

บทที่ 1

บทนำ

หลักการและเหตุผล

เป้าหมายของบริษัท คือ การสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Maximize Shareholder Wealth) โดยการจ่ายเงินปันผลซึ่งสามารถสร้างความพึงพอใจให้กับผู้ถือหุ้นได้ อย่างไรก็ตาม นโยบายเงินปันผลที่เหมาะสมที่สุด คือ จะต้องสร้างความสมดุลระหว่างการอัตราการจ่ายเงินปันผลกับ อัตราการเติบโตของธุรกิจ จากทฤษฎีที่มีชื่อเสียงโดย Gordon (1962) เสนอ Constant Growth Stock Valuation Model ดังนี้ $P = D_1 / (k_s - g)$ แสดงให้เห็นว่า นโยบายเงินปันผลมีผลต่อมูลค่าหุ้นสามัญ (P) กล่าวคือ ถ้าจ่ายเงินปันผลสูง (D_1) จะทำให้มูลค่าหุ้นสามัญสูงขึ้น แต่จะทำให้กิจการเหลือเงินเพื่อนำไปลงทุนต่อลดลง ส่งผลให้อัตราการเติบโตของธุรกิจ (g) ลดลงด้วย ซึ่งส่งผลสะท้อนให้ราคาหุ้นสามัญลดลงเช่นกัน การเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผลจึงมีผลกระทบในสองด้านซึ่งตรงข้ามกัน จึงต้องมีการจัดการนโยบายเงินปันผลที่เหมาะสม (Optimal Dividend Policy) ระหว่างการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบันและอัตราการเติบโตของบริษัทในอนาคต เพื่อที่จะทำให้ราคาของหุ้นสามัญสูงสุด (เริงรัก จำปาเงิน, 2544: 419)

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคต ได้มีผู้ศึกษาและให้แนวคิดไว้อย่างหลากหลาย ประกอบด้วย แนวความคิดเกี่ยวกับทฤษฎีความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูล (Information Content of Dividends) ที่ถูกส่งมาจากการจ่ายเงินปันผล โดย Lintner (1956) ได้กล่าวถึงแนวคิดพื้นฐานของการวิจัยเกี่ยวกับ “การส่งสัญญาณของเงินปันผล (Dividend Signaling Theory)” โดยมีสมมติฐานว่า การเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผลเป็นการส่งสัญญาณผลการดำเนินงานของกิจการจากฝ่ายบริหาร ไปสู่นักลงทุนได้ เนื่องจากฝ่ายบริหารทราบข้อมูลภายในกิจการมากกว่าสาธารณชน ส่วนแนวคิดของ Miller and Modigliani (1961) ได้นำเสนอ Dividend Irrelevance Theory ที่มีสมมติฐานว่าในตลาดทุนที่มีประสิทธิภาพ นักลงทุนและผู้บริหารจะมีข้อมูลที่ได้รับเท่ากันและเหมือนกัน การจ่ายเงินปันผลย่อมไม่กระทบต่อมูลค่าของกิจการ (Value of Firm) นอกจากนี้การศึกษาของ Miller (1980) ได้สรุปผลความสัมพันธ์ว่าเงินปันผลเป็นตัวแปรที่จะแปรผันไปตามผลกำไรมากกว่าจะชี้นำผลกำไร ซึ่งการศึกษาในระยะต่อมาจึงมุ่งประเด็นไปยังการจ่ายเงินปันผลเพื่อพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของกิจการและการหาความสัมพันธ์ที่แท้จริงของทั้ง 2 ตัวแปร การศึกษาที่สำคัญโดย Arnott and Asness (2004), Zhou and Ruland (2006) พบว่า หากกิจการที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลสูงจะมีอัตราการเติบโตของกิจการสูงกว่ากิจการที่ไม่จ่ายเงินปันผลหรือจ่ายเงินปันผลในอัตราต่ำ (Higher Dividend, Higher Earnings

