลกรณีต่างๆ	28
3.2	สมมติฐานที่ใช้ในการศึกษา	32
3.3	มูลค่าตลาดเฉลี่ย 6 ปี (พ.ศ. 2545 - 2550) ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง	36
3.4	มูลค่าตลาดเฉลี่ย 6 ปี (พ.ศ. 2545 - 2550) ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง	37
3.5	มูลค่าตลาดเฉลี่ย 6 ปี (พ.ศ. 2545 - 2550) ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ	38
3.6	สภาพคล่องเฉลี่ย 6 ปี (พ.ศ. 2545 - 2550) ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง	41
3.7	สภาพคล่องเฉลี่ย 6 ปี (พ.ศ. 2545 - 2550) ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง	43
3.8	สภาพคล่องเฉลี่ย 6 ปี (พ.ศ. 2545 - 2550) ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ	44
4.1	จำนวนบริษัท จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา และการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเมื่อเทียบกับปีก่อน โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด	51
4.2	จำนวนบริษัท จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา และการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเมื่อเทียบกับปีก่อน โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์	52
4.3	ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดและสภาพคล่องของบริษัทที่ทำการศึกษา	53
4.4	ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดกับสภาพคล่องของบริษัทที่ทำการศึกษา (โดยตัดบริษัทที่เป็น Outliner ออกจากการศึกษาความสัมพันธ์)	56
4.5	ผลการประมาณค่าผลประกอบการในอนาคตระยะ 1 ปีข้างหน้า โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด (ขนาดของบริษัท)	60
4.6	ผลการประมาณค่าผลประกอบการในอนาคตระยะ 2 ปีข้างหน้า โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด (ขนาดของบริษัท)	60

4.7 การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัทในระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด..... 61

4.8 การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัทในระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด..... 61

4.9 การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาดทั้งในระยะ 1 ปีข้างหน้า (t=1) และ ในระยะ 2 ปีข้างหน้า (t=2)..... 62

4.10 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ปีที่ t = 0) กับผลประกอบการในอนาคต (t = 1) แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด..... 64

4.11 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ปีที่ t = 1) กับผลประกอบการในอนาคต (t = 2) แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด..... 64

4.12 ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคตระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด..... 66

4.13 ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคตระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด..... 66

4.14 ผลการประมาณค่าผลประกอบการในอนาคตระยะ 1 ปีข้างหน้า โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์..... 68

4.15 ผลการประมาณค่าผลประกอบการในอนาคตระยะ 2 ปีข้างหน้า โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์..... 69

4.16 การส่งสัญญาณของเงินปันผล ต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัทระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์..... 70

4.17 การส่งสัญญาณของเงินปันผล ต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัทระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์..... 70

4.18 การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ทั้งในระยะ 1 ปีข้างหน้า (t=1) และในระยะ 2 ปีข้างหน้า (t=2)..... 71

4.19 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (t = 0) กับผลประกอบการในอนาคต (t = 1) แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์..... 73

4.20 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (t = 1) กับผลประกอบการในอนาคต (t = 2) แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์..... 73

4.21 ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคตระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ 75

4.22 ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคต ระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ 75
4.23 ตารางสรุปความสัมพันธ์ระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) ของตัวแปรทั้งหมดที่ทำการศึกษาในครั้งนี้ แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด..... 77
4.24 ตารางสรุปความสัมพันธ์ระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) ของตัวแปรทั้งหมดที่ทำการศึกษาในครั้งนี้ แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์…..... 77
4.25 ตารางสรุปความสัมพันธ์ระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) ของตัวแปรทั้งหมดที่ทำการศึกษาในครั้งนี้ แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด..... 78
4.26 ตารางสรุปความสัมพันธ์ระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) ของตัวแปรทั้งหมดที่ทำการศึกษาในครั้งนี้ แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์..... 78

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

สารบัญภาพ

แผนภาพ		หน้า
2.1	แผนภาพแสดงขั้นตอนทั้งหมดในการศึกษาครั้งนี้ (แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาดและแบ่งตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์)	24
3.1	สัดส่วนมูลค่าตลาดของกลุ่มบริษัท 3 กลุ่ม (โดยเฉลี่ยปี พ.ศ. 2545 - 2550)	40
3.2	สัดส่วนสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ของกลุ่มบริษัท 3 กลุ่ม (โดยเฉลี่ยปี พ.ศ. 2545 - 2550)	46
3.3	อัตราส่วนเงินปันผลต่อผลประกอบการของบริษัท โดยเฉลี่ยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 - 2549	47
4.1	ขั้นตอนการวิเคราะห์และอธิบายผลการศึกษาทั้งหมดในงานวิจัยครั้งนี้	49
4.2	ความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องของทุกบริษัทที่ทำการศึกษา	54
4.3	ความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องของบริษัทขนาดใหญ่	55
4.4	ความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องของบริษัทขนาดกลาง	55
4.5	ความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องของบริษัทขนาดเล็ก	56
4.6	ความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องของทุกบริษัทที่ทำการศึกษา (โดยตัดบริษัทที่เป็น Outliner ออกจากการศึกษาความสัมพันธ์)	57
4.7	ความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่อง ของบริษัทขนาดใหญ่ (โดยตัดบริษัทที่เป็น Outliner ออกจากการศึกษาความสัมพันธ์)	57
4.8	ความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่อง ของบริษัทขนาดเล็ก (โดยตัดบริษัทที่เป็น Outliner ออกจากการศึกษาความสัมพันธ์)	58

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 1
บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

การประกอบธุรกิจใดๆก็ตามในประเทศที่พัฒนาแล้วหรือกำลังพัฒนา เมื่อต้องการขยายความเจริญเติบโตของธุรกิจ จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องมีการระดมเงินทุน ซึ่งถือเป็นปัจจัยสำคัญในการพัฒนาและขยายธุรกิจ เนื่องจากการดำเนินธุรกิจนั้นจำเป็นต้องใช้ ที่ดิน เครื่องจักร วัตถุดิบ แรงงาน ฯลฯ มาเป็นปัจจัยที่สำคัญในการดำเนินธุรกิจ อย่างไรก็ตาม การอาศัยเงินลงทุนจากผู้ประกอบการเพียงรายเดียว หรือ การร่วมลงทุนของผู้ประกอบการเพียงไม่กี่รายนั้น ก็อาจจะไม่เพียงพอต่อการดำเนินธุรกิจ

ดังนั้น ทางเลือกที่น่าสนใจอย่างหนึ่งสำหรับผู้ประกอบการ คือ การระดมเงินทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์ โดยการออกหลักทรัพย์ของธุรกิจจำหน่ายผ่านตลาดหลักทรัพย์ให้แก่นักลงทุน ผลดีที่เกิดขึ้นคือ ผู้ประกอบการไม่มีความจำเป็นที่จะต้องกู้ยืมเงินผ่านตัวกลางหรือสถาบันการเงิน (ธนาคารหรือบริษัทหลักทรัพย์ต่างๆ) ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงของธุรกิจจากสถานการณ์ต่างๆ อาทิ ความผันผวนของอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ อัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่มีการเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา (ในกรณีที่กู้ยืมจากสถาบันการเงินในต่างประเทศ) ซึ่งสิ่งเหล่านี้อาจจะเป็นการเพิ่มต้นทุนให้กับผู้ประกอบการได้

ในส่วนของนักลงทุน (ผู้ที่เข้ามาซื้อขายหลักทรัพย์) ถือเป็นหนึ่งในผู้มีส่วนร่วมในการระดมเงินทุนเพื่อช่วยในการขยายและสร้างความเจริญเติบโตให้กับธุรกิจมากขึ้น โดยอาศัยตลาดหลักทรัพย์เป็นสื่อกลางในการซื้อขายหลักทรัพย์ นักลงทุนย่อมคำนึงถึงผลตอบแทนที่เขาได้รับว่าคุ้มค่ากับการลงทุนหรือไม่ ซึ่งผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แบ่งออกเป็น 2 รูปแบบที่สำคัญ คือ กำไรจากการขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) และ เงินปันผล (Dividends)

เมื่อบริษัทมีผลกำไรจากการประกอบการแต่ยังไม่ได้มีการจ่ายเงินปันผล ผู้ถือหุ้นก็จะรับรู้เพียง “ นามธรรม ” ว่าบริษัทมีผลประกอบการที่ดี อย่างไรก็ตาม การคาดการณ์เกี่ยวกับราคาของหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะขายได้นั้น ทำได้ค่อนข้างยาก เพราะราคาหลักทรัพย์ในขณะใดขณะหนึ่งจะเปลี่ยนแปลงไปตามอุปสงค์และอุปทานของตลาด

ในทางตรงกันข้าม การจ่ายเงินปันผลของบริษัท ถือเป็นผลตอบแทนที่เป็น “ รูปธรรม ” ซึ่งสามารถทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ต้องรอว่าราคาหลักทรัพย์ที่ตนเองลงทุนอยู่นั้นจะปรับตัวสูงขึ้นเมื่อใด การศึกษาครั้งนี้ จะทำการศึกษาถึงผลตอบแทนในรูปของ “ การจ่ายเงินปันผล ” ที่

ผู้ถือหุ้นได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัท และถือเป็นผลตอบแทนที่มีความแน่นอนสูงกว่า กำไรจากการขายหลักทรัพย์

โดยปกติแล้ว ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาด เช่น ผู้ถือหุ้น นักลงทุน นักวิเคราะห์ และผู้บริหารของบริษัท มีโอกาสที่จะเข้าถึงข้อมูลข่าวสารของบริษัทได้ไม่เท่าเทียมกัน ซึ่งผู้บริหารของบริษัทถือเป็นผู้ที่มีข้อมูลข่าวสารของบริษัทมากที่สุด ในอดีตที่ผ่านมานั้น ทฤษฎีข้อมูลข่าวสารและการส่งสัญญาณของเงินปันผลของ MM (1997) มีแนวคิดที่ว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลส่งสัญญาณเกี่ยวกับข้อมูลและผลประกอบการในอนาคตได้ อย่างไรก็ตาม จากเอกสารและงานวิจัยในอดีตของต่างประเทศ กลับมีผลสรุปการศึกษาจำนวนน้อยมาก ที่กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผล สามารถพยากรณ์ถึงผลประกอบการในอนาคตได้ โดยผลงานวิจัยส่วนใหญ่ในต่างประเทศที่ผ่านมา ได้ใช้ข้อมูลของบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง (บริษัทขนาดใหญ่) และมีสภาพคล่องการซื้อขายหลักทรัพย์ในระดับสูงมาใช้ในการศึกษาเท่านั้น (Watts , 1973) และ (Benartzi , Michaely and Thaler , 1997)

อย่างไรก็ตาม การศึกษาเรื่องการส่งสัญญาณของเงินปันผลในช่วงระยะเวลาต่อมาได้ให้ความสำคัญกับข้อมูลและรายละเอียดต่างๆของบริษัทมากขึ้น โดยเปลี่ยนรูปแบบมาเน้นศึกษาเฉพาะบริษัทที่มีขนาดเล็ก และมีสภาพคล่องการซื้อขายหลักทรัพย์ในระดับต่ำ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้ถือเป็นบริษัทที่มีปริมาณเงินทุนน้อย และไม่ได้เป็นที่ติดตามของนักลงทุนทั่วไป ผลการศึกษาพบว่า การจ่ายเงินปันผลของบริษัทเหล่านี้กลับส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัทได้ชัดเจนมากกว่าการศึกษาในช่วงก่อนหน้านี้ ที่ใช้ข้อมูลจากบริษัทที่มีมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายระดับสูง (Kao and Wu , 1994) และ (Gonzalez and Zamudio , 2005)

จากประเด็นที่กล่าวมาข้างต้น เป็นที่น่าสังเกตว่า บริษัทที่มีมูลค่าตลาด และมีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน ส่งผลให้การส่งสัญญาณของเงินปันผลมีความแตกต่างกัน ด้วยเหตุนี้ คำถามที่สำคัญจึงเกิดขึ้นก็คือ ในกรณีของประเทศไทยนั้น การจ่ายเงินปันผลของบริษัท ส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้หรือไม่ บริษัทที่มีมูลค่าตลาดและมีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน มีผลทำให้การส่งสัญญาณของเงินปันผลในแต่ละบริษัท มีความคล้ายคลึงหรือแตกต่างกันอย่างไร วิทยานิพนธ์ฉบับนี้จึงมุ่งที่จะทำการศึกษาถึงคำถามสำคัญเหล่านี้ เพื่อนำผลสรุปจากการศึกษาในครั้งนี้ไปใช้เป็นแนวทางให้กับนักลงทุน ในการตัดสินใจเลือกลงทุนในแต่ละบริษัท และสามารถใช้การจ่ายเงินปันผลของบริษัทเป็นเครื่องมือในการประเมินผลประกอบการในอนาคตได้ (ในกรณีที่กลุ่มบริษัทเหล่านั้น สามารถใช้เงินปันผลเป็นตัวส่งสัญญาณได้)

1.2 คำถามวิจัย

การจ่ายเงินปันผลของบริษัทส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้หรือไม่ และบทบาทของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ส่งผลต่อการส่งสัญญาณของเงินปันผลอย่างไร

1.3 วัตถุประสงค์ในการศึกษา

การศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์หลัก 2 ประการ คือ

1. เพื่อทดสอบว่าการจ่ายเงินปันผลของบริษัทแต่ละกลุ่ม สามารถชี้ให้เห็นถึงสัญญาณที่น่าเชื่อถือ ต่อผลประกอบการในอนาคตได้หรือไม่

2. เพื่อศึกษาถึงบทบาทของมูลค่าตลาด และสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ว่าส่งผลต่อการส่งสัญญาณของเงินปันผลอย่างไร

1.4 ขอบเขตของการศึกษา

ในการศึกษาถึงการส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคต ซึ่งแบ่งกลุ่มตามมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น มีขอบเขตในการศึกษา ดังนี้

1) ช่วงระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้ จะใช้ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัท และผลประกอบการของบริษัท ในช่วงระยะเวลา 6 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 – 2550

2) จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา

การศึกษาในครั้งนี้จะศึกษาเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยบริษัทที่ผ่านการคัดเลือกเข้ามาใช้ทำการศึกษา มีทั้งหมด 210 บริษัท ซึ่งมีหลักเกณฑ์การคัดเลือกบริษัท ดังนี้

(1) คัดเลือกเฉพาะบริษัทที่มีการดำเนินกิจการอย่างต่อเนื่องในช่วงปี พ.ศ. 2545 – 2550

(2) คัดเลือกเฉพาะบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเท่านั้น (ไม่รวมบริษัทที่งดจ่ายเงินปันผลในช่วง ปี พ.ศ. 2545 – 2550)

3) หลักเกณฑ์ในการแบ่งกลุ่มบริษัท

หลักเกณฑ์ในการแบ่งกลุ่มบริษัทที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ (210 บริษัท) มี 2 ส่วนการศึกษาที่สำคัญ ประกอบด้วย

(1) การศึกษาที่แบ่งกลุ่มบริษัทตาม มูลค่าตลาด

บริษัทจดทะเบียนที่ผ่านการคัดเลือกจำนวน 210 บริษัท จะใช้หลักเกณฑ์การแบ่งกลุ่มตาม มูลค่าตลาด ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย[1] ดังนี้

(1.1) บริษัทที่มีมูลค่าตลาด ระดับสูง (Big Market Capitalization) หมายถึง บริษัทจดทะเบียนที่มีมูลค่าตลาด ตั้งแต่ 10,000 ล้านบาท ขึ้นไป

(1.2) บริษัทที่มีมูลค่าตลาด ระดับกลาง (Medium Market Capitalization) หมายถึง บริษัทจดทะเบียนที่มีมูลค่าตลาด ตั้งแต่ 2,500 ล้านบาท แต่ไม่ถึง 10,000 ล้านบาท

(1.3) บริษัทที่มีมูลค่าตลาด ระดับต่ำ (Small Market Capitalization) หมายถึง บริษัทจดทะเบียนที่มีมูลค่าตลาด น้อยกว่า 2,500 ล้านบาท

(2) การศึกษาที่แบ่งกลุ่มบริษัทตาม สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

บริษัทจดทะเบียนที่ผ่านการคัดเลือกจำนวน 210 บริษัท จะถูกนำมาแบ่งกลุ่มตาม สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนี้

(2.1) บริษัทที่มีสภาพคล่อง ระดับสูง (High Trading Liquidity) หมายถึง บริษัทจดทะเบียนที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยต่อวัน ตั้งแต่ 10 ล้านบาทขึ้นไป

(2.2) บริษัทที่มีสภาพคล่อง ระดับกลาง (Medium Trading Liquidity) หมายถึง บริษัทจดทะเบียนที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยต่อวัน ตั้งแต่ 1 ล้านบาท แต่ไม่ถึง 10 ล้านบาท

(2.3) บริษัทที่มีสภาพคล่อง ระดับต่ำ (Low Trading Liquidity) หมายถึง บริษัทจดทะเบียนที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยต่อวัน น้อยกว่า 1 ล้านบาท

---

[1]ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **สรุปสถิติสำคัญของตลาดหลักทรัพย์**[ออนไลน์]. 2550. แหล่งที่มา: http://www.set.or.th/th/market_statistics.html [20 ธันวาคม 2550]

1.5 แหล่งที่มาของข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์จะใช้ข้อมูล Panel Data ของบริษัทที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือกจำนวน 210 บริษัท ซึ่งเป็นข้อมูลทุติยภูมิตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 – 2550 โดยข้อมูลที่สำคัญเหล่านี้ได้นำมาจาก

(1) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

(2) สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (กลต.)

(3) บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวง จำกัด (มหาชน)

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1. ทำให้ทราบว่า ผลการส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัทในประเทศไทย มีความสอดคล้องกับ ผลการศึกษาในต่างประเทศและทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผล (Dividend Signaling Theory) หรือไม่

2. เพื่อใช้เป็นแนวทางให้กับนักลงทุนทั่วไป ในการตัดสินใจเลือกลงทุนในแต่ละบริษัท ซึ่งมีความแตกต่างกันทางด้าน มูลค่าตลาด และทางด้านสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยใช้การจ่ายเงินปันผลของบริษัทเป็นเครื่องมือในการประเมินผลประกอบการในอนาคตได้

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 2
แนวคิดทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 นิยามศัพท์[1]

2.1.1 เงินปันผล (Dividend) หมายถึง ส่วนของกำไรที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์แบ่งจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นของบริษัทนั้นๆตามสิทธิของแต่ละหุ้น โดยการจ่ายเงินปันผลนั้นจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทและผลการดำเนินงานของบริษัทในแต่ละปี โดยทั่วไปแล้วการจ่ายเงินปันผลจะขึ้นอยู่กับวัตถุประสงค์ในการจ่ายเงินปันผลแต่ละครั้ง สภาพคล่องของบริษัท และราคาหุ้นของบริษัทในช่วงเวลานั้น

2.1.2 ผลประกอบการในอนาคต (Future Earnings) หมายถึง ผลกำไรของบริษัทในอนาคต ซึ่งเกิดจากการนำรายได้ที่บริษัทได้รับในอนาคต หักออกด้วยต้นทุนในอนาคตของบริษัทที่ใช้ในการดำเนินงานต่างๆ ผลประกอบการในอนาคตของธุรกิจหนึ่งๆสามารถแสดงถึงความสามารถของผู้บริหารบริษัทในการดำเนินกิจการต่างๆได้

2.1.3 มูลค่าตลาด หรือ ขนาดของบริษัท (Market Capitalization) หมายถึง มูลค่าตามราคาตลาดของหลักทรัพย์ที่เข้าจดทะเบียนทั้งหมดในบริษัท คำนวณจากราคาปิดของหุ้นที่จดทะเบียนคูณกับจำนวนหน่วยของหุ้นที่จดทะเบียน ซึ่งมักใช้สำหรับแสดงขนาดของหุ้นที่จดทะเบียน หรืออาจจะใช้แสดงถึงขนาดของหลักทรัพย์โดยรวมได้อีกด้วย

2.1.4 สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ (Trading Liquidity) หมายถึง ความสามารถในการซื้อขายหลักทรัพย์ได้ครบถ้วนในจำนวนที่เหมาะสม ภายในระยะเวลาที่รวดเร็ว โดยที่ราคาของหลักทรัพย์นั้นไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงมากนัก ซึ่งแสดงให้เห็นถึงหลักทรัพย์ดังกล่าวมีปริมาณและมีจำนวนผู้ซื้อขายมากพอในตลาด

---

[1] สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. **คำศัพท์การลงทุน**[ออนไลน์]. 2549. แหล่งที่มา: http://www.sec.or.th/investor_edu/ [7 สิงหาคม 2550]

2.2 ทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล[2]

ในส่วนนี้จะกล่าวถึงทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับความต้องการของผู้ถือหุ้นสามัญ ซึ่งได้มีผู้เสนอแนวคิดขึ้น เพื่อเป็นทฤษฎีในการอธิบายถึงความจำเป็นของนโยบายเงินปันผลในการจ่ายผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญ และให้สอดคล้องกับความต้องการของผู้ลงทุนในลักษณะต่างๆ กัน ซึ่งทฤษฎีเงินปันผลที่สำคัญมีดังนี้

2.2.1 ทฤษฎีนโยบายเงินปันผลที่ไม่แตกต่าง (Dividend Irrelevance Theory)

ผู้ที่เสนอทฤษฎีนโยบายเงินปันผลที่ไม่แตกต่าง (Dividend Irrelevance Theory) คือ Merton Miller และ Franco Modigliani (MM) โดยมีหลักสำคัญว่า นโยบายจ่ายเงินปันผลจะไม่มีผลต่อราคาหุ้นสามัญของธุรกิจหรือต้นทุนของเงินทุน เนื่องจากมูลค่าของธุรกิจจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไร ตลอดจนระดับความเสี่ยงของธุรกิจ และจะไม่ขึ้นกับรูปแบบของการจ่ายเงินปันผลแต่อย่างใด

ทฤษฎีของ MM จะตั้งอยู่บนสมมติฐานที่สำคัญ ดังนี้

1. ไม่มีภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา หรือนิติบุคคลที่เกี่ยวข้อง
2. ไม่มีค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์ และไม่มีค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมทางการเงินต่างๆ
3. ผู้ลงทุนทั้งหมดจะไม่มีความแตกต่างในการได้รับผลตอบแทนในรูปของการจ่ายเงินปันผลหรือส่วนต่างราคาหลักทรัพย์
4. นโยบายในการกำหนดงบประมาณลงทุน ไม่ขึ้นกับนโยบายเงินปันผล
5. ผู้บริหารและผู้ลงทุนได้รับข้อมูลข่าวสารที่เกี่ยวกับข้องกับแนวโน้มของธุรกิจตลอดจนข้อมูลภายในบริษัทเหมือนกัน

จากสมมติฐานข้างต้น จะเห็นได้ว่าสมมติฐานบางข้อไม่สอดคล้องกับความเป็นจริงของการดำเนินธุรกิจเท่าใดนัก อาทิ ตามปกติแล้ว ผู้บริหารของบริษัทจะมีข้อมูลข่าวสารภายในบริษัท และทราบแนวโน้มของธุรกิจมากกว่านักลงทุนทั่วไป รวมถึงนักลงทุนเองก็จะมีค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์ ค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นจะมีผลต่อต้นทุนของเงินทุนในส่วนของผู้ถือ

---

[2] ปิยนาถ แก้วประเสริฐศิลป, "การพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงด้วยอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล," (วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2545), หน้า7.

