



Corporate Governance Score and Signal on Dividend Policy in Lowering Agency Problem

*Dararat Sukkaew**

*Faculty of Business Administration,
Rajamangala University of Technology Rattanakosin, Thailand*

Received 4 March 2017, Received in revised form 25 March 2018,
Accepted 27 March 2018, Available online 1 April 2018

Abstract

This research focused on corporate governance scores and their signaling in relation to dividend payment policies in order to lower the incidence of agency problems. Panel data for the period 2009-2013 of listed companies in the SET, except those in the financial sector, was collected and analyzed using Ordered Probit models and Multivariate Probit models. The results indicated that corporate governance scores, free cash flow, previous dividend policy, profitability, firm size and leverage ratios were all significant factors in determining decisions concerning dividend payment policy. As a result, the findings confirmed that good corporate governance helped in reducing agency problems.

Keywords: Corporate Governance Scoring, Signaling, Dividend Policy

JEL Classifications: G34, O16, P34

* **Corresponding author:** Address: 96 Moo 3, Phutthamonthon Sai 5 Rd., Salaya, Buddha Monthon, Nakhonpathom 73170 Thailand Tel:+662889 4585 – 7. Email: dararat@rmutr.ac.th

คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ และการส่งสัญญาณเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน

ดาร์รัตน์ สุขแก้ว

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาเกี่ยวกับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ และการส่งสัญญาณเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน โดยเก็บข้อมูลแบบ Panel data ระหว่างปี ค.ศ. 2009-2013 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไม่รวมกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ใช้ประมาณค่าโดยวิธี ordered probit ผลการวิจัยพบว่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ กระแสเงินสดอิสระ การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ และภาระหนี้สินมีผลอย่างมีนัยสำคัญกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน

คำสำคัญ: คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ, การส่งสัญญาณ, นโยบายเงินปันผล

1. บทนำ

การบริหารงานของกิจการที่มีการแบ่งแยกระหว่างความเป็นเจ้าของและฝ่ายจัดการทำให้เกิดปัญหาตามมาซึ่งเรียกว่า ปัญหาความขัดแย้งของตัวแทน (Agency Problem) (Jensen & Meckling, 1976) ในเรื่องการเข้าถึงข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) โดยที่ฝ่ายจัดการในที่นี้หมายถึงผู้บริหาร ซึ่งจะรับรู้ข้อมูลข่าวสารภายในกิจการได้ดีกว่าเจ้าของที่เป็นผู้ถือหุ้น และอาจมีการบริหารงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าทำให้เกิดความขัดแย้งเกิดขึ้น (Conflict of Interest) กิจการจึงต้องมีต้นทุนในการจัดการที่เรียกว่า ต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) มากขึ้น เพื่อตรวจสอบการบริหารงานของฝ่ายจัดการให้เป็นไปตามที่เจ้าของหรือผู้ถือหุ้นต้องการ ซึ่งจากงานวิจัยของ La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny (2000) ได้ทดสอบกับกลุ่มตัวอย่างกว่า 400 บริษัท จาก 33 ประเทศทั่วโลก รวมถึงตลาดเกิดใหม่บางแห่งและพบหลักฐานที่สนับสนุนสมมติฐาน Agency Costs ขึ้นแรก ผู้วิจัยแบ่งประเทศออกเป็นสองประเภท ประเภทแรกคือประเทศที่มีกฎหมายคุ้มครองผู้ถือหุ้นส่วนน้อยในระดับดี ประเภทที่สองคือประเทศที่มีกฎหมายคุ้มครองผู้ถือหุ้นส่วนน้อยในระดับที่ต่ำ ขึ้นต่อมา วิเคราะห์ผลกระทบของการคุ้มครองนักลงทุนต่อการจ่ายเงินปันผล และทดสอบโดยใช้ Agency Model 2 รูปแบบ คือ 1. Outcome Models 2. Substitute Models โดยรูปแบบที่ 1 สรุปว่า ประเทศที่มีระบบการคุ้มครองที่ดีกว่า ผู้ถือหุ้นมีสิทธิที่ดีกว่าและสามารถทำให้บรรดาผู้จัดการจ่ายเงินได้ ผลก็คือ การจ่ายเงินปันผลเป็นผลของการคุ้มครองตามกฎหมายของผู้ถือหุ้น พวกเขาสันนิษฐานว่ายิ่งกฎหมายคุ้มครองมีประสิทธิภาพมากเท่าไร ผู้ถือหุ้นก็จะยิ่งได้สิทธิที่ดีขึ้นเท่านั้น และต่อมาเงินปันผลจะได้รับเงินมากขึ้นสิ่งอื่น ๆ ก็เหมือนกัน รูปแบบที่ 2 มีการคาดการณ์ไว้ว่า บรรดาผู้จัดการสามารถใช้เงินปันผลเพื่อสร้างชื่อเสียงหากพวกเขาต้องการที่จะเข้าตลาดทุนเพื่อระดมทุนจากภายนอก ในประเทศที่มีการคุ้มครองผู้ถือหุ้นต่ำ บริษัทอาจจะต้องการสร้างชื่อเสียงที่ดีสำหรับการปฏิบัติของพวกเขาคือการจ่ายเงินปันผลเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นนั่นคือเงินปันผลทำหน้าที่เป็นตัวแทนสำหรับการคุ้มครองตามกฎหมายของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่โดยสันนิษฐานว่า มีการคาดหวังว่าในประเทศที่มีการคุ้มครองผู้ถือหุ้นต่ำจะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่านอกนั้นเท่าๆ กันหมดผลลัพธ์สนับสนุน รูปแบบ Outcome Agency ของการจ่ายเงินปันผล คือ ในประเทศที่ผู้ถือหุ้นได้รับการคุ้มครองที่ดี บริษัทจ่ายเงินปันผลให้มากกว่า นอกจากนี่ยังพบว่า บริษัทที่ทำงานอยู่ในประเทศเหล่านี้และมีอัตราการเติบโตอย่างรวดเร็วของการจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าบริษัทของพวกเขาที่อยู่ในอีกกลุ่มที่มีอัตราการเจริญเติบโตช้า หมายความว่าผู้ถือหุ้นใช้อำนาจของตนตามกฎหมายที่จะบังคับให้ผู้จัดการจ่ายเงินสดเมื่อโอกาสในการลงทุนอยู่ในระดับต่ำ การศึกษาของ La Porta et al.(2000) สอดคล้องกับคำอธิบาย Agency Costs ของนโยบายการจ่ายเงินปันผล ที่สามารถลดความขัดแย้งระหว่างบุคคลภายในและบุคคลภายนอกหรือผู้ถือหุ้นได้ เขาสรุปว่าข้อมูลของเขาแสดงให้เห็นว่าวิธีการลดต้นทุนตัวแทนซึ่งมีความเกี่ยวข้องอย่างมากต่อความเข้าใจในนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัททั่วโลก

