

ความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการหญิงและอัตราการจ่ายเงินปันผล
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Relationship Between Female Directors and Dividend Payouts Ratio
of Listed Companies in The Stock Exchange of Thailand

เกวลิน มหาวรรณ* ชัยวุฒิ ตั้งสมชัย** และจอมใจ แซมเพชร***

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการหญิงกับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี พ.ศ. 2556-2560 เป็นระยะเวลา 5 ปี จำนวน 340 บริษัท ซึ่งเป็นข้อมูลแบบบาลานซ์พาเนล การศึกษาใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์การถดถอยแบบอิทธิพลคงที่เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนกรรมการหญิงกับการจ่ายเงินปันผลที่วัดค่าด้วยอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน ผลการศึกษาพบว่า สัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมดไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล และเมื่อเปลี่ยนตัวแปรตามเป็นอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน การศึกษาพบว่าสัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมดมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ และพบว่าสัดส่วนคณะกรรมการหญิงที่เป็นกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 อีกด้วย นอกจากนี้สัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมดที่มีการถ่วงน้ำหนักด้วยอายุงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.1

Abstract

The purpose of this study is to explore the correlation between the female directors and the dividend payment ratio of 340 listed companies in the Stock Exchange of Thailand from 2013-2017. The data collected was in the form of balanced panels. The data was analyzed by descriptive analysis and a fixed effects regression model to analyze the correlation between the proportion of the female directors to the dividend payment measured by the dividend payment ratio and the dividend yield ratio. The results of the study showed that there was no correlation between the proportion of the female directors to all of the directors and the dividend payment ratio. When a dependent variable was changed to the dividend yield ratio, the finding revealed that the proportion of the female directors to all of the directors and the dividend yield ratio were positively correlated at a significance level. Furthermore, it found out that there was a positive correlation between the proportion of the independent female directors to all directors and the dividend yield ratio at a significance level of 0.01. In addition, the proportion of the female directors to

* นักศึกษาหลักสูตรวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ประจำภาควิชาการเงิน คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

*** ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. อาจารย์ภาควิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่

all of the directors with the period of employment as a counterweight and the dividend yield ratio were positively correlated at a significance level of 0.1.

บทนำ

นโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือหนึ่งในการกำกับดูแลกิจการและโดยเฉพาะอย่างยิ่งเป็นวิธีการลดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ของตัวแทนจากกระแสเงินสดตามแนวคิดของ Jensen (1986) ทั้งนี้ Rozeff (1982) ได้ศึกษาถึงบทบาทการกำกับดูแลกิจการของการจ่ายเงินปันผลว่า การจ่ายเงินปันผลทำให้กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ในบริษัทลดลง ทำให้ผู้บริหารที่คิดเอาประโยชน์ (Perquisite) จากกระแสเงินสดที่เหลืออยู่ต้องระมัดระวังในการบริหารมากขึ้น ทำให้ต้นทุนของตัวแทนจากเจ้าของ (Agency Cost of Equity) ลดลง สอดคล้องกับการศึกษาของ Esterbrook (1984) ที่กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลที่สูงจะช่วยลดกระแสเงินสดอิสระของกิจการด้วยเช่นกัน

สำหรับประเด็นเรื่องกรรมกรการหนีจากรัฐการศึกษาของ Chen, Leung and Goergen (2017) พบว่าในประเทศสหรัฐอเมริกาบริษัทที่มีสัดส่วนกรรมกรการหนีที่มากกว่าจะมีอัตราการจ่ายเงินปันผลมากกว่าเพราะการจ่ายเงินปันผลเป็นลดความขัดแย้งผลประโยชน์ของตัวแทน (Agency Problem) และทำให้กระแสเงินสดอิสระลดลง (Free Cash Flow) จากการศึกษากรรมกรการหนีมีแนวโน้มที่จะมุ่งเน้นในเรื่องการกำกับควบคุมดูแล (Monitoring) ซึ่งอาจใช้อัตรการจ่ายเงินปันผลที่สูงเป็นกลไกในการควบคุมการกำกับกิจการเพื่อให้แข็งแกร่งขึ้นก็เป็นได้ สำหรับประเทศไทยจำนวนกรรมกรการหนีในบริษัทจดทะเบียนหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คิดเป็นประมาณ 18.86 เปอร์เซ็นต์ของกรรมกรทั้งหมด ซึ่งถือว่ามีจำนวนไม่น้อยเช่นกัน แต่ประเด็นการศึกษาที่เกี่ยวกับกรรมกรการหนีที่ผ่านมายังมีค่อนข้างน้อย หรือมุ่งประเด็นความสัมพันธ์ในเรื่องกรรมกรการหนีกับประสิทธิภาพในการทำงาน หรือค่าตอบแทนกรรมกร ในเรื่องความสัมพันธ์ที่เกี่ยวกับการจ่ายปันผลยังไม่พบว่ามีการศึกษาในอดีตที่ผ่านมา ซึ่งผลการศึกษาที่ผ่านมาสะท้อนให้เห็นว่า ภายใต้แนวคิดนโยบายเงินปันผลในฐานะที่เป็นเครื่องมือหนึ่งในกลไกการควบคุม กรรมกรการหนีน่าจะมีการเลือกใช้อัตรการจ่ายเงินปันผลเป็นหนึ่งในตัวควบคุมการกำกับกิจการที่ดี ดังนั้น กรรมกรการหนีจึงน่าจะมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลด้วยเช่นกัน

