



ปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย Determinants of Dividend Payment: Evidence from the Stock Exchange of Thailand

นภาพร ลิขิตวงศ์ขจร¹

คณะบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น

Napaporn Likitwongkajon¹

Faculty of Business Administration and Accountancy, KhonKaen University

(Received: May 5, 2018; Revised: September 18, 2018; Accepted: September 20, 2018)

บทคัดย่อ

งานวิจัยเรื่องนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูล Panel Data ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 - 2559 รวมระยะเวลา 17 ปี จำนวน 493 บริษัท รวมข้อมูลทั้งสิ้น 6,126 ข้อมูล โดยวัดการจ่ายเงินปันผลด้วยอัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตราการจ่ายเงินปันผลโดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน (Multiple Regressions) ผลการศึกษาพบว่า 1) ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน การจ่ายปันผล และอัตราเงินปันผลตอบแทนมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ในอนาคต ในทางกลับกันความเสี่ยงทางการเงิน และอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ในอนาคต 2) ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ และการจ่ายปันผล มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payouts) ในอนาคต ในทางกลับกันความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payouts) ในอนาคต

คำสำคัญ: 1) อัตราเงินปันผลตอบแทน 2) อัตราการจ่ายเงินปันผล 3) ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

The present study was to verify the determinants of dividend payment in listed firms in the Stock Exchange of Thailand (SET). The 17-year panel data were from the year 2000 to 2016. There were 493 of Thai listed companies revealing a total of 6,126 firm-year observations. The dividend payment was measured by dividend yield and dividend payouts using multiple regressions analysis. The Panel OLS results found that firm profitability, firm size, cash flow from operation, dividend payment and dividend yield had a positively significant effect to future dividend yield. However, financial leverage, and market value to book value had a negatively significant effect to future dividend yield. For the determinants of dividend payouts, firm profitability, firm size, and dividend payment revealed positively significant effect to future dividend payouts, but financial leverage had a negatively significant effect to future dividend payouts.

Keywords: 1) Dividend Yield 2) Dividend Payouts 3) Stock Exchange of Thailand

¹ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ (Assistant Professor)
Email: lnapap@kku.ac.th



บทนำ (Introduction)

การจ่ายเงินปันผลเพื่อตอบแทนการลงทุนในหุ้นสามัญแก่ผู้ถือหุ้นของบริษัทเป็นข้อมูลสำคัญที่มีส่วนในการตัดสินใจเลือกลงทุนในบริษัทนั้น ๆ ของนักลงทุน บริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ดีจะนำรายได้จากผลประกอบการไปลงทุนในสินทรัพย์เพื่อใช้ในการดำเนินงาน เมื่อบริษัทมีรายได้ที่เพียงพอต่อการจ่ายรายจ่ายต่าง ๆ แล้ว บริษัทที่มีผลกำไรก็จะแบ่งปันผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผล การจ่ายเงินปันผลจึงเป็นการสะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่ดีของบริษัท ประเด็นที่น่าสนใจประการหนึ่งก็คือบริษัทจะตัดสินใจที่จะแบ่งปันผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นในรูปของเงินปันผลหรือไม่ การจ่ายเงินปันผลควรเป็นส่วนต่อผลการดำเนินงานอย่างไรและการมีเสถียรภาพของการจ่ายเงินปันผลควรเป็นอย่างไร

การตัดสินใจในการจ่ายเงินปันผลมีความสำคัญสำหรับทั้งนักลงทุนและผู้บริหารบริษัทมาก ผู้บริหารตัดสินใจเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลด้วยการพิจารณาระหว่างโอกาสจากการนำผลกำไรที่เกิดขึ้นไปลงทุนต่อในกิจการ อาจนำไปขยายการลงทุนซึ่งจะเพิ่มโอกาสให้บริษัทเพิ่มรายได้ในอนาคต หากบริษัทไม่มีโครงการที่จะขยายการลงทุนผู้บริหารก็ควรเลือกที่จะกระจายผลกำไรตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นในรูปของการจ่ายเงินปันผล กล่าวอีกนัยหนึ่งคือนโยบายการจ่ายเงินปันผลคือการตัดสินใจของผู้บริหารในการกำหนดจำนวนเงินปันผลที่ต้องจ่ายและระดับของกำไรที่จะต้องคงไว้เพื่อลงทุนต่อ การจ่ายเงินปันผลจะเป็นการตอบแทนผู้ถือหุ้นที่ลงทุนในองค์กร ส่วนกำไรที่ไม่ได้นำไปจ่ายปันผลจะเป็นส่วนเพิ่มของกำไรสะสมเพื่อเงินลงทุนต่อในบริษัท จะทำให้ขนาดของบริษัทเติบโตขึ้นและมีโอกาสในการทำกำไรสูงขึ้นอีกด้วย

ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลจึงเป็นเรื่องที่น่าสนใจศึกษาและปัจจัยเหล่านั้นมีผลกระทบอย่างไร งานวิจัยในอดีตพบว่าความสามารถในการทำกำไรมีผลทำให้บริษัทมีอัตราจ่ายปันผลสูงขึ้น (Bushra and Mirza, 2015, p. 90; Labhane and Mahakud, 2016, p. 48) ในขณะที่งานวิจัยบางส่วนกลับไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว (Yusuf and Muhammed, 2015, p. 257; Badu, 2013, p. 189) นอกจากนี้แบบจำลองส่วนหนึ่งมีค่า Adjusted R^2 ไม่สูง (Labhane and Mahakud, 2016, p. 48)

แสดงถึงความสามารถในการพยากรณ์ของแบบจำลองไม่เหมาะสม อาจเกิดจากการละเลยที่จะใส่ตัวแปรที่สำคัญบางตัวในแบบจำลองที่ศึกษา ในส่วนของประเทศไทยการศึกษาในประเด็นดังกล่าวยังมีไม่มากนัก อีกทั้งจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาจะศึกษาเฉพาะกลุ่มบริษัททำให้ไม่ครอบคลุมส่วนใหญ่ของประชากร เช่น กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร จำนวน 43 บริษัท (Wechwiryakul, 2008, p. 16) กลุ่ม High Dividend จำนวน 30 บริษัท (Savarojkitthachow, 2015, p. 18)

ดังนั้นงานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อหาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย งานวิจัยนี้จัดทำในประเทศไทยซึ่งเป็นตลาดในกลุ่มของประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งมีลักษณะของสภาพแวดล้อมที่แตกต่างจากประเทศที่พัฒนาแล้ว งานวิจัยนี้จะแสดงให้เห็นถึงผลกระทบต่อจ่ายเงินปันผลในบริบทที่แตกต่างออกไป ซึ่งจะมีส่วนช่วยในการวิจัยที่เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งการศึกษาในประเทศไทยจะสามารถนำมาใช้อธิบายในตลาดที่มีลักษณะใกล้เคียงกันซึ่งยังขาดการศึกษาวิจัยกันอย่างกว้างขวาง นอกจากนี้ผลการศึกษาก็จะให้ความเข้าใจแก่ผู้ถือหุ้นเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสามารถใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจที่สำคัญในการเลือกลงทุนในบริษัทต่าง ๆ เพื่อให้ได้ผลตอบแทนจากการลงทุนตามที่คาดหวัง

บทความนี้มีโครงสร้างการนำเสนอดังนี้ ส่วนที่ 2 จะเป็นการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผล ถัดไปจะเป็นการนำเสนอระเบียบวิธีวิจัยที่แสดงถึงกลุ่มตัวอย่างและวิธีการศึกษา ส่วนที่ 4 จะเป็นผลจากการศึกษาเชิงประจักษ์ และสุดท้ายจะเป็นการนำเสนอการอภิปรายผลการศึกษารวมถึงข้อจำกัดและประเด็นการวิจัยในอนาคต

ทบทวนวรรณกรรม (Literature Reviews)

จากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ผู้บริหาร (ในฐานะตัวแทน) ได้รับมอบอำนาจจากผู้ถือหุ้น (ผู้เป็นตัวแทน) ให้เป็นตัวแทนในการตัดสินใจลงทุนเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุดจากเงินลงทุนให้แก่ผู้ถือหุ้น หากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของ



ผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารไม่สอดคล้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นจะเกิดขึ้นจะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Jensen and Meckling, 1976, p. 309) ปัญหานี้อาจได้รับการบรรเทาหรือลดลงโดยใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท นโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นกลไกที่ช่วยลดต้นทุนของหน่วยงาน การจ่ายเงินปันผลเป็นการป้องกันไม่ให้ตัวแทนใช้ประโยชน์จากเงินทุนส่วนเกินลดโอกาสที่ตัวแทนจะทำพฤติกรรมที่ไม่เหมาะสมและลดปัญหาตัวแทนที่อาจเกิดขึ้น