การกำกับดูแลกิจการจึงเป็นเครื่องมือในการบริหารงานให้มีความโปร่งใสและสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้เสียในการปฏิบัติหน้าที่ของฝ่ายบริหาร (Nam & Nam, 2004) นับตั้งแต่ปี พ.ศ. 2544 เป็นต้นมา สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) โดยการสนับสนุนของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ได้สำรวจและรายงานข้อมูลการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน เป็นการกระตุ้นให้บริษัทจดทะเบียนพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการอย่างต่อเนื่องและจริงจัง โดยผู้มีส่วนได้เสียได้นำผลการประเมินไปเป็นข้อมูลตัดสินใจในด้านต่าง ๆ สอดคล้องกับทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่ว่า การมีข้อมูลที่ไม่สมดุลกันระหว่าง Insider (ผู้จัดการและผู้บริหาร) กับ Outsider (ผู้ถือหุ้น) เป็นช่องว่างระหว่างบุคคลภายในกับบุคคลภายนอกทำให้มีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน นอกจากนี้การจ่ายเงินปันผลยังเป็นวิธีหนึ่งที่จะลดปัญหาตัวแทน เรื่องความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นสนใจว่าผู้จัดการจะสามารถนำทรัพยากรของบริษัทไปใช้ในทางที่เป็นประโยชน์เพื่อผู้ถือหุ้น (Jensen & Meckling, 1976) ส่วนผู้จัดการที่เห็นแก่ประโยชน์ส่วนตนอาจจะนำเงินไปใช้ในทางที่ไม่เป็นประโยชน์ หรือไปลงทุนในโครงการที่เป็น Negative NPV

ดังนั้นเพื่อลดปัญหาด้านการบริหารกิจการ ผู้บริหารควรจะนำกระแสเงินสดส่วนเกินให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยการจ่ายเงินปันผล หรือซื้อหุ้นคืน (Esterbrook, 1984 ; Jensen, 1986)

การศึกษาครั้งนี้จึงมุ่งทดสอบเกี่ยวกับการนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่จะส่งสัญญาณ (Signaling) ข้อมูลของกิจการ และการลดปัญหาตัวแทน จากการที่กิจการมีกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) และการใช้คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ

2. แนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การส่งสัญญาณ และการลดต้นทุนตัวแทนโดยใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผล

ทฤษฎีเกี่ยวกับการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) การมีข้อมูลที่ไม่สมมูลกันระหว่าง Insider (ผู้จัดการและผู้บริหาร) กับ Outsider (ผู้ถือหุ้น) เป็นช่องว่างระหว่างบุคคลภายในกับบุคคลภายนอกทำให้มีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน Lintner (1956) ได้เสนอว่า กิจการมีแนวโน้มที่จะเพิ่มการจ่ายเงินปันผลเมื่อผู้จัดการเชื่อว่าผลประกอบการเพิ่มขึ้นในระยะยาว ได้อย่างถาวร ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลย่อมเป็นการส่งผ่านข้อมูลเกี่ยวกับการคาดการณ์ของผู้บริหารในเรื่องผลประกอบการ เมื่อกิจการเพิ่มการจ่ายเงินปันผล ย่อมเป็นการส่งสัญญาณที่เป็นบวกให้แก่นักลงทุน ผู้บริหารคาดว่ากิจการจะสามารถจ่ายเงินปันผลในระดับที่สูงขึ้นได้ในอนาคต และแสดงถึงราคาหุ้นในตลาดที่มีแนวโน้มสูงขึ้น (Suwanna, 2012)

งานวิจัยในอดีตพบว่า การส่งสัญญาณโดยการจ่ายเงินปันผลกับผลการดำเนินงานของกิจการ Scott, Petty & Keown (1999) กล่าวว่าอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการคาดการณ์กำไรในอนาคตของกิจการ ทั้งนี้การวัดผลการดำเนินงานมีหลายแนวทาง ในที่นี้จะกล่าวใน ส่วนทางด้านบัญชี คือความสามารถในการทำกำไร (Profitability) วัดจาก ROA พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกเพราะไม่ต้องเก็บเงินไว้สำหรับการลงทุนในอนาคตจึงนำมาจ่ายเงินปันผลได้ (Jensen Solbery &, Zoun, 1992) และยังพบว่า ROA มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจ่ายเงินปันผลสำหรับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ถือหุ้นทราบว่าอาจจะมีกำไรในอนาคต (Harada & Nguyen, 2005 ; Ramli , 2010) นอกจากนี้การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา ก็เป็นการส่งสัญญาณของการจ่ายเงินปันผลในปีต่อไปได้ (Suwanna, 2012)

ในเรื่องต้นทุน ตัวแทนตามสมมติฐานตลาดทุนที่สมบูรณ์แบบของ M&M คือ ไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตามในทางปฏิบัติสมมติฐานนี้เป็นที่น่าสงสัยว่า เจ้าของบริษัทจะแยกออกจากผู้บริหารอย่างไร ในกรณีนี้ผู้บริหารมักจะเป็นตัวแทนที่ไม่สมบูรณ์แบบของผู้ถือหุ้น (ผู้ว่าจ้าง) เนื่องจากผลประโยชน์ของผู้จัดการไม่ได้มีความจำเป็นเหมือนกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น พวกเขาอาจจะดำเนินการกระทำที่มีค่าใช้จ่ายแก่ผู้ถือหุ้น เช่น การใช้จ่ายไปกับสิทธิพิเศษที่ไม่จำเป็น หรือการลงทุนเกินจริง ผู้ถือหุ้นจึงต้องเสียค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการตรวจสอบพฤติกรรมของผู้จัดการ ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับต้นทุนตัวแทน (Agency costs) นี้ เป็นผลมาจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้จัดการของบริษัท การจ่ายเงินปันผลอาจจะทำหน้าที่ในการจัดสรรผลประโยชน์และลดปัญหาระหว่างผู้จัดการและผู้ถือหุ้น โดยการลดเงินทุนเกี่ยวกับการตัดสินใจที่สามารถใช้ได้ให้แก่ผู้จัดการ (Rozeff, 1982; Easterbook, 1984 ; Jensen, 1986 ; Alli, Khan & Ramirez, 1993) โดยแนวทางในการลด Agency Costs นั้น สามารถทำได้ผ่าน 2 แนวทาง ได้แก่ การสร้างภาระผูกพันให้คณะผู้บริหาร (Bonding) ด้วยการให้คณะผู้บริหารมีส่วนได้ส่วนเสียร่วมกับบริษัทด้วย โดยการให้สัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทแก่ผู้บริหาร (Managerial Ownership) ก็จะมีแรงจูงใจในการบริหารงานที่เปลี่ยนไป จากที่เคยได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินเดือนเพียงอย่างเดียวเป็นการบริหารงานเพื่อเพิ่มมูลค่าของกิจการด้วยในฐานะเจ้าของกิจการ การตรวจสอบการบริหารงานของคณะผู้บริหาร (Monitoring) สามารถช่วยในการลด Agency Costs ที่เกิดขึ้น และช่วยให้การบริหารงานดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยกลไกการตรวจสอบนั้นสามารถแบ่งได้เป็นกลไกการตรวจสอบภายในและกลไกการตรวจสอบภายนอก การตรวจสอบภายในของบริษัทนั้น คือจากผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของบริษัทแต่ในทางปฏิบัติแล้ว ผู้ถือหุ้นอาจกระจายตัวมากเกินไปที่จะ

ตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารงานได้ และมีต้นทุนซึ่งผู้ที่ทำการตรวจสอบจะต้องเป็นผู้ที่รับภาระต้นทุนซึ่งผู้ที่ไม่ได้ตรวจสอบจะทำให้เกิดปัญหา Free Rider ดังนั้นเพื่อแก้ปัญหาจึงต้องแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทขึ้นมาเพื่อเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหาร เนื่องจากคณะกรรมการที่เป็นบุคคลภายนอกจะมีความชำนาญและเป็นมืออาชีพมากกว่า อีกทั้งยังไม่มีความสัมพันธ์ส่วนบุคคลกับคณะผู้บริหาร ส่วนกลไกการตรวจสอบภายนอกนั้น ต้องอาศัยเครื่องมือทางอ้อมโดยการให้ระบบตลาดเป็นผู้ตรวจสอบแทน เครื่องมือนี้นี้ได้แก่ การจ่ายเงินปันผล เพราะในขณะที่บริษัทจ่ายเงินปันผลออกไป บริษัทจะไม่มีเงินทุนสำหรับการลงทุน ทำให้จำเป็นต้องระดมทุนเพิ่ม ซึ่งต้องผ่านกระบวนการตรวจสอบต่าง ๆ ของตลาดทุน

อีกแนวทางในการลดต้นทุนตัวแทนโดยการ Monitoring คือการใช้คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) เป็นองค์กรที่มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการส่งเสริมการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทย ให้มีประสิทธิภาพทัดเทียมกับมาตรฐานสากล เพื่อสร้างผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้น และทำให้เศรษฐกิจไทยเจริญเติบโตอย่างมั่นคงถาวร โดยจัดทำรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report of Thai Listed Companies-CGR) โดยเริ่มครั้งแรกในปี พ.ศ. 2544 ซึ่งมีการจัดกลุ่มคะแนนและประกาศรายชื่อบริษัทที่ได้คะแนนตั้งแต่ 70 คะแนนขึ้นไปต่อสาธารณะชน เพื่อเป็นข้อมูลในการตัดสินใจของผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย ซึ่งเมื่อบริษัทสามารถจัดให้มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีแล้วย่อมส่งผลต่อการดำเนินงานด้านอื่น ๆ

งานวิจัยในอดีตของ Gruszcqynski (2006) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของระดับคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับผลการดำเนินงานในประเทศโปแลนด์ พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญ เช่นเดียวกับ Brown and Caylor (2004) โดยสามารถกำหนดสมมติฐานเกี่ยวกับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา และกระแสเงินสดอิสระได้ดังนี้

H_1 : คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

H_2 : การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

H_3 : กระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

นอกจากนี้เพื่อเป็นการสนับสนุนผลการศึกษาว่าการกำกับดูแลกิจการมีผลหรือไม่ จึงได้ควบคุมปัจจัยต่าง ๆ ดังนี้

1. ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ส่วนทางด้านบัญชีนั้นความสามารถในการทำกำไร (Profitability) วัดจาก ROA พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกเพราะไม่ต้องเก็บเงินไว้สำหรับการลงทุนในอนาคตจึงนำมาจ่ายเงินปันผล Jensen, Solberg & Zorn (1992) พบว่า ROA มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจ่ายเงินปันผลสำหรับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ถือหุ้นทราบว่าอาจจะมีจ่ายเงินปันผลในอนาคต (Harada & Nguyen, 2005 ; Ramli, 2010)

2. อัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลสัญญาณการก่อหนี้จะมีผลต่อการจ่ายเงินปันผลเพราะต้องเตรียมเงินส่วนหนึ่งไว้ชำระหนี้ก่อน งานวิจัยพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบ (Kouki & Guizani, 2009; Guizani, 2012)

3. ขนาดและอายุของกิจการ ตามทฤษฎี The Life -Cycle Theory บริษัทขนาดใหญ่และเติบโตเต็มที่มีแนวโน้มมี Free cash flow สูงย่อมแสดงถึงการก่อตั้งมาเป็นเวลานาน ดังนั้นจะมีการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าบริษัทขนาดเล็กที่เพิ่งเกิดใหม่ (Fama & French, 2001) เพราะบริษัทขนาดเล็กเพิ่งเริ่มดำเนินการ ผลการดำเนินงานอาจยังไม่มีกำไร และมีโอกาสที่จะขยายการลงทุนมากกว่าบริษัทใหญ่ จึงจำเป็นต้องใช้เงินทุนมาก ทำให้การจ่ายเงินปันผลน้อย เช่นเดียวกับบริษัทที่มีขนาดของสินทรัพย์มากกว่าหรือใหญ่กว่าจะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก (Ramli, 2010)

