



ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ
ที่มีต่อนโยบายการจ่ายปันผล

โดย

นางสาวฐานภา ธนศิริรัตน์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบัญชีและการบริหารการเงิน)
สาขาวิชาการบัญชีและการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2563
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ
ที่มีต่อนโยบายการจ่ายปันผล

โดย

นางสาวฐานภา ธนศิโรรัตน์



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบัญชีและการบริหารการเงิน)
สาขาวิชาการบัญชีและการบริหารการเงิน
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ปีการศึกษา 2563
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

THE IMPACT OF A CREDIT RATING CHANGE ON DIVIDEND POLICY

BY

MISS THANAPA THANASIRORAT



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF THE
REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE

(ACCOUNTING AND FINANCIAL MANAGEMENT)

ACCOUNTING AND FINANCIAL MANAGEMENT

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY

THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2020

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวฐานภา ธนศิริรัตน์

เรื่อง

ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือที่มีต่อนโยบายการจ่ายปันผล

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบัญชีและการบริหารการเงิน)

เมื่อ วันที่..... 31 พ.ค. 2564

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

.....
(รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

.....
(รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์)

คณบดี

.....
(ศาสตราจารย์ ดร.รุธิร์ พนมยงค์)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือที่มีต่อ นโยบายการจ่ายปันผล
ชื่อผู้เขียน	นางสาวฐานภา ธนศิริโรจน์
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต (การบัญชีและการบริหารการเงิน)
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบัญชีและการบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์
ปีการศึกษา	2563

บทคัดย่อ

การมีอันดับเครดิตจะทำให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายขึ้น เนื่องจากอันดับเครดิตจะสะท้อนถึงความสามารถในการชำระหนี้ ยิ่งถ้าได้รับอันดับเครดิตที่ดี ก็จะมีต้นทุนทางการเงินมากขึ้น เนื่องจากการแสดงให้เห็นว่ามีความน่าจะเป็นที่จะมีการผิดนัดชำระหนี้ที่น้อย แต่อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตจะต้องได้รับการทบทวนอย่างสม่ำเสมอ อย่างน้อยปีละครั้ง กล่าวคือ อันดับเครดิตสามารถเปลี่ยนแปลงได้ ในส่วนของนโยบายการจ่ายปันผลนั้น ถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนจะพิจารณาเมื่อจะตัดสินใจลงทุน โดยมีหลายทฤษฎีที่อ้างว่า พฤติกรรมของนักลงทุนได้รับผลกระทบมาจากอัตราการจ่ายปันผล และบริษัทจะมีการจ่ายปันผลเพื่อเป็นการส่งสัญญาณบอกนักลงทุนให้ทราบถึงสถานะในอนาคตของบริษัท

งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตต่อกรกับนโยบายการจ่ายปันผล โดยได้ทำการศึกษาบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับโดยบริษัททริสเรตติ้ง จำกัด และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยเก็บข้อมูลระหว่างปี พ.ศ. 2554 – 2563 มีจำนวน 39 บริษัท รวมทั้งสิ้น 303 กลุ่มตัวอย่าง และวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้วิธี Pool OLS Regression ร่วมกับการใช้วิธี Random Effect Model ในการศึกษา

จากการศึกษาพบว่า การเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตทั้งการปรับขึ้นและปรับลง ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ โดยหากบริษัทได้รับการปรับอันดับเครดิตพบว่า บริษัทจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายปันผล เนื่องจากผู้บริหารเกรงว่าการเพิ่มการจ่ายปันผลจะไปเป็นการเพิ่มความคาดหวังให้แก่กลุ่มนักลงทุนว่า บริษัทจะมีระดับการจ่ายปันผลที่สูงตลอดไป แต่ในส่วนของการปรับอันดับเครดิตลงนั้น เมื่อทำการวิเคราะห์โดยยังไม่ใส่ตัวแปรควบคุมเข้าไป พบว่าการปรับ

อันดับเครดิตลงมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือ หากบริษัทถูกปรับอันดับเครดิตลง จะมีการจ่ายปันผลที่ลดลง อย่างไรก็ตาม เมื่อทำการเพิ่มตัวแปรควบคุมจากการทบทวนวรรณกรรมที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่ออัตราการจ่ายปันผลเข้าไปในการวิเคราะห์นั้น กลับพบว่า การปรับอันดับเครดิตลงไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่า ตัวแปรควบคุมที่ได้เพิ่มเข้าไบนั้น ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลมากกว่า เนื่องจาก พบว่ามีตัวแปร 3 ตัวที่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยงทางการเงิน และกระแสเงินสด ในขณะที่ตัวแปรควบคุมที่เหลืออย่าง ขนาด โอกาสในการเติบโต และ ความเสี่ยงของกิจการ ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ

คำสำคัญ: การเปลี่ยนแปลง, อันดับเครดิต, อัตราการจ่ายปันผล

Independent Study Title	THE IMPACT OF A CREDIT RATING CHANGE ON DIVIDEND POLICY
Author	Miss Thanapa Thanasirorat
Degree	Master of Science (Accounting and Financial Management)
Major Field/Faculty/University	Accounting and Financial Management Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Monvika Phadoongsitthi, Ph.D.
Academic Year	2020

ABSTRACT

Rated firms with better credit ratings may more easily access capital markets than unrated firms. High rated firms are able to attract investors, because credit rating reflects debt repayment ability and lower probability of default. However, a full credit review should be done at least once annually. The results of review may be an upgrade, downgrade or affirmation of the extant rating. As for dividend policy, it is an important factor that many investors consider when making investment decisions. Many theories claim that investor behavior is affected by dividend payout or that companies use dividends as indicators conveying information about future firm performance to the market.

The objective of this independent study was to study the relationship between changes in company credit rating and dividend policy. 303 samples were derived from 39 companies with credit ratings issued by Thai Rating and Information Services Co., Ltd. (TRIS Rating) and listed on the Stock Exchange of Thailand (SET) from 2011 to 2020. Data was analyzed by pooled ordinary least squares (OLS) regression with a random effects model.

Results were that no significant relationship existed between credit rating change, whether up- or downgrade, and dividend payout. For upgraded firms,

managers were unwilling to increase dividends due to investor perception that higher dividend rates must be maintained. Alternately, data analyzed without control variables indicated that downgraded firms had a significant negative relationship with dividend payout. Downgraded firms tended to decrease dividend payments. Nevertheless, adding control variables suggested in a literature review and reanalysis revealed no significant relationship between downgraded firms and dividend payout, probably because three control variables had stronger significant relationships with dividend payment. The findings also indicated that profitability, financial leverage, and cash flow were significantly related to firm payout ratio. Other control variables such as size, growth opportunities, and firm risk had no significant relationship with dividend payout.

Keywords: Change, Credit Rating, Dividend Payout.

กิตติกรรมประกาศ

การค้นคว้าอิสระนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความกรุณาและอนุเคราะห์เป็นอย่างดีจากหลายฝ่าย จึงขอขอบพระคุณทุกท่านมา ณ ที่นี้

ขอขอบพระคุณรองศาสตราจารย์ ดร.มนวิภา ผดุงสิทธิ์ อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ ที่ได้สละเวลาในการให้คำปรึกษา คำแนะนำต่าง ๆ ที่เป็นประโยชน์ ตลอดจนแนวทางในการแก้ไขปัญหาที่เกิดขึ้น รวมทั้งการตรวจทานงานค้นคว้าอิสระ เพื่อให้งานค้นคว้าอิสระถูกต้อง ครบถ้วน และสมบูรณ์ และขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ ดร.สมชาย สุภัทรกุล ที่ให้เกียรติมาเป็นประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ อีกทั้งยังให้คำแนะนำและข้อคิดเห็นต่าง ๆ เพื่อปรับปรุงให้การค้นคว้าอิสระฉบับนี้มีความถูกต้องและสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ขอขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่านที่ได้อบรมสั่งสอนและให้ความรู้ รวมถึงเจ้าหน้าที่หลักสูตร IBMP ทุกท่านที่คอยให้ความช่วยเหลือ ประสานงานที่เกี่ยวข้อง และอำนวยความสะดวกตลอดระยะเวลาที่ทำการศึกษา

นอกจากนี้ ขอขอบพระคุณครอบครัวที่คอยเป็นกำลังใจและให้การสนับสนุนมาโดยตลอด รวมถึงเพื่อน ๆ ทุกคน โดยเฉพาะ รัก พ้อยพลอย และเบส ที่ให้ความช่วยเหลือ ให้กำลังใจ อันเป็นส่วนให้ผู้วิจัยทำการค้นคว้าอิสระฉบับนี้จนเสร็จสมบูรณ์ลุล่วงไปได้ด้วยดี

สุดท้ายนี้ หากมีข้อบกพร่องหรือข้อผิดพลาดประการใดในการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ ผู้วิจัยขอน้อมรับและขออภัยมา ณ ที่นี้

นางสาวฐานภา ธนศิริโรจน์

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(3)
กิตติกรรมประกาศ	(5)
สารบัญตาราง	(9)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญ	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	2
1.3 ขอบเขตของการวิจัย	2
1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	4
2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	4
2.1.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายปันผล	4
2.1.1.1 Dividend Irrelevance Theory	4
2.1.1.2 Bird-In-Hand Theory	4
2.1.1.3 Dividend Signaling	4
2.1.2 ความสำคัญของอันดับความน่าเชื่อถือและการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ	5
2.1.3 การจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดย บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด	7
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	7
2.2.1 อันดับความน่าเชื่อถือและการจ่ายปันผล	7

	(7)
2.2.2 ปัจจัยเพิ่มเติมที่ส่งผลต่อการจ่ายปันผลของกิจการ	10
2.3 กรอบแนวคิดการวิจัย	13
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	14
3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	14
3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล	14
3.2.1 ข้อมูลอันดับความน่าเชื่อถือขององค์กร (Company Rating)	14
3.2.2 ข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)	14
3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	15
3.3.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)	15
3.3.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)	15
3.3.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variable)	15
3.4 สมมติฐานการวิจัย	17
3.5 การวิเคราะห์ข้อมูล	17
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	19
4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	19
4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	22
4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น (Multiple Regression Analysis)	23
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	29
5.1 สรุปผลการวิจัย	29
5.2 ข้อจำกัดของการวิจัย	30
5.3 ข้อเสนอแนะของการวิจัย	31

รายการอ้างอิง	32
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก สัญลักษณ์และนิยามอันดับเครดิต	37
ภาคผนวก ข อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการประเมินอันดับเครดิตของบริษัท ทั่วไป	40
ภาคผนวก ค ผลจากโปรแกรมสำเร็จรูปทางเศรษฐกิจ	42
ประวัติผู้เขียน	43



สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
4.1 จำนวนบริษัทและกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา	19
4.2 จำนวนรายการของกลุ่มตัวอย่าง จำแนกตามการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต ระหว่างปี พ.ศ. 2554 – 2562	20
4.3 ค่าเฉลี่ยแต่ละตัวแปรของกลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต กลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตขึ้น และ กลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการ ปรับอันดับเครดิตลง	20
4.4 ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วย Pairwise Correlation	22
4.5 การทดสอบ โดยใช้ Hausman Test	24
4.6 ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตกับอัตรา การจ่ายปันผล ในสมการที่ 1,2 ด้วย Pool OLS Regression และ Random Effect Model (REM)	25

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญ

อันดับความน่าเชื่อถือหรืออันดับเครดิตนั้น เป็นที่รู้จักกันดีว่าจะต้องได้รับการจัดอันดับโดยสถาบันจัดอันดับที่ถูกรับรอง (Credit Rating Agencies) โดยบริษัทส่วนใหญ่ก็มักจะต้องการให้กิจการของตนได้รับการจัดอันดับเครดิต เนื่องจากการมีอันดับเครดิตจะทำให้สามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่าย หรือทำให้สามารถระดมทุนได้ง่ายขึ้น เนื่องจากอันดับเครดิตนั้นจะสะท้อนถึงความสามารถในการชำระหนี้ ยิ่งถ้าได้รับอันดับเครดิตที่ดี หรืออยู่ในระดับน่าลงทุน (Investment Grade) ก็ยังดึงดูดนักลงทุนมากขึ้น เนื่องจากการแสดงให้เห็นว่า มีความน่าจะเป็นที่จะมีการผิดนัดชำระหนี้ที่น้อย ดังนั้นจึงเป็นการดีสำหรับบริษัทที่ได้รับอันดับเครดิตสูง อย่างไรก็ตามอันดับเครดิตที่ได้รับนั้น สถาบันจัดอันดับในประเทศไทย อย่าง ทริสเรตติ้ง ได้มีการชี้แจงว่า อันดับเครดิตจะต้องได้รับการทบทวนอย่างสม่ำเสมอ อย่างน้อยปีละครั้ง นั่นแปลว่า อันดับเครดิตสามารถเปลี่ยนแปลงได้ ไม่ว่าจะเป็นการยกระดับ (Upgrade) หรือ ลดระดับ (Downgrade)