นอกจากนั้นการจ่ายเงินปันผลของบริษัทมีความสำคัญต่อการประเมินมูลค่าของหลักทรัพย์ของบริษัท การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัทนักวิเคราะห์จะใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นปัจจัยสำคัญในการประมาณการดังกล่าว อัตราการจ่ายปันผลเป็นตัวส่งสัญญาณของความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในอนาคต (Patra, Poshakwale and Yong, 2012, p. 1079) อาจจะเป็นไปได้ว่าเมื่อบริษัทลดอัตราเงินปันผลตอบแทนนักลงทุนอาจคาดการณ์ว่าบริษัทลดการจ่ายเงินปันผลเนื่องจากอาจมีการลงทุนในโครงการใหม่ เมื่อบริษัทมีโครงการลงทุนใหม่เกิดขึ้นซึ่งจะทำให้บริษัทอาจมีกำไรมากขึ้น การศึกษาถึงปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจึงเป็นสิ่งสำคัญซึ่งจะช่วยให้ให้นักลงทุนเข้าใจการตัดสินใจของบริษัท บริษัทที่มีลักษณะแตกต่างกันอาจใช้นโยบายที่แตกต่างกันออกไป ดังนั้นลักษณะของบริษัทจึงส่งผลต่อนโยบายการจ่ายปันผลอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ งานวิจัยที่ผ่านมาได้ทำการศึกษาปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผล ซึ่งประกอบด้วยปัจจัยต่าง ๆ ดังนี้

1. ความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

เงินปันผลเป็นเงินที่จ่ายจากผลกำไรประจำปีของบริษัท เมื่อบริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้นบริษัทก็จะมีความสามารถในการจ่ายปันผลได้มากขึ้น ผู้ถือหุ้นเป็นผู้ลงทุนในเงินทุนซึ่งเงินลงทุนดังกล่าวจะถูกนำไปใช้ในการดำเนินกิจการ ผลกำไรที่เกิดขึ้นเป็นของผู้ถือหุ้น การจ่ายเงินปันผลเป็นการตอบแทนเงินทุนที่มาจากผู้ถือหุ้น บริษัทที่ทำกำไรได้สูงจะจ่ายเงินปันผลสูง (Patra, Poshakwale, and Yong, 2012, p. 1079) จากการศึกษาที่ผ่านมาส่วนใหญ่พบว่าความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ

กับอัตราการจ่ายปันผล บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงกว่าจะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรต่ำกว่า (Bulla, Namusonge and Kanali, 2017, p. 5; Kathuo and Kimoro, 2017, p. 20; Yusof and Ismail, 2016, p. 95; Soondur, Maunick and Sewak, 2016, p. 12; King'wara, 2015, p. 50; Amidu and Abor, 2006, p. 142; Liu and Hu, 2005, pp. 68-69)

2. ขนาดของบริษัท (Size)

ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายปันผล บริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลสูงกว่า (Thanatawee, 2011, p. 60; Ahmed and Javid, 2009, pp. 20-21; Ranti, 2013, p. 112; Labhane and Mahakud, 2016, p. 48) เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่จะมีระบบงานและการตรวจสอบการบริหารงานที่เป็นระบบกว่าบริษัทขนาดเล็ก บริษัทขนาดใหญ่จึงมีแนวโน้มที่จะมีผลการดำเนินงานและมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก อย่างไรก็ตามมีกรณีที่พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล (Afza, 2010, p. 221; Patra, Poshakwale and Yong, 2012, p. 1079; Al-Malkawi, 2007, p. 58; Kouki and Guizani, 2009, p. 49; Yusof and Ismail, 2016, p. 95; Savarojkitthachow, 2015, p. 44; Bushra and Mirza, 2015, p. 90) ด้วยเหตุผลที่บริษัทขนาดใหญ่มีความน่าเชื่อถือ ทำให้สามารถเข้าถึงตลาดทุนและระดมทุนได้ง่ายขึ้นด้วยต้นทุนของเงินทุนที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก อีกทั้งยังมีข้อจำกัดหรือเงื่อนไขการจัดหาเงินทุนที่น้อยลงเมื่อเทียบกับบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นบริษัทที่มีขนาดใหญ่จะจ่ายเงินปันผลต่ำโดยสะสมกำไรไว้เพื่อขยายการลงทุนและเพื่อลดต้นทุนของการก่อหนี้

3. ความเสี่ยงทางการเงิน (Leverage)