หุ้น ทำให้นโยบายการจ่ายเงินปันผลมีความสำคัญ และทำให้เกิดทฤษฎีที่สำคัญเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลในช่วงระยะเวลาต่อมา

2.2.2 ทฤษฎีข้อมูลข่าวสารและการส่งสัญญาณของเงินปันผล (Information and Dividend Signaling Theory)

ในเรื่องนโยบายเงินปันผลนั้น Franco Modigliani และ Merton Miller ได้มีบทสรุปที่สำคัญประการหนึ่งก็คือ ราคาหุ้นสามัญของธุรกิจหรือต้นทุนของเงินทุนจะไม่ได้รับผลกระทบจากนโยบายเงินปันผล โดยตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่า ผู้บริหารและนักลงทุนได้รับข้อมูลเกี่ยวกับแนวโน้มธุรกิจเหมือนกัน แต่ในความเป็นจริงแล้ว นักลงทุนและผู้บริหารมีข้อมูลข่าวสารของบริษัทไม่เท่าเทียมกัน ซึ่งผู้บริหารส่วนใหญ่จะทราบถึงข้อมูลภายในเกี่ยวกับแนวโน้มธุรกิจและผลประกอบการในปัจจุบันและอนาคตของบริษัทได้มากกว่านักลงทุนภายนอก นั่นคือ มีปัญหาทางด้านข้อมูลอสมมาตร (Asymmetry Information) เกิดขึ้น

เพราะฉะนั้น หากผู้บริหารประกาศจ่ายเงินปันผลมากกว่าที่นักลงทุนคาดไว้ ก็จะเป็นการส่งสัญญาณ (Signaling) ว่าผู้บริหารคาดว่ากำไรในอนาคตจะสูงขึ้น เพียงพอที่จะทำให้บริษัทเติบโตต่อไปได้ในระยะยาวภายหลังจากการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญแล้ว ดังนั้นตลาดก็จะตอบสนองกับสัญญาณนี้ในทิศทางที่เป็นบวก กล่าวคือ ราคาหุ้นสามัญจะเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งการเพิ่มสูงขึ้นของราคาหุ้นสามัญนี้เกิดจากการที่นักลงทุนรับทราบถึงข้อมูลนี้ ไม่ใช่ความพึงพอใจการที่ได้รับเงินปันผลแต่อย่างใด

อย่างไรก็ตามหากการเพิ่มการจ่ายเงินปันผลนี้เป็นผลสืบเนื่องมาจากการที่บริษัทไม่มีโครงการที่น่าลงทุนแล้ว ตลาดก็อาจจะตอบสนองในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ ราคาหุ้นสามัญก็อาจจะลดลงภายหลังการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นก็เป็นได้ ในทางตรงกันข้าม หากมีการประกาศจ่ายเงินปันผลที่ลดน้อยลง นักลงทุนอาจจะถือเป็นสัญญาณจากผู้บริหารว่า กำไรในอนาคตจะลดน้อยลงเช่นกัน หรือหากจะมองว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลที่ลดน้อยลงเกิดขึ้นเพราะบริษัทมีโครงการลงทุนที่น่าสนใจจึงจ่ายเงินปันผลน้อย ต้องการเก็บกำไรสะสมไว้เพื่อลงทุนต่อ ก็จะส่งผลให้มูลค่าหุ้นเพิ่มขึ้นในอนาคต ทั้งนี้ การส่งสัญญาณของผู้บริหารโดยผ่านการจ่ายเงินปันผลนี้มีความสำคัญต่อผู้ถือหุ้นเป็นอย่างมาก เนื่องจากโดยปกติ ผู้บริหารบริษัทจะสามารถเข้าถึงข้อมูลของบริษัทได้ดีกว่านักลงทุนนั่นเอง

2.2.3 ทฤษฎีลูกนกในกำมือ (Bird in Hand Theory)

ในทฤษฎีของ MM ได้กล่าวไว้ว่า นโยบายจ่ายเงินปันผลจะไม่มีผลต่อราคาหุ้นสามัญของธุรกิจ และนโยบายจ่ายเงินปันผลจะไม่มีผลต่อต้นทุนของเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นเลย ซึ่งข้อสรุปนี้ ได้ถูกหยิบยกขึ้นมาเพื่อถกเถียงกันในหมู่นักวิชาการเป็นที่กว้างขวางในช่วงระยะเวลานั้น

นักวิชาการกลุ่มหนึ่งคือ Myron Gordon และ John Lintner ได้โต้แย้งทฤษฎีของ MM โดยเสนอว่า นโยบายจ่ายเงินปันผลจะมีผลต่อต้นทุนของเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้น กล่าวคือ ต้นทุนของเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นจะเพิ่มขึ้นหากอัตราการจ่ายเงินปันผลลดลง เนื่องจากผู้ลงทุนจะมีความเชื่อมั่นจากผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากเงินปันผลมากกว่าผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับจากส่วนต่างของราคา (Capital Gain) ในการซื้อขายหุ้นสามัญนั้น

ในขณะที่ทฤษฎีของ MM นั้นเห็นว่า ผลตอบแทนทั้งสองส่วนนี้ไม่มีความแตกต่างกัน นั่นคือ ผู้ลงทุนในมุมมองของ MM จะไม่รู้สึกแตกต่างระหว่างเงินปันผลที่ได้รับในวันนี้ หรือส่วนต่างราคา ที่ขึ้นอยู่กับอัตราการเจริญเติบโตของบริษัทในอนาคต MM จึงเรียกข้อโต้แย้งของ Myron Gordon และ John Lintner ว่าเป็น Bird – in –the –hand –Fallacy เนื่องจากเชื่อว่าโดยส่วนใหญ่แล้วนักลงทุนก็ได้วางแผนที่จะนำเงินปันผลที่ได้ไปลงทุนต่อในหุ้นของบริษัทอยู่แล้ว รวมถึงความเสี่ยงของกระแสเงินสดในอนาคตของบริษัทน่าจะได้รับผลกระทบจากกระแสเงินสดจากการบริหารงานมากกว่าที่จะได้รับผลจากเงินปันผลที่จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น

2.2.4 ทฤษฎีการเลือกผู้ลงทุนเฉพาะกลุ่ม (Clientele Effect Theory)

ทฤษฎีนี้เป็นทฤษฎีที่กล่าวถึงการที่ผู้ลงทุนแต่ละกลุ่มจะมีความชื่นชอบในนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่มีลักษณะแตกต่างกัน ดังนั้นนักลงทุนแต่ละคนสามารถที่จะเลือกลงทุนในรูปแบบที่สอดคล้องกับความต้องการเงินปันผลในแต่ละลักษณะได้ โดยอาจจะมีปัจจัยทางด้านความต้องการผลตอบแทนหรือลักษณะการเสียภาษีที่แตกต่างกัน เช่น นักศึกษาหรือผู้เกษียณอายุ ที่ต้องการรายได้ประจำ อาจต้องการที่จะได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในรูปแบบของเงินปันผล มากกว่าส่วนต่างราคาที่มีความไม่แน่นอน ผู้ลงทุนกลุ่มนี้จึงต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง เนื่องจากผู้ลงทุนกลุ่มนี้ไม่มีรายได้ประจำจากแหล่งอื่น จึงเสียภาษีในระดับที่ต่ำ

อย่างไรก็ตาม นักลงทุนบางกลุ่ม เช่น นักลงทุนที่มีรายได้สูง จากงานประจำที่กำลังทำอยู่ ผู้ลงทุนกลุ่มนี้ต้องเสียภาษีจากผลตอบแทนในรูปของเงินปันผล ในอัตราที่สูงกว่าผู้ที่

ไม่มีรายได้ประจำจากแหล่งอื่น ดังนั้นพวกเขาเหล่านั้นจึงต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ และชื่นชอบผลตอบแทนในรูปของกำไรจากการขายหลักทรัพย์มากกว่า ซึ่งจะเห็นได้ว่า ผู้ลงทุนแต่ละคนสามารถเลือกลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทต่างๆ ให้สอดคล้องกับความต้องการส่วนบุคคลของผู้ลงทุนแต่ละคนได้

2.3 วรรณกรรมปริทัศน์

ในอดีตที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบันนั้น ได้มีงานวิจัยจำนวนมากศึกษาถึง การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตบริษัท บทบาทของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ส่งผลต่อ การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคต ซึ่งผลการศึกษาของงานวิจัยเหล่านั้นส่วนใหญ่มีผลที่ออกมาในลักษณะเดียวกัน แต่ก็มีงานวิจัยบางส่วนที่มีผลการศึกษาออกมาไม่ตรงกับงานวิจัยอื่นๆในอดีต สาเหตุอาจเป็นเพราะลักษณะวิธีการศึกษามีความแตกต่างกัน มีระยะเวลาของข้อมูลที่นำมาใช้ในการวิจัยอาจจะเป็นคนละช่วง รวมถึงแหล่งข้อมูลที่ใช้ดำเนินการวิจัยอาจจะอยู่คนละประเทศ

วรรณกรรมปริทัศน์ที่เกี่ยวข้องกับการศึกษาครั้งนี้สามารถแบ่งออกได้เป็น 4 หัวข้อใหญ่ๆ ประกอบด้วย

2.3.1 การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัท

2.3.2 บทบาทของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ส่งผลต่อการส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัท

2.3.3 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นและผลประกอบการในอนาคตของบริษัท

2.3.4 ผลงานวิจัยในประเทศไทยเกี่ยวกับ การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัท

2.3.1 การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัท

งานวิจัยที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัทในอดีตนั้น พบว่ามีการศึกษามาเป็นจำนวนมากแล้ว งานวิจัยในช่วงแรกที่เกิดขึ้นได้ใช้ข้อมูลเงินปันผลและผลประกอบการรายปีของ 310 บริษัทที่มีขนาดใหญ่ (มูลค่าตลาดสูง) และมีสภาพคล่องในการซื้อขายสูง ที่จดทะเบียนในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกามาใช้

ในการศึกษา โดยแยกการศึกษาบริษัทที่เปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลออกเป็น 2 กลุ่ม ประกอบด้วย (1) กลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน (2) กลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน เพื่อศึกษาถึงความแตกต่างของการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลที่เกิดขึ้นจริง (Expected Dividends) กับเงินปันผลที่คาดการณ์เอาไว้ (Unexpected Dividends)

จากผลการศึกษาพบว่าเงินปันผลมีความสามารถในการส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้ อย่างไรก็ตามขนาดของความสัมพันธ์มีค่าน้อยมาก ผลการทดสอบทั้งหมดสามารถสรุปได้ว่าการจ่ายเงินปันผลสามารถส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตและข้อมูลกระแสเงินสดในอนาคตได้ อย่างไรก็ตามการส่งสัญญาณของเงินปันผลที่ออกมายังไม่มีความชัดเจนเท่าที่ควร[3]

การศึกษาถึงเรื่องระดับเงินปันผลที่ส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัทในระยะต่อมาได้มีการแยกรายละเอียดของผลกำไรจากการประกอบการออกมาเป็น 2 ลักษณะ คือ (1) Permanent Earnings (2) Transitory Earnings โดยศึกษาผลกำไรของ 30 บริษัท ซึ่งเน้นศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลกับ Permanent Earnings เป็นหลัก ผลปรากฏว่าเงินปันผลของ 15 บริษัทที่ทำการศึกษามีความสัมพันธ์กับผลกำไรในอนาคตระยะยาวเท่านั้น จากผลการศึกษาสรุปได้ว่า การจ่ายเงินปันผลไม่สามารถส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการอนาคตของบริษัทในระยะสั้น แต่กลับมีความสามารถในการส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตระยะยาว[4]

อย่างไรก็ตามผลการศึกษาของงานวิจัยบางส่วนกลับให้ผลที่ออกมาตรงกันข้าม โดยวิธีการศึกษาได้ถูกแบ่งออกเป็น 2 ส่วนประกอบด้วย Category Analysis กับ Regression Analysis ศึกษาจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหุ้นสหรัฐอเมริกาในช่วง ค.ศ. 1979 – 1991 จำนวน 1025 บริษัท สำหรับตัวแปรหลักที่ใช้ในการศึกษาคือ (1) เงินปันผลที่บริษัทจ่ายเป็นรายไตรมาส ซึ่งแตกต่างจาก Watts ที่ใช้ข้อมูลเงินปันผลของบริษัทรายปี (2) ผลประกอบการของบริษัท

ผลการศึกษาที่ออกมาปรากฏว่าการจ่ายเงินปันผลในปีที่ t จะมีผลประกอบการที่ออกมาดีในปีที่ t ด้วย แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลในปีที่ t กับผล

---

[3] Ross Watts, “The Information Content of Dividends,” The Journal of Business 46 (April 1973): 191 - 211

[4] Kenneth Daniels, Tai Shin and Chenc Lee, “The Information Content of Dividends Hypothesis : A Permanent Income Approach,” International Review of Economics and Finance 6 (June 1997): 77 - 86

ประกอบการในปีที่ t+1 ในกรณีของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลงในปีที่ t พบว่ามีกำไรลดลงในปีที่ t ด้วย ดังนั้นผลสรุปของการศึกษานี้จะมีลักษณะที่ตรงกันข้ามกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ กล่าวคือ การจ่ายเงินปันผลไม่สามารถส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการของบริษัทในอนาคตได้ [5]

ในช่วงต่อมาได้มีการวิเคราะห์ถึงคุณภาพของผลกำไรที่เกิดขึ้นในอนาคต โดยคำว่า " คุณภาพของผลกำไรในอนาคต " ในที่นี้หมายถึงความสม่ำเสมอของผลประกอบการในอนาคต ซึ่งทำการทดสอบว่า การเปลี่ยนแปลงจ่ายเงินปันผลสามารถแสดงให้นักลงทุนเห็นถึงคุณภาพของผลประกอบการหรือไม่ ผลการศึกษาปรากฏว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลจะมีความสม่ำเสมอของผลประกอบการในอนาคตมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้มีการจ่ายเงินปันผล ซึ่งผู้บริหารสามารถใช้เงินปันผลส่งสัญญาณให้ผู้ถือหุ้นเชื่อถือในคุณภาพของผลประกอบการในอนาคตของบริษัทได้ เพราะว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลนั้นถือเป็นคำมั่นสัญญาว่าบริษัทจะจ่ายเงินให้ สิ่งนี้บ่งบอกได้ว่าบริษัทมีประสิทธิภาพในการบริหารงานและมีความสามารถในการทำกำไรได้ในอนาคต และสามารถจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้ในครั้งต่อไป[6]

หลังจากนั้นได้มีนักวิชาการกลุ่มหนึ่งได้ศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผลที่มีต่อผลประกอบการในอนาคต และจะนำผลการศึกษาที่ได้นั้นเสนอแนะให้กับรัฐบาลในการกำหนดนโยบายทางการเงินของบริษัทต่างๆในประเทศจีน ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาจะนำข้อมูลมาจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอังกฤษจำนวน 406 บริษัท และบริษัทเหล่านั้นจำเป็นต้องจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นอย่างน้อย 1 ครั้งในรอบ 1 ปี โดยช่วงระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษานั้นอยู่ในช่วง ปี ค.ศ. 1989-2000 และตัวแปรสำคัญที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย

(1) เงินปันผลและอัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล
(2) ผลประกอบการของบริษัทในแต่ละปี
(3) มูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (Book Value)
(4) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)

จากผลการศึกษาที่ออกมาเราสามารถสรุปและทราบถึงรายละเอียดที่สำคัญดังนี้

---

[5] Shlomo Benartzi, Roni Michaely and Richard Thaler, "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past," The Journal of Finance 102 (July 1997): 1007 - 1020

[6] Douglas J. Skinner, "What do Dividends Tell us About Earnings Quality," University of Chicago Graduate School of Business (January 2004): 2 – 63

1. การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (ปีที่ 0) และผลประกอบการในอนาคตระยะสั้น (ปีที่ 1) มีความสัมพันธ์กันในทิศทางเดียวกัน อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในครั้งนี้กลับไม่พบความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคตระยะยาว (ปีที่ 2) สิ่งนี้แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารของบริษัทได้มีการคาดการณ์ถึงผลประกอบการในอนาคตของบริษัทเพียงช่วงระยะเวลาสั้นๆหลังจากประกาศจ่ายเงินปันผลออกมา เนื่องจากว่าการคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตระยะยาวจำเป็นที่จะต้องใช้ปัจจัยที่สำคัญอื่นๆเพิ่มเติมมาประกอบในการพิจารณาด้วย

2. จากการศึกษาในครั้งนี้พบว่ายังเกิดปัญหาข้อมูลอสมมาตร ระหว่างนักลงทุนทั่วไปกับผู้บริหารของบริษัท (Asymmetry Information) ซึ่งส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัท และถ้าเปรียบเทียบการประกาศจ่ายเงินปันผลที่ลดลงจากปีก่อน กับการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน พบว่าการจ่ายเงินปันผลที่ลดลงจะส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตในระดับที่รุนแรงกว่าการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากว่าการที่ผู้บริหารของบริษัทลดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทลงนั้น ย่อมแสดงถึงข่าวร้ายหรือปัจจัยลบต่างๆที่ผู้บริหารของบริษัทได้ประเมินเอาไว้แล้วล่วงหน้า[7]

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

[7] Gaoliang Tian, Hanyue Zhang and Yirong Cao, “Dividend Changes and Future Earnings Performance : Evidence from UK Market,” Journal of Modern Accounting and Auditing 9 (February 2006): 40 - 47

ตารางที่ 2.1 การเปรียบเทียบผลการศึกษาในต่างประเทศ เรื่อง การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคต		
ผู้ที่ทำการศึกษา	**ข้อมูล และตัวแปรสำคัญที่ใช้ในการศึกษา**	**ผลการศึกษา**
Watts (1973)	ได้ใช้ข้อมูลตัวแปรหลักที่สำคัญ 2 ตัวแปร ประกอบด้วย เงินปันผลของบริษัท และผลประกอบการของบริษัท โดยคัดเลือกบริษัทที่มีขนาดใหญ่และสภาพคล่องในการซื้อขายสูงจำนวน 310 บริษัท และทำการศึกษาในช่วงปี ค.ศ. 1945-1967 ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานำมาจากศูนย์วิจัยจากมหาวิทยาลัยชิคาโกของสหรัฐอเมริกา	จากผลการศึกษาที่ออกมา พบว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในปีที่ t มีความสามารถในการส่งสัญญาณไปถึงผลประกอบการในอนาคต (ปีที่ t+1) ได้ แต่ระดับการส่งสัญญาณยังไม่ค่อยมีความชัดเจนเท่าที่ควร เนื่องจากระดับของความสัมพันธ์ (การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคต) มีน้อยมาก
Daniels , Shin and Lee (1997)	ได้ศึกษาลักษณะเดียวกับ Watts แต่แยกผลประกอบการในอนาคตออกเป็น 2 ประเภทหลักๆ ประกอบด้วย ผลประกอบการในระยะสั้น (Transitory Earnings) และผลประกอบการในระยะยาว (Permanent Earnings) เพื่อเจาะจงศึกษารายละเอียดเพิ่ม จากงานวิจัยในอดีต โดยเน้นศึกษาเพียง 30 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา	ผลการศึกษาปรากฏว่า การจ่ายเงินปันผลของ 15 บริษัท จาก 30 บริษัทที่ใช้ทำการศึกษามีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคตระยะยาว และมีเพียง 5 บริษัทเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคตระยะสั้น จึงสามารถสรุปได้ว่าการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ไม่เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานในระยะสั้น แต่เงินปันผลจะมีความสัมพันธ์กับผลประกอบการอนาคตในระยะยาว

Benaztzi , Michaely and Thaler (1997)	ข้อมูลตัวแปรหลักที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย การจ่ายเงินปันผลของบริษัท และผลประกอบการของบริษัท จำนวน 1025 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา โดยบริษัทที่คัดเลือกมาทำการศึกษาเหล่านี้จะต้องมีการจ่ายเงินปันผลทุกไตรมาส และข้อมูลที่ใช้ทำการศึกษาอยู่ในช่วงปี ค.ศ. 1979-1991	บริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น (ลดลง) ในปีที่ t มีผลประกอบการเพิ่มขึ้น (ลดลง) อย่างมีนัยสำคัญในปีที่ t แต่ไม่พบว่ามีการเติบโตเพิ่มขึ้น (ลดลง) ของผลประกอบการในปีที่ t+1 ซึ่งผลการศึกษาที่ออกมานี้กลับไม่เป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผล (Dividend Signaling Theory) โดยการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลได้สะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นแล้วในอดีตและปัจจุบัน แต่ไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคต
Skinner (2004)	ตัวแปรสำคัญที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย (1) ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ซึ่งแบ่งตามลักษณะการจ่ายเงินปันผลของบริษัท (2) ผลประกอบการในอนาคตของบริษัท (ปีที่ t+1) (3) สินทรัพย์รวมของบริษัท (Firm 's Total Asset) การศึกษาในครั้งนี้ได้ใช้ข้อมูลบริษัทจำนวน 500 บริษัท ซึ่งนำข้อมูลมาจาก (S&P Composite Index หรือ S&P 500) โดยทำการศึกษาในช่วงปี ค.ศ. 1871 – 2002	การจ่ายเงินปันผลของบริษัท มีความสัมพันธ์ต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัท และบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องทุกปี จะมีความสม่ำเสมอของผลประกอบการในอนาคตมากกว่าบริษัทที่ไม่ได้มีการจ่ายเงินปันผล บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอจะสามารถใช้เงินปันผลเป็นเครื่องมือที่สำคัญในการส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้อย่างแม่นยำ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ในบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราที่สูงมาก

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

Tian , Zhang and Cao (2006)	ตัวแปรสำคัญที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วย (1) เงินปันผลและอัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล (2) ผลประกอบการรายปีของบริษัท (3) มูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (4) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามาจากบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอังกฤษจำนวน 406 บริษัท โดยบริษัทที่คัดเลือกมาทำการศึกษาเหล่านี้จะต้องจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นอย่างน้อย 1 ครั้ง ในรอบ 1 ปี ช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาอยู่ในช่วงปี ค.ศ. 1989 – 2000	ผลการศึกษาปรากฏว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในปีที่ 0 มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลประกอบการในอนาคตระยะสั้น (ปีที่ 1) อย่างไรก็ตาม กลับไม่พบความสัมพันธ์ต่อผลประกอบการในระยะยาว (ปีที่ 2) สิ่งนี้แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารของบริษัทได้มีการคาดการณ์ถึงผลประกอบการในอนาคตของบริษัทเพียงช่วงระยะเวลาสั้นๆหลังจากประกาศจ่ายเงินปันผลออกมา เนื่องจากว่าการคาดการณ์ผลประกอบการในอนาคตระยะยาวจำเป็นที่จะต้องใช้ปัจจัยที่สำคัญอื่นๆเพิ่มเติมมาประกอบในการพิจารณา

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

2.3.2 บทบาทของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ที่ส่งผลต่อการส่งสัญญาณของเงินปันผล ต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัท

ในส่วนของงานวิจัยที่ทำการศึกษาถึง บทบาทของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ส่งผลต่อ การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตนั้น จะขอแยกออกเป็น 2 หัวข้อย่อย ประกอบด้วย

2.3.2.1 งานวิจัยเรื่องขนาด (มูลค่าตลาด) ของบริษัทที่ส่งผลกระทบต่อ การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัท

ที่ผ่านมาได้มีงานวิจัยในต่างประเทศทำการศึกษาเรื่อง ปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคต โดยตัวแปรที่สำคัญอย่างหนึ่งที่นำมาใช้ในการศึกษา คือ มูลค่าตลาดของบริษัท (ขนาดของบริษัท) ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกาจำนวน 454 บริษัท ในช่วงปี ค.ศ. 1965 - 1986 โดยแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็นบริษัทกลุ่มต่างๆตามขนาดของบริษัท และมีเงื่อนไขว่าบริษัทเหล่านั้นต้องมีการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นอย่างน้อย 1 ครั้งต่อปี

ผลการศึกษาปรากฏว่ามูลค่าตลาด (ขนาดของบริษัท) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคต สาเหตุที่ผลการศึกษาออกมาเป็นลักษณะนี้ เนื่องจากว่าบริษัทขนาดใหญ่ถือเป็นบริษัทที่นักวิเคราะห์ และนักลงทุนทั่วไปติดตามข้อมูลข่าวสารของบริษัท ทำให้ผู้บริหารของบริษัทมีช่องทางในการส่งข้อมูลของบริษัทให้กับนักลงทุนจำนวนมาก จึงไม่มีความจำเป็นที่จะต้องส่งข้อมูลข่าวสารของบริษัทผ่านทางการจ่ายเงินปันผลเสมอไป ด้วยเหตุนี้ การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตจึงไม่มีความชัดเจนเท่าที่ควร ในทางตรงกันข้าม บริษัทที่มีมูลค่าตลาดต่ำ (บริษัทขนาดเล็ก) ซึ่งนักลงทุนทั่วไปไม่ค่อยให้ความสนใจมากนัก กลับมีความสามารถในการใช้เงินปันผล เป็นตัวส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้ชัดเจนกว่ากรณีของบริษัทขนาดใหญ่ เนื่องจากบริษัทไม่ได้เป็นที่ติดตามของนักลงทุนทั่วไป ทำให้ผู้บริหารของบริษัทมีข้อมูลของบริษัทมากกว่านักลงทุนทั่วไปอย่างชัดเจน ผลที่ตามมาก็คือ เกิดปัญหาข้อมูลอสมมาตร (Asymmetry Information) ผู้บริหารของบริษัทจึงมีความจำเป็นต้องใช้การจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นช่องทางเดียวในการส่งสัญญาณเกี่ยวกับข้อมูลในอนาคตของบริษัทให้นักลงทุนทั่วไปรับรู้ เพื่อไม่ให้เกิดปัญหาข้อมูลอสมมาตร[8]

---

[8] Chikwa Kao and Chunchi Wu, “Tests of Dividend Signaling Using the March-Merton Model: A Generalized Friction Approach,” The Journal of Business 67 (January 1994): 45 - 68

2.3.2.2 งานวิจัยเรื่องสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ส่งผลกระทบต่อ การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัท

สำหรับเรื่องของการศึกษาสภาพคล่องของบริษัทที่ส่งผลกระทบต่อ การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัทนั้น พบว่ามีการศึกษามาบ้างแล้วจำนวนหนึ่ง โดยการจ่ายเงินปันผลถือเป็นเครื่องมือที่สำคัญชนิดหนึ่งของผู้บริหารบริษัทในการส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคต ในอดีตที่ผ่านมางานวิจัยส่วนใหญ่จะศึกษาถึงบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายในระดับสูง แต่การศึกษาของ Zamudio และ Gonzalez ในปี ค.ศ. 2005 จะให้ความสำคัญกับบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ในระดับต่ำ เพื่อต้องการทดสอบว่า ทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตนั้น สามารถใช้ได้ในกรณีที่บริษัทมีสภาพคล่องในการซื้อขายในระดับต่ำได้หรือไม่ ซึ่งประเด็นนี้ถือเป็นความแตกต่างจากงานวิจัยในอดีต ที่ศึกษาเฉพาะกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องสูงเป็นส่วนใหญ่

ผลการศึกษาในครั้งนี้ปรากฏว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ในระดับต่ำ สามารถใช้เงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้ โดยระดับความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผลกับผลประกอบการในอนาคตมีความชัดเจนสูงกว่ากรณีของบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายในระดับสูง สาเหตุที่ผลการศึกษาออกมาเป็นลักษณะนี้เนื่องจากว่าโดยทั่วไปแล้ว บริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายไม่สูงมากนัก ถือเป็นบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง และไม่ได้เป็นที่ติดตามของนักลงทุนทั่วไปเหมือนในกรณีของบริษัทที่มีสภาพคล่องสูง ทำให้ผู้บริหารของบริษัทเหล่านั้นมีข้อมูลมากกว่านักลงทุนทั่วไปอย่างชัดเจน ผลที่ตามมาก็คือ เกิดปัญหาข้อมูลอสมมาตร (Asymmetry Information) ซึ่งวิธีหนึ่งที่ผู้บริหารของบริษัทใช้ในการแก้ไขปัญหานี้ คือ การใช้เงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคต เนื่องจากการที่ผู้บริหารของบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลออกมาย่อมหมายความว่า ผู้บริหารได้ใช้ข้อมูลที่มากกว่านักลงทุนทั่วไป (ซึ่งนักลงทุนทั่วไปอาจไม่ทราบข้อมูลต่างๆของบริษัทเหมือนกับผู้บริหาร) ประเมินผลประกอบการที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตออกมาเรียบร้อยแล้ว สิ่งนี้แสดงให้เห็นว่า ในกรณีที่สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทจะมีปริมาณการซื้อขายในระดับที่ต่ำ ผู้บริหารจะใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือที่สำคัญในการส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัท ดังนั้น สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์จะส่งผลกระทบในทิศทางตรงกันข้ามต่อ การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคต[9]