3. การเก็บรวบรวมข้อมูล

ผู้วิจัยรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) แบบ (Panel Data) จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2552-2556 ส่วนผลการดำเนินงานจากฐานข้อมูลของ SETSMART โดยมีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 1,924 กลุ่มตัวอย่าง ในการวิจัยนี้ไม่เก็บข้อมูลบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนจำนวน 220 กลุ่มตัวอย่าง และกลุ่มการบริษัทที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลผิดปกติที่เกิน 100 จำนวน 127 กลุ่มตัวอย่าง คงเหลือกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย จำนวน 1,577 กลุ่มตัวอย่าง

4. แบบจำลอง

แบบจำลองในงานวิจัยนี้เป็นแบบจำลอง Ordered Probit ที่กำหนดให้ตัวแปรอิสระ มีค่าดังต่อไปนี้ บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลมีค่าเท่ากับ 0, บริษัทที่จ่ายเงินปันผลน้อยกว่าปีที่ผ่านมา มีค่าเท่ากับ 1, บริษัทที่จ่ายเงินปันผลเท่ากับปีที่ผ่านมา มีค่าเท่ากับ 2, บริษัทที่จ่ายเงินปันผลมากกว่าปีที่ผ่านมา มีค่าเท่ากับ 3 ซึ่งเป็นการวัดค่าแบบระดับอันดับ (Ordinal Level) และใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression Model) ซึ่งในงานวิจัยนี้ใช้วิธีประมาณค่า Ordered Probit ในการวิเคราะห์ระดับการจ่ายเงินปันผล โดยใช้ตัวแปรแฝง (I) เป็นเส้นตรงดังนี้

$$I_{it} = X_{it}\beta_1 + u_{it}$$

โดยสามารถกำหนดแบบจำลอง Ordered Probit ดังนี้

$$\begin{aligned} -\infty < \Pr(Y=0) &\leq \frac{1}{1+e^{-(I+\tau_1)}} \\ \frac{1}{1+e^{-(I+\tau_1)}} < \Pr(Y=1) &\leq \frac{1}{1+e^{-(I+\tau_1+\tau_2)}} \\ \frac{1}{1+e^{-(I+\tau_1+\tau_2)}} < \Pr(Y=2) &\leq \frac{1}{1+e^{-(I+\tau_1+\tau_2+\tau_3)}} \\ \frac{1}{1+e^{-(I+\tau_1+\tau_2+\tau_3)}} < \Pr(Y=3) &\leq \infty \end{aligned}$$

เมื่อ $\Pr(Y=j)$ คือ ความน่าจะเป็นที่ $Y=j$ โดยที่ $j=0$ คือ นโยบายจ่ายเงินปัน กรณีสบริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล 1 คือ บริษัทที่จ่ายเงินปันผลน้อยกว่าปีที่ผ่านมา, 2 คือ บริษัทที่จ่ายเงินปันผลเท่ากับปีที่ผ่านมา และ 3 คือ บริษัทที่จ่ายเงินปันผลมากกว่าปีที่ผ่านมา ใช้การประมาณค่าแบบ Maximum Likelihood โดยที่การใช้แบบจำลองดังกล่าวมาจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จะประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราคงที่แต่ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานในแต่ละปี

