

ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไป



ณัทชัย โสทธิเสาวภาคย์

สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2565

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไป

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 25 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2562



นางสาวณัททัย โสคติเสาวภาคย์
ผู้วิจัย

ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช,
Ph.D.
อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

รองศาสตราจารย์ชนินทร์ อยู่เพชร,
Ph.D.
ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

รองศาสตราจารย์วิจิตร รักธรรม,
Ph.D.
คณบดีวิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทรโคติกา
Ph.D.
กรรมการสอบสารนิพนธ์

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระในครั้งนี้สำเร็จลุล่วงได้อย่างสมบูรณ์ เนื่องด้วยได้รับความอนุเคราะห์จาก ดร. ปิยภัทร ธาระวานิช และ รศ.ดร. ธาตรี จันทร์โคติกา อาจารย์ที่ปรึกษาการศึกษา การศึกษาค้นคว้าอิสระ ซึ่งได้กรุณาสละเวลาอันมีค่าให้ความรู้ คำชี้แนะ แนวคิดการทำงาน คอยให้คำปรึกษาและช่วยเหลือในด้านต่างๆ ตลอดจนการตรวจสอบและแก้ไขในจุดบกพร่องจนการศึกษา ค้นคว้าอิสระสามารถสำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี ผู้วิจัยมีความซาบซึ้งในความกรุณาและขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูงไว้ ณ โอกาสนี้

ขอกราบขอบพระคุณ รศ.ดร. ธาตรี จันทร์โคติกา และ ชนินทร์ อยู่เพชร คณะกรรมการสอบผู้ซึ่งได้ให้ความกรุณาให้ข้อเสนอแนะและคำแนะนำที่เป็นประโยชน์ต่อการศึกษา ค้นคว้า ตลอดจนให้ความช่วยเหลือเป็นอย่างดีทำให้การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้สามารถออกมาได้อย่างสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น รวมไปถึงขอบพระคุณคณะอาจารย์ที่วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดลทุกท่านที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ ให้องค์ความรู้ควบคู่ไปกับคุณธรรมจนการศึกษาสำเร็จได้ด้วยดี ขอขอบคุณเพื่อนๆ ที่ให้ความช่วยเหลือกันเป็นอย่างดีตลอดช่วงระยะเวลาการศึกษา

สุดท้ายนี้ ประโยชน์และคุณค่าอันใดที่พึงได้รับจากการศึกษาค้นคว้าอิสระในครั้งนี้ ขอมอบแต่บิดามารดา คณาจารย์ ตลอดจนผู้มีอุปการะคุณทุกท่าน ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่าการศึกษาค้นคว้าอิสระจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่สนใจ และสามารถเป็นข้อมูลหรือแนวทางเพื่อต่อยอดในการศึกษาพัฒนาให้เกิดประโยชน์ต่อไป

ณัททัย โสทธิเสาวภาคย์

การศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไป
RELATIONSHIP BETWEEN DIVIDEND PAYMENT AND EARNING PERSISTENCE

ณัทชัย โสคติเสาวภาคย์ 6050081

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัทร ธาระวานิช, Ph.D.,
รองศาสตราจารย์ชนินทร์ อยู่เพชร, Ph.D., รองศาสตราจารย์ธำตรี จันทร โคติกา, Ph.D.

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาการจ่ายเงินปันผลของบริษัทว่าสามารถทำนายประสิทธิภาพในการสร้างกำไรจากการดำเนินธุรกิจของบริษัทในปีถัดไปได้หรือไม่ ระดับกำไรในปัจจุบันจะยังคงรักษาไว้ได้มากน้อยเพียงใดในปีถัดไป โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) จากงบการเงินปีปัจจุบันเป็นตัวชี้วัดความสม่ำเสมอของกำไร (Earning Persistence) นอกจากนี้ยังศึกษา กำไรในปัจจุบัน และอัตราการจ่ายเงินปันผล สามารถทำนายประสิทธิภาพในการสร้างกำไรจากการดำเนินธุรกิจของบริษัทในปีถัดไปได้หรือไม่ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาคือบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด 746 บริษัท ไม่รวมบริษัทในกลุ่มสถาบันการเงิน การศึกษานี้มีการแยกศึกษาข้อมูลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปจำนวน 627 บริษัท และศึกษาข้อมูลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจำนวน 119 บริษัท เนื่องจากกลุ่มนี้มีการบันทึกบัญชีการรับรู้รายได้ของบริษัทที่แตกต่างจากกลุ่มอื่น โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000 – 2017 และมีการแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ช่วงคือ (1) ก่อนเกิดวิกฤติสินเชื่อซับไพรม์, (2) ช่วงวิกฤติสินเชื่อซับไพรม์ และ (3) หลังเกิดวิกฤติสินเชื่อซับไพรม์

ผลการทดสอบสรุปได้ว่า การจ่ายเงินปันผลไม่สามารถใช้ทำนายความสามารถในการทำกำไรในปีถัดไปได้ มีเพียงกำไรในปัจจุบันที่สามารถพยากรณ์ความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไปได้แต่หากแบ่งช่วงเวลาออกเป็น 3 ช่วงพบว่า (1) ช่วงก่อนเกิดวิกฤติซับไพรม์ การจ่ายเงินปันผลสามารถพยากรณ์ความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไปได้ โดยมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ส่วน (2) ช่วงระหว่างวิกฤติซับไพรม์ การจ่ายเงินปันผลยังคงไม่สามารถพยากรณ์ความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไปได้ เนื่องจากไม่มีนัยทางสถิติ และ (3) ช่วงหลังเกิดวิกฤติซับไพรม์การจ่ายเงินปันผลที่มีความสัมพันธ์ต่อการเพิ่มขึ้นของความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไป แสดงให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลนั้นมีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไปได้ ที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลา

คำสำคัญ: การจ่ายเงินปันผล/ ความสม่ำเสมอของกำไร/ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล

RELATIONSHIP BETWEEN DIVIDEND PAYMENT AND EARNING PERSISTENCE

MS. NAHATHAI SOTTHISAOWAPHAK 6050081

M.M. (FINANCE)

THEMATIC PAPER ADVISORY COMMITTEE: ASST. PROF. DR. PIYAPAS THARAVANIJ,
PH.D., ASSOC. PROF. DR. CHANIN YOOPETCH, PH.D., ASSOC. PROF. DR. TATRE
JANTARAKOLICA

ABSTRACT

The purpose of this study is to investigate the dividend payment whether it can predict earnings consistency recur in the future or not. The proxy used as the representative for earning persistence is the return on assets ratio (ROA) during a financial year. Also, studied the relationship of return on asset, dividend payout ratio with earning persistence. The sample of this study covered companies listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) from the years 2000 to 2017 (18 years), excluding financial institutions such as banks, insurance companies, and securities companies as these companies have specific regulations. The remainder of the sample group is 627 companies. In addition, we also separated companies in the real estate and construction industries. Due to the specific of accounting, a total of 119 companies.

The research results concluded that dividend payment could not predict earning persistence in the coming year. Only the return on assets in the current year can signify. However, if the time was divided into three periods, we found the first period before the subprime crisis, dividend payment can forecast earning persistence with statistically significant at 0.01. In the second period during the subprime crisis, we found that dividend payment could not predict earnings persistence in the coming year because there is no statistical significance. The third period after the subprime crisis showed that dividend payment correlated with an increase in earnings persistence in the following year.

Keywords: Dividend Payment/ Earning Persistence /Payout Ratio

70 Pages

สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญ	จ
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย	4
1.3 นิยามศัพท์	4
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 ความหมายของความสม่ำเสมอของกำไร (Earning Persistence)	5
2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการรับรู้รายได้ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์	5
2.3 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล (Dividend)	6
2.3.1 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)	7
2.3.2 ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life Cycle Theory of Dividends)	8
2.3.3 ทฤษฎีโอกาสในการเติบโต (Growth Opportunities)	9
2.4 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)	9
2.4.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีการจ่ายเงินปันผลและการส่งสัญญาณ	9
2.4.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีอายุของกิจการ	11
2.4.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีโอกาสในการเติบโต	12
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	14
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)	14
3.2 ตัวแปร (Variables)	14
3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)	14
3.2.2 ตัวแปรต้น (Independent Variables)	15
3.3 แบบจำลอง (Model)	17
3.4 วิธีการทางสถิติ (Estimation Method)	18

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 4 ผลการศึกษา	20
4.1 การจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไป ในช่วงปี ค.ศ. 2000 – 2017	20
4.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไป ในช่วงปี ค.ศ. 2000 – 2017	22
บทที่ 5 สรุปผลการศึกษา	26
5.1 สรุปผลการศึกษา	26
5.2 ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะ	32
บรรณานุกรม	33
ภาคผนวก	36
ประวัติผู้วิจัย	71



สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า	
1	สรุปตัวแปรในงานวิจัย	16
2	สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไป ช่วงปี ค.ศ. 2000 – 2017	20
3	Correlation Matrix of Dividend	22
4	ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไป ช่วงปี ค.ศ. 2000 – 2017	23

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

ในการลงทุนในกิจการที่ก่อตั้งในรูปบริษัทแล้ว คำไรคือผลตอบแทนที่ได้จากการดำเนินงานของบริษัทและเป็นตัวชี้วัดที่ช่วยให้ผู้ถือหุ้น นักลงทุน และนักวิเคราะห์ใช้ในการประเมินผลการดำเนินงานของผู้บริหาร กิจการที่มีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพประสิทธิผลย่อมส่งผลให้กิจการนั้นมีผลกำไรที่ได้อย่างสม่ำเสมอ สามารถเติบโตอย่างต่อเนื่องต่อไปในอนาคต รวมทั้งสามารถดึงดูดความสนใจของนักลงทุนได้ คำไรจึงเป็นหนึ่งในปัจจัยสำคัญในการพิจารณาเลือกลงทุนในกิจการต่าง ๆ ทั้งนี้ นักวิเคราะห์หรือนักลงทุน และผู้ที่เกี่ยวข้องมิได้สนใจแค่ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่ผ่านมาหรือกำไรในปัจจุบันเพียงเท่านั้น การคาดการณ์ผลกำไรของบริษัทในปีถัดไปก็เป็นส่วนสำคัญ เพราะนักลงทุนสามารถใช้เพื่อคาดการณ์ผลตอบแทนจากการลงทุนที่จะได้รับในอนาคต หรือเจ้าหน้าที่ใช้เพื่อพิจารณาถึงความเป็นไปได้ในการที่จะได้รับเงินคืนจากธุรกิจที่มีสัญญาผูกพัน รวมทั้งผู้บริหารนำไปใช้เพื่อวางแผนเป้าหมายขององค์กร กำหนดนโยบายที่เกี่ยวข้องให้สอดคล้องสอดคล้องกับการดำเนินกิจการ เพื่อสร้างกำไรได้อย่างยั่งยืน ขยายกิจการให้เติบโตอย่างมีประสิทธิภาพอันจะส่งผลให้เกิดมูลค่าเพิ่มสูงสุดแก่กิจการในอนาคต

ในการวิจัยนี้ ผู้วิจัยสนใจศึกษาว่า การจ่ายเงินปันผลของบริษัทนั้นสามารถทำนายประสิทธิภาพในการสร้างกำไรจากการดำเนินธุรกิจของบริษัทในปีถัดไปได้หรือไม่ ระดับกำไรในปัจจุบันจะยังคงรักษาไว้ได้มากน้อยเพียงใดในปีถัดไป เนื่องจากปัจจัยที่สำคัญ คือ เงินปันผล (Dividend) นั้นเป็นส่วนแบ่งจากกำไรที่บริษัทตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยคิดตามสัดส่วนจำนวนหลักทรัพย์ที่ถือครอง กำไรนี้เป็นผลจากการดำเนินงานในปีปัจจุบัน รวมทั้งที่เก็บสะสมไว้จากปีก่อนๆ นำมาแบ่งจ่ายเป็นเงินปันผลและเก็บเป็นเงินทุนของบริษัทเพื่อใช้ในลงทุนใหม่ของบริษัท ทั้งนี้บริษัทที่สามารถจ่ายเงินปันผลได้นั้น จะต้องมีการดำเนินงานที่ดี ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง มีการขยายตัวอย่างมีประสิทธิภาพและผันผวนน้อย ไม่ว่าเศรษฐกิจจะอยู่ในภาวะใดจะมีกำไรเติบโตอย่างสม่ำเสมอ รวมทั้งมีสภาพคล่องทางการเงินและมีกระแสเงินสดเพียงพอ การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจึงสามารถสะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไร ผลการดำเนินงานในปัจจุบัน และแนวโน้มการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทได้

นอกจากนี้ ผู้บริหารยังใช้การจ่ายเงินปันผลของบริษัทเป็นการส่งสัญญาณ (Signaling) ของข้อมูลภายใน (Information Insider) บางอย่างไปยังนักลงทุน โดยระดับของเงินปันผลในขณะหนึ่งเป็นเครื่องมือช่วยทำให้บริษัทสามารถถ่ายทอดข้อมูลให้แก่สาธารณชน ถึงประสิทธิภาพในการจ่ายเงินปันผลหรือประสิทธิภาพในการทำกำไรของบริษัท เนื่องจากผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในตลาดหลักทรัพย์ ทั้งผู้ถือหุ้น นักลงทุน นักวิเคราะห์ รวมไปถึงผู้บริหาร ล้วนแล้วแต่มีโอกาสที่จะเข้าถึงข้อมูลข่าวสารภายในของบริษัทที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารเป็นผู้ที่สามารถรับรู้ข้อมูลข่าวสารของบริษัทมากที่สุดว่า ผลการดำเนินงานและกำไรของบริษัทในภาคหน้าจะเพิ่มสูงขึ้นหรือกำลังจะลดลง การจ่ายเงินปันผลจึงจะช่วยบอกผู้ลงทุนว่า ผู้บริหารกำลังคาดการณ์ผลกำไรของกิจการในปีถัดไปอย่างไร ถ้าหากผู้บริหารตัดสินใจที่จะจ่ายเงินปันผลในปีปัจจุบัน ถือเป็นสัญญาณว่า ในอนาคตว่าบริษัทจะมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น สามารถหารายได้ สร้างความเชื่อมั่นและดึงดูดนักลงทุนเข้ามาลงทุนในกิจการมากยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ ผู้บริหารยังเป็นผู้พิจารณานโยบายการจ่ายเงินปันผลที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) ว่า บริษัทควรจะนำกำไรมาจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นและเก็บเป็นเงินทุนไว้เพื่อใช้ในการดำเนินงานเป็นสัดส่วนเท่าใดของกำไร กิจการมีรายได้เสถียรและคงที่ มีผลกำไรสม่ำเสมอตลอดทุกปี มักจะจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงและในปริมาณที่น่าพึงพอใจให้แก่ผู้ถือหุ้น ในขณะที่กิจการที่ยังมีกำไรไม่แน่นอน การจ่ายเงินปันผลมากเท่าใดก็จะทำให้จำนวนเงินที่จะใช้ในการดำเนินกิจการและลงทุนใหม่ยังมีน้อยลงเท่านั้น บริษัทอาจต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอกที่มีต้นทุนสูง นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทสามารถส่งผลสะท้อนถึงเสถียรของรายได้และกำไร โครงสร้างทางการเงินและงบประมาณเงินทุนของบริษัท ผู้บริหารจึงต้องพิจารณา นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทอย่างรอบคอบ โดยต้องตั้งอยู่ในจุดที่มีความสมดุลพอดีและเพื่อให้รักษาเสถียรภาพของการจ่ายเงินปันผลให้คงที่ตลอดทุกปี เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงเพิ่มหรือลดการจ่ายเงินปันผลนั้น ย่อมมีผลกระทบต่อมุมมองของนักลงทุนในเชิงบวกและลบได้ ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุน

งานวิจัยนี้ ผู้วิจัยศึกษาข้อมูลครอบคลุมบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในช่วงระหว่างปี ค.ศ. 2000 – 2017 (พ.ศ. 2543 – 2560) ทั้งหมด 746 บริษัท ไม่รวมบริษัทกลุ่มสถาบันการเงิน ได้แก่ ธนาคาร บริษัทประกันภัย และบริษัทหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีหน่วยงานกำกับดูแลเป็นการเฉพาะซึ่งอาจมีข้อจำกัดที่ทำให้พฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลไม่เป็นไปตามทฤษฎี การศึกษานี้มีการแยกศึกษาข้อมูลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป จำนวน 627 บริษัท และศึกษาข้อมูลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง จำนวน 119 บริษัท เนื่องจากกลุ่มนี้มีการบันทึกบัญชีการรับรู้รายได้ของบริษัทที่แตกต่างจากกลุ่มอื่น

และมีการแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ช่วง คือก่อนเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์, ช่วงวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ และหลังเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ เครื่องมือที่ใช้ทดสอบคือ โปรแกรม STATA ทดสอบโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์แบบ Panel Data Regression Model

ผลการทดสอบทั้ง 3 ช่วงเวลามี พบว่า ในช่วงที่ 1 คือก่อนวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ ปี ค.ศ. 2000 - 2007 การจ่ายเงินปันผล กำไรจากงบการเงินปัจจุบันและอัตราการจ่ายเงินปันผล สามารถใช้ทำนายความสามารถในการทำกำไรของบริษัททั้งสองกลุ่มตัวอย่างได้ เนื่องจากมีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไปอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนี้ กำไรจากงบการเงินในปีปัจจุบัน การจ่ายเงินปันผล มีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไป ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ ส่วนอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไปของกลุ่มตัวอย่างในบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

ผลการศึกษาในช่วงที่ 2 คือระหว่างเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ ปี ค.ศ. 2008 – 2009 และผลการศึกษาในช่วงที่ 3 คือหลังวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ ปี ค.ศ. 2010 – 2017 มีเพียงกำไรจากงบการเงินปัจจุบันที่มีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไปและสามารถทำนายความสามารถในการทำกำไรของบริษัททั้งสองกลุ่มตัวอย่าง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.1 ตามลำดับ และการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปหลังเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์เท่านั้น ที่มีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไปอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ซึ่งอาจเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกให้แก่ผู้ถือหุ้นหลังพ้นวิกฤตเศรษฐกิจ ส่วนตัวแปรอื่นไม่สามารถใช้คาดการณ์ความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไปได้ในทั้งสองช่วงเวลา เนื่องจากไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ อาจเพราะได้รับผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจ ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่า การจ่ายเงินปันผลนั้น ถึงแม้จะมีความสัมพันธ์กับกำไรในปีถัดไปในสถานะเศรษฐกิจปกติหรือกำลังฟื้นตัว แต่เป็นเพียงความสัมพันธ์ช่วงเวลาหนึ่ง นักลงทุนไม่ควรใช้การจ่ายเงินปันผลเพียงปัจจัยเดียวในการทำนายความสามารถในการทำกำไรในปีถัดไป นอกจากนี้อุตสาหกรรมแต่ละอุตสาหกรรมอาจได้รับผลกระทบจากวิกฤตทางเศรษฐกิจไม่เท่าเทียมกันอีกด้วย

ผู้วิจัยคาดหวังเป็นอย่างยิ่งว่าผลการศึกษาวิจัยที่ได้ในครั้งนี้ จะสามารถทำให้นักวิเคราะห์ นักลงทุน และผู้ที่เกี่ยวข้อง สามารถใช้ข้อมูลไปใช้ในการคาดการณ์ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในปีถัดไป เพื่อประกอบการตัดสินใจของผู้ลงทุน สามารถคาดการณ์ผลกำไรและผลตอบแทนที่คาดหวังจากการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นที่จะได้รับในอนาคต รวมทั้งคาดหวังว่าผู้บริหารจะสามารถนำไปใช้ในการวางแผนเป้าหมายขององค์กรให้สามารถสร้างกำไรและเติบโตได้อย่างยั่งยืน

1.2 วัตถุประสงค์ของงานวิจัย

เพื่อศึกษาการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payment) ว่าสามารถทำนายประสิทธิภาพในการสร้างกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทในปีถัดไปได้หรือไม่ ระดับกำไรในปัจจุบันจะยังคงรักษาไว้ได้มากน้อยเพียงใดในปีถัดไป โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset : ROA) จากงบการเงินปีปัจจุบันเป็นตัวชี้วัดความสม่ำเสมอของกำไร (Earning Persistence)

1.3 นิยามศัพท์

ความสม่ำเสมอของกำไร (Earning Persistence) หมายถึง ระดับกำไรในปัจจุบันที่คงรักษาไว้ได้ในอนาคต โดยวัดจากตัวเลขกำไรในงบการเงินปีปัจจุบันที่คำนวณขึ้นจากหลักการบัญชีที่เป็นกลางและเชื่อถือได้ สะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ สามารถนำมาใช้ในการคาดการณ์ความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอนาคตได้อย่างถูกต้อง

เงินปันผล (Dividend) คือ ส่วนแบ่งจากผลกำไรที่บริษัทตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยคิดตามสัดส่วนจำนวนหลักทรัพย์ที่ถือครอง

นโยบายการจ่ายเงินปันผล (Dividend Policy) คือ นโยบายที่ใช้พิจารณาการแบ่งกำไรให้ผู้ถือหุ้นในรูปแบบปันผล เช่น ประเภทของการจ่ายปันผล อัตราการจ่ายเงินปันผล จำนวนเงินปันผล

อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) คำนวณจากเงินปันผล (Dividend) หารด้วยกำไรสุทธิ (Net Income) อัตราส่วนนี้ช่วยให้ทราบว่า บริษัทนำกำไรมาจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นและเก็บเป็นเงินทุนไว้เพื่อใช้ในการดำเนินงานเป็นสัดส่วนเท่าใด

อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Asset : ROA) เป็นอัตราส่วนที่ชี้ถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการนำสินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทน แสดงถึงผลกำไรที่บริษัทหาได้จากสินทรัพย์ทั้งหมดที่บริษัทใช้ดำเนินการ คำนวณโดยนำกำไรจากการดำเนินงาน (EBIT) หารด้วยค่าเฉลี่ยรวมของสินทรัพย์ (Total Assets)

งานวิจัยฉบับนี้ได้ถูกแบ่งส่วน ดังนี้ ส่วนแรกเป็นบทนำที่กล่าวถึงความเป็นมาและวัตถุประสงค์งานวิจัย ส่วนที่สองกล่าวถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ส่วนที่สามอธิบายถึงข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์และวิธีการดำเนินการวิจัย ส่วนที่สี่กล่าวถึงผลการวิจัย และส่วนสุดท้ายได้กล่าวถึงสรุปผลของการวิจัย

บทที่ 2

แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิด ทฤษฎี และเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่ใช้อ้างอิงในการศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผล และความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไปมีรายละเอียดดังนี้

2.1 ความหมายของความสม่ำเสมอของกำไร (Earning Persistence)

ความสม่ำเสมอของกำไร (Earning Persistence) หมายถึง ระดับกำไรในปัจจุบันที่คงรักษาไว้ได้ในอนาคต โดยวัดจากตัวเลขกำไรในงบการเงินบัญชีปัจจุบันที่คำนวณขึ้นจากหลักการบัญชีที่ยึดหลักความระมัดระวัง ความเป็นกลางและความเชื่อถือได้ ซึ่งสะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่แท้จริงของกิจการ ทำให้สามารถคาดการณ์ความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอนาคตได้อย่างถูกต้อง หรือกล่าวคือ ระดับกำไรในปัจจุบันจะยังรักษาไว้ได้ในอนาคตมากน้อยเพียงใดในการประเมินมูลค่าบริษัทหรือกิจการ นักลงทุนจำเป็นต้องใช้ข้อมูลในงบการเงินในการคาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการ (รัชชัย, 2563)

2.2 แนวคิดเกี่ยวกับการรับรู้รายได้ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นธุรกิจที่แตกต่างจากธุรกิจอื่นๆ เนื่องจากใช้ระยะเวลาในการผลิตสินค้า อีกทั้งสามารถรับชำระค่าสินค้าในแต่ละขั้นตอนของการผลิตสินค้า การรับรู้รายได้ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จึงมีความแตกต่างจากธุรกิจอื่นๆ ที่บริษัทสามารถรับรู้รายได้ ได้หลายวิธี โดยแต่ละวิธีจะมีเงื่อนไขการรับรู้รายได้ที่แตกต่างกันออกไป นอกจากนี้การรับรู้รายได้ทางบัญชียังมีความแตกต่างจากการรับรู้รายได้ทางภาษีอากรอีกด้วย (นภาพร, 2552)

สภาวิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์ได้ออกประกาศและบังคับใช้มาตรฐานการบัญชีเรื่องการรายงานทางการเงินสำหรับกิจการที่ไม่มีส่วนได้เสียสาธารณะ (Thai Financial Reporting Standards for Non-Publicly Accountable Entities: TFRSs for NPAEs) ลงในราชกิจจานุเบกษา

นุเบกษาเมื่อวันที่ 6 พฤษภาคม 2554 มีผลให้กิจการที่ไม่มีส่วนได้เสียสาธารณะต้องจัดทำบัญชีตามมาตรฐานนี้ตั้งแต่รอบปีบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม 2554 เป็นต้นไป

หากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์เป็นกิจการที่ไม่มีส่วนได้เสียสาธารณะ (NPAEs) จะต้องปฏิบัติตามมาตรฐานการรายงานทางการเงินสำหรับกิจการที่ไม่มีส่วนได้เสียสาธารณะ (TFRSs for NPAEs) บทที่ 19 เรื่อง การรับรู้รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ทั้ง 3 ประเภท คือ รายได้จากการขายที่ดิน รายได้จากการขายที่ดินพร้อมสิ่งปลูกสร้าง และรายได้จากการขายอาคารชุด สามารถเลือกรับรู้รายได้ตามความเหมาะสมของธุรกิจได้ถึง 3 วิธี คือ

1. การรับรู้รายได้ทั้งจำนวนเมื่อได้โอนความเสี่ยงไปให้กับผู้ซื้อแล้ว
2. การรับรู้รายได้ตามอัตราส่วนของค่างวดงานที่ทำเสร็จ
3. การรับรู้รายได้ตามเงินค่างวดที่ถึงกำหนดชำระ

กรณีที่ไม้อาจรับรู้เป็นรายได้ตาม 1 – 3 ให้บันทึกเงินที่ได้รับเป็นเงินมัดจำหรือเงินรับล่วงหน้า ซึ่งการบันทึกบัญชีการรับรู้รายได้นี้จะแตกต่างกับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่มีส่วนได้เสียสาธารณะที่รับรู้ได้วิธีเดียวคือ รับรู้ทั้งจำนวนเมื่อโอนกรรมสิทธิ์ความเสี่ยงไปให้ผู้ซื้อแล้ว และการรับรู้รายได้จะต้องสอดคล้องกับการคำนวณต้นทุนการก่อสร้างของอสังหาริมทรัพย์ที่มีไว้เพื่อขายที่แต่ละโครงการต้องถือปฏิบัติด้วย ข้อแตกต่างทางการบันทึกบัญชีการรับรู้รายได้ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ในการศึกษาที่ผู้วิจัยจึงได้มีการจำแนกกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างออกมาพิจารณาเป็นพิเศษ

ในส่วนนี้จะอธิบายถึงทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผลที่มีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรของบริษัท ดังนี้

2.3 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล (Dividend)

เงินปันผล คือ ส่วนแบ่งจากผลกำไรที่บริษัทให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยคิดตามสัดส่วนจำนวนหลักทรัพย์ที่แต่ละคนถือ จำนวนเงินปันผลที่จ่ายขึ้นอยู่กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่พิจารณาอย่างรอบคอบ โดยผู้บริหารเพื่อให้สอดคล้องกับสภาพคล่องทางการเงิน ฐานะทางการเงิน กระแสเงินสด อัตราการเติบโตของบริษัท แหล่งเงินทุน ความต้องการเงินทุนในการลงทุนในอนาคต ผลกำไรในปัจจุบันและการคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตของบริษัท

2.3.1 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณเป็นทฤษฎีที่มีพื้นฐานที่ว่า ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทั้งหมดของบริษัท ทั้งผู้บริหาร นักวิเคราะห์ เจ้าหนี้ นักลงทุนภายนอก รวมไปถึงส่วนของผู้ถือหุ้นจะได้รับข้อมูลภายใน เกี่ยวข้องกับบริษัทไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) โดยผู้บริหารย่อมสามารถรับรู้ข่าวสาร และข้อมูลภายในเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน กำไรของบริษัทในอนาคต รวมทั้งกระแสของเงินสด และโอกาสในการลงทุนของบริษัทมากที่สุด ในขณะที่ผู้ถือหุ้น หรือนักลงทุนภายนอกไม่สามารถ เข้าถึงได้เพียงข้อมูลที่เปิดเผยต่อสาธารณะเท่านั้น (Spence, 1973)

การประกาศจ่ายเงินปันผลจึงเป็นเครื่องมือที่ผู้บริหารสามารถสื่อสารครอบคลุมถึง ข้อมูลข่าวสารภายในต่างๆ และใช้ส่งสัญญาณไปถึงผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทั้งหมดว่า ผู้บริหารกำลังการ คาดหมายผลกำไรของกิจการในปีถัดไปอย่างไร ผู้บริหารที่คาดหวังถึงผลการดำเนินงานและกำไรที่ ดีขึ้น สามารถส่งสัญญาณในเชิงบวกต่อตลาดด้วยการจ่ายเงินปันผล เพราะจะทำให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้อง ทุกฝ่ายมั่นใจว่าบริษัทจะมีผลประกอบการที่ดีในอนาคตเพียงพอที่จะสามารถจ่ายเงินปันผลได้ (Miller and Rock, 1985) สอดคล้องกับ Skinner (2009) ที่กล่าวว่า ผู้บริหารสามารถใช้การจ่ายเงิน ปันผล ส่งสัญญาณให้ผู้ถือหุ้นเชื่อถือในความสม่ำเสมอของกำไรและกระแสเงินสดของบริษัท เพราะการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นการแสดงความมั่นใจว่า บริษัทจะทำกำไรในอนาคตและเป็น กำไรที่ก่อให้เกิดเงินสดอย่างเพียงพอที่ใช้ในการจ่ายเงินปันผลและลงทุนในโครงการต่าง ๆ ต่อไป

Spence (1973) กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลมีผลต่อมุมมองของนักลงทุนต่อบริษัท บริษัทที่ประกาศจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ ไม่เพิ่มไม่ลด ในมุมมองของนักลงทุนจะเข้าใจ ว่าบริษัท นั้นมีกำไรสม่ำเสมอ กิจการไม่ได้อยู่ในช่วงขาขึ้นหรือขาลง แต่ในขณะเดียวกัน หากมีการ เปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ย่อมส่งผลกระทบต่อมุมมองของนักลงทุนที่มีต่อบริษัท หากผู้บริหารตัดสินใจจ่ายเงินปันผลลดลงหรือไม่จ่ายเงินปันผล นักลงทุนย่อมเข้าใจว่าผู้บริหารกำลัง ส่งสัญญาณว่า บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรลดลงในอนาคต ส่งผลกระทบต่อมุมมองในเชิง ลบของนักลงทุนและอาจทำให้ลดการลงทุนในกิจการได้ ตามที่ Black และ Scholes (1974) กล่าวว่า นักลงทุนแต่ละประเภทมีความพึงพอใจในผลตอบแทนการลงทุนที่แตกต่างกันออกไป และย่อม เลือกลงทุนในบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสอดคล้องกับความต้องการของตน (Clientele Effect) บริษัทส่วนใหญ่จึงเลือกที่จะรักษาเสถียรภาพของการจ่ายเงินปันผลให้คงที่ตลอดทุกปี

การศึกษา Lintner (1956) พบว่า ผู้บริหารส่วนใหญ่พยายามรักษาระดับอัตราจ่ายเงิน ปันผลให้คงที่และกำหนดการจ่ายเงินปันผลจากการดำเนินงานที่แน่นอน โดยผู้บริหารจะจึงไม่เพิ่ม อัตราการจ่ายเงินปันผลให้กับนักลงทุนจากนโยบายที่กำหนดไว้ เว้นแต่ผู้บริหารจะเชื่อมั่นว่าบริษัทมี ผลประกอบการเพิ่มขึ้นได้อย่างถาวร สามารถทำกำไรเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลได้อย่างสม่ำเสมอ