Growth) เนื่องจากกิจการที่จ่ายเงินปันผลในอัตราสูงจะดำเนินงานในสถานะแวดล้อมที่แตกต่างจากกิจการที่ดำเนินธุรกิจโดยใช้เงินลงทุนจากเงินทุนภายใน เนื่องจากผู้บริหารจำเป็นต้องดำเนินธุรกิจภายใต้เงินทุนที่มีอยู่จำกัดให้มีประสิทธิภาพและประสิทธิผลสูงสุด (Katsenelson, 2007 : 115) ในส่วนของ Farsio, Geary และ Moser (2004) ที่ได้ทำการศึกษาข้อมูลรายไตรมาสของ S&P 500 Index ตั้งแต่ปี 1988-2002 ได้ผลการศึกษาว่า แท้จริงแล้วเงินปันผลและกำไรสุทธิไม่มีความสัมพันธ์กันในระยะยาวแต่อย่างใด ทั้ง 2 ตัวแปรเป็นเพียงความสัมพันธ์ในระยะสั้น ซึ่งอาจส่งผลต่อแนวทางการลงทุนที่ผิดพลาดสำหรับนักลงทุนที่พิจารณาการลงทุนจากความสัมพันธ์ในระยะยาวของเงินปันผลและกำไรสุทธิเพียงส่วนเดียว สำหรับการศึกษาของประเทศไทยได้มีผลการศึกษาที่หลากหลายและแตกต่างกัน โดยอมร ทรัพย์ทวีกุล (2542) ได้ทำการศึกษาในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2540 พบว่าเงินปันผลไม่สามารถส่งสัญญาณถึงผลกำไรได้ โดยบริษัทจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเมื่อบริษัทมีกำไรเท่านั้น ส่วนการศึกษาโดยสุดาพร ศิริกะนันท์ (2545) กลับพบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทสามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้ แต่ในช่วงหลังวิกฤตเศรษฐกิจ (พ.ศ. 2541-2544) การจ่ายเงินปันผลไม่สามารถพยากรณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัทได้ เนื่องจากสถานะเศรษฐกิจมีความผันผวนและบริษัทไม่มั่นใจต่อสถานการณ์ในอนาคต และผลการศึกษาของสิริเกียรติ รัชชชานติและรวี ลงกานี (2550) ที่ศึกษาในช่วงพ.ศ. 2537-2547 ที่พบว่าการจ่ายเงินปันผลของกิจการสามารถที่จะเป็นสัญญาณของผลประกอบการในอนาคตตามทฤษฎีการส่งสัญญาณด้วยการจ่ายเงินปันผลได้อย่างชัดเจน

ประเด็นหลักในการศึกษาคั้งนี้จึงต้องการศึกษาตามแนวความคิด และทฤษฎีความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูล (Information Content of Dividends) ที่ถูกส่งมากับการจ่ายเงินปันผลว่าเงินปันผลสามารถเป็นสัญญาณของกำไรในอนาคตของกิจการได้หรือไม่ โดยใช้เครื่องมือทางเศรษฐมิติ คือ การทดสอบความเป็นเสถียรของข้อมูลอนุกรมเวลาและการประมาณค่าความถดถอยแบบ Vector Autoregressive Model (VAR) ในการพยากรณ์ โดยใช้ข้อมูลอนุกรมเวลารายเดือนของกลุ่มบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่าง พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2552 จำนวน 497 บริษัท (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2 มกราคม 2552)

วัตถุประสงค์ของการศึกษา

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่าง พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2552

สมมติฐานของการศึกษา

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นความสัมพันธ์ที่แท้จริงทั้งในระยะสั้นและระยะยาว โดยอัตราการจ่ายเงินปันผลสามารถใช้เป็นสัญญาณ (Signal) ในการพยากรณ์การเติบโตของกำไรในอนาคตได้ทั้งในระยะสั้นและระยะยาว

ประโยชน์ที่ได้รับจากการศึกษา

- 1) ทำให้ทราบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- 2) สามารถนำข้อมูลไปใช้สำหรับการวางแผนการลงทุนของนักลงทุนในอนาคต เพื่อวิเคราะห์หลักทรัพย์เพื่อการลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ
- 3) สามารถนำข้อมูลไปใช้สำหรับการวางแผนการบริหารการลงทุนและการตัดสินใจเรื่องนโยบายเงินปันผลของผู้บริหาร เพื่อให้บริษัทเติบโตอย่างยั่งยืน

นิยามศัพท์ที่ใช้ในการศึกษา

อัตราการจ่ายเงินปันผล หมายถึง อัตราผลตอบแทนที่กิจการกำหนดขึ้นมาเพื่อประกอบการจัดทำแผนการดำเนินงานและประกาศให้ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนทราบ เพื่อวิเคราะห์การลงทุน โดยสามารถคำนวณได้จากอัตราส่วนระหว่างเงินปันผลจ่าย ณ เดือนที่ t หารด้วยกำไรเดือนที่ t

กำไรที่แท้จริง หมายถึง มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ ณ เดือนที่ t หารด้วยดัชนีราคาผู้บริโภค ณ เดือนที่ t (Consumer Price Index: CPI) เพื่อเป็นการขจัดปัจจัยภายนอกทางเศรษฐกิจที่อาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ และคูณด้วยส่วนกลับของอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรต่อหุ้น ณ เดือนที่ t (1/PE ratio)

อัตราการเติบโตของกำไรในอนาคต หมายถึง การเปลี่ยนแปลงของอัตรากำไรที่แท้จริงของเดือนที่ t เมื่อเทียบกับกำไรที่แท้จริงของเดือนที่ $t-1$ ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสามารถใช้วัดความสามารถในการจัดการของฝ่ายบริหารได้ ซึ่งจะส่งผลทำให้ราคาหุ้นสามัญของธุรกิจสูงสุด (Stock Price Maximization)

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ หมายถึง บริษัทมหาชนจำกัด หรือบริษัทจดทะเบียน หรือบริษัทรับอนุญาตในตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งดำเนินการจดทะเบียนและมีผลประกอบการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่าง พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2552 จำนวน 497 บริษัท