แต่ส่วนใหญ่แล้ว งานวิจัยในอดีตทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ ล้วนเป็นการศึกษาความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตกับปัจจัยต่าง ๆ ไม่ว่าจะเป็น โครงสร้างเงินทุน, การถือครองเงินสด, ราคาหุ้น, ตลาดหุ้น แต่การศึกษาความสัมพันธ์ของอันดับเครดิตและนโยบายการจ่ายปันผล ในประเทศไทยนั้นยังคงมีอยู่จำกัด โดยนโยบายการจ่ายปันผลนั้นถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนจะพิจารณาเมื่อจะตัดสินใจลงทุน ไม่ว่าจะเป็น จากทฤษฎี Bird-in-Hand ที่พบว่า พฤติกรรมของนักลงทุนได้รับผลกระทบมาจากอัตราการจ่ายปันผล อีกทั้ง ตามทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signalling Theory) โดย Bhattacharya (1979) ได้อ้างว่า กิจการจะมีการจ่ายปันผลเพื่อเป็นการส่งสัญญาณบอกนักลงทุนให้ทราบว่าบริษัทนั้นมีสถานะเป็นอย่างไรในอนาคต

แม้จะมีผู้ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ทั้งสองสิ่งนี้ในต่างประเทศ แต่งานวิจัยก็ยังอยู่จำกัด โดยในงานวิจัยที่ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของอันดับเครดิตและนโยบายการจ่ายเงินปันผล พบว่าการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตจะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายปันผล ซึ่งล้วนมีผลการศึกษาไปในทางเดียวกันว่า การเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตของบริษัทโดยการโดนปรับลง (Downgrade) จะส่งผลกระทบต่อนโยบายปันผล กล่าวคือ ผู้บริหารจะเริ่มมีการยอมปรับเปลี่ยนนโยบายการจ่ายปันผล (Asimakopoulou, Asimakopoulou and Zheng, 2021) มีการปรับลดการจ่ายปันผลลง หรืออาจจะถึงขั้นยกเลิกการจ่ายไปเลย (Khieu and Pyles, 2015 และ Shin, Lee

and Jeong, 2017) ในขณะเดียวกัน จากการศึกษาของ Kim and Kim (2019) พบว่า หากบริษัทได้รับอันดับเครดิตที่ดีกว่าจะทำให้ผู้บริหารกล้าจ่ายเงินปันผลมากขึ้นมากกว่าตอนที่บริษัทได้รับอันดับเครดิตที่ต่ำ

อย่างไรก็ตาม มีแนวคิดเกี่ยวกับเงินปันผลที่เรียกว่า Dividend Stickiness ซึ่งเป็นแนวคิดที่มีการคาดการณ์ว่า อัตราการจ่ายปันผลจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงไม่ว่าบริษัทจะได้รับการปรับอันดับเครดิตขึ้นหรือลง โดย Lintner (1956) ได้ทำการสัมภาษณ์ผู้บริหารจาก 28 บริษัท และพบว่าผู้บริหารนั้นล้วนตั้งเป้าที่จะจ่ายปันผลในระยะยาว ดังนั้นเมื่อกิจการได้เริ่มการจ่ายปันผลเป็นระยะเวลาหนึ่งแล้ว จะพยายามรักษาระดับการจ่ายปันผลไว้ นอกจากนี้ การศึกษาของ Skinner (2008) ก็ได้สนับสนุนแนวคิดนี้เช่นกัน โดยพบว่า บริษัทที่มีประวัติการจ่ายปันผลมาเป็นระยะเวลานานแล้ว จะยังคงจ่ายปันผลต่อไป เนื่องจากผู้บริหารไม่อยากจะขัดต่อนโยบายองค์กรที่ได้ปฏิบัติกันมา

การศึกษาในครั้งนี้จึงต้องการศึกษาผลกระทบที่เกิดขึ้นจากการที่บริษัทถูกปรับอันดับเครดิต ทั้งถูกปรับขึ้นและปรับลง ว่าส่งผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายปันผลหรือไม่ และหากส่งผลจะส่งผลอย่างไร โดยจะศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit Rating) กับนโยบายการจ่ายปันผล (Dividend Policy) ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษาในครั้งนี้จะศึกษาบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ โดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด (TRIS) และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยจะเป็นการศึกษาที่ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ระหว่างปี 2554 – 2563 ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน ได้แก่ ธนาคาร (Banking), เงินทุนและหลักทรัพย์ (Finance and Securities) และ ประกันภัยและประกันชีวิต (Insurance) เนื่องจากมีเกณฑ์ในการจัดทางการเงิน และ เกณฑ์ในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่แตกต่างจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

1.4 ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

1.4.1 ทำให้ทราบว่าการทบทวนอันดับความน่าเชื่อถือที่จัดทำ โดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือในไทยอย่างสม่ำเสมอ นั้น ส่งผลต่อการพิจารณานโยบายการจ่ายปันผลของผู้บริหาร สำหรับบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือไม่

1.4.2 นักลงทุนที่เน้นการลงทุนในบริษัทที่จ่ายปันผล สามารถนำข้อมูลที่ได้จากการศึกษาสำหรับประกอบการตัดสินใจลงทุนเพิ่มเติมได้



บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.1 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

2.1.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายปันผล

จากการศึกษา พบว่ามีทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายปันผล ดังนี้

2.1.1.1 Dividend Irrelevance Theory

Miller and Modigliani (1961) ได้อธิบาย Dividend Irrelevance Theory ไว้ว่า การจ่ายปันผล (Dividend Payout) ไม่ได้มีผลกระทบกับมูลค่าตลาดของกิจการ โครงสร้างเงินทุน และพฤติกรรมของนักลงทุนแต่อย่างใด อย่างไรก็ตาม ได้เกิดข้อโต้แย้งมากมาย เนื่องจากทฤษฎีนี้เป็นทฤษฎีที่อยู่ใต้สมมติฐานที่ว่า เป็น Perfect Capital Market ซึ่งสมมติฐานนี้ไม่มีทางเกิดขึ้นจริงบนโลก เนื่องจากบริษัทและนักลงทุนยังต้องจ่ายภาษี ยังมีอัตราเงินเฟ้อ ต้นทุนทางธุรกรรมเกิดขึ้น

2.1.1.2 Bird-in-Hand Theory

จากทฤษฎีที่อยู่ภายใต้สมมติฐานของ Miller and Modigliani นั้น ทำให้ Gordon (1963) และ Lintner (1964) ได้มีการเสนอทฤษฎีต่อมาก็คือ Bird-in-Hand Theory โดยเชื่อว่า อัตราการจ่ายปันผลของกิจการ จะส่งผลกระทบต่อพฤติกรรมของนักลงทุน ด้วยสมมติฐานที่ว่า นักลงทุนน่าจะต้องการผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield) มากกว่ากำไรจากส่วนต่างราคา (Capital Gain) เนื่องจากมีความเสี่ยงน้อยกว่าในระยะยาว อีกทั้งมีความเชื่อที่ว่า กิจการที่มีการจ่ายปันผลที่สูง น่าจะมีมูลค่ากิจการที่สูงด้วย

2.1.1.3 Dividend Signaling

ทฤษฎีการส่งสัญญาณนั้น เป็นทฤษฎีที่ผู้บริหารจะการใช้การตัดสินใจจ่ายปันผลในการถ่ายทอดข้อมูลภายในไปยังตลาด ซึ่ง Bhattacharya (1979) ก็ได้กล่าวถึงทฤษฎีนี้ไว้ว่า การตัดสินใจเกี่ยวกับการเงินปันผลของกิจการนั้น สามารถใช้เป็นสัญญาณได้ โดยบริษัทที่มีผลการดำเนินงาน มีโอกาสในการลงทุนที่ดี มักจะมีแนวโน้มที่จะจ่ายปันผล สูงกว่าบริษัทอื่น นอกจากนี้ Miller and Rock (1985) ก็พบเช่นเดียวกันว่า การส่งสัญญาณเกี่ยวกับการจ่ายปันผลนั้น สามารถช่วยลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Information Asymmetry) ได้อีกด้วย เนื่องจากเสมือนเป็นการทำให้ให้นักลงทุนรับรู้ข้อมูลภายใน เกี่ยวกับอนาคตของบริษัท

2.1.2 ความสำคัญของอันดับความน่าเชื่อถือและการเปลี่ยนแปลงของอันดับความน่าเชื่อถือ

อันดับความน่าเชื่อถือ หรือ อันดับเครดิต (Credit Rating) นั้น จะถูกจัดอันดับโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ เพื่อเป็นการประเมินความน่าเชื่อถือของทั้งตัวองค์กรที่เป็นผู้ออกตราสารหนี้ และประเมินความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้แต่ละตัวที่องค์กรนั้น ๆ ได้ออกมาเพื่อเสนอขายให้แก่นักลงทุน จากงานของ Listokin and Taibleson (2010) และ Tang (2006) พบว่าสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือเป็นตัวกลางสำคัญที่ช่วยลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูลระหว่างผู้ออกตราสารหนี้ (Issuers) และนักลงทุน (Investors) ในส่วนของผลการจัดอันดับเครดิตนั้นจะเป็นข้อมูลที่เป็นประโยชน์สำหรับประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน เนื่องจากอันดับเครดิตจะสะท้อนให้เห็นถึงความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ของผู้ออกตราสารหนี้ รวมถึงความสามารถในการชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยอีกด้วย เช่น หากมีอันดับเครดิตที่สูงก็จะสะท้อนว่ามีโอกาสในการผิดนัดชำระหนี้ที่ต่ำ

นอกจากนี้ยังพบว่านักลงทุนสถาบันส่วนใหญ่จะลงทุนในตราสารหนี้หรือหลักทรัพย์ที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตเท่านั้น หากผู้ออกตราสารหนี้รายใดไม่ได้รับการจัดอันดับเครดิต จะทำให้มีข้อจำกัดค่อนข้างมากในการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Sufi (2009) และ Khieu and Pyles (2015) ที่พบว่า การมีอันดับเครดิตจะช่วยให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้สะดวกยิ่งขึ้น โดยการได้รับการจัดอันดับเครดิตนอกจากจะช่วยลดข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนแล้ว ยังช่วยเพิ่มความสามารถในการเข้าถึงอีกด้วย

อย่างไรก็ตาม อันดับเครดิตนั้นสามารถเปลี่ยนแปลงได้ โดยอาจจะถูกปรับขึ้นหรือปรับลง ได้จากหลาย ๆ ปัจจัย ไม่ว่าจะเป็นส่วนที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจ ผลดำเนินงานทางการเงิน และปัจจัยแวดล้อมเพิ่มเติม ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมพบผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิต ดังนี้

จากงานของ Graham and Harvey (2001) ได้ระบุว่า อันดับเครดิตเป็นปัจจัยที่สำคัญเป็นอันดับที่สองที่ใช้ในการตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของบริษัท โดยผู้บริหารจะนำมาร่วมพิจารณาเมื่อต้องตัดสินใจเกี่ยวกับการจัดหาเงินทุน โครงสร้างเงินทุน หรือแม้แต่การลงทุน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kisgen (2006) ที่พบว่า อันดับเครดิตส่งผลกระทบต่อ การตัดสินใจเกี่ยวกับโครงสร้างเงินทุนของผู้บริหาร โดยพบว่าบริษัทที่มีแนวโน้มจะถูกปรับอันดับเครดิต ไม่ว่าจะขึ้นหรือลง จะไม่ค่อยอยากเพิ่มระดับหนี้สิน เมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่มีแนวโน้มจะมีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต นอกจากนี้ Kisgen (2009) ยังได้ทำการศึกษาเพิ่มเติมแล้วพบว่า บริษัทที่ถูกปรับอันดับเครดิตลง จะมีสัดส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้นลดลงประมาณ 1.5% – 2.0% เช่นเดียวกับ Tang (2009) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตของ Moody's ในปี 1982 และพบว่าบริษัทที่ถูกปรับอันดับเครดิตขึ้น จะมีการเพิ่มการลงทุนโดยเพิ่มหนี้สินระยะยาว เช่น การออกตราสารหนี้หุ้นกู้ที่เพิ่มขึ้น

นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตยังส่งผลกระทบต่อ การถือครองเงินสดของ บริษัทด้วยเช่นกัน โดยปกติแล้วบริษัทจะมีการจ่ายปันผลเฉพาะตอนที่มีการถือเงินสดเพียงพอ เนื่องจากหากมีอัตราการถือครองเงินสดที่ต่ำ อาจจะทำให้บริษัทถูกลดอันดับเครดิตได้ ซึ่งสอดคล้องกับงานของ Khieu and Pyles (2012) ที่พบว่า บริษัทที่ถูกปรับอันดับเครดิตลง จะมีการถือครองเงินสดเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะบริษัทที่ถูกปรับอันดับเครดิตจาก Investment Grade เป็น Speculative Grade เพื่อที่จะป้องกันไม่ให้เกิดความเสี่ยงทางการเงินขึ้น และสำหรับการปรับอันดับเครดิตขึ้นนั้น มีเพียงบริษัทที่รับการปรับอันดับเครดิตเป็นอันดับสูงสุด ที่มีการลดสัดส่วนการถือครองเงินสดลง อย่างไรก็ตามจากงานวิจัยของ วริษา วงษ์มาก (2017) กลับพบว่า บริษัทที่ถูกปรับอันดับเครดิตขึ้น จะมีการถือครองเงินสดที่เพิ่มขึ้น เพื่อที่จะต้องการรักษาอันดับเครดิตนั้นไว้ ซึ่งผลการวิจัยนี้สอดคล้องกับงานของ Kisgen (2006) ที่พบว่าบริษัทที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตขึ้นจะค่อนข้างมีความระมัดระวังในการใช้จ่ายเป็นพิเศษ เพื่อที่จะต้องการรักษาอันดับเครดิตใหม่ที่ได้มา

