บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีผลตอบแทนจากการลงทุนด้วยกันสองรูปแบบ คือ กำไรจากการขายหลักทรัพย์และเงินปันผล และเมื่อบริษัทมีกำไรจากการดำเนินงานแต่ยังไม่มีการจ่ายเงินปันผลผู้ถือหุ้นก็จะรับรู้เพียง "นามธรรม" ว่าบริษัทมีผลประกอบการที่ดี แต่ถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นผลตอบแทนที่เป็น "รูปธรรม" ก็จะทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ต้องรอว่าราคาหุ้นที่ตนเองลงทุนอยู่นั้นจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเมื่อใด

ผลตอบแทนทั้งสองรูปแบบนี้จะนำมาใช้ในการประเมินมูลค่าที่แท้จริง ของหลักทรัพย์ ซึ่งนำมาเปรียบเทียบกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ เพื่อพิจารณาว่าหลักทรัพย์นั้นมีมูลค่าที่แท้จริงสูงกว่าหรือต่ำกว่าราคาตลาด อย่างไรก็ตามการคาดการณ์เกี่ยวกับราคาหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะขายได้นั้นค่อนข้างยาก เพราะราคาหลักทรัพย์ในขณะใดขณะหนึ่งจะขึ้นอยู่กับอุปสงค์และอุปทานในขณะนั้น

โดยทั่วไปนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทประกอบด้วยองค์ประกอบพื้นฐานสำคัญ สองส่วนด้วยกัน ส่วนแรก คือ อัตราการจ่ายปันผล ซึ่งแสดงถึงความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลจ่ายกับกำไรของบริษัท ส่วนที่สอง คือ ความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล ในมุมมองของนักลงทุนการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอสำคัญพอ ๆ กับอัตราเงินปันผลที่ได้รับ ในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลผู้บริหารจะต้องตัดสินใจเกี่ยวกับสัดส่วนของกำไรที่จะจ่ายออกจากบริษัทเป็นเงินปันผลกับกำไรที่จัดสรรเอาไว้เพื่อลงทุนต่อ เพราะถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลมากจะเหลือกำไรเพื่อลงทุนน้อยลง ทำให้ต้องพึ่งพาแหล่งเงินภายนอกมากขึ้น (Scott,Jr. และคณะ, 1999)

ผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาด เช่น ผู้ถือหุ้น นักลงทุน นักวิเคราะห์และผู้บริหารมีโอกาสที่จะเข้าถึงข้อมูลข่าวสารไม่เท่าเทียมกัน แต่ผู้บริหารเป็นผู้ที่รู้ข้อมูลข่าวสารของบริษัทมากที่สุด อย่างไรก็ตามผู้บริหารสามารถใช้เงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณถึงผลกำไรในอนาคตได้ โดยสมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผลซึ่งกล่าวว่า การเปลี่ยนแปลงของเงินปัน

ผลมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของกำไรและความสามารถในการทำกำไรในทิศทางเดียวกัน (Grullon และคณะ, 2003)

Lintner (1956) พบว่าผู้บริหารจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อมั่นใจว่าจะสามารถรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นนั้นได้ต่อไปในอนาคต และกำไรเป็นปัจจัยสำคัญในการพิจารณาเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเหนือปัจจัยอื่น เช่น ความต้องการในการลงทุน และผู้บริหารเชื่อว่าควรกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้สอดคล้องกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรที่เกิดขึ้นจริง Skinner (2004) กล่าวว่าผู้บริหารสามารถใช้การจ่ายเงินปันผลส่งสัญญาณให้ผู้ถือหุ้นเชื่อในความมีคุณภาพของกำไรได้ เพราะการจ่ายเงินปันผลถือเป็นคำมั่นสัญญาที่ผู้บริหารให้กับผู้ถือหุ้นว่าจะจ่ายเงินสดให้ แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารมั่นใจว่าบริษัทจะทำกำไรได้ในอนาคตและเป็นกำไรที่ก่อให้เกิดเงินสดอย่างเพียงพอที่จะใช้ในการจ่ายเงินปันผลและลงทุนในโครงการต่าง ๆ เพื่อขยายธุรกิจ แนวคิดเกี่ยวกับคุณภาพกำไรนับวันจะมีความสำคัญเพิ่มมากขึ้น เพราะข่าวการตกแต่งบัญชีของบริษัทที่มีชื่อเสียงหลายบริษัท ซึ่งส่งผลกระทบต่อบรรยากาศในการลงทุน และความน่าเชื่อถือของตัวเลขในงบการเงิน โดยคุณภาพกำไรในที่นี้หมายถึงความสม่ำเสมอของกำไรหรือการเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องของกำไร (Sustainable earnings)