---

[9] Maximiliano Gonzalez and Luis Zamudio, “Dividends as a Signaling Mechanism : The Case of Illiquid Stock Markets,” Journal of Management Mathematics 18 (December 2005): 5 - 12

2.3.3 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น และผลประกอบการในอนาคตของบริษัท

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และผลประกอบการในอนาคตพบว่ามีการศึกษามาเป็นเวลานานแล้ว โดยงานวิจัยที่มักกล่าวถึงอยู่เสมอในการศึกษาถึงความสัมพันธ์ดังกล่าว คือ Freeman Ohlson และ Penman ในปี ค.ศ. 1982 ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูล Pooled Data และศึกษาในช่วง ค.ศ. 1946-1977 ใน 30 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศสหรัฐอเมริกา โดยตัวแปรสำคัญที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วยค่า ROE (Return on Common Equity) และ ผลประกอบการของบริษัทในปีที่ t+1 จากผลการศึกษาที่ออกมาปรากฏว่าอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสามารถในการพยากรณ์อัตราการเปลี่ยนแปลงของผลประกอบการในอนาคตได้ โดยการศึกษาในครั้งนี้พบว่า อัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นนั้นมีพฤติกรรมที่ย้อนกลับเข้าหาค่าเฉลี่ย (Mean Reverting Process) สิ่งนี้แสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม (ผกผัน) กับผลประกอบการในอนาคต

สาเหตุที่ผลการศึกษาออกมาเป็นลักษณะนี้เนื่องจากการที่อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ลดลง แสดงให้เห็นถึงบริษัทมีความสามารถในการทำผลกำไรจากเงินทุนลดลง ทำให้กลุ่มผู้บริหารมีความจำเป็นต้องเร่งขยายกิจการของบริษัทให้พัฒนามากขึ้นกว่าเดิม และเพิ่มโครงการลงทุนต่างๆให้สูงขึ้น เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้น เป็นเหตุให้ผลประกอบการของบริษัทในอนาคตดีขึ้นตามลำดับ ในทางตรงกันข้าม การที่อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น (ROE) อาจเกิดจากการที่ผลกำไรสุทธิในปีปัจจุบันเท่าเดิม แต่ส่วนของผู้ถือหุ้นกลับมีปริมาณลดลง ทำให้บริษัทมีเงินทุนนำไปใช้ในการลงทุนในโครงการใหม่ๆได้น้อยลง เป็นผลทำให้ผลประกอบการในอนาคตลดลงตามลำดับ [10]

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

---

[10] Robert N. Freeman, James A. Ohlson and Stephen H. Penman, "Book Rate-of-Return and Prediction of Earnings Changes : an Empirical Investigation," Journal of Accounting Research 20 (May 1982): 639 - 652

2.3.4 ผลงานวิจัยในประเทศไทยเกี่ยวกับ การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัท

สำหรับงานวิจัยที่ศึกษาเรื่องการส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการของบริษัทในอนาคตนั้น พบว่ามีการศึกษามาบ้างแล้วจำนวนหนึ่ง อย่างไรก็ตามผลสรุปจากการศึกษากลับมีความแตกต่างกัน ซึ่งผลการศึกษาที่สรุปว่าการจ่ายเงินปันผลไม่สามารถส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตนั้นได้แยกรูปแบบการวิเคราะห์ออกเป็น 2 รูปแบบ ประกอบด้วย Category Analysis และ Regression Analysis ส่วนข้อมูลทางด้านความสามารถในการทำกำไรนั้นจะวัดโดยรูปแบบเปอร์เซ็นต์มูลค่าของหุ้นสามัญ จากผลการศึกษาที่ออกมาทำให้ได้ข้อสรุป 2 ประการ คือ (1) การจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในปัจจุบัน (2) การศึกษาในครั้งนี้ไม่พบ การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคต[11]

อย่างไรก็ตาม ในช่วงเวลาต่อมาได้มีผลการศึกษาที่สรุปว่าการจ่ายเงินปันผลสามารถส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตนั้นได้แยกช่วงของการศึกษาออกมาเป็น 2 ช่วงเวลา คือ

(1) ช่วงระยะเวลาก่อนวิกฤติเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 (พ.ศ. 2536-2539)

(2) ช่วงระยะเวลาหลังวิกฤติเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 (พ.ศ. 2541-2544)

นอกจากนั้นยังได้ปรับปรุงวิธีการศึกษาของอมรขึ้นมาใหม่ โดยใช้รูปแบบเปอร์เซ็นต์มูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ ซึ่งแตกต่างจากอมรที่ใช้รูปแบบเปอร์เซ็นต์มูลค่าตลาดหุ้นสามัญแบบปกติ ซึ่งจะรวมผลกำไรในอนาคตไปก่อนล่วงหน้า สามารถทำให้ข้อมูลเกิดความคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริงได้ ผลสรุปของงานวิจัยนี้ปรากฏว่าช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 การจ่ายเงินปันผลของบริษัทส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้ เนื่องจากผู้บริหารของบริษัทซึ่งมี

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

[11] อมร ทรัพย์ทวีกุล, "การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตของบริษัทหรือไม่," (วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2542).

ข้อมูลภายในบริษัทมากกว่านักลงทุนทั่วไป สามารถมองเห็นแนวโน้มของการเติบโตในบริษัทได้ดีกว่า และสามารถนำข้อมูลสำคัญทั้งหมดที่มีอยู่ประเมินผลประกอบการในอนาคตได้ดีกว่านักลงทุนทั่วไป [12]

อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ของสุดาพร กลับไม่พบการส่งสัญญาณของเงินปันผล ต่อความสามารถในการทำกำไรในอนาคต สาเหตุเป็นเพราะว่าช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจนั้น บริษัทต่างๆได้พบกับวิกฤติทางการเงินเป็นจำนวนมาก ซึ่งทำให้ผลประกอบการของแต่ละบริษัทมีความผันผวนสูง ทำให้ผลการศึกษาในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ยังไม่มีความชัดเจนเท่าที่ควร

หลังจากนั้น งานวิจัยต่อมาได้มีการศึกษาถึงการส่งสัญญาณของการจ่ายเงินปันผลของบริษัทไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัท โดยทำการศึกษาในช่วงปี พ.ศ. 2542-2545 ซึ่งเป็นช่วงปลายวิกฤติเศรษฐกิจ แต่ผลการศึกษาที่ออกมากลับมีผลสรุปที่แตกต่างกันกับงานวิจัยของสุดาพร ซึ่งได้ใช้แบบจำลองการศึกษาของ Skinner ในปี ค.ศ. 2004 มาทำการศึกษา ซึ่งข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาได้แยกออกเป็น 3 กลุ่ม ประกอบด้วย (1) บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน (2) บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเท่าเดิมจากปีก่อน (3) บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน

ผลการศึกษาปรากฏว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อนจะมีผลประกอบการในอนาคตมากกว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลง โดยสอดคล้องกับสมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผล ซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาของสุดาพรที่กล่าวว่าการจ่ายเงินปันผลในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 ไม่สามารถส่งสัญญาณถึงผลประกอบการในอนาคตได้ สาเหตุอาจจะมาจากช่วงระยะเวลาในการศึกษาของสุดาพรยังเป็นช่วงที่เพิ่งเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ (พ.ศ. 2541-2544) ผลสรุปดังกล่าวถือเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและนักวิเคราะห์ในการคาดการณ์ถึงผลการดำเนินงานของบริษัทในอนาคตว่าจะเป็นไปในทิศทางใด เพราะการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลสามารถส่งสัญญาณถึงผลประกอบการของบริษัทในอนาคตได้ นอกจากนั้นผลการศึกษาในครั้งนี้ยังทำให้สามารถทราบได้ว่า บริษัทที่จ่ายเงินปันผลจะมีระดับผลกำไรจากการประกอบการที่สม่ำเสมอมากกว่าบริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลด้วย[13]

---

[12] สุดาพร ศิริกะนันท์, “การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท ก่อนและหลังวิกฤติเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540,” (วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2545).

[13] วัชรี อัศวยิ่งเจริญ, “ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย,” (วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548).

ตารางที่ 2.2 ความแตกต่างระหว่างผลงานวิจัยในอดีตของประเทศไทยกับผลงานวิจัยในครั้งนี้

งานวิจัยในอดีตของประเทศไทย	งานวิจัยในครั้งนี้
1. งานวิจัยในอดีตจะแบ่งกลุ่มการศึกษาออกเป็นบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน จ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน และจ่ายเงินปันผลเท่าเดิมจากปีก่อน ดังนั้นการศึกษาการส่งสัญญาณของเงินปันผลจากงานวิจัยในอดีต จะใช้ระดับการจ่ายเงินปันผลมาเป็นเกณฑ์แบ่งกลุ่มข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา	1. การศึกษาในครั้งนี้จะใช้มูลค่าตลาดของบริษัท และสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทมาเป็นเกณฑ์ในการแบ่งกลุ่มข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา เนื่องจากงานวิจัยในต่างประเทศพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาด และมีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์แตกต่างกัน ส่งผลให้การส่งสัญญาณของเงินปันผลในบริษัทแต่ละกลุ่ม มีผลออกมาที่แตกต่างกัน
2. งานวิจัยในอดีตได้ศึกษาถึงการส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคต อย่างไรก็ตาม พบว่ายังไม่มีประเด็นการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยอื่นๆ ที่ส่งผลกระทบต่อการส่งสัญญาณดังกล่าว	2. งานวิจัยในครั้งนี้นอกจากจะศึกษาเกี่ยวกับการส่งสัญญาณเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตแล้ว ยังได้ศึกษาเพิ่มเติมและพัฒนาต่อจากงานวิจัยในอดีตด้วย กล่าวคือจะทำการศึกษาว่ามูลค่าตลาดของบริษัทและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท ส่งผลอย่างไรต่อ การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคต
3. งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่ยังมีข้อจำกัดในเรื่องของช่วงระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งส่วนใหญ่จะศึกษาอยู่ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540-2545 โดยบริษัทต่างๆได้พบกับปัญหาวิกฤติทางการเงินต่างๆเป็นจำนวนมาก ทำให้ผลประกอบการที่ออกมามีความผันผวนสูง ซึ่งอาจจะส่งผลให้ผลการศึกษาที่ออกมามีความคลาดเคลื่อนได้	3. งานวิจัยในครั้งนี้จะทำการศึกษาอยู่ในช่วงปี พ.ศ. 2545-2550 ซึ่งถือเป็นช่วงระยะเวลาที่ผ่านพ้นวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจมาแล้ว บริษัทต่างๆได้มีการฟื้นฟูกิจการขึ้นมาใหม่ มูลค่าตลาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เริ่มเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง รวมถึงผลประกอบการที่ออกมาโดยรวมของบริษัทเหล่านี้มีความมั่นคงมากกว่าช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ ซึ่งมีส่วนที่จะทำให้ผลการศึกษาในครั้งนี้มีความชัดเจนมากขึ้น

ความแตกต่างและสิ่งที่พัฒนาเพิ่มเติมขึ้นมาจากงานวิจัยในอดีต

งานวิจัยในอดีตของประเทศไทย

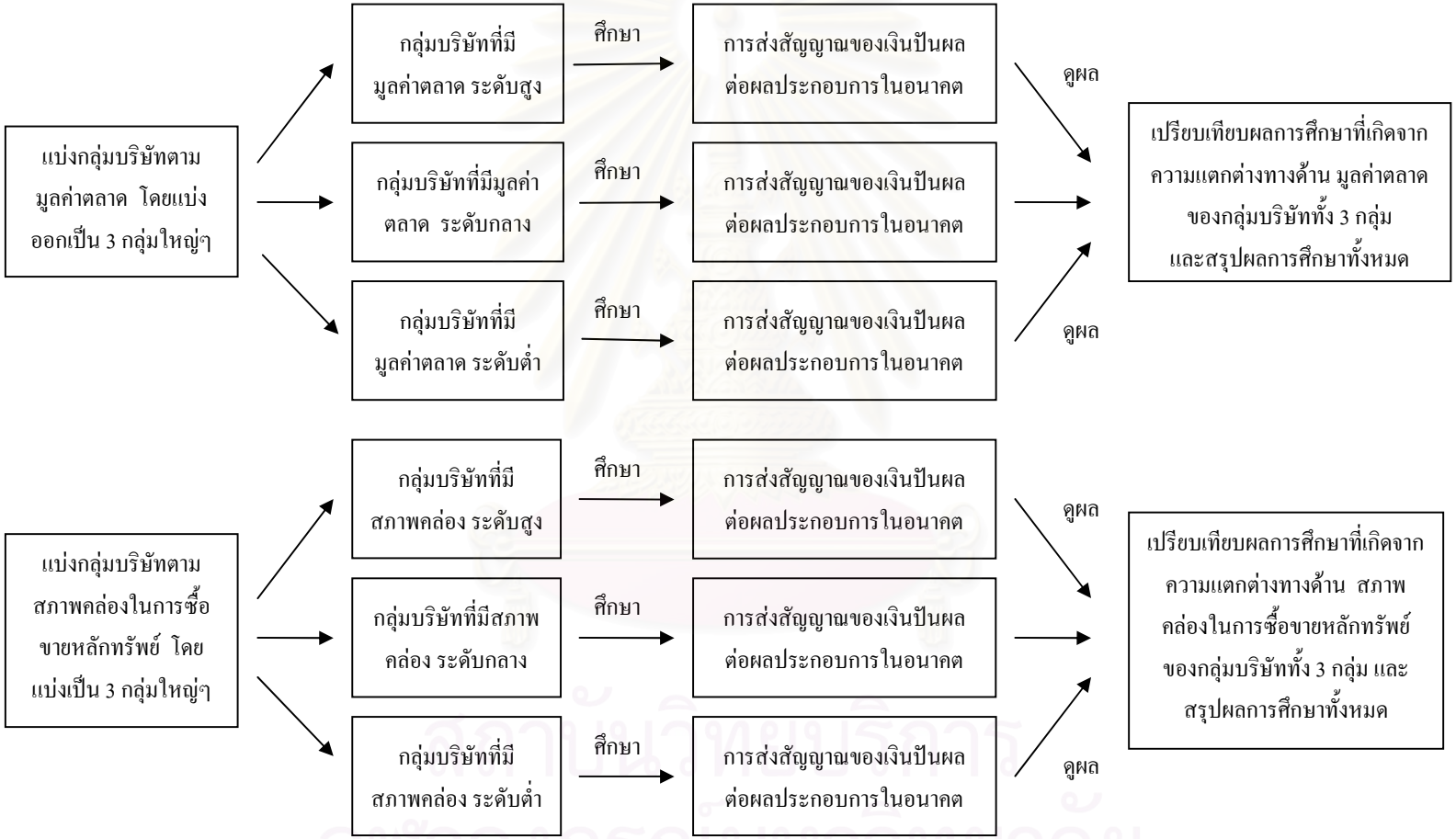
งานวิจัยในอดีตของประเทศไทยที่ผ่านมานั้น เป็นการศึกษาถึงการส่งสัญญาณของการจ่ายเงินปันผล ไปยังผลประกอบการของบริษัท โดยแบ่งกลุ่มของบริษัทตามลักษณะการจ่ายเงินปันผล (จ่ายเงินปันผล เพิ่มขึ้น / เท่าเดิม / ลดลง เมื่อเทียบจากปีก่อน)

งานวิจัยในครั้งนี้

งานวิจัยในครั้งนี้มีข้อแตกต่างที่สำคัญจากงานวิจัยของประเทศไทยในอดีต กล่าวคือ การศึกษาในครั้งนี้จะใช้ มูลค่าตลาดของบริษัท และ สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ของบริษัท มาเป็นเกณฑ์ในการแบ่งกลุ่มข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา เนื่องจากงานวิจัยในต่างประเทศพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาด และมีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์แตกต่างกัน ส่งผลให้การส่งสัญญาณของเงินปันผลในบริษัทแต่ละกลุ่ม มีผลออกมาที่แตกต่างกัน จึงเป็นที่น่าสนใจว่า ในกรณีของประเทศไทยนั้น กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาด และมีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่แตกต่างกัน จะส่งผลให้การส่งสัญญาณของเงินปันผลของแต่ละกลุ่มบริษัทที่ทำการศึกษา มีความแตกต่างกันหรือไม่ (แผนภาพแสดงขั้นตอนทั้งหมดของการศึกษาในครั้งนี้อยู่ในหน้าถัดไป)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภาพที่ 2.1 แผนภาพแสดงขั้นตอนทั้งหมดในการศึกษาครั้งนี้ (แบ่งกลุ่มบริษัทตาม มูลค่าตลาด และแบ่งตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์)



บทที่ 3
วิธีการศึกษา

3.1 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

สำหรับในเรื่องของการจ่ายเงินปันผลแล้ว ผู้บริหารของบริษัทส่วนใหญ่จะให้ความสำคัญเกี่ยวกับนโยบายจ่ายเงินปันผลเป็นอย่างมาก เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลสามารถใช้เป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งที่แสดงถึงความน่าเชื่อถือและคุณภาพการบริหารจัดการของบริษัทได้ การศึกษาถึง การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตนั้น จะใช้แบบจำลองในการศึกษาจาก Tian , Zhang และ Cao ในปี ค.ศ. 2006 สำหรับตัวแปรหลักที่ใช้ในการศึกษาประกอบด้วยผลประกอบการในอนาคตของบริษัท และการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ซึ่งสามารถเขียนรูปแบบการศึกษาในขั้นต้นได้ดังนี้

$$(E_t - E_{t-1}) / BV_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 R\Delta D_0 + \varepsilon_t \qquad (9.1\ A)$$

โดยที่

E_t ($Earnings_t$) หมายถึง ผลประกอบการของบริษัท ในปีที่ t

E_{t-1} ($Earnings_{t-1}$) หมายถึง ผลประกอบการของบริษัท ในปีที่ t-1

BV_{-1} ($Book\ Value_{-1}$) หมายถึง มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญในวันแรกของปีที่มี การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (ปีที่ -1)

$R\Delta D_0$ (The Rate of Dividend Changes) หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลในปีที่ 0

ซึ่งค่าของ The Rate of Dividend Changes สามารถคำนวณได้จากสูตร

$$R\Delta D_0 = (Dividends_0 - Dividends_{-1}) / Dividends_{-1}$$

นอกเหนือจากเรื่องการจ่ายเงินปันผลของบริษัทแล้ว ในผลงานวิจัยอื่นๆอดีตยังพบว่าอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity : ROE) แสดงถึงความสามารถในการดำเนินงานและมีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคต ด้วยเหตุนี้ Tian , Zhang และ Cao จึงเพิ่มอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นเข้าไปในรูปแบบการศึกษา

$$(E_t - E_{t-1}) / BV_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 R\Delta D_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \varepsilon_t \qquad (9.1B)$$

ค่า ROE (Return on Asset) หมายถึง อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น โดยคำนวณได้จากผลกำไรสุทธิของบริษัทหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น โดยค่า ROE สามารถแสดงความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นบริษัท ซึ่งบริษัทที่มีค่า ROE สม่ำเสมอจะถือเป็นบริษัทที่มีความน่าสนใจในการลงทุนเพราะสามารถแสดงให้เห็นถึงการบริหารงานที่ดีและสามารถสร้างผลกำไรให้กับนักลงทุนอย่างต่อเนื่อง ค่า ROE สามารถคำนวณได้จากสูตรดังนี้

อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) = ผลกำไรสุทธิ / ส่วนของผู้ถือหุ้น

จากผลการศึกษาในอดีตของ Freeman Ohlson และ Penman ในปี ค.ศ. 1982 มีผลสรุปกล่าวว่าอัตราส่วนกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สามารถพยากรณ์อัตราการเปลี่ยนแปลงผลประกอบการในอนาคตได้ โดย ค่า ROE จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม (ผกผัน) กับผลประกอบการในอนาคต สาเหตุเนื่องมาจากการที่ความสามารถในการทำกำไรของกิจการลดลง ทำให้กลุ่มผู้บริหารมีความจำเป็นต้องเร่งขยายโครงการใหม่และพัฒนาผลการดำเนินงานให้ดีกว่าเดิม เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน เป็นเหตุให้ผลประกอบการในอนาคตดีขึ้นตามลำดับ

เพื่อที่จะเจาะจงรายละเอียดในการศึกษาเข้าไปอีกจากการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัท Tian , Zhang และ Cao จึงได้แบ่งลักษณะการจ่ายเงินปันผลออกเป็นบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น เท่าเดิม และลดลง โดยใช้ตัวแปร Dummy เข้ามาช่วยในการศึกษาเพื่อเปรียบเทียบระดับความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผลในแต่ละกรณี ซึ่งจะทำการวัดจากค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient) ที่ได้จากการคำนวณ นอกจากนี้ยังเพิ่มตัวแปร $(E_0 - E_{-1}) / BV_{-1}$ (ผลประกอบการในปัจจุบัน) เข้าไปในแบบจำลองการศึกษา เนื่องจากผลงานวิจัยของ Watts ในปี ค.ศ. 1973 ได้ทำการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปีปัจจุบันและผลประกอบการในอนาคต ได้พบว่าการผลประกอบการในปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับผลประกอบการของบริษัทในปีถัดไป ซึ่งสามารถเขียนแบบจำลองของการศึกษาในขั้นสมบูรณ์ของ Tian , Zhang และ Cao ออกมาได้ดังสมการที่ 9.1 C ดังนี้

$$(E_t - E_{t-1}) / BV_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 I_0 R\Delta D_0 + \alpha_2 J_0 R\Delta D_0 + \alpha_3 ROE_{t-1} +$$

$$\alpha_4 (E_0 - E_{-1}) / BV_{-1} + \varepsilon_t \qquad (9.1C)$$

ส่วนค่า t นั้น จะกำหนดให้เท่ากับ 1 และ 2 (t = 1 และ t = 2) เนื่องจากการศึกษาในครั้งนี้ต้องการทราบถึงการส่งสัญญาณของเงินปันผล ต่อผลประกอบการในอนาคต ทั้งในระยะ 1 ปีข้างหน้า และในระยะ 2 ปีข้างหน้า ซึ่งสมการที่ได้แสดงเอาไว้ในข้างต้นนั้น ตัวแปรอัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล $R\Delta D_0$ (The Rate of Dividend Changes) ได้ถูกกำหนดให้คงที่เอาไว้ในปีที่ 0 ดังนั้น จากสมการด้านล่างจะสามารถแสดงถึง การส่งสัญญาณของเงินปันผล ต่อผลประกอบการในอนาคต (เงินปันผลปีที่ 0 ส่งสัญญาณถึงผลประกอบการในอนาคตในปีที่ t = 1 และ เงินปันผลปีที่ 0 ส่งสัญญาณถึงผลประกอบการในอนาคตในปีที่ t = 2)

ซึ่งเมื่อเราแทนค่า t = 1 และ t = 2 เข้าไปในรูปแบบการศึกษา จะมีลักษณะที่ออกมา ดังนี้

กรณีที่แทนค่า t = 1 เพื่อดูผลประกอบการในอนาคตระยะ 1 ปีข้างหน้า

$$(E_1 - E_0) / BV_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 I_0 R\Delta D_0 + \alpha_2 J_0 R\Delta D_0 + \alpha_3 ROE_0 + \alpha_4 (E_0 - E_{-1}) / BV_{-1} + \varepsilon_t$$

กรณีที่แทนค่า t = 2 เพื่อดูผลประกอบการในอนาคตระยะ 2 ปีข้างหน้า

$$(E_2 - E_1) / BV_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 I_0 R\Delta D_0 + \alpha_2 J_0 R\Delta D_0 + \alpha_3 ROE_1 + \alpha_4 (E_0 - E_{-1}) / BV_{-1} + \varepsilon_t$$

สำหรับตัวแปรหุ่นที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ ประกอบด้วย 2 ตัวแปรที่สำคัญ ดังนี้

I_0 หมายถึง ตัวแปร Dummy ที่กำหนดให้เท่ากับ 1 เมื่อผู้บริหารของบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน และกำหนดให้เท่ากับ 0 เมื่อผู้บริหารประกาศจ่ายเงินปันผลลดลง หรือ เท่าเดิม จากปีก่อน

J_0 หมายถึง ตัวแปร Dummy ที่กำหนดให้เท่ากับ 1 เมื่อผู้บริหารของบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน และกำหนดให้เท่ากับ 0 เมื่อผู้บริหารประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น หรือ เท่าเดิม จากปีก่อน

ตารางที่ 3.1 ตารางอธิบายตัวแปร Dummy ที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ แบ่งตามลักษณะการจ่ายเงินปันผลกรณีต่างๆ

การจ่ายเงินปันผลของบริษัทกรณีต่างๆ	ตัวแปร I_0	ตัวแปร J_0
จ่ายเงินปันผล เพิ่มขึ้น จากปีก่อน	1	0
จ่ายเงินปันผล ลดลง จากปีก่อน	0	1
จ่ายเงินปันผล เท่าเดิม จากปีก่อน	0	0

เนื่องจากรูปแบบที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ มีตัวแปรหุ่นจำนวน 2 ตัวแปร และรูปแบบการจ่ายเงินปันผลได้แบ่งออกเป็น 3 กรณี ทำให้ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) I_0 และ J_0 ไม่มีความสัมพันธ์เป็น Linearly Dependent แต่อย่างใด