ยิ่งไปกว่านั้น มีหลายสมมติฐานได้อ้างว่า การที่บริษัทถูกปรับลดอันดับเครดิตลง ทำให้ต้นทุนในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนเพิ่มขึ้น ไม่ว่าจะเป็น ต้นทุนการกู้ยืม และ อัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวัง ซึ่งสอดคล้องกับงานของ Tang (2009) ที่พบหลักฐานว่า บริษัทที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตเพิ่มขึ้นจะสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนด้วยต้นทุนการกู้ยืมที่ต่ำกว่า และสามารถระดมทุนได้มากกว่าบริษัทที่ถูกปรับอันดับเครดิตลง เช่นเดียวกับ Purda (2011) ที่พบว่าการเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิตนั้นจะส่งผลกระทบต่อความสามารถของบริษัทในการระดมทุน โดยที่จะไม่มีการคำนึงถึงอันดับเครดิตก่อนหน้า

Mokoteli (2009) ได้กล่าวว่าการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตของบริษัท ถือเป็นสัญญาณที่แสดงถึง สุขภาพทางการเงินของบริษัท และ ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงนั้น ก็จะช่วยให้นักลงทุนและตลาด ทราบถึงโอกาสในอนาคตของบริษัท ว่าจะมีความสามารถในการชำระหนี้คืนให้แก่ เจ้าหนี้ และ ผู้ถือหุ้นหรือไม่ ซึ่งก่อนจะมีการถูกปรับอันดับเครดิต ผู้ใช้ข้อมูลและตัวบริษัทเองสามารถ สังเกตได้จากแนวโน้มอันดับเครดิตในอนาคต (Rating Outlook) ที่สถาบันจัดอันดับเครดิตได้ระบุไว้

2.1.3 การจัดอันดับความน่าเชื่อถือโดย บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด

ในประเทศไทยนั้น มีสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือ ที่ได้รับการรับรองจาก สำนักงานกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) อยู่ 2 แห่ง ได้แก่ บริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด และ บริษัท ฟิทช์ เรทติ้งส์ (ประเทศไทย) จำกัด

อย่างไรก็ตามทริสเรทติ้งนั้น มีการจัดอันดับเครดิตโดยใช้ เกณฑ์การจัดอันดับ ภายในประเทศ (National Scale) คือ อันดับเครดิตจากทริสเรทติ้ง จะแสดงระดับความน่าเชื่อถือ ของตราสารหนี้หรือองค์กร โดยเปรียบเทียบกับระดับความน่าเชื่อถือของตราสารหนี้หรือองค์กรที่อยู่ใน ประเทศไทยเท่านั้น แตกต่างไปจากอันดับเครดิตที่จัดโดยสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือจาก ต่างประเทศ ที่เป็นการเปรียบเทียบความน่าเชื่อถือระหว่างประเทศ (International Scale) ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงเลือกใช้เฉพาะบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตโดยทริสเรทติ้งเท่านั้น เนื่องจากต้องการ ศึกษาบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นหลัก ซึ่งบริษัทส่วนใหญ่เลือกใช้ ทริสเรทติ้งอีกด้วย

สำหรับการจัดอันดับเครดิตสำหรับธุรกิจทั่วไป ที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน และไม่ รวมถึงบริษัทที่มีลักษณะเป็นสินเชื่อโครงการ (Project Finance Company) และนิติบุคคลเฉพาะกิจ (Special Purpose Vehicle – SPV) โดยบริษัท ทริสเรทติ้ง จำกัด นั้น จะมีการวิเคราะห์ความเสี่ยง พื้นฐาน 2 ส่วน คือ ความเสี่ยงด้านธุรกิจ และ ความเสี่ยงด้านการเงิน ดังนี้

(1) การวิเคราะห์ความเสี่ยงด้านธุรกิจ

จะเน้นการประเมินความเสี่ยงของอุตสาหกรรมที่บริษัทนั้น ๆ อยู่เป็น หลัก โดยจะพิจารณาจากความผันผวนของรายได้และกำไรของบริษัทในอุตสาหกรรม แนวโน้มการ เติบโต และสภาพการแข่งขันภายในอุตสาหกรรม นอกจากนี้ยังพิจารณาถึง ความสามารถในการ แข่งขันของบริษัทเมื่อเทียบกับคู่แข่งในอุตสาหกรรมเดียวกัน ซึ่งจะวัดจากส่วนแบ่งทางการตลาด ขนาด ความหลากหลายของสินค้าหรือบริการ และประสิทธิภาพในการดำเนินงาน ตลอดจน ความสามารถในการสร้างและรักษาระดับกำไรของบริษัทดังกล่าว

(2) การวิเคราะห์ความเสี่ยงด้านการเงิน

จะใช้งบการเงินที่ได้รับการตรวจสอบและลงความเห็นจากผู้สอบบัญชีเป็นหลัก และจะใช้งบการเงินรวมมากกว่างบการเงินเดี่ยวในการวิเคราะห์ เนื่องจากงบการเงินรวมจะแสดงให้เห็นภาพรวมของกลุ่มบริษัทและยอดสุทธิจากรายการระหว่างกันที่เกิดขึ้น อีกทั้งทริสเรตติ้งจะใช้อัตราส่วนทางการเงินในการประเมินกระแสเงินสดและโครงสร้างทางการเงินของบริษัทนั้น ๆ ซึ่งอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญสำหรับการพิจารณา ได้แก่ อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน, อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย, อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย และ อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อแหล่งเงินทุน

หลังจากได้อันดับเครดิตเบื้องต้น (Anchor Rating) ออกมา จะมีการนำอันดับเครดิตนี้ไปพิจารณาเพิ่มเติมร่วมกับปัจจัยอื่น ๆ ที่เฉพาะของบริษัทนั้น ๆ และอาจจะรวมถึงความเสี่ยงของกลุ่มของธุรกิจ หากบริษัทนั้น ๆ เป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มด้วย ซึ่งการพิจารณาอาจจะส่งผลให้เกิดการเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิตได้ ซึ่งการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตเฉพาะของบริษัทนั้น มักจะมีการปรับไม่เกินหนึ่งอันดับ โดยทริสเรตติ้งมีการใช้สัญลักษณ์ตัวอักษรแสดงผลการจัดอันดับเครดิตไว้ 9 อันดับ ตั้งแต่ AAA ซึ่งเป็นอันดับสูงสุด จนถึง D ซึ่งเป็นอันดับต่ำสุด และยังมีการกำหนดแนวโน้มอันดับเครดิตออกเป็น 4 ระดับ ได้แก่ Positive, Stable, Negative และ Developing

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

2.2.1 อันดับความน่าเชื่อถือและการจ่ายปันผล

มีงานวิจัยจำนวนหนึ่งที่ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของการเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทกับนโยบายการจ่ายปันผล โดยมีขอบเขตและวิธีการวิจัยที่แตกต่างกันออกไป อย่างไรก็ตามผลการศึกษาล้วนไปในทิศทางเดียวกันทั้งสิ้น

Khieu and Pyles (2015) ได้ทำการศึกษาถึงอิทธิพลของการเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิตที่มีต่อนโยบายเงินปันผล และ นโยบายด้านการลงทุนของกิจการ โดยมุ่งเน้นไปที่การเปรียบเทียบผลกระทบโดยรวมของบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตกับบริษัทที่ไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลง ซึ่งได้ทำการศึกษากับบริษัทในสหรัฐอเมริกาที่ได้รับการจัดอันดับเครดิต โดย Standard and Poor's (S&P) ตั้งแต่ปี 1985 ถึงปี 2012 ยกเว้นบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มสาธารณูปโภค โดยมีการใช้เทคนิค Difference-In-Differences และใช้ Multiple Regression Model ในการทดสอบเพื่อหาตัวแปรที่อาจมีความสัมพันธ์กับเงินปันผลได้ โดยจากการทดสอบตัวแปร

เพิ่มเติม พบว่า มี 3 ตัวแปรที่ส่งผลต่อการจ่ายปันผล ได้แก่ ผลกำไร (Profit), ศักยภาพในการเติบโต (Growth Potential) และ ความเสี่ยงของกิจการ (Firm Risk)

จากการศึกษาผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตที่มีต่อเงินปันผลนั้น พบว่า บริษัทที่ถูกปรับลดอันดับเครดิตลง จะมีการลดการจ่ายปันผลลง แต่สำหรับบริษัทที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตขึ้นนั้น บริษัทจะไม่มีมีการปรับเปลี่ยนการจ่ายปันผลแต่อย่างใด เนื่องจากเกรงว่าหากมีการเพิ่มการจ่ายปันผลแล้ว อาจไปสร้างความคาดหวังให้แก่นักลงทุนว่าจะมีระดับการจ่ายปันผลที่สูงตลอดไป ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Myers (1984) ที่พบว่า ผู้บริหารจะไม่มีมีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายปันผล แม้ว่าบริษัทจะมีผลการดำเนินงานที่ดี เนื่องจากกังวลว่าจะถูกบังคับให้ต้องปรับลดในอนาคต

โดยผลการศึกษาชิ้นนี้ ก็สอดคล้องกับงานของ Shin, Lee and Jeong (2017) ที่ทำการศึกษการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตของ บริษัทในประเทศเกาหลีใต้ ระหว่างปี 1997 - 2015 โดยมีการใช้ Fixed Effects Panel Regression และ Logistic Regression ในการทดสอบ ซึ่งได้มีข้อสรุปว่า การเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตของกิจการนั้น ถือว่ามีบทบาทที่สำคัญในการตัดสินใจเกี่ยวกับเงินปันผล เนื่องจากพบว่า บริษัทที่ถูกปรับลดอันดับเครดิตจากระดับ Investment Grade มาเป็นระดับ Speculative Grade จะมีแนวโน้มที่จะลดสัดส่วนการจ่ายปันผล (Dividend Ratio) หลังจากที่ยกอันดับเครดิตถูกปรับลง และการที่ถูกปรับลดอันดับเครดิตลง ก็ทำให้มีแนวโน้มสูงที่จะมีการลดการจ่ายปันผลด้วยเช่นกัน โดยอาจจะถึงขั้นงดการจ่ายปันผลเลย

จากการศึกษาของ Asimakopoulous, Asimakopoulous and Zheng (2020) ที่ได้ทำการศึกษาถึงผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตของ 3 สถาบันจัดอันดับเครดิตหลัก ได้แก่ Moody's, Standard & Poor's และ Fitch ที่มีต่อการจ่ายปันผลแบบ Dividend Smoothing ของกิจการใน S&P 500 โดยมีการใช้ Logit Model เพื่อทดสอบการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายปันผล และ บริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิต โดยพบว่า เมื่ออันดับเครดิตของบริษัทถูกปรับลดลง บริษัทยอมที่จะไม่ปฏิบัติตามนโยบายที่ใช้อยู่ กล่าวคือ จากปกติที่จะมีการเพิ่มการจ่ายปันผลอย่างสม่ำเสมอจากการเติบโตของผลกำไรของบริษัท และจะยอมลดการจ่ายปันผลก็ต่อเมื่อไม่มีทางเลือกแล้วเท่านั้น เนื่องจากผู้บริหารต้องการให้กิจการมีการดำเนินงานได้ตามปกติจึงเลือกถือครองเงินสดมากขึ้น และเพื่อเพื่อสำหรับกรณีฉุกเฉิน

นอกจากนี้ยังมีงานวิจัยของ Kim and Kim (2019) ที่ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของคะแนนเครดิต (Credit Scores) กับนโยบายการจ่ายปันผลของบริษัท ในประเทศเกาหลีใต้ โดยจากการศึกษาพบว่า บริษัทที่ได้รับคะแนนเครดิตที่ดีกว่า จะมีการจ่ายปันผลที่สูงกว่า โดยเฉพาะในช่วงที่มี

วิกฤติเศรษฐกิจเกิดขึ้น เนื่องจากการที่บริษัทได้รับคะแนนเครดิตที่สูงนั้น จะทำให้ผู้บริหารมีความกล้าในการจ่ายปันผลมากกว่าเมื่อบริษัทได้รับคะแนนเครดิตที่ต่ำ

โดยจะเห็นว่าส่วนใหญ่แล้ว การที่บริษัทโดนลดอันดับเครดิตจะส่งผลให้การจ่ายปันผลเปลี่ยนแปลงไป ทั้งนี้ อาจมาจากการที่การถูกปรับลดทำให้บริษัทสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ยากขึ้น มีต้นทุนในการระดมทุนสูงขึ้น ไม่ว่าจะเป็นอัตราดอกเบี้ยหุ้นกู้ และเงินกู้จากธนาคารที่สูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับ Heller (2015) ที่ได้เสนอว่า การที่มีอันดับเครดิตที่สูงจะช่วยลดต้นทุนในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนภายนอกได้ นอกจากนี้ Fazzari, Hubbard and Petersen (1988) ก็ได้พบว่าบริษัทที่เผชิญกับข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน มักจะไม่ค่อยอยากจะมีการจ่ายปันผลที่สูง ยิ่งไปกว่านั้น Campello, Graham and Harvey (2010) ก็ได้ทำการสำรวจ และพบว่า ผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน มีแผนที่จะลดปันผลลง 14% อีกด้วย