ในการพยากรณ์กำไรหรือการประเมินกำไรที่จะเกิดอย่างต่อเนื่องจำเป็นต้องแยกรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราว (Nonrecurring items) ออกจากการพยากรณ์ รายการที่เกิดขึ้นชั่วคราว คือ รายการที่ไม่เกิดขึ้นบ่อยและรวมถึงรายการที่เกิดขึ้นเป็นประจำทุกงวดแต่คาดการณ์ได้ยากว่าจะเกิดจำนวนเท่าใด กำไรสุทธิอาจไม่สะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการดำเนินงานที่แท้จริงของบริษัทถ้าประกอบด้วยรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราวเป็นจำนวนมาก ดังนั้นการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลของผู้บริหารควรอยู่บนพื้นฐานของกำไรที่เกิดอย่างต่อเนื่องมิเช่นนั้น อาจส่งผลเสียต่อบริษัทได้ เช่น บริษัทมีกำไรจากการขายสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงานทำให้กำไรสุทธิของบริษัทเพิ่มขึ้น แต่ในความเป็นจริงแล้วผลการดำเนินงานที่แท้จริงของบริษัทไม่เปลี่ยนแปลง ดังนั้นถ้าผู้บริหารตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นเพราะเห็นว่ากำไรสุทธิเพิ่มขึ้น อาจทำให้ในปีถัดไปบริษัทไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ในอัตราเดิม ถึงแม้ว่าผลการดำเนินงานที่แท้จริงจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงและยังอาจทำให้ผู้ถือหุ้นเข้าใจผิดว่าบริษัทมีผลการดำเนินงานแย่ลง

จากที่กล่าวมาข้างต้น งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในสามหัวข้อ คือ 1. การทดสอบเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงกำไร 2. การทดสอบความสัมพันธ์

ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในอนาคต และ 3. การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับความสม่ำเสมอของกำไร โดยตัวแปรกำไรที่ใช้ในการศึกษามี 3 ลักษณะประกอบด้วย1) กำไรจากการดำเนินงานหลัก (Core Operating Income หรือ CI) 2) กำไรก่อนรายการพิเศษ ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย และดอกเบี้ยจ่าย (Earnings before Extraordinary Item, Minority Interest, and Interest หรือ EBEMI) และ 3) กำไรสุทธิ (Net Income หรือ NI) นักลงทุนและผู้บริหารสามารถนำผลที่ได้จากการศึกษาครั้งนี้ไปใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุนและพิจารณานโยบายการจ่ายเงินปันผล

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

1. ศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงกำไรซึ่งวัดกำไรใน 3 ลักษณะ คือ 1) การเปลี่ยนแปลงกำไรจากการดำเนินงานหลัก 2) การเปลี่ยนแปลงกำไรก่อนรายการพิเศษ ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย และดอกเบี้ยจ่าย และ 3) การเปลี่ยนแปลงกำไรสุทธิ
2. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในอนาคต ตามสมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผล
3. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับความสม่ำเสมอของกำไร

1.3 สมมติฐานการวิจัย

การศึกษาเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงกำไร จะตั้งสมมติฐานการทดสอบดังนี้

$H_{1.1}$: การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรจากการดำเนินงานหลักมากกว่ามีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรก่อนรายการพิเศษ ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย และดอกเบี้ยจ่าย

$H_{1.2}$: การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรจากการดำเนินงานหลักมากกว่ามีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรสุทธิ

$H_{1.3}$: การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรก่อนรายการพิเศษ ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย และดอกเบี้ยจ่าย มากกว่ามีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงกำไรสุทธิ

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในอนาคต จะตั้งสมมติฐานการทดสอบดังนี้

H_2: กำไรในอนาคตของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นมากกว่ากำไรในอนาคตของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลลดลง

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับความสม่ำเสมอของกำไร จะตั้งสมมติฐานการทดสอบดังนี้

H_3: บริษัทที่จ่ายเงินปันผลมีความสม่ำเสมอของกำไรมากกว่าบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล

1.4 คำจำกัดความที่ใช้ในการวิจัย

รายการที่เกิดขึ้นชั่วคราว	หมายถึง	รายได้หรือกำไร และค่าใช้จ่ายหรือขาดทุนที่ไม่เกิดขึ้นบ่อย รวมถึงรายได้หรือกำไรและค่าใช้จ่ายหรือขาดทุนที่เกิดขึ้นเป็นประจำทุกงวดแต่เกิดในจำนวนที่ไม่สม่ำเสมอหรือคาดการณ์ได้ยาก
ความสม่ำเสมอของกำไร	หมายถึง	การเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องของกำไรซึ่งเป็นผลจากรายได้หรือกำไรและค่าใช้จ่ายหรือขาดทุนที่เกิดขึ้นเป็นประจำทุกงวดและเกิดในจำนวนที่สม่ำเสมอหรือสามารถคาดการณ์จำนวนที่เกิดขึ้นได้