ตารางที่ 1: การวัดค่าตัวแปร

ตัวแปร	การวัดค่า	งานวิจัยในอดีต
ตัวแปรตาม		
นโยบายการจ่ายเงินปันผล	บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล = 0	
(Y1 _{it})	บริษัทที่จ่ายเงินปันผลน้อยกว่าปีที่ผ่านมา = 1	
	บริษัทที่จ่ายเงินปันผลเท่ากับปีที่ผ่านมา = 2	
	บริษัทที่จ่ายเงินปันผลมากกว่าปีที่ผ่านมา = 3	
ตัวแปรอิสระ		
คะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ	วัดโดย (0,1) แทนค่า	Gruazqcynski (2006), Brown and Caylor (2004)
CG_3 _{it}	บริษัทที่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับ 3 = 1	
	บริษัทที่ไม่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับ 3 = 0	
CG_4 _{it}	บริษัทที่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับ 4 = 1	
	บริษัทที่ไม่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับ 4 = 0	
CG_5 _{it}	บริษัทที่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับ 5 = 1	
CG_h _{it}	บริษัทที่ไม่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการระดับ 5 = 0	
	บริษัทที่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการ ตั้งแต่ระดับ 3 ขึ้นไป = 1	
	บริษัทที่มีคะแนนประเมินการกำกับดูแลกิจการ ตั้งแต่ระดับ 3 ขึ้นไป = 0	
การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา	วัดโดย (0,1) แทนค่า	Lintner (1956), Suwanna (2012)
(D_lag1)	บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา = 1	
	บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา = 0	
กระแสเงินสดอิสระ (FCF _{it})	กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหารสินทรัพย์รวม	Baba (2009), Adjaoud & Ben-Amar (2010), Thanatawee (2013)
ตัวแปรควบคุม		
ความสามารถในการทำกำไร (PROFIT _{it})	กำไรจากการดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวม	Ramli (2010), Harada and Nguyen (2005), Fama and French (2001),
อัตราส่วนหนี้สิน (LEV _{it})	หนี้สินรวม ณ วันสิ้นปี หารด้วยสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี	Guizani (2012), Shama (2011), Gugler and Yurtoglu (2003)
ขนาดของกิจการ (SIZE _{it})	วัดจากลอการิทึมของยอดขายสินทรัพย์รวม	Ramli (2010), Gugler and Yurtoglu (2003), Fama and French (2001)
อายุของกิจการ (AGE _{it})	วัดจากจำนวนปีวันจัดตั้งบริษัทจนถึงปีที่ทำการศึกษา	Fama and French (2001), Amderson and Reeb (2003), Harada and Nguyen (2005)

ที่มา : ผู้จัดทำ

ตารางที่ 2 : ผลการประมาณค่าวิธี Random Effects-Ordered Probit

	Random Effects -Ordered Probit (Y1it=0,1,2,3)	
	แบบจำลอง (1)	แบบจำลอง (2)
CG_3it	0.2870***	
CG_4it	0.2870***	
CG_5it	0.4190***	
CG_hit		0.3000***
D_lag1	0.9100***	0.9170***
FCFit	0.0007	0.0006
PROFITit	0.0477***	0.0478***
LEVit	-0.0045***	-0.0044***
SIZEit	0.0611**	0.0707***
AGEit	0.0029	0.0027
cut1	2.1060***	2.2510***
cut2	3.6470***	3.7890***
cut3	3.6830***	3.8250***
sigma2_u	0.0781	0.0760
Random Effects	✓	✓
Year Effects	✓	✓
จำนวนข้อมูลทั้งหมด	1577	1577
จำนวนบริษัท	377	377
Log-likelihood	-1427.0	-1427.8
Chi-squares Test	502.8	502.7

หมายเหตุ : * p < 0.1, ** p < 0.05, *** p < 0.01

ที่มา : ประมาณค่าโดยผู้จัดทำ

จากตารางที่ 2 แสดงผลการวิเคราะห์การประมาณค่าโดยวิธี Random Effects -Ordered Probit เพื่อหา นโยบายการจ่ายเงินปันผลตามนโยบายของบริษัท โดยการวิเคราะห์ผล 2 แบบจำลองคือ แบบจำลอง (1) พบว่าคะแนน การประเมินการกำกับดูแลกิจการ(CG) ทั้ง 3 ระดับ และการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (D_lag1) ความสัมพันธ์เชิงบวก กับการจ่ายเงินปันผล แต่กระแสเงินสดอิสระ (FCF)ไม่พบความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ ทั้งนี้ปัจจัยอื่นที่เป็นตัวแปรควบคุม ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร (PROFIT) ที่วัดจาก ROA อัตราส่วนหนี้สิน (LEV) และ ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลเช่นเดียวกัน แต่อายุของกิจการ (AGE) ไม่พบ ความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ ส่วนแบบจำลอง (2) มีการเปลี่ยนตัวแปรจากคะแนนการ ประเมินการกำกับดูแลกิจการแต่ละระดับเป็นคะแนนการกำกับดูแลกิจการรวม และตัวแปรอื่น ๆ เหมือนกัน การวิจัยนี้ พบผลที่ไม่แตกต่างกัน

5. การทดสอบยืนยันผล (Robustness check)