จากการทบทวนวรรณกรรมและศึกษางานวิจัยในอดีต ทำให้สามารถบ่งชี้ได้ว่าการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตของกิจการ จะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการจ่ายปันผล

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงมีสมมติฐานสำหรับงานวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตลง (ขึ้น) จะมีอัตราการจ่ายปันผลที่ลดลง (เพิ่มขึ้น)

2.2.2 ปัจจัยเพิ่มเติมที่ส่งผลต่อการจ่ายปันผลของกิจการ

จากการทบทวนวรรณกรรมที่ผ่านมาพบว่ามีปัจจัยอื่นที่ส่งผลกระทบต่อ การจ่ายปันผลของกิจการ ซึ่งผู้วิจัยจะกำหนดให้เป็นตัวแปรควบคุม (Control Variable) ดังนี้

(1) ขนาดของกิจการ (Size)

Holder, Langrehr and Hexter (1998) และ Aivazian, Booth and Cleary (2003) พบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่าจะสามารถระดมทุนด้วยต้นทุนที่ถูกกว่า ทำให้สามารถเข้าถึงตลาดทุนได้ง่ายกว่า จึงทำให้ไม่จำเป็นต้องพึ่งพาแหล่งเงินทุนภายในอย่างกำเริบมากนัก ส่งผลให้มีความสามารถที่จะจ่ายปันผลที่สูงกว่า นอกจากนี้ Denis and Osobov (2008) ยังได้อ้างถึง Life Cycle Theory โดยชี้ว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่าจะถือว่ามี การเติบโตที่ค่อนข้างคงที่แล้ว ในขณะที่บริษัทที่เพิ่งเริ่มต้นจะพยายามหาช่องทางการลงทุนเพื่อเพิ่มการเติบโต ทำให้บริษัทที่เริ่มคงที่แล้วจะเลือกที่จะจ่ายปันผลต่อผู้ถือหุ้นแทนการลงทุน

(2) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

Fama and French (2001) พบว่า บริษัทที่มีผลกำไรสูงจะมีการจ่ายปันผลที่สูง และพบว่าบริษัทที่มีการจ่ายปันผลก็มักจะมีความสามารถในการทำกำไรที่สูงกว่าบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล ซึ่งสอดคล้องกับ Jensen (1986) ที่พบว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรที่สูง จะเลือกที่จะจ่ายปันผล เมื่อไม่จำเป็นต้องเพิ่มโอกาสในการลงทุนแล้ว รวมถึงสอดคล้องกับ Mitton

(2004) ที่พบเช่นกันว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการจ่ายปันผล ซึ่งอาจจะมาจากการที่บริษัทสามารถทำกำไรได้มากกว่า จึงมีเงินสดที่มากกว่าสำหรับการจ่ายปันผล โดย Naceur, Goaid and Belanes (2006) พบว่า เมื่อบริษัทมีความสามารถทำกำไรที่สูง พร้อมทั้งมีรายได้ที่คงที่ ก็ทำให้บริษัทสามารถบริหารจัดการกระแสเงินสดที่มากได้ดี ส่งผลให้มีการจ่ายปันผลสูงตามมา

(3) โอกาสในการเติบโต (Growth Opportunities)

DeAngelo, DeAngelo and Stulz (2006) ได้อ้างถึง Life Cycle Theory โดยอธิบายว่าบริษัทที่อยู่ในช่วงมันคงแล้ว จะมีแนวโน้มในการจ่ายปันผลสูงกว่า เนื่องจากสามารถทำกำไรได้ดีกว่า และไม่ได้ถูกดึงดูดจากโอกาสในการลงทุนเท่าไรแล้ว นอกจากนี้ Bezawada and Tati (2017) ได้เสนอว่าเป็นเรื่องปกติสำหรับบริษัทใหม่ ๆ ที่ยังมีโอกาสในการเติบโตอยู่ จึงเลือกที่จะไม่จ่ายปันผล และไปลงทุนในกิจกรรมต่าง ๆ แทน เพื่อสร้างโอกาสให้กับตัวเอง อย่างไรก็ตาม Higgins (1981) พบว่า บริษัทที่เติบโตเร็ว จะต้องการเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก โดย Ahmed and Javid (2008) มีแนวคิดที่ว่า บริษัทที่มีการเติบโตอย่างรวดเร็วจะมีการจ่ายปันผลที่สูงเพื่อเป็นการดึงดูดนักลงทุน

(4) ความเสี่ยงของกิจการ (Firm Risk)

Michaely, Grullon, and Swaminathan (2002) ได้เสนอว่า การที่กิจการอยู่ในสถานะที่มีความมั่นคงแล้ว สามารถใช้บ่งชี้ได้ว่าบริษัทนั้นมีความเสี่ยงน้อย โดยพบว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงน้อยจะมีการจ่ายปันผลมากกว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงมากกว่า ซึ่งสอดคล้องกับ D'Souza and Saxena (1999), Amidu and Abor (2006) และ Li and Zhao (2008) ที่พบว่าบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงมักจะมีแนวโน้มที่จะจ่ายปันผลน้อย

(5) ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Leverage)

Aivazian et al. (2003) พบว่า บริษัทที่มีการพึ่งพาแหล่งเงินทุน โดยการก่อหนี้เป็นหลัก ก็คือมีสัดส่วนหนี้สินที่สูง (Debt Ratio) จะมีแนวโน้มที่จะจ่ายปันผลน้อย เนื่องจากอาจทำให้เกิดข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ ซึ่งสอดคล้องกับ Rozeff (1982) ที่พบว่า ความเสี่ยงทางการเงินจำกัดความสามารถในการจ่ายปันผล เนื่องจากจำเป็นต้องสำรองกระแสเงินสดสำหรับจ่ายชำระหนี้

(6) กระแสเงินสดของกิจการ (Cash Flow)

จากสมมติฐาน Free Cash Flow ของ Jensen (1986) พบว่า ในกรณีที่กิจการมีเงินสดส่วนเกิน จะเป็นการดีกว่าที่จะนำเงินส่วนนั้นไปจ่ายเป็นเงินปันผล เนื่องจาก สามารถช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารได้ โดย Tijjani and Bello (2019) ก็พบเช่นกันว่าการจ่ายปันผลเมื่อมีกระแสเงินสดอิสระจะสามารถช่วยลดปัญหา Agency Problem ได้จากการที่ผู้บริหารอาจจะนำเงินไปลงทุนในโครงการที่ตนเองสนใจมากกว่าตามความต้องการของผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ Amidu and Abor (2006) พบว่าการมีสภาพคล่องที่ดีจะช่วยเพิ่มความสามารถในการจ่ายปันผลของกิจการ และโดยปกติแล้ว กิจการที่มีกระแสเงินสดที่คงที่ จะสามารถจ่ายปันผลได้ดีกว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดไม่คงที่

2.3 กรอบแนวคิดของการวิจัย



บทที่ 3

วิธีการวิจัย

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษาในครั้งนี้จะศึกษาบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ โดยบริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด (TRIS) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และได้รับการปรับอันดับเครดิตขึ้น หรือ ลงทุกบริษัท โดยจะเป็นการศึกษาที่ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ระหว่างปี พ.ศ. 2554 – 2563 ยกเว้นบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน ได้แก่ ธนาคาร (Banking), เงินทุนและหลักทรัพย์ (Finance and Securities) และ ประกันภัยและประกันชีวิต (Insurance) เนื่องจากมีเกณฑ์ในการจัดทำงานการเงิน และ เกณฑ์ในการจัดอันดับความน่าเชื่อถือที่แตกต่างจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้จะมีลักษณะเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยผู้วิจัยจะทำการเก็บรวบรวมข้อมูล ดังนี้

3.2.1 ข้อมูลอันดับความน่าเชื่อถือขององค์กร (Company Rating)

โดยข้อมูลอันดับความน่าเชื่อถือขององค์กร จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จะสามารถเก็บรวบรวมได้จากฐานข้อมูลในเว็บไซต์ของทริสเรตติ้ง (trisrating.com)

3.2.2 ข้อมูลทางการเงินของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

จะทำการเก็บจากฐานข้อมูลของ SETSMART (www.setsmart.com) ที่ได้รับการพัฒนาโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย งบการเงิน และ ข้อมูลจาก Datastream

3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

3.3.1 ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)

สำหรับอันดับเครดิตนั้นจะทำการแปลงเป็นตัวเลข (Numerical Score) โดยเริ่มตั้งแต่อันดับเครดิตที่สูงที่สุดตั้งแต่ AAA = 1, AA+ = 2, AA = 3, AA- = 4, A+ = 5, A = 6, A- = 7, BBB+ = 8, BBB = 9, BBB- = 10, BB+ = 11, BB = 12, BB- = 13, B+ = 14, B = 15, B- = 16, C+ = 17, C = 18, C- = 19, และสิ้นสุดที่ C = 20 เนื่องจากจะไม่รวมบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตเป็น D (Default)

ในการพิจารณาการเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิตว่าเป็นการปรับขึ้น หรือปรับลงนั้น หากบริษัทมีการปรับขึ้นของอันดับเครดิต ตัวเลขที่ได้จากการแปลงอันดับเครดิตจะมีค่าลดลง ในทางตรงกันข้าม หากบริษัทโดนปรับอันดับเครดิตลงตัวเลขนี้อาจมีค่าเพิ่มขึ้น โดยผู้วิจัยจะกำหนดให้ตัวแปรหุ่น (Dummy) เป็น “1” หากมีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต และตัวแปรหุ่นจะถูกกำหนดเป็น “0” หากไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต ในช่วงเวลา t-1 ถึง t

3.3.2 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

สำหรับนโยบายการจ่ายปันผลนั้น จะทำการวัดโดยใช้อัตราการจ่ายปันผล ซึ่งจะคำนวณโดยใช้ สัดส่วนเงินปันผลจ่ายต่อสินทรัพย์รวม เนื่องจากอัตราการจ่ายปันผลต่อสินทรัพย์รวม เหมาะสมกว่าการใช้สัดส่วนปันผลที่เฉลี่ยด้วยกำไรสุทธิ เนื่องจากปัจจัยดังกล่าว มีความเป็นไปได้อย่างมากที่จะเกิดการตกแต่งข้อมูลทางบัญชีได้ตามงานของ Botoc and Pirtea (2014) โดยงานวิจัยในอดีตของ Li and Zhao (2008) และ Khieu and Pyles (2016) ได้มีการเลือกใช้สัดส่วนนี้เป็นตัวแทนสำหรับ อัตราการจ่ายปันผลเช่นกัน

ดังนั้น สามารถทำการคำนวณได้ ดังนี้

$$\text{Dividend Payout} = \frac{\text{Dividend Paid}}{\text{Total Asset}}$$

3.3.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variable)

จำนวน 6 ตัวแปร ดังนี้

(1) ขนาดของกิจการ (Size) จะทำการวัดด้วย ลอการิธึมธรรมชาติของสินทรัพย์ทั้งหมด กำหนดให้สัญลักษณ์แทนเป็น “Size”

(2) ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) จะทำการวัดด้วยกำไร (ขาดทุน) ก่อนรายการพิเศษ บวกดอกเบี้ยจ่าย เกลี่ยด้วยมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด กำหนดให้สัญลักษณ์แทนเป็น “Profit”

(3) โอกาสในการเติบโต (Growth Opportunities) จะทำการวัดด้วย Market to Book ratio อัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี กำหนดให้สัญลักษณ์แทนเป็น “Growth”

(4) ความเสี่ยงของบริษัท (Firm Risk) จะทำการวัดค่าจาก ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) ของค่าความคลาดเคลื่อนจากสมการถดถอย (Regression) ของผลตอบแทนรายวันของหุ้นบน ผลตอบแทนของพอร์ตที่ได้มีการถ่วงน้ำหนัก (Value-Weighted Market Portfolio) กำหนดให้สัญลักษณ์แทนเป็น “Risk”

(5) ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Leverage) จะทำการวัดโดยใช้ผลรวมของหนี้สินระยะยาวและ หนี้สินหมุนเวียน เกลี่ยด้วยสินทรัพย์ทั้งหมด กำหนดให้สัญลักษณ์แทนเป็น “Lev”

(6) กระแสเงินสดของกิจการ (Cash Flow) วัดค่าโดยใช้สัดส่วนของรายได้จากการดำเนินงานก่อนตัดค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย หักด้วยค่าใช้จ่ายในการลงทุน เกลี่ยด้วยสินทรัพย์รวม กำหนดให้สัญลักษณ์แทนเป็น “CF”

จากตัวแปรอิสระ ตัวแปรตาม และตัวแปรควบคุมในข้างต้น สามารถสร้างเป็นสมการทดสอบความสัมพันธ์ได้ดังนี้

$$DIV_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 Up_{i,t} + \beta_2 Down_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

$$DIV_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 Up_{i,t} + \beta_2 Down_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Profit_{i,t} + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 Risk_{i,t} + \beta_7 Lev_{i,t} + \beta_8 CF_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

