

# ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผลกับความผันผวนของราคาหุ้นสามัญ ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## Relationship Between Dividend Policy and Stock Price Volatility in the Stock Exchange of Thailand

เทพไท นวลนุช<sup>1</sup>, สิริเกียรติ รัชชุตานติ, ชานนท์ ชิงชายนุรักษ์, ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย  
Teptai Nuannuch<sup>1</sup>, Sirikiat Ratchusanti, Chanon Chingchayanurak, Chaiwuth Tangsomchai



### บทคัดย่อ

การศึกษาความสัมพันธ์ของนโยบายเงินปันผลกับความผันผวนของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผลกับความผันผวนของราคาหุ้นสามัญ โดยแบ่งการทดสอบเป็น 3 ส่วนได้แก่ การทดสอบระดับ (Level) ของนโยบายเงินปันผลที่มีต่อความผันผวนของราคาหุ้น การทดสอบการเปลี่ยนแปลง (Change) ของนโยบายเงินปันผลที่มีต่อความผันผวนของราคาหุ้น และการทดสอบนโยบายเงินปันผลที่มีผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหุ้นในกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง (SETHD) โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ.2553-2557 รวมระยะเวลา 5 ปี จำนวนทั้งสิ้น 336 บริษัท 1,289 ตัวอย่าง ภายใต้เงื่อนไขต้องจ่ายปันผลอย่างน้อยปีละ 1 ครั้งและไม่เป็นหุ้นในกลุ่มธุรกิจการเงิน การศึกษานี้ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART และวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้วิธี Multiple Regression Analysis แบบ Fixed Effect Model ตัวแปรหลักที่ใช้ทดสอบข้อมูลได้แก่ อัตราเงินปันผล (Dividend Yield) และอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) ขณะที่ตัวแปรควบคุมได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size) ความผันผวนของกำไร (Earning Volatility) อัตราการเติบโตของบริษัท (Growth in Asset) และหนี้สินระยะยาว (Long Term Debt)

ผลการศึกษาพบว่า อัตราเงินปันผล (Dividend Yield) มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของราคาหุ้นในทิศทางตรงข้าม และอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) ไม่มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของราคาหุ้น ในส่วนของความผันผวนของกำไร และขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์ต่อความผันผวนของราคาหุ้นในทิศทางตรงกันข้าม หนี้สินระยะยาวมีความสัมพันธ์ต่อความผันผวนของราคาหุ้นในทิศทางเดียวกัน ขณะที่อัตราการเติบโตของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของราคาหุ้น ในการทดสอบด้านการเปลี่ยนแปลงพบว่า อัตราเงินปันผลที่ลดลง (Dividend Yield Change Decrease) มีนัยสำคัญต่อความผันผวน

<sup>1</sup> นักศึกษาปริญญาโท หลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาการเงิน (M.S. Finance) คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

<sup>\*</sup> Corresponding author. Tel. 08-0670-3631, 0-5347-4141 E-mail: Nuannuch\_mrt@hotmail.com

ของราคาหุ้น และการทดสอบในกลุ่มหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง (SETHD) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ต่อความผันผวนของราคาหุ้นแต่อย่างใด



## Abstract

The objective of this study is to study the relationship between dividend policy and stock price volatility in The Stock Exchange of Thailand. The study tests the association of dividend policy and stock price volatility in 3 aspects which are 1.the level of dividend policy 2.the change in dividend policy and 3.the dividend policy in high dividend stocks. The sample of this study comprises of 1,289 observations from 336 listed companies in The Stock Exchange of Thailand during January 1, 2010 to December 31, 2014 Firms are excluded from the sample if they do not pay dividend at least once a year and are in the financial sector. The estimation is based on multiple regression analysis with fixed effect model. The test variables in this study are dividend yield and dividend payout while the control variable are firm size, earning volatility, long term debt and growth in asset.

The results confirm that dividend yield has a significant negative relationship with stock price volatility while dividend payout has not significant relationship. Earning volatility and firm size has significant negative relationship with stock price volatility. Long term debt has significant positive relationship with stock price volatility. On the other hand, growth in asset is not significant. In additions the decrease in dividend yield has the significant relationship with stock price volatility. Lastly, the study does not find the evidence that the dividend policy has the relationship with stock price volatility in the high dividend stock.



## บทนำ

ปัจจุบันการลงทุนในรูปแบบการฝากเงินไว้กับธนาคารให้ผลตอบแทนที่ต่ำและไม่สามารถเอาชนะเงินเฟ้อที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่องได้ นักลงทุนจึงควรมองหาทางเลือกอื่นในการลงทุนที่สามารถให้ผลตอบแทนได้มากกว่าเงินฝากประจำกับธนาคาร การลงทุนในหุ้นเป็นอีกทางเลือกหนึ่งของนักลงทุนซึ่งนิยมมากในปัจจุบันที่ทำให้ให้นักลงทุนสามารถเอาชนะเงินเฟ้อที่สูงขึ้นในสถานะเศรษฐกิจในปัจจุบันได้โดยที่นักลงทุนมีโอกาสได้ผลตอบแทนที่มากกว่าแต่ต้องแลกกับความเสี่ยงที่เพิ่มสูงขึ้นด้วยเช่นกัน โดยความเสี่ยงดังกล่าวคือความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของราคาที่มีความผันผวน (Price Volatility) ซึ่งอาจจะส่งผลให้ขาดทุนหรือได้ผลตอบแทนไม่เป็นไปตามที่คาดหวังได้ (สุขใจ วิรุพมาส, 2554)

ในการตัดสินใจลงทุนนั้น ผลตอบแทน (Return) เป็นแรงจูงใจที่สำคัญในการตัดสินใจของนักลงทุน ซึ่งนักลงทุนต่างมุ่งหวังผลตอบแทนสูงที่สุด ณ ระดับความเสี่ยงที่นักลงทุนผู้นั้นยอมรับได้ โดยผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นมี 2 รูปแบบคือ 1) เงินปันผล (Dividend) และ 2) กำไรส่วนต่างจากการราคาหุ้น (Capital Gain) ในส่วนของเงินปันผลที่บริษัทจ่ายให้กับนักลงทุนนั้นจะขึ้นอยู่กับนโยบายเงินปันผลของแต่ละบริษัท

โดยที่นโยบายเงินปันผลเป็นการนำกำไรที่บริษัทได้รับจากการดำเนินธุรกิจแบ่งออกเป็น 2 ส่วน ในส่วนแรกคือเงินปันผลที่จะจ่ายคืนให้กับนักลงทุน อีกส่วนหนึ่งบริษัทจะเก็บไว้เพื่อนำไปลงทุนต่อ โดยเป้าหมายของนโยบายเงินปันผลก็เพื่อสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้กับผู้ถือหุ้น

เงินปันผลมีความสำคัญกับนักลงทุน เพราะเป็นข้อมูลหนึ่งที่จะช่วยในการตัดสินใจ ที่นักลงทุนนำไปใช้พิจารณาเลือกซื้อหุ้น โดย Miller and Modigliani (1961) พบว่ายิ่งมีการจ่ายเงินปันผลในปีปัจจุบันเพิ่มขึ้น ก็จะทำให้มูลค่าสุดท้าย (Terminal Value) ของหุ้นปัจจุบันในบริษัทสูง ทำให้ราคาของหุ้นลดลงในช่วงที่มีการจ่ายเงินปันผล เป็นการดึงดูดนักลงทุนจากภายนอกให้เข้ามาลงทุนของบริษัทมากขึ้น ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลสะท้อนถึงนโยบายการลงทุนของบริษัทได้ (ฐาณิต อภิเชษฐโยธา, 2554)

หากพิจารณาการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วง 5 ปีล่าสุด ตั้งแต่ปี 2553-2557 นั้น พบว่ามีบริษัทจดทะเบียนที่จ่ายเงินปันผลอย่างน้อย 1 ครั้งให้แก่ผู้ถือหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยไม่นับรวมบริษัทที่เกี่ยวข้องกับกลุ่มธุรกิจการเงินและการธนาคาร ทำให้ได้ข้อมูลที่ใช้ทดสอบทั้งสิ้น 336 บริษัท 1,289 ตัวอย่าง และบริษัทที่จ่ายเงินปันผลต่อเนื่องตลอด 5 ปีมีทั้งสิ้น 171 บริษัท 855 ตัวอย่าง ดังตารางแนบ 1

ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลจำนวนหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

SET	จำนวนบริษัท	ตัวอย่าง
จ่ายปันผลอย่างน้อย 1 ปี	336	1,289
จ่ายปันผลต่อเนื่องทุกปี	171	855

ตลอดระยะเวลาหลายปีที่ผ่านมา ตลาดหุ้นในประเทศไทยมีความผันผวนเป็นอย่างมากสืบเนื่องมาจากสาเหตุต่างๆ ซึ่งโดยธรรมชาติแล้วนักลงทุนส่วนใหญ่เป็นพวกที่กลัวความเสี่ยง (Risk Averse) ทำให้นักลงทุนต้องตระหนักถึงความเสี่ยงที่เกิดจากความผันผวนด้วย (Hussainey, 2010) เนื่องจากนักลงทุนในตลาดยอมรับความเสี่ยงได้แตกต่างกัน นักลงทุนบางกลุ่มต้องการรายได้จากเงินปันผล (Dividend) มากกว่ากำไรส่วนต่างจากการราคาหุ้น (Capital Gain) ดังนั้นหุ้นที่มีความผันผวนสูงจะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงสูงขึ้นตามมา การเปลี่ยนแปลงของนโยบายเงินปันผลดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหุ้น ในส่วนของการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นหรือลดลงก็เช่นกัน รวมไปถึงหุ้นในกลุ่ม SETHD ที่เป็นหุ้นที่อยู่ในกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง

ในตลาดหุ้นไทยถือเป็นตลาดหุ้นของประเทศที่กำลังพัฒนา (Emerging Market) มีบทบาทสำคัญต่อเศรษฐกิจของประเทศ ที่เป็นแหล่งระดมทุนจากนักลงทุนทั้งในประเทศและต่างประเทศ ดังนั้นผู้วิจัยจึงเลือกศึกษาความสัมพันธ์ของนโยบายเงินปันผลกับความผันผวนของราคาหุ้นตลาดหุ้นในประเทศไทย โดยมองว่าเป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพและมีความเหมาะสม เพื่อศึกษาว่าในประเทศไทยนั้น นโยบายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของราคาหุ้นสามัญหรือไม่ หากมีความสัมพันธ์จะเป็นในรูปแบบใดและส่งผลในทิศทางใดอะไรคือปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความสัมพันธ์ดังกล่าว และปัจจัยใดที่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนมากที่สุด ตลอดจนการเปลี่ยนแปลงของนโยบายเงินปันผล รวมไปถึงการเปลี่ยนแปลงที่เพิ่มขึ้นหรือลดลง ให้ผลการทดสอบเป็นอย่างไร และมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของราคาหุ้นด้วยหรือไม่ และการทดสอบในกลุ่มหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงจะได้รับผลกระทบจากนโยบายเงินปันผลอย่างไร เป็นต้น โดยคาดว่าผลการศึกษาน่าจะเป็นทางเลือกให้กับนักลงทุนในการตัดสินใจเลือกกิจการที่จะลงทุนที่เหมาะสม โดยพิจารณาถึงนโยบายเงินปันผล รวมไปถึงผู้ที่เกี่ยวข้องนำไปพิจารณาในการกำหนดสัดส่วนการจ่ายเงินปันผลที่เหมาะสมต่อไป



## วัตถุประสงค์

วัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผลกับความผันผวนของราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



## แนวคิดและทฤษฎี

### ทฤษฎีความสัมพันธ์นโยบายเงินปันผล (Relevance of Dividend Policy)

ทฤษฎีนี้อธิบายถึงผลกระทบของนโยบายเงินปันผลกับมูลค่าของกิจการ โดยจากการศึกษาทฤษฎีของ Gordon (1963) กล่าวว่าทฤษฎีความสัมพันธ์ของนโยบายเงินปันผลเป็นการเลือกหาอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลเท่าใดที่จะทำให้มูลค่ากิจการสูงสุด กล่าวว่ามีบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลต่ำและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่ำ มีแนวโน้มจะส่งผลต่อมูลค่าของบริษัทและมีโอกาสที่จะลงทุนในอนาคต ดังนั้นราคาหุ้นอาจมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงการประมาณการอัตราผลตอบแทนในอนาคต จึงทำให้ราคาหุ้นมีความผันผวนมาก Gordon (1963) บริษัทมีความสามารถที่จะจ่ายเงินปันผลได้สม่ำเสมอ จะนำไปสู่การลดลงของความไม่แน่นอนในส่วนผู้ถือหุ้น อีกนัยคือการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบัน ทำให้นักลงทุนมีความเสี่ยงลดลง เนื่องจากเงินปันผลได้รับทันทีและรวดเร็วกว่า ค่อนข้างแน่นอนกว่ากำไรส่วนต่างจากการขายหุ้น ส่งผลให้นักลงทุนจะลดอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังลง ( $k_e$ ) ต้นทุนของส่วนผู้ถือหุ้นลดลง ส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น

### ทฤษฎีลูกนกในกำมือ (The Bird in The Hand Theory)

ทฤษฎีนี้เสนอโดย Gordon (1963) และ Lintner (1962) ทั้งคู่มีความเห็นต่างจากแนวคิดของ Miller and Modigliani (1961) กล่าวได้ว่ามูลค่าของการได้เงินปันผล มีค่ามากกว่ามูลค่าของการรอได้จากส่วนต่างของราคาที่เกิดจากราคาหุ้นที่สูงขึ้นในอนาคต เนื่องจากปัญหาความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดของกิจการในอนาคต (Future Cash Flow) และความไม่แน่นอนของการกำไรจากส่วนต่างราคามีมากกว่าการได้รับเงินปันผลโดยตรงที่ค่อนข้างจะแน่นอน ขณะที่ Miller and Modigliani (1961) กล่าวว่านโยบายเงินปันผลไม่ส่งผลต่อมูลค่าของราคาหุ้น เนื่องจากตามสมมติฐานที่ว่าตลาดที่สมบูรณ์ (Perfect Market) บัญชีเรื่องต้นทุนการทำธุรกรรม ภาษี หรือปัญหาต้นทุนด้านตัวแทนจะไม่เกิดขึ้น ส่งผลให้นโยบายเงินปันผลไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้น ตามทฤษฎี The Bird in The Hand ที่กล่าวมานี้ นักลงทุนมีแนวโน้มที่จะถือหุ้นไว้เป็นระยะเวลายาวเมื่อบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น เพราะในมุมมองของนักลงทุนในกลุ่มนี้จะมองว่า ผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผล (Dividend) มีความเสี่ยงน้อยกว่ากำไรที่จะได้รับการขายส่วนต่างของราคาหุ้น (Capital Gain) ที่จะเพิ่มสูงขึ้นในอนาคต

### ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Dividend Signaling Theory)

ทฤษฎีนี้กล่าวถึงว่าการที่บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลมากกว่าที่กำหนดไว้ตอนแรกหรือมากกว่าที่นักลงทุนคาดไว้นั้น เป็นสัญญาณว่าบริษัทคาดว่ากำไรที่จะได้รับในอนาคตจะสูงขึ้น อาจกล่าวได้ว่าบริษัทมีการเจริญเติบโตของยอดขายหรือมีกำไรเพิ่มมากขึ้น ซึ่งนักลงทุนจะมองว่าหุ้นกลุ่มดังกล่าวมีแนวโน้มและทิศทางที่ดี หากลงทุนแล้วจะเกิดกำไรหรือได้ผลตอบแทนที่มากขึ้น จึงส่งผลต่อราคาหุ้นทำให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้นได้ ในทางตรงกันข้าม ถ้าจ่ายเงินปันผลน้อยลง บริษัทที่ลดหรือเสี่ยงที่จะจ่ายเงินปันผลก็จะแสดงให้เห็นถึงการเติบโตหรือกำไรที่ลดลง นักลงทุนบางกลุ่มอาจมองว่าหุ้นดังกล่าวอาจจะมีผลประกอบการที่ไม่ดี หรือนักลงทุนอีกกลุ่มอาจมองว่าบริษัทอาจจะเป็นกำไรสะสมที่ได้รับนั้นไปลงทุนต่อ ทฤษฎีนี้ตั้งอยู่บนพื้นฐานของ

ตลาดที่ไม่สมบูรณ์ (Imperfect Market) ทำให้ไม่สามารถคาดเดาเงินปันผลหรือกำไรที่จะได้รับในอนาคตได้ นักลงทุนและผู้ถือหุ้นจะมีข้อมูลของบริษัทที่น้อยกว่าบุคลากรในบริษัทเองหรือเจ้าของบริษัท ที่มีข้อมูลทางการเงิน ปัจจุบันและการพยากรณ์ข้อมูลการเงินในอนาคตที่แม่นยำและชัดเจนกว่า ทำให้เกิดช่องว่างระหว่าง นักลงทุนและบริษัท เงินปันผล (Dividend) จึงเป็นเหมือนสะพานที่เชื่อมช่องว่างของข้อมูลข่าวสารระหว่าง นักลงทุนและตัวบริษัทเองได้ (Al-Malkawi, 2007)

### ทฤษฎี Dividend Clientele

ทฤษฎีนี้กล่าวถึง แนวโน้มของบริษัทที่ต้องการดึงดูดนักลงทุนโดยกำหนดนโยบายเงินปันผลให้นักลงทุน เป็นที่พอใจ ซึ่งนักลงทุนในกลุ่มนี้คือนักลงทุนที่ต้องการรายได้ประจำจากการลงทุน หากบริษัทดังกล่าว จ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ หมายถึง นักลงทุนกลุ่มนี้จะได้รับผลตอบแทนเป็นประจำและค่อนข้างแน่นอน จึงส่งผลให้นักลงทุนในกลุ่มนี้เกิดความพอใจกับหุ้นของบริษัทดังกล่าว (Hussainey, 2010) และการกำหนด นโยบายเช่นนั้นเองเป็นเสมือนการดึงดูดนักลงทุนให้เกิดการถือครองหุ้นในระยะยาว แต่บริษัทเองก็ไม่ควร จะเปลี่ยนนโยบายเงินปันผลบ่อยๆ จะส่งผลให้นักลงทุนมีการซื้อขายหุ้นบ่อย ซึ่งทำให้เกิดความไม่มีประสิทธิภาพ (Inefficiency) เนื่องจากนักลงทุนต้องมีการปรับตัว เพื่อชดเชยผลตอบแทนที่เสียไป



## วิธีการดำเนินการวิจัย

### ขอบเขตการศึกษา

การศึกษาค้นคว้านี้เป็นการศึกษาเชิงประจักษ์ ภายใต้ทฤษฎี Relevance of Dividend Policy ของ Gordon (1963) งานศึกษานี้จึงนำเอานโยบายเงินปันผลมาหาความสัมพันธ์กับความผันผวนของราคาหุ้นของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) การศึกษาค้นคว้านี้ทำการจัดเก็บข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยใช้ข้อมูลประเภท Panel Data รายปี จากโปรแกรม SETSMART และงบการเงินของบริษัท ตั้งแต่ พ.ศ.2553-2557 รวมเป็นระยะเวลา 5 ปี ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยมีเงื่อนไขการคัดเลือกบริษัทดังนี้

1. บริษัทจะต้องมีการจ่ายเงินปันผลอย่างน้อยปีละ 1 ครั้งตลอดระยะเวลาที่ศึกษา
2. บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในประเภทธุรกิจการเงินและการบริการ



## วิธีการศึกษา

งานศึกษาเชิงประจักษ์ของ Lashgari and Ahmadi (2014), Nkobe et al. (2013) และ Ramadan (2013) โดยทั้ง 3 งานศึกษาพบว่า นโยบายเงินปันผลส่งผลต่อความผันผวนของราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับแนวคิด Relevance of Dividend ของ Gordon (1963) ที่กล่าวว่าบริษัทที่มีกำไรนั้น มีทางเลือกที่จะจ่ายกำไรออกมาในรูปแบบของเงินปันผล หรือเลือกเก็บไว้เป็นกำไรสะสมต่อไป นอกจากนั้น Gordon (1963) ยังระบุอีกว่า เงินปันผลมีความสัมพันธ์กับมูลค่าของกิจการ Dividend Relevance เนื่องจากในโลกแห่งความเป็นจริงไม่ได้มีลักษณะของตลาดทุนที่สมบูรณ์ (Perfect Capital Market) ดังที่ Miller and Modigliani (1961) กล่าวไว้ เพราะมีปัจจัยต่างๆ มาเกี่ยวข้อง เช่น Transaction Cost, Agency Cost,

Asymmetric Information และ Tax เป็นต้น ตามทฤษฎี Dividend Relevance Theory แล้ว ปัจจัยต่างๆ ที่กล่าวมาข้างต้นนี้ทำให้นโยบายเงินปันผล (Dividend Policy) มีปฏิกริยาส่งผลต่อราคาและความผันผวนของราคาหุ้นได้

Baskin (1989) ได้อธิบายถึงสาเหตุที่นโยบายเงินปันผลสามารถส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหุ้น (Price Volatility) ผ่าน 4 ตัวแบบพื้นฐานหลักได้แก่ 1) Duration Effect 2) Rate of Return Effect 3) Arbitrage Pricing Effect และ 4) Informational Effect นอกจากแนวคิดของ Baskin (1989) แล้ว ทฤษฎีใช้ในการอธิบายนโยบายเงินปันผลได้คือ Bird in the Hand Theory ของ Gordon (1963) และ Lintner (1962) ที่ได้กล่าวว่า มูลค่าของการได้รับเงินปันผล มีค่ามากกว่ามูลค่าของการรอผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาที่เกิดจากราคาหุ้นที่สูงขึ้นในอนาคต จากประเด็นตามทฤษฎีดังกล่าว ทำให้เกิดคำถามในงานศึกษาที่ว่านโยบายเงินปันผลมีผลต่อความผันผวนของราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่ และเพิ่มสมมุติฐานสำหรับตัวแปรควบคุมอื่นๆ ตามงานวิจัยของ Baskin (1989) ได้แก่ ขนาดของบริษัท ความผันผวนของกำไร อัตราการเติบโตของบริษัท และอัตราหนี้สินระยะยาว โดยการศึกษาในกลุ่มแรกสามารถกำหนดสมมุติฐานได้ดังนี้

$H_1$  : อัตราเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความผันผวนของราคาหุ้น

$H_2$  : อัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความผันผวนของราคาหุ้น

นอกจากการศึกษาระดับ (Level) แล้ว ได้ศึกษาถึงการเปลี่ยนแปลง (Change) ของนโยบายเงินปันผล ได้เป็น อัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล (Dividend Yield Change) และอัตราการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Change) และจากอัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล จะนำไปแบ่งพิจารณาเป็นอัตราเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น (Increase) ตลอดจนอัตราเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ลดลง (Decrease) จากทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Dividend Signaling Theory) การจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจะส่งผลต่อความผันผวนของราคาหุ้นที่ลดลง และจากงานศึกษาของ Lee and Mauck (2015) ได้แสดงถึงว่าอัตราการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลดังกล่าว นั้น ไม่ว่าจะเพิ่มขึ้นหรือลดลง ล้วนแต่สามารถเป็นตัวส่งสัญญาณ ต่อประสิทธิภาพของบริษัท โดยการศึกษาในกลุ่มที่สองสามารถกำหนดสมมุติฐานได้ดังนี้

$H_3$  : การเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความผันผวนของราคาหุ้น

$H_4$  : การเปลี่ยนแปลงของอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความผันผวนของราคาหุ้น

การทดสอบสมมุติฐานกลุ่มสุดท้าย คือการทดสอบในกลุ่มหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง (SETHD) โดยอ้างอิงจากทฤษฎี Dividend Clientele ที่กล่าวถึงแนวโน้มของบริษัทที่ต้องการดึงดูดนักลงทุนโดยกำหนดนโยบายเงินปันผลให้นักลงทุนเป็นที่พอใจ ซึ่งนักลงทุนในกลุ่มนี้เป็นนักลงทุนที่ต้องการรายได้ประจำจากการลงทุน หากบริษัทดังกล่าวจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ โดยบริษัทที่อยู่ในช่วงเติบโตมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลต่ำเพื่อดึงดูดนักลงทุนในกลุ่มที่ปรารถนาที่จะเห็นบริษัทนำเงินไปลงทุนโดยคาดหวังกระแสเงินสดที่คาดว่าจะได้รับในอนาคตและนักลงทุนกลุ่มนี้จะหลีกเลี่ยงผลกระทบทางด้านภาษี (Tax Effect) โดยจะชอบบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลต่ำหรือไม่จ่ายเลย แต่ในทางตรงข้าม บริษัทที่อยู่ในช่วงอิมมัตูร์ (Maturity State) มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลสูงเพื่อดึงดูดนักลงทุนที่ต้องการได้เงินจากการลงทุนในทันที

ดังนั้นเพื่อศึกษาว่าผลกระทบของการจ่ายเงินปันผล ผู้วิจัยจึงเลือกใช้หุ้นในกลุ่ม SETHD (High Dividend) ซึ่งในกลุ่มนี้เป็นหุ้นในกลุ่มที่มีการจ่ายปันผลสูงและมีการจ่ายอย่างต่อเนื่อง นักลงทุนที่ถือครอง

หุ้นในกลุ่มนี้ จะมีความอ่อนไหวกับนโยบายเงินปันผลมากกว่านักลงทุนในกลุ่มอื่นๆ หากมีการกำหนดหรือเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผลในแต่ละครั้ง จากข้อสมมติฐานในข้างต้นและแนวคิดที่กล่าวมานี้ ทำให้เกิดประเด็นคำถามข้อสุดท้ายในงานวิจัยนี้ว่า กลุ่มหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงจะส่งผลต่อความผันผวนของราคาหุ้นตามสมมติฐานดังนี้

$H_5$  : อัตราการจ่ายเงินปันผลของหุ้นที่มีการจ่ายปันผลมากมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความผันผวนของราคาหุ้น

#### สมการที่ใช้ทดสอบ

$$P\text{-Vol} = \beta_0 + \beta_1 D - \text{Yield} + \beta_2 \text{Payout} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 E - \text{Vol} + \beta_5 \text{Growth} + \beta_6 \text{Debt} + \epsilon_i \quad (3.1)$$

$$P\text{-Vol} = \beta_0 + \beta_1 D - \text{Yield} + \beta_2 \text{Payout} + \beta_3 D - \text{Yield}(\text{Change}) + \beta_4 \text{Payout}(\text{Change}) + \beta_5 \text{Size} + \beta_6 E - \text{Vol} + \beta_7 \text{Growth} + \beta_8 \text{Debt} + \epsilon_i \quad (3.2)$$

$$P\text{-Vol} = \beta_0 + \beta_1 D - \text{Yield} + \beta_2 \text{Payout} + \beta_3 \text{DummyHD} + \beta_4 D - \text{Yield} * \text{DummyHD} + \beta_5 D - \text{payout} * \text{DummyHD} + \beta_6 \text{Size} + \beta_7 E - \text{Vol} + \beta_8 \text{Growth} + \beta_9 \text{Debt} + \epsilon_i \quad (3.3)$$

ในการศึกษาครั้งนี้ทดสอบโดยใช้ Multiple Regression ในรูปแบบของ Panel Data Fixed Effect Model และสถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ประกอบด้วย T-test, F-test, R-square เป็นต้น



## ผลการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษา เรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผลกับความผันผวนของราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำไปเป็นผลการวิเคราะห์ได้เป็น 2 ส่วน ดังต่อไปนี้

**ส่วนที่ 1** ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)

**ส่วนที่ 2** ผลการทดสอบความสัมพันธ์ของนโยบายเงินปันผลกับความผันผวนของราคาหุ้น

**ส่วนที่ 1** ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Analysis)

ลักษณะของข้อมูลในการศึกษาครั้งนี้สามารถแสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาซึ่งประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรที่ใช้ทดสอบดังต่อไปนี้

**ตารางที่ 2** แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนา

Group	Variable	N	Mean	Median	Max	Min	SD
Dependent	Price Volatility	1289	0.274	0.211	2.114	0.009	0.218
Independent	Dividend Yield	1289	0.042	0.039	0.271	0.0003	0.028
	Dividend Payout	1289	0.823	0.489	41.805	0.0005	2.287
Control	Firm Size	1289	15.634	15.348	21.312	12.608	1.525
	Earning Volatility	1289	4.423	3.515	32.367	0.156	3.569
	Growth in Assets	1289	0.034	0.056	0.884	-7.841	0.342
	Long-Term Debt	1289	0.407	0.412	0.931	0.009	0.196

### ข้อมูลเชิงพรรณนา

จากวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผลกับความผันผวนของราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้รวบรวมข้อมูลทฤษฎีภูมิและศึกษาในรูปแบบ Panel Data ซึ่งเหมาะสมกับข้อมูลประเภทที่ใช้ระยะเวลาสั้นเช่น เงินปันผล ซึ่งบริษัทในประเทศไทยส่วนมากมักจะจ่ายเงินปันผลปีละครั้ง โดยผู้วิจัยเก็บข้อมูลตลอดช่วงปี ค.ศ.2010-2014 เป็นระยะเวลา 5 ปี โดยได้รวบรวมข้อมูลในดัชนี SET จำนวน 558 ข้อมูล แล้วทำการคัดกรองข้อมูลหุ้นตามเงื่อนไขได้ทั้งหมด 364 บริษัท หลังจากนั้นก็ได้ตัดข้อมูลในหุ้นกลุ่มธนาคารเพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาด้าน leverage เหลือข้อมูลที่ใช้ได้ 336 บริษัท 1,289 ตัวอย่าง สรุปได้ว่ามูลค่าความผันผวนของราคาหุ้นสามัญ (Price Volatility) มีค่าเฉลี่ย (Mean) และค่ามัธยฐาน (Median) เท่ากับ 0.274 และ 0.211 ตามลำดับ และพบว่า ความผันผวนของราคาหุ้นสามัญที่มากที่สุด คือ หุ้น JAS ปี 2010 มีค่าเท่ากับ 2.114 ขณะที่ความผันผวนของราคาหุ้นสามัญ ที่น้อยที่สุดคือหุ้น SCC ปี 2013 มีค่าเท่ากับ 0.009 และข้อมูลมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.218 โดยแสดงรายละเอียดข้อมูลตัวแปรอิสระ และตัวแปรตาม ในตารางที่ 2 สามารถอธิบายได้ ดังนี้

### ข้อมูลตัวแปรอิสระ

1) อัตราส่วนเงินปันผล (Dividend Yield) ถูกนำมาใช้เป็นปัจจัยหลัก พบว่าอัตราส่วนเงินปันผลมีค่าเฉลี่ย (Mean) และมัธยฐาน (Median) เท่ากับ 0.042 และ 0.039 ตามลำดับ อัตราส่วนเงินปันผลที่มากที่สุด คือ หุ้น BTS ในปี 2011 มีค่าเท่ากับ 0.271 ขณะที่อัตราส่วนเงินปันผล ที่น้อยที่สุดคือ หุ้น GLOBAL ในปี 2011 มีค่าเท่ากับ 0.0003 และข้อมูลมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.028 โดยจะพบว่าอัตราส่วนเงินปันผลจะอยู่ระดับช่วง 0% ถึง 5% เป็นส่วนมาก อาจชี้ให้เห็นว่า อัตราส่วนเงินปันผล ในแต่ละหุ้นจ่ายเงินปันผลในลักษณะเดียวกันเป็นส่วนมาก

2) อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) เป็นอีกหนึ่งปัจจัยหลัก สำหรับการศึกษาครั้งนี้ จากกลุ่มตัวอย่าง พบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ย (Mean) และมัธยฐาน (Median) เท่ากับ 0.823 และ 0.489 ตามลำดับ อัตราการจ่ายเงินปันผล ที่มากที่สุด คือ หุ้น PDI ในปี 2011 มีค่าเท่ากับ 41.805 ขณะที่อัตราการจ่ายเงินปันผล ที่น้อยที่สุดคือ หุ้น STPL ในปี 2011 มีค่าเท่ากับ 0.0005 และข้อมูลมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 2.287 โดยจะพบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลจะอยู่ระดับช่วง 0 ถึง 0.3 เป็นส่วนมาก แต่จากการที่ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีมาก อาจชี้ให้เห็นว่า อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล ในแต่ละหุ้นเมื่อประกาศจ่ายจริงอาจจ่ายมากกว่าสัดส่วนกำไรที่ได้

### ข้อมูลตัวแปรควบคุม

1) ขนาดของบริษัท (Firm Size) พบว่าขนาดของบริษัทมีค่าเฉลี่ย (Mean) และมัธยฐาน (Median) เท่ากับ 15.634 หน่วย และ 15.348 หน่วย ตามลำดับ ขนาดของบริษัทที่มากที่สุด คือ หุ้น PTT ในปี 2013 มีค่าเท่ากับ 21.312 หน่วย ขณะที่ขนาดของบริษัท ที่น้อยที่สุดคือ หุ้น MCS ในปี 2011 มีค่าเท่ากับ 12.608 หน่วย และข้อมูลมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 1.525 โดยจะพบว่าขนาดของบริษัทจะอยู่ระดับช่วง 15 หน่วย ถึง 20 หน่วย เกือบทั้งหมด ชี้ให้เห็นว่า ขนาดของบริษัทไม่แตกต่างกันมากในกลุ่มของตัวอย่างที่เก็บมา

2) ความผันผวนของกำไร (Earning Volatility) พบว่าความผันผวนของกำรมีค่าเฉลี่ย (Mean) และมัธยฐาน (Median) เท่ากับ 4.423 หน่วย และ 3.515 หน่วย ตามลำดับ ความผันผวนของกำไรที่มากที่สุด คือ หุ้น BTS ในปี 2010 มีค่าเท่ากับ 32.367 หน่วย ขณะที่ความผันผวนของกำไร ที่น้อยที่สุดคือ หุ้น GLOBAL

ในปี 2011 มีค่าเท่ากับ 0.156 หน่วย และข้อมูลมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 3.569 โดยจะพบว่าความผันผวนของกำไรมีความผันผวนสูงมากเมื่อเปรียบเทียบกับตัวแปรอื่นๆ เนื่องจากตัวแปรที่ใช้คำนวณ ROA มีความผันผวนสูงสำหรับแต่ละบริษัท

3) การเติบโตของสินทรัพย์ (Growth in Assets) พบว่าการเติบโตของสินทรัพย์มีค่าเฉลี่ย (Mean) และค่ามัธยฐาน (Median) เท่ากับ 0.034 หน่วย และ 0.056 หน่วย ตามลำดับ การเติบโตของสินทรัพย์ที่มากที่สุด คือ หุ่น KGI ในปี 2011 มีค่าเท่ากับ 0.884 หน่วย ขณะที่การเติบโตของสินทรัพย์ที่น้อยที่สุดคือ หุ่น BTS ในปี 2010 มีค่าเท่ากับ -7.841 หน่วย และข้อมูลมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.342 โดยจะพบว่าข้อมูลการเติบโตของสินทรัพย์ส่วนมากมีค่าบริเวณ 0 ซึ่งก็หมายความว่าบริษัทส่วนมากไม่ค่อยปรับเปลี่ยนโครงสร้างการเงินในหมวดสินทรัพย์มากนัก

4) หนี้สินระยะยาว (Long-Term Debt) พบว่าหนี้สินระยะยาวมีค่าเฉลี่ย (Mean) และค่ามัธยฐาน (Median) เท่ากับ 0.407 หน่วย และ 0.412 หน่วย ตามลำดับ หนี้สินระยะยาวที่มากที่สุด คือ หุ่น CPALL ในปี 2014 มีค่าเท่ากับ 0.931 หน่วย ขณะที่หนี้สินระยะยาวที่น้อยที่สุด มีค่าเท่ากับ 0 หน่วย ซึ่งหมายถึงไม่มีหนี้สินระยะยาว ซึ่งมีแต่ละช่วงปีของบริษัทที่ไม่มีการกู้ และข้อมูลมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานอยู่ที่ 0.196 โดยจะพบว่าข้อมูลหนี้สินระยะยาวมีความผันผวนค่อนข้างสูงไปตามนโยบายของบริษัท

### ตารางที่ 3 ผลการทดสอบสมมติฐานของ Regression Analysis แบบ Panel Fixed Effect (Unbalance)

Variables	Coefficient	SE
Constant	3.263***	0.194
Dividend Yield	-0.339***	0.125
Dividend Payout	-0.001	0.001
Firm Size	-0.195***	0.013
Earning Volatility	-0.005***	0.001
Growth in Assets	-0.004	0.008
Long-Term Debt	0.247***	0.044
F-statistic	23.764***	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.858	
Redundant Fixed Effects Tests F	21.125***	
Redundant Fixed Effects Tests Chi-Square	2,754.439***	
N	1,289	

หมายเหตุ: \*\*\*, \*\* และ \* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จากตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบหลักของสมมติฐานการทดสอบระดับ ของนโยบายเงินปันผลที่มีต่อความผันผวนของราคาหุ้น โดยวิเคราะห์แบบ Panel Fixed Effect ใช้ข้อมูลแบบ Unbalance Panel Data ซึ่งได้ผลการทดสอบที่ค่อนข้างดี โดยตัวแปรต้นที่ใช้ อัตราเงินปันผล (Dividend Yield) มีนัยสำคัญกับความผันผวนในทิศทางที่ตรงกันข้าม ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% กล่าวได้ว่าหากมีการเพิ่มอัตราเงินปันผล 1% จะทำให้ความผันผวนลดลง 33.9% ในทิศทางตรงกันข้าม นอกจากนี้ตัวแปรควบคุมยังมีนัยสำคัญกับ

ความผันผวนของราคาหุ้นได้แก่ ขนาดของบริษัท (Firm Size) ความผันผวนของกำไร (Earning Volatility) และหนี้สินระยะยาว (Long Term Debt) เป็นต้น โดยรวมผ่านค่าสถิติทดสอบ F พบว่า แบบจำลองสามารถนำไปใช้ได้ ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 1 และจากการอธิบายผ่าน ค่า Adjusted  $R^2$  มีค่า 0.858 ตามลำดับ เกณฑ์ที่ค่อนข้างมาก

ตารางที่ 4 ผลการทดสอบสมมติฐานของการเปลี่ยนแปลง D-Yield และ D-Payout ทั้งเพิ่มและลด

Variable	D-Yield Change	D-payout Change	D-Yield Increase Decrease	D-payout Increase Decrease
Constant	2.904***	2.783***	3.369***	3.292***
D-Yield	-0.216	-	-0.058	-
D-payout	-	-0.003*	-	-0.003
D-Yield Change	-0.003	-	-	-
D-Payout Change	-	-0.000	-	-
D-Yield Increase	-	-	-0.004	-
D-Yield Decrease	-	-	-0.056*	-
D-payout Increase	-	-	-	-0.000
D-payout Decrease	-	-	-	-0.024
Firm Size	-0.174***	-0.167***	-0.204***	-0.203***
Earning Volatility	-0.003*	-0.003*	-0.004	-0.004
Growth in Assets	-0.013	-0.016	0.033	-0.013
Long Term Debt	0.245***	0.251***	0.302***	0.368***
Adjusted $R^2$	0.885	0.885	0.881	0.831
N	953	953	905	902

หมายเหตุ: \*\*\*, \*\* และ \* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4 แสดงผลการทดสอบหลักของสมมติฐานการทดสอบการเปลี่ยนแปลงของนโยบายเงินปันผลที่มีต่อความผันผวนของราคาหุ้น โดยทดสอบการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินปันผล (Dividend Yield) และอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) โดยเปลี่ยนแปลงทั้งเพิ่มขึ้น (Increase) และลดลง (Decrease) จากการทดสอบพบว่า อัตราเงินปันผลที่ลดลง (Dividend Yield Decrease) มีนัยสำคัญต่อความผันผวนของราคาหุ้น สะท้อนให้เห็นถึง พื้นฐานแนวคิด มูลค่าในอนาคต (Future Value) ตามการคิดแบบการตีราคาตามมูลค่าตลาด (Market Approach) หากมีการอัตราเงินปันผลที่ลดลง จะมีผลต่อความผันผวนของราคาหุ้นมากกว่าแนวคิดมูลค่าในอดีต (Historical Value) ที่วัดทางมูลค่าทางบัญชีจากงบการเงินบริษัท จากการทดสอบการเปลี่ยนแปลงแม้จะยังไม่สะท้อนให้เห็นถึงผลกระทบต่อความผันผวนตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เท่าที่ควรแต่ก็เน้นย้ำว่า วิธีการคิดแบบ Market Approach มีความสำคัญหรือมีผลกระทบมากกว่า วิธีคิดแบบ Accounting Approach

ตารางที่ 5 ผลการทดสอบสมมติฐานของ SETHD

Variable	Dummy HD	Interaction D-Yield	Interaction D-Payout
Constant	3.278***	3.275***	3.186***
Dividend Yield	-0.343***	-0.391***	-
Dividend Payout	-0.001	-	-0.002
Dummy HD	0.007	-0.019	0.007
D-Yield*Dummy HD	-	0.560	-
D-Payout*Dummy HD	-	-	-0.004
Firm Size	-0.196***	-0.196***	-0.191***
Earning Volatility	-0.005***	-0.004***	-0.004***
Growth in Assets	-0.004	-0.003	-0.004
Long Term Debt	0.248***	0.248***	0.250***
Adjusted R <sup>2</sup>	0.858	0.857	0.856
N	1289	1289	1289

หมายเหตุ: \*\*\*, \*\* และ \* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ

จากตารางที่ 5 แสดงผลการทดสอบหลักของสมมติฐานการทดสอบในหุ้นของกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงที่มีผลต่อความผันผวนของราคาหุ้น ทดสอบโดยใช้ตัวแปรหุ่นแทนให้ 1 แทนหุ้นที่อยู่ใน SETHD และ 0 แทนหุ้นที่ไม่ได้อยู่ใน SETHD และทดสอบเพิ่มเติมโดยใช้ Interaction ระหว่าง อัตราเงินปันผล และอัตราการจ่ายเงินปันผล คู่กับ ตัวแปรหุ่น (Dividend Dummy) จากการทดสอบพบว่า หุ้นที่อยู่ในกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง ไม่มีผลต่อความผันผวนกับราคาหุ้น กล่าวได้ว่า ในตลาดหุ้นไทยนักลงทุนในกลุ่ม SETHD แม้จะให้ความสำคัญกับเงินปันผลเป็นหลัก แต่หากมีการเปลี่ยนแปลงหรือการกำหนดนโยบายเงินปันผล จะไม่ส่งผลต่อความผันผวนของราคาหุ้นแต่อย่างใด สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนในกลุ่มนี้มีมุมมองกับหุ้นที่จ่ายเงินปันผลสูง มีความเชื่อมั่นและพึงพอใจกับผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ได้รับอยู่แล้ว หนึ่งหุ้นในการจัดเกณฑ์ของ SETHD นี้เป็นหุ้นในกลุ่มของบริษัทขนาดใหญ่มีผลการประกอบการดีและมีการจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่อง แต่ผลการทดสอบอื่นๆ มีลักษณะใกล้เคียงกับการทดสอบระดับ (Level) หลักตามตารางที่ 3

#### ผลการศึกษา การอภิปรายผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาพบว่า เมื่อแสดงผลทางสถิติในแต่ละปีนั้นพบว่า แนวโน้มค่าเฉลี่ยของแต่ละตัวแปรนั้นแตกต่างกันไป โดยที่ ตัวแปรความผันผวนของราคาหุ้น (Price Volatility) มีแนวโน้มลดลงเมื่อเทียบกับปีที่ผ่านมา ในขณะที่ ตัวแปรอัตราเงินปันผล (Dividend Yield) ก่อนข้างคงที่เมื่อเทียบกับปีที่ผ่านมา และตัวแปรอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปีที่ผ่านมา แสดงถึงทิศทางว่าตลอดช่วงระยะเวลา ค.ศ.2010-2014 เป็นระยะเวลา 5 ปี นั้น ปัจจัยดังกล่าวไม่มีแนวโน้มไปในทิศทางเดียวกัน

แบบจำลองของการทดสอบเชิงระดับ Panel Unbalance สอดคล้องกับงานวิจัยของ Lashgari and Ahmadi (2014) ที่ทดสอบในรูปแบบ Unbalance Panel Data Fixed Effect Model ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Relevant of Dividend Policy ที่กล่าวว่านโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นได้ และโดยภาพรวม

ผลการทดสอบของตัวแปรในแต่ละสมการ มีความคล้ายกัน คือ ตัวแปรอัตราเงินปันผล (Dividend Yield) มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของราคาหุ้นในทิศทางตรงกันข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่ตัวแปรอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) นั้นไม่มีนัยสำคัญในทางสถิติ จากตารางที่ 3 แสดงให้เห็นว่าโดยภาพรวมนั้นโมเดลนี้ค่อนข้างให้ผลที่ดีในทางสถิติ เนื่องจากตัวแปรทั้ง 4 ตัวคือ Dividend Yield, Firm Size, Earning Volatility และ Long Term Debt มีนัยสำคัญต่อความผันผวนของราคาหุ้น และความสามารถอธิบายตัวแปรตามของตัวแปรต้นมีค่าค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับโมเดลอื่นๆ อธิบายรายละเอียดดังกล่าวในแต่ละตัวแปรได้ดังนี้

ตัวแปร **Dividend Yield** มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ความผันผวนของราคาหุ้นสามัญ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Hussainey (2010), Ramadan (2013) และ Nkobe et al. (2013) ที่พบว่า Dividend Yield มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความผันผวนของราคาหุ้นสามัญและมีนัยสำคัญในทางสถิติ ทั้งนี้ได้สอดคล้องกับทฤษฎี Bird-in-the-Hand และ ทฤษฎี Relevant of Dividend Policy อีกทั้งสนับสนุนแนวคิดของ Baskin (1989) ในเรื่อง Duration Effect และ Rate of Return Effect

ตัวแปร **Dividend Payout** มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ความผันผวนของราคาหุ้นสามัญ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Hussainey (2010), Nkobe et al. (2013) และ Ramadan (2013) ที่พบว่า Dividend Payout มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความผันผวนของราคาหุ้นสามัญและมีนัยสำคัญในทางสถิติ ทั้งนี้เนื่องจากตลาดทุนในประเทศไทย นักลงทุนให้ความสำคัญกับการพยากรณ์มูลค่าในอนาคต (Future Value) มากกว่ามูลค่าในอดีต (Historical Value) ที่แสดงผ่านมูลค่าทางการบัญชี (Accounting Approach)

ตัวแปร **Firm Size** มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ความผันผวนของราคาหุ้นสามัญอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับนัยสำคัญร้อยละ 1% ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ สอดคล้องกับแนวคิด Arbitrage Pricing Effect และ Information Effect ที่แสดงผ่านตัวแปรพื้นฐานหลักของ Baskin (1989) และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Hussainey (2010), Ramadan (2013) และ Lashgari and Ahmadi (2014) ที่พบว่า Firm Size สามารถนำไปอธิบายความผันผวนของราคาหุ้นสามัญได้อย่างมีนัยสำคัญในทางสถิติ

ตัวแปร **Earning Volatility** มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ความผันผวนของราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่ขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Hussainey (2010) และ Lashgari and Ahmadi (2014) ที่พบว่า Earning Volatility ไม่สามารถนำไปอธิบายความผันผวนของราคาหุ้นสามัญได้อย่างมีนัยสำคัญในทางสถิติ แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนในตลาดทุนไทยให้ความสำคัญกับความผันผวนของกำไรที่บริษัทได้รับ เนื่องจาก ตลาดทุนในประเทศไทยเป็นตลาดทุนของประเทศที่กำลังพัฒนา (Emerging Market) และเป็นตลาดทุนที่ Weak From Efficiency ทำให้ความผันผวนของกำไรมีความสำคัญต่อความผันผวนของราคาหุ้นสามัญ

ตัวแปร **Growth in Asset** มีความสัมพันธ์เชิงลบกับ ความผันผวนของราคาหุ้นสามัญ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่ยังสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Hussainey (2010) และ Lashgari and Ahmadi (2014) ที่พบว่า Growth in Asset ไม่สามารถนำไปอธิบายความผันผวนของราคาหุ้นสามัญได้อย่างมีนัยสำคัญในทางสถิติ

ตัวแปร **Long-Term Debt** มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความผันผวนของราคาหุ้นสามัญ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับความเชื่อมั่น 99% เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ และยังสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Hussainey (2010) และ Lashgari and Ahmadi (2014) ที่พบว่า Long-Term Debt สามารถนำไปอธิบายความผันผวนของราคาหุ้นสามัญได้อย่างมีนัยสำคัญในทางสถิติ แสดงถึงนักลงทุนให้ความสำคัญ

ต่อการก่อหนี้ในระยะยาวของบริษัท นอกจากภาวะเรื่องดอกเบี้ยแล้ว ยังส่งผลต่อสภาพคล่องและความมั่นคงในระยะยาวของบริษัทด้วย