โดยเงื่อนไขในการ Robustness Check ใช้แบบจำลอง Bivariate Probit ดังต่อไปนี้

$$I_{2it} = X_{2it}\beta_2 + u_{2it}$$

$$I_{3it} = X_{3it}\beta_3 + u_{3it}$$

แบบจำลอง Bivariate Probit

$$\Pr(Y_{2it} = 1 \& Y_{3it} = 1) = \Phi(I_{2it}, I_{3it})$$

โดยที่ $\Phi(\cdot)$ คือ Cumulative Normal Probability Distribution

$$y_2 = 1 \text{ if } \text{pay dividend } y_2^* > 0, \quad 0 \text{ otherwise}$$

$$y_3 = 1 \text{ if } \text{pay increase } y_3^* > 0, \quad 0 \text{ otherwise}$$

$$E[\varepsilon_1 | x_1, x_2] = E[\varepsilon_2 | x_1, x_2] = 0$$

$$\text{Var}[\varepsilon_1 | x_1, x_2] = \text{Var}[\varepsilon_2 | x_1, x_2] = 1$$

$$\text{Cov}[\varepsilon_1, \varepsilon_2 | x_1, x_2] = \rho$$

โดย Y2 = 1 กรณีที่จ่ายเงินปันผล
 = 0 กรณีที่ไม่จ่ายเงินปันผล
 Y3 = 1 กรณีที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น
 = 0 กรณีที่จ่ายเท่าเดิมหรือลดลง

ตารางที่ 3: ผลการประมาณค่าวิธี Bivariate Probit

	Bivariate Probit			
	แบบจำลอง 3		แบบจำลอง 4	
	(Y2)	(Y3)	(Y2)	(Y3)
CG_3 _{it}	0.2930**			
CG_4 _{it}	0.4480***			
CG_5 _{it}	0.7180***			
CG_h _{it}			0.3960***	
D_lag1	1.6250***		1.6590***	
FCF _{it}	0.0126**	0.0238***	0.0122**	0.0238***
PROFIT _{it}	0.1040***	0.0263***	0.1040***	0.0263***
LEV _{it}	-0.0118***	-0.0107***	-0.0114***	-0.0107***
SIZE _{it}	0.1150***	0.1760****	0.1380**	0.1760***
AGE _{it}		0.0001		0.0001

	Bivariate Probit			
	แบบจำลอง 3		แบบจำลอง 4	
	(Y2)	(Y3)	(Y2)	(Y3)
Constant	-3.2840***	-1.6950***	-3.6630***	-1.6950***
atrho21	0.0076*	0.0076*	0.0065*	0.0065*
Year Effects	✓	✓	✓	✓
จำนวนข้อมูลทั้งหมด	1577		1577	
จำนวนบริษัท	377		377	
Log-likelihood	-1120.6*		-1123.0	
Chi-squares Test	648.1***		649.2***	

หมายเหตุ : * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

ที่มา : ประมาณค่าโดยผู้จัดทำ

จากตารางที่ 3 แสดงผลการวิเคราะห์ในการประมาณค่าโดยวิธี Bivariate Probit เพื่อเป็นการทดสอบยืนยันผล (Robustness check) โดยการวิเคราะห์ผล 2 แบบจำลองคือ แบบจำลอง (3) เพื่อหาการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล พบว่าคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ(CG) ทั้ง 3 ระดับ และการจ่ายเงิน ปันผลในปีที่ผ่านมา (D_lag1) และ กระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้ปัจจัยอื่นที่เป็นตัวแปรควบคุม ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร (PROFIT) ที่วัดจาก ROA อัตราส่วนหนี้สิน (LEV) และ ขนาดของกิจการ (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลเช่นเดียวกัน แต่อายุของกิจการ (AGE) ไม่พบความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ ส่วนการหาระดับการจ่ายเงินปันผล พบว่า กระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล ส่วนปัจจัยอื่นที่เป็นตัวแปรควบคุมมีผลเช่นเดียวกัน สรุปได้ว่าการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจะมีจำนวนเท่าเดิม ลดลง หรือเพิ่มขึ้นขึ้นอยู่กับการมีกระแสเงินสดอิสระของบริษัท ส่วนแบบจำลอง (4) มีการเปลี่ยนตัวแปรจากคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการแต่ละระดับเป็นคะแนนการกำกับดูแลกิจการรวม และตัวแปรอื่น ๆ เหมือนกัน พบผลที่ไม่แตกต่างกัน

สรุปว่าการทดสอบยืนยันผล (Robustness check) โดยการประมาณค่าโดยวิธี Bivariate Probit มีผลการศึกษาเช่นเดียวกับการประมาณค่าโดยวิธี Random Effects -Ordered Probit โดยมีส่วนแตกต่างกันในเรื่องการมีกระแสเงินสดอิสระจะสามารถอธิบายความสัมพันธ์ถึงระดับของการจ่ายเงินปันผลมากกว่าการจ่ายตามนโยบายของบริษัท

