Relationship between Investor Expected Dividend and Decision to Pay Dividend in the Future of Listed Firms in the Stock Exchange of Thailand

Wachirapun Kaewguntha*
Chaiwuth Tangsomchai**

Received: April 6, 2023, Revised: May 21, 2023, Accepted: June 8, 2023

Abstract

This research examines the relationship between investor expectations of dividends and the decision to pay dividends in the future for li sted firms on the Stock Exchange of Thailand. It uses the dividend premium as a measure of investor dividend expectations, following the catering theory of dividends proposed by Baker and Wurgler (2004a). In this research, the dividend premium is measured by the difference between the average market-to-book ratio of companies that pay dividends and companies that do not pay dividends. The likelihood of firms paying dividends is calculated based on the research conducted by Fama and French (2001).

By correlating these two variables, it was found that satisfaction with dividend payments is significant in changing the trend of the company's future dividend payments. This finding suggests that the higher dividend premium is a result of investors' desire to earn dividends. Investor demand can encourage a company to increase its dividend payout ratio and make it less likely to reduce or omit dividends when investor demand for dividends is high, which is reflected by the higher dividend premium.

Keywords: Investor Expectations; Dividend; the Stock Exchange of Thailand

* Department of Finance, Chiang Mai University Business School, wachirapun66@gmail.com
** Assistant Professor, Ph.D., Department of Finance, Chiang Mai University Business School

ความสัมพันธ์ระหว่างความคาดหวังเงินปันผลของนักลงทุนและการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วชิราพรรณ แก้วกันธา*
ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย**

รับบทความ: 6 เมษายน 2566, แก้ไขบทความ: 21 พฤษภาคม 2566, ตอบรับบทความ: 8 มิถุนายน 2566

บทคัดย่อ

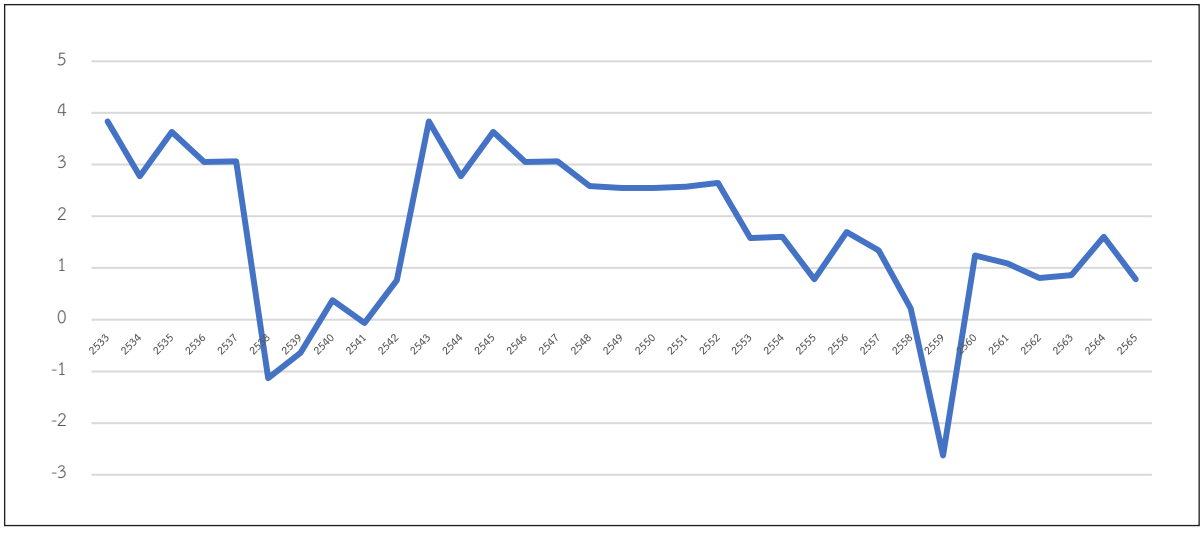
งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความคาดหวังของนักลงทุนในการได้รับเงินปันผลและแนวโน้มในอนาคตที่บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะจ่ายเงินปันผลโดยใช้ดิวิเดนพรีเมียม (Dividend Premium) เป็นตัวแทนของความคาดหวังเงินปันผลของนักลงทุนตามทฤษฎีการสร้างความพึงพอใจด้วยการจ่ายเงินปันผล (The Catering Theory of Dividends) ของ Baker and Wurgler (2004a) ซึ่งดิวิเดนพรีเมียมในการวิจัยครั้งนี้ คำนวณจากอัตราส่วนราคาตลาดกับมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัทที่จ่ายและไม่จ่ายเงินปันผล (Market to Book Value) ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนแนวโน้มที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลคำนวณตามงานวิจัยของ Fama and French (2001) ซึ่งจากการหาความสัมพันธ์ของทั้ง 2 ตัวแปร พบว่าการสร้างความพึงพอใจด้วยการจ่ายเงินปันผลนั้น มีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของแนวโน้มที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลในอนาคต การค้นพบนี้ชี้ให้เห็นว่าดิวิเดนพรีเมียมที่สูงขึ้นนั้น มีผลมาจากความต้องการของนักลงทุนในการได้รับเงินปันผล ซึ่งความต้องการของนักลงทุนจะสามารถกระตุ้นให้บริษัทเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผลได้ และส่งผลให้บริษัทมีโอกาสน้อยที่จะลดหรือละเว้นการจ่ายเงินปันผลเมื่อความต้องการเงินปันผลของนักลงทุนอยู่ในระดับที่สูงซึ่งสะท้อนจากดิวิเดนพรีเมียมที่สูงขึ้น