แนวคิดและทฤษฎี

1.) แนวคิดเกี่ยวกับคณะกรรมกรการหนี

Adams and Ferreira (2009) มีแนวคิดเกี่ยวกับคณะกรรมกรการหนี ว่ามีแนวโน้มในเรื่องการตรวจสอบการบริหารงานของคณะผู้บริหาร (Monitoring) กรรมกรการหนีมุ่งเน้นไปที่กลไกในการควบคุม (Monitoring) มากกว่ากรรมกรชาย ซึ่งเป็นการเพิ่มให้การกำกับกิจการที่ดีแข็งแกร่งขึ้น นอกจากนี้ Chen, Leung and Goergen (2017) พบว่า ในประเทศสหรัฐอเมริกา บริษัทที่มีสัดส่วนกรรมกรการหนีที่มากกว่าจะมีอัตราการจ่ายเงินปันผลมากกว่า เพราะกรรมกรการหนีมองเห็นว่าการจ่ายเงินปันผลทำให้กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ลดลง และต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ของกิจการลดลง ดังนั้นกรรมกรการหนีจึงใช้อัตรการจ่ายเงินปันผลที่สูงเป็นกลไกในการควบคุมการกำกับกิจการให้แข็งแกร่ง และลดความขัดแย้งกับกรรมกรชายในเรื่องผลประโยชน์ส่วนตน และทำให้พนักงานได้รับผลประโยชน์สูงสุด

2.) แนวคิดกับการจ่ายปันผล

2.1 การจ่ายปันผลกับมูลค่ากิจการ

Miller and Modigliani (1961) ทฤษฎี Dividend Irrelevance ได้อธิบายว่า นโยบายจ่ายเงินปันผลไม่มีผลต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ หรือต้นทุนของเงินทุน เนื่องจากมูลค่าของธุรกิจขึ้นกับความสามารถในการทำกำไร และระดับความเสี่ยงของธุรกิจ ทำให้ไม่ขึ้นกับรูปแบบของการจ่ายเงินปันผลหรือจำนวนเงินปันผล หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่า มูลค่าของกิจการขึ้นอยู่กับรายได้จากสินทรัพย์ของบริษัทเท่านั้น

Lintner (1962) and Gordon (1963) มีแนวคิดที่ว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลมีความสำคัญต่อมูลค่าของกิจการ โดยเชื่อว่าผู้ถือหุ้นมีความพอใจที่จะรับเงินปันผลในขณะนี้ มากกว่าการรอรับเงินกำไรจากการขายหุ้นหลังจากที่กิจการนำกำไรสะสมไปลงทุนเพื่อเพิ่มมูลค่าของกิจการ เนื่องจากการรับเงินในขณะนี้มีค่าน้ำหนักมากกว่า มีความเสี่ยงน้อยกว่า เสมือนการมีเงินอยู่ในมือย่อมมีความแน่นอนกว่าการหวังที่จะได้นกจำนวนมากในอนาคต ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลจึงทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น