งานวิจัยในครั้งนี้ ได้แบ่งส่วนที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ๆ (เรียงลำดับบริษัทตามมูลค่าตลาด และเรียงลำดับบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์) ในแต่ละส่วนจะแบ่งกลุ่มบริษัทออกเป็น 3 กลุ่มย่อยๆ (ระดับสูง / ระดับกลาง / ระดับต่ำ) ด้วยเหตุนี้ จึงแยกแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 6 แบบจำลองดังนี้

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

9.1.1 แบบจำลองการศึกษาของกลุ่มบริษัทที่มี มูลค่าตลาดระดับสูง (ใช้สัญลักษณ์ย่อว่า M1)

$$(E_{t,M1} - E_{t-1,M1}) / BV_{-1,M1} = \alpha_{0,M1} + \alpha_{1,M1} I_{0,M1} R\Delta D_{0,M1} + \alpha_{2,M1} J_{0,M1} R\Delta D_{0,M1} + \alpha_{3,M1} ROE_{t-1,M1} + \alpha_{4,M1}(E_{0,M1} - E_{-1,M1}) / BV_{-1,M1} + \varepsilon_{t,M1} \quad (9.1.1)$$

โดยที่

$E_{t,M1}$ หมายถึง ผลประกอบการของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง (M1) ในปีที่ t

$E_{t-1,M1}$ หมายถึง ผลประกอบการของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง (M1) ในปีที่ t-1

$BV_{-1,M1}$ หมายถึง มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญในวันแรกของปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (ปีที่ -1) ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง (M1)

$R\Delta D_{0,M1}$ หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลในปีที่ 0 ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง (M1)

9.1.2 แบบจำลองการศึกษาของกลุ่มบริษัทที่มี มูลค่าตลาดระดับกลาง (ใช้สัญลักษณ์ย่อว่า M2)

$$(E_{t,M2} - E_{t-1,M2}) / BV_{-1,M2} = \alpha_{0,M2} + \alpha_{1,M2} I_{0,M2} R\Delta D_{0,M2} + \alpha_{2,M2} J_{0,M2} R\Delta D_{0,M2} + \alpha_{3,M2} ROE_{t-1,M2} + \alpha_{4,M2}(E_{0,M2} - E_{-1,M2}) / BV_{-1,M2} + \varepsilon_{t,M2} \quad (9.1.2)$$

โดยที่

$E_{t,M2}$ หมายถึง ผลประกอบการของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง (M2) ในปีที่ t

$E_{t-1,M2}$ หมายถึง ผลประกอบการของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง (M2) ในปีที่ t-1

$BV_{-1,M2}$ หมายถึง มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญในวันแรกของปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (ปีที่ -1) ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง (M2)

$R\Delta D_{0,M2}$ หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลในปีที่ 0 ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง (M2)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

9.1.3 แบบจำลองการศึกษาของกลุ่มบริษัทที่มี มูลค่าตลาดระดับต่ำ (ใช้สัญลักษณ์ย่อว่า M3)

$$(E_{t,M3} - E_{t-1,M3}) / BV_{-1,M3} = \alpha_{0,M3} + \alpha_{1,M3} I_{0,M3} R\Delta D_{0,M3} + \alpha_{2,M3} J_{0,M3} R\Delta D_{0,M3} + \alpha_{3,M3} ROE_{t-1,M3} + \alpha_{4,M3}(E_{0,M3} - E_{-1,M3}) / BV_{-1,M3} + \varepsilon_{t,M3} \quad (9.1.3)$$

โดยที่

$E_{t,M3}$ หมายถึง ผลประกอบการของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ (M3) ในปีที่ t

$E_{t-1,M3}$ หมายถึง ผลประกอบการของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ (M3) ในปีที่ t-1

$BV_{-1,M3}$ หมายถึง มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญในวันแรกของปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (ปีที่ -1) ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ (M3)

$R\Delta D_{0,M3}$ หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลในปีที่ 0 ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ (M3)

9.1.4 แบบจำลองการศึกษาของกลุ่มบริษัทที่มี สภาพคล่องระดับสูง (ใช้สัญลักษณ์ย่อว่า L1)

$$(E_{t,L1} - E_{t-1,L1}) / BV_{-1,L1} = \alpha_{0,L1} + \alpha_{1,L1} I_{0,L1} R\Delta D_{0,L1} + \alpha_{2,L1} J_{0,L1} R\Delta D_{0,L1} + \alpha_{3,L1} ROE_{t-1,L1} + \alpha_{4,L1}(E_{0,L1} - E_{-1,L1}) / BV_{-1,L1} + \varepsilon_{t,L1} \quad (9.1.4)$$

โดยที่

$E_{t,L1}$ หมายถึง ผลประกอบการของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับสูง (L1) ในปีที่ t

$E_{t-1,L1}$ หมายถึง ผลประกอบการของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับสูง (L1) ในปีที่ t-1

$BV_{-1,L1}$ หมายถึง มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญในวันแรกของปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (ปีที่ -1) ของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับสูง (L1)

$R\Delta D_{0,L1}$ หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลในปีที่ 0 ของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับสูง (L1)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

9.1.5 แบบจำลองการศึกษาของกลุ่มบริษัทที่มี สภาพคล่องระดับกลาง (ใช้สัญลักษณ์ย่อว่า L2)

$$(E_{t,L2} - E_{t-1,L2}) / BV_{-1,L2} = \alpha_{0,L2} + \alpha_{1,L2} I_{0,L2} R\Delta D_{0,L2} + \alpha_{2,L2} J_{0,L2} R\Delta D_{0,L2} + \alpha_{3,L2} ROE_{t-1,L2} + \alpha_{4,L2}(E_{0,L2} - E_{-1,L2}) / BV_{-1,L2} + \varepsilon_{t,L2} \quad (9.1.5)$$

โดยที่

$E_{t,L2}$ หมายถึง ผลประกอบการของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับกลาง (L2) ในปีที่ t

$E_{t-1,L2}$ หมายถึง ผลประกอบการของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับกลาง (L2) ในปีที่ t-1

$BV_{-1,L2}$ หมายถึง มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญในวันแรกของปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (ปีที่ -1) ของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับกลาง (L2)

$R\Delta D_{0,L2}$ หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลในปีที่ 0 ของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับกลาง (L2)

9.1.6 แบบจำลองการศึกษาของกลุ่มบริษัทที่มี สภาพคล่องระดับต่ำ (ใช้สัญลักษณ์ย่อว่า L3)

$$(E_{t,L3} - E_{t-1,L3}) / BV_{-1,L3} = \alpha_{0,L3} + \alpha_{1,L3} I_{0,L3} R\Delta D_{0,L3} + \alpha_{2,L3} J_{0,L3} R\Delta D_{0,L3} + \alpha_{3,L3} ROE_{t-1,L3} + \alpha_{4,L3}(E_{0,L3} - E_{-1,L3}) / BV_{-1,L3} + \varepsilon_{t,L3} \quad (9.1.6)$$

โดยที่

$E_{t,L3}$ หมายถึง ผลประกอบการของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับต่ำ (L3) ในปีที่ t

$E_{t-1,L3}$ หมายถึง ผลประกอบการของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับต่ำ (L3) ในปีที่ t-1

$BV_{-1,L3}$ หมายถึง มูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญในวันแรกของปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล (ปีที่ -1) ของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับต่ำ (L3)

$R\Delta D_{0,L3}$ หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลในปีที่ 0 ของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับต่ำ (L3)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 3.2 สมมติฐานที่ใช้ในการศึกษา

ค่าสัมประสิทธิ์	คำอธิบาย
$\alpha_{1,M1} > 0$ $\alpha_{1,M2} > 0$ $\alpha_{1,M3} > 0$ $\alpha_{1,L1} > 0$ $\alpha_{1,L2} > 0$ $\alpha_{1,L3} > 0$	การที่ผู้บริหารของบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มสูงขึ้น จะเป็นการส่งสัญญาณให้ผลประกอบการในอนาคตมีแนวโน้มสูงขึ้นตามมา เนื่องจากผู้บริหารได้คาดการณ์ผลกำไรในอนาคตล่วงหน้าแล้ว ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ในทางบวก และเป็นไปตาม ทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคต
$\alpha_{2,M1} > 0$ $\alpha_{2,M2} > 0$ $\alpha_{2,M3} > 0$ $\alpha_{2,L1} > 0$ $\alpha_{2,L2} > 0$ $\alpha_{2,L3} > 0$	การที่ผู้บริหารของบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลลดต่ำลง จะเป็นการส่งสัญญาณให้ผลประกอบการในอนาคตมีแนวโน้มลดลงตามมา เนื่องจากผู้บริหารได้คาดการณ์ผลกำไรในอนาคตล่วงหน้าแล้ว ซึ่งเป็นความสัมพันธ์ในทางบวก และเป็นไปตาม ทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคต
$\alpha_{3,M1} < 0$ $\alpha_{3,M2} < 0$ $\alpha_{3,M3} < 0$ $\alpha_{3,L1} < 0$ $\alpha_{3,L2} < 0$ $\alpha_{3,L3} < 0$	อัตราส่วนของกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลประกอบการในอนาคต เนื่องจากว่าการที่อัตราส่วนของกำไรต่อส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการทำผลกำไรจากเงินทุนลดลง ทำให้บริษัทจำเป็นต้องเร่งพัฒนากิจการและขยายโครงการต่างๆ เพื่อผลประกอบการในอนาคตที่ดีขึ้น และสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้นของบริษัท ด้วยเหตุนี้ความสัมพันธ์ดังกล่าว จึงมีทิศทางตรงกันข้ามกัน
$\alpha_{4,M1} > 0$ $\alpha_{4,M2} > 0$ $\alpha_{4,M3} > 0$ $\alpha_{4,L1} > 0$ $\alpha_{4,L2} > 0$ $\alpha_{4,L3} > 0$	ผลประกอบการของบริษัทในปีปัจจุบันมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลประกอบการในปีหน้า เนื่องจากว่าการที่ผลประกอบการของบริษัทในปีปัจจุบันมีผลกำไรที่ออกมาสูง ดังนั้นบริษัทจะมีเงินทุนที่ได้รับจากผลกำไรในปีปัจจุบันไปพัฒนากิจการหรือขยายโครงการในอนาคตต่อไป เป็นผลทำให้ผลประกอบการในอนาคตสูงขึ้นตามมา

ค่าสัมประสิทธิ์	คำอธิบาย
$\alpha_{1,M1} < \alpha_{1,M2} < \alpha_{1,M3}$ $\alpha_{2,M1} < \alpha_{2,M2} < \alpha_{2,M3}$	การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ ส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้ชัดเจนมากกว่า การจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลางและระดับสูง เนื่องจากกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดต่ำนั้น ถือเป็นบริษัทที่มีปริมาณเงินทุนน้อยกว่า ดังนั้น ผู้บริหารของบริษัทจำเป็นที่จะต้องประเมินผลประกอบการในอนาคตออกมาอย่างระมัดระวัง มากกว่ากรณีของกลุ่มบริษัทที่มีปริมาณเงินทุนสูงกว่า ก่อนที่จะประกาศจ่ายเงินปันผลออกไป
$\alpha_{1,L1} < \alpha_{1,L2} < \alpha_{1,L3}$ $\alpha_{2,L1} < \alpha_{2,L2} < \alpha_{2,L3}$	การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ระดับต่ำ ส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้ชัดเจนมากกว่า การจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ระดับกลางและระดับสูง เนื่องจากกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ในระดับต่ำนั้น ถือเป็นกลุ่มบริษัทที่นักลงทุนทั่วไปไม่ได้ติดตามข่าวสารของบริษัท ผลที่ตามมา คือ การเกิดปัญหาข้อมูลอสมมาตร (Asymmetry Information) ทำให้ผู้บริหารของบริษัทจำเป็นต้องประเมินผลประกอบการในอนาคตออกมาอย่างละเอียดก่อนใช้เงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณ เพื่อให้นักลงทุนทั่วไปสามารถรับทราบรายละเอียดเกี่ยวกับข้อมูลและผลประกอบการในอนาคตของบริษัท ดังนั้น การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัทที่มีสภาพคล่องต่ำ จะมีความชัดเจนสูงกว่ากรณีของบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ระดับสูง

ค่าสัมประสิทธิ์	คำอธิบาย
$\alpha_{1,M1} > \alpha_{2,M1}$ $\alpha_{1,M2} > \alpha_{2,M2}$ $\alpha_{1,M3} > \alpha_{2,M3}$ $\alpha_{1,L1} > \alpha_{2,L1}$ $\alpha_{1,L2} > \alpha_{2,L2}$ $\alpha_{1,L3} > \alpha_{2,L3}$	การจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อน จะส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้ชัดเจนมากกว่า กรณีการจ่ายเงินปันผลลดลงเมื่อเทียบกับปีก่อน ($\alpha_1 > \alpha_2$) เนื่องจากว่า การที่ผู้บริหารของบริษัทประเมินว่าผลประกอบการในอนาคตของบริษัท สูงกว่าผลประกอบการในปัจจุบันนั้น ผู้บริหารของบริษัทไม่มีความจำเป็นต้องประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงขึ้นในสัดส่วนที่เท่ากับผลประกอบการในอนาคตเสมอไป โดยผู้บริหารบริษัทอาจจะนำเงินที่บริษัทได้รับเพิ่มขึ้นจากผลประกอบการในอนาคต ไปลงทุนในโครงการใหม่ๆ หรือขยายกิจการของบริษัทให้ดีขึ้นกว่าเดิม ในทางตรงกันข้าม การที่ผู้บริหารประกาศจ่ายเงินปันผลลดลงนั้น ผลประกอบการในอนาคตไม่มีความจำเป็นต้องลดลงในสัดส่วนที่เท่ากับการจ่ายเงินปันผลเสมอไป ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่บริษัทต้องการนำเงินปันผลส่วนหนึ่งนำไปจ่ายหนี้สินของบริษัทที่ยังคงค้างอยู่ ด้วยเหตุนี้ การจ่ายเงินปันผลที่ลดลง จะส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้ชัดเจนน้อยกว่ากรณีของ การจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นจากปีก่อน

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

3.2 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้เป็นข้อมูลแบบ Panel Data ซึ่งใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545– 2550 โดยบริษัทที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือกเข้ามาทำการศึกษามีทั้งหมด 210 บริษัท ซึ่งการศึกษาในครั้งนี้จะแบ่งส่วนที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 2 ส่วนใหญ่ๆ ประกอบด้วย

3.2.1 การศึกษาเรื่อง การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัท ซึ่งแบ่งกลุ่มบริษัทที่ใช้ในการศึกษาตาม เกณฑ์มูลค่าตลาดบริษัทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

(1) บริษัทที่มีมูลค่าตลาด ระดับสูง (Big Market Capitalization) หมายถึง บริษัทจดทะเบียนที่มีมูลค่าตลาด ตั้งแต่ 10,000 ล้านบาทขึ้นไป (มีทั้งหมด 50 บริษัท)

(2) บริษัทที่มีมูลค่าตลาด ระดับกลาง (Medium Market Capitalization) หมายถึง บริษัทจดทะเบียนที่มีมูลค่าตลาด ตั้งแต่ 2,500 ล้านบาท แต่ไม่ถึง 10,000 ล้านบาท (มีทั้งหมด 65 บริษัท)

(3) บริษัทที่มีมูลค่าตลาด ระดับต่ำ (Small Market Capitalization) หมายถึง บริษัทจดทะเบียนที่มีมูลค่าตลาด น้อยกว่า 2,500 ล้านบาท (มีทั้งหมด 95 บริษัท)

3.2.2 การศึกษาเรื่อง การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัท ซึ่งแบ่งกลุ่มบริษัทที่ใช้ในการศึกษาตาม สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ดังนี้

(1) บริษัทที่มีสภาพคล่อง ระดับสูง (High Trading Liquidity) หมายถึง บริษัทจดทะเบียนที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยต่อวัน ตั้งแต่ 10 ล้านบาทขึ้นไป (มีทั้งหมด 90 บริษัท)

(2) บริษัทที่มีสภาพคล่อง ระดับกลาง (Medium Trading Liquidity) หมายถึง บริษัทจดทะเบียนที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยต่อวัน ตั้งแต่ 1 ล้านบาท แต่ไม่ถึง 10 ล้านบาท (มีทั้งหมด 48 บริษัท)

(3) บริษัทที่มีสภาพคล่อง ระดับต่ำ (Low Trading Liquidity) หมายถึง บริษัทจดทะเบียนที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยต่อวัน น้อยกว่า 1 ล้านบาท (มีทั้งหมด 72 บริษัท)

ตารางที่ 3.3 มูลค่าตลาดเฉลี่ย 6 ปี (พ.ศ. 2545-2550) ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง

หน่วย: ล้านบาท

ลำดับ	รายชื่อย่อบริษัท	มูลค่าตลาด	ลำดับ	รายชื่อย่อบริษัท	มูลค่าตลาด
1	PTT	546,030	**26**	BGH	22,874
2	PTTEP	264,169	**27**	TUF	21,391
3	SCC	263,440	**28**	SSI	20,386
4	ADVANC	254,554	**29**	MINT	19,477
5	BBL	186,974	**30**	PSL	19,259
6	KBANK	144,377	**31**	TCAP	19,175
7	KTB	114,592	**32**	TTA	18,864
8	IRPC	95,127	**33**	TPIPL	18,172
9	SHIN	94,714	**34**	HANA	17,645
10	SCB	93,244	**35**	BECL	17,165
11	LH	69,075	**36**	MCOT	16,632
12	RATCH	63,075	**37**	BH	16,340
13	SCCC	62,838	**38**	MAKRO	15,680
14	BAY	54,354	**39**	TPC	14,569
15	ATC	51,760	**40**	KK	14,490
16	BANPU	49,379	**41**	CCET	14,387
17	EGCO	41,832	**42**	RCL	14,177
18	BEC	39,933	**43**	TISCO	14,032
19	SCIB	39,555	**44**	AMATA	12,759
20	GLOW	39,150	**45**	MAJOR	11,167
21	CPN	31,084	**46**	ICC	11,008
22	CPF	30,573	**47**	VNT	10,805
23	CPALL	29,157	**48**	AP	10,552
24	DELTA	25,768	**49**	MBK	10,279
25	BIGC	23,872	**50**	TSTH	10,010
รวมทั้งหมด			**3,099,921**		

ที่มา: บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวงจำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 3.4 มูลค่าตลาดเฉลี่ย 6 ปี (พ.ศ. 2545-2550) ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาด ระดับกลาง

หน่วย: ล้านบาท

ลำดับ	รายชื่อย่อบริษัท	มูลค่าตลาด	ลำดับ	รายชื่อย่อบริษัท	มูลค่าตลาด
51	BKI	9,994	**84**	LALIN	4,792
52	VNG	9,411	**85**	SHANG	4,761
53	BJC	9,151	**86**	ZMICO	4,424
54	QH	9,120	**87**	TCCC	4,358
55	BCP	8,825	**88**	AYUD	4,275
56	TR	8,688	**89**	TIP	4,170
57	SPI	8,040	**90**	BAFS	4,054
58	ROBINS	7,504	**91**	JAS	4,044
59	GRAMMY	7,132	**92**	SPC	3,881
60	SAMART	7,055	**93**	MEDIAS	3,810
61	SIM	7,048	**94**	TASCO	3,742
62	ROJANA	6,982	**95**	TAF	3,710
63	HEMRAJ	6,734	**96**	SPALI	3,703
64	TICON	6,591	**97**	WACOAL	3,699
65	TF	6,450	**98**	GMMM	3,620
66	DCC	6,344	**99**	DTC	3,584
67	TCB	6,255	**100**	LANNA	3,570
68	KGI	6,126	**101**	PLE	3,554
69	SUC	6,055	**102**	SAUCE	3,552
70	TVO	5,938	**103**	RAM	3,502
71	SSC	5,866	**104**	UVAN	3,405
72	EASTW	5,775	**105**	SICCO	3,312
73	OHTL	5,675	**106**	CNS	3,184
74	LPN	5,621	**107**	CTW	3,161
75	LOXLEY	5,570	**108**	ROH	3,090
76	SIRI	5,569	**109**	NOBLE	3,055
77	THRE	5,498	**110**	GYT	3,049
78	PDI	5,204	**111**	PHA	2,973
79	LRH	5,112	**112**	SAMTEL	2,862
80	METCO	5,082	**113**	MODERN	2,770
81	TCP	5,079	**114**	MINOR	2,553
82	CENTEL	5,052	**115**	SITHAI	2,505
83	ERAWAN	4,823			
รวมทั้งหมด					**380,719**

ที่มา: บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวงจำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 3.5 มูลค่าตลาดเฉลี่ย 6 ปี (พ.ศ. 2545-2550) ของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาด ระดับต่ำ

หน่วย: ล้านบาท

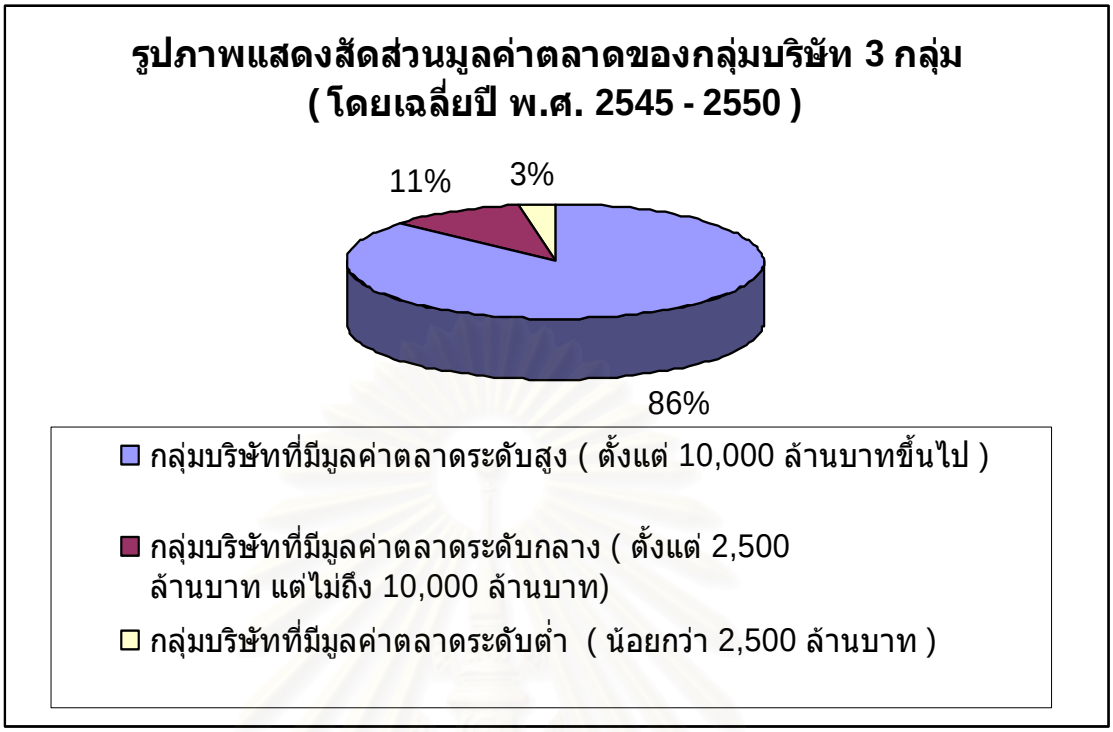
ลำดับ	รายชื่อย่อบริษัท	มูลค่าตลาด	ลำดับ	รายชื่อย่อบริษัท	มูลค่าตลาด
116	RS	2,325	**146**	UV	1,322
117	TIPCO	2,320	**147**	CFRESH	1,310
118	TNITY	2,287	**148**	SSSC	1,262
119	LEE	2,254	**149**	AIT	1,211
120	PRANDA	2,098	**150**	TKS	1,206
121	TNL	2,050	**151**	SAMCO	1,205
122	GFPT	2,043	**152**	CPI	1,194
123	PB	1,989	**153**	KYE	1,189
124	MK	1,984	**154**	SAFE	1,168
125	LTX	1,953	**155**	PG	1,142
126	SPG	1,870	**156**	PR	1,136
127	MFC	1,870	**157**	NTV	1,119
128	TPCORP	1,850	**158**	EMC	1,095
129	BFIT	1,833	**159**	MSC	1,020
130	LST	1,806	**160**	CM	914
131	MATI	1,724	**161**	STPI	898
132	FMT	1,724	**162**	CSR	858
133	PRG	1,715	**163**	IRCP	794
134	DVS	1,706	**164**	SMK	773
135	SINGHA	1,637	**165**	TWFP	758
136	SFP	1,628	**166**	TPA	731
137	SIAM	1,607	**167**	TMD	731
138	AJ	1,544	**168**	AHC	725
139	UPOIC	1,485	**169**	CI	701
140	VIBHA	1,474	**170**	SSF	699
141	NKI	1,423	**171**	PATKL	686
142	TTI	1,417	**172**	JUTHA	679
143	RANCH	1,362	**173**	VARO	677
144	OGC	1,358	**174**	CVD	671
145	PL	1,351	**175**	CHOTI	668

ลำดับ	รายชื่อย่อบริษัท	มูลค่าตลาด	ลำดับ	รายชื่อย่อ	มูลค่าตลาด
176	HTC	648	**194**	BROOK	383
177	OCC	647	**195**	DRACO	377
178	UST	629	**196**	SAWANG	367
179	WG	611	**197**	JCT	320
180	CPL	588	**198**	EPCO	318
181	FE	585	**199**	TIC	306
182	THANI	537	**200**	LNH	293
183	TFD	524	**201**	CHARAN	290
184	TPAC	514	**202**	UPF	266
185	TC	511	**203**	TOPP	263
186	SST	498	**204**	ASIMAR	262
187	MANRIN	441	**205**	BUI	213
188	TIW	429	**206**	THIP	185
189	TTTM	422	**207**	SORKON	138
190	UP	415	**208**	PT	104
191	TRUBB	399	**209**	CHUO	102
192	KDH	392	**210**	NEW	100
193	TVI	384			
รวมทั้งหมด					**95,690**