ในระยะยาว จึงจะประกาศปรับเพิ่มอัตรการจ่ายเงินปันผล เนื่องการจ่ายเงินปันผลนั้นทำให้กำไรสะสมซึ่งเป็นเงินทุนของบริษัทลดลง หากจ่ายเงินปันผลออกมามากเกินไป จะส่งผลกระทบต่อโครงสร้างเงินทุนของบริษัทในอนาคต ทำให้บริษัทต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอก ผู้บริหารจึงต้องพิจารณา นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทอย่างรอบคอบ โดยต้องตั้งอยู่ในจุดที่มีความสมดุลพอดี ทั้งนี้ เมื่อบริษัทมีการประกาศเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้น ย่อมเป็นการส่งสัญญาณในเชิงบวก ให้แก่นักลงทุนว่า ผู้บริหารคาดว่าในอนาคตกิจการจะสามารถสร้างรายได้เพิ่มขึ้น มีกำไรสม่ำเสมอ เพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลในระดับที่สูงขึ้นต่อไปในระยะยาวและเมื่อต้องการใช้ลงทุนในโครงการใหม่ได้

ดังนั้น การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจึงเท่ากับเป็นการลดความไม่เท่าเทียมกัน ในการเข้าถึงข้อมูลของทุกฝ่าย และสามารถส่งสัญญาณในเชิงบวกให้นักลงทุนเกิดความมั่นใจและแน่ใจว่า บริษัทจะจ่ายเงินปันผลในวันที่ประกาศผล และบริษัทยังสามารถทำกำไรเพิ่มขึ้นอย่างความสม่ำเสมอเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลได้ในอนาคตได้

ในส่วนนี้จะอธิบายเพิ่มเติมเกี่ยวกับทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับ การนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่มีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรของบริษัทในอนาคต

2.3.2 ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life Cycle Theory of Dividends)

ทฤษฎีอายุของกิจการ DeAngelo (2005) ได้เสนอสมมติฐานการอิมตัวของกิจการ (Maturity Hypothesis) ว่าโดยแต่ละช่วงอายุของบริษัท ผู้บริหารจะมีพฤติกรรมการตัดสินใจในการกำหนดนโยบายต่างกัน โดยกิจการที่อยู่ในระยะเริ่มแรกหรือมีขนาดเล็ก จะยังมีกำไรที่ไม่แน่นอน หรือผันผวนมากจึงมักจะไม่ค่อยจ่ายเงินปันผล เนื่องจากบริษัทต้องการเงินทุนหรือกระแสเงินสด เพื่อใช้ในการดำเนินกิจการและลงทุนเพิ่มมากกว่า ในทางกลับกันบริษัทในกลุ่มที่กิจการมีอายุมาก หรือเข้าสู่วัฏจักรอิมตัว ย่อมอยู่ในช่วงที่กิจการมีรายได้เสถียรและคงที่ มีผลกำไรสม่ำเสมอตลอดทุกปี มักจะจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงและในปริมาณที่น่าพึงพอใจให้แก่ผู้ถือหุ้น เนื่องจากความสามารถในการหาโอกาสในการลงทุนเพิ่มของบริษัทนั้น ๆ ลดลง ความต้องการเงินลงทุนจึงน้อยลง ส่งผลให้มีกระแสเงินสดส่วนเกินในการจ่ายเงินปันผลมากตามไปด้วย กล่าวอีกอย่างคือ กิจการที่มีอายุมากมีความมั่นใจว่า กิจการจะสร้างรายได้และผลกำไรได้อย่างสม่ำเสมอ อีกทั้งยังจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง เพื่อตอบแทนผู้ถือหุ้นและสร้างความเชื่อมั่นในการลงทุนต่อไป

สอดคล้องกับการศึกษาของ Fama และ French (2001) ที่กล่าวว่า บริษัทขนาดเล็กเพิ่งเริ่มดำเนินการหรืออยู่ในช่วงเติบโต ผู้บริหารมักตัดสินใจจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำหรือตัดสินใจไม่จ่ายเงินปันผล โดยจะเก็บเงินไว้ในรูปแบบกำไรสะสม เพื่อเก็บเงินสดไว้สำหรับลงทุนใน

โครงการที่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัท ในขณะที่เงินปันผลส่วนใหญ่จะจ่ายโดยบริษัทที่อึดตัว เนื่องจากมีเงินสดส่วนเกินจำนวนมาก ทำให้บริษัทใหญ่ที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง และอัตราการเติบโตต่ำมีแนวโน้มสูงที่จะจ่ายเงินปันผล เนื่องจากไม่มีความจำเป็นต้องเก็บเงินสดไว้สำหรับการลงทุนเพิ่มในโครงการใหม่ ๆ ในอนาคต

อย่างไรก็ตาม ภาวะอึดตัวของบริษัทและลดการลงทุนเพิ่มนี้ย่อมเป็นที่จับตามองของนักลงทุน หากบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงการอัตราจ่ายเงินปันผลในอนาคตจะเป็นการส่งสัญญาณในเชิงลบให้นักลงทุนว่า ผู้บริหารกำลังคาดการณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทลดลงและกิจการกำลังอยู่ในช่วงขาลงได้

2.3.3 ทฤษฎีโอกาสในการเติบโต (Growth Opportunities)

ทฤษฎีโอกาสการเติบโต ตามทฤษฎีโครงการเงินลงทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) Mayer (1984) เสนอว่า กิจการที่กำลังอยู่ในช่วงเติบโต มีการลงทุนในโครงการใหม่ ๆ เพื่อขยายกิจการย่อมต้องการเงินทุน ซึ่งการลงทุนแต่ละครั้งนั้นผู้บริหารจะเลือกใช้แหล่งเงินทุนจากภายในอย่างกำไรของบริษัทก่อน เนื่องจากมีต้นทุนที่ต่ำที่สุด กิจการที่สามารถสร้างรายได้สูงและคงที่มีผลกำไรอย่างสม่ำเสมอ ย่อมมีกำไรสะสมเป็นแหล่งเงินทุนเพียงพอที่จะใช้ในตอนที่ขยายกิจการ

ในทางกลับกัน กิจการที่อยู่ในช่วงเติบโต มีผลกำไรที่ยังไม่แน่นอนและผันผวนสูง หากต้องการใช้เงินทุนเพื่อขยายกิจการ โดยทั่วไปแล้วผู้บริหารมักจะตัดสินใจไม่จ่ายเงินปันผลหรือเสี่ยงจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง เพื่อเก็บเงินสดไว้สำหรับลงทุนในกิจการที่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่บริษัทก่อน หลังจากนั้นบริษัทถึงจะพิจารณาออกตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงต่ำหรือออกหุ้นใหม่หรือพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายนอกเพิ่มเติมเช่น การกู้ยืม ทั้งนี้ การงดจ่ายหรือเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจะส่งสัญญาณในเชิงลบให้นักลงทุนเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้

2.4 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical Studies)

2.4.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีการจ่ายเงินปันผลและการส่งสัญญาณ

งานวิจัยในอดีตที่สนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับผลกำไรในอนาคตของบริษัท ได้แก่ งานของ Healy และ Palepu (1988) ซึ่งศึกษาบริษัทที่เริ่มจ่ายเงินปันผลครั้งแรกในตลาด NYSE และ AMEX ในช่วงระหว่าง ค.ศ. 1969 – 1980 จำนวน 210 พบว่า ผลกำไรของ

บริษัทเพิ่มขึ้นในปีที่ 1 และปีที่ 2 ต่อมา งานวิจัยอ้างอิงทฤษฎีของ Linter (1956) และ Miller และ Modigliani (1985) ที่เสนอว่า ผู้บริหารที่คาดหวังถึงผลการดำเนินงานและกำไรที่ดีขึ้น สามารถส่งสัญญาณในเชิงบวกต่อตลาดด้วยการจ่ายเงินปันผล เพราะจะทำให้ผู้มีส่วนเกี่ยวข้องทุกฝ่ายมั่นใจว่า บริษัทจะมีผลประกอบการที่ดีในอนาคตเพียงพอที่จะสามารถจ่ายเงินปันผลได้

Benartzi et. al., (1997) ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนใน NYSE และ AMEX ที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลจำนวน 7,186 บริษัท ในช่วง 13 ปี ระหว่าง ค.ศ 1979 – 1991 โดยศึกษาว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทนั้น มีผลมาจากกำไรในอดีตหรือเป็นการส่งสัญญาณในการคาดการณ์กำไรในอนาคต ผลการศึกษาพบว่า กำไรของบริษัทในอดีตมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลอย่างมากและเป็นไปในทิศทางเดียวกัน โดยบริษัทที่มีกำไรเพิ่มขึ้นจากอดีตจะมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ขณะที่บริษัทที่มีกำไรลดลงจะลดการจ่ายเงินปันผลลง

แต่อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยที่ขัดแย้ง ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในอนาคตของบริษัท โดย Farsio et. al., (2004) ศึกษา ความสัมพันธ์ระยะสั้นของตัวแปรด้วยแบบจำลอง Vector Error-Correction Model (VECM) ผลการทดสอบ ได้ค่าสถิติผลต่างลำดับที่ 1 (1st Difference) มีระดับนัยสำคัญ เท่ากับ 0.05 จึงอาจสรุปได้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับกำไรในอนาคตของบริษัทนี้เป็นเพียงระยะสั้น ซึ่งส่งผลให้นักลงทุนเข้าใจผิดพลาด การจ่ายเงินปันผลในอัตราที่เพิ่มขึ้น อาจทำให้บริษัทไม่มีเงินทุนเพียงพอสำหรับลงทุนในอนาคต จะส่งผลให้ผลกำไรในอนาคตลดลง นอกจากนี้ การจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล เป็นผลจากนโยบายของผู้บริหารที่ต้องการรักษาความพึงพอใจของนักลงทุนต่อหุ้นของบริษัทและไม่ขายหุ้นในช่วงเวลาที่บริษัทคาดว่าผลกำไรจะลดลง

Watt (1973) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับกำไรที่เปลี่ยนแปลงในอนาคต โดยใช้บริษัทตัวอย่างทั้งหมด 310 บริษัท ในช่วงปี ค.ศ. 1946 - 1967 ใช้ฐานข้อมูลจาก Center for Research in Security Prices (CRSP) ของมหาวิทยาลัยชิคาโก พบว่า เงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับกำไรในอนาคต แต่ขนาดความสัมพันธ์มีนัยสำคัญน้อยมาก

การศึกษาในประเทศไทย รัชนิพร (2554) ศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2545 – 2552 ใช้วิธีการทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล (Granger Causality) ก่อนจะวิเคราะห์สร้างแบบจำลอง Vector Autoregressive Model (VAR)

ผลการศึกษา พบว่า การทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล (Granger Causality) ของอัตราจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไร ทั้งสองตัวแปรมีความสัมพันธ์แบบสองทิศทาง (Bidirectional Causality) ณ ระดับนัยสำคัญ เท่ากับ 0.05 หมายความว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลเป็น

สาเหตุของอัตราดอกเบี้ยของกำไรในอนาคต และอัตราดอกเบี้ยของกำไรในอนาคตก็เป็นสาเหตุของอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลเช่นกัน และผลทดลองของแบบจำลอง VAR พบว่า การกระตุ้นด้วยการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยของกำไร ณ ปัจจุบันจะส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยของกำไรในอนาคตอย่างแท้จริง และอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลเป็นตัวแปรหนึ่งในการส่งสัญญาณให้ทราบได้ว่า อัตรากำไรในอนาคตจะมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในอนาคต

สุดาพร (2545) ศึกษาเรื่องการเปลี่ยนแปลงการจ่ายปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัท ก่อนและหลังวิกฤติเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540 ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่ไม่อยู่ในกลุ่มพื้นฐานฟูจิกิจการ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน กองทุนรวมและบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี พ.ศ. 2537 – 2544 การศึกษานี้ใช้กำไรคาดการณ์ (Future Earning) และกำไรที่ผิดปกติจากที่คาดการณ์ (Abnormal Earnings) เป็นตัววัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ได้ทำการแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ช่วง คือก่อนและหลังวิกฤติเศรษฐกิจ ทดสอบการจ่ายปันผลเพิ่มขึ้น โดยใช้พารามิเตอร์ตามวิธี t-test และการจ่ายปันผลแบบไม่ลดลงตามรูปแบบสมการของตามทฤษฎี Skinner (2009)

พบว่า ในช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2537 – 2540 กำไรในอนาคตที่จ่ายปันผลเพิ่มขึ้นมากกว่ากำไรในอนาคตที่จ่ายปันผลลดลง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ การจ่ายปันผลแบบเพิ่มขึ้น สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทในทิศทางเดียวกับในช่วง 1 ปีข้างหน้า ในขณะที่การจ่ายปันผลแบบไม่ลดลงกลับไม่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรในอนาคตได้ ซึ่งอาจเกิดจากการคาดการณ์ว่าในอนาคตกิจการจะมีกำไรลดลง แต่บริษัทยังจำเป็นต้องใช้เงินเพื่อลงทุนเพิ่มในอนาคต ส่วนในช่วงหลังวิกฤติเศรษฐกิจปี พ.ศ. 2541 – 2544 การจ่ายปันผลไม่สามารถพยากรณ์ความสามารถในการทำกำไรได้ เนื่องจากความผันผวนของสภาพเศรษฐกิจ ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่า วิกฤติเศรษฐกิจมีผลต่อความสามารถในการทำกำไรและพฤติกรรมการจ่ายปันผลของบริษัท ทำให้ไม่สามารถคาดการณ์กำไรในช่วง 1 ปีข้างหน้าที่แน่นอนได้

2.4.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีอายุของกิจการ

ในส่วนของการศึกษาที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีอายุของกิจการ Chay และ Shu (2008) ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อนโยบายเงินปันผล ได้แก่ ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด โครงสร้างเงินทุน ปัญหาตัวแทน โอกาสในการลงทุน ขนาดของบริษัท และความสามารถในการทำกำไร โดยเก็บข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์ของ 28 ประเทศทั่วโลก เช่น ออสเตรเลีย แคนาดา ฝรั่งเศส เยอรมัน ญี่ปุ่น สหราชอาณาจักร และสหรัฐอเมริกา จำนวน 5,000 กลุ่มตัวอย่าง ระหว่างปี ค.ศ. 1994 – 2005 ผ่าน

การทดสอบความสัมพันธ์ด้วยเทคนิค Tobit Regression ซึ่งผลการศึกษสามารถสนับสนุนทฤษฎีอายุของกิจการ กล่าวคือ ในหลาย ๆ ประเทศ บริษัทที่จ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง มักจะเป็นบริษัทที่อยู่ในขั้นอ้อมตัวแล้ว

Fama และ French (2001) ได้ศึกษาการจ่ายเงินปันผลในสหรัฐอเมริกาโดยใช้แบบจำลองทางสถิติ Logit Model พบว่า ร้อยละการจ่ายเงินปันผลของบริษัทลดลงจาก 66.5 ใน ปี ค.ศ. 1978 เหลือเพียง 20.8 ใน ปี ค.ศ. 1999 มีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงลักษณะของบริษัทจดทะเบียน เนื่องจากมีบริษัทใหม่เข้ามามากขึ้น ซึ่งบริษัทเหล่านั้นเป็นบริษัทขนาดเล็กที่มีความสามารถในการทำกำไรต่างแต่มีโอกาในการเติบโตสูง และไม่เคยมีการจ่ายเงินปันผล ดังนั้น พวกเขาจึงสรุปว่าลักษณะที่สามารถกำหนดการจ่ายเงินปันผลมี 3 ลักษณะ ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร โอกาสในการลงทุน และขนาดของบริษัท

การศึกษาในประเทศไทย ฉัฐนิชา (2560) ได้ทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลกับสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ใช้ เป็นข้อมูลในการศึกษา ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ ธนาคาร บริษัทประกันภัย และบริษัทหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้ อาจมีข้อจำกัดในการจ่ายเงินปันผลจากหน่วยงานที่กำกับดูแล และบริษัทที่อยู่ในช่วงฟื้นฟูกิจการ ซึ่งบริษัทเหล่านี้ส่วนใหญ่ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้จากการที่มีผลการดำเนินงานขาดทุนและกำไรสะสมติดลบ การศึกษาอยู่ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 รวมทั้งสิ้น 579 บริษัท โดยใช้เทคนิค Random Effect Regression Model

ผลการศึกษาสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล สอดคล้องกับทฤษฎีอายุของกิจการที่พบว่า บริษัทที่อยู่ในช่วงอ้อมตัวหรือเติบโตอย่างเต็มที่แล้วจะมีแนวโน้มเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น เนื่องจากไม่มีความจำเป็นต้องเก็บเงินสดไว้สำหรับการลงทุน แตกต่างจากบริษัทขนาดเล็กที่เพิ่งเริ่มดำเนินการหรืออยู่ในช่วงเติบโต ผู้บริหารมักจะจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำหรือตัดสินใจไม่จ่ายเงินปันผล เพื่อเก็บเงินสดไว้สำหรับลงทุนในโครงการที่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัท

2.4.3 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับทฤษฎีโอกาสในการเติบโต

Rozeff (1982) ได้ทำการศึกษาถึงโอกาสในการเติบโตว่ามีอิทธิพลต่อการกำหนดเงินปันผลหรือไม่ โดยทำการศึกษากการเติบโต ค่าเบต้า และต้นทุนตัวแทน ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนจาก Value Line Investment Survey ณ เดือนมิถุนายนปี ค.ศ. 1981 ซึ่งมีขนาดของกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 1,000 ตัวอย่าง ยกเว้น บริษัทที่มีหน่วยงานกำกับดูแลเป็นการเฉพาะ เช่น แก๊ส โทรศัพท

เครื่องใช้ไฟฟ้า สารการบิณ การรถไฟ ธนาคาร ประกันภัยและบริษัทหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้จะได้รับอิทธิพลเกี่ยวกับการจัดการนโยบายทางการเงินจากหน่วยงานที่กำกับดูแล รวมถึงบริษัทต่างชาติและบริษัทสำรวจน้ำมันที่มีวิธีการทางบัญชีที่ต่างจากปกติ โดยแบ่งออกเป็น 64 กลุ่มอุตสาหกรรมที่แตกต่างกัน

จากการทดสอบโดยใช้ Multiple Regression Model พบว่า อัตราการเติบโตของยอดขาย ทั้งที่เกิดขึ้นในอดีตและปัจจุบันส่งผลทางลบอย่างมีนัยสำคัญต่อการจ่ายเงินปันผล โดยหากบริษัทมีโอกาสในการเติบโตแล้วมีผลต่อการจ่ายเงินปันผล คือ หากบริษัทมีโอกาสเติบโตสูง มียอดขายในปัจจุบันเพิ่มขึ้นและคาดการณ์ว่าจะยังเพิ่มขึ้นในอนาคต จะมีการเกิดความเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลที่ลดลง เนื่องจากบริษัทต้องใช้เงินลงทุนมากขึ้นและต้องการใช้เงินทุนจากภายในก่อน

การศึกษาในประเทศไทย ฉัฐนิชา (2560) ได้ทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่าง อัตราการจ่ายเงินปันผลกับโอกาสในการเติบโต ใช้เป็นข้อมูลในการศึกษา ได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) การศึกษาอยู่ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2555 – 2559 รวมทั้งสิ้น 579 บริษัท โดยใช้เทคนิคโดยใช้เทคนิค Random Effect Regression Model ผลการศึกษาพบว่า อัตราการเติบโตของรายได้มีความสัมพันธ์ในทางลบกับการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล แต่ไม่มีนัยสำคัญ มีสาเหตุจากการพิจารณาจ่ายเงินปันผลของบริษัทไม่ได้ขึ้นอยู่กับกำไรในอดีต แต่ขึ้นอยู่กับโอกาสการเติบโตที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ดังนั้นบริษัทที่กำลังเติบโตในอนาคตมีการเกิดความเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลที่ลดลง

บทที่ 3

วิธีการวิจัย

3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล THOMSON REUTERS EIKON และ SETSMART ซึ่งจัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด 746 บริษัท โดยไม่รวมบริษัทที่เป็นสถาบันการเงิน ได้แก่ ธนาคาร บริษัทประกันภัยและบริษัทหลักทรัพย์ การศึกษานี้มีการแยกศึกษาข้อมูลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปจำนวน 627 บริษัท และศึกษาข้อมูลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจำนวน 119 บริษัท เนื่องจากกลุ่มนี้มีการบันทึกบัญชีการรับรู้รายได้ของบริษัทที่แตกต่างจากกลุ่มอื่น โดยใช้ข้อมูลตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000 – 2017 มีการแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ช่วง คือ (1) ก่อนเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ (ค.ศ. 2000 – 2007), (2) ช่วงวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ (ค.ศ. 2008 – 2009) และ (3) หลังเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ (ค.ศ. 2010 – 2017) โดยข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีลักษณะเป็นแบบหลายหน่วยหลายช่วงเวลา (Panel Data)

3.2 ตัวแปร (Variables)

3.2.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

ค่าตัวแปรตามที่ต้องการศึกษาที่ใช้เป็นตัวชี้วัดสำคัญเนื่องจากเป็นตัวแปรที่วัดประสิทธิภาพในการสร้างกำไรจากการดำเนินธุรกิจของบริษัท คือ อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Asset : ROA) กำไรได้จากกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์ เพื่อใช้เป็นตัวแทนวัดความสม่ำเสมอของกำไร (Earning Persistence) คาดการณ์ความสามารถในการทำกำไรของกิจการในอนาคตได้ กล่าวอีกอย่างคือ ระดับกำไรในปัจจุบันจะยังคงรักษาไว้ได้ในอนาคตมากน้อยเพียงใด กำไรในอนาคตเพิ่มขึ้นหรือลดลงเมื่อเทียบกับกำไรในอดีต (หน่วย : ทศนิยม) ดังสูตรต่อไปนี้

$$ROA_{t+1} = \frac{EBIT_{t+1}}{TA_{t-1}}$$

โดยที่	
ROA_{t+1}	คือ ความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไป หน่วยเป็นทศนิยม
$EBIT_{t+1}$	คือ กำไรจากการดำเนินงาน ณ ปีที่ $t+1$ หน่วยเป็นล้านบาท
TA_{t-1}	คือ สินทรัพย์รวม ณ ปีที่ $t-1$ หน่วยเป็นล้านบาท

3.2.2 ตัวแปรต้น (Independent Variables)

1. DP (Dummy for Dividend Payment) หรือตัวแปรหุ่นการจ่ายเงินปันผล โดยบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเท่ากับ 1 และบริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลเท่ากับ 0

2. PROA เป็นตัวแปรที่ใช้ วัดความสม่ำเสมอของกำไรในปัจจุบัน เพื่อดูว่ากำไรในปัจจุบันเพิ่มขึ้นหรือลดลงเมื่อเทียบกับกำไรในอดีต (หน่วย : ทศนิยม) โดยคำนวณจากสูตรดังนี้

$$PROA_t = \frac{EBIT_t}{TA_{t-1}}$$

โดยที่	
$PROA_t$	คือ ความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไป หน่วยเป็นทศนิยม
$EBIT_t$	คือ กำไรจากการดำเนินงาน ณ ปีที่ t หน่วยเป็นล้านบาท
TA_{t-1}	คือ สินทรัพย์รวม ณ ปีที่ $t-1$ หน่วยเป็นล้านบาท

3. PR (Payout Ratio) อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนนี้ช่วยให้ทราบบริษัทมีนโยบายที่จะนำผลกำไรมาจ่ายเงินปันผลและจะเก็บไว้เพื่อนำไปลงทุนหรือเพื่อใช้ในการดำเนินกิจการต่อไปมากน้อยเพียงใด โดยคิดเทียบเป็นสัดส่วนกับกำไรสุทธิ (หน่วย : ทศนิยม) โดยคำนวณจากสูตรดังนี้

$$\text{Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend}_t}{\text{Net income}_{t-1}}$$

โดยที่	
Payout Ratio	คือ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล หน่วยเป็นทศนิยม
Dividend_t	คือ เงินปันผลที่บริษัทจ่ายให้กับผู้ถือหุ้น ณ ปีที่ t หน่วยเป็นล้านบาท
Net income_{t-1}	คือ กำไรสุทธิ ณ ปีที่ $t-1$ หน่วยเป็นล้านบาท

4.Dconst (Dummy for Construction Sector) หรือตัวแปรหุ่นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง โดยในการศึกษาจำแนกกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างออกมาเนื่องจากการบันทึกบัญชีและการรับรู้รายได้ที่แตกต่างจากธุรกิจอื่นๆ โดยบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเท่ากับ 1 และบริษัทที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเท่ากับ 0

ตาราง 1 สรุปตัวแปรในงานวิจัย

ตัวแปร	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์ กับ ROA_{t+1} ที่คาดหวัง	งานวิจัยที่อ้างอิง
ตัวแปรตาม			
ความสม่ำเสมอของกำไร ในอนาคต	ROA	N/A	-
ตัวแปรอิสระ			
ตัวแปรหุ่นการจ่ายเงินปัน ผล	DP	(+)	Lintner (1956) กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลเกี่ยวข้องกับเพิ่มขึ้นของกำไรในระยะยาวมากกว่าการเพิ่มขึ้นเป็นครั้งคราว อีกทั้ง Skinner (2009) กล่าวว่า ผู้บริหารใช้การจ่ายเงินปันผลส่งสัญญาณในเชิงบวกให้ผู้ถือหุ้นมั่นใจว่า บริษัทจะทำกำไรในอนาคตและเป็นกำไรที่ก่อให้เกิดเงินสดอย่างเพียงพอที่ใช้ในการจ่ายเงินปันผลและลงทุนในโครงการต่าง ๆ เพื่อขยายกิจการให้เติบโตต่อไป (+)
ตัวแปรอิสระ (ต่อ)			
ความสม่ำเสมอของกำไร ในปีปัจจุบัน	PROA	(+)	สุดาพร (2545) กำไรในอนาคตที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นมากกว่ากำไรในอนาคตที่จ่ายเงินปันผลลดลง (+)

ตาราง 2 สรุปตัวแปรในงานวิจัย (ต่อ)

ตัวแปร	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์ กับ ROA_{t+1} ที่คาดหวัง	งานวิจัยที่อ้างอิง
อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล	PR	(+)	Lintner (1956) กล่าวว่า ผู้บริหารเชื่อมั่นว่าบริษัทที่มีผลประกอบการเพิ่มขึ้นได้อย่างถาวร สามารถทำกำไรเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลได้อย่างสม่ำเสมอในระยะยาว จึงจะประกาศการปรับเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผล (+)
ตัวแปรหุ่นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	Dconst	N/A	-

3.3 แบบจำลอง (Model)

ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไป ผู้วิจัยคาดการณ์ว่าตัวแปรที่สำคัญ ที่มีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของความสม่ำเสมอของกำไรนั้นคือ การจ่ายเงินปันผล จึงได้ทำการศึกษาแบบจำลอง ดังนี้

Model : Dividend (บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล)

บริษัททั่วไป และ บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

$$Y_D = \frac{EBIT_{t+1}}{TA_{t-1}} = \alpha_{01} + \alpha_{02} DP_t + \alpha_{03} PROA + \alpha_{04} DP_t PROA + \alpha_{05} DP_t PR_t PROA + \alpha_{06} Dconst_t DP_t PROA + \alpha_{07} Dconst_t DP_t PR_t PROA \quad (3.1)$$

บริษัททั่วไป ไม่รวมบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

$$Y_D = \frac{EBIT_{t+1}}{TA_{t-1}} = \alpha_{01} + \alpha_{02} DP_t + \alpha_{03} PROA + \alpha_{04} DP_t PROA + \alpha_{05} DP_t PR_t PROA \quad (3.2)$$

บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

$$Y_D = \frac{EBIT_{t+1}}{TA_{t-1}} = \alpha_{01} + \alpha_{02} DP_t + \alpha_{03} PROA + (\alpha_{04} + \alpha_{06}) DP_t PROA + (\alpha_{05} + \alpha_{07}) DP_t PR_t PROA \quad (3.3)$$

โดยมีรายละเอียดของตัวแปรในแบบจำลอง ดังนี้

Y_D คือ $\frac{EBIT_{t+1}}{TA_{t-1}}$ หรือ ROA_{t+1} ซึ่งเป็นความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไป หน่วยเป็นทศนิยม

DP_t คือ ตัวแปรหุ่นการจ่ายเงินปันผล (Dummy for Dividend Payment) กำหนดให้ บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเท่ากับ 1 บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลเท่ากับ 0

$PROA$ คือ $\frac{EBIT_t}{TA_{t-1}}$ ซึ่งเป็นความสม่ำเสมอของกำไรปีปัจจุบัน หน่วยเป็นทศนิยม

PR_t คือ Payout Ratio อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล หน่วยเป็นทศนิยม

$Dconst_t$ คือ ตัวแปรหุ่นบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Dummy for Construction Sector) กำหนดให้ บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเท่ากับ 1 บริษัทที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเท่ากับ 0

3.4 วิธีการทางสถิติ (Estimation Method)

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษามีลักษณะเป็นแบบหลายหน่วยหลายช่วงเวลา (Panel Data) คือ มีลักษณะเป็นข้อมูลผสมระหว่าง ข้อมูลแบบภาคตัดขวาง (Cross-Section) รวมกับ ข้อมูลแบบอนุกรมเวลา (Time Series) และเพื่อที่ที่ต้องการสะท้อนความสม่ำเสมอของกำไรในอนาคตของบริษัทต่างๆ มีการแยกศึกษาข้อมูลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปจำนวน 627 บริษัท และศึกษาข้อมูลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจำนวน 119 บริษัท ตั้งแต่ ช่วงระหว่างปี ค.ศ. 2000 – 2017 และทำการแบ่งช่วงระยะเวลาดังกล่าวออกเป็น 3 ช่วงเวลา ดังนี้

ช่วงที่ 1 ปี ค.ศ. 2000 – 2007 : ก่อนเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์

ช่วงที่ 2 ปี ค.ศ. 2008 – 2009 : ช่วงวิกฤตสินเชื้อซับไพรม์

ช่วงที่ 3 ปี ค.ศ. 2010 – 2017 : หลังเกิดวิกฤตสินเชื้อซับไพรม์

งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์แบบจำลองสมการถดถอยข้อมูลผสมระหว่างข้อมูลภาคตัดขวางกับข้อมูลแบบอนุกรมเวลา (Panel Data Regression) เพื่ออธิบายถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรในสมการและการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยจากแบบจำลอง โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติสร้างสมการในรูปแบบของสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ข้อมูลจะถูกทำการทดสอบทางสถิติเชิงพรรณนา ทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ และทดสอบทางสถิติด้วยวิธี Hausman Test ในการเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมระหว่าง Fixed Effects Model (FE) กับ Random Effects Model (RE) ว่าแบบจำลองไหนสามารถอธิบายได้ดีกว่า โดยมีสมมติฐานที่ใช้ในการทดสอบ ดังนี้

H_0 : Individual Effect ไม่สัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ

H_a : Individual Effect สัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ

ถ้ายอมรับ H_0 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 แสดงว่าสามารถใช้แบบจำลองทั้ง Fixed Effects Model (FE) หรือ Random Effects Model (RE) ก็ได้ แต่ RE จะมีค่า Variance ที่ต่ำกว่า FE

ถ้าปฏิเสธ H_0 ให้ใช้แบบจำลอง Fixed Effects Model (FE)

บทที่ 4

ผลการศึกษา

ผลการวิเคราะห์ข้อมูล โดยใช้ Panel Data Analysis เพื่ออธิบายถึงความสัมพันธ์ของตัวแปรในสมการและการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยจากแบบจำลอง โดยใช้วิธีการทางเศรษฐมิติ สร้างสมการในรูปแบบของสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payment) และความสามารถทำนายประสิทธิภาพในการสร้างกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทในปีถัดไป โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) จากงบการเงินปีปัจจุบันเป็นตัวชี้วัดความสม่ำเสมอของกำไร (Earning Persistence) ในทั้ง 3 ช่วงเวลา คือ (1) ก่อนเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ (ค.ศ. 2000 – 2007), (2) ช่วงวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ (ค.ศ. 2008 – 2009) และ (3) หลังเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ (ค.ศ. 2010 – 2017) ทั้งในกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมทั่วไป และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

