

ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นอย่างมากกับอัตราส่วนหนี้สิน
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Relationship Between Large Incremental Dividend and Leverage Ratio
of Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand

พิสิณธ์ ยอดบัว* และชานนท์ ชิงชยานุรักษ์**

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นอย่างมากกับอัตราส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปีพ.ศ. 2547 ถึง พ.ศ. 2561 วิธีการศึกษาแบ่งออกเป็น 2 ส่วน 1) ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อสร้างตัวแปรแทน (Proxy) สำหรับอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย 2) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นอย่างมากเป็นสัญญาณว่าบริษัทจะมีอัตราส่วนหนี้สินเพิ่มขึ้น ความสัมพันธ์กับการที่บริษัทเข้าสู่ช่วงอ้อมตัว และผลจากการจ่ายเงินปันผลครั้งแรกที่มากกว่า ผลการศึกษาในภาพรวมพบว่า การจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นอย่างมากเป็นสัญญาณการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนหนี้สินของบริษัท โดยไม่เกี่ยวข้องกับการที่บริษัทเข้าสู่ช่วงอ้อมตัว และผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลครั้งแรกมีมากกว่าการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น ซึ่งช่วยให้นักลงทุนและผู้ถือหุ้นเข้าใจถึงการส่งสัญญาณถึงข้อมูลเกี่ยวกับนโยบายการเงินและการลงทุนในอนาคต

ABSTRACT

The purpose of this study was to examine the relationship between the increase in dividend and the leverage of companies listed on the Stock Exchange of Thailand during 2004-2018, the study method was divided into two parts 1) to study the factors influencing the Leverage of listed companies in the Stock Exchange of Thailand to create a proxy for the target Leverage and 2) to study the relationship between the large dividend increases is a signal that the company will increase leverage, Related to change in firm maturity and the effect of firms initiating dividends is larger than for dividend-increasing firms. Results found that the large dividend increases are a signal of an increase in the company's leverage and not related to firm maturity. And the effect of firms initiating dividends is larger than for dividend-increasing firms. The result assist investors and shareholders to understand signaling information about future financing and investment policies.

* นักศึกษาลัทธิศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

บทนำ

งานศึกษาผลกระทบการเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผลที่ผ่านมาพบว่า เมื่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลลดลงจะส่งสัญญาณว่าในอนาคตกิจการจะมีผลประกอบการกำไรที่ลดลงตามไปด้วย แต่เมื่อมีการปรับนโยบายเงินปันผลเพิ่มขึ้นกลับไม่ใช่การส่งสัญญาณว่ากิจการจะมีกำไรเพิ่มขึ้นตามไปด้วย Grullon, Michaely and Swaminathan (2002) และได้พบหลักฐานเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นจากการที่กิจการเริ่มเข้าสู่ภาวะอึมครึม โดยการเติบโต การลงทุนและความเสี่ยงจะลดลง ซึ่งเป็นข้อมูลสาธารณะ แต่นโยบายเงินปันผลควรจะเป็นข้อมูลภายในของบริษัท ที่ผู้บริหารใช้ในการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์นโยบายการลงทุนในอนาคต การจ่ายเงินและการลงทุนนั้นมีส่วนเกี่ยวข้องกับการจัดหาเงินทุนและโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ดังนั้นสัญญาณของการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นอย่างมากควรจะเกี่ยวข้องกับการจัดหาเงินทุนในอนาคต ซึ่งนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุน โดยไม่เกี่ยวข้องกับการเข้าสู่ช่วงอึมครึม

งานวิจัยนี้ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นอย่างมากกับอัตราส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ทบทวนวรรณกรรม และสมมติฐานการวิจัย