ที่มา: บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวงจำกัด (มหาชน)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภาพที่ 3.1 สัดส่วนมูลค่าตลาดของกลุ่มบริษัท 3 กลุ่ม (โดยเฉลี่ยปี พ.ศ. 2545 - 2550)



ที่มา: ตารางที่ 3.3 3.4 และ 3.5

จากตารางและแผนภูมิรูปภาพที่แสดงสัดส่วนมูลค่าตลาดโดยเฉลี่ย ของกลุ่มบริษัทต่างๆ ในปี พ.ศ. 2545 – 2550 ที่ปรากฏข้างต้น สามารถสรุปได้ดังนี้

1. กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง มีมูลค่าตลาดทั้งหมด 3,099,921 ล้านบาท หรือคิดเป็น 86 % ของทั้งหมด

2. กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง มีมูลค่าตลาดทั้งหมด 380,719 ล้านบาท หรือคิดเป็น 11 % ของทั้งหมด

3. กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ มีมูลค่าตลาดทั้งหมด 95,690 ล้านบาท หรือคิดเป็น 3 % ของทั้งหมด

จากข้อมูลข้างต้น แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างอย่างชัดเจนเกี่ยวกับมูลค่าตลาดของบริษัทในแต่ละกลุ่ม ซึ่งข้อมูลเหล่านี้สามารถช่วยให้การเปรียบเทียบเรื่อง การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคต มีความชัดเจนขึ้น และผลการศึกษาในแต่ละกลุ่มที่ออกมาจะสามารถอธิบายว่า มูลค่าตลาดของบริษัท มีผลกระทบต่อ การส่งสัญญาณของเงินปันผลมากน้อยเพียงใด

ตารางที่ 3.6 สภาพคล่องเฉลี่ย 6 ปี (พ.ศ. 2545-2550) ของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่อง ระดับสูง

หน่วย: ล้านบาท

ลำดับ	รายชื่อย่อ	สภาพคล่อง
1	PTT	851.34
2	IRPC	492.30
3	BBL	423.97
4	PTTEP	392.84
5	KBANK	351.67
6	SCB	314.60
7	SCC	307.19
8	KTB	285.97
9	ADVANC	245.76
10	TTA	217.41
11	ATC	216.91
12	BANPU	215.63
13	SHIN	182.91
14	BAY	151.14
15	ZMICO	138.28
16	LH	136.10
17	TPIPL	133.82
18	KGI	113.71
19	TCAP	109.60
20	SCIB	109.39
21	TISCO	101.29
22	LOXLEY	93.43
23	JAS	83.35
24	CPF	80.33
25	KK	79.95

ลำดับ	รายชื่อย่อ	สภาพคล่อง
26	SSI	77.34
27	PSL	74.78
28	EGCO	71.77
29	RATCH	65.52
30	BEC	63.86
31	HEMRAJ	60.43
32	SAMART	56.88
33	RCL	55.62
34	SPALI	55.17
35	TSTH	54.62
36	PLE	52.80
37	TNITY	52.73
38	BECL	51.28
39	MCOT	50.98
40	AMATA	48.09
41	DELTA	47.46
42	CNS	45.95
43	VNG	41.47
44	CPALL	41.16
45	AP	40.31
46	HANA	39.99
47	VNT	38.60
48	SICCO	37.22
49	QH	37.06
50	SIRI	36.76

ลำดับ	รายชื่อย่อบริษัท	สภาพคล่อง	ลำดับ	รายชื่อย่อบริษัท	สภาพคล่อง
51	LPN	36.65	**71**	AIT	17.66
52	BCP	35.29	**72**	TCP	17.35
53	GLOW	34.98	**73**	ROJANA	16.98
54	EMC	34.76	**74**	MINT	16.50
55	SCCC	34.71	**75**	CCET	15.98
56	SIM	33.39	**76**	DCC	15.92
57	MAJOR	29.30	**77**	PDI	15.47
58	BH	27.87	**78**	BGH	15.44
59	SINGHA	27.37	**79**	TFD	15.29
60	LANNA	25.72	**80**	SIAM	14.83
61	NOBLE	24.30	**81**	STPI	14.73
62	MK	24.01	**82**	ROBINS	14.06
63	BAFS	22.27	**83**	THANI	13.36
64	TICON	21.22	**84**	LALIN	13.03
65	TPC	20.97	**85**	SAMTEL	12.78
66	BFIT	19.38	**86**	GFPT	11.88
67	RS	19.18	**87**	ERAWAN	11.14
68	TUF	19.07	**88**	TKS	11.09
69	CPN	18.37	**89**	SITHAI	10.17
70	TASCO	17.66	**90**	MAKRO	10.16
รวมทั้งหมด					**7,937.03**

ที่มา: บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวงจำกัด (มหาชน)

จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 3.7 สภาพคล่องเฉลี่ย 6 ปี (พ.ศ. 2545-2550) ของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่อง ระดับกลาง

หน่วย: ล้านบาท

ลำดับ	รายชื่อย่อ	สภาพคล่อง	ลำดับ	รายชื่อย่อ	สภาพคล่อง
91	JUTHA	9.68	**115**	EASTW	3.28
92	UV	9.65	**116**	TIPCO	3.11
93	GRAMMY	9.36	**117**	PT	3.08
94	SSSC	8.36	**118**	CTW	2.65
95	AJ	8.33	**119**	SSC	2.35
96	TVO	7.19	**120**	PL	2.28
97	SUC	6.46	**121**	THRE	2.26
98	CVD	5.45	**122**	CENTEL	1.83
99	GMMM	5.37	**123**	SAMCO	1.79
100	ASIMAR	5.34	**124**	BKI	1.78
101	IRCP	5.26	**125**	CPI	1.77
102	CI	5.25	**126**	VIBHA	1.72
103	BIGC	5.19	**127**	SSF	1.57
104	PRANDA	4.61	**128**	TRUBB	1.52
105	MBK	4.59	**129**	PATKL	1.52
106	MODERN	4.37	**130**	AYUD	1.50
107	LEE	4.36	**131**	BJC	1.47
108	LST	4.32	**132**	HTC	1.46
109	BROOK	4.18	**133**	MEDIAS	1.42
110	METCO	4.10	**134**	PHA	1.40
111	TCB	4.09	**135**	OGC	1.09
112	CFRESH	3.78	**136**	OCC	1.09
113	EPCO	3.46	**137**	DRACO	1.09
114	UVAN	3.39	**138**	WG	1.03
รวมทั้งหมด			**190.36**		

ที่มา: บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวงจำกัด (มหาชน)

ตารางที่ 3.8 สภาพคล่องเฉลี่ย 6 ปี (พ.ศ. 2545-2550) ของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่อง ระดับต่ำ

หน่วย: ล้านบาท

ลำดับ	รายชื่อย่อบริษัท	สภาพคล่อง	ลำดับ	รายชื่อย่อบริษัท	สภาพคล่อง
139	TMD	0.95	**157**	MFC	0.40
140	MINOR	0.92	**158**	ICC	0.38
141	TPAC	0.83	**159**	MSC	0.36
142	KYE	0.73	**160**	PR	0.35
143	RAM	0.69	**161**	VARO	0.35
144	SAFE	0.69	**162**	KDH	0.34
145	LRH	0.67	**163**	TWFP	0.32
146	PB	0.67	**164**	OHTL	0.30
147	MATI	0.66	**165**	LTX	0.30
148	DTC	0.65	**166**	SMK	0.27
149	TC	0.63	**167**	DVS	0.26
150	CHUO	0.61	**168**	WACOAL	0.24
151	CM	0.59	**169**	SFP	0.23
152	TR	0.58	**170**	GYT	0.22
153	TIP	0.58	**171**	NTV	0.22
154	UPOIC	0.48	**172**	LNH	0.21
155	CPL	0.48	**173**	THIP	0.20
156	TF	0.47	**174**	TCCC	0.19

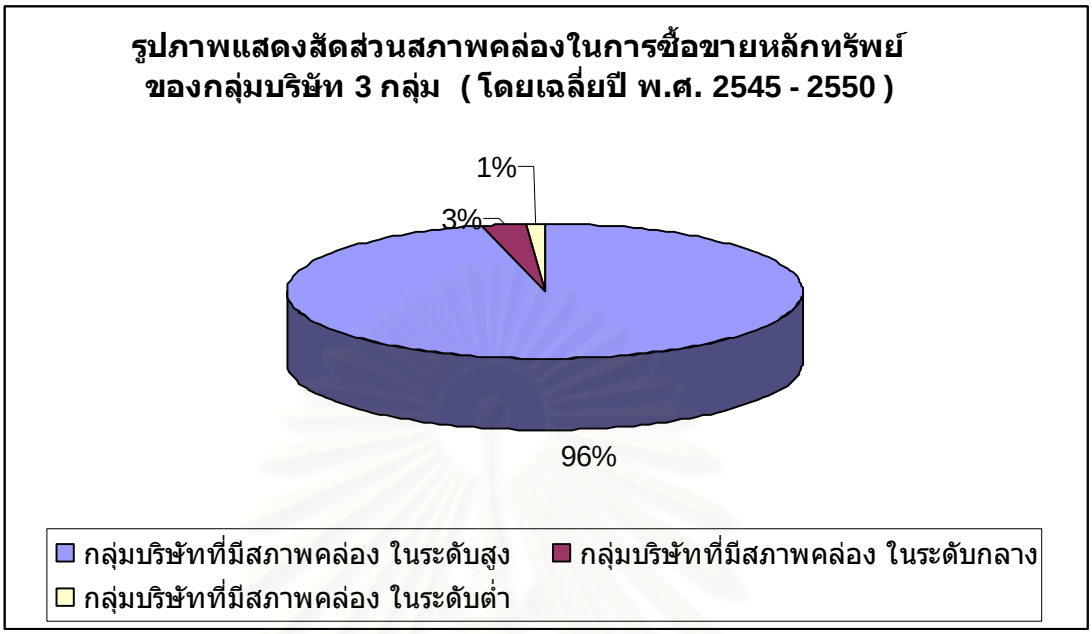
สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ลำดับ	รายชื่อย่อบริษัท	สภาพคล่อง	ลำดับ	รายชื่อย่อบริษัท	สภาพคล่อง
175	SPI	0.18	**193**	MANRIN	0.08
176	SAUCE	0.18	**194**	TTTM	0.08
177	SST	0.18	**195**	SAWANG	0.08
178	UST	0.18	**196**	PG	0.07
179	AHC	0.17	**197**	NEW	0.07
180	CHOTI	0.16	**198**	JCT	0.05
181	TIW	0.16	**199**	CHARAN	0.04
182	FE	0.15	**200**	TIC	0.04
183	NKI	0.13	**201**	SORKON	0.04
184	UP	0.13	**202**	SHANG	0.04
185	TPA	0.12	**203**	PRG	0.03
186	TVI	0.12	**204**	ROH	0.02
187	SPC	0.09	**205**	CSR	0.02
188	RANCH	0.09	**206**	UPF	0.02
189	TNL	0.09	**207**	BUI	0.02
190	TTI	0.09	**208**	TAF	0.02
191	TPCORP	0.08	**209**	TOPP	0.01
192	FMT	0.08	**210**	SPG	0.01
รวมทั้งหมด					**21.09**

ที่มา: บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวงจำกัด (มหาชน)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภาพที่ 3.2 สัดส่วนสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ของกลุ่มบริษัท 3 กลุ่ม (โดยเฉลี่ยปี พ.ศ. 2545 - 2550)



ที่มา: ตารางที่ 3.6 3.7 และ 3.8

จากตารางและแผนภูมิรูปภาพที่แสดงสัดส่วนสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์โดยเฉลี่ย ของกลุ่มบริษัทต่างๆในปี พ.ศ. 2545 – 2550 ที่ปรากฏข้างต้น สามารถสรุปได้ดังนี้

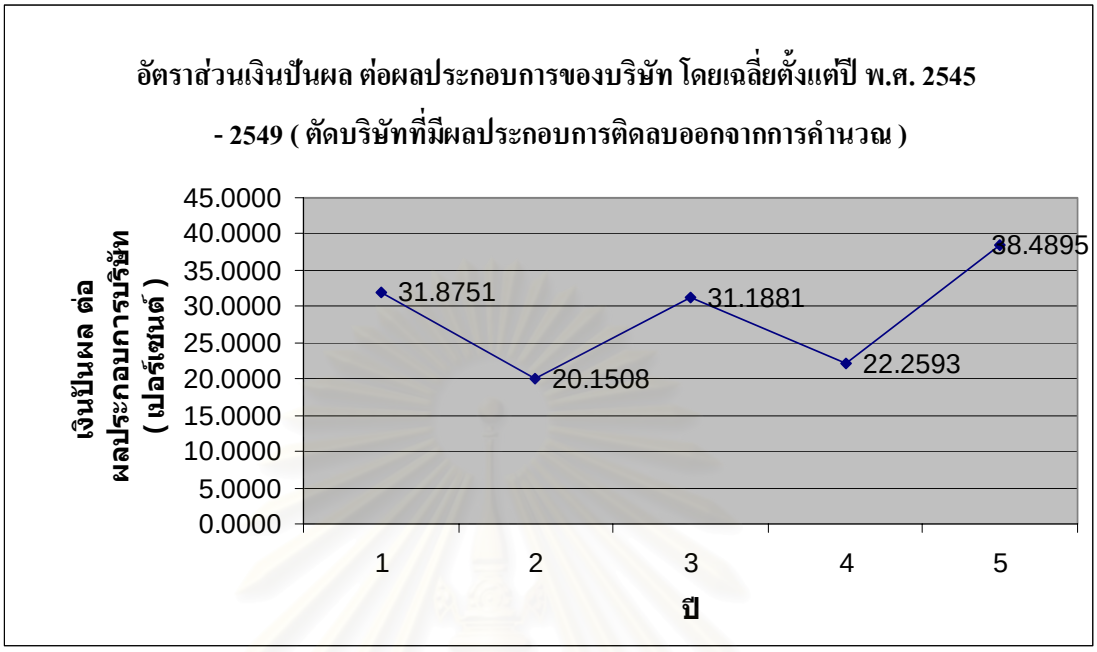
1. กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับสูง มีสภาพคล่องในการซื้อขายทั้งหมด 7,937.03 ล้านบาท หรือคิดเป็น 96 % ของทั้งหมด

2. กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับกลาง มีสภาพคล่องในการซื้อขายทั้งหมด 190.36 ล้านบาท หรือคิดเป็น 3 % ของทั้งหมด

3. กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับต่ำ มีสภาพคล่องในการซื้อขายทั้งหมด 21.09 ล้านบาท หรือคิดเป็นประมาณ 1 % ของทั้งหมด

จากข้อมูลข้างต้น แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างอย่างชัดเจนเกี่ยวกับสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทในแต่ละกลุ่ม ซึ่งข้อมูลเหล่านี้สามารถช่วยให้การเปรียบเทียบเรื่อง การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคต มีความชัดเจนมากขึ้น และผลการศึกษาในแต่ละกลุ่มที่ออกมาจะสามารถอธิบายว่า สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัท มีผลกระทบต่อ การส่งสัญญาณของเงินปันผลมากน้อยเพียงใด

แผนภาพที่ 3.3 อัตราส่วนเงินปันผล ต่อผลประกอบการของบริษัท โดยเฉลี่ยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 - 2549 (ตัดบริษัทที่มีผลประกอบการติดลบออกจากการคำนวณ)



ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Excel

จากแผนภาพที่ 3.3 แสดงถึงอัตราส่วนเงินปันผล ต่อผลประกอบการของบริษัททั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา โดยตัดบริษัทที่มีผลประกอบการติดลบออกจากการคำนวณ เนื่องจากจะทำให้อัตราส่วนของเงินปันผลต่อผลประกอบการมีค่าติดลบแม้ว่าเงินปันผลจะมีค่าเป็นบวกก็ตาม ซึ่งจะทำให้ผลการศึกษามีความคลาดเคลื่อนจากความเป็นจริง ผลจากการศึกษาปรากฏว่าอัตราส่วนดังกล่าวมีความผันผวนในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2545 - 2549 โดยอัตราส่วนทั้ง 5 ปี คิดเป็น 31.8751 , 20.1508 , 31.1881 , 22.2593 และ 38.4895 เปอร์เซ็นต์ ตามลำดับ สิ่งนี้แสดงให้เห็นว่า การจ่ายเงินปันผลของบริษัท กับผลประกอบการของบริษัทไม่มีความจำเป็นที่จะต้องผันแปรในสัดส่วนคงที่เสมอไป แต่การจ่ายเงินปันผลของบริษัทเหล่านี้ จะขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นๆที่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจของผู้บริหารของบริษัท อาทิ การลดเงินปันผลที่จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นเพื่อนำเงินไปใช้ในการชำระหนี้คงค้างของบริษัท หรือการชะลอการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นเพื่อนำเงินทุนไปลงทุนในโครงการใหม่ๆหรือใช้ในการขยายกิจการของบริษัท เป็นต้น

บทที่ 4
ผลการศึกษา

ในบทนี้จะเป็นการนำเสนอผลการศึกษาโดยแบ่งออกเป็น 2 ส่วนที่สำคัญ ดังนี้

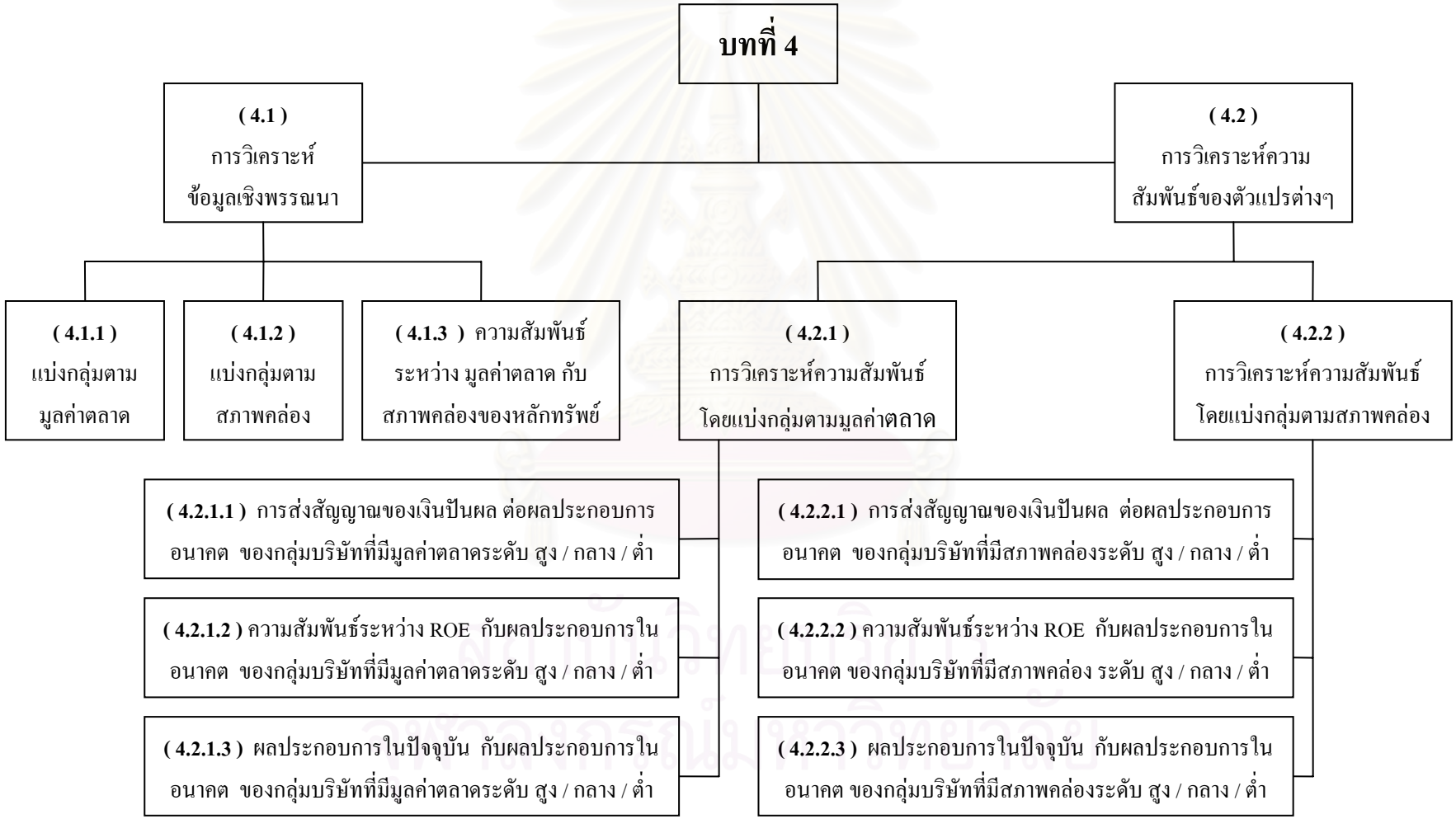
ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเชิงพรรณนา ประกอบด้วย 1) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด 2) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ และ 3) ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ เชิงพรรณนา ของบริษัททั้งหมดที่นำมาใช้ในการศึกษา

ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆที่ใช้ในการศึกษา โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด และสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งประกอบด้วย 1) การส่งสัญญาณของเงินปันผล ต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัท 2) ความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นกับผลประกอบการในอนาคต และ 3) ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคตของบริษัท

สำหรับขั้นตอน การวิเคราะห์ข้อมูล การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ และผลการศึกษาทั้งหมด สามารถแสดงออกมาในแผนภาพที่ 4.1 ในหน้าถัดไป

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

แผนภาพที่ 4.1 แผนภาพแสดงขั้นตอนการวิเคราะห์และอธิบายผลการศึกษาทั้งหมดในงานวิจัยครั้งนี้



4.1 การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา

ประกอบด้วยผลการวิเคราะห์ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา โดยการแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด (ขนาดของบริษัท) และการแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ รวมถึงผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาด กับสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัททั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา

4.1.1 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด (ขนาดของบริษัท)

บริษัทที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือกเข้ามาทำการศึกษา มีทั้งหมด 210 บริษัท ซึ่งจะแบ่งกลุ่มตามระดับมูลค่าตลาดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูงมีทั้งหมด 50 บริษัท บริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลางมีทั้งหมด 65 บริษัท และบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำมีทั้งหมด 95 บริษัท ซึ่งสัดส่วนมูลค่าตลาดของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูงระดับกลาง และระดับต่ำ คิดเป็น 86 % 11% และ 3% ของมูลค่าตลาดทั้งหมดตามลำดับ แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างอย่างชัดเจนเกี่ยวกับมูลค่าตลาดในแต่ละกลุ่ม ข้อมูลเหล่านี้สามารถช่วยให้การเปรียบเทียบเรื่อง การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคต ของแต่ละกลุ่มบริษัทมีความชัดเจนมากขึ้น

ข้อมูลจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา และข้อมูลการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเมื่อเทียบกับปีก่อน โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาดระหว่างปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2550 สามารถแสดงออกมาในรูปของตารางที่ 4.1 ได้ดังนี้

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.1 ตารางแสดงจำนวนบริษัท จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา และการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเมื่อเทียบกับปีก่อน โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด

กลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด	บริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง	บริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง	บริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ	รวมทั้งหมด
จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา	50	65	95	210
จำนวนตัวอย่างที่ใช้ศึกษา	200	260	380	840
จำนวนตัวอย่างของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน	125	114	167	406
จำนวนตัวอย่างของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเท่าเดิมจากปีก่อน	40	70	107	217
จำนวนตัวอย่างของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน	35	76	106	217

ที่มา: จากการรวบรวม

จากตารางที่ 4.1 แสดงให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทต่างๆเมื่อเทียบกับปีก่อน ซึ่งแบ่งกลุ่มบริษัทที่ใช้ในการศึกษาตามมูลค่าตลาด โดยจำนวนตัวอย่างของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อนมีทั้งหมด 406 ตัวอย่าง ซึ่งถือเป็นปริมาณที่สูงมากเมื่อเทียบกับจำนวนตัวอย่างที่จ่ายเงินปันผลเท่าเดิม หรือจำนวนตัวอย่างที่จ่ายเงินปันผลลดลง จากปีก่อน สิ่งนี้แสดงให้เห็นว่าในช่วงปี พ.ศ. 2545 – 2550 ถือเป็นช่วงที่ประเทศได้ผ่านพ้นวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจมาแล้ว บริษัทต่างๆได้มีการฟื้นฟูกิจการขึ้นมาใหม่ และสถานะทางการเงินโดยรวมของบริษัทมีความมั่นคงสูงกว่าช่วงวิกฤติทางเศรษฐกิจในอดีต ซึ่งข้อมูลที่สำคัญเหล่านี้สามารถช่วยให้ผลการศึกษาในครั้งนี้มีความชัดเจนมากขึ้น

4.1.2 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

บริษัทที่ผ่านเกณฑ์การคัดเลือกเข้ามาทำการศึกษา มีทั้งหมด 210 บริษัท ซึ่งจะแบ่งกลุ่มตามระดับสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ระดับสูงมีทั้งหมด 90 บริษัท บริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายระดับกลางมีทั้งหมด

48 บริษัท และบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายระดับต่ำมีทั้งหมด 72 บริษัท ซึ่งสัดส่วนสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ของกลุ่มบริษัท ในระดับสูง ระดับกลาง และระดับต่ำ คิดเป็น 96 % 3 % และ 1 % ของสภาพคล่องในการซื้อขายทั้งหมดตามลำดับ แสดงให้เห็นถึงความแตกต่างอย่างชัดเจนเกี่ยวกับสภาพคล่องในแต่ละกลุ่ม ข้อมูลเหล่านี้สามารถช่วยให้การเปรียบเทียบเรื่องการส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคต ของแต่ละกลุ่มบริษัทมีความชัดเจนมากขึ้น

ข้อมูลจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา และข้อมูลการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเมื่อเทียบกับปีก่อน โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ระหว่างปี พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2550 สามารถแสดงออกมาในรูปของตารางที่ 4.2 ได้ดังนี้

ตารางที่ 4.2 ตารางแสดงจำนวนบริษัท จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา และการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเมื่อเทียบกับปีก่อน โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

กลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์	บริษัทที่มีสภาพคล่องระดับสูง	บริษัทที่มีสภาพคล่องระดับกลาง	บริษัทที่มีสภาพคล่องระดับต่ำ	รวมทั้งหมด
จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา	90	48	72	210
จำนวนตัวอย่างที่ใช้ศึกษา	360	192	288	840
จำนวนตัวอย่างของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน	185	77	128	390
จำนวนตัวอย่างของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเท่าเดิมจากปีก่อน	97	52	79	228
จำนวนตัวอย่างของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน	78	63	81	222

ที่มา: จากการรวบรวม

จากตารางที่ 4.2 แสดงให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทต่างๆเมื่อเทียบกับปีก่อน ซึ่งแบ่งกลุ่มบริษัทที่ใช้ในการศึกษาตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยจำนวนตัวอย่างของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อนมีทั้งหมด 390 ตัวอย่าง ซึ่งถือเป็นปริมาณที่สูงมาก เมื่อเทียบกับจำนวนตัวอย่างที่จ่ายเงินปันผลเท่าเดิมหรือจ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน สิ่งนี้แสดงให้เห็นว่าในช่วงปี พ.ศ. 2545 – 2550 ถือเป็นช่วงที่ประเทศได้ผ่านพ้นวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจมาแล้ว บริษัทต่างๆได้มีการฟื้นฟูกิจการขึ้นมาใหม่ และสถานะทางการเงินโดยรวมของบริษัทมีความมั่นคงสูงกว่าช่วงวิกฤติทางเศรษฐกิจในอดีต ซึ่งข้อมูลที่สำคัญเหล่านี้สามารถช่วยให้ผลการศึกษาในครั้งนี้มีความชัดเจนมากขึ้น

สังเกตได้ว่าข้อมูลจากตารางที่ 4.1 และ 4.2 มีลักษณะที่คล้ายคลึงกันมาก ดังนั้นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์จึงถือเป็นสิ่งที่น่าสนใจในการศึกษาครั้งนี้ เนื่องจาก ถ้ามูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัททั้งหมดที่ใช้ในการศึกษามีค่าความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันที่สูงมาก จะสามารถทำให้ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆที่ใช้ในการศึกษา ของทั้ง 2 กรณี (กรณีแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด และแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องที่ใช้ในการศึกษา) มีผลการศึกษาออกมาในลักษณะเดียวกันได้

4.1.3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาด และสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ของบริษัททั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาด และสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ของบริษัททั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วย ความสัมพันธ์ดังต่อไปนี้

ตารางที่ 4.3 ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดและสภาพคล่องของบริษัทที่ทำการศึกษา

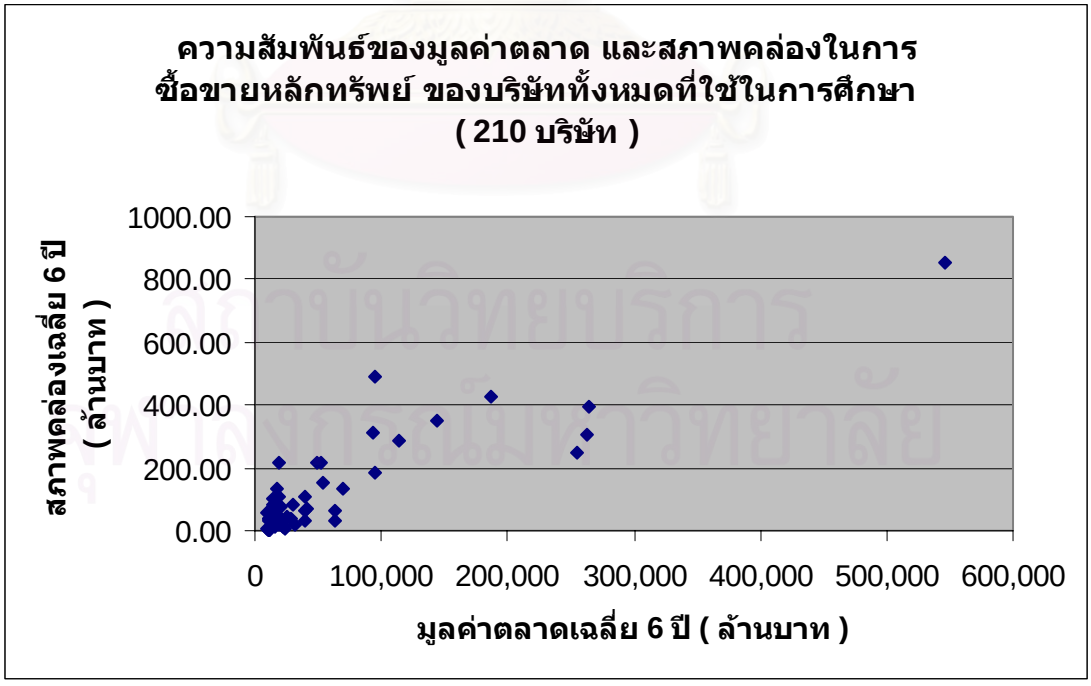
จำนวนบริษัท ที่ใช้ในการศึกษา	บริษัท ทั้งหมด (210)	มูลค่าตลาด ระดับสูง (50)	มูลค่าตลาด ระดับกลาง (65)	มูลค่าตลาด ระดับต่ำ (95)
ระดับความสัมพันธ์ของ มูลค่าตลาด และสภาพคล่อง ในการซื้อขายหลักทรัพย์	0.8898	0.8734	0.0933	0.3517

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Excel

จากผลการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดและสภาพคล่องที่ใช้ในการศึกษาในตารางที่ 4.3 นั้น แสดงให้เห็นว่าบริษัททั้งหมดที่นำมาใช้ในการศึกษา มีมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ที่สัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันเป็นส่วนใหญ่ โดยมีระดับความสัมพันธ์กันถึง 0.8988 หรือ 89.88 เปอร์เซ็นต์ เช่นเดียวกับกรณีความสัมพันธ์ของบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง ซึ่งมีระดับความสัมพันธ์ถึง 0.8734 หรือ 87.34 เปอร์เซ็นต์ สิ่งนี้แสดงให้เห็นว่ากลุ่มบริษัทที่มีขนาดใหญ่ จะมีสภาพคล่องในการซื้อขายอยู่ในระดับสูงด้วยเช่นเดียวกัน

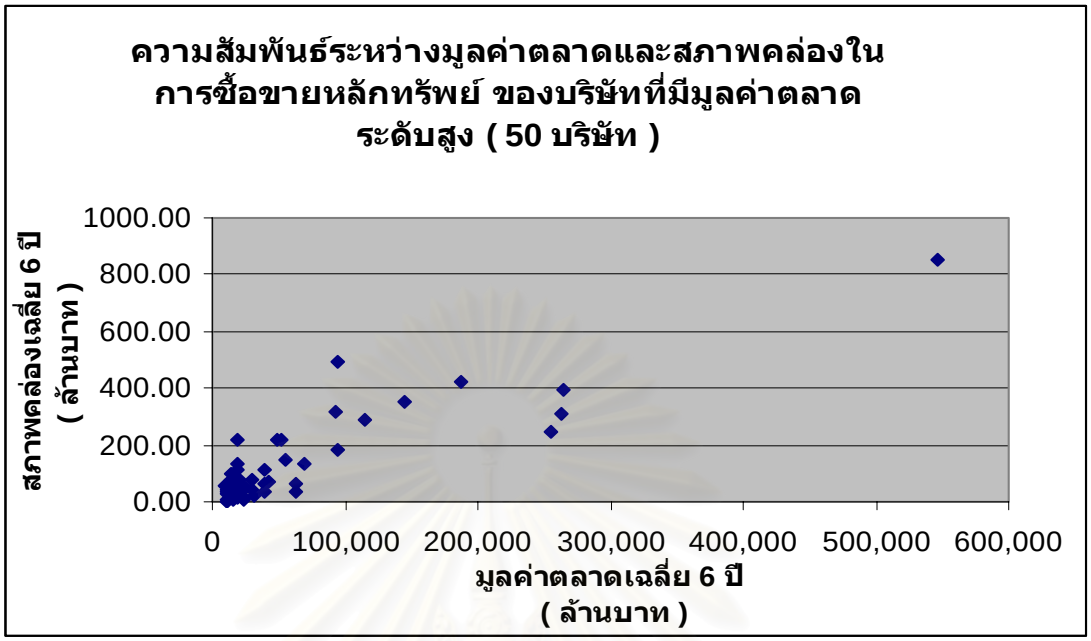
อย่างไรก็ตาม กลุ่มบริษัทที่มีขนาดกลางและขนาดเล็กกลับพบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์น้อยมาก โดยระดับความสัมพันธ์คิดเป็น 0.0933 (9.33 เปอร์เซ็นต์) และ 0.3517 (35.17 เปอร์เซ็นต์) เท่านั้น สิ่งนี้แสดงให้เห็นว่า กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง (บริษัทขนาดกลาง) อาจมีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์อยู่ในระดับสูงหรือระดับต่ำ ในขณะที่กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ (บริษัทขนาดเล็ก) อาจมีสภาพคล่องในการซื้อขายอยู่ในระดับกลางหรือระดับสูงได้ ดังนั้น ในกรณีของกลุ่มบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กโดยส่วนใหญ่แล้ว มูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ไม่จำเป็นต้องสัมพันธ์กันเสมอไป ซึ่งสามารถแสดงความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ในแต่ละกลุ่มบริษัทออกมาในรูปของแผนภาพ ดังต่อไปนี้

แผนภาพที่ 4.2 แผนภาพแสดงความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่อง ของทุกบริษัทที่ศึกษา



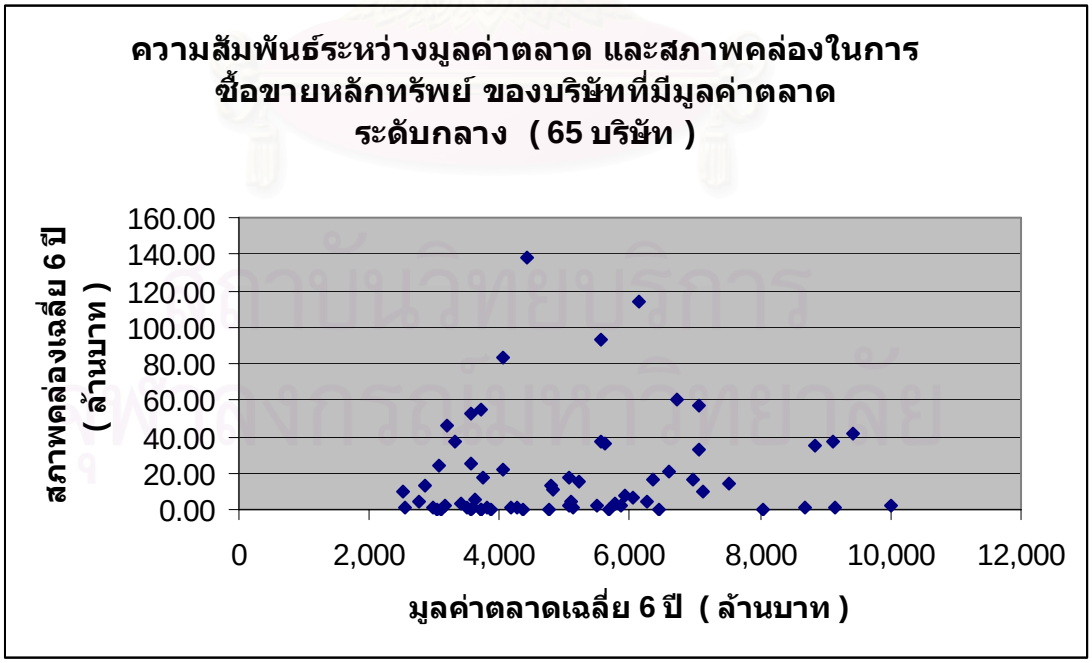
ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Excel

แผนภาพที่ 4.3 แผนภาพแสดงความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่อง ของบริษัทขนาดใหญ่



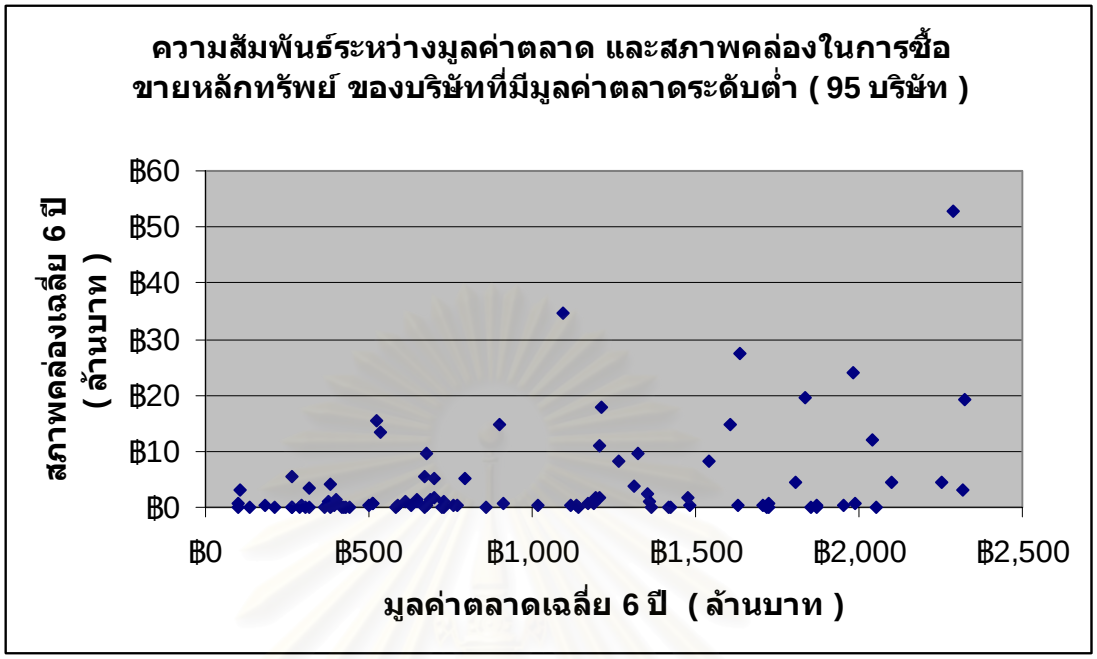
ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Excel

แผนภาพที่ 4.4 แผนภาพแสดงความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่อง ของบริษัทขนาดกลาง



ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Excel

แผนภาพที่ 4.5 แผนภาพแสดงความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่อง ของบริษัทขนาดเล็ก



ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Excel

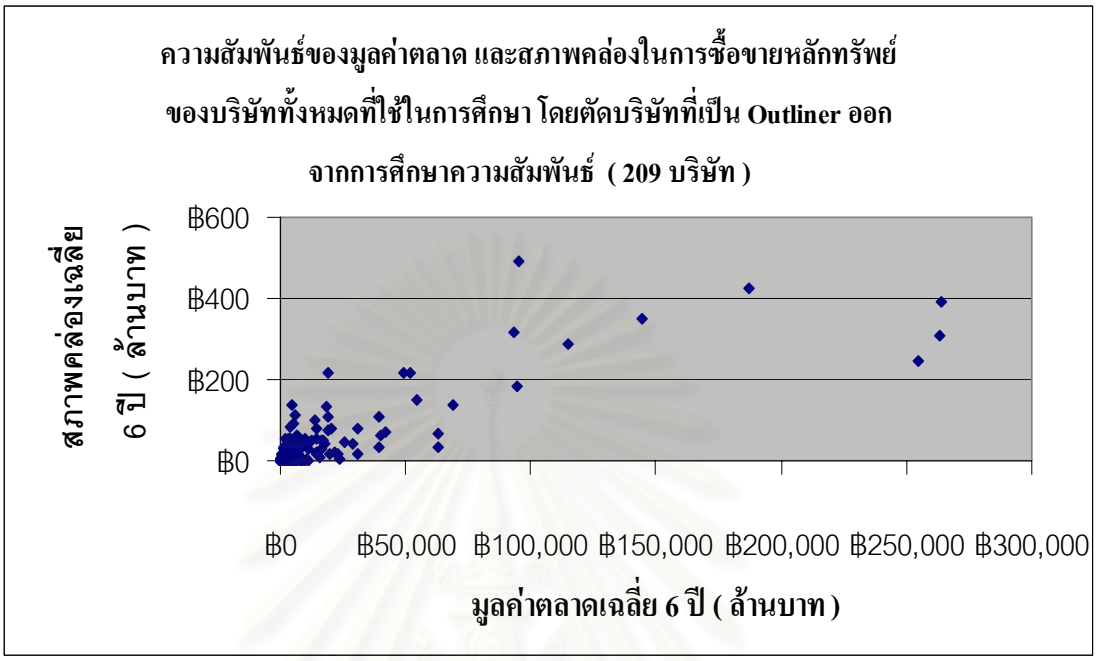
อย่างไรก็ตาม จากแผนภาพที่ 4.2 4.3 และ 4.5 เป็นที่น่าสังเกตว่าความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาด กับสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ยังไม่สามารถเห็นภาพได้อย่างชัดเจนเท่าที่ควร เนื่องจากมีบริษัทที่มีมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่อยู่ในระดับสูงมากๆ เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆในแผนภาพเดียวกัน จะทำให้แผนภาพที่แสดงความสัมพันธ์ออกมาไม่ชัดเจนเท่าที่ควร โดยบริษัทอื่นๆจะกระจุกตัวอยู่ทางด้านล่างซ้ายมือของแผนภาพแสดงความสัมพันธ์ (โดยเฉพาะแผนภาพที่ 4.2 และ 4.3) ดังนั้น การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาด กับสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ จะทำการตัดบริษัทที่มีมูลค่าตลาดและสภาพคล่องที่อยู่ในระดับสูงที่สุดของกลุ่ม (Outliner) ออกไป เพื่อให้แผนภาพความสัมพันธ์ที่ปรากฏมีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น

ตารางที่ 4.4 ตารางแสดงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าตลาด กับสภาพคล่องของบริษัทที่ทำการศึกษา (โดยตัดบริษัทที่เป็น Outliner ออกจากการศึกษาความสัมพันธ์)

จำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา โดยตัดบริษัทที่เป็น Outliner ออกจากการศึกษาความสัมพันธ์	บริษัททั้งหมด (209)	บริษัทมูลค่าตลาดระดับสูง (49)	บริษัทมูลค่าตลาดระดับต่ำ (94)
ระดับความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาด กับสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์	0.8237	0.7675	0.2877

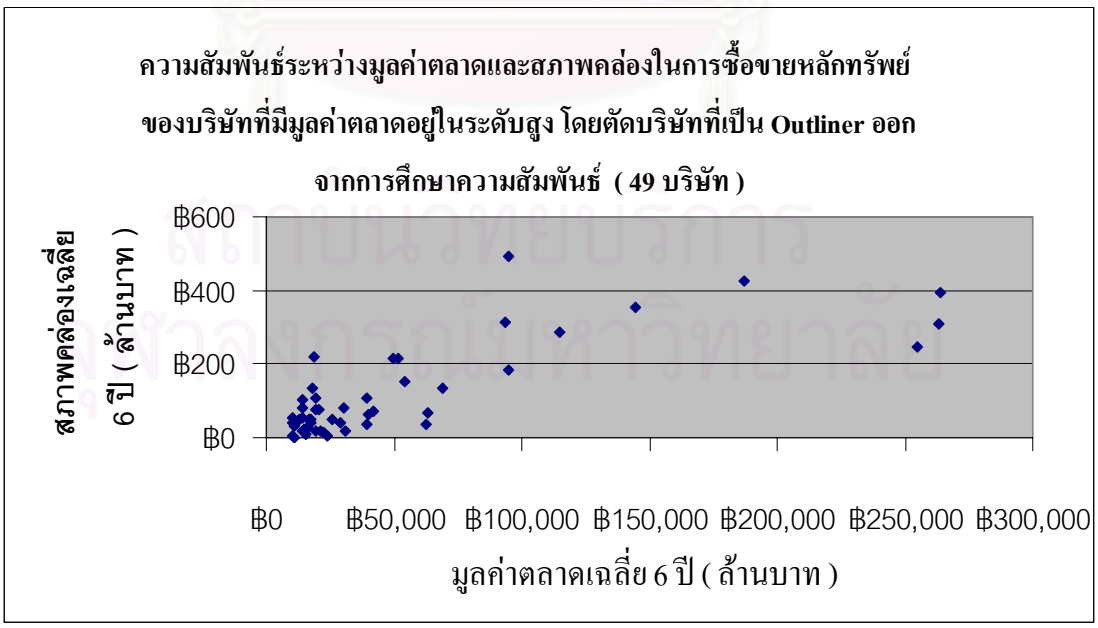
ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Excel

แผนภาพที่ 4.6 แผนภาพแสดงความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่อง ของทุกบริษัทที่ศึกษา (โดยตัดบริษัทที่เป็น Outliner ออกจากการศึกษาความสัมพันธ์)



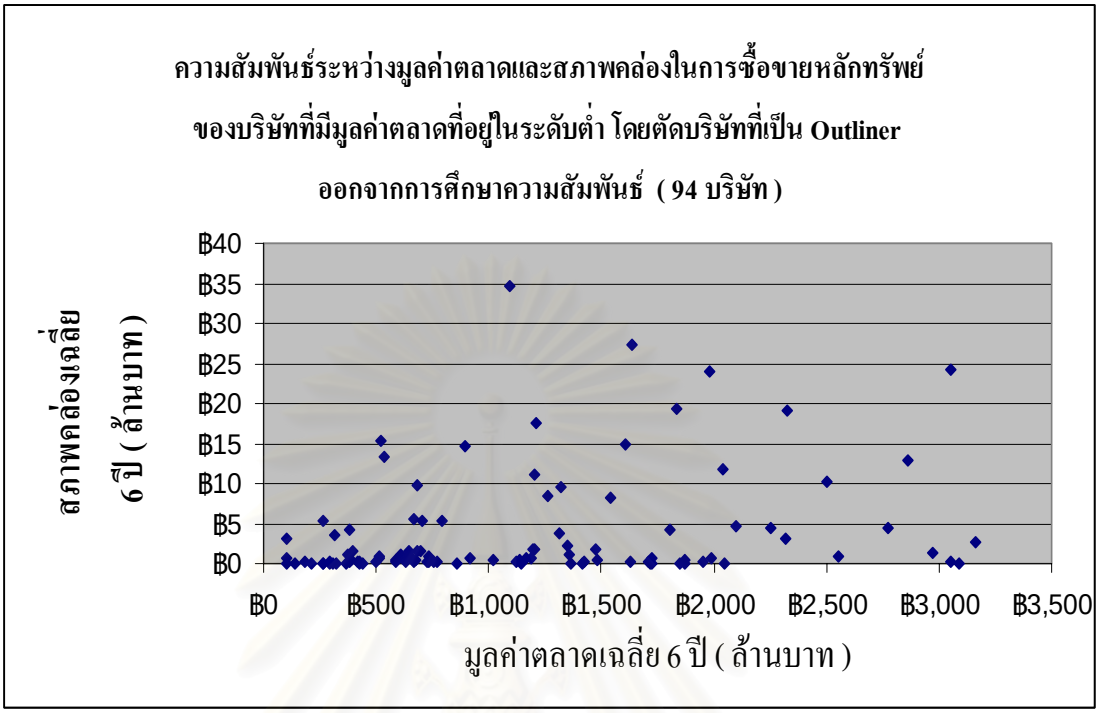
ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Excel

แผนภาพที่ 4.7 แผนภาพแสดงความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่อง ของบริษัทขนาดใหญ่ (โดยตัดบริษัทที่เป็น Outliner ออกจากการศึกษาความสัมพันธ์)



ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Excel

แผนภาพที่ 4.8 แผนภาพแสดงความสัมพันธ์ของมูลค่าตลาดและสภาพคล่อง ของบริษัทขนาดเล็ก (โดยตัดบริษัทที่เป็น Outliner ออกจากการศึกษาความสัมพันธ์)



ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Excel

4.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆที่ใช้ในการศึกษา

การวิเคราะห์สมการถดถอยของความสัมพันธ์ตัวแปรต่างๆที่ใช้ในการศึกษา ประกอบด้วยตัวแปรที่สำคัญ ดังนี้

FNP (Future Net Profit) หมายถึง ผลต่างระหว่าง ผลประกอบการของบริษัทปีที่ t กับผลประกอบการในปีที่ t-1 หารด้วยมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญในปีที่ -1 ซึ่งสามารถเขียนให้อยู่ในรูปของตัวแปรได้ดังนี้ $(E_t - E_{t-1}) / BV_{-1}$ (นำมาจากสมการที่ 9.1 c)

PNP (Present Net Profit) หมายถึง ผลต่างระหว่าง ผลประกอบการของบริษัทปีที่ 0 กับผลประกอบการในปีที่ -1 หารด้วยมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญในปีที่ -1 ซึ่งสามารถเขียนให้อยู่ในรูปของตัวแปรได้ ดังนี้ $(E_0 - E_{-1}) / BV_{-1}$ (นำมาจากสมการที่ 9.1 c)

ROE (Return on Equity) หมายถึง อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น โดยคำนวณได้จากผลกำไรสุทธิของบริษัท หารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น

IRD (Increasing Rate of Dividend Change) หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล กรณีที่บริษัทจ่ายเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อน

JRD (Decreasing Rate of Dividend Change) หมายถึง อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล กรณีที่บริษัทจ่ายลดลงเมื่อเทียบกับปีก่อน

สำหรับผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษา จะใช้โปรแกรม Eviews ในการคำนวณ โดยจะใช้รูปแบบ Fixed Effects เนื่องจากจำนวนบริษัทที่นำมาใช้ในการศึกษาครั้งนี้มีจำนวนมาก ประกอบกับจำนวนปีที่ใช้ในการศึกษามีปริมาณไม่มากนัก ซึ่งจะแยกผลการวิเคราะห์ออกเป็น 2 ส่วนที่สำคัญ ดังนี้