4.1 การจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไป ในช่วงปี ค.ศ. 2000 – 2017

จากการศึกษาโดยใช้ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลระหว่างปี ค.ศ. 2000 – 2017 บนหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามวิธีการศึกษา ได้ผลดังต่อไปนี้

ตาราง 3 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไป ช่วงปี ค.ศ. 2000 – 2017

ตัวแปร	2000 – 2017	ก่อนซับไพรม์	ระหว่างซับไพรม์	หลังซับไพรม์
		2000 – 2007	2008 – 2009	2010 – 2017
ตัวแปรตาม				
กำไรสุทธิ (EBIT) หน่วย : ล้านบาทต่อปี				
n	2,403	715	239	1,449
Mean	3,655.7	3,430.1	3,652.7	3,767.5
SD	13,814.6	12,460.1	12,854.7	1,458.5
Min	-25,781.6	-25,781.6	-16,811.0	-11,887.8
Max	192,784.3	165,434.0	120,411.0	192,784.3
Median	595.1	633.1	649.7	571.4

ตาราง 3 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไป ช่วงปี ค.ศ. 2000 – 2017

ตัวแปร	2000 – 2017	ก่อนซบไฟรัม	ระหว่างซบไฟรัม	หลังซบไฟรัม
		2000 – 2007	2008 – 2009	2010 – 2017
สินทรัพย์รวม (Total Asset; TA) หน่วย : ล้านบาทต่อปี				
n	6,711	2,386	740	3,585
Mean	17,091.8	10,250.6	13,390.8	22,409.0
SD	82,749.1	38,481.6	58,879.3	10,513.5
Min	18.9	22.0	90.1	18.9
Max	2,250,352.0	891,524.1	1,102,544.0	2,250,352.0
Median	2,811.261	2,060.908	2,451.293	3,715.0
ความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไป (ROA_{t+1}) หน่วย : ทศนิยม				
n	2,223	690	229	1,304
Mean	0.1080	0.1280	0.1170	0.0960
SD	0.2310	0.1430	0.1180	0.2780
Min	-8.4340	-0.5870	-0.3150	-8.4340
Max	2.3260	1.3970	0.5550	2.3260
Median	0.1110	0.1240	0.1230	0.0800
ตัวแปรอิสระ				
อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (Payout Ratio; PR) หน่วย : ทศนิยม				
n	8,856	3,936	984	3,936
Mean	0.4190	0.2660	0.4540	0.5640
SD	2.8770	1.8930	1.9950	0.1420
Min	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Max	192.7700	103.9900	46.9500	192.7700
Median	0.3100	0.2500	0.3600	0.2720
ความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (PROA) หน่วย : ทศนิยม				
n	2,301	634	237	1,430
Mean	0.0940	0.1130	0.0970	0.0850
SD	0.1440	0.1060	0.1130	0.1620
Min	-0.3190	-0.3570	-3.8810	-3.8810
Max	0.9930	0.7540	1.1000	1.1000
Median	0.0830	0.1010	0.0890	0.0730
ร้อยละของจำนวนครั้งของบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล (DP) หน่วย : %				
n	4,115	1,255	457	2,403
DP	46.47%	31.89%	46.44%	61.05%
ร้อยละของจำนวนครั้งของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่มีการจ่ายเงินปันผล (Dconst) หน่วย : %				
n	1,944	864	216	864
Dconst	21.95%	21.95%	21.95%	21.95%

จากตารางที่ 4.1 ผลการศึกษาพบว่า ความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไป (ROA_{t+1}) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.1080 ซึ่งมีค่าต่ำสุด -8.4340 และค่าสูงสุด 2.3260 ล้านบาท ในปี ค.ศ. 2000 – 2017 อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (PR) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 41.9 โดยมีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (PROA) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 9.40 และบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล (DP) สำหรับบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 46.47 บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (Dconst) มีค่าเฉลี่ยร้อยละ 21.95

4.2 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไป ในช่วงปี ค.ศ. 2000 – 2017

จากการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยใช้สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ พบว่าบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล (DP) กับความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (PROA) มีความสัมพันธ์กันปานกลางในทิศทางเดียวกัน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.2694 และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทปัจจุบัน (DPPROA) มีความสัมพันธ์กันปานกลางในทิศทางเดียวกัน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.5263 นอกจากนี้จำนวนตัวแปรอิสระทุกตัว มีความสัมพันธ์กันค่อนข้างต่ำ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง 0.1623 ถึง 0.6359 ซึ่งมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์น้อยกว่า 0.80 ดังนั้นถือว่าไม่มีปัญหา Multicollinearity จึงมีความเหมาะสมสำหรับนำไปใช้ในการวิเคราะห์ถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ในลำดับถัดไป

ตาราง 4 Correlation Matrix of Dividend

	DP	PROA	DPPROA	DPPROAPR	DconstDPPROA	DconstDPPROAPR
DP	1					
PROA	0.2694	1				
DPPROA	0.5263	0.6359	1			
DPPROAPR	0.1713	0.1906	0.3016	1		
DconstDPPROA	0.1793	0.1632	0.2625	0.0499	1	
DconstDPPROAPR	0.1040	0.1015	0.1623	0.1634	0.6009	1

หมายเหตุ: DP	คือ บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล
PROA	คือ ความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน
DPPROA	คือ การจ่ายเงินปันผลของบริษัทปัจจุบัน
DPPROAPR	คือ อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน
DconstDPPROA	คือ การจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างและความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน
DconstDPPROAPR	คือ อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างและความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน

การวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) โดยใช้รูปแบบจำลองความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไป ช่วงปี ค.ศ. 2000 – 2017 ดังสมการที่ (3.1) ได้ผลวิเคราะห์ดังตารางที่ 4.3

ตาราง 5 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไป ช่วงปี ค.ศ. 2000 – 2017

(หน่วย : ทศนิยม)

Variable	เครื่องหมาย ที่คาดหวัง	Dividend			
		2000 – 2017	2000 – 2007	2008 – 2009	2010 – 2017
DP	(+)	0.0200 (0.0141)	-0.0676 *** (0.0137)	-0.0202 (0.0267)	0.0463 * (0.0274)
PROA	(+)	1.5561 *** (0.0757)	0.1929 ** (0.0770)	-0.2466 * (0.1428)	2.5785 *** (0.1251)
DPPROA	(+)	-0.6418 *** (0.0937)	0.6446 *** (0.0954)	-0.0024 (0.2087)	-1.5358 *** (0.1560)
DPPROAPR	(+)	-0.0183 (0.0176)	-0.1663 *** (0.0445)	0.0034 (0.0756)	-0.0119 (0.0230)
DconstDPPROA	(+)	-0.2118 (0.1549)	-0.7674 *** (0.1492)	-0.3322 (0.4976)	-0.0684 (0.3582)
DconstDPPROAPR	(+)	0.0990 (0.1530)	0.5456 ** (0.2491)	0.3417 (0.8675)	0.0761 (0.2033)
constant		-0.0048 (0.0104)	0.1067 *** (0.0096)	0.1520 *** (0.0186)	-0.0492 ** (0.0211)
Method		fixed effect	fixed effect	fixed effect	fixed effect
Number of obs		1,857	618	200	1,039
log likelihood		958.78	732.03	386.82	405.93
F		100.38**	32.46***	1.76**	77.04**
R ²		0.50	0.42	0.52	0.56
Hausman		p=0.0032***	p<0.000***	p<0.000***	p=0.012**

หมายเหตุ: *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01, ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05, * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 และตัวเลขในวงเล็บด้านล่างค่าสัมประสิทธิ์แสดงถึงความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน (Standard Error) ของค่าสัมประสิทธิ์

จากตารางที่ 4.3 การวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) บ่งชี้ว่ามีผลต่อความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไป (ROA_{t+1}) ในช่วงปี ค.ศ. 2000 – 2017 พบว่า ความ

สม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (PROA) และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทปัจจุบัน (DPPROA) มีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรในอดีตไป ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 กล่าวคือ ถ้าความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (PROA) เพิ่มขึ้น 1 จะทำให้ความสม่ำเสมอของกำไรอดีตไปเพิ่มขึ้น 1.5561 ในขณะเดียวกัน ถ้าการจ่ายเงินปันผลของบริษัทปัจจุบัน (DPPROA) เพิ่มขึ้น 1 จะทำให้ความสม่ำเสมอของกำไรอดีตไป ลดลง 0.6418 แต่สำหรับ บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล (DP) อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (DPPROAPR) การจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และมีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (DconstDPPROA) อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้างและมีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (DconstDPPROAPR) นั้นไม่มีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรในอดีตไป เนื่องจากไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

หากพิจารณาแยกตามช่วงเวลา ผลการวิเคราะห์สรุปได้ดังนี้ ช่วงที่ 1 ก่อนเกิดวิกฤตสินเชื้อซบไพร่ม ปี ค.ศ. 2000 – 2007 พบว่า บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล (DP) การจ่ายเงินปันผลของบริษัทปัจจุบัน (DPPROA) อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (DPPROAPR) และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างและมีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (DconstDPPROA) มีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรในอดีตไป ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 กล่าวคือ ถ้ามีการจ่ายเงินปันผลของบริษัทปัจจุบัน (DPPROA) เพิ่มขึ้น 1 จะทำให้ความสม่ำเสมอของกำไรอดีตไป มากขึ้น 0.6446 ในขณะที่ถ้า บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล (DP) อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (DPPROAPR) และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างและมีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (DconstDPPROA) เพิ่มขึ้น 1 จะทำให้ความสม่ำเสมอของกำไรอดีตไป ลดลง 0.0676, 0.1663 และ 0.7674 ตามลำดับ

ช่วงที่ 2 ระหว่างวิกฤตสินเชื้อซบไพร่ม ปี ค.ศ. 2008 – 2009 พบว่า ความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (PROA) มีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรในอดีตไป ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 กล่าวคือ ถ้ามีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (PROA) เพิ่มขึ้น 1 จะทำให้ความสม่ำเสมอของกำไรอดีตไป ลดลง 0.2466 ในขณะที่ บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล (DP) การจ่ายเงินปันผลของบริษัทปัจจุบัน (DPPROA) อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (DPPROAPR) การจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และมีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (DconstDPPROA) อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้างและมีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน

ปัจจุบัน (DconstDPPROAPR) นั้น ไม่มีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรในอดีตไป เนื่องจากไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ช่วงที่ 3 หลังเกิดวิกฤตสินเชื้อซัพไพร้ม ปี ค.ศ. 2010 – 2017 พบว่า บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล (DP) ความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (PROA) และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทปัจจุบัน (DPPROA) มีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรในอดีตไป ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.10 ตามลำดับ กล่าวคือ ถ้าบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล (DP) ความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (PROA) เพิ่มขึ้น 1 จะทำให้ความสม่ำเสมอของกำไรในอดีตไป มากขึ้น 0.0463 และ 2.5785 ในขณะที่ถ้า การจ่ายเงินปันผลของบริษัทปัจจุบัน (DPPROA) เพิ่มขึ้น 1 จะทำให้ความสม่ำเสมอของกำไรในอดีตไป ลดลง 1.5358 แต่สำหรับ อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (DPPROAPR) การจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรม อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และมีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (DconstDPPROA) อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และ ก่อสร้างและมีความสม่ำเสมอของกำไรปัจจุบัน (DconstDPPROAPR) นั้น ไม่มีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรในอดีตไป เนื่องจากไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

บทที่ 5

สรุปผลการศึกษา

5.1 สรุปผลการศึกษา

งานวิจัยฉบับนี้ศึกษาการจ่ายเงินปันผล และการซื้อหุ้นคืนของบริษัทว่าสามารถทำนายประสิทธิภาพในการสร้างกำไรจากการดำเนินงานของบริษัทในปีถัดไปได้หรือไม่ โดยใช้อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) จากงบการเงินปีปัจจุบันเป็นตัวชี้วัดความสม่ำเสมอของกำไร กลุ่มตัวอย่าง คือ ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ตั้งแต่ปี ค.ศ. 2000 – 2017 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด 746 บริษัท โดยไม่รวมบริษัทที่เป็นสถาบัน การศึกษานี้มีการแยกศึกษาข้อมูลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปจำนวน 627 บริษัท และศึกษาข้อมูลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างจำนวน 119 บริษัท เนื่องจากกลุ่มนี้มีการบันทึกบัญชีการรับรู้รายได้ของบริษัทที่แตกต่างจากกลุ่มอื่น ลักษณะของข้อมูลเป็นแบบ Panel Data เป็นการเก็บข้อมูลทุกตัวแปรตามช่วงเวลา จากนั้นทำการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลองสมการถดถอยข้อมูลผสมระหว่างข้อมูลภาคตัดขวางกับข้อมูลแบบอนุกรมเวลา (Panel Data Regression) ผู้วิจัยให้ความสำคัญกับปัจจัยต่างๆ และทำการแบ่งช่วงระยะเวลาดังกล่าวออกเป็น 3 ช่วงเวลา ดังนี้

ช่วงที่ 1 ปี ค.ศ. 2000 – 2007 : ก่อนเกิดวิกฤตสินเชื่อบีบไซม์

ช่วงที่ 2 ปี ค.ศ. 2008 – 2009 : ระหว่างวิกฤตสินเชื่อบีบไซม์

ช่วงที่ 3 ปี ค.ศ. 2010 – 2017 : หลังเกิดวิกฤตสินเชื่อบีบไซม์

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไป ตามสมการ (3.2) และ (3.3) ใน 3 ช่วงเวลา ที่ทำการศึกษา จะได้ผลดังนี้

ช่วงที่ 1 ปี ค.ศ. 2000 – 2007 : ก่อนเกิดวิกฤตสินเชื่อบีบไซม์

บริษัททั่วไปไม่รวมกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

$$\frac{EBIT_{t+1}}{TA_{t-1}} = -0.0676DP_t + 0.1929PROA + 0.6446DP_tPROA - 0.1663DP_tPR_tPROA + 0.1067 \quad (5.1)$$

บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

$$\frac{EBIT_{t+1}}{TA_{t-1}} = -0.0676DP_t + 0.1929PROA - 0.1228Dconst_tDP_tPROA + 0.3793Dconst_tDP_tPR_tPROA + 0.1067 \quad (5.2)$$

ผลการศึกษาในช่วงก่อนเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์พบว่า ถ้าความสม่ำเสมอของกำไรปีปัจจุบัน (PROA) เพิ่มขึ้น 1 จะทำให้ความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไปมากขึ้น 0.1929 กล่าวคือ หากบริษัททั้งสองกลุ่มคือ กลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีกำไรจากงบการเงินในปีปัจจุบันเพิ่มขึ้น สามารถใช้ทำนายได้ว่า ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในปีถัดไปจะเพิ่มขึ้น ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 จึงสามารถสรุปผลทดสอบได้ดังนี้ อ้างอิงจากรายงานเศรษฐกิจและการเงิน ปี พ.ศ 2543 หรือ ปี ค.ศ 2000 (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2544) ได้มีการรายงานว่า ในช่วงเวลานี้ประเทศไทยกำลังอยู่ในช่วงเศรษฐกิจกำลังฟื้นตัวจากภาวะเศรษฐกิจในปี พ.ศ 2540 หรือ ค.ศ. 1997 ผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) เป็นไปในทิศทางที่ดีขึ้นรวมทั้งมีนโยบายและมาตรการสนับสนุนจากรัฐบาลเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ทำให้บริษัทส่วนใหญ่ในทั้งสองกลุ่มตัวอย่าง สามารถเติบโตต่อเนื่องและมีความสามารถในการกำไรในอนาคตเพิ่มขึ้น นอกจากนี้บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง สามารถทราบถึงความต้องการใช้เงินลงทุนของบริษัท โดยอ้างอิงข้อมูลที่สำคัญคือ ปริมาณงานในมือ (Backlog) ที่เป็นตัวบ่งชี้ว่าบริษัทจะมีรายได้เท่าใดในอนาคต รวมถึงในช่วงเวลานี้มีการใช้วิธีลงบัญชีบันทึกการรับรู้รายได้ตามความคืบหน้าของงาน (Percentage of Completion) กิจการจึงสามารถทยอยรับรู้รายได้ตามความคืบหน้าของโครงการ โดยไม่ต้องรอให้มีการโอนกรรมสิทธิ์ ทำให้บริษัทสามารถคาดการณ์รายได้และผลกำไรแน่นอนในอนาคตที่จะได้รับอย่างสม่ำเสมอได้