กำหนดให้

$DIV_{i,t+1}$ = อัตราการจ่ายปันผลของบริษัท i ณ ปีที่ t+1

$Up_{i,t}$ = การปรับอันดับเครดิตขึ้นของบริษัท i ณ ปีที่ t

$Down_{i,t}$ = การปรับอันดับเครดิตลงของบริษัท i ณ ปีที่ t

$Size_{i,t}$ = ขนาดของบริษัทของบริษัท i ณ ปีที่ t

$Profit_{i,t}$	= ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท i ณ ปีที่ t
$Growth_{i,t}$	= โอกาสในการเติบโตของบริษัท i ณ ปีที่ t
$Risk_{i,t}$	= ความเสี่ยงของของบริษัท i ณ ปีที่ t
$Lev_{i,t}$	= ความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท i ณ ปีที่ t
$CF_{i,t}$	= กระแสเงินสดของบริษัท i ณ ปีที่ t
\mathcal{E}	= ค่าผิดพลาดจากการประมาณการ

3.4 สมมติฐานการวิจัย

ผู้วิจัยต้องการทดสอบว่า บริษัทที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตลง (ขึ้น) จะมีอัตราการจ่ายปันผลที่ลดลง (เพิ่มขึ้น) จึงทำการทดสอบสมมติฐาน ดังนี้

$H_0 : \beta_1 \geq 0$; ไม่พบการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ

$H_1 : \beta_1 \leq 0$; มีการเปลี่ยนแปลงของอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ

และ

$H_0 : \beta_2 \geq 0$; ไม่พบการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ

$H_1 : \beta_2 \leq 0$; มีการเปลี่ยนแปลงของอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ

3.5 การวิเคราะห์ข้อมูล

งานวิจัยนี้จะใช้การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างอันดับเครดิตที่มีการเปลี่ยนแปลงไป กับ อัตราการจ่ายปันผล โดยจะมีการวิเคราะห์ข้อมูล ด้วยวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ซึ่งเป็นข้อมูลที่งานวิจัยเชิงปริมาณต้องมีการดำเนินการ เพื่อทำการอธิบายข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา ไม่ว่าจะเป็น การแจกแจงความถี่, ค่าเฉลี่ย, ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน, ค่าพิสัย, ค่าสูงสุด และ ค่าต่ำสุด เป็นต้น

เนื่องจากข้อมูลที่น่ามาวิเคราะห์นั้น มีลักษณะของข้อมูลที่เป็นแบบ Panel Data กล่าวคือเป็นข้อมูลที่มีลักษณะของ Cross Section รวมกับ Time Series จึงสามารถทำการวิเคราะห์ได้ 3 วิธีด้วยกัน ดังนี้

(1) วิธี Pool OLS Regression เป็นการวิเคราะห์ที่จะไม่สนใจว่าหน่วยสำรวจ (Cross Section Unit) จะมีปัจจัยภายนอกเฉพาะตัวเข้ามากระทบหรือไม่ และบันทึกข้อมูลตามเวลา (Time Series Data) ไว้นานแตกต่างกันเพียงใด

(2) วิธี Fixed Effect Regression Model (FEM) เนื่องจากวิธี Pool OLS ไม่พิจารณาความผันแปรตามเวลาและความผันแปรตามหน่วยสำรวจ วิธีนี้จึงเป็นวิธีการวิเคราะห์เมื่อตัวแปรภายนอกไม่ผันแปรตามเวลา และมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ

(3) วิธี Random Effect Model (REM) เป็นวิธีการวิเคราะห์เมื่อตัวแปรภายนอกไม่สัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ และไม่ผันแปรตามเวลา

โดยงานวิจัยในครั้งนี้จะทำการวิจัยโดยใช้ทั้งวิธี Pool OLS Regression ร่วมกับวิธี Fixed Effect Regression Model หรือ Random Effect Model เนื่องจากข้อจำกัดของ Pool OLS ที่ได้กล่าวไปในข้างต้น ที่อาจจะทำให้ผลการวิเคราะห์ผิดเพี้ยนไปได้ โดยจะมีการทดสอบเพิ่มเติมโดยใช้ Hausman Test เพื่อทดสอบว่าระหว่าง Fixed Effect Regression Model กับ Random Effect Model เพื่อหาว่าวิธีใดเหมาะสมในการใช้กับแบบจำลองของงานวิจัยนี้ที่สุด

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

งานวิจัยนี้ได้ทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต กับ อัตราการจ่ายปันผลของบริษัท โดยจะแบ่งการวิเคราะห์ทางสถิติออกเป็น 3 ส่วน ดังนี้

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น (Multiple Regression Analysis)

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ คือ บริษัทที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตองค์กรโดย ทริสเรตติ้ง ระหว่างปี พ.ศ. 2554 – 2562 จากการเก็บข้อมูลพบว่ามีจำนวนทั้งสิ้น 194 บริษัท โดยเมื่อหักบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย บริษัทที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตตลอดช่วงที่ทำการศึกษา และบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน ทำให้เหลือกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 39 บริษัท หรือ 303 กลุ่มตัวอย่าง ดังที่แสดงไว้ในตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1

จำนวนบริษัทและกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา

		จำนวน
บริษัทที่ได้รับการจัดอันดับเครดิตโดยทริส เรตติ้ง		194
หัก	บริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน	48
	บริษัทที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	35
	บริษัทที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตตลอดช่วงที่ทำการศึกษา	52
	บริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	20
จำนวนบริษัททั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา		39
จำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดที่ใช้ในการศึกษา		303

โดยพบว่าจากกลุ่มตัวอย่าง 303 ตัวอย่าง มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตขึ้นทั้งสิ้น 42 ครั้ง และ มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตลง 21 ครั้ง รวมการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตทั้งสิ้น 63 ครั้ง ดังที่ได้แสดงไว้ในตารางที่ 4.2 แยกตามรายปี

ตารางที่ 4.2

จำนวนรายการของกลุ่มตัวอย่าง จำแนกตามการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต ระหว่างปี พ.ศ. 2554 – 2562

ปี	2554	2555	2556	2557	2558	2559	2560	2561	2562	รวม
ปรับอันดับ เครดิตขึ้น (Upgrade)	4	0	7	6	6	3	5	4	7	42
ปรับอันดับ เครดิตลง (Downgrade)	2	1	1	1	1	2	1	5	7	21

ตารางที่ 4.3

ค่าเฉลี่ยตัวแปรของกลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต กลุ่มตัวอย่างที่มีการปรับอันดับ
เครดิตขึ้น และกลุ่มตัวอย่างที่มีการปรับอันดับเครดิตลง

ตัวแปร (Variable)	กลุ่ม ตัวอย่าง ทั้งหมด	กลุ่มตัวอย่างที่ไม่มี การเปลี่ยนแปลง อันดับเครดิต	กลุ่มตัวอย่างที่ ได้รับการปรับ อันดับเครดิตขึ้น	กลุ่มตัวอย่างที่ ได้รับการปรับ อันดับเครดิตลง	T	P - Value
N	303	240	42	21		
DIV	0.0321	0.0329	0.0362	0.0147	3.309**	0.0020
Size	10.5638	10.5195	10.8329	10.5319	0.934	0.3570
Profit	0.0680	0.0688	0.0840	0.0265	6.858**	0.0000
Growth	2.5626	2.5088	3.4932	1.3161	4.519**	0.0000
Risk	0.0026	0.0027	0.0026	0.0020	0.808	0.4220
Lev	0.4220	0.4214	0.4066	0.4599	-0.839	0.4050
CF	0.0562	0.0594	0.0631	0.0053	2.323*	0.0240

** และ *มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

โดยที่ DIV คือ อัตราการจ่ายปันผล, Size คือ ขนาดของบริษัท, Profit คือ ความสามารถในการทำกำไร, Growth คือ โอกาสในการเติบโต, Risk คือ ความเสี่ยงของบริษัท, Lev คือ ความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท, CF คือ กระแสเงินสด และ T คือ การเปรียบเทียบค่าเฉลี่ยระหว่างกลุ่มตัวอย่างที่มีการปรับอันดับเครดิตขึ้น และกลุ่มตัวอย่างที่มีการปรับอันดับเครดิตลง

จากตารางที่ 4.3 ได้แสดงค่าเฉลี่ยของ ตัวแปรตามและตัวแปรควบคุม แยกตามกลุ่มตัวอย่าง จากทั้งหมด 303 ตัวอย่าง โดยเป็นกลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต 240 ตัวอย่าง กลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตขึ้น 42 ตัวอย่าง และ กลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตลง 21 อย่าง นอกจากนี้ยังแสดงผลการวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตขึ้น และกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตลง ด้วยค่าสถิติ T-test โดยพบว่า มี 4 ตัวแปร ได้แก่ อัตราการจ่ายปันผล ความสามารถในการทำกำไร โอกาสในการเติบโต และ กระแสเงินสด ที่พบว่ามีค่าเฉลี่ยระหว่าง 2 กลุ่มตัวอย่างไม่อย่างมีนัยสำคัญ โดยจะเห็นได้ว่าค่าเฉลี่ยของอัตราการจ่ายปันผลของกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตขึ้น สูงกว่ากลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตลงอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ในส่วนของตัวแปรควบคุมอย่างความสามารถในการทำกำไร โอกาสในการเติบโต และ กระแสเงินสด ก็มีค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตขึ้นสูงกว่า บริษัทที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตลงอย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกัน อย่างไรก็ตามสำหรับตัวแปรอื่น ๆ ได้แก่ ขนาดของบริษัท ความเสี่ยงของบริษัท และ ความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท ไม่พบว่ามีค่าเฉลี่ยระหว่างค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตขึ้นและกลุ่มตัวอย่างที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตลงแต่อย่างใด

4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

เพื่อป้องกันปัญหาที่ตัวแปรอาจมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) จึงได้ทำการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ ตัวแปรตามและตัวแปรควบคุม โดยใช้การทดสอบหาความสัมพันธ์คู่ (Pairwise Correlation)

ตารางที่ 4.4

ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ด้วย Pairwise Correlation

	DIV	Up	Down	Size	Profit	Growth	Risk	Lev	CF
DIV	1								
Up	0.0452	1							
Down	-0.1328*	-0.1095	1						
Size	-0.0264	0.0913	-0.0074	1					
Profit	0.5266**	0.1688**	-0.2977**	-0.0739	1				
Growth	0.2721**	0.1316*	-0.1199*	0.0723	0.4641**	1			
Risk	-0.0478	-0.0061	-0.0444	0.085	-0.0731	-0.0346	1		
Lev	-0.1752**	-0.0159	0.0264	-0.0469	-0.0982	-0.1126	0.0279	1	
CF	0.4868**	0.0362	-0.1796**	-0.0253	0.5111**	0.1624**	-0.0971	-0.0428	1

**, * มีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

จากตาราง 4.4 ที่แสดงผลการทดสอบ พบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ต่ำสุดอยู่ที่ -0.2977 และค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.5266 ทำให้ไม่พบว่า มีตัวแปรคู่ใดที่มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์มากกว่า 0.80 โดย Stevens (1992) ได้ระบุไว้ว่า หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ มีค่ามากกว่า 0.80 จะแสดงว่า ตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง ทำให้สามารถสรุปได้ว่า ไม่พบปัญหาตัวแปรมีความสัมพันธ์กันเอง จึงไม่จำเป็นต้องตัดตัวแปรตัวใดตัวหนึ่งออกไป

นอกจากนี้จากการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พบว่า ตัวแปรอัตราการจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับการปรับอันดับเครดิตลงอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่คาดไว้ อย่างไรก็ตามไม่พบว่าอัตราการจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการปรับอันดับขึ้นแต่อย่างใด

4.3 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณเชิงเส้น (Multiple Regression Analysis)

ในการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณเชิงเส้นเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต กับอัตราการจ่ายปันผลนั้น จำเป็นต้องมีการทดสอบว่าแบบจำลองนี้มีปัญหาความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนไม่คงที่หรือไม่ (Heteroskedasticity) ด้วยวิธี White's Test จากการทดสอบพบว่า ค่า P-value เท่ากับ 0.001 ทำให้สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก (H_0) ที่ว่าแบบจำลองนี้มีความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนคงที่ (Homoskedasticity)

White's test for H_0 : homoskedasticity

against H_a : unrestricted heteroskedasticity

$\chi^2(41) = 84.53$

Prob > $\chi^2 = 0.0001$

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	χ^2	df	p
Heteroskedasticity	84.53	41	0.0001
Skewness	10.28	8	0.2458
Kurtosis	1.03	1	0.3112
Total	95.83	50	0.0001

จากผลการทดสอบดังกล่าว ทำให้สามารถสรุปได้ว่า แบบจำลองนี้ประสบปัญหาความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนในแบบจำลองไม่คงที่ ทำให้จำเป็นต้องใช้วิธี Robust Standard Errors เข้ามาช่วยแก้ไขปัญหาดังกล่าว เพื่อไม่ให้เกิดปัญหาที่การทดสอบนัยสำคัญทางสถิติ เช่น T-test และ F-test ไม่เหมาะสม เนื่องจากค่าความแปรปรวนของตัวประมาณค่าในแบบจำลองขาดลักษณะที่พึงประสงค์ของตัวประมาณค่าที่ดี คือ ไม่ใช่ค่าต่ำสุด (Minimum Variance)