2.2 การจ่ายปันผลกับ Agency Cost

จากแนวคิด Free Cash Flow Hypothesis ของ Jensen (1986) ซึ่งอธิบายว่าเงินปันผลเป็นวิธีหนึ่งที่จะลด Agency Costs ในการขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นทำให้ผู้ถือหุ้นสนใจว่าผู้จัดการจะสามารถนำทรัพยากรของบริษัทไปใช้ในทางที่เป็นประโยชน์ เพื่อผู้ถือหุ้น (Jensen & Meckling, 1976) ผู้จัดการที่เห็นแก่ประโยชน์ของตัวเองอาจนำเงินไปใช้ในทางที่ไม่เป็นประโยชน์ ดังนั้นเพื่อลดปัญหาการกระจายกระแสเงินสดส่วนเกินให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยการจ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986) ในการศึกษาของ Rozeff (1982) กล่าวว่า บริษัทจะทำการจ่ายเงินปันผลตามสัดส่วนที่ทำให้ต้นทุนของบริษัทอันประกอบด้วย Transaction Costs และ Agency Costs มีค่าต่ำสุด ซึ่งการจ่ายเงินปันผลทำให้กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ในบริษัทลดลง ทำให้เป็นการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารที่คิดเอาประโยชน์ จากกระแสเงินสดคงเหลือทำให้ต้นทุนของตัวเอง (Agency Costs) ลดลง ดังนั้นราคาหุ้นจะเพิ่มสูงขึ้นเวลาที่ธุรกิจจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับ การศึกษาของ Easterbrook (1984) กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลสามารถนำมาใช้ลดกระแสเงินสดที่อยู่ในมือของผู้จัดการ

3.) แนวคิดกับการจ่ายปันผลกับการกำกับกิจการที่ดี

นโยบายเงินปันผล เป็นเครื่องมือหนึ่งในกลไกการควบคุม เช่น แก้ปัญหา Free Cash Flow Problem ตามแนวคิดของ Jensen (1986) ซึ่งสอดคล้องกับ Rozeff (1982) พบว่าเงินปันผลสามารถลดกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) และเป็นกลไกในการลดต้นทุนของตัวเอง และ การจ่ายปันผลเป็นการเพิ่มต้นทุนทางธุรกรรม (Transaction Cost) จากการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก (External Financing) ได้สอดคล้องกับ Easterbrook (1984) กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลสามารถนำมาใช้ลดกระแสเงินสดที่อยู่ในมือของผู้จัดการ Adams and Ferreira (2009) ได้พบว่า คณะกรรมการหญิงมักมีแนวโน้มเข้าไปมีแนวโน้มในเรื่องการตรวจสอบการบริหารงานของคณะผู้บริหาร (Monitoring) มีการเข้าร่วมประชุมคณะกรรมการมากกว่ากรรมการชาย โดยเข้าร่วมเป็นคณะกรรมการตรวจสอบ การสรรหา และการกำกับกิจการที่ดี เช่น การเข้าเป็นส่วนร่วมในคณะกรรมการตรวจสอบการบริหารงานของคณะผู้บริหาร (Monitoring) ดังนั้นมีหลักฐานที่พบว่ากรรมการหญิงมุ่งเน้นในเรื่องการกลไกการควบคุม (Monitoring) มากกว่ากรรมการชาย

Chen, Leung and Goergen (2017) ได้ศึกษาเรื่อง The Impact of Board Gender Composition on Dividend Payout พบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนกรรมการหญิงที่มากกว่าจะมีการจ่ายปันผลที่ดีกว่า และพบว่าเพศมีความสัมพันธ์

ต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งการจ่ายปันผลในอัตราที่สูงจะให้กับบริษัทที่มีการกำกับกิจการที่อ่อนแอ กรรมการหญิงใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นกลไกในการควบคุมกำกับกิจการที่ดี

วิธีการดำเนินการวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการหญิงและอัตราการจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556 ถึง พ.ศ. 2560 จำนวน 340 บริษัท 1,700 ชุดข้อมูลซึ่งเป็นข้อมูลแบบ Panel Data โดยใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และอาศัยกระบวนการวิเคราะห์ Fixed Effects เพื่อทดสอบความมีนัยสำคัญทางสถิติของตัวแปร ได้ สัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมด สัดส่วนกรรมการหญิงที่เป็นกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด สัดส่วนกรรมการหญิงที่มาจากภายในบริษัทต่อกรรมการทั้งหมด และสัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมดที่ถ่วงน้ำหนักด้วยอายุงาน ที่วัดค่าด้วยอัตราการจ่ายปันผล และอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน

สมการหลักของแบบจำลอง Fixed Effect Model เขียนได้ดังนี้

$$\text{Dividend Payout Ratio}_{i,t+1} = \alpha + \beta \text{Fraction of female directors}_{i,t} + \gamma Z_{i,t} + \epsilon_{i,t} \text{ และ}$$

$$\text{Dividend Yield}_{i,t+1} = \alpha + \beta \text{Fraction of female directors}_{i,t} + \gamma Z_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

โดยที่ Dividend Payout Ratio_{i,t} คือ อัตราการจ่ายปันผลของแต่ละบริษัทที่จดทะเบียนในแต่ละปี

Dividend Yield_{i,t} คือ อัตราการจ่ายปันผลตอบแทนของแต่ละบริษัทที่จดทะเบียนในแต่ละปี

α คือ ค่าคงที่ เป็นค่าที่ตัดกับแกน Y

β คือ ความชัน (Slope) ของเส้นกราฟ

Fraction of female directors_{i,t} คือ สัดส่วนกรรมการหญิง (ตัวแปรอิสระใช้ทดสอบ)

$Z_{i,t}$ คือ ตัวแปรควบคุม

$\epsilon_{i,t}$ คือ ค่าความผิดพลาดทางสถิติ

ผลการศึกษา

กำหนดให้สมการที่มีตัวแปรตามเป็นอัตราการจ่ายปันผล (Dividend Payout Ratio) แบ่งการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณออกเป็น 6 แบบจำลอง และแสดงผลได้ดังตาราง 1.1 ดังนี้

ตารางที่ 1.1 ตารางแสดงผลจากการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณด้วยวิธีทางสถิติแบบ Fixed Effect Regression ตัวแปรตามเป็นอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) มีรายละเอียดดังนี้

ตัวแปรตาม ตัวแปรในสมการ	Dividend Payout Ratio (1)	Dividend Payout Ratio (2)	Dividend Payout Ratio (3)	Dividend Payout Ratio (4)	Dividend Payout Ratio (5)	Dividend Payout Ratio (6)
Intercept	0.408 (5.957)	0.260 (0.437)	0.365 (0.568)	0.384 (0.608)		0.453 (0.708)
Fraction of Female Directors _{t-1}	0.135 (0.374)	0.073 (0.198)	0.051 (0.139)			0.058 (0.159)
Fraction of Female Independent Directors _{t-1}					0.149 (0.555)	
Fraction of Female Insider Directors _{t-1}					0.061 (0.143)	
Fraction of female Directors with Tenure Weight _{t-1}				-0.001 (-0.002)		
Fraction of Male Independent Director _{t-1}					-0.251 (-1.243)	
Leverage _{t-1}		0.015 (0.053)	0.000 (0.078)	0.000 (0.072)	0.000 (0.099)	0.000 (0.038)
Tobin's Q _{t-1}		-0.050 (-1.564)	-0.050 (-1.542)	-0.050 (-1.567)	-0.048 (-1.493)	-0.053 (-1.669)
ROA _{t-1}		0.002 (0.736)	0.002 (0.769)	0.002 (0.761)	0.002 (0.786)	0.002 (0.713)
Return Volatility _{t-1}		-0.003 (0.649)	-0.003 (-0.618)	-0.003 (-0.610)	-0.003 (-0.670)	-0.003 (-0.600)
Cash/Net Asset _{t-1}		0.163 (1.164)	0.163 (1.165)	0.163 (1.165)	0.168 (1.197)	0.162 (1.156)
PPE/TA _{t-1}		-0.291 (-1.401)	-0.303 (-1.451)	-0.305 (-1.460)	-0.308 (-1.470)	-0.303 (-1.449)

LN(TA) _{t-1}		0.015 (0.548)	0.014 (0.510)	0.014 (0.505)	0.015 (0.544)	0.013 (0.465)
Board Size _{t-1}			0.002 (0.089)	0.002 (0.072)	0.002 (0.092)	0.002 (0.093)
Fraction of Independent Directors _{t-1}			-0.155 (-0.878)	-0.156 (-0.882)		-0.151 (-0.858)
CEO Chairman _{t-1}			0.079 (0.457)	0.080 (0.461)	0.082 (0.471)	0.102 (0.581)
CEO Tenure _{t-1}			-0.007 (-0.897)	-0.007 (-0.904)	-0.007 (-0.893)	-0.006 (-0.879)
CEO Ownership _{t-1}						-0.003 (-0.712)
R-squared	0.309	0.312	0.313	0.313	0.314	0.314
Adjusted R ²	0.134	0.133	0.132	0.132	0.132	0.132
Durbin Watson stat	2.062	2.069	2.068	2.068	2.067	2.069
F-statistic	1.767	1.746	1.728	1.728	1.726	1.724
Observation	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700