คำสำคัญ: ความคาดหวังของนักลงทุน; เงินปันผล; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

* ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, wachirapun66@gmail.com
** รองศาสตราจารย์ ดร. ภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

ความสำคัญและที่มาของหัวข้อการวิจัย (Statement of Problem)

ความคาดหวังเงินปันผลของนักลงทุนเป็นกระบวนการที่นักลงทุนวิเคราะห์และประเมินรายได้ที่คาดว่าจะได้รับจากการลงทุนในหุ้นหรือตลาดทุน นักลงทุนอาจพิจารณาปัจจัยต่าง ๆ เพื่อกำหนดความคาดหวังเงินปันผล อย่างไรก็ตาม การคาดหวังเงินปันผลนั้นขึ้นอยู่กับความสามารถในการวิเคราะห์ข้อมูลและคาดคะเนทางการเงินของนักลงทุนแต่ละคน รวมถึงปัจจัยภายนอกที่อาจมีผลกระทบต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทหรือกลุ่มหลักทรัพย์ที่นักลงทุนลงทุน นักลงทุนคาดหวังเงินปันผลเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนที่สูงกว่าอัตราผลตอบแทนที่สามารถรับได้จากการลงทุนอื่น ๆ เช่น ดอกเบี้ยธนาคารหรือการลงทุนในสินทรัพย์อื่น ๆ นอกจากนี้ การคาดหวังเงินปันผลยังสามารถทำให้นักลงทุนมีรายได้เสริมจากการถือหุ้นหรือลงทุนในกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีนโยบายจ่ายเงินปันผล การคาดหวังเงินปันผลของนักลงทุนอาจพิจารณาจากปัจจัยต่าง ๆ เช่น ประวัติการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ข้อมูลการเงินของบริษัท เป็นต้น ซึ่งความคาดหวังเงินปันผลของนักลงทุนนั้นได้สอดคล้องกับการศึกษาของ Baker and Wurgler (2004a) ที่ได้ศึกษาเรื่องความสำคัญของทัศนคตินักลงทุนต่อการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่าการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลหรือละเว้นการจ่ายเงินปันผลนั้น มีผลมาจากทัศนคติหรือความคาดหวังของนักลงทุนในการได้รับเงินปันผล และรองลงมาคือ ผู้จัดการบริษัทที่จะตัดสินใจว่าจะตอบสนองต่อความต้องการของนักลงทุนที่ต้องการเงินปันผลหรือไม่ ซึ่งจากการศึกษานี้ทำให้เกิดทฤษฎีที่เรียกว่า ทฤษฎีการสร้างความพึงพอใจด้วยการจ่ายเงินปันผล (The Catering Theory of Dividends) เป็นทฤษฎีการวิเคราะห์และอธิบายพฤติกรรมของบริษัทในการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล ทฤษฎีนี้กล่าวว่าบริษัทมักจะปรับการจ่ายเงินปันผลขึ้นหรือลงตามความคาดหวังของนักลงทุนโดยวิเคราะห์เทียบกับดิวิเดนพรีเมียม (Dividend Premiums) ซึ่งดิวิเดนพรีเมียมคำนวณจากอัตราส่วนราคาตลาดกับมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัทที่จ่ายและไม่จ่ายเงินปันผล (Market to Book Value) หลังจากที่ทฤษฎีนี้ได้ถูกเผยแพร่จึงมีงานวิจัยหลาย ๆ งานได้นำทฤษฎีดังกล่าวไปศึกษาในด้านของอิทธิพลในความต้องการเงินปันผลของนักลงทุนต่อการตัดสินใจของบริษัทที่จะจ่ายเงินปันผลในตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว เช่น สหรัฐอเมริกา (Ferris et al., 2009) โดยจากการสังเกตในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่าอัตราเฉลี่ยดิวิเดนพรีเมียมนั้นมีอัตราที่ไม่เท่ากัน ดังนั้นผู้วิจัยจึงต้องการทดสอบในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่าทฤษฎีดังกล่าวจะมีผลอย่างไรในตลาดทุนที่กำลังพัฒนาอย่างประเทศไทย



ที่มา: รวบรวมข้อมูลจากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูล ณ วันที่ 26 พฤษภาคม 2566

Figure 1 การแสดงอัตราเฉลี่ยดิวิเดนพรีเมียมในประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2533-พ.ศ. 2565

วัตถุประสงค์ของการวิจัย (Research Objective)

เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างความคาดหวังของนักลงทุนในการได้รับเงินปันผลและแนวโน้มในอนาคตที่บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะจ่ายเงินปันผล

วรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง (Literature Review)