ตารางที่ 4.5

การทดสอบ โดยใช้ Hausman Test

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) Fixed	(B) Random		
Up	-0.0031955	-0.0031425	-0.000053	0.0007916
Down	0.0042805	0.0039596	0.0003209	0.0016132
Size	-0.0020732	-0.000207	-0.0018662	0.0051254
Profit	0.3329789	0.3462598	-0.013281	0.0570253
Growth	0.0002759	0.0003684	-0.0000925	0.0005945
Risk	-0.2622009	-0.0495854	-0.2126155	0.2380628
Lev	-0.0265068	-0.0135056	-0.0130012	0.0082773
CF	0.078771	0.1128974	0.0341264	0.0163492

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg

B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\chi^2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$$

$$= 8.58$$

$$\text{Prob} > \chi^2 = 0.3789$$

จากผลการทดสอบโดยใช้ Hausman Test เพื่อพิจารณาว่าแบบจำลองไหนเหมาะสมที่สุดในการประมาณค่า ระหว่าง Fixed Effects Model กับ Random Effects Model พบว่าค่า P-value นั้นมีค่าเท่ากับ 0.3789 ซึ่งมากกว่า 0.05 ดังนั้นจึงต้องยอมรับสมมติฐานหลัก กล่าวคือแบบจำลอง Random Effects Model ให้ค่าสัมประสิทธิ์ที่ประมาณค่าได้มีประสิทธิภาพมากกว่าการประมาณค่าในแบบจำลอง Fixed Effect Model อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% จึงทำให้สามารถสรุปได้ว่า การใช้ Random Effects Model นั้นจะเหมาะสมมากที่สุด

ตารางที่ 4.6

แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตกับอัตราการจ่ายปันผล

ในสมการที่ 1,2 ด้วย Pool OLS Regression และ Random Effect Model (REM)

	1		2 (Robust)		REM	
	Coefficient	T (P-value)	Coefficient	T (P-value)	Coefficient	T (P-value)
Intercept	.0329426	14.31** (0.000)	0.0048355	0.32 (0.746)	0.0091575	0.43 (0.669)
Up	0.0032214	0.54 (0.590)	-0.0031433	-0.82 (0.414)	-0.0031425	-0.68 (0.498)
Down	-0.018258	-2.25* (0.025)	0.0046409	1.07 (0.285)	0.0039596	0.61 (0.543)
Size			-0.0000223	-0.02 (0.987)	-0.000207	-0.11 (0.915)
Profit			0.3302543	9.06** (0.000)	0.3462598	5.29** (0.000)
Growth			0.0006946	1.60 (0.111)	0.0003684	0.50 (0.620)
Risk			0.1162956	0.37 (0.714)	-0.0495854	-0.12 (0.906)
Lev			-0.0113017	-2.62** (0.009)	-0.0135056	-2.57** (0.010)
CF			0.1400019	2.86** (0.005)	0.1128974	4.15** (0.000)
R-squared	0.0186		0.3618		0.3585	
N	303		303		303	

**, * มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

จากตารางที่ 4.6 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตและอัตราการจ่ายปันผล โดยจากสมการที่ 1 พบว่า การที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตลดลง ส่งผลกระทบในเชิงลบต่ออัตราการจ่ายปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 กล่าวคือ หากบริษัทถูกปรับลดอันดับเครดิตลง จะส่งผลให้อัตราการจ่ายปันผลลดลง 0.018% ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่คาดไว้ แต่ในส่วนของการที่บริษัทที่ปรับอันดับขึ้นนั้นแม้ว่าจะมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ซึ่งเป็นทิศทางความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่คาดไว้เช่นเดียวกัน กลับไม่พบว่ามีค่าสัมประสิทธิ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

อย่างไรก็ตามหลังจากได้ทำการทดสอบโดยเพิ่มตัวแปรควบคุมต่าง ๆ จำนวน 6 ตัวแปรเข้ามาในสมการที่ 2 และใช้วิธี Robust Standard Errors ในการแก้ไขปัญหาความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนในแบบจำลองไม่คงที่ (Heteroskedasticity) ร่วมกับการทดสอบ โดยใช้ Random Effect Model กลับพบว่า การถูกปรับอันดับเครดิตขึ้น ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายปันผล โดยค่า P-value จากการวิเคราะห์โดยใช้ทั้งสองโมเดล มีค่าเท่ากับ 0.414 และ 0.498 ตามลำดับ ซึ่งมีความมากกว่า 0.05 เช่นเดียวกับที่พบว่า การปรับอันดับเครดิตลงไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายปันผลเช่นเดียวกัน โดยค่า P-value จากการวิเคราะห์โดยใช้ทั้งสองโมเดล มีค่าเท่ากับ 0.285 และ 0.543 ตามลำดับ ซึ่งมีความมากกว่า 0.05 เช่นเดียวกัน

จากการวิเคราะห์โดยใช้ทั้งสองโมเดล ทำให้สรุปได้ว่า การปรับอันดับเครดิตขึ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Khieu and Pyles (2016) และ Shin, Lee and Jeong (2017) ที่พบว่า การปรับอันดับเครดิตขึ้นของบริษัท ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติกับเงินปันผลเช่นกัน เนื่องจากผู้บริหารเกรงว่าการเพิ่มปันผลจะเป็นการไปเพิ่มความคาดหวังให้แก่ผู้ถือหุ้นว่าระดับการจ่ายปันผลนั้นจะต้องคงไว้ที่ระดับสูงตลอดไป และยังพบอีกว่าแนวคิด Dividend Stickiness หรือ การที่บริษัทจะไม่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายปันผลนั้น จะเกิดขึ้นเฉพาะตอนที่บริษัทมีสถานการณ์ที่ดีเท่านั้น

ในส่วนของการปรับอันดับเครดิตลง ก็ไม่พบว่ามีค่าสัมประสิทธิ์กับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเช่นกัน แม้ว่าจะก่อนที่จะทำการเพิ่มตัวแปรควบคุมจากการทบทวนวรรณกรรมที่คาดว่าจะส่งผลต่ออัตราการจ่ายปันผลนั้น จะพบว่ามีค่าสัมประสิทธิ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญก็ตาม ทั้งนี้ อาจจะเป็นไปได้ว่า ตัวแปรควบคุมที่ได้ทำการเพิ่มไปในสมการนั้น ส่งผลต่ออัตราการจ่ายปันผลมากกว่า เนื่องจากพบตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 กับอัตราการจ่ายปันผล

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 4.6 ทำให้สามารถสรุปได้ว่าการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตไม่ว่าจะปรับขึ้นหรือปรับลงนั้น ไม่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายปันผล

นอกจากนี้ จากผลการวิเคราะห์ที่แสดงให้เห็นว่ามีตัวแปรควบคุมจากการทบทวนวรรณกรรมที่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญนั้น พบว่า มี 3 ตัวแปรด้วยกัน ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร (Profitability), ความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Leverage) และ กระแสเงินสด (Cash Flow)

โดยความสามารถในการทำกำไร (Profitability) พบว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีผลกำไรที่มากขึ้น บริษัทมีแนวโน้มที่จะจ่ายปันผลมากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Mitton (2004) และ Naceur et al. (2006) ที่พบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการจ่ายปันผล โดยพบว่าบริษัทที่มีกำไรเพิ่มขึ้นจะมีการจ่ายปันผลเพิ่มขึ้นในทางตรงกันข้าม หากบริษัทมีกำไรลดลงก็จะลดการจ่ายปันผลลง เป็นไปได้ว่า เป็นการสะท้อนว่าบริษัทที่สามารถทำกำไรได้ดีนั้น จะมีเงินสดที่มากกว่า ส่งผลให้มีการจ่ายปันผลที่มากกว่า และสอดคล้องกับผลการศึกษาในอดีตของ Benartzi, Michaely, and Thaler (1997), Fama and French (2001) และ Aivazian et al. (2003)

ความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท (Financial Leverage) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูงขึ้น จะส่งผลให้บริษัทมีแนวโน้มจ่ายปันผลน้อยลง ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Lily, Venkatesh and Sukserm (2009) ที่พบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนหนี้ที่สูงจะมีภาระผูกพันที่จะต้องจ่ายชำระดอกเบี้ยให้แก่เจ้าหนี้ก่อนเป็นอย่างแรก ซึ่งการจ่ายปันผลนั้นยังอาจจะทำให้บริษัทที่มีหนี้สินสูง เกิดความเครียดทางการเงิน (Financial Distress) ขึ้น ส่งผลให้บริษัทเหล่านั้นมีแนวโน้มที่จะจ่ายปันผลน้อยลง เช่นเดียวกับ Tahir and Mushtaq (2016) ที่พบว่า เมื่อบริษัทมีสัดส่วนหนี้ที่เพิ่มขึ้น จะทำให้อัตราการจ่ายปันผลลดลง เนื่องจาก เมื่อหนี้สินเพิ่มขึ้น ความเสี่ยงทางการเงินของบริษัทก็เพิ่มขึ้นตามไปด้วย บริษัทจึงจำเป็นต้องสำรองกระแสเงินสดสำหรับจ่ายชำระหนี้ให้เจ้าหนี้ กล่าวคือ ความเสี่ยงทางการเงินไปจำกัดความสามารถในการจ่ายปันผล นอกจากนี้ผลการศึกษานี้ยังสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Rozeff (1982), Fama and French (2001), Fenn and Liang (2001), Zeng (2003) และ Aivazian et al. (2003) อีกด้วย

กระแสเงินสดของบริษัท (Cash Flow) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดมากขึ้น จะมีแนวโน้มที่จะจ่ายปันผลมากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Amidu and Abor (2006) ที่พบว่า การมี

สภาพคล่องที่ดีจะช่วยเพิ่มความสามารถในการจ่ายปันผลของกิจการ และโดยปกติแล้ว กิจการที่มีกระแสเงินสดที่ดีและคงที่ จะสามารถจ่ายปันผลได้ดีกว่าบริษัทที่มีกระแสเงินสดไม่คงที่ อีกทั้ง Le, Nguyen and Tran (2019) ซึ่งทำการศึกษากการจ่ายปันผลใน 3 ประเทศ คือ มาเลเซีย, อินโดนีเซีย และไทย พบว่า บริษัทในประเทศไทยที่มีกระแสเงินสดมากกว่า จะมีแนวโน้มที่จะจ่ายปันผลมากกว่า

นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับ สมมติฐาน Free Cash Flow ของ Jensen (1986) ที่พบว่า ในกรณีที่กิจการมีเงินสดส่วนเกิน จะเป็นการดีกว่าที่จะนำเงินส่วนนั้นไปจ่ายเป็นเงินปันผล เนื่องจากสามารถช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารได้ โดย Tijjani and Bello (2019) ก็พบเช่นกันว่าการจ่ายปันผลเมื่อมีกระแสเงินสดอิสระจะสามารถช่วยลดปัญหา Agency Problem ได้ จากปัญหาที่ผู้บริหารอาจจะนำเงินไปลงทุนในโครงการที่ตนเองสนใจมากกว่าลงทุนตามความต้องการของผู้ถือหุ้น ซึ่งผลการศึกษานี้ล้วนเป็นไปตามผลการศึกษาในอดีตตามงาน Alli, Khan and Ramirez (1993) และ Deshmukh (2005)

ในส่วนของตัวแปรควบคุมที่เหลือ ได้แก่ ขนาด (Size) ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Lily, Venkatesh and Sukserm (2009) และ Le, Nguyen and Tran (2019) ที่ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับการจ่ายปันผลในประเทศไทย และ ใน Emerging Market ในกลุ่มประเทศ ASEAN ซึ่งไม่พบว่าขนาดส่งผลกระทบต่อการจ่ายปันผลแต่อย่างใด ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่า ไม่ว่าขนาดของบริษัทจะใหญ่หรือเล็ก บริษัทก็จะมีการจัดการอัตราการจ่ายปันผลอย่างระมัดระวังเพื่อที่จะสามารถรักษาระดับการจ่ายปันผลเอาไว้ได้ และ เป็นไปได้ว่าประเทศในแถบนี้ ซึ่งรวมถึงประเทศไทย มีมุมมองที่แตกต่างออกไปสำหรับขนาด เมื่อมีการพิจารณาอัตราการจ่ายปันผล

ตัวแปรต่อมาอย่าง โอกาสในการเติบโต (Growth Opportunities) ก็ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญเช่นเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Nurwulansari and Rikumahu (2018) ที่พบว่าโอกาสในการเติบโตมีความสัมพันธ์อย่างไม่มีนัยสำคัญทางสถิติกับอัตราการจ่ายปันผล อาจจะเป็นไปได้ว่า บริษัทมีการจ่ายปันผลโดยที่ไม่ได้คำนึงถึงโอกาสในการเติบโตแต่อย่างใด

ตัวแปรสุดท้าย คือ ความเสี่ยงของบริษัท (Firm Risk) ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Amidu and Abor (2006) ที่พบว่าความเสี่ยงของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายปันผลเช่นเดียวกัน

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตองค์กร (Company Rating) กับ นโยบายการจ่ายปันผล (Dividend Policy) ว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ และหากมี จะมีความสัมพันธ์กันอย่างไร โดยมีสมมติฐานว่า บริษัทที่ได้รับการปรับอันดับเครดิตลง (เพิ่ม) จะมีอัตราการจ่ายปันผลที่ลดลง (เพิ่มขึ้น) โดยกลุ่มตัวอย่างที่ได้ทำการศึกษาในครั้งนี้ คือ บริษัทที่ได้รับการจัดอันดับโดยทริสเรตติ้ง และจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีจำนวน 39 บริษัท รวมทั้งสิ้น 303 กลุ่มตัวอย่าง

เนื่องจากข้อมูลนั้นมีลักษณะเป็นแบบ Panel Data ทำให้สามารถใช้การวิเคราะห์ที่ได้ 3 วิธี โดยเลือกใช้การวิเคราะห์โดย วิธี Pool OLS Regression เป็นหลัก เนื่องจากแบบจำลองประสบปัญหาความแปรปรวนของตัวคลาดเคลื่อนในแบบจำลองไม่คงที่จึงได้ใช้ Robust Standard Errors เข้ามาช่วยแก้ปัญหาร่วมด้วย ร่วมกับการวิเคราะห์โดยใช้วิธี Random Effect Model ที่ทำการทดสอบโดยใช้ Hausman Test แล้ว พบว่าเหมาะสมมากกว่าการใช้ Fixed Effect Model

จากผลการศึกษา พบว่า การเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตทั้งการปรับขึ้นและปรับลง ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญแต่อย่างใด ในส่วนของการปรับขึ้นนั้น ผลการศึกษาสอดคล้องกับแนวคิด Dividend Stickiness และ งานวิจัยอดีตของ Khieu and Pyles (2016) และ Shin, Lee and Jeong (2017) ที่พบว่า บริษัทจะไม่มี การเปลี่ยนแปลงการจ่ายปันผล เช่นกัน หากได้รับการปรับอันดับเครดิตขึ้น เนื่องจากผู้บริหารเกรงว่าการเพิ่มการจ่ายปันผลจะเป็น การเพิ่มความคาดหวังให้แก่นักลงทุนว่า บริษัทจะมีระดับการจ่ายปันผลที่สูงตลอดไป

ในส่วนของการปรับอันดับเครดิตลงนั้น เมื่อทำการวิเคราะห์โดยยังไม่ใส่ตัวแปรควบคุม เข้าไป พบว่าการปรับอันดับเครดิตลงมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญที่ ระดับนัยสำคัญ 0.05 กล่าวคือ หากบริษัทถูกปรับอันดับเครดิตลง จะมีการจ่ายปันผลที่ลดลง อย่างไรก็ดีตาม เมื่อได้ทำการเพิ่มตัวแปรควบคุมอื่น ๆ จากการทบทวนวรรณกรรมที่ส่งผลต่ออัตราการ จ่ายปันผลแล้ว กลับพบว่า การปรับอันดับเครดิตลงไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายปันผลอย่างมี นัยสำคัญ ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่า ตัวแปรควบคุมที่ได้เพิ่มเข้าไบนั้น ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลมากกว่า เนื่องจาก พบตัวแปรถึง 3 ตัว ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ ที่ระดับ

นัยสำคัญ 0.01 โดยตัวแปรควบคุมทั้ง 3 ตัวนั้น ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร, ความเสี่ยงทางการเงิน และกระแสเงินสด ในส่วนของตัวแปรควบคุมที่เหลืออย่าง ขนาด, โอกาสในการเติบโต และ ความเสี่ยงของกิจการ ไม่พบว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ

จากผลการศึกษาที่ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ คาดไว้นั้น แสดงให้เห็นว่า การเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตของบริษัท ไม่สามารถนำมาใช้เป็นปัจจัยหลักเพียงปัจจัยเดียวในการ บ่งชี้ หรือเป็นสัญญาณแก่นักลงทุนและตลาดว่า บริษัทนั้น ๆ จะมีทิศทางของการจ่ายเงินปันผลเป็น อย่างไร ดังนั้น จึงไม่สามารถใช้ข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิตเพียงอย่างเดียว สำหรับ ประกอบการพิจารณาอัตราการจ่ายปันผลได้ ต้องมีการพิจารณาปัจจัยอื่นร่วมด้วย นอกจากนี้ ยังแสดงให้เห็นว่า ในการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายปันผลของบริษัทนั้นใช้ข้อมูลหลายส่วนมา ประกอบการตัดสินใจ โดยผู้บริหารอาจจะมีการนำข้อมูลการเปลี่ยนแปลงของอันดับเครดิตมา ประกอบการพิจารณาบ้าง แต่ไม่ใช่สิ่งที่ใช้ในการพิจารณาเป็นหลัก

5.2 ข้อจำกัดของการวิจัย

5.2.1 ในงานวิจัยครั้งนี้ ได้ทำการศึกษาโดยการพิจารณาเฉพาะอันดับเครดิตล่าสุด สิ้นปีเท่านั้น ซึ่งในความเป็นจริงบริษัทสามารถได้รับการจัดอันดับใหม่ตลอดทั้งปี และบางบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตมากกว่า 1 ครั้งใน 1 ปี ส่งผลให้การใช้ข้อมูลอันดับเครดิต ณ สิ้นปีนั้น ไม่ถูกต้องแม่นยำเท่าที่ควร แต่เนื่องจากข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลจากงบการเงินทำให้ไม่สามารถ เปรียบเทียบข้อมูลการเปลี่ยนแปลงช่วงเวลาต่อช่วงเวลาได้ ทำให้อาจส่งผลให้ผลการศึกษาครั้งนี้ คลาดเคลื่อนไปได้

5.2.2 การศึกษาในครั้งนี้ได้ทำการศึกษาเฉพาะบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วยบริษัทในอุตสาหกรรมที่ต่างกัน โดยเป็นการวิเคราะห์ทุกอุตสาหกรรม โดยภาพรวม ซึ่งบริษัทที่อยู่ต่างอุตสาหกรรมกันอาจจะมีปัจจัยที่ส่งผลต่อนโยบายการจ่ายปันผลที่ แตกต่างกันไป

5.3 ข้อเสนอแนะของการวิจัย

5.3.1 การศึกษาในครั้งนี้ เป็นเพียงการพิจารณาว่าบริษัทมีการปรับอันดับขึ้นหรือลง เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้าหรือไม่ ซึ่งหากในอนาคตได้มีการขยายการศึกษา ไปศึกษาการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตที่ถูกปรับจากระดับนำลงทุน มาเป็น ระดับเก็งกำไร หรือ อาจจะนำแนวโน้มความเป็นไปได้ของการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตในอนาคต ที่แบ่งออกเป็น 4 ระดับ คือ Positive, Stable, Negative และ Developing มาพิจารณาร่วมด้วย อาจจะให้ผลที่แตกต่างออกไปจากงานวิจัยในครั้งนี้ก็ได้

5.3.2 จากความแตกต่างของปัจจัยที่อาจส่งผลต่อการจ่ายปันผลในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม อาจมีการวิเคราะห์ผลกระทบของการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิตที่อาจส่งผลกระทบต่อนโยบายปันผล แยกเป็นรายอุตสาหกรรมเพื่อให้มีความเฉพาะเจาะจงยิ่งขึ้น ซึ่งอาจจะให้ผลลัพธ์และหลักฐานที่ชัดเจนมากกว่าการวิเคราะห์แบบภาพรวมของทุกอุตสาหกรรม

รายการอ้างอิง

วิทยานิพนธ์

วริษา วงษ์มาก, (2558). *การเปลี่ยนแปลงอันดับความน่าเชื่อถือกับการถือครองเงินสด*. (วิทยานิพนธ์ปริญญามหาบัณฑิต). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี.

สื่ออิเล็กทรอนิกส์

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด. (2019) เกณฑ์การจัดอันดับเครดิตธุรกิจทั่วไป. สืบค้นจาก http://www.trisrating.com/files/8515/6991/1658/New_Corporate_Rating_Methodology_July_2019-t.pdf

บริษัท ทริสเรตติ้ง จำกัด. (2020) สัญลักษณ์และนิยามอันดับเครดิต. สืบค้นจาก http://www.trisrating.com/files/7815/8986/6516/Symbol-t_May20.pdf

Book and Book Articles

- Alli, K. L., Khan, A. Q., & Ramirez, G. G. (1993). Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis. *Financial Review*, 28(4), 523-547.
- Ben Naceur, S., Goaied, M., & belanès, A. (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance*, 6, 1-23.
- Bezawada, B., & Tati, R. (2017). Dividend Policy and Firm Valuation—A Study of Indian Electrical Equipment Manufacturing Industry. *Theoretical Economics Letters*, 07, 1233-1243.
- Botoc, C., & Pirtea, M. (2014). Dividend Payout-Policy Drivers: Evidence from Emerging Countries. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(sup4), 95-112.
- Fazzari, S., Hubbard, R., Petersen, B., Blinder, A., & Poterba, J. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141-206.

- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Le, T. T. H., Nguyen, X. H., & Tran, M. D. (2019). Determinants of Dividend Payout Policy in Emerging Markets: Evidence from the ASEAN Region. *Asian Economic and Financial Review*, 9(4), 531-546.
- Li, K., & Zhao, X. (2008). Asymmetric Information and Dividend Policy. *Financial Management*, 37(4), 673-694
- Mitton, T. (2004). Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, 5, 409-426.
- Nurwulansari, & Rikumahu, B. (2018). Determinants Of Dividend Payout Ratio: A Study Of Listed Companies In Indonesia Stock Exchange. International Seminar & Conference on Learning Organization. ISCLO 6th, 2018.
- Stevens, J. (1992). *Applied multivariate statistics for the social sciences*, 2nd ed. Hillsdale, NJ, US: Lawrence Erlbaum Associates, Inc.
- Sufi, A. (2009). Bank Lines of Credit in Corporate Finance: An Empirical Analysis. *The Review of Financial Studies*, 22(3), 1057-1088.
- Tijjani, A., & Bello, M. (2019). Corporate Ownership And Dividend Policy: Agency Theory Perspectives.

Journals

- Abor, J., & Amidu, M. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 7, 136-145.
- Ahmed, H., & Javid, A. (2008). Dynamics and determinants of dividend policy in Pakistan(Evidence from Karachi stock exchange non-financial listed firms). 1.
- Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003). Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms? *Journal of Financial Research*, 26(3), 371-387.
- Asimakopoulos, P., Asimakopoulos, S., & Zhang, A. (2021). Dividend smoothing and credit rating changes. *The European Journal of Finance*, 27(1-2), 62-85.

- Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *The Journal of Finance*, 52(3), 1007-1034.
- Campello, M., Graham, J. R., & Harvey, C. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 470-487.
- D'Souza, J., & Saxena, A. K. (1999). Agency cost, market risk, investment opportunities and dividend policy – an international perspective. *Managerial Finance*, 25(6), 35-43.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. (2006). Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62-82.
- Deshmukh, S. (2005). The Effect of Asymmetric Information on Dividend Policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 44, 107-127.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- Fenn, G. W., & Liang, N. (2001). Corporate payout policy and managerial stock incentives. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 45-72.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment And Financing Policy*. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Graham, J. R., & Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.
- Heller, H. (2015). Authoritarian Liberalism? *European Law Journal*, 21(3), 295-301.
- Higgins, R. B. (1981). Long range planning in the mature corporation. *Strategic Management Journal*, 2(3), 235-250.
- Holder, M., Langrehr, F., & Hexter, J. (1998). Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management*, 27(3), 73-82.

- Khieu, H. D., & Pyles, M. K. (2012). The Influence of a Credit Rating Change on Corporate Cash Holdings and Their Marginal Value. *Financial Review*, 47(2), 351-373.
- Khieu, H., & Pyles, M. (2015). The Influence of a Credit Rating Change on Dividend and Investment Policy Interactions. *SSRN Electronic Journal*.
- Kim, T., & Kim, I. (2020). The Influence of Credit Scores on Dividend Policy: Evidence from the Korean Market. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(2), 33-42.
- Kisgen, D. J. (2006). Credit Ratings and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 61(3), 1035-1072.
- Kisgen, D. J. (2009). Do Firms Target Credit Ratings or Leverage Levels? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(6), 1323-1344.
- Lily, J., Venkatesh, S., & Sukserm, T. (2009). Determinants of Dividend Payout in Thailand. *UBU Journal*, 11.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Lintner, J. (1964). Optimal Dividends and Corporate Growth under Uncertainty*. *The Quarterly Journal of Economics*, 78(1), 49-95.
- Listokin, Y., & Taibleson, B. (2010). If You Misrate, then You Lose: Improving Credit Rating Accuracy Through Incentive Compensation. *Yale Journal on Regulation*, 27.
- Michaely, R., Grullon, G., & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *The Journal of Business*, 75, 387-424.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34, 411-433. .
- Mokoteli, T., Taffler, R., & Agarwal, V. (2009). Behavioural Bias and Conflicts of Interest in Analyst Stock Recommendations. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36, 384-418.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.