1.5 ขอบเขตของการวิจัย

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่อยู่ในกลุ่มฟื้นฟูกิจการ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมและบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ mai โดยเก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ปี 2542 ถึง 2546 นอกจากนี้กลุ่มตัวอย่างจะต้องมีคุณสมบัติเป็นไปตามเกณฑ์การคัดเลือกซึ่งนำเสนอไว้ในบทที่ 3 ส่วนเงินปันผลในงานวิจัยนี้คือการจ่ายเงินปันผลด้วยเงินสด ไม่รวมถึงกรณีจ่ายปันผลในรูปแบบอื่น

หอสมุดกลาง สถาบันวิทยบริการ
จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย

1.6 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลเงินสดกับกำไรอาจมีประโยชน์ต่อนักลงทุน นักวิเคราะห์ ผู้บริหารและบุคคลที่มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

1. การกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลจะกำหนดโดยดูจากผลการดำเนินงาน แผนการลงทุนในอนาคต และแผนการจัดหาเงิน แต่เนื่องจากกำไรมีหลายประเภท ดังนั้นถ้าทราบว่ากำไรประเภทใดที่มีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลมากกว่ากันจะทำให้นักลงทุนสามารถประมาณเงินปันผลรับได้ใกล้เคียงมากขึ้น

2. ทำให้ทราบว่าสมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผล เป็นจริงกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนและนักวิเคราะห์ในการคาดการณ์ถึงผลการดำเนินงานของบริษัทในอนาคตได้ดียิ่งขึ้น

3. กำไรที่สม่ำเสมอเป็นสิ่งที่นักลงทุนที่หวังผลตอบแทนเป็นเงินปันผลต้องการ เนื่องจากถ้าบริษัทมีกำไรสม่ำเสมอแล้ว ก็หมายความว่าโอกาสที่นักลงทุนจะได้รับเงินปันผลก็มีมากไปด้วย ดังนั้น ผลจากการศึกษานี้คาดว่าจะเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์ในการตัดสินใจลงทุนโดยการพิจารณาเปรียบเทียบประวัติในการจ่ายเงินปันผล ในขณะเดียวกันผู้บริหารสามารถกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้สอดคล้องกับกำไรเพื่อส่งสัญญาณให้นักลงทุนทราบถึงและเพิ่มความมั่นใจในตัวเลขกำไรที่รายงานไว้ว่าเป็นกำไรที่จะเกิดขึ้นอย่างสม่ำเสมอในอนาคตซึ่งเป็นคุณลักษณะของกำไรที่มีคุณภาพ

1.7 วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยมุ่งศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในแง่มุมต่าง ๆ การวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) โดยแสดง ค่าความถี่ ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน Lower Quartile และ Upper Quartile ส่วนการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงอนุมานใช้การวิเคราะห์ความถดถอยโลจิสติค (Logistic Regression Analysis) การทดสอบผลต่างระหว่างค่าเฉลี่ย 2 ประชากร และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงกำไรใช้ตัวแบบของ Charitou (1999) และใช้เทคนิคการเลือกตัวแปรอิสระเข้าสมการความถดถอยโลจิสติคแบบ Forward stepwise ส่วนการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในอนาคตจะใช้วิธีทดสอบสมมติฐานผลต่างระหว่างค่าเฉลี่ย 2 ประชากรโดยใช้พารามิเตอร์ตามวิธี t-test เป็นเครื่องมือในการทดสอบ และการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับความสม่ำเสมอของกำไรจะใช้ตัวแบบของ Skinner (2004)

1.8 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

ในบทต่อไปจะนำเสนอเนื้อหาเรียงตามลำดับ ดังนี้

บทที่ 2 อธิบายถึง แนวคิด ทฤษฎี เอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ แนวคิดเกี่ยวกับเงินปันผล ทฤษฎีความมีประสิทธิภาพของตลาด สมมติฐานการส่งสัญญาณของเงินปันผล แนวคิดเกี่ยวกับความสม่ำเสมอของกำไรและรายการที่เกิดขึ้นชั่วคราว รวมทั้งทบทวนงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

บทที่ 3 กล่าวถึง ระเบียบวิธีวิจัย ประกอบด้วยหัวข้อต่าง ๆ ดังนี้ ข้อมูลและการเก็บรวบรวมข้อมูล เกณฑ์การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง การพัฒนาสมมติฐานและตัวแบบในการทดสอบสมมติฐาน ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

บทที่ 4 เสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล ประกอบด้วย 1) ผลการทดสอบเปรียบเทียบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงกำไร 2) ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในอนาคต และ 3) ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับความสม่ำเสมอของกำไร

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผลการวิจัย ข้อจำกัดในการวิจัย ประโยชน์จากงานวิจัยและข้อเสนอแนะ