โดยทั่วไปนั้นการจ่ายเงินปันผลเกิดจากการที่บริษัทมีกำไรสะสมหรืออาจเกิดจากส่วนเกินทุนในกรณีที่จ่ายคืนทุน ซึ่งการที่นักลงทุนได้รับเงินปันผลหมายความได้ว่าบริษัทมีการดำเนินกิจการเป็นไปในทิศทางที่ดีหรืออาจกล่าวได้ว่าบริษัทประสบความสำเร็จในการดำเนินงาน จึงทำให้นักลงทุนได้รับส่วนแบ่งทางกำไรในรูปแบบของเงินปันผล แต่อย่างไรก็ตามการจ่ายเงินปันผลนั้นจะส่งผลให้กำไรของบริษัทลดน้อยลง ซึ่งกำไรสะสมถือเป็นแหล่งเงินทุนภายในของบริษัท ดังนั้นหากบริษัทนำกำไรมาจัดสรรเป็นเงินปันผลก็จะทำให้เงินทุนภายในของบริษัทลดน้อยลง บริษัทจึงจำเป็นที่จะต้องคิดให้ถี่ถ้วนก่อนที่จะประกาศจ่ายเงินปันผล โดยการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลของบริษัทนั้นย่อมเกิดจากการตัดสินใจที่ประกอบด้วยปัจจัยหลายด้าน จากงานวิจัยหลาย ๆ งานที่ผ่านมานั้น ได้มีการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหารกับอัตราการจ่ายเงินปันผล พบว่างานวิจัยหลาย ๆ งานมีข้อสรุปของผลการศึกษาว่า สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผล กล่าวคือ หากสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหารสูงขึ้นจะทำให้มีอัตราการจ่ายเงินปันผลสูงตามไปด้วย (ทิฆัมพร รักธรรม (2549) นารีรัตน์ อัศวธนาลาภ (2558) และ สาริยา นวลถวิล (2563)) แต่ก็มีงานวิจัยบางส่วนได้กล่าวว่า สัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางตรงกันข้าม (Jensen et al., 1992 และ นพดล สังข์ลาย 2559) นั่นคือเมื่อสัดส่วนการถือครองหุ้นของผู้บริหารสูงขึ้นจะทำให้มีอัตราการจ่ายเงินปันผลลดต่ำลง โดยอัตราการจ่ายเงินปันผลยังมีส่วนเกี่ยวข้องกับการเข้าซื้อกิจการ

อีกด้วย โดยการศึกษาของ Golubova et al. (2020) ศึกษาว่าบริษัทที่เข้าซื้อกิจการจะมีการปรับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของตนอย่างไรเพื่อให้การเข้าครอบครองกิจการนั้นสำเร็จ จากการศึกษาพบว่าบริษัทผู้เข้าซื้อกิจการจะปรับการจ่ายเงินปันผลให้สอดคล้องกับสิ่งที่ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป้าหมายเคยได้รับ การปรับเปลี่ยนนี้สะท้อนถึงความพยายามเชิงกลยุทธ์เพื่ออำนวยความสะดวกในการเข้าซื้อกิจการให้ประสบความสำเร็จ การค้นพบนี้ชี้ให้เห็นว่าบริษัทต่าง ๆ จัดการนโยบายการจ่ายเงินปันผลเพื่อตอบสนองความต้องการของนักลงทุนในระหว่างการเข้าซื้อกิจการ

ความสัมพันธ์ในเชิงเป็นเหตุเป็นผล (Causation) นภสินธุ์ สานติวัตร (2564) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ในเชิงเป็นเหตุเป็นผลระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตในระดับบริษัท ว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างไรและอธิบายด้วยทฤษฎีการส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผลได้หรือไม่ เพื่อทำความเข้าใจในผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการจ่ายเงินปันผลต่อการทำกำไรในอนาคต โดยศึกษาการเปลี่ยนแปลงในระยะเวลา 5 ปี ซึ่งจากการศึกษาพบว่าการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของกำไรในอนาคตในระดับบริษัทมีความสัมพันธ์กันในเชิงลบ โดยผลการประมาณค่าของการศึกษาทั้ง 2 ส่วนมีความสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผล กล่าวคือ ในสภาวะปกติผู้บริหารจะไม่ปรับลดระดับเงินปันผล เนื่องจากอาจจะเกิดผลกระทบต่อความเชื่อมั่นและราคาของหลักทรัพย์ในตลาดได้ แต่อย่างไรก็ตาม ถ้าผู้บริหารเห็นโอกาสในการลงทุนที่สามารถก่อให้เกิดการเพิ่มขึ้นของกำไรในอนาคต อาจส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลลดลงเพื่อที่บริษัทจะมีเงินสดมากขึ้นเพื่อใช้ลงทุนและทำให้ผลกำไรของบริษัทเพิ่มขึ้นตามมาในอนาคต ซึ่งแตกต่างจากการเพิ่มขึ้นของเงินปันผล คือ เงินปันผลจะเพิ่มขึ้นเมื่อกิจการต้องการเงินลงทุนลดลงหรือเข้าสู่ภาวะอิ่มตัว ซึ่งจะมีการเปลี่ยนแปลงของกำไรค่อนข้างคงที่

Baker and Wurgler (2004a) ได้ศึกษาเรื่องความสำคัญของทัศนคตินักลงทุนต่อการเคลื่อนไหวของราคาสินทรัพย์ โดยสภาพอารมณ์และความเชื่อมั่นของนักลงทุน คือ ความคิดและความรู้สึกของนักลงทุนที่มีต่อสภาพของตลาด โดยผลกระทบที่เกิดจากความรู้สึกของนักลงทุนเกี่ยวกับการตัดสินราคาของหลักทรัพย์ในตลาดว่าดีหรือไม่ดีนั้น จะเกิดขึ้นโดยอัตโนมัติและมักจะเกิดอย่างรวดเร็ว ถ้านักลงทุนตัดสินใจลงทุนตามความรู้สึกและอารมณ์มากกว่าการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน จะส่งผลให้ราคาของหลักทรัพย์เคลื่อนไหวตามความรู้สึกของนักลงทุนแทนที่จะเคลื่อนไหวตามปัจจัยอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการลงทุน

Fama and French (2001) ได้ศึกษาถึงวัฏจักรอายุของบริษัทและการจ่ายเงินปันผล พบว่าอายุของบริษัทที่มากขึ้นนั้นมีแนวโน้มจะประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงตามทฤษฎีวัฏจักรธุรกิจ (Business Life Cycle Theory) ของ Churchill and Lewis (1983) ได้กล่าวว่า บริษัทที่อยู่ในช่วงเริ่มต้นและกำลังเติบโตนั้น มีความจำเป็นที่จะต้องใช้เงินทุนค่อนข้างสูง ทำให้บริษัทอาจไม่สามารถที่จะประกาศจ่ายเงินปันผลได้ แต่ในทางกลับกันบริษัทที่มีอายุมากขึ้นจนเริ่มเข้าสู่สภาวะอิ่มตัวและถดถอย บริษัทเหล่านี้จะเน้นไปที่การคืนผลตอบแทนให้กับนักลงทุนมากกว่าการเก็บกำไรไว้ลงทุน ซึ่งตรงกันข้ามกับบริษัทที่มีอายุน้อยและอยู่ในช่วงการเติบโตของบริษัท เพราะบริษัทที่มีอายุน้อยหรือบริษัทที่อยู่ในช่วงเติบโตมักจะไม่ประกาศจ่ายเงินปันผล ในขณะที่บริษัทที่มีอายุมากจะมีการประกาศจ่ายเงินปันผลที่สูง

จากทฤษฎีของ Baker and Wurgler (2004a) และการศึกษาของ Fama and French (2001) ผู้ศึกษาจึงได้เลือกทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างความคาดหวังเงินปันผลของนักลงทุนและการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยการศึกษาของ Baker and Wurgler (2004a) ไม่ได้นำตัววิกฤตการณ์ทางเงินมาวิเคราะห์ แต่ใช้สถานการณ์ของวาระผู้นำประเทศสหรัฐอเมริกา ชื่อ ริชาร์ด มิลเฮาส์ นิกสัน ดำรงตำแหน่งระหว่างปี ค.ศ. 1965-ค.ศ. 1974 มาเป็นตัวแปรสำคัญในการศึกษาความสัมพันธ์ดังกล่าว ผู้ศึกษาจึงต้องการศึกษา

ความสัมพันธ์ดังกล่าวในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้วิกฤตการณ์ทางการเงินเข้ามาเกี่ยวข้องแทนการใช้เรื่องทางการเมืองมาเป็นตัวแปรสำคัญ ดังนั้นผู้ศึกษาจึงต้องการทดสอบสมมติฐานดังนี้

สมมุติฐานที่ 1 (H_0): ความต้องการเงินปันผลของนักลงทุนไม่มีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมุติฐานที่ 2 (H_a): ความต้องการเงินปันผลของนักลงทุนมีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ระเบียบวิธีวิจัย (Research Methods)

ขอบเขตของการวิจัย แหล่งข้อมูล และวิธีการจัดเก็บ (Scope of the Research)

ข้อมูลในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2533 ถึงวันที่ 31 ธันวาคม พ.ศ. 2565 ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยนี้ไม่ร่วมบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจทางการเงิน บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสาธารณูปโภค บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมภายใต้การดูแลของรัฐบาล และบริษัทจดทะเบียนที่มีข้อมูลตัวแปรไม่ครบถ้วนตลอดระยะเวลา 32 ปี

ในการศึกษาครั้งนี้ทำการจัดเก็บข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ ซึ่งมีลักษณะข้อมูลแบบอนุกรมเวลา โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจาก S&P Capital IQ ซึ่งประกอบด้วยข้อมูลทางการเงินที่แสดงในงบการเงินประจำปีของแต่ละบริษัท ได้แก่ งบแสดงฐานะการเงินของบริษัท งบกำไรขาดทุนเบ็ดเสร็จ งบกระแสเงินสด รายการแสดงสินทรัพย์และหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีข้อมูลที่ต้องใช้ในการวิจัยอย่างครบถ้วน ทั้งนี้ ข้อมูลที่นำมาวิเคราะห์เป็นข้อมูลรายปีอยู่ในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2533-พ.ศ. 2565

การประมวลผลข้อมูลและการวิเคราะห์

กระบวนการวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับการศึกษาครั้งนี้จะแบ่งออกเป็น 4 ส่วน ได้แก่

- การวัดแนวโน้มที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผล
- การหาความคาดหวังเงินปันผลของนักลงทุน
- การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างแนวโน้มที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลและความต้องการเงินปันผลของนักลงทุนในอนาคต
- การศึกษาผลกระทบของวิกฤตการณ์ทางการเงินโลกต่อความสัมพันธ์ระหว่างแนวโน้มที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผล และความต้องการเงินปันผลของนักลงทุนในอนาคต

กระบวนการวิเคราะห์ข้อมูลมีดังนี้

1) การวัดแนวโน้มที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลตามแนวคิดของ Fama and French (2001) คือ การคำนวณความต่างระหว่างเปอร์เซ็นต์ที่แท้จริงในการจ่ายเงินปันผล (The Actual Percentage) กับเปอร์เซ็นต์ที่คาดหวังของบริษัทที่จะจ่ายเงินปันผลในอนาคต (The Expected Percentage of Dividend-Paying Firm)

แนวโน้มที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลในอนาคต (ΔPTP_t) = เปอร์เซ็นต์ที่แท้จริงในการจ่ายเงินปันผล – เปอร์เซ็นต์ที่คาดหวังของบริษัทที่จะจ่ายเงินปันผลในอนาคต โดยแต่ละตัวแปรสามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{เปอร์เซ็นต์ที่แท้จริงในการจ่ายเงินปันผล} = \frac{\text{จำนวนบริษัทที่จ่ายเงินปันผลในปีนั้น}}{\text{จำนวนบริษัททั้งหมดในปีนั้น}}$$