Grullon et al. (2002) (GMS) ได้ศึกษาการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลเป็นสัญญาณว่าบริษัทเข้าสู่ช่วงอึมครึมแล้วหรือไม่ โดยได้อ้างอิงแบบจำลองทางทฤษฎีของ Bhattacharya (1979) และงานของ John and Williams (1985) และ Miller and Rock (1985) ที่พูดถึงการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการจ่ายเงินปันผลสามารถบ่งบอกกระแสเงินสดในอนาคต โดยเฉพาะอย่างยิ่งการที่เงินปันผลมีการปรับเพิ่มขึ้นมักบ่งบอกถึงข่าวดีของกิจการ และการที่เงินปันผลมีการปรับลดลงมักจะบ่งบอกว่ากิจการกำลังมีข่าวไม่ดีโดยที่นโยบายเงินปันผลนั้นมีข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกระแสเงินสดที่จะได้รับในอนาคตของกิจการ โดยพบว่า การจ่ายเงินปันผลที่ลดลงเป็นสัญญาณของกำไรที่ลดลงในอนาคต แต่กลับไม่พบสัญญาณที่ว่า การเพิ่มขึ้นของเงินปันผลเป็นสัญญาณของกำไรที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคต และยังพบว่า การจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นตามมาด้วยการที่บริษัทเข้าสู่ช่วงอึมครึม

Kayhan and Titman (2007) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินของบริษัท กับกระแสเงินสดเงินลงทุนในสินทรัพย์ไม่หมุนเวียนและราคาหุ้นในอดีต โดยทำการทดสอบความสัมพันธ์ของอัตราส่วนหนี้สินที่เปลี่ยนแปลงไปในปีที่ t ถึง $t-5$ ได้พบว่าราคาหุ้นและการขาดแคลนเงินทุนมีอิทธิพลต่อการเปลี่ยนแปลงของโครงสร้างเงินทุนอย่างมาก ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการจัดหาเงินทุนมีแนวโน้มที่จะใช้อัตราหนี้สินเป้าหมายซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสม (Trade-off Theory)

Cooper and Lambertides (2017) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นอย่างมากกับอัตราส่วนหนี้สิน ซึ่งเป็นการศึกษาเพิ่มเติมจากงานของ GMS โดยมีข้อโต้แย้งว่าสัญญาณที่บริษัทเข้าสู่ช่วงอึมครึม มีการเติบโตในระดับต่ำ การลงทุนใหม่ และความเสี่ยงปรับตัวลดลง ควรจะเป็นข้อมูลสาธารณะ เนื่องจากสัญญาณของการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นควรจะเป็นข้อมูลภายในของบริษัทที่เกี่ยวข้องกับการปรับเปลี่ยนการบริหารงานที่ตลาดไม่สามารถคาดเดาได้ โดยพบว่าบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นอย่างมากก็จะก่อหนี้เป็นจำนวนมากเช่นกัน โดยเฉลี่ยในช่วง 5 ปีหลังจากการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น บริษัทจะแทนที่ส่วนนั้นด้วยหนี้สิน ซึ่งผลกระทบนี้ไม่สามารถอธิบายด้วย Trade-Off model ซึ่งไม่ได้เกิดจากตัวแปรต่าง ๆ เช่น credit rating age earnings volatility cash flow ซึ่งตัวแปรเหล่านั้นล้วนเกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผลและอัตราส่วนหนี้สิน

สมมติฐาน จากงานวิจัยของ GMS ที่ไม่พบความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นกับความสามารถในการทำกำไรในอนาคต กลับพบความสัมพันธ์กับตัวแปรที่เกี่ยวกับการที่บริษัทมีแนวโน้มเข้าสู่ช่วงอ้อมตัว ซึ่งหมายถึงการลดลงของการเติบโตของบริษัท การลดลงของการลงทุนโครงการใหม่ๆ ข้อมูลช่วงการเติบโตของบริษัทควรจะเป็นข้อมูลสาธารณะทั่วไป แต่การจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นจำนวนมากนั้นควรเป็นสัญญาณที่เกี่ยวข้องกับข้อมูลภายในของบริษัทซึ่งนักลงทุนไม่สามารถคาดการณ์ได้ การจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นอย่างมากเป็นการแสดงถึงการคาดการณ์ที่บริษัทจะมีการเปลี่ยนแปลงการลงทุนในอนาคตซึ่งเกี่ยวข้องกับนโยบายการลงทุนและนโยบายการจัดหาเงินทุนซึ่งไม่สามารถประมาณการได้จากแบบจำลองมาตรฐาน (Trade-off, Partial Adjustment, Peaking Order) จึงกำหนดสมมติฐานได้ดังนี้