สำหรับผลการทดสอบการจ่ายเงินปันผล พบว่า ถ้าบริษัทมีการจ่ายเงินปันผล (DP) เพิ่มขึ้น 1 จะทำให้ความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไปลดลง 0.0676 กล่าวคือ หากบริษัททั้งสองกลุ่มคือกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีการจ่ายเงินปันผล จะทำให้ความสามารถในการทำกำไรในปีถัดไปจะลดลง ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 จากการทดสอบนี้อาจสรุปได้ว่า ในช่วงก่อนวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์นั้น หากบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลสามารถใช้ทำนายได้ว่า ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในปีถัดไปจะลดลง สอดคล้องกับผลการทดสอบอัตราการจ่ายเงินปันผลในบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป พบว่า ถ้ามีอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีความสม่ำเสมอของกำไรปีปัจจุบัน (DP_{PROA}PR) เพิ่มขึ้น 1 จะทำให้ความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไปลดลง 0.1663 กล่าวคือ หากอัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น สามารถ

ใช้ทำนายว่า ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในปีถัดไปจะลดลง ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากการทดสอบทั้งสองปัจจัยในช่วงก่อนวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์นี้อาจสรุปได้ว่า การจ่ายเงินปันผล และอัตราการจ่ายเงินปันผลนั้น ขึ้นอยู่กับนโยบายเงินปันผลของแต่ละบริษัท บริษัทส่วนใหญ่มีการประกาศนโยบายการจ่ายเงินปันผลก่อนหน้าแล้ว ทำให้บริษัทมีการจ่ายเงินปันผล ถึงแม้ว่าจะมีความสามารถในการทำกำไรในอนาคตลดลง หรืออาจมีบริษัทอยู่ในกลุ่มที่กิจการมีอายุมากหรือเข้าสู่วัฏจักรอิมตัว มีรายได้มากกว่าเงินที่ต้องการจะนำไปลงทุนในโครงการใหม่ บริษัทจึงจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงและในปริมาณที่น่าพึงพอใจให้แก่ผู้ถือหุ้น แม้ว่าบริษัทจะมีความสามารถในการทำกำไรในอนาคตลดลง ก็ไม่ได้ลดอัตราการจ่ายเงินปันผลลงตาม เนื่องจากบริษัทไม่ต้องการส่งสัญญาณในเชิงลบซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้ถือหุ้น ผู้ที่เกี่ยวข้องและนักลงทุนภายนอกได้ อีกสาเหตุหนึ่งคือ บริษัทเหล่านี้มีกระแสเงินสดส่วนเกินและกำไรสะสมมาก ทำให้สินทรัพย์รวม (Total Asset) สูงขึ้น ส่งผลให้กำไรในปีถัดไป (ROA_{t+1}) ลดลง

ในขณะเดียวกัน ผลการศึกษาอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง พบว่า ถ้าอัตราการจ่ายเงินปันผลและความสม่ำเสมอของกำไรปีปัจจุบัน ($DconstDPPROAPR$) เพิ่มขึ้น 1 จะทำให้ความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไปเพิ่มขึ้น 0.5456 กล่าวคือ หากอัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น สามารถใช้ทำนายได้ว่า ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในปีถัดไปเพิ่มขึ้น ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 อาจสรุปได้ว่า สาเหตุที่อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีการเพิ่มขึ้นในช่วงก่อนวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์ เนื่องจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ส่วนใหญ่เป็นบริษัทที่ขนาดใหญ่และมั่นคง กิจการมีอายุพอสมควรจึงมีรายได้เสถียรและแน่นอนมากกว่าบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นที่มีบริษัทที่เพิ่งก่อตั้งหรือกำลังเติบโตรวมอยู่ด้วย และที่สำคัญมีข้อมูลของปริมาณงานในมือ ทำให้สามารถคาดการณ์ผลทำกำไรที่เพิ่มขึ้นอย่างแน่นอนในอนาคตได้ บริษัทในกลุ่มนี้จึงสามารถกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงสอดคล้องกับผลกำไรจากการคาดการณ์ เพื่อส่งสัญญาณในเชิงบวกไปสู่ผู้ถือหุ้นและนักลงทุน ให้มีความเชื่อมั่นต่อการดำเนินงานของบริษัทในอนาคตต่อไป

ช่วงที่ 2 ปี ค.ศ. 2008 – 2009 : ระหว่างวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์

บริษัททั่วไปไม่รวมกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

$$\frac{EBIT_{t+1}}{TA_{t-1}} = -0.0202DP_t - 0.2466PROA - 0.0023DP_tPROA + 0.0034DP_tPR_tPROA + 0.1520 \quad (5.3)$$

บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

$$\frac{EBIT_{t+1}}{TA_{t-1}} = -0.0202DP_t - 0.2466PROA - 0.3346Dconst_tDP_tPROA + 0.3451Dconst_tDP_tPR_tPROA + 0.1520 \quad (5.4)$$

ผลการศึกษาในช่วงวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์พบว่า การจ่ายเงินปันผล รวมถึงอัตราการจ่ายเงินปันผล ไม่มีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไป เนื่องจากไม่มีนัยทางสถิติ ดังนั้นจึงไม่สามารถใช้ทำนายความสามารถของบริษัทในการทำกำไรในปีถัดไป ทั้งในกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมทั่วไป และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีเพียงกำไรจากงบการเงินปัจจุบันที่มีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไปของบริษัททั้งสองกลุ่มตัวอย่าง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 อาจสรุปสาเหตุได้ว่า ในช่วงปี ค.ศ. 2008 – 2009 ประเทศไทยได้รับผลกระทบจากปัญหาวิกฤตเศรษฐกิจโลกที่เริ่มเกิดขึ้นในประเทศมหาอำนาจอย่างสหรัฐอเมริกา ซึ่งในขณะนั้นได้ประสบปัญหาในการบริหารจัดการสินเชื่อที่อยู่อาศัยสำหรับผู้กู้ด้อยคุณภาพหรือสินเชื่อซับไพรม์ (Subprime) ขึ้น ก่อนจะได้ลุกลามกลายเป็นวิกฤตการเงินโลกทั้งในสหรัฐอเมริกา สหภาพยุโรปและเอเชียต่อมา ส่งผลให้เศรษฐกิจโลกรวมถึงเศรษฐกิจไทยชะลอตัวค่อนข้างมาก รัฐบาลต้องดำเนินนโยบายการคลังแบบขาดดุลเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2552) ในช่วงเวลานั้น บริษัททั้งสองกลุ่มตัวอย่างได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจที่เกิดขึ้นในวงกว้าง เป็นเหตุให้ผู้บริหารมีความไม่มั่นใจเกี่ยวกับผลกำไรคาดการณ์ได้ในอนาคต การจ่ายปันผลและอัตราการจ่ายปันผลในช่วงเวลาจึงอาจไม่ได้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานในปีถัดไป แต่ผู้บริหารบางส่วนอาจไม่ต้องการการเปลี่ยนแปลงเพิ่มหรือลดการจ่ายปันผลนั้นที่ส่งผลกระทบต่อมุมมองของนักลงทุนในเชิงลบได้ ส่งผลต่อการตัดสินใจลงทุนในอนาคต

ช่วงที่ 3 ปี ค.ศ. 2010 – 2017 : หลังเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์

บริษัททั่วไปไม่รวมกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

$$\frac{EBIT_{t+1}}{TA_{t-1}} = 0.0463DP_t + 2.5785PROA - 1.5358DP_tPROA - 0.0119DP_tPR_tPROA - 0.0492 \quad (5.5)$$

บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

$$\frac{EBIT_{t+1}}{TA_{t-1}} = 0.0463DP_t + 2.5785PROA - 1.6041Dconst_tDP_tPROA + 0.0643Dconst_tDP_tPR_tPROA - 0.0492 \quad (5.6)$$

ผลการศึกษาหลังเกิดวิกฤตสินเชื่อดับไฟรมพบว่า ถ้าความสม่ำเสมอของกำไรปีปัจจุบัน (PROA) เพิ่มขึ้น 1 จะทำให้ความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไปเพิ่มขึ้น 2.5785 กล่าวคือ หากบริษัททั้งสองกลุ่มคือ กลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีกำไรจากงบการเงินในปีปัจจุบันเพิ่มขึ้น สามารถใช้ทำนายได้ว่า ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในปีถัดไปจะเพิ่มขึ้น ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

ส่วนผลการทดสอบการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปพบว่า ถ้าบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล (DP) เพิ่มขึ้น 1 จะทำให้ความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไปมากขึ้น 0.0463 กล่าวคือ หากการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปเพิ่มขึ้น สามารถใช้ทำนายว่า ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในปีถัดไปจะเพิ่มขึ้น ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.1 ในขณะที่ผลการทดสอบการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างไม่สามารถทำนายความสามารถในการทำกำไรในปีถัดไปของบริษัทได้เนื่องจากผลทดสอบกับความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรในปีถัดไปไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

จากผลการทดสอบทั้งสองปัจจัยในช่วงหลังวิกฤตสินเชื่อดับไฟรมนี้ อาจสรุปได้ว่า เนื่องจากในช่วงเวลานี้ เศรษฐกิจโลกฟื้นตัวอย่างชัดเจน และด้วยพื้นฐานเศรษฐกิจไทยที่เข้มแข็ง ประกอบกับนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายและการออกมาตรการทางเศรษฐกิจที่ภาครัฐนำมาช่วยกระตุ้นภาคเศรษฐกิจ และการผ่อนคลายนโยบายการเงินโดยคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ทำให้เศรษฐกิจไทยมีการฟื้นตัวและเติบโตสูงขึ้นจากในช่วงเวลาวิกฤตเศรษฐกิจ การส่งออก การท่องเที่ยว และการใช้จ่ายในประเทศมีการขยายตัวดี (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2554) บริษัทในหลายกลุ่มอุตสาหกรรมจึงมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น มีรายได้และผลกำไรมากขึ้น สามารถนำมาแบ่งเป็นเงินปันผล เพื่อเป็นการส่งสัญญาณในเชิงบวกกับ ผู้ถือหุ้น ผู้ที่เกี่ยวข้องและนักลงทุน เพิ่มความเชื่อมั่นต่อการดำเนินงานของบริษัทหลังฟื้นสถานะวิกฤตเศรษฐกิจไทย

ส่วนผลการทดสอบการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างที่ไม่สามารถทำนายความสามารถในการทำกำไรในปีถัดไปของบริษัทได้ในช่วงเวลานี้ สาเหตุอาจเกิดจากวิกฤตการเงินครั้งนี้มีผลกระทบโดยตรงต่อธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ โดยคณะกรรมการนโยบายสถาบันการเงิน (กนส.) ได้ออกมาตรการกำกับดูแลสินเชื่อที่อยู่อาศัย เพื่อให้สถาบันการเงินระมัดระวังการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัย (ธนาคารแห่งประเทศไทย, 2554) ถึงแม้จะมีมาตรการที่สามารถกระตุ้นให้เศรษฐกิจฟื้นตัวได้ แต่ยังคงส่งผลต่อความเชื่อมั่นในผลกำไรในอนาคตของผู้บริการ การจ่ายเงินปันผลจึงอาจเป็นแค่การส่งสัญญาณเชิงบวกแก่ผู้ถือหุ้น โดยไม่ได้เกี่ยวข้องกับความคาดหวังของกำไรในปีถัดไปของบริษัท นอกจากนี้ในช่วงเวลาดังกล่าว สภา

วิชาชีพบัญชีในพระบรมราชูปถัมภ์ได้บังคับใช้มาตรฐานการบัญชีเรื่องการรายงานทางการเงินสำหรับกิจการที่ไม่มีส่วนได้เสียสาธารณะ (TFRSs for NPAs) มีผลให้กิจการต้องจัดทำบัญชีตามมาตรฐานนี้ตั้งแต่รอบปีบัญชีที่เริ่มในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2554 หรือ ค.ศ. 2011 ดังนั้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จึงสามารถเลือกรับรู้รายได้ตามความเหมาะสมของธุรกิจได้ถึง 3 วิธี ซึ่งแตกต่างจากกลุ่มธุรกิจอื่นๆ โดยแต่ละวิธีจะมีเงื่อนไขการรับรู้รายได้ที่แตกต่างกันออกไป สาเหตุนี้อาจส่งผลให้กิจการบางส่วนได้รับหรือเสียผลประโยชน์จากข้อแตกต่างทางการบันทึกบัญชีการรับรู้รายได้ของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์จากช่วงเวลาก่อน

ในขณะที่เดียวกัน ผลการทดสอบอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัททั้งสองกลุ่มคือ กลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ไม่มีความสัมพันธ์กับความสม่ำเสมอของกำไรปีถัดไป เนื่องจากไม่มีนัยทางสถิติ ดังนั้นจึงไม่สามารถใช้ทำนายความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในปีถัดไป สาเหตุเป็นเพราะว่าถึงแม้เศรษฐกิจโลกและในไทยจะฟื้นตัวมากขึ้นแล้ว แต่ด้วยสถานะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวอย่างชัดเจนในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ ได้ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ ทำให้รายได้ของบริษัทในช่วงเวลานั้นลดลงและย่อมหามาถึงกำไรสะสมของบริษัทก็น้อยลงตามไปด้วย นอกจากนี้หลังฟื้นวิกฤติเศรษฐกิจ บริษัทส่วนใหญ่จำเป็นต้องใช้เงินทุนในการบริหาร ฟื้นฟูหรือขยายกิจการ แต่ด้วยสถานะเศรษฐกิจโลกและในไทยยังคงมีความผันผวนสูงเป็นเหตุให้ผู้บริหารมีความไม่มั่นใจและยังคาดการณ์ผลกำไรที่แน่นอนสม่ำเสมอในอนาคตไม่ได้ จึงอาจตัดสินใจไม่เพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในช่วงเวลานี้ สอดคล้องกับ Lintner (1956) ที่กล่าวว่า โดยผู้บริหารจะจึงไม่เพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผลให้กับนักลงทุนจากนโยบายที่กำหนดไว้ เว้นแต่ผู้บริหารจะเชื่อมั่นว่าบริษัทมีผลประกอบการเพิ่มขึ้นได้อย่างถาวร

ดังนั้นอาจกล่าวได้ว่า การจ่ายเงินปันผลนั้นถึงแม้จะมีความสัมพันธ์กับกำไรในปีถัดไปในสถานะเศรษฐกิจปกติหรือกำลังฟื้นตัวแต่เป็นเพียงความสัมพันธ์ช่วงเวลาหนึ่ง อย่างไรก็ตาม หากสถานะเศรษฐกิจโลกและในไทยมีการเปลี่ยนแปลงอย่างไม่อาจควบคุมได้ล่วงหน้า ย่อมส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในปีถัดไปของบริษัททำให้ไม่ได้รับผลกำไรอย่างที่คาดหวัง แสดงให้เห็นว่านักลงทุนไม่ควรใช้การจ่ายเงินปันผลเพียงปัจจัยเดียวในการทำนายความสามารถในการทำกำไรในปีถัดไปนอกจากนี้อุตสาหกรรมแต่ละอุตสาหกรรมอาจได้รับผลกระทบจากวิกฤติทางเศรษฐกิจไม่เท่าเทียมกันอีกด้วย