เปอร์เซ็นต์ที่คาดหวังของบริษัทที่จะจ่ายเงินปันผลในอนาคต สามารถคำนวณได้จากการใช้แบบจำลอง Logit Model ที่ประกอบไปด้วยตัวแปรอิสระ (Independent Variables) ดังต่อไปนี้ ขนาดของบริษัท (Size) ผลกำไรจากการดำเนินงานของบริษัท (Profitability) โอกาสในการเติบโตของบริษัท (Growth Opportunities) และโอกาสในการลงทุนของบริษัท (Investment Opportunities) สามารถเขียนสมการได้ดังนี้

$$\Pr(\text{Payers}_i = 1) = \text{logit}\{\alpha_1 + \beta_1 \text{SIZE}_i + \beta_2 \text{PROF}_i + \beta_3 \text{GRW}_i + \beta_4 \text{INVT}_i + \varepsilon_i\} \quad (1)$$

โดยที่

$\Pr(\text{Payers}_i)$ คือ เปอร์เซ็นต์ที่คาดหวังของบริษัทที่จะจ่ายเงินปันผลในอนาคต (โดย $\text{Payers}_i = 1$ เมื่อมีการจ่ายเงินปันผล และ $\text{Payers}_i = 0$ เมื่อไม่มีการจ่ายเงินปันผล)

SIZE_i คือ ขนาดของบริษัท วัดได้จากส่วนต่างของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด

PROF_i คือ กำไรของบริษัท วัดได้จากกำไรของบริษัทก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี หารด้วยมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของบริษัท

GRW_i คือ โอกาสในการเติบโตของบริษัท วัดได้จากอัตราการเติบโตของสินทรัพย์รวม

INVT_i คือ โอกาสในการลงทุนของบริษัท วัดได้จากอัตราส่วนตลาดต่อมูลค่าหุ้น คือ มูลค่าทางตลาดรวมกับมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น และหารด้วยมูลค่าสินทรัพย์สุทธิของบริษัท

2) ความคาดหวังเงินปันผลของนักลงทุนตามทฤษฎีของ Baker and Wurgler (2004a) คือเงินที่นักลงทุนยอมจ่ายซื้อหุ้นของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลในราคาตลาดที่สูงกว่า หรือที่เรียกว่า พรีเมียมเพื่อเงินปันผล (Dividend Premium) โดยคำนวณจากอัตราส่วนราคาตลาดกับมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัทที่จ่ายและไม่จ่ายเงินปันผล ซึ่งผลต่างของค่าเฉลี่ยนี้จะหมายถึงความคาดหวังเงินปันผลของนักลงทุน หรือ DP_t^{P-NP} โดยสามารถเขียนสมการได้ดังนี้

$$DP_t^{P-NP} = \ln\left(\sum_i w_{ti}^{p} \frac{M_{ti}^{p}}{B_{ti}^{p}}\right) - \ln\left(\sum_i w_{ti}^{np} \frac{M_{ti}^{np}}{B_{ti}^{np}}\right) \quad (2)$$

โดยที่

DP_t^{P-NP} คือ พรีเมียมเพื่อเงินปันผล

w_{ti}^{p} คือ น้ำหนักของบริษัท i ในส่วนของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลในปีที่กำหนด t

M_{ti}^{p} คือ มูลค่าหุ้นตามราคาตลาดของบริษัท i ในส่วนของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลในปี t

B_{ti}^{p} คือ มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัท i ในส่วนของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลในปี t

w_{ti}^{np} คือ น้ำหนักของบริษัท i ในส่วนของบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผลในปีที่กำหนด t

M_{ti}^{np} คือ มูลค่าหุ้นตามราคาตลาดของบริษัท i ในส่วนของบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผลในปี t

B_{ti}^{np} คือ มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัท i ในส่วนของบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผลในปี t

3) การศึกษาเพื่อทดสอบสมมติฐานว่าความต้องการเงินปันผลของนักลงทุนมีผลต่อแนวโน้มในอนาคตที่บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่นั้น ผู้ศึกษาเลือกใช้การวิเคราะห์การถดถอยเพื่อหาความสัมพันธ์ดังกล่าว โดยมีสมการดังนี้

$$\Delta PTP_t = \alpha + \beta DP^{P-NP_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (3)$$

โดยที่

ΔPTP_t คือ แนวโน้มที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลในปีที่ t คือระหว่างปี พ.ศ. 2533-พ.ศ. 2565 โดยคำนวณจากความต่างระหว่างเปอร์เซ็นต์ที่แท้จริงในการจ่ายเงินปันผลกับเปอร์เซ็นต์ที่คาดหวังของบริษัทที่จะจ่ายเงินปันผลในอนาคต

$DP^{P-NP_{t-1}}$ คือ ความคาดหวังเงินปันผลของนักลงทุน ซึ่งคือผลคำนวณจากส่วนต่างของลอการิทึมระหว่างบริษัทที่จ่ายและไม่จ่ายเงินปันผล

ต่อมามีงานวิจัยของ Acharya et al. (2011) ได้ค้นพบว่าวิกฤตการณ์ทางการเงินโลก (Global Financial Crisis) มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญกับการที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผล ดังนั้นจากงานวิจัยนี้จึงนำเอาวิกฤตการณ์ทางการเงินโลกเข้ามาเป็นตัววัดด้วย

โดยวิกฤตการณ์ทางการเงินโลกนั้น จะประกอบไปด้วย

1) วิกฤตการณ์ทางการเงินในเอเชีย หรือ วิกฤตต้มยำกุ้ง (Asian Financial Crisis, 1997-1999)

2) วิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ หรือ วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ (Subprime Mortgage Crisis, 2007-2011)

$$\Delta PTP_t = \alpha + \beta_1 DP^{P-NP_{t-1}} + \beta_2 F_{Crisis,t} + \varepsilon_t \quad (4)$$

โดยที่

$F_{Crisis,t}$ คือ วิกฤตการณ์ทางการเงิน โดยปีไหนที่มีวิกฤตทางการเงินจะเท่ากับ 1 และจะเป็น 0 ถ้าไม่มีวิกฤตทางการเงินในปีนั้น

ผลการวิจัย (Results)

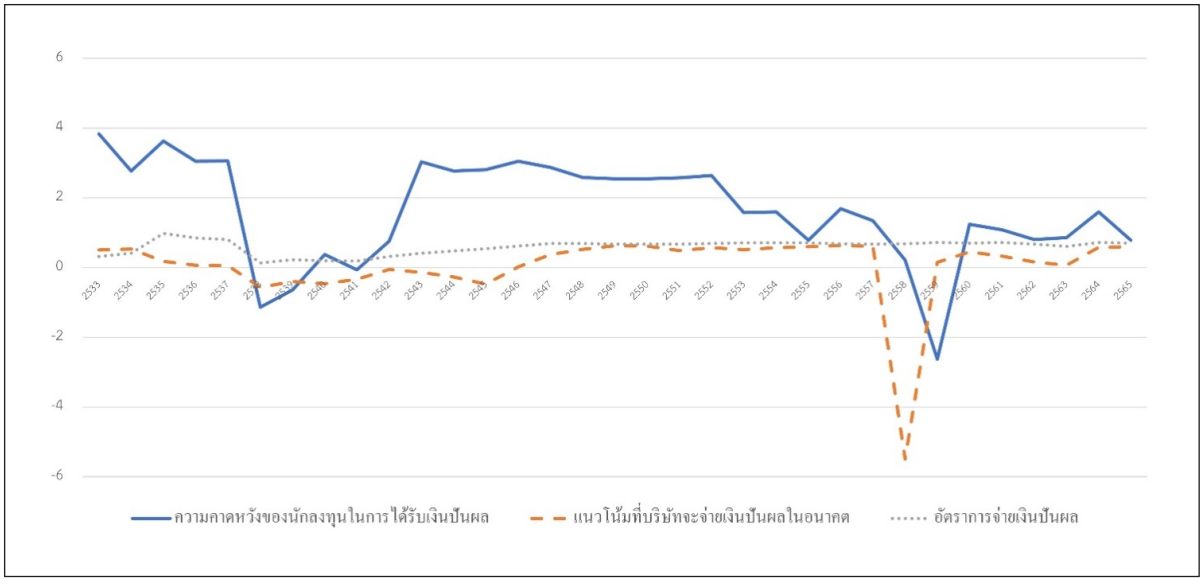
การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาแสดงให้เห็นถึงข้อมูลในทางสถิติของแต่ละตัวแปร ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตราฐาน (Standard Deviation) ซึ่งผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาจะช่วยทำให้เห็นถึงลักษณะของข้อมูลและการกระจายตัวของข้อมูลอย่างคร่าว ๆ โดยผลการวิเคราะห์นี้ผู้ศึกษาได้แบ่งประเภทข้อมูลดังนี้ 1) ตัวแปรต้น (DP) 2) ตัวแปรตาม (PTP) และ 3) ตัวแปรควบคุม (GRWi, INVT, SIZE, PROF, Actual Percent)

Table 1 แสดงผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

	Mean	Median	Maximum	Minimum	SD
DP	1.4586	1.5810	3.0517	-2.6271	1.3694
PTP	0.0118	0.3306	0.6418	-5.4864	1.2034
GRW	0.0232	0.0156	0.0342	-0.0002	0.0001
INVT	0.0107	0.0073	0.0522	-0.0120	0.0161
SIZE	0.0260	0.0498	0.0706	-0.0010	0.0002
PROF	5.4854	4.6979	17.970	0.0000	4.3631
Actual Percent	0.5872	0.6748	0.7185	0.1865	0.1763

หมายเหตุ: DP คือ ความต้องการเงินปันผลของนักลงทุน PTP คือ แนวโน้มในอนาคตที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผล GRW คือ โอกาสในการเติบโตของบริษัท INVT คือ โอกาสในการลงทุนของบริษัท SIZE คือ ขนาดของบริษัทโดยเฉลี่ย PROF คือ กำไรของ Actual Percent คือ จำนวนบริษัทที่จ่ายเงินปันผลในปีนั้น