6. สรุปผลการศึกษา

การจ่ายเงินปันผลสามารถส่งสัญญาณเกี่ยวกับการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล และแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลของกิจการ โดยพิจารณาจากคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ(CG) ซึ่งเป็นกลไกของการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับผู้ถือหุ้น และการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา เนื่องจากเงินปันผลคือ การส่งสัญญาณของความคาดหวังของบริษัท ในอนาคต Lintner (1956) ได้ศึกษาศึกษาพฤติกรรมของบริษัทในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล พบว่าบริษัทส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับการรักษาระดับเงินปันผลให้คงที่ และพยายามจะไม่เปลี่ยนแปลง เพราะเชื่อว่านักลงทุนพร้อมที่จะตัดสินใจลงทุนหากบริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอ ในขณะที่ปัจจัยอื่น ๆ ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไรที่วัดจาก ROA ที่เป็นการส่งสัญญาณให้แก่ผู้ถือหุ้นในทางที่ดีเช่นกัน รวมถึงขนาดของกิจการ ส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลและแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น (Ramli, 2010) ส่วนในเรื่องอัตราส่วนหนี้สิน สัญญาณการก่อหนี้

ส่งสัญญาณต่อการจ่ายเงินปันผลและแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลที่ลดลง เพราะต้องเตรียมเงินส่วนหนึ่งไว้ชำระหนี้ก่อน (Guizani, 2012; Gugler & Yurtoglu, 2003) แต่อายุของกิจการไม่สามารถสรุปได้ นอกจากนี้การที่กิจการมีกระแสเงินสดอิสระ และนำไปจ่ายเงินปันผลนั้นเป็นการลดปัญหาตัวแทนได้ทางหนึ่ง(Esterbrook, 1984 ; Jensen, 1986)

ข้อเสนอแนะ สำหรับผู้บริหาร เพื่อใช้ในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่จะส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลประกอบการของกิจการ สำหรับผู้ถือหุ้นและนักลงทุนเพื่อประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์โดยเฉพาะการลงทุนระยะยาวที่ต้องการเงินปันผลสามารถพิจารณาจากการจ่ายเงินปันผลในอดีตควบคู่กับผลการดำเนินงานปัจจุบัน รวมถึงคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการ ส่วนหน่วยงานกำกับดูแลนำไปพัฒนากฎเกณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการต่อไป

Acknowledgement

Researcher really appreciates Rajamangala University of Technology Rattanakosin for granting fund of this research and Assoc. Prof. Tatre Jantarakolica, Lecturer at Faculty of Economics, Thammasat University for all recommendation to accomplish this research.

References

- Adjaoud, F., Ben-Amar, W. (2010). Corporate governance and dividend policy: Shareholders' protection or expropriation?. *Journal of Business Finance and Accounting*, 37(5-6), 648-667.
- Anderson, R., & Reeb, D. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- Baba, N. (2009). Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(2), 163-174.
- Brown, L.D. and Caylor, M.L., (2004). Corporate governance and firm performance. *Working paper*, Georgia State University. Retrieved from form: <http://www.ssrn.com>.
- Easterbrook, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(1), 67-79.
- arinha, J. (2003). Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (9-10), 1173-1209.
- Gugler, K., Yurtoglu, B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in germany. *European economic Review*, 47(4), 731-758.
- Guizani, M. (2012). Ownership control discrepancy and dividend policy: Evidence from Tunisia. *International Business Research*, 5(1), 127-139.
- Gruszczynski, M. (2004). Financial distress of companies in Poland. *Warsaw School of Economic*, 10(4), 249-256
- Harada, K., Nguyen, P. (2005). Dividend change context and signaling efficiency in Japan. *Pacific Basin finance Journal*, 13(5), 504-522.
- Jensen, G., Solberg, D., & Zorn, T. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247-263.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kouki, M., Guizani, M. (2009). Ownership structure and dividend policy evidence from the tunisian stock market. *European Journal of Scientific Research*, 25(1), 42-53.
- La Porta, R., Florencio, L., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.

- Nam, S., & Nam, I., (2004). Corporate governance in Asia: Recent evidence from Indonesia, Republic of Korea, Thailand and Malaysia. Paper presented at Review of governance in Asia seminar, 10 Nov 2003, Tokyo, Japan. Retrieved from <http://www.adbi.org>.
- Ramli, N. (2010). Ownership structure and dividend policy evidence from Malaysian companies. *International Review of Business Research Papers*, 6(1), 170-180.
- Scott, D. , Jr., Martin, J., Petty, J., & Keown, A.(1999). *Basic financial management*. New Jersey: Prentice Hall International.
- Sharma, V. (2011). Independent directors and the propensity to pay dividends. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1001-1005.
- Suwanna, T. (2012). Impacts of dividend announcement on stock return. *Procedia-Social And Behavioral Sciences*, 40, 721-725.
- Thanatawee, Y. (2013). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*, 5 (1), 121-132.