H₁: บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นอย่างมาก เป็นสัญญาณว่าบริษัทจะมีอัตราส่วนหนี้สินเพิ่มขึ้น

1. กลุ่มตัวอย่าง

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นอย่างมากกับอัตราส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะใช้ข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี 2547 – 2561 โดยคัดเลือกเฉพาะบริษัทที่ไม่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและกลุ่มสาธารณูปโภค ซึ่งแต่ละบริษัทต้องมีการเผยแพร่การเงินออกสู่สาธารณะอย่างน้อย 5 ปี และอยู่ภายใต้เงื่อนไข 1) เป็นบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลในรูปแบบของเงินสด 2) เป็นบริษัทที่ออกหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญซึ่งไม่อยู่ในกลุ่มทรัสต์ กองทุนปิดหรือทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ (REIT) 3) เป็นบริษัทที่มีเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นอย่างน้อย 34.45%⁺ จึงจะจัดว่าเป็นบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเปลี่ยนแปลงไปอย่างมาก 4) เป็นบริษัทที่มีเปอร์เซ็นต์การเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลที่ลดลงอย่างน้อย -37.45%⁺ จึงจะจัดว่าเป็นบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเปลี่ยนแปลงไปอย่างมาก

2. การวัดค่าและตัวแปร

2.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

1. อัตราส่วนหนี้สินตามมูลค่าบัญชีที่เปลี่ยนแปลงไป 5 ปี (Change in book leverage: $\Delta Blev$)

คำนวณได้จาก $\Delta Blev =$ อัตราส่วนหนี้สินตามมูลค่าบัญชีในปีที่ 5 - อัตราส่วนหนี้สินตามมูลค่าบัญชีในปีที่ 1

2. อัตราส่วนหนี้สินตามมูลค่าตลาดที่เปลี่ยนแปลงไป 5 ปี (Change in market leverage: $\Delta Mlev$)

คำนวณได้จาก $\Delta Mlev =$ อัตราส่วนหนี้สินตามมูลค่าตลาดในปีที่ 5 - อัตราส่วนหนี้สินตามมูลค่าตลาดในปีที่ 1

2.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

1. ตัวแปรหุ่นของการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปโดยเพิ่มขึ้นอย่างมาก (DIV_INC) มีค่าเป็น 1 สำหรับบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นอย่างมาก
2. ตัวแปรหุ่นของการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปโดยลดลงอย่างมาก (DIV_DEC) มีค่าเป็น 1 สำหรับบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลลดลงอย่างมาก
3. ตัวแปรหุ่นของการจ่ายเงินปันผลที่เริ่มมีการจ่ายเงินปันผล (DIV_INT) โดยมีค่าเป็น 1 สำหรับบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลครั้งแรกหรือเว้นจากงวดก่อนหน้า

⁺ ค่ามัธยฐานของร้อยละของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นจากข้อมูลการจ่ายเงินปันผลในระหว่างปี พ.ศ. 2547 ถึง พ.ศ. 2561

⁺ ค่ามัธยฐานของร้อยละของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลที่ลดลงจากข้อมูลการจ่ายเงินปันผลในระหว่างปี พ.ศ. 2547 ถึง พ.ศ. 2561