ตามทฤษฎีการสร้างความพึงพอใจด้วยการจ่ายเงินปันผลของ Baker and Wurgler (2004a) ได้ใช้ดิวิเดนพรีเมียมเป็นตัวแทนของความคาดหวังเงินปันผลของนักลงทุน โดยดิวิเดนพรีเมียมของการวิจัยครั้งนี้คำนวณจากอัตราส่วนราคาตลาดกับมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัทที่จ่ายและไม่จ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนแนวโน้มที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลคำนวณตามงานวิจัยของ Fama and French (2001) ซึ่งแนวโน้มในอนาคตที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลนั้นก็มีปัจจัยที่ส่งเสริมให้บริษัทต้องจ่ายเงินปันผลคือ โอกาสในการลงทุนของบริษัท โอกาสในการเติบโตของบริษัท ขนาดของบริษัทโดยเฉลี่ย และกำไรของบริษัท ซึ่งผลการคำนวณที่ได้มานั้นไม่สอดคล้องกับการศึกษาของ Fama and French (2001) เพราะการศึกษาของ Fama and French (2001) กล่าวว่า ถ้าบริษัทมีเป้าหมายในการเติบโตหรือโอกาสในการเติบโตของบริษัทเกิดขึ้น จะส่งผลให้แนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลลดน้อยลง แต่ผลการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลับพบว่าโอกาสในการเติบโตของบริษัทไม่มีผลทำให้อัตราการจ่ายเงินปันผลลดน้อยลง ซึ่งความแตกต่างนี้สามารถระบุได้จากลักษณะเฉพาะของตลาดในประเทศที่กำลังพัฒนาอย่างประเทศไทย โดยความแตกต่างของผลการศึกษานี้สามารถอธิบายได้ว่า บริษัทในประเทศไทยสามารถรักษาอัตราการเติบโตควบคู่กับจ่ายเงินปันผลได้ในระยะเวลาเดียวกันนั้นเอง



ที่มา: แนวโน้มที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลในอนาคต คำนวณจากสมการที่ 1

$$Pr\,(Payers_i = 1) = logit\,\{\alpha_1 + \beta_1 SIZE_i + \beta_2 PROF_i + \beta_3 GRW_i + \beta_4 INVT_i + \varepsilon_i\}$$

ความคาดหวังของนักลงทุนในการได้รับเงินปันผล คำนวณจากสมการที่ 2

$$DP_t^{P-NP} = ln\left(\sum_i w_{ti}^{p} \frac{M_{ti}^{p}}{B_{ti}^{p}}\right) - ln\left(\sum_i w_{ti}^{np} \frac{M_{ti}^{np}}{B_{ti}^{np}}\right)$$ *และอัตราการจ่ายเงินปันผล*

รวบรวมข้อมูลจากเว็บไซต์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ข้อมูล ณ วันที่ 26 พฤษภาคม 2566

Figure 2 แสดงความคาดหวังของนักลงทุนในการได้รับเงินปันผล แนวโน้มที่บริษัทจะจ่ายเงิน

ในส่วนของการหาความสัมพันธ์ระหว่างความคาดหวังเงินปันผลของนักลงทุนและการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีผลการวิจัยดังนี้

Table 2 ผลการวิเคราะห์การถดถอยจากสมการที่ (3) $\Delta PTP_t = \alpha + \beta DP^{P-NP}{}_{t-1} + \varepsilon_t$

Variable	Result of the Regression Analysis $\Delta PTP_t = \alpha + \beta DP^{P-NP}{}_{t-1} + \varepsilon_t$ (3)
Constant	-0.8504
	(0.0371)*
DP_{t-1}^{P-NP}	0.4386
	(0.0255)*
Adjusted- R^2	0.1235
F-statistics	5.508
	(0.02549)*
Durbin-Watson	1.6980

หมายเหตุ: * คือ ระดับนัยสำคัญที่ 5% หรือ p-value < 0.05

จาก Table 2 รายงานผลการวิเคราะห์การถดถอยซึ่งประมาณการตามสมการที่ (3) ค่า Adjusted- R^2 มีค่า 0.1235 ขณะที่ F-statistics มีค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ค่าสัมประสิทธิ์ของความคาดหวังของนักลงทุนในการได้รับเงินปันผล: DP^{P-NP}_{t-1} มีค่าเป็นบวกและมีระดับนัยสำคัญทางสถิติ สิ่งนี้บ่งชี้ว่าความคาดหวังของนักลงทุนในการได้รับเงินปันผลส่งผลต่อแนวโน้มที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลในอนาคต หรืออาจจะกล่าวได้ว่าเมื่อไรที่ค่าดิวิเดนพรีเมียมมีค่ามากขึ้นนั้น หมายความช่วงเวลาดังกล่าวนักลงทุนมีการคาดหวังเงินปันผลที่สูง ผลการวิจัยที่ได้มานี้สอดคล้องกับงานวิจัยของ Tangjitprom (2013) ที่ได้ทำการศึกษาทฤษฎีการสร้างความพึงพอใจด้วยการจ่ายเงินปันผล พบว่านักลงทุนในประเทศไทยมีความชอบในการลงทุนในหุ้นที่จ่ายเงินปันผล และยินดีที่จะซื้อหุ้นในกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลในราคาที่สูง ซึ่งเมื่อหุ้นกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลมีราคาที่สูง จะทำให้บริษัทต่าง ๆ มักมีแนวโน้มที่จะเพิ่มการจ่ายเงินปันผล และอาจทำให้มีโอกาสน้อยที่ผู้บริหารจะตัดสินใจไม่จ่ายเงินปันผลเลย

Table 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยและวิกฤตการณ์ทางการเงินจากสมการที่ (4)

$$\Delta PTP_t = \alpha + \beta_1 DP^{P-NP}{}_{t-1} + \beta_2 F_{Crisis,t} + \varepsilon_t$$

Variable	Result of the Regression Analysis with Dummy Variable $\Delta PTP_t = \alpha + \beta_1 DP^{P-NP}{}_{t-1} + \beta_2 F_{Crisis,t} + \varepsilon_t$ (4)
Constant	-0.8038
	(0.0499)*
$DP^{P-NP}{}_{t-1}$	0.4721
	(0.0188)*
$F_{Crisis,t}$	-0.6717
	(0.3304)
Adjusted- R^2	0.1229
F-statistics	3.242
	(0.04314)*
Durbin-Watson	1.7791