- Purda, L. (2011). Assessing Credit or Determining Quantity? The Evolving Role of Rating Agencies. *Journal of Applied Finance*, 21(2).
- Rozeff, M. S. (1982). GROWTH, BETA AND AGENCY COSTS AS DETERMINANTS OF DIVIDEND PAYOUT RATIOS. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Shin, M.-S., Lee, J.-I., & Jeong, H.-Y. (2017). The Effects of Credit Rating Change on Corporate Dividend Policy. *Korea International Trade Research Institute*, 13(3), 563-585.
- Skinner, D. J. (2008). The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 582-609.
- Tahir, M., & Mushtaq, M. (2016). Determinants of Dividend Payout: Evidence from listed Oil and Gas Companies of Pakistan. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 3, 25-37.
- Tang, T. (2006). Information Asymmetry and Firms' Credit Market Access: Evidence from Moody's Credit Rating Format Refinement. *Journal of Financial Economics*, 93, 325-351.
- Tang, T. T. (2009). Information asymmetry and firms' credit market access: Evidence from Moody's credit rating format refinement. *Journal of Financial Economics*, 93(2), 325-351.
- Zeng, T. (2003). The Valuation of Loss Carryforwards. *Canadian Journal of Administrative Sciences / Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, 20(2), 166-176.



ภาคผนวก

ภาคผนวก ก
สัญลักษณ์และนิยามอันดับเครดิต

ทริสเรทติ้งใช้สัญลักษณ์ตัวอักษรแสดงผลการจัดอันดับเครดิตองค์กรและตราสารหนี้ระยะกลางและระยะยาวที่มีอายุตั้งแต่ 1 ปีขึ้นไปจำนวน 9 อันดับ โดยเริ่มจาก AAA ซึ่งเป็นอันดับเครดิตสูงสุด จนถึง D ซึ่งเป็นอันดับต่ำสุด ซึ่งแต่ละสัญลักษณ์มีความหมาย ดังนี้

สัญลักษณ์	นิยาม
AAA	อันดับเครดิตองค์กรหรือตราสารหนี้มีความเสี่ยงต่ำที่สุด ผู้ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์สูงสุด และได้รับผลกระทบน้อยมากจากการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ
AA	องค์กรหรือตราสารหนี้มีความเสี่ยงต่ำมาก ผู้ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์สูงมาก แต่อาจได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ มากกว่าอันดับเครดิตที่อยู่ในระดับ AAA
A	องค์กรหรือตราสารหนี้มีความเสี่ยงในระดับต่ำ ผู้ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์สูง แต่อาจได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ มากกว่าอันดับเครดิตที่อยู่ในระดับสูงกว่า
BBB	องค์กรหรือตราสารหนี้มีความเสี่ยงในระดับปานกลาง ผู้ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์ที่เพียงพอ แต่มีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ มากกว่า และอาจมีความสามารถในการชำระหนี้อ่อนแอลงเมื่อเทียบกับอันดับเครดิตที่อยู่ในระดับสูงกว่า

สัญลักษณ์	นิยาม
BB	องค์กรหรือตราสารหนี้มีความเสี่ยงในระดับสูง ผู้ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์ต่ำกว่าระดับปานกลาง และจะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงที่รุนแรง (Adverse Changes) ทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ ซึ่งอาจส่งผลให้ความสามารถในการชำระหนี้อยู่ในเกณฑ์ที่ไม่เพียงพอ
B	องค์กรหรือตราสารหนี้มีความเสี่ยงในระดับสูงมาก ผู้ออกตราสารหนี้มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นในเกณฑ์ต่ำ และอาจจะหมดความสามารถหรือความตั้งใจในการชำระหนี้ได้ตามการเปลี่ยนแปลงของสถานการณ์ทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ
C	องค์กรหรือตราสารหนี้มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้สูงที่สุด ผู้ออกตราสารหนี้ไม่มีความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและคืนเงินต้นตามกำหนดอย่างชัดเจน โดยต้องอาศัยเงื่อนไขที่เอื้ออำนวยทางธุรกิจ เศรษฐกิจ และสิ่งแวดล้อมอื่นๆ อย่างมากจึงจะมีสามารถในการชำระหนี้ได้
SD	องค์กรที่ภาระหนี้บางส่วนอยู่ในสถานะผิดนัดชำระหนี้ แต่ยังคงสามารถชำระหนี้ให้กับภาระหนี้อื่นๆ ต่อไปได้
D	องค์กรที่ภาระหนี้ทั้งหมดหรือเกือบทั้งหมดอยู่ในสถานะผิดนัดชำระหนี้ หรือตราสารหนี้ที่อยู่ในสถานะผิดนัดชำระหนี้ อันดับเครดิตที่ระดับ D จะให้ต่อเมื่อการชำระหนี้ตามภาระผูกพันมิได้เกิดขึ้น ณ วันที่ครบกำหนด นอกเสียจากว่าทริสเรตติ้งจะเชื่อว่าการชำระหนี้นั้นจะเกิดขึ้นภายในช่วงระยะเวลาผ่อนผันที่มีการตกลงกันไว้ ทั้งนี้ อันดับเครดิต D จะรวมถึงกรณีที่มีการยื่นคำร้องขอฟื้นฟูกิจการภายใต้กฎหมายล้มละลายหรือขอเข้ากระบวนการล้มละลาย หรือการดำเนินการในลักษณะคล้ายคลึงกัน ที่ส่งผลให้เกิดการผิดนัดชำระหนี้อย่างแน่นอน

อันดับเครดิตจาก AA ถึง B อาจมีเครื่องหมายบวก (+) หรือลบ (-) ต่อท้ายเพื่อจำแนกความแตกต่างของคุณภาพของอันดับเครดิตภายในระดับเดียวกัน

ทริสเรทติ้งยังกำหนด “แนวโน้มอันดับเครดิต” เพื่อสะท้อนความเป็นไปได้ของการเปลี่ยนแปลงอันดับเครดิต ของผู้ออกตราสารหนี้ในระยะปานกลางหรือระยะยาว โดยทริสเรทติ้งจะพิจารณาถึงโอกาสที่จะเกิดการเปลี่ยนแปลงของภาวะอุตสาหกรรมและสภาพแวดล้อมทางธุรกิจในอนาคตของผู้ออกตราสารหนี้ที่อาจกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ ส่วนแนวโน้มอันดับเครดิตของตราสารหนี้โดยส่วนใหญ่จะเท่ากับแนวโน้มอันดับเครดิตขององค์กรผู้ออกตราสารนั้นๆ หรือองค์กรซึ่งรับภาระผูกพันในการชำระหนี้ของตราสารนั้นๆ ทั้งนี้ แนวโน้มอันดับเครดิตแบ่งออกเป็น 4 ระดับ ได้แก่

Positive หมายถึง อันดับเครดิตอาจปรับขึ้น

Stable หมายถึง อันดับเครดิตอาจไม่เปลี่ยนแปลง

Negative หมายถึง อันดับเครดิตอาจปรับลดลง

Developing หมายถึง อันดับเครดิตอาจปรับขึ้น ปรับลดลง หรือไม่เปลี่ยนแปลง

ภาคผนวก ข

อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการประเมินอันดับเครดิตของบริษัททั่วไป

ความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio)

อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีต่อรายได้ (%) = (กำไรจากการดำเนินงาน + รายได้ (ค่าใช้จ่าย) อื่น / รายได้จากการดำเนินงานรวม

อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (%) = (กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี + ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย - ส่วนแบ่งกำไร (ขาดทุน) จากเงินลงทุนตามวิธีส่วนได้เสีย + เงินปันผลรับจากเงินลงทุนตามวิธีส่วนได้เสีย) / รายได้จากการดำเนินงานรวม

อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานก่อนค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่ายต่อรายได้ (%) = (กำไรจากการดำเนินงาน + ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย) / รายได้จากการดำเนินงานรวม

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อเงินทุนถาวร (%) = กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี / ค่าเฉลี่ยของเงินทุนถาวร

อัตรากำไรเบื้องต้นต่อรายได้ (%) = กำไรเบื้องต้น / รายได้จากการดำเนินงานรวม

อัตรากำไรจากการดำเนินงานต่อรายได้ (%) = กำไรจากการดำเนินงาน / รายได้จากการดำเนินงานรวม

อัตรากำไรสุทธิต่อรายได้ (%) = กำไรสุทธิ / รายได้จากการดำเนินงานรวม

อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (%) = กำไรสุทธิ / ค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์

อัตราผลตอบแทนต่อส่วนทุน (%) = กำไรสุทธิ / ค่าเฉลี่ยของส่วนของผู้ถือหุ้นที่ปรับปรุงแล้ว

โครงสร้างทางการเงินและความสามารถในการชำระหนี้ (Leverage Ratio)

อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อแหล่งเงินทุน (%) = หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว / เงินทุน

อัตราส่วนเงินทุนจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%) = เงินทุนจากการดำเนินงาน / หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว

อัตราส่วนหนี้สินทางการเงินต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย (เท่า) = หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว / กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษีต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า) = กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่ายและภาษี / ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว

อัตราส่วนกำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคา และค่าตัดจำหน่ายต่อดอกเบี้ยจ่าย (เท่า) = กำไรก่อนดอกเบี้ยจ่าย ภาษี ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย / ดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับปรุงแล้ว

อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อหนี้สินทางการเงิน (%) = กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน / หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว

อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังหักเงินลงทุนต่อหนี้สินทางการเงิน (%) = (กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน - เงินลงทุน) / หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว

อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังหักเงินลงทุน และหลังจากจ่ายเงินปันผลต่อหนี้สินทางการเงิน (%) = (กระแสเงินสดจากการดำเนินงานหลังหักเงินลงทุน - เงินปันผลจ่ายแก่หุ้นสามัญ และหุ้นบุริมสิทธิ) / หนี้สินทางการเงินที่ปรับปรุงแล้ว

ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Efficiency Ratio)

ระยะเวลาเก็บหนี้ (วัน) = ลูกหนี้การค้า X 365 / รายได้จากการดำเนินงานรวม

ระยะเวลาถือสินค้าคงคลัง (วัน) = สินค้าคงเหลือ X 365 / ต้นทุนขายสินค้า

ระยะเวลาชำระเจ้าหนี้การค้า (วัน) = เจ้าหนี้การค้า X 365 / ต้นทุนขายสินค้า

วงจรเงินสด (วัน) = ระยะเวลาเก็บหนี้ + ระยะเวลาถือสินค้าคงคลัง - ระยะเวลาชำระเจ้าหนี้การค้า

อัตราส่วนหมุนเวียน (เท่า) = สินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน

อัตราส่วนหมุนเวียนเร็ว (เท่า) = (เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด + เงินลงทุนชั่วคราว + ลูกหนี้การค้า) / หนี้สินหมุนเวียน

อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (เท่า) = รายได้จากการดำเนินงานรวม / ค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์ถาวร

อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (เท่า) = รายได้จากการดำเนินงานรวม / ค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวม

ภาคผนวก ค
ผลจากโปรแกรมสำเร็จรูปทางเศรษฐมิติ

```
. regress divrat1ot1 up down sizet growthopt levt profitabilityt cft riskt, vce(robust)
```

Linear regression

Number of obs = 303
F(8, 294) = 31.74
Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.3618
Root MSE = .02906

divrat1ot1	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
up	-.0031433	.0038447	-0.82	0.414	-.0107099 .0044232
down	.0046409	.0043298	1.07	0.285	-.0038805 .0131623
sizet	-.0000223	.0013349	-0.02	0.987	-.0026495 .0026048
growthopt	.0006946	.0004344	1.60	0.111	-.0001603 .0015494
levt	-.0113017	.0043152	-2.62	0.009	-.0197943 -.0028091
profitabil~t	.3302543	.0364664	9.06	0.000	.258486 .4020226
cft	.1400019	.0489474	2.86	0.005	.0436701 .2363337
risk	.1162956	.3165377	0.37	0.714	-.5066714 .7392626
_cons	.0048355	.0149103	0.32	0.746	-.0245091 .03418

ผลการประมาณค่าแบบจำลอง ด้วย Pool OLS Regression

```
. xtreg divrat1ot1 up down sizet growthopt levt profitabilityt cft riskt, re
```

Random-effects GLS regression
Group variable: id

Number of obs = 303
Number of groups = 39

R-sq: within = 0.1825
between = 0.6043
overall = 0.3585

Obs per group: min = 3
avg = 7.8
max = 9

Random effects u_i ~ Gaussian
corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(8) = 112.07
Prob > chi2 = 0.0000

divrat1ot1	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
up	-.0031425	.0046372	-0.68	0.498	-.0122313 .0059463
down	.0039596	.0065159	0.61	0.543	-.0088114 .0167306
sizet	-.000207	.0019409	-0.11	0.915	-.0040112 .0035972
growthopt	.0003684	.0007424	0.50	0.620	-.0010867 .0018235
levt	-.0135056	.0052636	-2.57	0.010	-.0238221 -.0031892
profitabil~t	.3462598	.0654601	5.29	0.000	.2179604 .4745593
cft	.1128974	.0271876	4.15	0.000	.0596106 .1661842
risk	-.0495854	.4191786	-0.12	0.906	-.8711604 .7719896
_cons	.0091575	.0214194	0.43	0.669	-.0328236 .0511387
sigma_u	.01121203				
sigma_e	.02666649				
rho	.15022459	{fraction of variance due to u_i}			

ผลการประมาณค่าแบบจำลอง ด้วย Random Effects Model

ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นางสาวฐานภา ธนศิริรัตน์

วันเดือนปีเกิด

29 เมษายน 2541

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2562: บัณฑิต

(การบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการ)

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