2.3 ตัวแปรควบคุม

1. ผลต่างระหว่างอัตราส่วนหนี้สินและอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมาย (Leverage deficit: BlevDef, MlevDef) คำนวณได้จาก

$$\text{BlevDef} = \text{Blev} - \text{Blevtarget}$$

$$\text{MlevDef} = \text{Mlev} - \text{Mlevtarget}$$

2. ผลผลต่างระหว่างอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายในปีแรกและปีที่ 5 ที่เปลี่ยนแปลงไป (Change in leverage target: BlevΔtarget, MlevΔtarget) มีหน่วยเป็นเท่า คำนวณได้จาก

$$\text{Blev}\Delta\text{target} = \text{Blevtarget}_5 - \text{Blevtarget}_1$$

$$\text{Mlev}\Delta\text{target} = \text{Mlevtarget}_5 - \text{Mlevtarget}_1$$

3. จำนวนเงินลงทุนที่ต้องจัดหาจากภายนอกในระยะเวลา 5 ปี (Ficial deficit: FD) มีหน่วยเป็นพันบาท คำนวณได้จาก

$$\text{FD} = \Delta\text{WC} + \text{I} + \text{D} - \text{CF}$$

4. การขาดแคลนเงินทุนที่เป็นบวก (Ficial deficit for positive: FDd) เป็นตัวแปรหุ่นสำหรับกรณีที่มีการขาดแคลนเงินทุนเป็นบวกให้มีค่าเป็น 1 เพื่อตรวจสอบพฤติกรรมของการขาดแคลนเงินทุนที่แตกต่างกัน

5. การวัดความแปรปรวนระหว่างการจัดหาเงินทุนจากภายนอกและอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี (Yearly timing: YT) ซึ่งวัดแนวโน้มที่อัตราส่วนหนี้สินเมื่อราคาหุ้นสูง คำนวณได้จาก

$$\text{YT} = \left(\sum_{h=0}^4 \text{FD}_h * \left(\frac{\text{M}}{\text{B}} \right)_h \right) / t - \overline{\text{FD}} * \frac{\text{M}}{\text{B}}$$

6. การวัดค่าเฉลี่ยแนวโน้มที่การจัดหาเงินทุนจากหนี้สินนั้นเกี่ยวข้องกับระดับของราคาหุ้น (Long-term Timing: LT)

$$\text{LT} = \left(\sum_{h=0}^4 \left(\frac{\text{M}}{\text{B}} \right)_h / t \right) * \left(\sum_{h=0}^4 \text{FD}_h / t \right)$$

7. อัตราผลตอบแทนสะสมของหุ้น (Five-year cum. Stock return: r) เพื่อควบคุมผลกระทบโดยตรงจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นต่ออัตราส่วนหนี้สิน (Welch, 2004) คำนวณได้จากค่าลอการิทึมของอัตราผลตอบแทนสะสม 5 ปี

8. ผลการดำเนินงาน (Five-year cum. profit: EBITD5y)

$$\text{EBITD5y} = \frac{\sum_{t=1}^5 \text{EBITD}}{\text{Total Asset}}$$

9. กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CF)

$$\text{CF} = \frac{\text{CF}}{\text{Total Asset}}$$

10. การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด (ΔCF) คำนวณได้จากการเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสดจากการดำเนินงานระหว่างปีแรกและปีที่ 5

11. ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (SD ROE) คำนวณได้จาก ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น 5 ปีหลังจากที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล

12. การเปลี่ยนแปลงค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ΔSD ROE) คำนวณได้จากการเปลี่ยนแปลงของความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นระหว่างปีแรกและปีที่ 5

13. อันดับสินเชื่อ, ตัวแทนอันดับสินเชื่อ (Charitou, Lambertides, & Theodoulou, 2011) (Credit Risk) คำนวณได้จาก

$$DD = \frac{\ln V_i + \left(\mu - \frac{\sigma^2}{2}\right)(T-t) - \ln D_i}{\sigma\sqrt{T-t}}$$

$$\text{Probability of default} = \phi(-DD)$$

14. ค่าใช้จ่ายในการลงทุน (Capex) มีหน่วยเป็นเท่า คำนวณได้จาก ค่าใช้จ่ายในการลงทุนทั้งหมดในช่วงระยะเวลา 5 ปีหลังจากที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลส่วนด้วยมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด

$$Capex = \frac{CAPEX}{M.cap}$$

15. อายุ (Age) เป็นจำนวนปีของข้อมูลบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษา

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นอย่างมากกับอัตราส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงได้มีการปรับใช้เกณฑ์การแบ่งการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลดังนี้

ตารางที่ 1 แสดงการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics Analysis) ของการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล

ตัวแปร	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std Dev.
DIV_change Increase	80.51%	34.45%	832.93%	1.09%	132.07%
DIV_change Decrease	-42.21%	-37.45%	-0.55%	-892.86%	34.06%

จากตารางที่ 1 พบว่าค่ามัธยฐานของการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นเท่ากับร้อยละ 34.45 และค่ามัธยฐานของการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลที่ลดลงเท่ากับ -37.45

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นอย่างมากกับอัตราส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถทดสอบสมมติฐานโดยใช้แบบจำลองสมการถดถอยดังนี้

ตารางที่ 2 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของอัตราส่วนหนี้สินตามมูลค่าบัญชี (Blev)

	Coefficient	Std. Error	Coefficient	Std. Error	Coefficient	Std. Error
DIV_INC			0.0346**	0.0222	0.238***	0.020
DIV_DEC			0.0285**	0.0231	-0.006	0.012
DIV_INT					0.632***	0.015
BlevDef	-0.2120***	0.0312	-0.2259***	0.0302	-0.509***	0.027
BlevΔtarget	0.2293***	0.038	0.2378***	0.0378	0.514***	0.031
FD	0.0011**	0.0004	0.0011**	0.0005	0.001**	0.000
FDd	0.0625***	0.0219	0.0603***	0.0208	0.044**	0.015
YT	-0.0051	0.0143	-0.0501	0.068	-0.070	0.006
LT	-0.0031	0.0077	-0.0001	0.0147	-0.001	0.001
r	-0.0348***	0.0105	-0.0460***	0.0123	-0.023***	0.007
EBITD5y	0.0076	0.0261	0.0286	0.0269	-0.004	0.007
CF					-0.002	0.001
ΔCF					-0.005**	0.002
SD ROE					-0.016	0.030
ΔSD ROE					0.015	0.021
Credit Risk					0.656***	0.035
Capex					-0.007	0.009
Age					0.005	0.001
Observation		424		322		322
Adjusted R-square		0.4602		0.192		0.642

หมายเหตุ ***, **, * มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05, 0.1 ตามลำดับ DIV_INC คือ ตัวแปรหุ่นของการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปโดยเพิ่มขึ้นอย่างมาก DIV_DEC คือ ตัวแปรหุ่นของการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปโดยลดลงอย่างมาก DIV_INT คือ ตัวแปรหุ่นของการจ่ายเงินปันผลที่เริ่มมีการจ่ายเงินปันผล BlevDef คือ ผลต่างระหว่างอัตราส่วนหนี้สินและอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายตามมูลค่าบัญชี BlevΔtarget คือ ผลต่างระหว่างอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายในปีแรกและปีที่ 5 ตามมูลค่าบัญชี FD คือ เงินทุนที่ต้องจัดหาจากภายนอก FDd คือ ตัวแปรหุ่นของการขาดแคลนเงินทุนที่เป็นบวก YT คือ ความแปรปรวนระหว่างการจัดหาเงินทุนจากภายนอกและอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี LT คือ ค่าเฉลี่ยแนวโน้มที่การจัดหาเงินทุนจากหนึ้นนั้นเกี่ยวข้องกับระดับของราคาหุ้น r คือ อัตราผลตอบแทนสะสมของหุ้น EBITD5y คือ ผลการดำเนินงานสะสม CF คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ΔCF คือ การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด SD ROE คือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ΔSD ROE คือ การเปลี่ยนแปลงของค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น Credit Risk คือ ตัวแทนอันดับสินเชื่อ Capex คือ ค่าใช้จ่ายในการลงทุน Age คือ จำนวนปีของข้อมูลบริษัทหลังจากจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากตารางที่ 2 พบว่าตัวแปรหุ่นของการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปโดยเพิ่มขึ้นอย่างมาก (DIV_INC) และตัวแปรหุ่นของการจ่ายปันผลที่เริ่มมีการจ่ายปันผล (DIV_INT) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนหนี้สินตามมูลค่าบัญชีที่เปลี่ยนแปลงไป ($\Delta Blev$) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 หรือที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 99

ตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณของอัตราส่วนหนี้สินตามมูลค่าตลาด (Mlev)

	Coefficient	Std. Error	Coefficient	Std. Error	Coefficient	Std. Error
DIV_INC			0.3801***	0.0345	0.038**	0.019
DIV_DEC			0.4135***	0.0358	-0.018	0.063
DIV_INT					0.121**	0.061
MlevDef	-0.2039***	0.0344	-0.0970**	0.0383	-0.132***	0.034
Mlev Δ target	0.2714***	0.0883	0.8841***	0.2339	0.089***	0.066
FD	0.0007	0.0005	0.0011	0.0116	0.000	0.001
FDd	0.0476*	0.026	0.0131	0.0254	-0.033	0.024
YT	-0.0011	0.0008	-0.0071	0.0961	-0.006	0.009
LT	-0.0053	0.0091	-0.0334	0.0251	-0.002*	0.001
r	-0.1417***	0.0137	-0.0922***	0.0155	-0.099***	0.013
EBITD5y	0.1942	0.0452	0.0972**	0.0453	-0.014	0.011
CF					-0.001	0.002
Δ CF					-0.004	0.004
SD ROE					-0.074	0.048
Δ SD ROE					-0.043	0.033
Credit Risk					0.189***	0.049
Capex					-0.045***	0.014
Age					0.001	0.001
Observation		424		322		322
Adjusted R-square		0.4602		0.460		0.333

หมายเหตุ ***, **, * มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01, 0.05, 0.1 ตามลำดับ DIV_INC คือ ตัวแปรหุ่นของการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปโดยเพิ่มขึ้นอย่างมาก DIV_DEC คือ ตัวแปรหุ่นของการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปโดยลดลงอย่างมาก DIV_INT คือ ตัวแปรหุ่นของการจ่ายเงินปันผลที่เริ่มมีการจ่ายเงินปันผล MlevDef คือ ผลต่างระหว่างอัตราส่วนหนี้สินและอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายตามมูลค่าตลาด Mlev Δ target คือ ผลต่างระหว่างอัตราส่วนหนี้สินเป้าหมายในปีแรกและปีที่ 5 ตามมูลค่าตลาด FD คือ เงินทุนที่ต้องจัดหาจากภายนอก FDd คือ ตัวแปรหุ่นของการขาดแคลนเงินทุนที่เป็นบวก YT คือ ความแปรปรวนระหว่างการจัดหาเงินทุนจากภายนอกและอัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี LT คือ ค่าเฉลี่ยแนวโน้มที่การจัดหาเงินทุนจากหนึ่้นเกี่ยวข้องกับระดับของราคาหุ้น r คือ อัตราผลตอบแทนสะสมของหุ้น EBITD5y คือ