หมายเหตุ: * คือ ระดับนัยสำคัญที่ 5% หรือ p-value < 0.05

Table 3 รายงานผลการวิเคราะห์การถดถอยซึ่งประมาณการตามสมการที่ (4) และใช้ตัวแปรหุ่นคือวิกฤตการณ์ทางการเงินเข้ามาเกี่ยวข้องด้วย วิกฤตการณ์ทางการเงินในการวิจัยครั้งนี้ คือ วิกฤตการณ์ทางการเงินในเอเชียระหว่างปี พ.ศ. 2540-พ.ศ. 2542 และวิกฤตการณ์เงินโลกในช่วงปี พ.ศ. 2550-พ.ศ. 2554 เป็นตัวแปรควบคุมในสมการนี้ โดยตัวแปรวิกฤตการณ์ทางการเงินจะมีค่าเท่ากับ 1 ในปีเกิดวิกฤตทางการเงิน และมีค่าเป็น 0 สำหรับในช่วงที่ไม่มีวิกฤตทางการเงินเกิดขึ้น ผลลัพธ์ใน Table 3 พบว่าตัววิกฤตการณ์ทางการเงิน $F_{Crisis,t}$ ไม่มีความสัมพันธ์ทางสถิติต่อแนวโน้มที่บริษัท

จะจ่ายเงินปันผลในอนาคตในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิจัยชี้ให้เห็นว่าการเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงินไม่มีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจในอนาคตของบริษัทในการจ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การอภิปรายผลและสรุป (Discussion and Conclusion)

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความคาดหวังของนักลงทุนในการได้รับเงินปันผลและแนวโน้มในอนาคตที่บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจะจ่ายเงินปันผลในช่วงระยะเวลา พ.ศ. 2533-พ.ศ. 2565 โดยใช้ดิวิเดนพรีเมียมเป็นตัวแทนของความคาดหวังเงินปันผล ตามทฤษฎีการสร้างความพึงพอใจด้วยการจ่ายเงินปันผลของ Baker and Wurgler (2004a) ซึ่งดิวิเดนพรีเมียมในการวิจัยครั้งนี้คำนวณจากอัตราส่วนราคาตลาดกับมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นของบริษัทที่จ่ายและไม่จ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนแนวโน้มที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลคำนวณตามงานวิจัยของ Fama and French (2001) ซึ่งจากการหาความสัมพันธ์ของทั้ง 2 ตัวแปร พบว่าการสร้างความพึงพอใจด้วยการจ่ายเงินปันผลนั้น มีนัยสำคัญต่อการเปลี่ยนแปลงของแนวโน้มที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลในอนาคต การค้นพบนี้ชี้ให้เห็นว่าดิวิเดนพรีเมียมที่สูงขึ้นนั้นมีผลมาจากความต้องการของนักลงทุนในการได้รับเงินปันผล ซึ่งความต้องการของนักลงทุนจะสามารถกระตุ้นให้บริษัทเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผลได้ และทำให้บริษัทมีโอกาสน้อยที่จะลดหรือละเว้นการจ่ายเงินปันผลเมื่อความต้องการเงินปันผลของนักลงทุนอยู่ในระดับที่สูง ซึ่งสะท้อนจากดิวิเดนพรีเมียมที่สูงขึ้น

References

Andrey Golubova, Meziane Lasfer and Valeriya Vitkova. (2020). Active catering to dividend clienteles: Evidence from takeovers. *Journal of Financial Economics,* https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.04.002

Baker, M., & Wurgler, J. (2004a). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of Financial Economics, 73*(2), 271-288. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.08.001

Eugene F. Fama and Kenneth R. French. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics, 60,* 3-43. https://www.jstor.org/stable/725105

Ferris, S., N. Jayaraman and S. Sabherwal. (2009). Catering Effects in Corporate Dividend Policy: The International Evidence. *Journal of Banking and Finance, 33,* 1730-1738. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.04.005

Gerald R. Jensen, Donald P. Solberg and Thomas S. Zorn. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 27*(2) (Jun., 1992), 247-263. https://doi.org/10.2307/2331370

Neil C. Churchill and Virginia L. Lewis. (1983). The Five Stages of Small Business Growth. *Harvard Business Review, 61,* 30-50.

Nareerath Assavatanalab. (2015). *Managerial Ownership and Dividend Policy.* An Independent Study Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for The Degree of Masters of Accounting Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University.

Naphasin Santiwat (2021). Dividend Signaling Theory, Maturity Hypothesis, Future Earning Change, Dividend Payout Ratio. *Creative Business and Sustainability Journal, 43*(3), Issue 169 (July-September 2021), 1-21.

Noppadol Sanglai. (2016). *Relationship between business cycle and dividend payment of listed companies on the stock exchange of Thailand. Independent research.* Master of Business Administration, Business Administration for executives college of commerce Burapha University.

Nopphon Tangjitprom. (2013). Propensity to pay dividends and catering incentives in Thailand. *Studies in Economics and Finance, 30*(1), 45-55. http://dx.doi.org/10.1108/10867371311300973

Sariya Nuanthawin. (2019). The Effect of Financial Ratio on Dividend Payment of the Thai Listed Companies, sSET Index. *Pathumthani University Academic Journal, 12*(1), (January-June 2020), 304-318.

Tikhamporn Raktham. (2006). The relationship between the proportion of shares held by directors and the performance of the company. Journal of Accounting Profession, Year 2, Issue 5 (December 2006), 4-11.

Viral V. Acharya, Irvind Gujral, Nirupama Kulkarni & Hyun Song Shin. (2011). Dividends and Bank Capital in the Financial Crisis of 2007-2009. *National Bureau of Economic Research.* DOI 10.3386/w16896.