4.2.1 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆที่ใช้ในการศึกษา โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด (ขนาดของบริษัท)

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยของตัวแปรต่างๆในขั้นตอนแรกนั้น จะเป็นการแสดงผลการวิเคราะห์ในภาพรวมของกลุ่มบริษัททั้ง 3 กลุ่ม (มูลค่าตลาดระดับสูง / กลาง / ต่ำ) ในตารางที่ 4.5 และ 4.6 โดยผลการศึกษาได้มาจากการวิเคราะห์สมการถดถอยของแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาทั้ง 3 กลุ่ม ดังนี้

1) แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา กรณีกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดอยู่ในระดับสูง

$$(E_{t,M1} - E_{t-1,M1}) / BV_{-1,M1} = \alpha_{0,M1} + \alpha_{1,M1} I_{0,M1} R\Delta D_{0,M1} + \alpha_{2,M1} J_{0,M1} R\Delta D_{0,M1} + \alpha_{3,M1} ROE_{t-1,M1} + \alpha_{4,M1}(E_{0,M1} - E_{-1,M1}) / BV_{-1,M1} + \varepsilon_{t,M1}$$

2) แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา กรณีกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดอยู่ในระดับกลาง

$$(E_{t,M2} - E_{t-1,M2}) / BV_{-1,M2} = \alpha_{0,M2} + \alpha_{1,M2} I_{0,M2} R\Delta D_{0,M2} + \alpha_{2,M2} J_{0,M2} R\Delta D_{0,M2} + \alpha_{3,M2} ROE_{t-1,M2} + \alpha_{4,M2}(E_{0,M2} - E_{-1,M2}) / BV_{-1,M2} + \varepsilon_{t,M2}$$

3) แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา กรณีกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดอยู่ในระดับต่ำ

$$(E_{t,M3} - E_{t-1,M3}) / BV_{-1,M3} = \alpha_{0,M3} + \alpha_{1,M3} I_{0,M3} R\Delta D_{0,M3} + \alpha_{2,M3} J_{0,M3} R\Delta D_{0,M3} + \alpha_{3,M3} ROE_{t-1,M3} + \alpha_{4,M3}(E_{0,M3} - E_{-1,M3}) / BV_{-1,M3} + \varepsilon_{t,M3}$$

ตารางที่ 4.5 ผลการประมาณค่าผลประกอบการในอนาคตระยะ 1 ปีข้างหน้า โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด (ขนาดของบริษัท)

ตัวแปรอิสระต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษา	กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดในระดับสูง	กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดในระดับกลาง	กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดในระดับต่ำ
IRD	0.4966	6.0984	16.4787*
(T-stat)	(0.0456)	(1.0778)	(2.7963)
JRD	5.9936	12.4929	13.1772*
(T-stat)	(0.1050)	(1.1386)	(2.1658)
ROE	-12.8452*	-4.3462*	0.3737
(T-stat)	(-2.4332)	(-4.6268)	(0.5077)
PNP	-0.0427	0.2127	-0.0750
(T-stat)	(-0.6237)	(1.2128)	(-0.2113)
Observations	200	260	380
R-Square Adjusted	0.1040	0.4643	0.2007

ตารางที่ 4.6 ผลการประมาณค่าผลประกอบการในอนาคตระยะ 2 ปีข้างหน้า โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด (ขนาดของบริษัท)

ตัวแปรอิสระต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษา	กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดในระดับสูง	กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดในระดับกลาง	กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดในระดับต่ำ
IRD	-1.9438	3.4033	0.6523
(T-stat)	(-0.2316)	(1.0112)	(0.1560)
JRD	1.1011	-1.8969	-0.9102
(T-stat)	(0.0168)	(-0.2924)	(-0.0923)
ROE	-15.3237*	-4.4540*	-0.1477
(T-stat)	(-2.7051)	(-2.7799)	(-0.8060)
PNP	0.4399	-0.0001	0.0930
(T-stat)	(0.9990)	(-0.0062)	(0.8566)
Observations	150	195	285
R-Square Adjusted	0.9787	0.7343	0.2058

ที่มา: จากการคำนวณโดยใช้โปรแกรม Eviews

หมายเหตุ: * หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 %

ขั้นต่อมา จะเป็นผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งแบ่งตามมูลค่าตลาด โดยแยกออกเป็น 3 หัวข้อย่อยๆประกอบด้วย ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของ (1) การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัท (2) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น กับผลประกอบการในอนาคต (3) ผลประกอบการในปัจจุบันกับผลประกอบการในอนาคต

4.2.1.1 ผลการวิเคราะห์การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัท โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด (ขนาดของบริษัท)

จากผลการศึกษาเรื่อง การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตนั้น ได้แบ่งกลุ่มที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 3 กลุ่ม ประกอบด้วย กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง / ระดับกลาง / ระดับต่ำ ตามลำดับ ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของแต่ละกลุ่มได้แสดงผลออกมาในตารางที่ 4.7 และ 4.8 ดังนี้

ตารางที่ 4.7 การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัทในระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด

กลุ่มบริษัทต่างๆ	Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง	IRD	0.4966	0.0456	0.9637
	JRD	5.9936	0.1050	0.9165
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง	IRD	6.0984	1.0778	0.2830
	JRD	12.4929	1.1386	0.2568
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ	IRD	16.4787	2.7963	0.0056
	JRD	13.1772	2.1658	0.0313

ตารางที่ 4.8 การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัทในระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด

กลุ่มบริษัทต่างๆ	Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง	IRD	-1.9438	-0.2316	0.8175
	JRD	1.1011	0.0168	0.9866
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง	IRD	3.4033	1.0112	0.3147
	JRD	-1.8969	-0.2924	0.7707
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ	IRD	0.6523	0.1560	0.8762
	JRD	-0.9102	-0.0923	0.9266

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

นอกจากนั้น การศึกษาในครั้งนี้ยังได้ทำการทดสอบ สมมติฐานค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล กรณีจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น (α_1) กับกรณีการจ่ายเงินปันผลลดลง (α_2) ของกลุ่มบริษัทต่างๆที่ทำการศึกษา โดยใช้วิธี Wald – Coefficient Test ดังนี้

ตารางที่ 4.9 การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาดทั้งในระยะ 1 ปีข้างหน้า (t=1) และในระยะ 2 ปีข้างหน้า (t=2)

กลุ่มบริษัทต่างๆ (แบ่งตามมูลค่าตลาด)	ค่า Prob จากการทดสอบ กรณีระยะสั้น (t = 1)	ค่า Prob จากการทดสอบ กรณีระยะยาว (t = 2)
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง	0.9238	0.9732
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง	0.4803	0.6569
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ	0.2648	0.9175

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

ในตารางที่ 4.7 4.8 และ 4.9 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยในการศึกษาถึง การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัท และการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ทั้งในกรณีระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) และในกรณีระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด จากผลการศึกษาที่ออกมาพบว่า

1. ในกรณีของการส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) นั้น พบว่าบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูงและระดับกลาง (บริษัทขนาดใหญ่และขนาดกลาง) ไม่พบการส่งสัญญาณของเงินปันผล ต่อผลประกอบการในอนาคต แต่ในกรณีของบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ (บริษัทขนาดเล็ก) การจ่ายเงินปันผลของบริษัทส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้ ซึ่งผลการศึกษาที่ออกมาตรงกับงานวิจัยของ Kao and Wu (1994) ที่กล่าวว่า มูลค่าตลาด (ขนาดของบริษัท) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคต

สาเหตุที่ผลการศึกษาออกมาในลักษณะนี้ เนื่องจาก บริษัทขนาดใหญ่และขนาดกลางถือเป็นบริษัทที่นักวิเคราะห์และนักลงทุนทั่วไปให้ความสนใจและติดตามข่าวสารของบริษัทตลอดเวลา รวมถึงช่องทางในการส่งข้อมูลข่าวสารจากบริษัทไปยังนักลงทุนทั่วไปมี

หลายช่องทาง ทำให้ผู้บริหารของบริษัทไม่มีความจำเป็นที่จะต้องใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณถึงผลประกอบการในอนาคต

ในทางตรงกันข้าม การจ่ายเงินปันผลของกลุ่มบริษัทขนาดเล็กกลับส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้ไม่ได้เป็นที่ติดตามของนักวิเคราะห์และนักลงทุนทั่วไป ทำให้ผู้บริหารของบริษัทมีข้อมูลของบริษัทมากกว่านักลงทุนทั่วไปอย่างชัดเจน ผลที่ตามมาก็คือ เกิดปัญหาข้อมูลอสมมาตร (Asymmetry Information) ผู้บริหารของบริษัทจึงจำเป็นต้องส่งข้อมูลผ่านทาง การจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นช่องทางเดียวในการส่งสัญญาณเกี่ยวกับข้อมูลในอนาคตของบริษัท เพื่อให้นักลงทุนทั่วไปรับรู้ และไม่ให้เกิดปัญหาข้อมูลอสมมาตร

2. ในกรณี การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) นั้น ไม่พบการส่งสัญญาณของเงินปันผล ต่อผลประกอบการในอนาคต ซึ่งผลการศึกษาที่ออกมาตรงกับงานวิจัยของ Tian , Zhang and Cao (2006) ที่กล่าวว่า ผู้บริหารของบริษัทได้ประเมินถึงผลประกอบการในอนาคตของบริษัทเพียงช่วงระยะเวลา 1 ปีข้างหน้าเท่านั้น เนื่องจากว่าการประเมินผลประกอบการในอนาคตระยะตั้งแต่ 2 ปีขึ้นไปจำเป็นที่จะต้องใช้ปัจจัยที่สำคัญอื่นๆ มาใช้ประกอบในการคาดการณ์ด้วย

3. จากผลการทดสอบสมมติฐาน การเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล กรณีจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น (α_1) กับกรณีการจ่ายเงินปันผลลดลง (α_2) พบว่า กลุ่มบริษัททั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา ในกรณีแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด ยอมรับสมมติฐาน (α_1 น้อยกว่าหรือเท่ากับ α_2) เนื่องจากผลการศึกษาที่ออกมาของทุกกลุ่มบริษัท (ค่า Prob) มีค่ามากกว่า 0.05 สิ่งนี้แสดงให้เห็นว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของกรณีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน (α_1) มีค่าน้อยกว่าหรือเท่ากับ ค่าสัมประสิทธิ์ของกรณีการจ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน (α_2)

ผลการศึกษาที่ออกมาตรงกับงานวิจัยของ Tian , Zhang และ Cao (2006) ที่ได้กล่าวว่า สาเหตุที่ผลการศึกษาออกมาลักษณะนี้เนื่องจาก โดยทั่วไปแล้วผู้บริหารของบริษัทจะไม่ลดเงินปันผลที่จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นถ้าไม่มีความจำเป็นจริงๆ ซึ่งการที่บริษัทยอมตัดเงินปันผลลดลงนั้น ย่อมแสดงถึงข่าวที่ไม่ดีของบริษัท และมีความเป็นไปได้ที่ผู้บริหารของบริษัทได้ประเมินผลประกอบการในอนาคตออกมา โดยการที่ผลประกอบการในอนาคตมีแนวโน้มตกต่ำนั้น ผู้บริหารจำเป็นต้องยอมลดการจ่ายเงินปันผลลง เพื่อนำเงินส่วนหนึ่งมาใช้ในการช่วยเหลือสถานะทางการเงินของบริษัทให้กิจการสามารถดำเนินต่อไปได้ ด้วยเหตุนี้ ค่าสัมประสิทธิ์ของกรณีการจ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน (α_2) จึงมีค่ามากกว่า กรณีของการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน (α_1)

4.2.1.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น กับผลประกอบการในอนาคตของบริษัท โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด

จากผลการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนของผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น กับผลประกอบการในอนาคตของบริษัทนั้น ได้แบ่งกลุ่มที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 3 กลุ่ม ประกอบด้วย กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง / ระดับกลาง / ระดับต่ำ ตามลำดับ ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของแต่ละกลุ่มมีผลออกมาดังนี้

ตารางที่ 4.10 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ปีที่ t = 0) กับผลประกอบการในอนาคต (ปีที่ t = 1) แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด

กลุ่มบริษัทต่างๆ	Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง	ROE	-12.8452	-2.4332	0.0165
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง	ROE	-4.3462	-4.6268	0.0000
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ	ROE	0.3737	0.5077	0.6121

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

ตารางที่ 4.11 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (ปีที่ t = 1) กับผลประกอบการในอนาคต (ปีที่ t = 2) แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด

กลุ่มบริษัทต่างๆ	Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง	ROE	-15.3237	-2.7051	0.0085
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง	ROE	-4.4540	-2.7799	0.0066
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ	ROE	-0.1477	-0.8060	0.4216

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

ในตารางที่ 4.10 และ 4.11 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยในการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น กับผลประกอบการในอนาคตของบริษัท โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด จากผลการศึกษาที่ออกมา พบว่า

1. อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นในกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูงและระดับกลาง (บริษัทขนาดใหญ่และขนาดกลาง) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลประกอบการในอนาคตของบริษัท โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -12.8452 และ -4.3462 ในกรณีปีที่ t =1 และมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -15.3237 และ -4.4540 ในกรณีปีที่ t = 2 ซึ่งผลการศึกษาที่ออกมาตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และตรงกับผลงานวิจัยของ Freeman , Ohlson and Penman (1982) สาเหตุที่ผลการศึกษาออกมาเป็นลักษณะนี้เนื่องมาจาก บริษัทขนาดใหญ่และขนาดกลางถือเป็นบริษัทที่นักวิเคราะห์และนักลงทุนทั่วไปให้ความสนใจและติดตามผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างต่อเนื่อง การที่อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ลดลง แสดงให้เห็นถึงบริษัทมีความสามารถในการทำผลกำไรจากเงินทุนลดลง ทำให้กลุ่มผู้บริหารของบริษัทมีความจำเป็นต้องเร่งขยายกิจการของบริษัทให้พัฒนามากขึ้นกว่าเดิม และเพิ่มโครงการลงทุนที่สร้างผลกำไรให้กับบริษัทในปริมาณที่สูงขึ้น เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน ซึ่งติดตามข่าวสารและข้อมูลต่างๆของบริษัทอยู่ตลอดเวลา ทำให้ผลประกอบการในอนาคตดีขึ้นตามลำดับ เนื่องจากหากผู้บริหารยังคงปล่อยให้บริษัทมีผลประกอบการในอนาคตตกต่ำลงนั้น อาจมีความเป็นไปได้ที่ผู้บริหารของบริษัทจะถูกเลิกจ้างในเวลาต่อมา ในทางตรงกันข้าม การที่อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้น อาจเกิดจากการที่ผลกำไรสุทธิในปีปัจจุบันไม่เปลี่ยนแปลง แต่ส่วนของผู้ถือหุ้นกลับมีขนาดลดลง ทำให้บริษัทมีเงินทุนนำไปใช้ในการลงทุนในโครงการใหม่ๆได้น้อยลง เป็นผลทำให้ผลประกอบการในอนาคตลดลงตามลำดับ

2. กรณีบริษัทที่มีมูลค่าตลาดอยู่ในระดับต่ำ (บริษัทขนาดเล็ก) กลับไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับผลประกอบการในอนาคตของบริษัท ทั้งในกรณีปีที่ t = 1 และ ปีที่ t = 2 แต่อย่างใด สาเหตุที่ผลการศึกษาออกมาเป็นแบบนี้ เนื่องจากกลุ่มบริษัทเหล่านี้ไม่ได้เป็นที่ติดตามอย่างสม่ำเสมอของนักลงทุนเหมือนกรณีของบริษัทที่มีขนาดกลางและขนาดใหญ่ ทำให้ผู้บริหารของบริษัทไม่เกิดความกดดันเหมือนกรณีของบริษัทขนาดใหญ่ ที่มีนักวิเคราะห์หลักทรัพย์และนักลงทุนทั่วไปให้ความสนใจและติดตามผลการดำเนินงานของบริษัทอยู่ตลอดเวลา ดังนั้น การที่บริษัทมีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นที่ลดลง (เพิ่มขึ้น) ก็ไม่ได้หมายความว่าผลประกอบการในอนาคตจะเพิ่มขึ้น (ลดลง) แต่อย่างใด

4.2.1.3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคตของบริษัท โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด

จากผลการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคตของบริษัทนั้น ได้แบ่งกลุ่มที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 3 กลุ่ม ประกอบด้วย กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง / ระดับกลาง / ระดับต่ำ ตามลำดับ ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรในแต่ละกลุ่มมีผลออกมาดังนี้

ตารางที่ 4.12 ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคตในระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด

กลุ่มบริษัทต่างๆ	Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง	PNP	-0.0424	-0.6237	0.5340
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง	PNP	0.2127	1.2128	0.2272
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ	PNP	-0.0750	-0.2113	0.8328

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

ตารางที่ 4.13 ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคตในระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด

กลุ่มบริษัทต่างๆ	Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง	PNP	0.4399	0.9990	0.3212
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับกลาง	PNP	-0.0001	-0.0062	0.9950
กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับต่ำ	PNP	0.0930	0.8566	0.3931

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

ผลการศึกษาที่ออกมาปรากฏว่า ผลประกอบการในปีปัจจุบันของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดระดับสูง ระดับกลาง และระดับต่ำ (ทุกขนาดบริษัท) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคตทั้งในกรณีระยะ 1 ปีข้างหน้า (ปีที่ t = 1) และกรณีระยะ 2 ปีข้างหน้า (ปีที่ t = 2) ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ได้ตั้งเอาไว้ สาเหตุที่ผลการศึกษาออกมาเป็นลักษณะนี้ เนื่องจากปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัท ไม่ได้เกิดจากผลกำไรหรือเงินทุนสะสมในปีที่ผ่านมาเท่านั้น แต่ยังอาจเกิดจากปัจจัยอื่นๆที่สำคัญ อาทิ สภาพเศรษฐกิจในช่วงเวลาดังกล่าว ต้นทุนต่างๆที่ใช้ในการดำเนินงาน ความสามารถในการแข่งขันกับบริษัทคู่แข่งทางการค้า รวมถึงประสิทธิภาพในการบริหารงานและความสามารถในการพัฒนาองค์กรของผู้บริหารของบริษัทด้วย ทำให้ผลประกอบการในอนาคตไม่มีความจำเป็นต้องผันแปรไปตามผลประกอบการในปัจจุบันแต่อย่างใด ดังนั้น จากผลการศึกษาทำให้สามารถสรุปได้ว่าผลประกอบการในปีปัจจุบันไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคต ทั้งในระยะสั้นและระยะยาวแต่อย่างใด

จากผลการศึกษาทั้งหมดที่ได้กล่าวเอาไว้ข้างต้น ทำให้สามารถกล่าวได้ว่า มูลค่าตลาด หรือ ขนาดของบริษัท (Size Effect) ส่งผลต่อ การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) และส่งผลต่อ ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับผลประกอบการในอนาคต อย่างไรก็ตาม ผลกระทบจากขนาดของบริษัท (Size Effect) ไม่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปัจจุบันกับผลประกอบการในอนาคตแต่อย่างใด

4.2.2 การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆที่ใช้ในการศึกษา โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยของตัวแปรต่างๆในขั้นตอนแรกนั้น จะเป็นการแสดงผลการวิเคราะห์ในภาพรวมของกลุ่มบริษัททั้ง 3 กลุ่ม (สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่อยู่ในระดับสูง / กลาง / ต่ำ) ในตารางที่ 4.14 และ 4.15 โดยผลการศึกษาได้มาจากการวิเคราะห์สมการถดถอยของแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาทั้ง 3 กลุ่ม ดังนี้

1) แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา กรณีกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่อยู่ในระดับสูง

$$(E_{t,L1} - E_{t-1,L1}) / BV_{-1,L1} = \alpha_{0,L1} + \alpha_{1,L1} I_{0,L1} R\Delta D_{0,L1} + \alpha_{2,L1} J_{0,L1} R\Delta D_{0,L1} + \alpha_{3,L1} ROE_{t-1,L1} + \alpha_{4,L1} (E_{0,L1} - E_{-1,L1}) / BV_{-1,L1} + \varepsilon_{t,L1}$$

2) แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา กรณีกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่อยู่ในระดับกลาง

$$(E_{t,L2} - E_{t-1,L2}) / BV_{-1,L2} = \alpha_{0,L2} + \alpha_{1,L2} I_{0,L2} R\Delta D_{0,L2} + \alpha_{2,L2} J_{0,L2} R\Delta D_{0,L2} + \alpha_{3,L2} ROE_{t-1,L2} + \alpha_{4,L2}(E_{0,L2} - E_{-1,L2}) / BV_{-1,L2} + \varepsilon_{t,L2}$$

3) แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา กรณีกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่อยู่ในระดับต่ำ

$$(E_{t,L3} - E_{t-1,L3}) / BV_{-1,L3} = \alpha_{0,L3} + \alpha_{1,L3} I_{0,L3} R\Delta D_{0,L3} + \alpha_{2,L3} J_{0,L3} R\Delta D_{0,L3} + \alpha_{3,L3} ROE_{t-1,L3} + \alpha_{4,L3}(E_{0,L3} - E_{-1,L3}) / BV_{-1,L3} + \varepsilon_{t,L3}$$

ตารางที่ 4.14 ผลการประมาณค่าผลประกอบการในอนาคตระยะ 1 ปีข้างหน้า โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

ตัวแปรอิสระต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษา	กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในระดับสูง	กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในระดับกลาง	กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในระดับต่ำ
IRD	-5.9056	6.3228	2.0935*
(T-stat)	(-0.6199)	(1.2367)	(2.6103)
JRD	3.0793	-5.6138	1.6170*
(T-stat)	(0.0362)	(-0.6039)	(8.3916)
ROE	-6.8682*	-1.1164*	-0.0018
(T-stat)	(-3.0547)	(-2.0485)	(-0.0405)
PNP	-0.2191	-0.2271	0.0251
(T-stat)	(-1.0362)	(-0.9660)	(0.2612)
Observations	360	192	288
R-Square Adjusted	0.0587	0.0144	0.3044

ที่มา: จากการคำนวณโดยใช้โปรแกรม Eviews

หมายเหตุ: * หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 %

ตารางที่ 4.15 ผลการประมาณค่าผลประกอบการในอนาคตระยะ 2 ปีข้างหน้า โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

ตัวแปรอิสระต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษา	กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในระดับสูง	กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในระดับกลาง	กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในระดับต่ำ
IRD (T-stat)	0.0534 (0.0111)	-1.7344 (-0.6295)	-0.1538 (-0.3049)
JRD (T-stat)	-13.2577 (-0.2518)	-1.0845 (-0.7723)	-0.0713 (-0.0639)
ROE (T-stat)	-8.4151* (-2.1511)	-0.2365* (-2.2165)	-0.0152 (-0.1534)
PNP (T-stat)	-0.3368 (-0.8868)	0.1355 (1.1753)	-0.2651 (-0.6807)
Observations	270	144	216
R-Square Adjusted	0.0968	0.0982	0.2106

ที่มา: จากการคำนวณโดยใช้โปรแกรม Eviews

หมายเหตุ: * หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่น 95 %

ขั้นต่อมา จะเป็นผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรต่างๆที่ใช้ในการศึกษา ซึ่งแบ่งตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยแยกออกเป็น 3 หัวข้อย่อยๆประกอบด้วย ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของ (1) การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัท (2) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น กับผลประกอบการในอนาคต (3) ผลประกอบการในปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคต

4.2.2.1. ผลการวิเคราะห์การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัท โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

จากผลการศึกษาเรื่อง การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตนั้น ได้แบ่งกลุ่มที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 3 กลุ่ม ประกอบด้วย กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับสูง / ระดับกลาง / ระดับต่ำ ตามลำดับ ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของแต่ละกลุ่มได้แสดงผลออกมาในตารางที่ 4.16 และ 4.17 ดังนี้

ตารางที่ 4.16 การส่งสัญญาณของเงินปันผล ต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัทระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

กลุ่มบริษัทต่างๆ	Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับสูง	IRD	-5.9056	-0.6199	0.5362
	JRD	3.0793	0.0362	0.9711
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับกลาง	IRD	6.3228	1.2367	0.2186
	JRD	-5.6138	-0.6039	0.5470
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับต่ำ	IRD	2.0935	2.6103	0.0097
	JRD	1.6170	8.3916	0.0000

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

ตารางที่ 4.17 การส่งสัญญาณของเงินปันผล ต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัทระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

กลุ่มบริษัทต่างๆ	Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับสูง	IRD	0.0534	0.0111	0.9911
	JRD	-13.2577	-0.2518	0.8018
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับกลาง	IRD	-1.7344	-0.6295	0.5309
	JRD	-1.0845	-0.7723	0.4424
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับต่ำ	IRD	-0.1538	-0.3049	0.7609
	JRD	-0.0713	-0.0639	0.9491

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

นอกจากนั้น การศึกษาในครั้งนี้ยังได้ทำการทดสอบ สมมติฐานค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล กรณีจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น (α_1) กับกรณีการจ่ายเงินปันผลลดลง (α_2) ของกลุ่มบริษัทต่างๆที่ทำการศึกษา โดยใช้วิธี Wald – Coefficient Test ดังนี้

ตารางที่ 4.18 ตารางแสดงผลการศึกษา การทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ทั้งในระยะ 1 ปีข้างหน้า (t=1) และในระยะ 2 ปีข้างหน้า (t=2)

กลุ่มบริษัทต่างๆ (แบ่งตามสภาพคล่อง)	ค่า Prob จากการทดสอบ กรณีระยะสั้น (t = 1)	ค่า Prob จากการทดสอบ กรณีระยะยาว (t = 2)
กลุ่มบริษัทที่มี สภาพคล่องระดับสูง	0.9421	0.8072
กลุ่มบริษัทที่มี สภาพคล่องระดับกลาง	0.4583	0.9023
กลุ่มบริษัทที่มี สภาพคล่องระดับต่ำ	0.1292	0.9967