ผลการดำเนินงานสะสม CF คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน ΔCF คือ การเปลี่ยนแปลงของกระแสเงินสด SD ROE คือ ค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น $\Delta SD ROE$ คือ การเปลี่ยนแปลงของค่าความแปรปรวนของอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น Credit Risk คือ ตัวแทนอันดับสินเชื่อ Capex คือ ค่าใช้จ่ายในการลงทุน Age คือ จำนวนปีของข้อมูลบริษัทหลังจากจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จากตารางที่ 3 พบว่าตัวแปรหุ่นของการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปโดยเพิ่มขึ้นอย่างมาก (DIV_INC) และตัวแปรหุ่นของการจ่ายเงินปันผลที่เริ่มมีการจ่ายเงินปันผล (DIV_INT) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนหนี้สินตามมูลค่าตลาดที่เปลี่ยนแปลงไป ($\Delta Mlev$) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 หรือที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95

สรุปผลการศึกษา

จากผลการศึกษาในครั้งนี้พบว่า การจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปโดยเพิ่มขึ้นอย่างมากและการเริ่มจ่ายเงินปันผลเป็นสัญญาณการเพิ่มขึ้นของอัตราส่วนหนี้สิน และผลของการจ่ายเงินปันผลครั้งแรกมีมากกว่าการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก ซึ่งปัจจัยอื่น ๆ ที่พบว่ามีผลกระทบต่อผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนหนี้สินของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของหุ้น และกระแสเงินสดที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินที่เปลี่ยนแปลงไป

บรรณานุกรม

- กอบกุล จินตนาเวชกุล. (2547). *ปัจจัยที่มีผลต่อการกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนไทย* (ปริญาบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต, มหาวิทยาลัยรามคำแหง).
- ธนวันต์ มุสิกกุล. (2560). *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อสัดส่วนหนี้สินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ประเทศไทย* (การศึกษาคำอธิบายวิทยาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ).
- อรธิชา อินทาจ. (2559). *ปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ* (การศึกษาคำอธิบายวิทยาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ).
- อุไรวรรณ ตั้งสัมพันธ์. (2552). *ปัจจัยตัวกำหนดโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (การศึกษาคำอธิบายปริญญามหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยเชียงใหม่).
- Arnott, R. D., & Asness, C. S. (2003). Surprise! higher dividends = higher earnings growth. *Financial Analysts Journal*, 59(1), 70-87. <https://doi.org/10.2469/faj.v59.n1.2504>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32.
- Bhattacharya, S. (1979) Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10, 259-270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- Charitou, A., Lambertides, N., & Theodoulou, G. (2011). Dividend increases and initiations, debt policy and default risk in equity returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(5), 1521–1543.
- Cooper, A. I., Lambertides, N. (2018). Large dividend increases and leverage. *Journal of Corporate Finance*. 48, 17-33.
- Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1996). Stock market development and financing choices of firms. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 341-369.

- Fairchild, R. (2010). Dividend policy, Signaling and Free Cash Flow: An Integrated Approach. *Managerial Finance*, 36(5), 394-413.
- Grullon, G., Michaely, R., Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity?. *Journal of Business*. 75, 387-424.
- Hsu, K. H., & Hsu, C. Y. (2011). Capital structure and financing decision-evidence from the four Asian Tigers and Japan. *African Journal of Business Management*, 5(15), 6527-6540.
- John, K. and Williams, J. (1985) Dividends, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium. *Journal of Finance*, 40, 1053-1070. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02363.x>
- Kayhan, A., Titman, S. (2007). Firm's histories and their capital structure. *Journal of Financial Economics*, 83(1), 1-32.
- Lee, B. S., & Mauck, N. (2016). Dividend initiation, increase and idiosyncratic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 1, 47-60.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Lily, J., Venkatesh, S., & Sukserm, T. (2009). Determinants of Dividend Payout in Thailand. *Journal of Science and Technology, Ubon Ratchthani University*, 11(3), 73-81.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), pp. 1031-1051.
- Nurnberg, H. (1993). Inconsistencies and ambiguities in Cash Flow Statements under FASB Statement No.95. *Accounting Horizons*, 7(2), 60-75.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Zhou, P., & Ruland, W. (2006). Dividend payout and future earnings growth. *Financial Analysts Journal*, 62(3), 58-69. <https://doi.org/10.2469/faj.v62.n3.4157>