บริษัทจะบริหารเงินสดที่มีอยู่เพื่อใช้ประโยชน์สูงสุดบริษัทจะต้องตัดสินใจระหว่างกันเงินสำหรับจ่ายค่าใช้จ่ายในการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้หรือจะจัดสรรเป็นเงินปันผล หากบริษัทจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้แล้วนั้น บริษัทต้องจัดสรรเงินสดเพื่อให้เพียงพอต่อรายจ่ายในการทำธุรกรรมเกี่ยวกับหนี้สินนั้น บริษัทต้องจ่ายคืนเงินต้นและดอกเบี้ยให้แก่เจ้าหนี้



จากงานวิจัยที่ผ่านมา (Savarojkitthachow, 2015, p. 44; Yusof and Ismail, 2016, p. 95; Labhane and Mahakud, 2016, p. 48; Olowe and Moyosore, 2014, pp. 17-18; Ranti, 2013, p. 112; Bushra and Mirza, 2015, p. 90; Afza, 2010, p. 221) พบว่า สัดส่วนการก่อกหนี้มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายปันผล บริษัทที่มีสัดส่วนการก่อกหนี้สูงมีแนวโน้มที่จะจ่ายปันผลในอัตราที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการก่อกหนี้ต่ำ เพื่อพยายามรักษาเงินทุนภายในไว้ให้เพียงพอต่อการจ่ายชำระหนี้สินที่มีอยู่ อย่างไรก็ตาม Patra, Poshakwale, and Yong (2012, p. 1079) พบว่าสัดส่วนการก่อกหนี้มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายปันผล บริษัทที่มีสัดส่วนการก่อกหนี้สูงมีแนวโน้มที่จะจ่ายปันผลในอัตราที่สูงกว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการก่อกหนี้ต่ำ เพื่อดึงดูดให้ผู้ลงทุนสนใจมาลงทุนในบริษัท เพื่อให้สามารถระดมทุนได้เพิ่มมากขึ้น

4. กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงาน (Cash Flow from Operations: CFO)

การจ่ายเงินปันผลจะเป็นการช่วยลดกระแสเงินสดอิสระให้กับผู้จัดการซึ่งเป็นการลดความขัดแย้งระหว่างผู้จัดการและผู้ถือหุ้น อีกทั้งการที่บริษัทมีกระแสเงินสดอิสระในกิจการเพิ่มมากขึ้นหากจะไม่นำกระแสเงินสดนั้นมาจ่ายปันผล ผู้ถือหุ้นจะเข้าใจว่ากระแสเงินสดนั้นจะเป็นการนำไปลงทุนต่อในกิจการจะทำให้ผู้ถือหุ้นคาดหวังว่ากระแสเงินสดดังกล่าวจะทำให้กิจการมีการเพิ่มการลงทุนหรือมีการเติบโตของบริษัทมากขึ้น ส่งผลให้ในรอบบัญชีถัดไปควรจะต้องมีการทำกำไรที่สูงขึ้น (Thanatawee, 2011, p. 60) หากผู้จัดการไม่สามารถลงทุนต่อให้ได้ผลตอบแทนตามความคาดหวังของผู้ถือหุ้น ผู้จัดการก็จะทำการกระจายคืนผู้ถือหุ้นในรูปของการจ่ายเงินปันผล ดังนั้นกระแสเงินสดอิสระควรต้องแจกจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นเพื่อลดปริมาณทรัพยากรที่มีอยู่ป้องกันไม่ให้เกิดปัญหาเรื่องการลงทุนมากเกินไป แหล่งที่มาของกระแสเงินสดที่มีคุณภาพควรเป็นกระแสเงินสดที่มาจากกิจกรรมดำเนินงาน

จากงานวิจัยในอดีต Labhane and Mahakud (2016, p. 48) พบว่า กระแสเงินสดอิสระของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการจ่ายเงินปันผล บริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระเพิ่มขึ้น

มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับงานของ Amidu and Abor (2006, p. 142) พบว่า บริษัทที่มีกระแสเงินสดสุทธิเพิ่มขึ้นมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และงานของ Kathuo and Kimoro (2017, p. 20) พบว่า กระแสเงินสดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน

5. โอกาสในการลงทุน (Investment Opportunity)

แหล่งที่มาของเงินทุนของกิจการมาได้จาก 2 แหล่ง คือ มาจากหนี้สินหรือมาจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Al-Malkawi, 2007, p. 58) บริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสูงกว่าจะใช้เวลาเพื่อการลงทุนที่สูงขึ้นจะทำให้บริษัทจะมีอัตราจ่ายเงินปันผลลดลง โอกาสในการลงทุนสามารถวัดจากอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (Bushra and Mirza, 2015, p. 90; Chansarn, 2017, p. 55; Amidu and Abor, 2006, p. 142) นอกจากนั้น โอกาสในการลงทุนจะวัดจากการเติบโตของยอดขายซึ่งเป็นอีกปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผล (King'wara, 2015, p. 50; Ahmed and Javid, 2009, pp. 20-21)