(ตัวเลขในวงเล็บ) คือ ค่าสถิติ t-Statistics* มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.1 ** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ *** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

การวิเคราะห์สมการถดถอยที่มีตัวแปรตามเป็น อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) แบบ Fixed Effect Model

กำหนดให้สมการที่มีตัวแปรตามเป็นอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) แบ่งการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณออกเป็น 6 แบบจำลอง และแสดงผลได้ดังตาราง 1.2

ตารางที่ 1.2 แสดงผลจากการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณด้วยวิธีทางสถิติแบบ Fixed Effect Regression ตัวแปรตามเป็น Dividend Yield โดยมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

ตัวแปรตัวแปรตาม ตัวแปรในสมการ	Dividend Yield (7)	Dividend Yield (8)	Dividend Yield (9)	Dividend Yield (10)	Dividend Yield (11)	Dividend Yield (12)
Intercept	2.114 (8.681)	0.690 (0.328)	-0.279 (-0.123)	0.530 (0.239)	-0.715 (-0.318)	-0.190 (-0.084)
Fraction of Female Directors _{t-1}	2.710**	2.849**	3.078**			3.126**

ตัวแปรตาม ตัวแปรในสมการ	Dividend Yield (7)	Dividend Yield (8)	Dividend Yield (9)	Dividend Yield (10)	Dividend Yield (11)	Dividend Yield (12)
	(2.113)	(2.200)	(2.367)			(2.395)
Fraction of Female Independent Directors t_{-1}					9.410*** (4.088)	
Fraction of Female Insider Directors t_{-1}					0.032 (0.021)	
Fraction of female Directors with Tenure Weight t_{-1}				3.127* (1.686)		
Fraction of Male Independent Director t_{-1}					-1.221* (-1.724)	
Leverage t_{-1}		-0.010 (-1.194)	-0.011 (-1.342)	-0.012 (-1.415)	-0.010 (-1.215)	-0.011 (-1.353)
Tobin's Q t_{-1}		-0.149 (-1.309)	-0.168 (-1.475)	-0.190* (-1.681)	-0.140 (-1.239)	-0.169 (-1.487)
ROA t_{-1}		0.036*** (3.667)	0.034*** (3.496)	0.034*** (3.496)	0.034*** (3.557)	0.034*** (3.499)
Return Volatility t_{-1}		-0.027* (-1.651)	-0.029* (-1.764)	-0.026 (-1.613)	-0.031* (-1.928)	-0.028*** (-1.734)
Cash/Net Asset		0.310 (0.625)	0.360 (0.730)	0.405 (0.820)	0.414 (0.842)	0.357 (0.724)
PPE/TA t_{-1}		-0.665 (-0.905)	-0.690 (-0.940)	-0.815 (-1.110)	-0.722 (-0.986)	-0.689 (-0.939)
LN(TA) t_{-1}		0.086 (0.906)	0.094 (0.991)	0.086 (0.907)	0.109 (1.149)	0.091 (0.961)
Board Size t_{-1}			0.049 (0.611)	0.037 (0.456)	0.050 (0.623)	0.0049 (0.613)
Fraction of Independent Director t_{-1}			-1.288** (-2.077)	-1.311** (-2.112)		-1.280** (-2.063)
CEO Chairman t_{-1}			-0.048	0.047	0.141	0.005

ตัวแปรตาม ตัวแปรในสมการ	Dividend Yield (7)	Dividend Yield (8)	Dividend Yield (9)	Dividend Yield (10)	Dividend Yield (11)	Dividend Yield (12)
			(-0.079)	(-0.078)	(0.233)	(0.008)
CEO Tenure t_{-1}			0.093 (3.594)	0.090*** (3.462)	0.089*** (3.426)	0.094*** (3.604)
CEO Ownership t_{-1}						-0.008 (-0.458)
R-squared	0.538	0.545	0.551	0.550	0.555	0.551
Adjusted R ²	0.421	0.426	0.432	0.431	0.437	0.432
F-statistic	4.588	4.599	4.641	4.624	4.698	4.626
Durbin Watson stat	2.069	2.069	2.068	2.069	2.069	2.069
Observation	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700