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

ในตารางที่ 4.16 4.17 และ 4.18 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยในการศึกษาถึง การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัท และการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ทั้งในกรณีระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) และในกรณีระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) โดยแบ่งกลุ่มบริษัทที่ใช้ในการศึกษาตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ จากผลการศึกษาที่ออกมา พบว่า

1. ในกรณีของการส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) นั้น พบว่าการจ่ายเงินปันผลของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับกลางและระดับสูงไม่ได้ส่งสัญญาณถึงผลประกอบการในอนาคตของบริษัท แต่ในกรณีของบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับต่ำ กลับพบการส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคต ซึ่งในกรณีของบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายอยู่ในระดับต่ำนั้น ผลการศึกษาที่ออกมาตรงกับงานวิจัยของ Gonzalez and Zamudio (2005) ที่กล่าวว่า บริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ต่ำสามารถใช้เงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้

   สาเหตุที่บริษัทที่มีสภาพคล่องอยู่ในระดับต่ำ สามารถในการใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้ เนื่องจากกลุ่มบริษัทเหล่านี้ไม่ได้เป็นที่ติดตามของนักวิเคราะห์และนักลงทุนทั่วไป ทำให้ผู้บริหารของบริษัทมีข้อมูลของบริษัทมากกว่านักลงทุนทั่วไปอย่างชัดเจน ผลที่ตามมาก็คือ เกิดปัญหาข้อมูลอสมมาตร (Asymmetry Information) โดยบริษัทที่ไม่ได้เป็นที่สนใจของนักลงทุนทั่วไปจะมีช่องทางใน

การส่งข้อมูลไม่มากนัก ผู้บริหารของบริษัทจึงจำเป็นต้องส่งข้อมูลผ่านทางการจ่ายเงินปันผล ซึ่งเป็นช่องทางเดียวในการส่งสัญญาณเกี่ยวกับข้อมูลในอนาคตของบริษัท เพื่อให้นักลงทุนทั่วไปได้รับรู้รายละเอียดเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของบริษัท และป้องกันไม่ให้ปัญหาข้อมูลอสมมาตรเกิดขึ้นตามมา

2. ในกรณี การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) นั้น ไม่พบการส่งสัญญาณของเงินปันผลของกลุ่มบริษัททุกขนาด ต่อผลประกอบการในอนาคต เช่นเดียวกับผลการศึกษากรณีการแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด ผลการศึกษาที่ออกมาตรงกับงานวิจัยของ Tian , Zhang and Cao (2006) ที่กล่าวว่า ผู้บริหารของบริษัทได้ประเมินถึงผลประกอบการในอนาคตของบริษัทเพียงช่วงระยะเวลาสั้นๆเท่านั้น เนื่องจากว่าการประเมินผลประกอบการในอนาคตระยะยาวจำเป็นที่จะต้องใช้ปัจจัยที่สำคัญอื่นๆ มาใช้ประกอบในการคาดการณ์ด้วย

3. จากผลการทดสอบสมมติฐาน การเปรียบเทียบค่าสัมประสิทธิ์ของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล กรณีจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น (α_1) กับกรณีการจ่ายเงินปันผลลดลง (α_2) พบว่า กลุ่มบริษัททั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา ในกรณีแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ยอมรับสมมติฐาน (α_1 น้อยกว่าหรือเท่ากับ α_2) เนื่องจากผลการศึกษาที่ออกมาของทุกกลุ่มบริษัท (ค่า Prob) มีค่ามากกว่า 0.05 สิ่งนี้แสดงให้เห็นว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของกรณีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน (α_1) มีค่าน้อยกว่าหรือเท่ากับ ค่าสัมประสิทธิ์ของกรณีการจ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน (α_2)

ผลการศึกษาที่ออกมาตรงกับงานวิจัยของ Tian , Zhang และ Cao (2006) ที่ได้กล่าวว่า สาเหตุที่ผลการศึกษาออกมาลักษณะนี้เนื่องจาก โดยทั่วไปแล้วผู้บริหารของบริษัทจะไม่ลดเงินปันผลที่จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นถ้าไม่มีความจำเป็นจริงๆ ซึ่งการที่บริษัทยอมตัดเงินปันผลลดลงนั้น ย่อมแสดงถึงข่าวที่ไม่ดีของบริษัท และมีความเป็นไปได้ที่ผู้บริหารของบริษัทได้ประเมินผลประกอบการในอนาคตออกมา โดยการที่ผลประกอบการในอนาคตมีแนวโน้มตกต่ำนั้น ผู้บริหารจำเป็นต้องยอมลดการจ่ายเงินปันผลลง เพื่อนำเงินส่วนหนึ่งมาใช้ในการช่วยเหลือสถานะทางการเงินของบริษัทให้กิจการสามารถดำเนินต่อไปได้ ด้วยเหตุนี้ ค่าสัมประสิทธิ์ของกรณีการจ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน (α_2) จึงมีค่ามากกว่า กรณีของการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน (α_1)

ดังนั้น ผลการศึกษาที่ออกมาสามารถสรุปได้ว่าการจ่ายเงินปันผลของบริษัทส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตของบริษัทได้ ในกรณีที่บริษัทเหล่านั้นเป็นบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายอยู่ในระดับต่ำเท่านั้น แต่ไม่พบการส่งสัญญาณของเงินปันผลในกรณีที่

บริษัทเหล่านั้นเป็นบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายอยู่ในระดับกลางและระดับสูง เนื่องจากผู้บริหารของบริษัทมีช่องทางในการส่งข้อมูลข่าวสารของบริษัทเป็นจำนวนมาก

4.2.2.2. ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น กับผลประกอบการในอนาคตของบริษัท โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

จากผลการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนของผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น กับผลประกอบการในอนาคตของบริษัทนั้น ได้แบ่งกลุ่มที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 3 กลุ่ม ประกอบด้วย กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับสูง / ระดับกลาง / ระดับต่ำ ตามลำดับ ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของแต่ละกลุ่มมีผลออกมาดังนี้

ตารางที่ 4.19 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (t = 0) กับผลประกอบ การในอนาคต (t = 1) แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

กลุ่มบริษัทต่างๆ	Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับ**สูง**	ROE	-6.8682	-3.0547	0.0027
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับ**กลาง**	ROE	-1.1164	-2.0485	0.0427
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับ**ต่ำ**	ROE	-0.0018	-0.0405	0.9677

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

ตารางที่ 4.20 ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (t = 1) กับผลประกอบการในอนาคต (t = 2) แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

กลุ่มบริษัทต่างๆ	Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับ**สูง**	ROE	-8.4151	-2.1511	0.0346
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับ**กลาง**	ROE	-0.2365	-2.2165	0.0297
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับ**ต่ำ**	ROE	-0.0152	-0.1534	0.8783

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

ในตารางที่ 4.19 และ 4.20 แสดงผลการวิเคราะห์สมการถดถอยในการศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น กับผลประกอบการในอนาคตของบริษัท โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ จากผลการศึกษาที่ออกมา พบว่า

1. อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นในกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องการซื้อขายอยู่ในระดับสูงและระดับกลาง มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับผลประกอบการในอนาคตของบริษัท โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -6.8682 และ -1.1164 ในกรณีปีที่ t =1 และมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -8.4151 และ -0.2365 ในกรณีปีที่ t = 2 ซึ่งผลการศึกษาที่ออกมาตรงกับสมมติฐานที่ตั้งไว้และตรงกับผลงานวิจัยของ Freeman , Ohlson and Penman (1982) สาเหตุที่ผลการศึกษาออกมาเป็นลักษณะนี้เนื่องมาจาก บริษัทที่มีสภาพคล่องสูงถือเป็นบริษัทที่นักวิเคราะห์และนักลงทุนทั่วไปให้ความสนใจและติดตามผลการดำเนินงานของบริษัทอย่างต่อเนื่อง การที่อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ลดลง แสดงให้เห็นถึงบริษัทมีความสามารถในการทำผลกำไรจากเงินทุนลดลง ทำให้กลุ่มผู้บริหารของบริษัทมีความจำเป็นต้องเร่งขยายกิจการของบริษัทให้พัฒนามากขึ้นกว่าเดิม และเพิ่มโครงการลงทุนที่สร้างผลกำไรให้กับบริษัทในปริมาณที่สูงขึ้น เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน ซึ่งติดตามข่าวสารและข้อมูลต่างๆของบริษัทอยู่ตลอดเวลา ทำให้ผลประกอบการในอนาคตดีขึ้นตามลำดับ เนื่องจากหากผู้บริหารยังคงปล่อยให้บริษัทมีผลประกอบการในอนาคตตกต่ำลงนั้นอาจมีความเป็นไปได้ที่ผู้บริหารของบริษัทจะถูกเลิกจ้างในเวลาต่อมา ในทางตรงกันข้าม การที่อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้น อาจเกิดจากการที่ผลกำไรสุทธิในปีปัจจุบันไม่เปลี่ยนแปลง แต่ส่วนของผู้ถือหุ้นกลับมีขนาดลดลง ทำให้บริษัทมีเงินทุนนำไปใช้ในการลงทุนในโครงการใหม่ๆได้น้อยลง เป็นผลทำให้ผลประกอบการในอนาคตลดลงตามลำดับ

2. กรณีบริษัทที่มีสภาพคล่องการซื้อขายหลักทรัพย์อยู่ในระดับต่ำ กลับมีผลออกมาว่า อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคตทั้งในระยะสั้นและในระยะยาวแต่อย่างใด สาเหตุที่ผลการศึกษาออกมาเป็นแบบนี้ เนื่องจากกลุ่มบริษัทเหล่านี้ไม่ได้เป็นที่ติดตามอย่างสม่ำเสมอของนักลงทุนเหมือนกรณีของบริษัทที่มีขนาดกลางและขนาดใหญ่ ทำให้ผู้บริหารของบริษัทไม่เกิดความกดดันเหมือนกรณีของบริษัทขนาดใหญ่ ที่มีนักวิเคราะห์หลักทรัพย์และนักลงทุนทั่วไปให้ความสนใจอยู่ตลอดเวลา ดังนั้น การที่บริษัทมีอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นที่ลดลง (เพิ่มขึ้น) ก็ไม่ได้หมายความว่าผลประกอบการในอนาคตจะเพิ่มขึ้น (ลดลง) แต่อย่างใด

4.2.2.3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคตของบริษัท โดยแบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

จากผลการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคตของบริษัทนั้น ได้แบ่งกลุ่มที่ใช้ในการศึกษาออกเป็น 3 กลุ่ม ประกอบด้วย กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ ระดับสูง / ระดับกลาง / ระดับต่ำ ตามลำดับ ผลการวิเคราะห์ความ สัมพันธ์ของตัวแปรในแต่ละกลุ่มมีผลออกมาดังนี้

ตารางที่ 4.21 ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคต ระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

กลุ่มบริษัทต่างๆ	Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับ**สูง**	PNP	-0.2191	-1.0362	0.3028
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับ**กลาง**	PNP	-0.2271	-0.9660	0.3360
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับ**ต่ำ**	PNP	0.0251	0.2612	0.7942

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

ตารางที่ 4.22 ความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคต ระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

กลุ่มบริษัทต่างๆ	Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับ**สูง**	PNP	-0.3368	-0.8868	0.3779
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับ**กลาง**	PNP	0.1355	1.1753	0.2436
กลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องระดับ**ต่ำ**	PNP	-0.2651	-0.6807	0.4972

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

ผลการศึกษาที่ออกมาปรากฏว่า ผลประกอบการในปีปัจจุบันของกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ที่อยู่ในระดับสูง ระดับกลาง และระดับต่ำ ไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคต ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ได้ตั้งเอาไว้ สาเหตุที่ผลการศึกษาออกมาเป็นลักษณะนี้ เนื่องจากปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัท ไม่ได้เกิดจากผลกำไรหรือเงินทุนสะสมในปีที่ผ่านมาเท่านั้น แต่ยังอาจเกิดจากปัจจัยอื่นๆที่สำคัญ อาทิ สภาพเศรษฐกิจในช่วงเวลาดังกล่าว ต้นทุนต่างๆที่ใช้ในการดำเนินงาน ความสามารถในการแข่งขันกับบริษัทคู่แข่งทางการค้า รวมถึงประสิทธิภาพในการบริหารงานและความสามารถในการพัฒนาองค์กรของผู้บริหารของบริษัทด้วย ทำให้ผลประกอบการในอนาคตไม่มีความจำเป็นต้องผันแปรไปตามผลประกอบการในปัจจุบันแต่อย่างใด ดังนั้น จากผลการศึกษาทำให้สามารถสรุปได้ว่าผลประกอบการในปีปัจจุบันไม่มีความสัมพันธ์กับผลประกอบการในอนาคตทั้งในระยะสั้นและในระยะยาวแต่อย่างใด

จากผลการศึกษาทั้งหมดที่ได้กล่าวเอาไว้ข้างต้น ทำให้สามารถกล่าวได้ว่า สภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ (Trading Liquidity) ส่งผลกระทบต่อ การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคต และส่งผลกระทบต่อ ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับผลประกอบการในอนาคต อย่างไรก็ตาม ผลกระทบจากสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ (Trading Liquidity Effect) ไม่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ระหว่างผลประกอบการในปัจจุบันกับผลประกอบการในอนาคตแต่อย่างใด ซึ่งผลการศึกษาทั้งหมดที่ออกมามีลักษณะที่คล้ายคลึงกับกรณีของการแบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาดเป็นอย่างมาก โดยสาเหตุที่สำคัญอย่างหนึ่งมาจาก มูลค่าตลาด และสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ของบริษัทส่วนใหญ่ที่ใช้ในการศึกษานั้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างชัดเจน (ดังตารางแสดงความสัมพันธ์ที่ 4.3)

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ตารางที่ 4.23 ตารางสรุปความสัมพันธ์ระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) ของตัวแปรทั้งหมดที่ทำการศึกษาในครั้งนี้ แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด

ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ทำการศึกษา	กลุ่มบริษัทมูลค่าตลาดระดับสูง	กลุ่มบริษัทมูลค่าตลาดระดับกลาง	กลุ่มบริษัทมูลค่าตลาดระดับต่ำ
การจ่ายเงินปันผล กับผลประกอบการในอนาคต	0	0	+
อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับผลประกอบการในอนาคต	-	-	0
ผลประกอบการในปีปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคต	0	0	0

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

ตารางที่ 4.24 ตารางสรุปความสัมพันธ์ระยะ 1 ปีข้างหน้า (t = 1) ของตัวแปรทั้งหมดที่ทำการศึกษาในครั้งนี้ แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ทำการศึกษา	กลุ่มบริษัทสภาพคล่องระดับสูง	กลุ่มบริษัทสภาพคล่องระดับกลาง	กลุ่มบริษัทสภาพคล่องระดับต่ำ
การจ่ายเงินปันผล กับผลประกอบการในอนาคต	0	0	+
อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับผลประกอบการในอนาคต	-	-	0
ผลประกอบการในปีปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคต	0	0	0

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

ตารางที่ 4.25 ตารางสรุปความสัมพันธ์ระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) ของตัวแปรทั้งหมดที่ทำการศึกษาในครั้งนี้ แบ่งกลุ่มบริษัทตามมูลค่าตลาด

ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ทำการศึกษา	กลุ่มบริษัทมูลค่าตลาดระดับสูง	กลุ่มบริษัทมูลค่าตลาดระดับกลาง	กลุ่มบริษัทมูลค่าตลาดระดับต่ำ
การจ่ายเงินปันผล กับผลประกอบการในอนาคต	0	0	0
อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับผลประกอบการในอนาคต	-	-	0
ผลประกอบการในปีปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคต	0	0	0

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

ตารางที่ 4.26 ตารางสรุปความสัมพันธ์ระยะ 2 ปีข้างหน้า (t = 2) ของตัวแปรทั้งหมดที่ทำการศึกษาในครั้งนี้ แบ่งกลุ่มบริษัทตามสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์

ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่ทำการศึกษา	กลุ่มบริษัทสภาพคล่องระดับสูง	กลุ่มบริษัทสภาพคล่องระดับกลาง	กลุ่มบริษัทสภาพคล่องระดับต่ำ
การจ่ายเงินปันผล กับผลประกอบการในอนาคต	0	0	0
อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) กับผลประกอบการในอนาคต	-	-	0
ผลประกอบการในปีปัจจุบัน กับผลประกอบการในอนาคต	0	0	0

ที่มา: จากการคำนวณ โดยใช้โปรแกรม Eviews

โดยที่

+ หมายถึง ตัวแปรทั้งสองพบความสัมพันธ์ในเชิงบวก

- หมายถึง ตัวแปรทั้งสองพบความสัมพันธ์ในเชิงลบ

0 หมายถึง ตัวแปรทั้งสองไม่พบความสัมพันธ์กัน

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

บทที่ 5
สรุปผลการศึกษา และข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาถึง การส่งสัญญาณของเงินปันผลต่อผลประกอบการในอนาคตของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งกลุ่มบริษัทที่ใช้ในการศึกษาตามมูลค่าตลาด และสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อศึกษาว่าบทบาทของมูลค่าตลาดและสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์นั้น ส่งผลต่อการส่งสัญญาณของเงินปันผลอย่างไร จากผลการศึกษาพบว่า กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาดอยู่ในระดับกลางและระดับสูง และกลุ่มบริษัทที่มีสภาพคล่องการซื้อขายหลักทรัพย์อยู่ในระดับกลางและระดับสูงนั้น การจ่ายเงินปันผลไม่ได้ส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคต สาเหตุที่ผลการศึกษาออกมาในลักษณะนี้เนื่องจาก กลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาด และสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์อยู่ในระดับกลางและระดับสูง ถือเป็นกลุ่มบริษัทที่นักวิเคราะห์และนักลงทุนทั่วไปให้ความสนใจและติดตามข้อมูลข่าวสารของบริษัท ทำให้ผู้บริหารของบริษัทมีช่องทางอื่นๆในการส่งข้อมูลข่าวสารของบริษัทไปสู่นักลงทุนนอกเหนือจากการจ่ายเงินปันผล

ในทางตรงกันข้าม การจ่ายเงินปันผลของกลุ่มบริษัทที่มีมูลค่าตลาด และสภาพคล่องในการซื้อขายหลักทรัพย์อยู่ในระดับต่ำ กลับส่งสัญญาณไปยังผลประกอบการในอนาคตได้ในระยะสั้น เนื่องจากบริษัทเหล่านี้ไม่ได้เป็นที่ติดตามของนักลงทุนทั่วไป เหมือนกรณีของบริษัทที่มีขนาดใหญ่และสภาพคล่องการซื้อขายหลักทรัพย์อยู่ในระดับกลางและระดับสูง ทำให้ผู้บริหารของบริษัทมีข้อมูลมากกว่านักลงทุนทั่วไปอย่างชัดเจน ผลที่ตามมาก็คือ เกิดปัญหาข้อมูลอสมมาตร (Asymmetry Information) ผู้บริหารของบริษัทจึงจำเป็นต้องส่งข้อมูลข่าวสารผ่านทางการจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นเพียงไม่กี่ช่องทางในการส่งสัญญาณเกี่ยวกับข้อมูลในอนาคตของบริษัทเพื่อให้นักลงทุนทั่วไปรับทราบ และเพื่อไม่ให้เกิดปัญหาข้อมูลอสมมาตร

อย่างไรก็ตาม ในกรณี การส่งสัญญาณของเงินปันผลไปยังผลประกอบการในอนาคตระยะยาวนั้น พบว่าการจ่ายเงินปันผลของบริษัททุกขนาดไม่ได้ส่งสัญญาณถึงผลประกอบการในอนาคตแต่อย่างใด สาเหตุเนื่องมาจาก การประเมินผลประกอบการในอนาคตระยะยาวนั้น จำเป็นที่จะต้องใช้ปัจจัยที่สำคัญอื่นๆมาประกอบในการคาดการณ์ด้วย

5.2 ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

หน่วยงานที่เกี่ยวข้องควรดำเนินการประชาสัมพันธ์และเผยแพร่ข้อมูลข่าวสารของกลุ่มบริษัทที่มีขนาดเล็ก และกลุ่มบริษัทมีสภาพคล่องในการซื้อขายอยู่ในระดับต่ำ เพื่อให้กลุ่มบริษัทเหล่านี้เป็นที่รู้จักและได้รับความสนใจจากนักลงทุนทั่วไปมากขึ้น ซึ่งการที่กลุ่มบริษัทได้รับการระดมเงินทุนในปริมาณที่สูงขึ้นจะสามารถสร้างความเจริญเติบโตให้กับธุรกิจ และช่วยเสริมสร้างสภาพคล่องการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดให้สูงขึ้นได้

5.3 ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

1. เนื่องจากช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษาในครั้งนี้ มีข้อจำกัดในเรื่องข้อมูล กล่าวคือ การศึกษาในครั้งนี้จะเลือกใช้ข้อมูลของบริษัทที่มีการดำเนินงานมาอย่างต่อเนื่อง 6 ปี เท่านั้น ซึ่งอยู่ในช่วง ปี พ.ศ. 2545 - 2550 ทำให้จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามีไม่มากนัก ดังนั้น เพื่อให้ผลการศึกษาที่ได้มีความชัดเจนมากยิ่งขึ้น ในอนาคตจึงควรทำการศึกษาเพิ่มเติมอีกครั้งหนึ่ง

2. การศึกษาถึง การส่งสัญญาณของเงินปันผล ต่อผลประกอบการในอนาคตนั้น อาจจะทำการศึกษาและเปรียบเทียบความสามารถในการส่งสัญญาณของเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแยกออกเป็นหมวดอุตสาหกรรมต่างๆ เนื่องจากรูปแบบของอุตสาหกรรมในแต่ละประเภท อาจส่งผลให้ผลการดำเนินงานและผลกำไรของแต่ละอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกัน ซึ่งอาจจะทำให้การส่งสัญญาณของเงินปันผลในแต่ละอุตสาหกรรมมีความแตกต่างกันได้

3. การศึกษาถึง การส่งสัญญาณของเงินปันผลในครั้งนี้ ได้ใช้ข้อมูลการจ่าย เงินปันผลของแต่ละกลุ่มบริษัทเป็นรายปี ดังนั้น ในการศึกษาครั้งต่อไปอาจจะใช้ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลรายไตรมาส มาใช้ในการทดสอบ เพื่อสามารถเห็นแนวโน้มของการส่งสัญญาณของเงินปันผลได้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

รายการอ้างอิง

ภาษาไทย

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. **สรุปสถิติสำคัญของตลาดหลักทรัพย์**[ออนไลน์]. 2550. แหล่งที่มา: http://www.set.or.th/th/market_statistics.html [20 ธันวาคม 2550]

ถวิล นิลใบ. **เศรษฐมิติ 2**. กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยรามคำแหง, 2544.

บริษัทหลักทรัพย์บัวหลวง จำกัด (มหาชน). **สถิติการซื้อขายหลักทรัพย์**[ออนไลน์]. 2550. แหล่งที่มา: http://www.bualuang.co.th/itrade/th/sitemap/watch2_index.html [10 มกราคม 2551]

ปิยนาถ แก้วประเสริฐศิลป. **การพยากรณ์อัตราผลตอบแทนเพื่อชดเชยความเสี่ยงด้วยอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล.** วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต. สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2545.

วัชรี อัศวยิ่งเจริญ. **ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต. สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2548.

สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. **คำศัพท์การลงทุน**[ออนไลน์]. 2549. แหล่งที่มา: http://www.sec.or.th/investor_edu/ [7 สิงหาคม 2550]

สุดาพร ศิริกะนันท์. **การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท ก่อนและหลังวิกฤติเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540**. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต. สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2545.

อมร ทรัพย์ทวีกุล. **การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรในอนาคตของบริษัทหรือไม่**. วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต. สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีจุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 2542.

ภาษาอังกฤษ

Benartzi, S. Michaely, R. and Thaler, R. Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past. **The Journal of Finance** 102 (July 1997): 1007 - 1020

Daniel, K. Shin, T. and Lee, C. The Information Content of Dividends Hypothesis : A Permanent Income Approach. **International Review of Economics and Finance** 6 (June 1997): 77 - 86

Freeman, N. Ohlson, J. and Penman, S. Book Rate-of-Return and Prediction of Earnings Changes : an Empirical Investigation. **Journal of Accounting Research** 20 (May 1982): 639 - 652

Gonzalez, M. and Zamudio, L. Dividends as a Signaling Mechanism : The Case of Illiquid Stock Markets. **Journal of Management Mathematics** 18 (December 2005): 5 - 12

Kao, C. and Wu, C. Tests of Dividend Signaling Using the March-Merton Model: A Generalized Friction Approach**. The Journal of Business** 67 (January 1994): 45 - 68

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

Skinner, D. What do Dividends Tell us About Earnings Quality. **University of Chicago Graduate School of Business** (January 2004): 2 - 63

Tian, G. Zhang, H. and Cao, Y. Dividend Changes and Future Earnings Performance : Evidence from UK Market. **Journal of Modern Accounting and Auditing** 9 (February 2006): 40 - 47

Watts, R. The Information Content of Dividends. **The Journal of Business** 46 (April 1973): 191 - 211

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

ประวัติผู้เขียนวิทยานิพนธ์

นายอัครนันท์ เตชไกรชนะ เกิดวันที่ 15 ธันวาคม พ.ศ. 2526 ที่จังหวัดกรุงเทพมหานคร สำเร็จการศึกษาชั้นมัธยมศึกษาตอนปลายจากโรงเรียนบดินทรเดชา (สิงห์ สิงหเสนี) 2 ในปีการศึกษา 2544 สำเร็จการศึกษาปริญญาเศรษฐศาสตรบัณฑิต จากคณะสังคมศาสตร์ มหาวิทยาลัยศรีนครินทรวิโรฒ ในปีการศึกษา 2548 และเข้าศึกษาต่อในระดับปริญญาโท หลักสูตรเศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ในปี พ.ศ. 2549

สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย