



ความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นและอัตราการจ่ายเงินปันผล
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Relationship Between Stock Trading Liquidity and Dividend Payout Ratio
of Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand

วรินทร์า รุจิรวรรณศิริ^{1*} และรวี ลุงกานี²

^{1*, 2} คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

Warinthra Rujirawankeeree^{1*} and Ravi Lonkani²

Faculty of Business Administration, Chiang Mai University

(Received: March 16, 2020; Revised: June 17, 2020; Accepted: July 22, 2020)

บทคัดย่อ

ในทางทฤษฎีนั้น สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นที่เพิ่มขึ้นสามารถทำให้การจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นเพราะปัญหาความสมมาตรของข้อมูลลดลง หรืออาจสัมพันธ์ในทางลบถ้าหากการจ่ายเงินปันผลและสภาพคล่องเป็นการดำเนินงานที่ทดแทนกันได้ การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ 1) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นที่มีต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ใช้ตัวอย่างข้อมูลประกอบในการศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งหมด 2,834 ตัวอย่าง ในช่วงระหว่าง พ.ศ.2551-2559 ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายและอัตราการจ่ายเงินปันผล การศึกษานี้ได้ทดสอบต่อไปโดยใช้ตัวแปรการจ่ายปันผลที่แตกต่างกัน 2) เพิ่มเงื่อนไขของความโปร่งใสของข้อมูลเพิ่มขึ้น ซึ่งพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายและอัตราการจ่ายเงินปันผล เมื่อข้อมูลมีความโปร่งใสมากขึ้น 3) เพิ่มเงื่อนไขของปัญหาตัวแทนที่แตกต่างกัน พบว่าไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายและอัตราการจ่ายเงินปันผล

คำสำคัญ: 1) สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น 2) อัตราการจ่ายเงินปันผล 3) ความสมมาตรของข้อมูล 4) ปัญหาตัวแทน

Abstract

In theoretical, stock trading liquidity will be increased if the dividend payout ratio increased by decreasing of information asymmetry. However, in some cases, stock trading liquidity could be negatively correlated if dividend payout and liquidity are substitutes. Therefore, the objective this study is 1) investigates a relation between stock trading liquidity and dividend payout ratio by analyzing the samples collected from 2,834 samples by listed companies registered with the Stock Exchange of Thailand during 2008-2016. As a result, we have revealed a negative relation between stock trading liquidity and dividend payout ratio. Additionally, this study was further analyzing the relation using difference dividend payout variables. 2) adding more information transparency conditions. We have found the positive relation between stock trading liquidity and dividend payout ratio (DVP), when the information has a higher transparency. 3) adding more agency problem conditions. Finally, we have no found the relation between stock trading liquidity and dividend payout ratio.

Keywords: 1) Stock liquidity 2) Dividend payout 3) Information asymmetry 4) Agency problem

^{1*} นักศึกษาปริญญาโท, สาขาวิชาการเงิน (Master Student, Department of Finance)

E-mail: warinthra.r@hotmail.com

² รองศาสตราจารย์, สาขาวิชาการเงิน (Associate Professor, Department of Finance)



บทนำ (Introduction)

“ตราสารทุน” หรือ “หุ้นสามัญ” เป็นเครื่องมือทางการเงินชนิดหนึ่ง ที่นักลงทุนจำนวนมากรู้จักการลงทุนในหุ้นสามัญได้ผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผลหรือหุ้นปันผลและส่วนต่างกำไร การตัดสินใจเลือกลงทุนมักมีการพิจารณาถึงปัจจัยต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง เช่น ผลประกอบการ อัตราผลตอบแทนที่คาดว่าจะได้รับความเสี่ยง สภาพคล่องในการซื้อขาย การจ่ายปันผล เป็นต้น ดังนั้นทั้งสภาพคล่องของการซื้อขายและการจ่ายปันผลจึงเป็นปัจจัยสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุน การวิจัยที่ผ่านมาได้ศึกษาเกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นในตลาดกับการจ่ายปันผลของบริษัทนั้น จากแนวคิดของ Miller and Modigliani (1961, pp. 411-433) ที่อธิบายว่า เงินปันผลไม่มีผลต่อมูลค่าของหุ้นของกิจการและความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น และอธิบายต่อไปอีกว่าหุ้นที่มีสภาพคล่องนั้นนักลงทุนสามารถซื้อขายเพื่อสร้างเงินปันผลได้เอง (Homemade Dividend) แนวคิดนี้ จึงอธิบายความสัมพันธ์ได้ว่าสภาพคล่องของการซื้อขายเป็นสิ่งที่ทดแทนการจ่ายปันผลได้ ดังนั้นบริษัทที่มีสภาพคล่องการซื้อขายหุ้นเยอะ ควรที่จะมีการจ่ายปันผลที่น้อย งานวิจัยของ Banerjee, Gatchev and Spindt (2007, pp. 369-397) พบว่า บริษัทที่มีสภาพคล่องการซื้อขายน้อย มีแนวโน้มที่จะจ่ายปันผลถือเป็นงานวิจัยกลุ่มที่สนับสนุนมุมมองที่ว่า สภาพคล่องและการจ่ายปันผลเป็นสิ่งที่ทดแทนกันได้ และความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องกับเงินปันผลควรมีทิศทางตรงข้าม

อย่างไรก็ตาม คำอธิบายตามแนวคิดของ Miller and Modigliani (1961, pp. 411-433) ไม่ได้นำเรื่องของผลกระทบด้านข้อมูล (Information Effect) มาพิจารณา เมื่อนำประเด็นผลกระทบด้านข้อมูลมาพิจารณาจะอธิบายได้ว่า สภาพคล่องของการซื้อขายสามารถช่วยลดความอสมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ระหว่างผู้บริหาร และนักลงทุนภายนอกหรือนักลงทุนรายย่อย (Kyle, 1984, pp. 45-64) เหตุการณ์ดังกล่าวเป็นส่วนที่ทำให้มูลค่าส่วนเพิ่ม (Marginal Value) ของข้อมูลสูง เมื่อมีสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นสูง (Holmstrom and

Tirole, 1993, pp. 678-709) การจ่ายเงินปันผลยังสัมพันธ์กับปัญหาตัวแทนโดยข้อสรุปสำคัญได้จากบทความของ Easterbrook (1984, pp. 650-659) และ Jensen (1986, pp. 323-329) กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นกลไกอย่างหนึ่งในการกำกับดูแลเรื่องของปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทน ซึ่งเป็นการช่วยลดปัญหาตัวแทน เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลช่วยลดปริมาณเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ของบริษัทให้ลดลง และช่วยลดต้นทุนตัวแทน ในอีกมุมชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนภายในมีความต้องการที่จะรักษากำไรสะสมไว้ มากกว่านำไปจ่ายเป็นเงินปันผล งานวิจัยของ La Porta et al. (2000, pp. 1-33) อธิบายว่า กฎหมายในการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นองค์ประกอบที่สำคัญในการกำกับดูแลกิจการ โดยการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการของบริษัท เป็นอีกวิธีที่จะช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นของบริษัท ในประเทศที่มีกฎหมายในการคุ้มครองผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ดี จะมีการจ่ายเงินปันผลที่ดีตามไปด้วย ผู้ถือหุ้นรายย่อยสามารถใช้สิทธิของตนในการบังคับให้นักลงทุนภายในจ่ายปันผลเมื่อมีโอกาสในการลงทุนต่ำ ให้ผลสอดคล้องกับเรื่องต้นทุนตัวแทนที่อธิบายว่า การจ่ายปันผลสามารถช่วยลดปัญหาตัวแทนได้ นอกจากนี้มีการศึกษาที่พบว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีส่งผลให้บริษัทมีการจ่ายปันผลมากขึ้น (Mitton, 2004, pp. 409-426; Francis et al., 2011, pp. 83-112) แต่ในทางตรงกันข้าม Coffee (1991, pp. 1277-1368) และ Bhide (1993, pp. 31-51) กลับมองว่า สภาพคล่องของการซื้อขายที่มากขึ้นเป็นอุปสรรคต่อการกำกับดูแล เนื่องจากการซื้อขายที่มากขึ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมสามารถทำการขายได้ โดยไม่มีต้นทุนค่าใช้จ่ายในการซื้อขายจำนวนมาก จะเห็นได้ว่าผลกระทบด้านข้อมูล (Information Effect) ของสภาพคล่องของหุ้น สามารถนำมาช่วยในการกำหนดนโยบายการจ่ายปันผล เนื่องจากการที่มีสภาพคล่องของการซื้อขายมากขึ้นช่วยลดปัญหาความอสมมาตรของข้อมูล และนำมาสู่การจ่ายปันผลที่มากขึ้น

งานวิจัยของ Brennan and Thakor (1990, pp. 993-1108) ได้อธิบายเชื่อมโยงระหว่างการจ่ายปันผลและความอสมมาตรของข้อมูลโดยการ



กล่าวว่า การปันผลที่ทำให้เกิดประโยชน์ต่อกิจการ คือ การจ่ายเงินปันผลด้วยกระแสเงินสด ไม่ใช่การซื้อหุ้นคืน เนื่องจากในการซื้อหุ้นคืนอาจเกิดปัญหาความอสมมาตรของข้อมูลระหว่าง นักลงทุนภายในหรือผู้บริหารที่ถือหุ้นซึ่งข้อมูลมากกว่ากับนักลงทุนภายนอกที่มีข้อมูลน้อยกว่า ผู้บริหารอาจใช้ผลประโยชน์จากการที่มีการรับรู้ข้อมูลมากกว่าซื้อหุ้นคืนในราคาต่ำกว่าควรจะเป็น ทำให้ผู้ถือหุ้นภายนอกเสียเปรียบในการรับรู้ข้อมูล ดังนั้น การจ่ายเงินปันผลจึงช่วยลดปัญหาความอสมมาตรของข้อมูลและความขัดแย้งระหว่างตัวแทนได้ดีกว่าการซื้อหุ้นคืน งานวิจัยนี้จึงสนับสนุนแนวคิดของ Easterbrook (1984, pp. 650-659) และ Jensen (1986, pp. 323-329) ที่ว่าการจ่ายเงินปันผลสามารถช่วยลดปัญหาความอสมมาตรของข้อมูล และ ปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทน งานวิจัยของ Becker et al. (1998, pp. 1-24) ได้สนับสนุนแนวคิดที่ว่าความโปร่งใสของข้อมูลเป็นประเด็นสำคัญทางการเงินด้วยการอธิบายว่า การที่ใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 6 ราย สามารถช่วยแก้ไขข้อผิดพลาดของรายได้ หรืองบการเงิน ไม่ว่าจะสาเหตุจะเกิดจากความตั้งใจหรือไม่ตั้งใจ ที่นำไปสู่ความไม่โปร่งใสของข้อมูล วิจัยของ Jiang, Ma and Shi (2017, pp. 295-314) กลับให้ผลที่ขัดแย้ง พบว่ามีการจ่ายเงินปันผลในบริษัทที่ไม่ได้ใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย แสดงว่ามีการจ่ายเงินปันผลที่มากในสภาพแวดล้อมของข้อมูลที่ไม่มีความโปร่งใส แต่ให้ผลที่สนับสนุนแนวคิด การจ่ายเงินปันผลช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวแทน โดยการใช้กระแสเงินสดส่วนเกินในการจ่ายเป็นเงินปันผล ยังมีกระแสเงินสดส่วนเกินมากก็ยิ่งมีการจ่ายเงินปันผลที่มากตาม

จากที่กล่าวมาข้างต้น การศึกษาในไทยยังไม่มีผลสรุปแน่ชัดในเรื่องของความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นและอัตราการจ่ายเงินปันผลว่ามีความสัมพันธ์กันอย่างไร ในการศึกษา นี้ จะทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นและอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมทั้งศึกษาเพิ่มเติมในประเด็นที่พิจารณาปัญหาความอสมมาตรของข้อมูลที่แตกต่างกันร่วมด้วย และ

ประเด็นที่พิจารณาปัญหาตัวแทนที่แตกต่างกันร่วมด้วยว่าจะมีผลอย่างไรต่อความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นและอัตราการจ่ายเงินปันผล โดยมีสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น (Liquidity) เป็นตัวแปรอิสระ มีอัตราการจ่ายเงินปันผล (Payout) เป็นตัวแปรต้น และตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Size) โอกาสในการเติบโต (Q) ความสามารถในการทำกำไร (ROA) สภาพคล่องของกิจการ (Cash) ความมั่นคงทางการเงิน (Leverage) สัดส่วนการถือครองหุ้นที่ใหญ่ที่สุด (Top1) และสัดส่วนกรรมการอิสระ (Independence)

ทบทวนวรรณกรรม (Literature Review)

การศึกษานี้มีแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับสภาพคล่องของการซื้อขายและอัตราการจ่ายเงินปันผล ดังต่อไปนี้

การซื้อขายหุ้น สามารถอธิบายได้หลายแง่มุม เช่น สามารถมองสภาพคล่องในมุมมองที่ว่าหลักทรัพย์สามารถทำการซื้อขายได้รวดเร็ว ไม่มีแรงกดดันด้านราคา เนื่องจากการซื้อขายในปริมาณมาก ทั้งยังมีผู้ซื้อและผู้ขายจำนวนมากในตลาด หรือมองได้ว่า หลักทรัพย์นั้นมีความสามารถในการเปลี่ยนหลักทรัพย์เป็นเงินสดได้เร็ว หากว่าหลักทรัพย์ใดสามารถทำการซื้อขายเปลี่ยนมือ หรือสามารถเปลี่ยนเป็นเงินสดได้เร็ว เป็นการบ่งบอกว่า หลักทรัพย์นั้นมีสภาพคล่องที่ดี ในการหาสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น สามารถหาได้จากหลายวิธี อาจแตกต่างกันไปตามดัชนีที่ใช้ในการชี้วัดสภาพคล่อง งานวิจัยของ Chai, Faff and Gharghori (2010) แบ่งดัชนีที่ใช้วัดสภาพคล่องเป็น 6 ค่า ได้แก่ 1) Illiquidity Ratio คิดโดย Amihud (2002, pp. 31-56) 2) Return reversal measure (RRM) คิดโดย Pastor and Stambaugh (2003, pp. 642-685) 3) Turnover 4) Zero Return Measure 5) Turnover Adjusted Number of Zero Daily Volume or Liu's Measure (LM) 6) Bid-Ask Spread

เงินปันผล (Dividend) เป็นส่วนหนึ่งของการแบ่งกำไรที่ได้จากการดำเนินธุรกิจให้แก่ผู้ถือหุ้น จำนวนเงินปันผลของหุ้นสามัญ สำหรับผู้ถือหุ้นที่จะได้รับเป็นจำนวนมากหรือน้อย ขึ้นอยู่กับผล



ประกอบการของธุรกิจ หากผลกำไรดังกล่าวไม่ได้ถูกนำมาจ่ายเป็นเงินปันผล มักจะอยู่ในรูปของกำไรสะสม (Retained Earning) แทน แบ่งชนิดของเงินปันผลออกได้เป็น 4 แบบ (Jumreornvong, 2011, p. 352) จ่ายในรูปแบบต่าง ๆ คือ 1) การจ่ายเงินปันผลในรูปแบบของเงินสด 2) การการจ่ายปันผลโดยการถือหุ้นเพิ่ม 3) การจ่ายปันผลในรูปแบบของการแตกหุ้นเพิ่ม และ 4) การซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้น

สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น เป็นอีกปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจเลือกลงทุนสำหรับนักลงทุน ซึ่งหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องของการซื้อขายสูง แสดงให้เห็นว่า หลักทรัพย์นั้น ๆ เป็นที่น่าสนใจ สามารถทำการซื้อขายได้ง่ายกว่าหลักทรัพย์ที่มีสภาพคล่องน้อย เพราะบ่งบอกได้ว่า หลักทรัพย์นั้น ๆ ไม่ค่อยมีการซื้อขายเปลี่ยนมือ มีแนวความคิดเกี่ยวกับสภาพคล่องสามารถคำนวณหาสภาพคล่องของการซื้อขายได้จากแนวความคิดของ Amihud (2002, pp. 31-56) เป็นการหาสภาพคล่องจากอัตราการขาดสภาพคล่องคำนวณจากผลตอบแทนรายวันต่อมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งเป็นตัวที่บอกถึงผลกระทบของราคา นอกจากนี้ Amihud and Mendelson (1986, pp. 223-249) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญและช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย (Bid-Ask Spread) โดยใช้ช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายเป็นตัวแทนในการวัดสภาพคล่องของหุ้น ภายใต้สมมติฐานที่ว่า นักลงทุนมีช่วงเวลาในการถือครองสินทรัพย์ที่แตกต่างกัน จะทำการซื้อขายสินทรัพย์ที่มีช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อเสนอขายโดยเปรียบเทียบแตกต่างกัน และ Amihud (2002, pp. 31-56) ยังกล่าวไว้อีกว่า ปริมาณการซื้อขายของหุ้นที่น้อยนั้น ไม่ควรจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในอัตราส่วนที่มากกว่า

Miller and Modigliani (1961, pp. 411-433) เสนอแนวคิดว่า ถ้าโลกนี้ไม่มีภาษี ไม่มีค่าใช้จ่ายใด ๆ ในการทำธุรกรรมทางการเงิน และทุกคนมีการรับรู้ข้อมูลที่เท่ากัน เป็นตลาดที่สมบูรณ์ (Perfect Capital Market) คือ เป็นตลาดที่ไม่มี ความอสมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) ไม่มีปัญหาเรื่องตัวแทน (Agency Problem) มาเกี่ยวข้อง ไม่มีอุปสรรคในการซื้อขาย แต่ในความเป็นจริง ตลาดไม่ได้

เป็นไปตามสมมติฐาน ในการทำธุรกรรมทางการเงินใด ๆ ก็ตาม จะมีต้นทุนรวมอยู่เสมอ เช่น ค่าธรรมเนียมค่านายหน้าจากการซื้อขายหุ้น ค่าภาษี แม้กระทั่งการค้นหาค่าข้อมูลและการติดต่อสื่อสาร เป็นต้น และเนื่องจากสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น สามารถช่วยให้ นักลงทุนที่ต้องการเงินสด สามารถจำลองการจ่ายเงินปันผลของตัวเองได้ (Homemade Dividend) โดยไม่มีต้นทุนค่าใช้จ่ายในการซื้อขาย ส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผลที่น้อยหรืออาจจะไม่มีการจ่ายปันผลก็ได้ อีกทั้งการที่เพิ่มหนี้สินให้กับโครงสร้างเงินทุนก็ยังไม่สามารถช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่กิจการได้ ดังนั้นเมื่อมีสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นมาก จึงทำให้มีการจ่ายเงินปันผลที่น้อยลง นอกจากนี้ การที่บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลมาก จะส่งผลให้มูลค่าสุดท้ายของบริษัทลดลง เป็นผลให้ราคาหุ้นตกลงในช่วงที่จ่ายปันผล

การศึกษาของ Banerjee, Gatchev and Spindt (2007, pp. 369-397) มีแนวความคิดเกี่ยวกับความเชื่อมโยงระหว่างนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทและสภาพคล่องของตลาดหุ้น ณ ช่วงเวลาใดเวลาหนึ่ง (Cross Section) หุ้นที่มีสภาพคล่องของการซื้อขายน้อยมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผล จากการคาดการณ์เกี่ยวกับสัดส่วนการจ่ายปันผล เป็นผลให้บริษัทที่มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลมากขึ้น นอกจากนี้ ข้อมูลสภาพคล่องในอดีตยังเป็นอีกปัจจัยที่มีความสำคัญ ในเรื่องของการจ่ายและละเว้นการจ่ายเงินปันผล มีความคิดเห็นว่า บริษัทที่เริ่มมีการจ่ายเงินปันผล จะไม่ค่อยมีการตอบสนองต่อสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น เมื่อบริษัทเริ่มมีการจ่ายเงินปันผล ผลตอบแทนของหุ้นจะเริ่มมีการตอบสนองต่อสภาพคล่องของการซื้อขายโดยรวมน้อยลง และชี้ให้เห็นว่า นักลงทุนควรให้ความสำคัญกับเงินปันผล และสภาพคล่องของการซื้อขายหลักทรัพย์ โดยพบว่า หากบริษัทตัดสินใจที่จะจ่ายเงินปันผลแทนการซื้อหุ้นคืนของกิจการ ก็จะสอดคล้องกับสมมติฐานด้านสภาพคล่องในการจ่ายเงินปันผล สมมติฐานนี้มีแนวคิดคือ นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทมีความเกี่ยวข้องกับสภาพคล่องของหุ้น ส่วนในตลาดที่ไม่มีสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น นักลงทุนจะมีความต้องการที่จะได้เงินปันผลของหุ้นที่ถือครองสูง และในตลาดที่มีสภาพคล่องของการซื้อขายสูง นักลงทุนสามารถจำลองการ



จ่ายปันผลเองได้ ดังนั้น บริษัทที่มีสภาพคล่องของหุ้นมาก มักจะมีแรงจูงใจในการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อยน้อย เป็นการสนับสนุนแนวคิดที่ว่า สภาพคล่องและการจ่ายเงินปันผลเป็นสิ่งที่สามารถทดแทนกันได้

ความอสมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) โดยทั่วไปจะพบว่า การรับรู้ข้อมูลที่ไม่เท่ากันมีอยู่ในระหว่างบุคคลภายใน (เช่น ผู้บริหาร) และบุคคลภายนอก (เช่น ผู้ถือหุ้นรายย่อย) โดยส่วนใหญ่ ผู้บริหารจะมีการรับรู้ถึงข้อมูลข่าวสารที่มากกว่าผู้ถือหุ้น และมักจะมีการบริหารงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าการคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น เป็นสาเหตุมาสู่การเกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ทำให้มีต้นทุนในการตรวจสอบเรียกอีกอย่างว่า ต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ด้วยเหตุนี้สามารถนำไปใช้เพื่อเป็นเหตุผลให้มีการจ่ายปันผลที่มากขึ้น เพื่อเป็นการลดปัญหาตัวแทน ตามที่ Easterbrook (1984, pp. 650-659) และ Jensen (1986, pp. 323-329) กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลมีผลทำให้กระแสเงินสดที่มีอยู่ลดลง เพราะการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น เป็นการลดปริมาณเงินสดของบริษัท ซึ่งผู้บริหารสามารถที่จะนำเงินไปใช้เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว หรือไม่อาจจะนำไปลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนเป็นลบ เนื่องจากสภาพแวดล้อมของข้อมูลมีความไม่โปร่งใส (มีความอสมมาตรของข้อมูล) ทำให้บริษัทต้องการที่จะรักษากำไรไว้เพื่อนำไปจ่ายเป็นเงินปันผล แต่เมื่อมีการตรวจสอบความโปร่งใสเกี่ยวกับการนำข้อมูลที่มีการรับรู้ไม่เท่ากันไปใช้ ในการซื้อขายหุ้นมากขึ้น ทำให้ผู้ที่มีการใช้ข้อมูลภายในถูกตรวจพบและมีการยึดทรัพย์สินคืนตามกฎหมาย ภายใต้ความโปร่งใสที่มีมากขึ้น เมื่อมีนักลงทุนที่รับรู้ข้อมูล (Informed Trader) เข้ามาทำการซื้อขายมากขึ้น จึงช่วยลดปัญหาความอสมมาตรของข้อมูล และการใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย (Big4) ก็เป็นการช่วยลดความอสมมาตรของข้อมูลระหว่างนักลงทุนภายในและนักลงทุนภายนอกช่วยให้ข้อมูลมีความน่าเชื่อถือและเป็นที่ยอมรับมากขึ้น เพราะข้อมูลมีการผ่านการตรวจสอบอย่างมีมาตรฐาน ความอสมมาตรของข้อมูลจึงมักจะมีผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล ช่วยลด

ปัญหาตัวแทน จากการที่ผู้บริหารนำเงินในส่วนของกำไรสะสมไปใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตัวแทนการนำเงินจากกำไรสะสมมาจ่ายเป็นเงินปันผล และช่วยลดต้นทุนของตัวแทน การจ่ายปันผลจึงเป็นเครื่องมืออย่างหนึ่งที่ช่วยในเรื่องการตรวจสอบการดำเนินงานของผู้บริหาร ดังนั้น ผลกระทบด้านข้อมูลของสภาพคล่อง (Information Effect) จึงเป็นตัวที่ช่วยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท และมีการศึกษาที่พบว่า สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นที่สูงขึ้นสามารถช่วยเพิ่มการรับรู้ข้อมูลให้มีความเท่าเทียมกันมากขึ้น ช่วยลดแรงจูงใจในการนำผลกำไรสะสมไปใช้ส่วนตัว และเป็นการช่วยเพิ่มแรงจูงใจในการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น ทำให้บริษัทมีการกำกับดูแลที่ดีมากขึ้น (Kyle and Vila, 1991, pp. 54-71) หรือเป็นอีกทางเลือกในการช่วยแก้ปัญหาการรับรู้ข้อมูลที่ไม่มีความเท่าเทียมกัน ส่งผลให้ปัญหาตัวแทนที่มีอยู่ลดลง ทำให้มีการจ่ายเงินปันผลที่ดีขึ้น นอกจากนี้การศึกษาของ Sukhahuta (2018, pp. 104-120) ยังพบว่า หากบริษัทมีความโปร่งใสของข้อมูล มีธรรมาภิบาลที่ดีสามารถช่วยลดต้นทุนทางการเงินในการกู้ยืมให้แก่บริษัทได้ มีผลให้บริษัทมีต้นทุนทางการเงินต่ำกว่าบริษัทที่มีธรรมาภิบาลที่ไม่ดี

Amihud (2002, pp. 31-56) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องและผลตอบแทนของหุ้นสามัญ โดยใช้ตัววัดการขาดสภาพคล่อง (Illiquidity) เป็นตัววัดสภาพคล่อง ใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) ศึกษาในช่วงระยะเวลาปี ค.ศ.1963-1997 โดยทดสอบด้วยวิธีของ Fama and MacBeth (1973, pp. 23-49) ผลที่ได้พบว่า การที่นักลงทุนคาดการณ์ว่า การไม่มีสภาพคล่องของตลาด จะทำให้ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนส่วนเกินในทางบวก โดยที่อัตราผลตอบแทนส่วนเกินที่คาดหวังจะมีค่าเพิ่มขึ้น เพราะมีค่าชดเชยความเสี่ยงของสภาพคล่องรวมอยู่ด้วย ซึ่งผลที่ได้มีความสอดคล้องกับสมมติฐานที่ว่า หุ้นที่ไม่มีสภาพคล่องจะให้อัตราผลตอบแทนที่สูง อีกทั้งยังให้ผลว่า ราคาหุ้นที่ไม่มีสภาพคล่องนั้นจะมีการตอบสนองต่อสภาพคล่องสูง ถึงแม้สภาพคล่องจะเปลี่ยนแปลงเพียงเล็กน้อย

นอกจากนี้ Amihud and Mendelson (1986, pp. 223-249) ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างอัตรา



ผลตอบแทนของหุ้นสามัญและช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย (Bid-Ask Spread) ใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) โดยใช้ช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายเป็นตัวแทนในการวัดสภาพคล่องของหุ้น ภายใต้สมมติฐานที่ว่า นักลงทุนมีช่วงระยะเวลาในการถือครองสินทรัพย์ที่แตกต่างกัน จะทำการซื้อขายสินทรัพย์ที่มีช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายโดยเปรียบเทียบแตกต่างกัน ซึ่งผลที่ได้จากการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์กับช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายในทิศทางบวก และยิ่งพบว่า หุ้นที่มีสภาพคล่องน้อยให้อัตราผลตอบแทนที่มากกว่าหุ้นที่มีสภาพคล่องสูง

ต่อมา Eleswarapu and Reinqanum (1993, pp. 373-386) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนกับสภาพคล่อง โดยใช้ช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขาย (Bid-Ask Spread) แทนการวัดสภาพคล่อง ศึกษาเช่นเดียวกับ Amihud and Mendelson (1986, pp. 223-249) แต่พิจารณาเรื่องผลของเดือนมกราคม (January Effect) เพิ่มเติมว่าความสัมพันธ์จะมีผลต่อเดือนมกราคมหรือไม่ ใช้ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์ก (NYSE) ในช่วงระยะเวลาปี ค.ศ.1961-1990 ผลที่ได้พบว่าค่าสัมประสิทธิ์ของช่วงห่างระหว่างราคาเสนอซื้อและราคาเสนอขายมีค่าเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะเดือนมกราคม หมายความว่า Liquidity Premium มีค่าเป็นบวกแค่เพียงเดือนมกราคมเท่านั้น ในเดือนอื่นค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้ไม่มีนัยสำคัญ

Becker et al. (1998, pp. 1-24) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคุณภาพของผู้ตรวจสอบบัญชี (Audit quality) และ การจัดการกำไร (Earnings management) โดยใช้คุณภาพของผู้ตรวจสอบบัญชีเป็น ตัวแปรทวิภาค (Dichotomous variable) และสมมติว่าผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 6 ราย (Big6: ประกอบด้วยบริษัท Arthur Andersen, Coopers & Lybrand, Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG และ Price Waterhouse) มีคุณภาพในการตรวจสอบมากกว่าผู้ตรวจบัญชีที่ไม่ใช่รายใหญ่ 6 ราย (Non Big6) ตั้งสมมติฐานว่า บริษัทที่ใช้ผู้ตรวจสอบที่ไม่ใช่รายใหญ่ 6 รายจะมีรายงานรายการคงค้างโดย

ดุลยพินิจมากกว่ารายงานรายการคงค้างโดยดุลยพินิจของบริษัทที่ใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 6 ราย ประเมินโดยใช้แบบจำลองแบบภาคตัดขวางของ Jones (1991, pp. 193-228) ตามแบบจำลองการประมาณรายการคงค้าง ใช้ข้อมูลจากฐานข้อมูล COMPUSTAT ในปี ค.ศ. 1993 ระยะเวลาที่ใช้ในการทดสอบ คือช่วงระหว่างปี ค.ศ.1989-1992 ทดสอบเปรียบเทียบรายการคงค้างโดยดุลยพินิจของตัวอย่างที่ใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีไม่ใช่รายใหญ่ 6 ราย กับตัวอย่างของบริษัทที่ใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 6 ราย โดยไม่รวมบริษัทที่อยู่ในอุตสาหกรรมการเงิน และบริษัทที่เป็นสาธารณูปโภค ผลที่ได้พบว่า บริษัทที่ใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีไม่ใช่รายใหญ่ 6 ราย มีรายการคงค้างโดยดุลยพินิจอยู่ที่ 1.5% ของสินทรัพย์ ซึ่งมีค่าสูงกว่ารายการคงค้างโดยดุลยพินิจของบริษัทที่ใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 6 ราย อาจเนื่องมาจากการเลือกบัญชีเชิงกลยุทธ์ รวมถึงการเพิ่มรายได้และการลดรายได้ นอกจากนี้ ทำการตรวจสอบค่าสัมบูรณ์ของรายการคงค้างโดยผ่านดุลยพินิจของทั้ง 2 กลุ่ม โดยการทดสอบตัวแปรเดียว ผลชี้ให้เห็นว่าบริษัทที่ใช้ผู้ตรวจสอบบัญชีที่ไม่ใช่รายใหญ่ 6 ราย มีค่าเฉลี่ยและค่ามัธยฐานที่ของรายการคงค้างโดยผ่านดุลยพินิจสูงกว่ามาก ผลที่ได้สนับสนุนข้อสรุปที่ว่าผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 6 รายมีคุณภาพในการตรวจสอบที่สูงกว่าผู้ตรวจสอบบัญชีที่ไม่ใช่รายใหญ่ 6 รายอย่างมีนัยสำคัญ

Jiang, Ma and Shi (2017, pp. 295-314) ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของสภาพคล่องที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผล ศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนหลักทรัพย์ในประเทศจีน ช่วงระหว่างปี ค.ศ.2000-2014 พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขาย บริษัทที่มีสภาพคล่องการซื้อของหุ้นที่สูงจะมีการจ่ายเงินปันผลที่มากขึ้นตาม ยังมีแนวโน้มที่จะมีการจ่ายเงินปันผลมากกว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องของการซื้อหุ้นต่ำ ผลที่ได้มีการตรวจสอบโดยใช้การวัดสภาพคล่องที่แตกต่างกัน และมีการควบคุมปัญหา Endogeneity เป็นที่เรียบร้อย ศึกษาเพิ่มเติมกรณีที่พิจารณาความสัมพันธ์ของข้อมูลร่วมด้วย พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างสภาพคล่องและการจ่ายเงินปันผลจะยิ่งมีมากขึ้น เมื่อมีความเหมาะสมของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมและนัก



ลงทุนรายย่อย วิเคราะห์จากจำนวนนักวิเคราะห์ (Analyst) และบริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย (Big4) และศึกษาเพิ่มเติมกรณีที่พิจารณาปัญหาตัวแทน (Agency problems) ร่วมด้วย วิเคราะห์จากกระแสเงินสดส่วนเกิน (Surplus Cash Flow) ตัวที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์คือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและการลงทุน (SCI) และ อัตราส่วนของการชำระหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (RER) ผลที่ได้พบว่าการสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นและอัตราการจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์ทางบวก เมื่อมีกระแสเงินสดส่วนเกินมากจะมีการจ่ายปันผลที่มาก งานวิจัยนี้สนับสนุนแนวคิดที่ว่า การจ่ายปันผลสามารถช่วยลดปัญหาตัวแทนได้

Atcharawan (2002) ศึกษาเรื่อง เงินปันผล ข้อมูลสมมาตร และความขัดแย้งระหว่างตัวแทน ศึกษาเปรียบเทียบนโยบายการจ่ายปันผลระหว่างบริษัทไทยและบริษัทสหรัฐอเมริกา ใช้ข้อมูลในการศึกษาจากการจ่ายปันผลของบริษัทไทยจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และบริษัทในสหรัฐอเมริกาใช้ข้อมูลจาก Standard and Poor's (S&P) 500 ทุกบริษัท ยกเว้นบริษัทที่ประกอบธุรกิจทางด้านการเงิน ช่วงระยะเวลาในการศึกษาคือ พ.ศ. 2533-2543 ศึกษาจากแบบจำลองความไม่เท่าเทียมกันด้านข้อมูล เพื่อศึกษาว่า นโยบายการจ่ายปันผล ช่วยลดปัญหาความไม่เท่าเทียมกันในการรับรู้ข้อมูล ทดสอบโดยใช้ตัวแปรเดียวและหลายตัวแปร และศึกษาเรื่องของความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น โดยทดสอบว่า การจ่ายปันผลเป็นกลไกการกำกับดูแลผู้ถือหุ้นสามารถช่วยลดปัญหาความขัดแย้งทางด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น พิจารณาจากความสม่ำเสมอในการจ่ายปันผล ทดสอบจากการกระจายของการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายปันผล และความเร็วในการเปลี่ยนแปลงการจ่ายปันผล ผลสรุปที่ได้จากการศึกษา ในการวิเคราะห์ของการจ่ายปันผลว่าเป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุนพบว่า การจ่ายปันผลของบริษัทไทยไม่ได้เป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุนรับรู้ ส่วนบริษัทในสหรัฐอเมริกา พบว่าการจ่ายปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้นักลงทุนน้อยลงจากอดีต เพราะนักลงทุนใน

ปัจจุบันมีการศึกษาหาข้อมูลเพิ่มเติม เพื่อที่จะได้ทำความเข้าใจกับบริษัทที่จะเลือกลงทุนมากขึ้น จึงให้ความสำคัญในเรื่องของผลประกอบการของบริษัทมากกว่าที่จะให้ความสำคัญในเรื่องของการจ่ายเงินปันผล และสำหรับการทดสอบว่าการจ่ายปันผลเป็นกลไกการกำกับดูแลผู้ถือหุ้น พบว่า บริษัทในไทยการจ่ายปันผลไม่ได้เป็นกลไกการกำกับดูแล ส่วนบริษัทในสหรัฐอเมริกา การจ่ายปันผลเป็นกลไกในการกำกับดูแลของผู้ถือหุ้น

วิธีดำเนินการ (Methods)

การศึกษานี้ ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) เก็บรวบรวมจากฐานข้อมูล SETSMART และฐานข้อมูลของ Bloomberg เก็บรวบรวมข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ.2551-2559 ใช้ข้อมูลในการวิเคราะห์ 10 ปี เพื่อให้ผลมีความแน่นอนมากขึ้น โดยบริษัทนั้น ๆ จะต้องมีการซื้อขายเป็นระยะเวลาอย่างน้อย 5 ปีขึ้นไป และจะต้องมีเงื่อนไขดังนี้ 1) เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2) บริษัทนั้น ๆ จะต้องไม่ประกอบธุรกิจทางการเงิน 3) บริษัทต้องมีข้อมูลทางการเงินที่สมบูรณ์ 4) ไม่รวมบริษัทที่มีอัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไรเป็นลบ เช่น บริษัทที่ยังคงมีการจ่ายปันผลแม้ว่ารายได้หรือกระแสเงินสดจะติดลบ เมื่อคัดกรองข้อมูลตามเงื่อนไขข้างต้น จะเหลือหลักทรัพย์อยู่ 7 อุตสาหกรรม มีจำนวนข้อมูลทั้งหมด 2,843 ข้อมูล นอกจากนี้ได้ทำการตรวจสอบและคัดกรองข้อมูลที่จะนำมาทำการวิเคราะห์ จัดการข้อมูลผิดปกติ (Outlier) ด้วยการ Winsorized จะแบ่งการศึกษาออกเป็น 3 ส่วน คือ

1. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นสามัญและอัตราการจ่ายปันผล ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น (ปีที่ t-1) และอัตราการจ่ายปันผล (ปีที่ t) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ โดยใช้สมการถดถอยต่อไปนี้ ในการทดสอบ (อ้างอิงจาก Jiang, Ma and Shi, 2017, pp. 295-314) เพื่อนำมาอธิบายถึงความสัมพันธ์ที่ต้องการทราบ

$$Payout_{i,t} = \alpha_{i,t-1} + \beta_{i,t-1}(Liquidity_{i,t-1}) + \gamma_{1i,t-1}(Control) + \varepsilon_{i,t-1} \quad (1)$$



2. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นและอัตราการจ่ายเงินปันผล กรณีพิจารณาปัญหาความเหมาะสมของข้อมูลที่แตกต่างกันร่วมด้วย เนื่องจากข้อ 1. ไม่ได้นำเรื่องของผลกระทบต่อข้อมูลเข้ามาเกี่ยวข้องในการวิเคราะห์ ในส่วนนี้จะพิจารณาถึงปัญหาความเหมาะสมของข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมและผู้ถือหุ้นรายย่อยเข้ามารวมพิจารณาด้วย วิเคราะห์โดยใช้ตัวแทน (Proxy) ได้แก่คุณภาพของผู้สอบบัญชีของบริษัท พิจารณาจาก Big4 (Deloitte, PWC, KPMG และ E&Y) หรือบริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย (Big4) ที่ได้รับการยอมรับในมาตรฐานสากล (อ้างอิงจาก Becker et al., 1998, pp. 1-24) ใช้เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy) ให้ค่าเป็น 1 หากว่าบริษัทนั้นมีการตรวจสอบบัญชีโดยใช้ Big4 และให้ค่าเป็น 0 หากบริษัทนั้น ตรวจสอบบัญชีด้วยบริษัทอื่นที่นอกเหนือจาก Big4 สมการถดถอยที่ใช้ในการวิเคราะห์ (อ้างอิงจาก Jiang, Ma and Shi, 2017, pp. 295-314) คือ

$$Payout_{i,t} = \alpha_{i,t-1} + \beta_{1i,t-1}(Liquidity_{i,t-1}) + \beta_{2i,t-1}(Big4_{audit\ i,t-1}) + \beta_{3\ i,t-1}(Liquidity_{i,t-1} \times Big4_{audit\ i,t-1}) + \gamma_{1\ i,t-1}(Control) + \varepsilon_{i,t-1} \quad (2)$$

3. ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นและอัตราการจ่ายเงินปันผล กรณีพิจารณาปัญหาตัวแทนที่แตกต่างกันร่วมด้วยกรณีนี้จะพิจารณาแนวโน้มการเกิดปัญหาตัวแทนจากกระแสเงินสดส่วนเกิน (Surplus Cash Flow) ซึ่งเป็นอีกปัจจัย ที่ตัวสะท้อนให้เห็นถึงปัญหาตัวแทน โดยปัญหาตัวแทนมีแนวโน้มที่จะมีมากขึ้น เมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดส่วนเกินมาก (Jensen, 1986, pp. 323-329) เสมือนเป็นการเพิ่มแนวทางให้ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมสามารถนำเงินไปใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตัว ตัวแปรที่นำมาใช้วิเคราะห์มี 2 ตัวคือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและการลงทุน (SCI) และ อัตราส่วนของกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (RER) สมการที่ใช้ในการวิเคราะห์ (อ้างอิงจาก Jiang, Ma and Shi, 2017, pp. 295-314) คือ

$$Payout_{i,t} = \alpha_{i,t-1} + \beta_{1i,t-1}(Liquidity_{i,t-1}) + \beta_{2i,t-1}(SCI_{i,t-1}) + \beta_{3\ i,t-1}(Liquidity_{i,t-1} \times SCI_{i,t-1}) + \gamma_{1\ i,t-1}(Control) + \varepsilon_{i,t-1} \quad (3)$$

$$Payout_{i,t} = \alpha_{i,t-1} + \beta_{1i,t-1}(Liquidity_{i,t-1}) + \beta_{2i,t-1}(RER_{i,t-1}) + \beta_{3\ i,t-1}(Liquidity_{i,t-1} \times RER_{i,t-1}) + \gamma_{1\ i,t-1}(Control) + \varepsilon_{i,t-1} \quad (4)$$

ตัวแปรตามที่ใช้ในการวิเคราะห์ คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล (Payout) จะแบ่งออกเป็น 3 ตัวแปร คือ 1) DVE แทน เงินปันผลจ่ายหารด้วยกำไรสุทธิ 2) DVC แทน เงินปันผลจ่ายหารด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และ 3) DVP แทน ตัวแปรหุ่นของการจ่ายเงินปันผล

ตัวแปรอิสระ คือ 1) สภาพคล่องของการซื้อขาย (Liq: Liquidity) คำนวณจาก ตัวชี้วัดการขาดสภาพคล่องของ Amihud (2002, pp. 31-56) คำนวณจากค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนระหว่างค่าสัมบูรณ์ของผลตอบแทนหุ้นรายวัน (Return) ต่อปริมาณการซื้อขายรายวัน (Volume) สำหรับบริษัท i ในปี t จากนั้นจะนำมาทำการแปลงเป็นอัตราส่วนสภาพคล่องตาม Edmans (2013, pp. 1443-1482) โดยใช้ค่าลอการิทึมธรรมชาติ (+1) คูณด้วย -1 จะคำนวณค่าของสภาพคล่องได้ตามสมการต่อไปนี้

$$Liquidity_{i,t} = -\ln(1 + Amihud_{i,t}) \quad (5)$$

2) บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย (Big4) แทน ตัวแปรหุ่นของบริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย 3) กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและการลงทุน (SCI) คำนวณจาก กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและการลงทุน 4) อัตราส่วนของกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (RER) คำนวณจาก อัตราส่วนของกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Size) วัดจาก ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม โอกาสในการเติบโต (Q) วัดจาก อัตราส่วนระหว่างผลรวมของ



มูลค่าตลาดต่อมูลค่าบัญชีของเจ้าของ ความสามารถในการทำกำไร (ROA) วัดจาก กำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม สภาพคล่องของกิจการ (Cash) วัดจากจำนวนเงินสดที่ถือครองหารด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด ความมั่นคงทางการเงิน (Lev: Leverage) วัดจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม สัดส่วนการถือครองหุ้นที่ใหญ่ที่สุด (Top1) คำนวณจาก สัดส่วนของการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ใหญ่ที่สุด โดยคิดเป็นเปอร์เซ็นต์จากผู้ถือหุ้นที่มีอยู่ทั้งหมด สัดส่วนกรรมการอิสระ (Indep: Independence) สัดส่วนของจำนวนกรรมการอิสระที่มีอยู่ในคณะกรรมการ โดยจะมีกรรมการอิสระอยู่อย่างน้อย 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด อุตสาหกรรม (Industry) แทนตัวแปรหุ่นของแต่ละอุตสาหกรรม และปี (Years) คือ ตัวแปรหุ่นของแต่ละปี

วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้แบบจำลองทอบิต (Tobit Model) และ แบบจำลองโลจิท (Logit Model หรือ Binary Logit) ในการวิเคราะห์ DVE และ DVC วิเคราะห์โดยใช้แบบจำลองทอบิต (Tobit Model) เนื่องจากแบบจำลองทอบิต มีต้นแบบมาจากแบบจำลองโพรบิต (Probit Model) ที่เป็นการประมาณค่าความน่าจะเป็น เช่น บริษัทตัดสินใจจ่ายเงินปันผลหรือไม่จ่ายเงินปันผล แต่แบบจำลองทอบิต ให้ความสนใจถึงจำนวนเงินในการจ่ายเงินปันผล คือจะคำนึงถึงค่าที่ไม่สามารถสังเกต มี DVE และ DVC เป็นตัวแปรตาม ซึ่งค่าในบางช่วงที่นำมาใช้ในการวิเคราะห์ของข้อมูลขาดหายไป มีค่าเป็น 0 หรือไม่ สามารถสังเกตค่าดังกล่าวได้ในปีนั้น ๆ ได้ อาจเนื่องจาก ข้อมูลที่พบไม่มีการจ่ายเงินปันผล ซึ่งในความเป็นจริง อาจมีการจ่ายเงินปันผลแต่ไม่ได้แสดงในรายการบันทึก หรือจ่ายแต่ไม่ได้จ่ายเงินปันผลในรูปแบบของเงินสด หรือไม่มีสาเหตุมาจากข้อมูลของบริษัท

ในปีนั้น ๆ ไม่มีข้อมูลของงบการเงิน ที่ต้องนำมาใช้ในการคิดเป็นอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล ทำให้ค่าอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลของปีนั้น ๆ ขาดหายไป หรือให้ค่าเป็น 0 ทั้งที่มีการจ่ายปันผล การที่ข้อมูลตัวแปรตามขาดหายไป ทำให้เราสามารถสังเกตได้เพียงบางข้อมูล จึงเรียกว่า ข้อมูลที่ถูกเซนเซอร์ (Censored Data) ซึ่งข้อมูลดังกล่าวจะต้องนำมาวิเคราะห์ด้วย ไม่เช่นนั้นจะมีผลทำให้ค่าสัมประสิทธิ์ที่ประมาณได้ มีความเอนเอียงและไม่สอดคล้อง ด้วยสาเหตุนี้ แบบจำลองทอบิต จึงเรียกอีกชื่อว่า แบบจำลองสมการที่ถูกเซนเซอร์ (Censored regression Model) หรือแบบจำลองถดถอยที่ตัวแปรตามถูกจำกัด เพราะมีการจำกัดค่าของตัวแปรตามที่สังเกตได้

DVP แทน ตัวแปรหุ่นของการจ่ายเงินปันผล วิเคราะห์โดยใช้แบบจำลองโลจิท (Logit Model หรือ Binary Logit) เนื่องจากแบบจำลองโลจิท หรือแบบจำลองสองทางเลือก เป็นแบบจำลองที่นิยมใช้วิเคราะห์หาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรอิสระที่มีผลต่อตัวแปรตาม โดยที่ตัวแปรตาม จะมีค่าได้เพียง 2 ค่า คือ 1 และ 0 เท่านั้น ซึ่ง DVP เป็นตัวแปรหุ่น (Dummy) ของการจ่ายเงินปันผล หากมีการจ่ายเงินปันผล จะให้แทนค่าด้วย 1 ถ้าไม่มีการจ่ายเงินปันผล ให้แทนค่าด้วย 0

ผลการศึกษา (Results)

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายและอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่มีการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า

1. สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE และ DVP) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

ตาราง 1 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายและอัตราการจ่ายเงินปันผล

	DVE	DVC	DVP
Liq	-0.0153** (0.0448)	-0.0017 (0.7851)	-0.1158*** (0.0048)
Size	0.0601*** (0.0000)	0.0421*** (0.0000)	0.6575*** (0.0000)
Q	-0.0484*** (0.0000)	-0.0302*** (0.0002)	-0.1099* (0.0791)



	DVE	DVC	DVP
ROA	0.2943*** (0.0000)	0.0410*** (0.0000)	0.2965*** (0.0000)
Cash	-0.0499 (0.7585)	-0.0572 (0.6806)	1.1125 (0.3341)
Lev	-0.0461*** (0.0016)	-0.0612*** (0.0000)	-0.2869*** (0.0001)
Top1	0.0019*** (0.0031)	-0.0001 (0.8469)	0.0129*** (0.0028)
Indep	-0.0016 (0.2049)	0.0002 (0.8555)	-0.0019 (0.8035)
C	-1.0650*** (0.0000)	-0.7046*** (0.0003)	-13.6462*** (0.0000)
Industry effect	Yes	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes	Yes
N	2834	2834	2834
McFadden R-squared			0.4152

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10, 0.50, 0.01 ตามลำดับ

พิจารณาผลการทดสอบจากอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE) พบว่า สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น (Liquidity) มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 หมายความว่า ถ้าสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้จ่ายเงินปันผล (DVE) ลดลง มีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Coefficient) เท่ากับ -0.0153 มีค่าความน่าจะเป็น (Probability) เท่ากับ 0.0448 และยังมีความสัมพันธ์กับตัวแปรควบคุม 5 ตัว คือ ขนาดของบริษัท (Size) โอกาสในการเติบโต (Q) ความสามารถในการทำกำไร (ROA) ความมั่นคงทางการเงิน (Leverage) และสัดส่วนการถือครองหุ้นที่ใหญ่ที่สุด (Top1) ส่วนสภาพคล่องของบริษัท (Cash) และสัดส่วนกรรมกรอิสระ (Independence) ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE)

พิจารณาผลการทดสอบจากอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVC) พบว่า สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น (Liquidity) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVC) แต่ยังมีความสัมพันธ์กับตัวแปรควบคุม 5 ตัว คือ ขนาดของบริษัท (Size) โอกาสในการเติบโต (Q) ความสามารถในการทำกำไร (ROA) ความมั่นคง

ทางการเงิน (Leverage) และสัดส่วนการถือครองหุ้นที่ใหญ่ที่สุด (Top1)

พิจารณาผลการทดสอบจากอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVP) พบว่า สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น (Liquidity) มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVP) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 หมายความว่า ถ้าสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้จ่ายเงินปันผล (DVP) ลดลง มีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Coefficient) เท่ากับ -0.1158 ค่าความน่าจะเป็น (Probability) เท่ากับ 0.0048 และมีค่า McFadden R-squared เท่ากับ 0.4152 ซึ่งเป็นค่าสถิติที่บ่งบอกถึงความสามารถของแบบจำลองในการอธิบายความแปรปรวนของตัวแปรตาม แต่ DVP เป็นตัวแปรหุ่นการจ่ายเงินปันผล จึงมีผลแค่ในเรื่อง ส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผลหรือไม่มีการจ่ายเงินปันผล และมีความสัมพันธ์กับตัวแปรควบคุม 5 ตัว คือ ขนาดของบริษัท (Size) โอกาสในการเติบโต (Q) ความสามารถในการทำกำไร (ROA) ความมั่นคงทางการเงิน (Leverage) และสัดส่วนการถือครองหุ้นที่ใหญ่ที่สุด (Top1)



2. สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVP) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 เมื่อพิจารณาปัญหาความสัมพันธ์ของข้อมูลที่แตกต่างกันร่วมด้วย

ตาราง 2 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นและอัตราการจ่ายเงินปันผล(DVE และ DVC) เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ของข้อมูลที่แตกต่างกันร่วมด้วย

	DVE (1)	DVC (2)	DVE (3)	DVC (4)	DVE (5)	DVC (6)
Liq	-0.0153** (0.0448)	-0.0017 (0.7851)	-0.0224** (0.0152)	-0.0019 (0.7928)	-0.0148* (0.0520)	-0.0021 (0.7312)
Big4			0.1443*** (0.0000)	0.0762*** (0.0041)	0.1147*** (0.0000)	0.0756*** (0.0003)
Liq*Big4			0.0201 (0.1161)	-0.0002 (0.9823)		
Size	0.0601*** (0.0000)	0.0421*** (0.0000)	0.0402*** (0.0000)	0.0315*** (0.0005)	0.0432*** (0.0000)	0.0309*** (0.0004)
Q	-0.0484*** (0.0000)	-0.0302*** (0.0002)	-0.0502*** (0.0000)	-0.0306*** (0.0001)	-0.0499*** (0.0000)	-0.0297*** (0.0002)
ROA	0.2943*** (0.0000)	0.0410*** (0.0000)	0.0433*** (0.0000)	0.0408*** (0.0000)	0.0433*** (0.0000)	0.0401*** (0.0000)
Cash	-0.0499 (0.7585)	-0.0572 (0.6806)	-0.1325 (0.4139)	-0.1074 (0.4409)	-0.1377 (0.3952)	-0.1020 (0.4526)
Lev	-0.0461*** (0.0016)	-0.0612*** (0.0000)	-0.0491*** (0.0007)	-0.0635*** (0.0000)	-0.0498*** (0.0006)	-0.0630*** (0.0000)
Top1	0.0019*** (0.0031)	-0.0001 (0.8469)	0.0016** (0.0161)	-0.0004 (0.4555)	0.0014** (0.0248)	-0.0004 (0.4751)
Indep	-0.0016 (0.2049)	0.0002 (0.8555)	-0.0012 (0.3497)	0.0005 (0.6076)	-0.0012 (0.3437)	0.0005 (0.6153)
C	-1.0650*** (0.0000)	-0.7046*** (0.0003)	-0.6843*** (0.0022)	-0.5037** (0.0120)	-0.7327*** (0.0010)	-0.489736** (0.0115)
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2834	2834	2829	2829	2829	2829

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10, 0.05, 0.01 ตามลำดับ

จากตาราง 2 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องและอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE และ DVC) เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ของข้อมูลร่วมด้วย คอลัมน์ที่ 3 และ 4 ในส่วนของเทอมปฏิสัมพันธ์ (Interaction term) ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายและตัวแปรหุ้นของบริษัทที่ใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย (Liq*Big4) พบว่า สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นของ

บริษัทที่ใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 รายไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE และ DVC) คอลัมน์ที่ 5 และ 6 เป็นการวิเคราะห์แบบที่ไม่มีเทอมปฏิสัมพันธ์ พบว่า บริษัทที่ใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย (Big4) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE และ DVC) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 หมายความว่า หากบริษัทที่ใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย (Big4) จะ



ทำให้มีการจ่ายเงินปันผล DVE และ DVC เพิ่มขึ้น มี 0.0756 ตามลำดับ และมีค่าความน่าจะเป็น
ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ 0.1147 และ (Probability) เท่ากับ 0.0000 และ 0.0003 ตามลำดับ

ตาราง 3 ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นและอัตราการจ่ายเงินปันผล(DVP) เมื่อพิจารณาความเหมาะสมของข้อมูลที่แตกต่างกันร่วมด้วย

	DVP (1)	DVP (2)	DVP (3)
Liq	-0.1158*** (0.0048)	-0.1553*** (0.0006)	-0.1110*** (0.0068)
Big4		0.5295*** (0.0039)	0.2933** (0.0276)
Liq*Big4		0.1324** (0.0484)	
Size	0.6575*** (0.0000)	0.5914*** (0.0000)	0.6111*** (0.0000)
Q	-0.1099* (0.0791)	-0.1101* (0.0809)	-0.1100* (0.0794)
ROA	0.2965*** (0.0000)	0.2935*** (0.0000)	0.2935*** (0.0000)
Cash	1.1125 (0.3341)	0.8950 (0.4404)	0.8980 (0.4396)
Lev	-0.2869*** (0.0001)	-0.2880*** (0.0001)	-0.2944*** (0.0001)
Top1	0.0129*** (0.0028)	0.0119*** (0.0062)	0.0113*** (0.0084)
Indep	-0.0019 (0.8035)	-0.0011 (0.8784)	-0.0013 (0.8611)
C	-13.6462*** (0.0000)	-12.4273*** (0.0000)	-12.8246*** (0.0000)
Industry effect	Yes	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes	Yes
N	2834	2829	2829
McFadden R-squared	0.4152	0.4179	0.4157

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10, 0.50, 0.01 ตามลำดับ

ตาราง 3 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องและอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVP) เมื่อพิจารณาความเหมาะสมของข้อมูลร่วมด้วย คอลัมน์ที่ 2 ส่วนของเทอมปฏิสัมพันธ์ (Interaction term) ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายและตัวแปรหุ้นของบริษัทที่ใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย (Liq*Big4) พบว่า สภาพคล่อง

ของการซื้อขายของบริษัทที่ใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVP) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 หมายความว่า บริษัทที่ใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 รายมีสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นมาก จะส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผล (DVP) เพิ่มขึ้น มีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ 0.1324 ค่าความน่าจะเป็น



เป็น (Probability) เท่ากับ 0.0484 และมีค่า McFadden R-squared เท่ากับ 0.4179 และในคอลัมน์ที่ 3 เป็นการวิเคราะห์แบบที่ไม่มีเทอมปฏิสัมพันธ์ พบว่า บริษัทที่ใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย (Big4) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVP) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 หมายความว่า บริษัทที่มีการใช้บริษัทที่มีมาตรฐานในการตรวจสอบบัญชี จะส่งผลให้มีอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVP) เพิ่มขึ้น มีค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยเท่ากับ 0.2933 ค่าความน่าจะเป็น (Probability) เท่ากับ 0.0276 และมีค่า McFadden R-squared เท่ากับ 0.4157

แต่เนื่องด้วย DVP เป็นตัวแปรหุ่นที่ใช้แทนการจ่ายและไม่จ่ายเงินปันผล จึงอธิบายได้ว่า เทอม

ปฏิสัมพันธ์ (Interaction term) ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายและตัวแปรหุ่นของบริษัทที่ใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย (Liq*Big4) มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปัน (DVP) ผลเพียงแค่นี้ มีผลให้มีการจ่ายเงินปันผล กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีสภาพคล่องของการซื้อขายมากและใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย มีผลให้มีการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลในอัตราที่เพิ่มขึ้น

3. สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นไม่มีความสัมพันธ์อัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE, DVC และ DVP) เมื่อพิจารณาปัญหาตัวแทนที่แตกต่างกันร่วมด้วย

ตาราง 4 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นและอัตราการจ่ายเงินปันผลเมื่อพิจารณาปัญหาตัวแทนที่แตกต่างกันร่วมด้วย

	Panel A: SCI			Panel B: RER		
	DVE (1)	DVC (2)	DVP (3)	DVE (4)	DVC (5)	DVP (6)
Liq	-0.0134* (0.0933)	0.0000 (0.9973)	-0.1102*** (0.0092)	-0.0140 (0.2668)	0.0130 (0.1614)	-0.0386 (0.4910)
SCI	8.84E-13 (0.5551)	-6.15E-13 (0.5021)	4.70E-12 (0.6017)			
Liq*SCI	-3.20E-11 (0.3244)	-3.11E-11 (0.2642)	-1.33E-10 (0.4531)			
RER				0.3940*** (0.0000)	0.2938*** (0.0000)	3.2155*** (0.0000)
Liq*RER				0.0292 (0.2140)	-0.0120 (0.5338)	-0.1203 (0.4164)
Size	0.0591*** (0.0000)	0.0414*** (0.0000)	0.6578*** (0.0000)	0.0206** (0.0417)	0.0095 (0.3264)	0.3890*** (0.0000)
Q	-0.0482*** (0.0000)	-0.0301*** (0.0002)	-0.1071* (0.0879)	-0.0276*** (0.0050)	-0.0122 (0.1477)	0.0909 (0.2418)
ROA	0.0432*** (0.0000)	0.0408*** (0.0000)	0.2931*** (0.0000)	0.0338*** (0.0000)	0.0330*** (0.0000)	0.2219*** (0.0000)
Cash	-0.0833 (0.6100)	-0.0820 (0.5583)	0.9885 (0.3945)	0.0345 (0.8323)	0.0205 (0.8833)	2.6308** (0.0345)
Lev	-0.0451*** (0.0021)	-0.0609*** (0.0000)	-0.2874*** (0.0001)	-0.0104 (0.4797)	-0.0326** (0.0120)	0.0616 (0.4931)
Top1	0.0019*** (0.0037)	-0.0001 (0.8357)	0.0127*** (0.0033)	0.0017*** (0.0079)	-0.0003 (0.5925)	0.0110** (0.0139)



	Panel A: SCI			Panel B: RER		
	DVE (1)	DVC (2)	DVP (3)	DVE (4)	DVC (5)	DVP (6)
Indep	-0.0015 (0.2200)	0.0003 (0.7907)	-0.0017 (0.8185)	-0.0019 (0.1231)	0.0000 (0.9929)	0.0009 (0.9051)
C	-1.0414*** (0.0000)	-0.6898*** (0.0003)	- 13.6459*** (0.0000)	-0.3479 (0.1368)	-0.1041 (0.6224)	-9.2277*** (0.0000)
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	2833	2833	2833	2834	2834	2834
McFadden R-squared			0.4153			0.5055

หมายเหตุ: *, **, *** คือ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10, 0.50, 0.01 ตามลำดับ

จากผลการทดสอบในตาราง 4 แสดงความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องและอัตราการจ่ายเงินปันผลเมื่อพิจารณาปัญหาตัวแทนที่แตกต่างกันร่วมด้วย ใน Panel A ส่วนของเทอมปฏิสัมพันธ์ (Interaction term) ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและการลงทุน (SCI) พบว่า บริษัทที่มีสภาพคล่องของการซื้อขายและมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานและการ

ลงทุน (SCI) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE, DVC และ DVP) ใน Panel B ส่วนของเทอมปฏิสัมพันธ์ (Interaction term) ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายและอัตราส่วนของกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (RER) พบว่า บริษัทที่มีสภาพคล่องของการซื้อขายและมีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE, DVC และ DVP)

ตาราง 4 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายและอัตราการจ่ายเงินปันผล

สมมติฐานที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ
1	สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE)	ปฏิเสธสมมติฐาน H ₀ (ทางลบ)
2	สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVC)	ยอมรับสมมติฐาน H ₀
3	สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVP)	ปฏิเสธสมมติฐาน H ₀ (ทางลบ)
4	สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE) กรณีพิจารณาปัญหาความเหมาะสมของข้อมูลที่แตกต่างกันร่วมด้วย	ยอมรับสมมติฐาน H ₀
5	สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVC) กรณีพิจารณาปัญหาความเหมาะสมของข้อมูลที่แตกต่างกันร่วมด้วย	ยอมรับสมมติฐาน H ₀



สมมติฐานที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ
6	สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVP) กรณีพิจารณาปัญหาความเหมาะสมของข้อมูลที่แตกต่างกันร่วมด้วย	ปฏิเสธสมมติฐาน H_0 (ทางบวก)
7	สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE) กรณีพิจารณาปัญหาตัวแทนที่แตกต่างกันร่วมด้วย	ยอมรับสมมติฐาน H_0
8	สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVC) กรณีพิจารณาปัญหาตัวแทนที่แตกต่างกันร่วมด้วย	ยอมรับสมมติฐาน H_0
9	สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVP) กรณีพิจารณาปัญหาตัวแทนที่แตกต่างกันร่วมด้วย	ยอมรับสมมติฐาน H_0

สรุปและอภิปรายผล (Conclusion and Discussion)

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายและอัตราการจ่ายเงินปันผล 2) เมื่อพิจารณาปัญหาความเหมาะสมของข้อมูลที่แตกต่างกันร่วมด้วย และ 3) เมื่อพิจารณาปัญหาตัวแทนที่แตกต่างกันร่วมด้วย การวิจัยนี้มีตัวแปรตามเป็นอัตราการจ่ายเงินปันผล (Payout : DVE, DVC และ DVP) มีตัวแปรต้นเป็นสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น (Liquidity) ตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท (Size), โอกาสในการเติบโต (Q) ความสามารถในการทำกำไร (ROA) สภาพคล่องของกิจการ (Cash) ความมั่นคงทางการเงิน (Leverage) สัดส่วนการถือครองหุ้นที่ใหญ่ที่สุด (Top1) และสัดส่วนกรรมสิทธิ์อิสระ (Independence) ทำการเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล Bloomberg และฐานข้อมูล SETSMART ทำการคัดกรองและตรวจสอบข้อมูลโดยการตัดค่าผิดปกติ (Outlier) จากนั้นจึงทำการวิเคราะห์ได้ผลสรุปดังนี้

1. สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE และ DVP) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

ผลจากตาราง 1 สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้น (Liquidity) พบว่ามีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล DVE และ DVP อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ หมายความว่า หากสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นมีค่าเพิ่มขึ้น ส่งผลให้จ่ายเงินปันผลน้อยลง ให้ผลที่สอดคล้องกับงานวิจัยของ Banerjee, Gatchev and Spindt (2007, pp. 369-397) และของ Miller and Modigliani (1961, pp.411-

433) จากแนวคิดที่ว่า เงินปันผลไม่มีผลต่อมูลค่าหุ้นของกิจการ เนื่องจากเมื่อมีสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นมาก ทำให้นักลงทุนสามารถสร้างผลตอบแทนที่ต้องการเองได้ หรือเรียกว่า การจำลองการจ่ายเงินปันผล (Homemade dividends) จึงไม่จำเป็นต้องจ่ายเงินปันผลมาก แต่ให้ผลขัดแย้งกับการศึกษาของ Jiang, Ma and Shi, 2017, pp. 295-314) ผลการศึกษาพบว่า หากมีสภาพคล่องของการซื้อขายสูงจะยิ่งส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผลที่มากขึ้น การที่บริษัทมีแนวทางในการจ่ายเงินปันผลที่ลดลง ไม่ได้หมายความว่า บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดี จึงไม่มีการจ่ายเงินปันผลหรือจ่ายในอัตราที่น้อยลง อาจเป็นเพราะบริษัทมีแนวโน้มที่จะนำเงินไปลงทุนในโครงการที่วางไว้ จึงจำเป็นต้องเก็บรักษาเงินไว้ และจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ลดลงหรือไม่มีการจ่ายเงินปันผล โดยผลที่แตกต่างอาจมีสาเหตุมาจากช่วงระยะเวลา สภาพแวดล้อมของเศรษฐกิจของตัวอย่างที่นำมาศึกษา การได้รับความนิยม และการเติบโตของตลาดหุ้น รวมไปถึงโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกัน ส่วนตัวแปรควบคุมพบว่า ขนาดของบริษัท ความสามารถในการทำกำไร ความมั่นคงทางการเงิน ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE, DVC และ DVP) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 โอกาสในการเติบโต มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE และ DVC) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ สัดส่วนการถือครองหุ้นที่ใหญ่ที่สุดมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE และ DVP) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

2. สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVP) อย่างมี



นัยสำคัญทางสถิติ กรณีพิจารณาปัญหาความอสมมาตรของข้อมูลที่แตกต่างกันร่วมด้วย

ผลจากตาราง 2 และ 3 ได้ทดสอบเปรียบเทียบ 2 แบบ คือ แบบมีเทอมปฏิสัมพันธ์ (Interaction term) และแบบไม่มีเทอมปฏิสัมพันธ์ แบบที่มีเทอมปฏิสัมพันธ์ พบความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVP) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 หมายความว่า หากบริษัทที่ใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย (Big4) มีสภาพคล่องของการซื้อขายที่สูงขึ้น จะส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผล ส่วนแบบที่ไม่มีเทอมปฏิสัมพันธ์ พบว่าบริษัทที่ใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย (Big4) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE, DVC และ DVP) ที่อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 หมายความว่า หากบริษัทที่ใช้บริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย (Big4) จะส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น ผลการวิเคราะห์นี้ให้ความสัมพันธ์ทางบวก ซึ่งให้ผลต่างจากการวิเคราะห์เมื่อไม่ได้พิจารณาความสมมาตรร่วมด้วย เนื่องจากได้นำเรื่องของผลกระทบของข้อมูลเข้ามาพิจารณาเพิ่ม โดยพิจารณาจากความอสมมาตรของข้อมูล ซึ่งผลกระทบด้านข้อมูลของการซื้อขาย เป็นตัวช่วยกำหนดการจ่ายเงินปันผล จากตาราง 2 และ 3 สามารถบอกได้ว่า ความโปร่งใสของข้อมูลเป็นตัวที่ส่งผลต่อทิศทางการจ่ายเงินปันผล คือ มีผลในเรื่องของการตัดสินใจจ่ายหรือไม่จ่ายเงินปันผล เมื่อพิจารณาสมการที่ไม่มีเทอมปฏิสัมพันธ์ พบว่าบริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย (Big4) มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจ่ายเงินปันผล โดยบริษัทที่มีความโปร่งใส ช่วยให้มีการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น ซึ่งความโปร่งใสที่เพิ่มขึ้นไม่ได้ทำให้ความสัมพันธ์ของสภาพคล่องของการซื้อขายและการจ่ายเงินปันผลเปลี่ยน นักลงทุนยังสามารถจำลองการจ่ายเงินปันผลของตัวเองได้ (Homemade Dividend) แต่เมื่อมีเทอมปฏิสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องและบริษัทผู้ตรวจสอบบัญชีรายใหญ่ 4 ราย ส่งผลให้ทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างสภาพคล่องของการซื้อขายและอัตราการจ่ายเงินปันผลเปลี่ยนจากทางลบเป็นทางบวก มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลเพียงแค่นี้เรื่อง ช่วยให้มีการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลมากขึ้น ตามที่ Becker et al. (1998, pp. 1-24) ได้กล่าวว่า การใช้บริษัทผู้ตรวจสอบ

บัญชีรายใหญ่ 4 ราย (Big4) สามารถช่วยลดความอสมมาตรของข้อมูล ส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้บริษัทที่มีความโปร่งใสของข้อมูล ยังสามารถหาแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้น สามารถกู้เงินได้ง่ายกว่าบริษัทที่ไม่มี ความโปร่งใส และมีผลต่อการระดมทุน คือ ช่วยให้มีต้นทุนที่ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่มี ความโปร่งใส อีกทั้งดอกเบี้ยที่จ่าย สามารถนำมาเป็นค่าใช้จ่ายในการลดหย่อนภาษีได้ บริษัทที่มีความโปร่งใส ยังช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือของความสามารถในการชำระหนี้ให้แก่บริษัท จึงหาแหล่งเงินทุนเพื่อนำไปลงทุนได้ง่ายกว่าบริษัทที่ไม่มี ความโปร่งใส (Sukhahuta, 2018, pp. 104-120) ส่วนตัวแปรควบคุมพบว่า ขนาดของบริษัท โอกาสในการเติบโต ความสามารถในการทำกำไร ความมั่นคงทางการเงิน และสัดส่วนการถือครองหุ้นที่ใหญ่ที่สุด มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

3. สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นไม่มีความสัมพันธ์อัตราการจ่ายเงินปันผล (DVE, DVC และ DVP) กรณีพิจารณาปัญหาตัวแทนที่แตกต่างกันร่วมด้วย

จากตาราง 4 พบว่า สภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล จึงไม่สามารถสรุปได้ว่าการที่กระแสเงินสดส่วนเกินส่งผลกระทบต่อการจ่ายเงินปันผลในทิศทางใด

สรุปผลจากการศึกษา ชี้ให้เห็นว่า เมื่อสภาพคล่องของการซื้อขายหุ้นมากขึ้น ส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผลที่ลดลง ให้ผลที่สอดคล้องกับแนวคิดเรื่อง Homemade Dividend ที่ว่า เมื่อมีการซื้อขายหุ้นในปริมาณมาก นักลงทุนสามารถสร้างเงินปันผลเองได้โดยไม่มีต้นทุน จึงทำให้มีการจ่ายเงินปันผลที่น้อยลง (Miller and Modigliani, 1961, pp. 411-433) แต่เมื่อนำประเด็นเรื่องความอสมมาตรของข้อมูลเข้ามาพิจารณาร่วมด้วย กลับให้ผลที่เปลี่ยนไปคือ ช่วยให้มีการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล อาจเนื่องมาจากเมื่อมีความโปร่งใสของข้อมูล เสมือนเป็นการเพิ่มการรับรู้ข้อมูลข่าวสาร ทำให้เกิดสภาพคล่องของการซื้อขายมากขึ้น ส่งผลให้มีการตัดสินใจที่จะจ่ายเงินปันผลที่มากขึ้นตามให้ผลสอดคล้องกับงานวิจัยของ Becker et al. (1998, pp. 1-24)



บรรณานุกรม (Bibliography)

- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. **Journal of Financial Market**, 5 (1), 31–56.
- Amihud, Y., Mendleson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. **Journal of Financial Economics**, 17, 223-249.
- Atcharawan, P. (2002). **Dividend, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: A Comparative Study of the Dividend Policies of Thai and U.S. Firms**. Master thesis, M.S. in Finance, Chulalongkorn University, Bangkok.
- Banerjee, S., Gatchev, V.A., Spindt, P.A. (2007). Stock market liquidity and firm dividend policy. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 42 (2), 369–397.
- Becker, C.L., DeFond, M.L., Jiambalvo, J., Subramanyam, K.R. (1998). The effect of audit quality on earnings management. **Contemporary Accounting Research**, 15 (1), 1-24.
- Behide, A. (1993). The hidden costs of stock market liquidity. **Journal of Finance Economics**, 34 (1), 31-51.
- Brennan, M.J., Thakor, A.V. (1990). Shareholder preference and dividend policy. **Journal of Finance**, 45(4), 993-1108.
- Chai, D., Faff, R. and Gharghori, P. (2010). New evidence on the relation between stock liquidity and measures of trading activity. **International Review of Financial Analysis**, 19 (3), 181-192.
- Coffee, J. (1991). Liquidity versus control: the institution investor as corporate monitor. **Columbia Law Review**, 91 (6), 1277-1368.
- Easterbrook, F.H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. **The American Economic Review**, 74(4). 650-659.
- Edmans, A., Fang, V., Zur, E. (2013). The effect of liquidity on governance. **Finance Review**, 26 (6), 1443–1482.
- Fama, E.F., MacBeth, J.D. (1973). Business conditions and expected returns on stocks and bonds. **Journal of Financial Economics**, 25, 23–49.
- Francis, B., Hasan, I., John, K. and Song, L. (2011). Corporate governance and dividend payout policy: a test using antitakeover legislation. **Financial Management**. 40 (1), 83-112.
- Holmstrom, B., Tirole, J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. **The Journal of Political Economy**, 101 (4), 678–709.
- Jiang, F., Ma, Y., Shi, B. (2017). Stock liquidity and dividend payouts. **Journal of Corporate Finance**, 42, 295–314.
- Jensen, M.C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finances and takeover. **The American Economic Review**, 76 (2), 323-329.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, 29 (2), 151-6.
- Jumreornvong, S. (2011). **Corporate Financial Management: Concepts and Applications (2nd ed.)**. Pathum Thani: Thummasat University Press.
- Kyle, A.s., Vila, J.L. (1991). Noise trading and takeovers. **The RAND Journal of Economics**, 22, 54-71.



- La Porta, R., Lopez-de Silanes, F., Sheifer, A. and Vishny, R., (2000). Agency problems and policies around the world. **Journal of Finance**, 55 (1), 1-33.
- Miller, M.H., Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **Journal of Business**, 34(4), 411-433.
- Minton, T. (2004). Corporate governance and dividend policy in emerging markets. **Emerging Markets Review**, 5(4), 409-426.
- Pastor, L. and Stambaugh, R.F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. **Journal of Political Economy**, 111, 642-685.
- Sukhahuta, D. (2018). Effect of Corporate Governance on Relationship between CEO Power and Cost of Debt. **BU Academic review**, 17(2), 104-120.
- The Security Exchange of Thailand. (2013). **Dividend Payment**. Retrieved April 10, 2017, from https://www.set.or.th/th/regulations/simplified_regulations/dividend_p1.html