(ตัวเลขในวงเล็บ) ค่าสถิติ t-Statistic โดย * มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.1 ** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 และ *** มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01

จากผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการหญิงและอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า สัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมด สัดส่วนกรรมการหญิงที่เป็นกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด สัดส่วนกรรมการหญิงที่มาจากภายในบริษัทต่อกรรมการทั้งหมด และสัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมดที่ถ่วงน้ำหนักด้วยอายุงาน พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลรวมทั้งตัวแปรควบคุมอื่นๆ ด้วยเช่นกัน

เมื่อเปลี่ยนตัวแปรตามอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ในการทดสอบความสัมพันธ์ พบว่า สัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมดในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไทยมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราส่วนจ่ายเงินปันผลตอบแทนมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 และสัดส่วนกรรมการหญิงที่เป็นกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมดมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราส่วนจ่ายเงินปันผลตอบแทนมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ส่วนสัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมดที่ถ่วงน้ำหนักด้วยอายุงาน พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.1 ตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราส่วนจ่ายเงินปันผลตอบแทนมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 ความผันผวนของผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return Volatility) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.1 สัดส่วนกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด (C2) มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 ส่วนอายุงานของประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO Tenure) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

อภิปรายผลการศึกษา

การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกรรมการหญิงและอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผลการศึกษาดังนี้

กรรมการหญิงที่เข้าร่วม สัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมด สัดส่วนกรรมการหญิงที่เป็นกรรมการอิสระต่อกรรมการทั้งหมด สัดส่วนกรรมการหญิงที่มาจากภายในต่อกรรมการทั้งหมด และสัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมดที่มีการถ่วงน้ำหนักอายุงาน พบว่า สัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมด ไม่มีความสัมพันธ์ต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีความแตกต่างจากการศึกษาของ Chen, Leung and Goergen (2017) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างเพศของคณะกรรมการต่อการจ่ายเงินปันผลในสหรัฐอเมริกา ที่พบว่าสัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมดมีความสัมพันธ์ต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่งเป็นสัดส่วนกรรมการหญิงที่เป็นกรรมการอิสระ ที่มีความสัมพันธ์อย่างนัยสำคัญต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกัน และสัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมดที่มีการถ่วงน้ำหนักด้วยอายุ ที่มีความสัมพันธ์อย่างนัยสำคัญต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกันด้วยเช่นกัน

ข้อเสนอแนะ

ผู้ถือหุ้นพิจารณาในหลักทรัพย์ที่มี โดยใช้สัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมดเป็นอีกหนึ่งเกณฑ์ในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผล เช่น ดูสัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมดในหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผล โอกาสที่จะได้รับเงินปันผลอาจสูงขึ้นตาม นอกจากนี้ยังสามารถนำผลจากการศึกษาเป็นแนวทางในการกำหนดเงื่อนไขการเลือกกรรมการหญิง เข้ามาบริหารงาน เพื่อการดูแลผลประโยชน์ของบริษัทและผู้ถือหุ้น Adams and Ferreira (2009) ช่วยลดต้นทุนปัญหาตัวแทน

องค์กรกำกับดูแล เช่น คณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) อาจได้พิจารณาถึงการเพิ่มสัดส่วนกรรมการหญิงต่อกรรมการทั้งหมดในการแต่งตั้งเป็นคณะกรรมการของบริษัท หรือ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจนำผลการศึกษาเป็นแนวทางในการพิจารณาถึงความเหมาะสมในการกำหนดแนวทางปฏิบัติด้านคุณสมบัติ บทบาทและความรับผิดชอบของคณะกรรมการบริษัท โดยเฉพาะในเรื่องของการกำกับกิจการที่ดี

บรรณานุกรม

- Adams, R, & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Finance Economic*, 94, 291-309.
- Chen, Leung, Goergen. (2017). The impact of board gender composition on dividend payout. *Journal of Corporate Finance*, 43, 86-105.
- Easterbrook, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74, 650-659.
- Fama, E., & French, K. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 60, 3-34.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, 18(2), 264-272.

- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free-cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 322 -329.
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Price and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243-269.
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34, 411-433.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 3, 249-259.