5.2 ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะ

งานวิจัยฉบับนี้ยังมีข้อจำกัดด้านเรื่อง ขนาดตลาดและจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) มีขนาดเล็กและจำนวนน้อยกว่าตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ ทำให้จำนวนบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payment) ที่ใช้ในการศึกษานั้นมีจำนวนข้อมูลไม่มากนัก ผลการศึกษาที่ได้จึงอาจเป็นผลของกลุ่มตัวอย่างเพียงเฉพาะกลุ่ม นอกจากนี้คือเรื่อง ช่วงระยะเวลาทำการศึกษาซึ่งผู้วิจัยได้ใช้ข้อมูลเพื่อทำการศึกษาเพียง 18 ปี คือ ระหว่างปี ค.ศ. 2000 – 2017 และเมื่อทำการแบ่งช่วงระยะเวลาดังกล่าวออกเป็น 3 ช่วงเวลา คือ ก่อนวิกฤติสินเชื่อบีบไซม์ ระหว่างวิกฤติสินเชื่อบีบไซม์ และหลังเกิดวิกฤติสินเชื่อบีบไซม์ แต่ละช่วงเวลาจึงมีจำนวนปีและข้อมูลที่ใช้ศึกษาค่อนข้างน้อย ดังนั้นหากในอนาคตสามารถเพิ่มระยะเวลาที่ใช้ศึกษามากขึ้น อาจให้ผลการศึกษาที่เห็นแนวโน้มได้ชัดเจนมากยิ่งขึ้น



บรรณานุกรม

- ณัฐฉิชา วุฒิอาพล. (2560). อัตราการจ่ายเงินปันผลกับโอกาสในการเติบโตของบริษัท. การค้นคว้าอิสระ, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพฯ
- รัชชัย เกิดมี. (2563). ความสัมพันธ์ของรายการคงค้างและองค์ประกอบของรายการคงค้างต่อความสม่ำเสมอของกำไรรอบบัญชีถัดไปและอัตราผลตอบแทนของหุ้นปีถัดไป. วิทยุณาการจัดการมหาบัณฑิต, วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล, กรุงเทพฯ
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2544). รายงานเศรษฐกิจและการเงิน 2543, กรุงเทพฯ
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2552). รายงานเศรษฐกิจและการเงิน 2551, กรุงเทพฯ
- ธนาคารแห่งประเทศไทย. (2554). รายงานเศรษฐกิจและการเงิน 2553, กรุงเทพฯ
- นภาพร ลิขิตวงศ์ขจร. (2552). การรับรู้รายได้สำหรับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์, วารสารศูนย์บริการวิชาการ มหาวิทยาลัยขอนแก่น, ปีที่ 17, ฉ.1, หน้า 44-48
- รัชนิพร แสนสุรินทร์. (2554). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การค้นคว้าอิสระ, บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่, เชียงใหม่
- สุดาพร ศิริกะนันท์. (2540). การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทก่อนและหลังวิกฤตเศรษฐกิจ พ.ศ. 2540. วิทยุณาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, กรุงเทพฯ
- Bernartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past. *Journal of Financial*, 52(3), 1008-1034.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1-22.
- Chay, J.B., & Suh, J. (2009). Payout policy and Cash-flow uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 88-107.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.

บรรณานุกรม (ต่อ)

- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- Farsio F., Geary A., & Moser J. (2004). The Relationship Between Dividends and Earnings. *Journal of Economic Educators*, 4(4), 1-5.
- Healy P.M., Palepu K.G. (1988). Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics*, 21(1), 149-175.
- Kormendi, R. (1996). Dividend policy and permanence of earnings. *Review of Accounting Studies*, 1(1), 141-160.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Financial*, 40(4), 1031-1051.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of finance*, 39(3), 575-592.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency cost as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Skinner, D. J., & Soltes, E. (2009). What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies*, 1(1), 1-28.
- Spence, M., (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics* 87(3), 355-374.
- Watt, R. (1973) The Information Content of Dividends. *Journal of Business*, 46(1), 191-211.



ภาคผนวก

Appendix 1 : จำนวนหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผล

Appendix 1.1 แสดงจำนวนหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่าง ปี ค.ศ. 2000 ถึง ปี ค.ศ. 2017

ช่วงที่ 1 : ก่อนเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์

Year	Dividend
2000	73
2001	95
2002	115
2003	142
2004	176
2005	202
2006	203
2007	206
ยอดรวมช่วงที่ 1	1,212

ช่วงที่ 2 : ระหว่างวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์

Year	Dividend
2008	220
2009	214
ยอดรวมช่วงที่ 2	434

ช่วงที่ 3 : หลังเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์

Year	Dividend
2010	242
2011	255
2012	261
2013	276
2014	276
2015	292
2016	327
2017	359
ยอดรวมช่วงที่ 3	2,288

ยอดรวมทั้งหมด	3,934
----------------------	--------------

Appendix 1.2 แสดงจำนวนหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป
ระหว่าง ปี ค.ศ. 2000 ถึง ปี ค.ศ. 2017

ช่วงที่ 1 : ก่อนเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์

Year	Dividend
2000	71
2001	90
2002	106
2003	127
2004	153
2005	173
2006	174
2007	171
ยอดรวมช่วงที่ 1	1,065

ช่วงที่ 2 : ระหว่างวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์

Year	Dividend
------	----------

2008	178
2009	175
ยอดรวมช่วงที่ 2	353

ช่วงที่ 3 : หลังเกิดวิกฤตสินเชื้อซับไพรม์

Year	Dividend
2010	201
2011	211
2012	215
2013	220
2014	221
2015	229
2016	257
2017	280
ยอดรวมช่วงที่ 3	1,834

ยอดรวมทั้งหมด	3,252
----------------------	--------------

**Appendix 1.3 แสดงจำนวนหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มอุตสาหกรรม
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ระหว่าง ปี ค.ศ. 2000 ถึง ปี ค.ศ. 2017**

ช่วงที่ 1 : ก่อนเกิดวิกฤตสินเชื้อซับไพรม์

Year	Dividend
2000	2
2001	5
2002	9
2003	15
2004	23
2005	29
2006	29

2007	35
ยอดรวมช่วงที่ 1	147

ช่วงที่ 2 : ระหว่างวิกฤตสินเชื้อซับไพรม์

Year	Dividend
2008	42
2009	39
ยอดรวมช่วงที่ 2	81

ช่วงที่ 3 : หลังเกิดวิกฤตสินเชื้อซับไพรม์

Year	Dividend
2010	41
2011	44
2012	46
2013	56
2014	55
2015	63
2016	70
2017	79
ยอดรวมช่วงที่ 3	454

ยอดรวมทั้งหมด	682
----------------------	------------

Appendix 2 รายชื่อหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไปและในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

รายชื่อหุ้น	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	จำนวนรวม
BSBM							/	/	2
BTNC	/		/		/	/			4
CCET		/	/	/	/	/	/	/	7
CCP					/				1
CENTEL	/	/	/	/	/	/	/	/	8
CFRESH	/	/	/			/	/	/	6
CHOTI	/	/	/			/	/	/	6
CITY						/	/	/	3
CM	/	/	/	/	/	/	/	/	8
CMR				/	/	/	/		4
CPALL				/	/	/			3
CPF	/	/	/	/	/	/	/	/	8
CPH			/	/		/	/		4
CPI	/	/	/	/	/		/	/	7
CPL	/	/	/	/	/	/	/		7
CSP						/	/	/	3
CSR	/	/	/	/	/	/	/	/	8
CTW				/	/	/	/	/	5
DCC			/	/	/	/	/	/	6
DCON					/	/	/	/	4
DELTA	/	/	/	/	/	/	/	/	8
DEMCO							/	/	2
DRT						/	/	/	3
DUSIT		/	/	/	/	/	/	/	7
EASON						/	/	/	3
EASTW	/	/	/	/	/	/	/		7
EGCO	/	/	/	/	/	/	/	/	8
EP							/	/	2
ERW					/	/	/	/	4
FANCY		/	/	/	/	/			5
FE	/	/	/	/	/	/	/	/	8
FMT		/	/	/	/	/	/	/	7
FND			/	/	/				3

รายชื่อหุ้น	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	จำนวนรวม
LHK								/	1
LNE					/	/	/	/	4
LOXLEY			/		/			/	3
LRH	/	/	/	/	/		/	/	7
LST	/	/	/	/	/	/	/	/	8
MSC			/	/	/	/	/	/	6
NEW								/	1
NEX				/	/	/	/	/	5
NOVA	/		/	/	/	/	/	/	7
OGC		/	/	/	/	/	/	/	7
OHTL	/	/	/	/	/	/	/	/	8
OISHI					/	/	/	/	4
PAF		/	/		/		/		4
PAP							/	/	2
PATO	/	/	/	/	/	/	/	/	8
PB			/	/	/	/	/	/	6
PDJ			/	/	/	/	/	/	6
PERM							/	/	2
PG	/	/		/	/	/	/	/	7
PK		/	/	/	/	/	/		6
PPPM	/	/	/	/	/	/	/	/	8
PRAKIT	/	/	/	/	/	/	/	/	8
PRG	/	/		/	/	/	/	/	7
PRIME						/			1
PSL				/	/	/	/	/	5
PT								/	1
PTL						/	/	/	3
PTT		/	/	/	/	/	/	/	7
PTTEP								/	1
Q-CON					/	/			2
RAM			/	/	/	/	/	/	6
RATCH			/	/	/	/	/	/	6
RCL			/	/	/	/	/	/	6

รายชื่อหุ้น	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	จำนวนรวม
STA		/	/	/	/		/	/	6
STANLY	/	/		/	/	/	/	/	7
STARK						/			1
SUC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SUSCO					/	/			2
SVI					/		/	/	3
SVOA			/	/		/	/	/	5
TAE							/	/	2
TASCO		/					/	/	3
TBSP	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TC	/	/	/	/	/	/			6
TCCC		/	/	/	/	/	/	/	7
TCJ					/	/			2
TCOAT						/	/		2
TEAM	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TFI				/					1
TFMAMA	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TH							/		1
THCOM					/				1
THIP	/	/	/	/		/	/	/	7
TIPCO				/	/	/	/	/	5
TKS				/	/	/	/	/	5
TKT						/	/	/	3
TMD			/	/	/	/	/	/	6
TMT					/	/	/	/	4
TNL				/	/	/	/	/	5
TOG							/	/	2
TOP					/	/	/	/	4
TOPP	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TPA	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TPAC							/	/	2
TPCS	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TPIPL							/	/	2

รายชื่อหุ้น	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	จำนวนรวม
TR	/		/	/	/	/	/	/	7
TRU	/	/	/	/	/	/			6
TSC					/	/	/	/	4
TSTE	/	/	/	/	/	/			6
TSTH								/	1
TTA			/	/	/	/	/	/	6
TTI	/	/	/	/	/	/	/		7
TVO	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TYCN				/	/	/			3
UMI						/			1
UP			/	/	/	/	/	/	6
UPF	/	/	/	/	/	/	/	/	8
UPOIC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
UT	/		/						2
UTP					/	/	/	/	4
UVAN				/	/	/	/	/	5
VARO			/	/	/	/	/	/	6
VIBHA			/	/	/	/	/	/	6
VNG			/	/	/	/	/	/	6
VNT						/	/	/	3
W					/	/	/	/	4
WACOAL	/	/	/	/	/	/	/	/	8
WIHK	/	/	/	/					4
WORK					/	/	/	/	4
ยอดรวมช่วงที่ 1	71	90	106	127	153	173	174	171	1,065

Appendix 2.2 แสดงรายชื่อหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป
ระหว่าง ปี ค.ศ. 2008 ถึง ปี ค.ศ. 2009

ช่วงที่ 2 ระหว่างวิกฤตสินเชื่อบีบไป

รายชื่อหุ้น	2008	2009	จำนวนรวม
2S		/	1
7UP	/		1
ACC	/		1
ADVANC	/	/	2
AGE		/	1
AH	/		1
AHC	/	/	2
AI	/	/	2
AIT	/	/	2
AJ	/	/	2
ALUCON	/	/	2
AMARIN	/	/	2
AMC		/	1
AOT	/	/	2
AS	/	/	2
ASIA	/	/	2
ASIMAR	/		1
BAFS	/	/	2
BANPU	/	/	2
BCH	/	/	2
BCP		/	1
BCT	/	/	2
BDMS	/	/	2
BEC	/	/	2
BEYOND	/	/	2
BH	/	/	2
BJC	/	/	2
BSBM	/		1
BTNC	/	/	2
BWG	/		1
CCET	/	/	2
CENTEL	/	/	2
CFRESH	/	/	2

รายชื่อหุ้น	2008	2009	จำนวนรวม
CHOTI	/	/	2
CITY	/	/	2
CM	/	/	2
CMR	/	/	2
CPALL	/	/	2
CPF	/	/	2
CPI	/	/	2
CPL	/	/	2
CRANE	/		1
CSC	/	/	2
CSP	/		1
CSR	/	/	2
CTARAFu		/	1
DCC	/	/	2
DCON	/	/	2
DELTA	/	/	2
DEMCO	/	/	2
DRT	/	/	2
DTAC	/	/	2
DUSIT	/		1
EASON	/	/	2
EASTW	/	/	2
EGCO	/	/	2
EP	/	/	2
ERW	/		1
ESSO		/	1
FANCY		/	1
FE	/	/	2
FMT	/		1
GC	/	/	2
GENCO	/		1
GFPT	/	/	2
GLOBAL		/	1

รายชื่อหุ้น	2008	2009	จำนวนรวม
GRAMMY	/	/	2
GREEN	/		1
GYT	/	/	2
HANA	/	/	2
HFT	/	/	2
HMPRO	/	/	2
HTC		/	1
HTECH		/	1
ICC	/	/	2
ILINK	/	/	2
INET		/	1
INTUCH	/	/	2
IRC	/	/	2
IRPC		/	1
IT	/	/	2
IVL		/	1
JCT	/	/	2
JMART		/	1
JMT		/	1
JTS	/		1
JUTHA	/		1
KCAR	/	/	2
KKC		/	1
KSL	/	/	2
KWC	/	/	2
KYE	/	/	2
LANNA	/	/	2
LEE	/	/	2
LNE	/	/	2
LRH	/	/	2
LST	/	/	2
MSC	/	/	2
NEX	/	/	2

รายชื่อหุ้น	2008	2009	จำนวนรวม
NOVA	/	/	2
OGC	/		1
OHTL	/	/	2
OISHI	/	/	2
PAP	/	/	2
PATO	/	/	2
PB	/	/	2
PDJ	/	/	2
PG	/	/	2
PM		/	1
PPPM	/	/	2
PRAKIT	/	/	2
PRG	/	/	2
PSL	/	/	2
PTL	/	/	2
PTT	/	/	2
PTTEP	/	/	2
RAM	/	/	2
RATCH	/	/	2
ROCK	/		1
ROH	/		1
SABINA	/	/	2
SAM		/	1
SAMART	/	/	2
SAMTEL	/	/	2
SAT	/		1
SAUCE	/	/	2
SCC	/	/	2
SCCC	/	/	2
SCG	/	/	2
SCP	/	/	2
SDC	/	/	2
SE-ED	/	/	2

รายชื่อหุ้น	2008	2009	จำนวนรวม
SFP	/	/	2
SGP	/	/	2
SHANG	/		1
SIAM	/	/	2
SIS	/	/	2
SITHAI	/	/	2
SKR		/	1
SMIT	/	/	2
SMT		/	1
SNC	/	/	2
SNJ	/	/	2
SNP	/	/	2
SORKON	/	/	2
SPACK	/	/	2
SPC	/	/	2
SPCG	/	/	2
SPG	/	/	2
SPI	/	/	2
SSC	/	/	2
SSF	/	/	2
SSSC	/	/	2
SST	/	/	2
STA	/	/	2
STANLY	/	/	2
SUC	/	/	2
SUSCO		/	1
SVH		/	1
SVI	/	/	2
SVOA	/		1
SYNEX	/	/	2
TAE	/		1
TBSP	/	/	2
TC	/	/	2

รายชื่อหุ้น	2008	2009	จำนวนรวม
TCCC	/	/	2
TCOAT	/	/	2
TEAM	/		1
TFMAMA	/	/	2
THE		/	1
THIP	/	/	2
TIPCO		/	1
TKS	/	/	2
TKT	/	/	2
TMD	/	/	2
TMT	/	/	2
TNL	/	/	2
TOG	/	/	2
TOP	/	/	2
TOPP	/	/	2
TPA	/	/	2
TPAC	/	/	2
TPCS	/	/	2
TR	/	/	2
TSC	/	/	2
TSTE		/	1
TSTH	/		1
TTA	/	/	2
TTI	/		1
TTW	/	/	2
TU	/		1
TVO	/	/	2
UP	/		1
UPF	/	/	2
UPOIC	/	/	2
UVAN	/	/	2
VARO	/		1
VIBHA	/	/	2