นอกจากนี้ได้ทำการทดสอบเพิ่มเติมสำหรับความผันผวนของราคาหุ้นสามัญ ซึ่งเป็นการทดสอบในเรื่องการเปลี่ยนแปลง (Change) ของนโยบายเงินปันผล และหุ้นในกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง (SETHD) โดยการทดสอบนโยบายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลง พบว่าการเปลี่ยนแปลงอัตราเงินปันผล (Dividend Yield) มีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Lee and Mauck (2015) ที่กล่าวว่าการเปลี่ยนแปลงของนโยบายเงินปันผลส่งผลให้เกิดผลตอบแทนที่ผิดปกติได้ แสดงถึงว่าผลของการเพิ่มปัจจัยการเปลี่ยนแปลงของอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) ช่วยให้ตัวแปรอัตราเงินปันผล (Dividend Yield) อธิบายผลของแบบจำลองได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ การเปลี่ยนแปลงอัตราเงินปันผลเพิ่มขึ้น (Increase) ไม่มีนัยสำคัญในทางสถิติ ขณะที่การเปลี่ยนแปลงอัตราเงินปันผลที่ลดลง (Decrease) นั้นมีนัยสำคัญต่อการผันผวนของราคาหุ้น แสดงให้เห็นว่าผลที่เงินปันผลที่ลดลง ทำให้ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหุ้นสามัญได้อย่างชัดเจนกว่า ประเด็นสุดท้ายการทดสอบหุ้นในกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลสูงโดยใช้ Dummy แทนหุ้นที่อยู่ในกลุ่ม SETHD โดยผลการศึกษาพบว่า หุ้นกลุ่มจ่ายเงินปันผลสูงนั้น (SETHD) ไม่มีนัยสำคัญในทางสถิติ



## อภิปรายผลภาพรวมของการทดสอบสมมติฐานที่ศึกษา

ในเชิง **ระดับ (Level)** มีความสอดคล้องกับทฤษฎี *Brid in the hand* ในประเด็นที่ว่า การจ่ายเงินปันผลของบริษัท เป็นเสมือนการสื่อถึงว่านักลงทุนส่วนมากในตลาดหุ้นประเทศไทย ชื่นชอบนโยบายเงินปันผลและพึงพอใจในการได้รับผลตอบแทนที่รวดเร็วและแน่นอน มากกว่าการรอได้จากส่วนต่างของราคาซึ่งมีความเสี่ยงมากกว่า สะท้อนให้เห็นถึงพื้นฐานการกลัวความเสี่ยงของนักลงทุน (Risk Averse) พยายามลงทุนโดยหลีกเลี่ยงความเสี่ยง ทำให้การจ่ายหรือไม่จ่ายเงินปันผล กระทบต่อการตัดสินใจในการซื้อขายของนักลงทุนได้ ส่งผลต่อความผันผวนของราคาหุ้น

ในเชิง **การเปลี่ยนแปลง (Change)** มีความสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Dividend Signaling Theory) ในประเด็นที่ว่า การปรับเปลี่ยนปริมาณอัตราเงินปันผลของบริษัท เป็นรูปแบบการส่งสัญญาณข้อมูลของบริษัททั้งในด้านบวกและด้านลบแก่นักลงทุน ซึ่งกระทบต่อการตัดสินใจลงทุนซื้อขายหุ้นของนักลงทุนส่งผลไปยังความผันผวนของราคาหุ้นได้ เช่น การเปลี่ยนแปลงอัตราเงินปันผลที่ลดลง (Dividend Yield Change Decrease) จะทำให้ความผันผวนของราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น แสดงถึงตลาดหุ้นประเทศไทย การเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผล เป็นการส่งสัญญาณที่แอบแฝงข้อมูลของบริษัทมาได้อีกทางหนึ่ง

ในเชิง **กลุ่มหุ้นที่จ่ายเงินปันผลสูง (SETHD)** ไม่มีความสอดคล้องกับทฤษฎี *Dividend Clientele* ในประเด็นที่ว่า การกำหนดนโยบายเงินปันผลของบริษัทให้นักลงทุนเป็นที่พอใจ เพื่อดึงดูดให้นักลงทุนถือครองหุ้นระยะยาว ในงานวิจัยนี้แทนด้วย นักลงทุนในหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง (SETHD) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์ในกลุ่มดังกล่าวกับความผันผวนของราคาหุ้นสามัญ สะท้อนให้เห็นว่า ในตลาดหุ้นประเทศไทย นักลงทุนในกลุ่ม (SETHD) แม้จะต้องการรายได้ประจำและสม่ำเสมอจากการลงทุน ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหุ้น เนื่องจากหุ้นในกลุ่ม SET High Dividend 30 Index (SETHD) เป็นหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงและจ่ายอย่างต่อเนื่องอยู่แล้ว ดังนั้นระดับรวมไปถึงการเปลี่ยนแปลงของนโยบายเงินปันผล จึงไม่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหุ้นสำหรับนักลงทุนในกลุ่มนี้



## ข้อเสนอแนะ

1. ในการศึกษาครั้งต่อไปควรแบ่งการวิเคราะห์ตามลักษณะของการดำเนินธุรกิจของแต่ละบริษัท
2. ควรเพิ่มเติมตัวแปรควบคุมตัวแปรทางเศรษฐศาสตร์ เช่น อัตราเงินเฟ้อ ลักษณะเศรษฐกิจ เป็นต้น
3. บริษัทสามารถนำแบบจำลองไปพิจารณาเพื่อประกอบการตัดสินใจในการกำหนดนโยบายเงินปันผลเพื่อใช้ในการคาดการณ์ความผันผวนของราคาหุ้นของบริษัท
4. นักลงทุนสามารถพิจารณาเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมกับลักษณะการลงทุนของตนเองโดยคำนึงถึงความเสี่ยงที่เกิดจากความผันผวนของราคาหุ้น เช่น นักลงทุนที่เลือกลงทุนในกลุ่มหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง (SETHD) ควรพิจารณาแบบจำลอง SETHD ในการประมาณความผันผวนของราคาหุ้นตลอดจนการเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผลของบริษัท ที่เพิ่มขึ้นหรือลดลง นักลงทุนสามารถใช้ผลการศึกษามาประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนในหุ้นดังกล่าวได้เช่นกัน



## บรรณานุกรม

- ฐาณิต อภิเชษฐ์โยธา. (2554). ความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลกับความสามารถในการทำกำไรของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าแบบอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- สุขใจ วิรุพมาส. (2554). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (การค้นคว้าแบบอิสระบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย).
- Al-Malkawi, H. N. (2007). Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. *Journal of Applied Accounting Research*, 23, 44-70.
- Allen, Dave E., & Rachim, S. V. (1996). *Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence*. Applied Financial Economics, Vol.6, Issue 2, pp. 175-188.
- Baskin, J. (1989). Dividend Policy and the Volatility of Common Stocks. *The Journal of Portfolio Management*, 15(3), 19-25.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics*, 41, 99-105.
- \_\_\_\_\_. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Hussainey, Khaled, & Mgbame, Chijoke Oscar, & Chijoke-Mgbame, Aruoriwo M. (2010). Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *Journal of Risk Finance*, Vol. 12 Issue 1.
- Kenyoru, N. D., & Kundu, S. A., & Kibiwott, L. P. (2013). Dividend Policy and Share Price Volatility in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(6), 115-120.
- Lashgari, Z., & Ahmadi, M. (2014). The impact of Dividend Policy on stock price volatility in the TEHRAN Stock Exchange. *Journal of Business and Management*, 3(10), 273-283.

- Lee, B. S., & Mauck, N. (2016). Dividend initiation, increase and idiosyncratic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 1, 47-60.
- Lintner J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 64, 243-269.
- Miller, M. H. and Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34, 411-33.
- Ramadan, Z. R. (2013). Dividend Policy and Price Volatility. Empirical Evidence from Jordan. *International Journal of Academic Research in Accounting*, Vol. 3, No. 2, pp. 15-22.