รายชื่อหุ้น	2008	2009	จำนวนรวม
VNG	/	/	2
VNT	/	/	2
W	/		1
WACOAL	/	/	2
WIHK		/	1
WORK	/	/	2
ยอดรวมช่วงที่ 2	178	175	353

Appendix 2.3 แสดงรายชื่อหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มอุตสาหกรรมทั่วไป
ระหว่าง ปี ค.ศ. 2010 ถึง ปี ค.ศ. 2017

ช่วงที่ 3 หลังเกิดวิกฤตสินเชื่อบีบไปรษณีย์

รายชื่อหุ้น	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	จำนวนรวม
2S	/	/	/	/	/	/	/	/	8
7UP	/								1
A			/	/	/		/	/	5
AAV						/	/	/	3
ABPIFu					/	/	/	/	4
ACC		/							1
ADVANC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
AGE	/	/				/	/	/	5
AH	/		/	/	/	/	/	/	7
AHC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
AI	/	/	/	/	/	/	/	/	8
AIT	/	/	/	/	/	/	/	/	8
AJ	/	/	/				/	/	5
AJA					/				1
AKR				/	/	/		/	4
ALLA							/	/	2
ALT							/	/	2
ALUCON	/	/	/	/	/	/	/	/	8
AMARIN	/	/	/	/					4

รายชื่อหุ้น	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	จำนวนรวม
BTSGIFu				/	/	/	/	/	5
BWG		/	/	/	/	/	/	/	7
CBG					/	/	/	/	4
CCET	/	/	/	/	/	/	/	/	8
CCP				/	/	/			3
CEN	/				/				2
CENTEL		/	/	/	/	/	/	/	7
CFRESH	/	/	/				/	/	5
CHG				/	/	/	/	/	5
CHOTI	/	/	/	/			/	/	6
CITY	/	/	/	/	/	/	/	/	8
CKP						/	/	/	3
CM	/	/	/	/	/	/	/	/	8
CMR	/	/	/	/	/	/	/	/	8
COM7							/	/	2
CPALL	/	/	/	/	/	/	/	/	8
CPF	/	/	/	/	/	/	/	/	8
CPI	/	/	/	/	/			/	6
CPL	/	/	/	/	/	/	/		7
CPT								/	1
CRANE	/	/	/	/	/				5
CSC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
CSP		/	/	/	/				4
CSR	/	/	/	/	/	/	/	/	8
CSS				/	/	/	/	/	5
CTARAFu	/	/	/				/		4
CTW		/	/	/	/		/	/	6
CWT			/				/	/	3
DCC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
DCON	/	/	/	/	/	/	/	/	8
DELTA	/	/	/	/	/	/	/	/	8
DEMCO	/	/	/	/	/			/	6
DIFu					/	/	/	/	4

รายชื่อหุ้น	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	จำนวนรวม
DRT	/	/	/	/	/	/	/	/	8
DTAC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
DTCI	/	/	/	/	/	/	/	/	8
DUSIT	/	/	/	/	/	/	/	/	8
EA				/	/	/	/	/	5
EASON	/	/	/	/	/	/	/	/	8
EASTW	/	/	/	/	/	/	/	/	8
EGATIFU								/	1
EGCO	/	/	/	/	/	/	/	/	8
EKH							/	/	2
EP	/	/	/	/	/	/	/	/	8
EPG					/	/	/	/	4
ERW			/	/		/	/	/	5
ESSO	/	/							2
FANCY	/				/				2
FE	/	/	/	/	/	/	/	/	8
FMT		/			/	/	/	/	5
FN							/	/	2
FND	/	/	/	/					4
FORTH	/	/	/	/	/	/	/	/	8
FTE								/	1
GC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
GEL						/			1
GENCO			/						1
GFPT	/	/	/		/	/	/	/	7
GGC					/	/	/	/	4
GIFT		/	/	/	/		/	/	6
GLOBAL	/	/	/	/	/	/	/	/	8
GPI								/	1
GPSC					/	/	/	/	4
GRAMMY	/	/							2
GUNKUL	/	/	/	/	/	/	/	/	8
GYT	/		/	/	/	/	/	/	7

รายชื่อหุ้น	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	จำนวนรวม
KKC	/	/	/	/		/	/		6
KPNPFu					/	/	/	/	4
KSL	/	/	/	/	/	/	/	/	8
KTIS				/	/		/		3
KWC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
KYE	/	/	/	/	/	/	/	/	8
LANNA	/	/	/	/	/	/	/	/	8
LEE	/	/	/	/	/	/	/	/	8
LHK	/	/	/	/	/	/	/	/	8
LNE	/	/	/	/	/	/	/	/	8
LOXLEY		/	/	/	/	/	/		6
LPH						/	/	/	3
LRH	/		/	/	/	/	/	/	7
LST	/	/	/	/	/	/	/	/	8
M								/	1
MACO								/	1
MAJOR								/	1
MAKRO								/	1
MATCH								/	1
MC								/	1
MCOT								/	1
MCS								/	1
MEGA								/	1
MFEC								/	1
MILL								/	1
MINT								/	1
MONO								/	1
MPIC		/							1
MSC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
NEW				/	/	/	/	/	5
NEX	/		/	/					3
NOVA	/	/	/	/					4
NYT				/	/	/	/	/	5

รายชื่อหุ้น	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	จำนวนรวม
OGC	/	/				/	/	/	5
OHTL	/	/	/	/	/	/	/	/	8
OISHI	/	/	/	/	/		/	/	7
PAF							/		1
PAP	/	/	/	/	/			/	6
PATO	/	/	/	/	/	/	/	/	8
PB	/	/	/	/	/	/	/	/	8
PCSGH					/	/	/	/	4
PDJ	/	/	/	/	/				5
PERM		/	/	/				/	4
PG	/	/	/	/	/	/			6
PK								/	1
PLANB						/	/	/	3
PM	/	/	/	/	/	/	/	/	8
PMTA							/	/	2
PPP					/	/	/	/	4
PPPM	/	/	/	/					4
PRAKIT	/	/	/	/	/	/	/	/	8
PRG			/	/	/	/	/	/	6
PRM								/	1
PSL	/	/	/	/					4
PT	/	/	/	/	/	/	/	/	8
PTG				/	/	/	/	/	5
PTL	/	/	/					/	4
PTT	/	/	/	/	/	/	/	/	8
PTTEP	/	/	/	/	/		/	/	7
PTTGC			/	/	/	/	/	/	6
Q-CON		/	/	/	/	/			5
QTC		/	/	/	/	/			5
RAM	/	/	/	/	/	/	/	/	8
RATCH	/	/	/	/	/	/	/	/	8
RCL						/			1
RJH							/	/	2

รายชื่อหุ้น	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	จำนวนรวม
ROCK							/		1
ROH								/	1
RPC	/	/							2
RPH								/	1
RS		/	/	/	/	/			5
RSP								/	1
SABINA	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SAM	/	/	/	/	/		/		6
SAMART	/	/	/	/	/	/			6
SAMTEL	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SAPPE					/	/	/	/	4
SAT	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SAUCE	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SAWANG	/		/						2
SCC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SCCC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SCG	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SCI						/	/	/	3
SCN						/	/	/	3
SCP	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SDC	/	/	/	/	/	/			6
SE-ED	/	/	/	/	/	/			6
SFP		/	/	/			/	/	5
SGP	/	/	/	/		/	/	/	7
SHANG			/	/	/	/	/	/	6
SIAM	/	/	/						3
SINGER		/	/	/	/	/	/		6
SIS	/	/			/	/	/	/	6
SITHAI	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SKE								/	1
SKN								/	1
SKR	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SKY					/	/	/		3

รายชื่อหุ้น	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	จำนวนรวม
SLP						/	/	/	3
SMIT	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SMPC					/	/	/	/	4
SMT	/								1
SNC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SNJ	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SNP	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SOLAR				/	/				2
SORKON	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SPACK	/	/	/						3
SPC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SPCG					/	/	/	/	4
SPG	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SPI		/	/	/	/	/	/	/	7
SPRC			/	/		/	/	/	5
SSC	/	/		/					3
SSF	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SSSC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SST	/	/			/				3
STA	/	/	/	/	/	/			6
STANLY	/	/	/	/	/	/	/	/	8
STARK		/	/	/					3
SUC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SUN								/	1
SUSCO	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SUTHA					/	/	/	/	4
SVH	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SVI	/			/			/	/	4
SVOA	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SYMC	/	/	/	/	/	/	/		7
SYNEX	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TAE					/	/	/	/	4
TASCO			/	/	/	/	/	/	6

รายชื่อหุ้น	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	จำนวนรวม
TBSP	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TC	/	/	/		/	/			5
TCC							/		1
TCCC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TCJ		/		/		/	/		4
TCMC	/			/	/	/	/	/	6
TCOAT	/	/	/	/		/	/	/	7
TEAM		/	/	/					3
TFG								/	1
TFMAMA	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TH			/						1
THCOM				/	/	/	/		4
THE		/					/	/	3
THIP	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TIPCO	/		/		/		/	/	5
TKN		/	/	/	/	/	/	/	7
TKS	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TKT	/		/	/	/	/			5
TMD	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TMT	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TNL	/	/	/	/	/	/	/		7
TNPC	/		/	/	/	/	/		5
TNR					/	/	/	/	4
TOA								/	1
TOG	/		/	/	/	/	/	/	7
TOP	/	/	/	/		/	/	/	7
TOPP	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TPA	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TPAC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TPBI						/	/	/	3
TPCS	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TIPL	/	/	/	/	/		/		6
TIPIP							/	/	2

รายชื่อหุ้น	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	จำนวนรวม
TPP				/	/	/	/	/	5
TR	/					/	/	/	4
TRU		/	/	/	/	/	/	/	7
TSC	/		/	/	/	/	/	/	7
TSE							/	/	2
TSR					/	/	/	/	4
TSTE		/	/	/	/	/	/	/	7
TTA	/	/						/	3
TTI	/	/		/		/		/	5
TTW	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TU		/	/						2
TVO	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TWP						/	/	/	3
TWPC							/	/	2
TWZ			/	/	/	/	/	/	6
UAC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
UMI	/	/	/	/			/		5
UP	/	/	/	/	/	/	/	/	8
UPF	/	/	/	/	/	/	/	/	8
UPOIC	/	/	/	/	/		/		6
UT	/	/							2
UTP	/	/	/	/	/	/	/	/	8
UVAN	/	/		/	/	/	/	/	7
VARO	/	/						/	3
VGI			/	/	/	/	/	/	6
VIBHA	/	/	/	/	/	/	/	/	8
VIH			/	/	/	/	/	/	6
VNG	/	/	/		/	/	/	/	7
VNT	/	/	/	/		/	/	/	7
VPO	/	/	/	/	/				5
W		/							1
WACOAL	/	/	/	/	/	/	/	/	8
WICE						/	/	/	3

รายชื่อหุ้น	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	จำนวนรวม
WIHK							/	/	2
WORK	/	/	/	/		/	/	/	7
WPH						/	/	/	3
ยอดรวมช่วงที่ 3	201	211	215	220	221	229	257	280	1,834

**Appendix 2.4 แสดงรายชื่อหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มอุตสาหกรรม
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ระหว่าง ปี ค.ศ. 2000 ถึง ปี ค.ศ. 2007**

ช่วงที่ 1 ก่อนเกิดวิกฤตสินเชื่อซับไพรม์

รายชื่อหุ้น	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	จำนวนรวม
AMATA			/	/	/	/	/	/	6
BROCK								/	1
CI				/	/		/	/	4
CK						/		/	2
CNT					/		/	/	3
CPN	/	/	/	/	/	/	/	/	8
EMC							/	/	2
FPT			/	/	/	/	/	/	6
FUTUREPFu								/	1
ITD					/	/			2
JCK						/	/	/	3
LALIN				/	/	/	/	/	5
LH			/	/	/	/	/	/	6
LPN				/	/	/	/	/	5
NCH						/	/		2
NNCL					/	/	/	/	4
NOBLE				/	/	/	/	/	5
PF						/	/		2
PLE			/	/	/	/	/	/	6
PREB					/	/			2
PRIN						/	/	/	3
PSH			/	/	/	/	/	/	6

รายชื่อหุ้น	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	จำนวนรวม
PYLON						/	/	/	3
QH				/	/	/	/	/	5
QHPFu								/	1
RML						/			1
ROJNA		/	/	/	/	/	/	/	7
S								/	1
SAMCO		/	/	/	/	/	/	/	7
SC						/	/	/	3
SEAFCO						/	/	/	3
SF				/	/	/	/	/	5
SIRI					/	/	/	/	4
SPALI					/	/	/	/	4
STEC		/			/	/			3
TIF1u								/	1
TPOLY								/	1
TRC					/		/	/	3
TTCL							/	/	2
UNIQ								/	1
UV	/	/	/	/	/	/	/	/	8
ยอดรวมช่วงที่ 1	2	5	9	15	23	29	29	35	147

**Appendix 2.5 แสดงรายชื่อหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มอุตสาหกรรม
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ระหว่าง ปี ค.ศ. 2008 ถึง ปี ค.ศ. 2009**

ช่วงที่ 2 ระหว่างวิกฤตสินเชื่อดับไพรม์

รายชื่อหุ้น	2008	2009	จำนวนรวม
AMATA	/	/	2
AP	/	/	2
BKKCPu		/	1
BROCK	/	/	2
CI	/	/	2
CK	/	/	2
CNT	/	/	2
CPN	/	/	2
EMC	/		1
EVER	/		1
FPT	/	/	2
FUTUREPFu	/	/	2
JCK	/	/	2
LALIN	/	/	2
LH	/	/	2
LPN	/	/	2
LUXFu	/	/	2
M-IIu	/	/	2
NCH		/	1
NNCL	/	/	2
NOBLE	/	/	2
PF	/	/	2
PREB	/	/	2
PRIN	/		1
PSH	/	/	2
PYLON	/	/	2
QH	/	/	2
QHOPu	/	/	2
QHPFu	/	/	2
ROJNA	/	/	2
S	/		1
SAMCO	/	/	2
SC	/	/	2

รายชื่อหุ้น	2008	2009	จำนวนรวม
SEAFCO	/		1
SENA		/	1
SF	/		1
SIRI	/	/	2
SPALI	/	/	2
STPI		/	1
TIFlu	/	/	2
TPOLY		/	1
TRC	/		1
TTCL	/	/	2
TU-PFu	/		1
UNIQ	/	/	2
URBNPFu	/	/	2
UV	/	/	2
ยอดรวมช่วงที่ 2	42	39	81

**Appendix 2.6 แสดงรายชื่อหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มอุตสาหกรรม
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ระหว่าง ปี ค.ศ. 2010 ถึง ปี ค.ศ. 2017**

ช่วงที่ 3 หลังเกิดวิกฤตสินเชื่อบีบไซม์

รายชื่อหุ้น	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	จำนวนรวม
AMATA	/	/	/	/	/	/	/	/	8
AMATARu							/	/	2
AMATAV							/	/	2
ANAN					/	/	/	/	4
AP	/	/	/	/	/	/	/	/	8
APCS		/	/						2
BJCHI				/	/	/	/		4
BKD				/	/	/	/	/	5
BKKCPu	/	/	/	/	/	/	/	/	8
BLAND			/	/	/	/	/	/	6
BROCK	/	/	/				/		4

รายชื่อหุ้น	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	จำนวนรวม
SPALI	/	/	/	/	/	/	/	/	8
SQ					/			/	2
SRICHA			/	/	/	/	/		5
SRIPANWAu								/	1
SSPFu				/	/	/	/	/	5
STEC	/	/	/	/	/	/	/		7
STPI	/	/	/	/	/	/	/		7
SYNTEC	/	/			/	/	/	/	6
TIFu	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TLHPFu								/	1
TNPFu				/	/				2
TPOLY	/	/					/	/	4
TPRIMEu								/	1
TRC	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TTCL	/	/	/	/	/	/	/	/	8
TTLPFu		/	/	/	/	/	/	/	7
TU-PFu		/	/						2
UNIQ	/			/	/	/	/	/	6
URBNPFu		/				/	/	/	4
UV	/	/	/	/	/	/	/	/	7
WHA				/	/	/	/	/	5
WHABTu							/	/	2
WHARTu						/	/	/	3
ยอดรวมช่วงที่ 3	41	44	46	56	55	63	70	79	454