จากผลการศึกษาของ Amidu and Abor (2006, p. 142) และ Bushra and Mirza (2015, p. 92) พบว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีของบริษัทที่มีผลเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายเงินปันผล แสดงให้เห็นว่าบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสูงจะทำให้อัตราการจ่ายเงินปันผลลดลง และจากผลการศึกษาของ King'wara (2015, p. 50) พบว่า การเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Ahmed and Javid (2009, pp. 20-21) หากบริษัทมีการเติบโตของยอดขายในอัตราสูง ทำให้เห็นถึงว่าบริษัทที่มีโอกาสในการลงทุนสูง บริษัทจะเก็บเงินทุนไว้ในกิจการเพื่อใช้ในการลงทุนต่อมากกว่าที่จะเอาเงินทุนไปจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น

ระเบียบวิธีการวิจัย (Methodology)

1. การเก็บข้อมูล

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET)



กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทที่อยู่ใน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ประกอบด้วย กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการและกลุ่มเทคโนโลยี บริษัทที่ไม่รวมอยู่ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน และบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมทางการเงินมีลักษณะของรายการค้าที่แตกต่างจากกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ข้อมูลทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดาวน์โหลดมาจากฐานข้อมูล Thompson Reuters DataStream โดยเก็บข้อมูลทางการเงินของบริษัทตั้งแต่ปี พ.ศ. 2543 - 2559 รวมระยะเวลา 17 ปี

2. ตัวแปรที่ใช้ทำการศึกษา

การจ่ายเงินปันผล (Div) ถือว่าเป็นข้อมูลเชิงคุณภาพในการจะนำไปหาความสัมพันธ์ กำหนดค่าให้เป็นตัวแปรหุ่น ซึ่งมีการกำหนดดังต่อไปนี้ Div กำหนดให้เป็นตัวแปรหุ่นที่บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลค่าตัวแปรเท่ากับ 1 แสดงถึงบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลในปีนั้น และในทางตรงกันข้ามค่าตัวแปรเท่ากับ 0 แสดงถึงบริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลในปีนั้น ตัวแปรการจ่ายเงินปันผลซึ่งวัดโดยอัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตรการจ่ายเงินปันผล อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) คำนวณจากเงินสดจ่ายปันผลหารด้วยมูลค่าตลาดของบริษัท แสดงถึงผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทว่าผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทเฉพาะส่วนของเงินปันผลเป็นเท่าไร และอัตรการจ่ายเงินปันผล (DP) คำนวณจากเงินสดจ่ายปันผลหารด้วยกำไรสุทธิ แสดงถึงการกระจายผลตอบแทนจากการลงทุนในบริษัทว่าสามารถก่อให้เกิดกำไรกลับคืนสู่ผู้ถือหุ้นได้มากน้อยเพียงใด

จากการทบทวนวรรณกรรม พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผล ประกอบด้วยความสามารถในการทำกำไร ขนาดของบริษัท ความเสี่ยงทางการเงิน กระแสเงินสดอิสระและโอกาสในการลงทุน นอกจากนี้ Yusuf and Ismail (2016, p. 95) พบว่า ข้อมูลของการจ่ายเงินปันผลในงวดบัญชีก่อนหน้ามีผลต่อการจ่ายเงินปันผลในงวดปัจจุบัน ดังนั้นงานวิจัยนี้ได้เพิ่มตัวแปรการจ่ายเงินปันผลของงวดบัญชีก่อนหน้าในแบบจำลอง

ความสามารถในการทำกำไรวัดด้วยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets: ROA) คำนวณโดยใช้กำไรก่อนจ่ายดอกเบี้ยและภาษีหารด้วยสินทรัพย์รวม การใช้กำไรก่อนจ่ายดอกเบี้ยและภาษีแทนการใช้กำไรสุทธิในการคำนวณอัตราส่วนดังกล่าว เพื่อลดข้อจำกัดเรื่องอัตราภาษีระหว่างช่วงเวลาในการศึกษา และข้อจำกัดด้านการจัดหาเงินทุนในส่วนของดอกเบี้ยจ่ายที่กิจการต้องชำระคืนเจ้าหนี้ ทำให้สามารถบ่งบอกถึงกำไรที่เกิดจากผลการดำเนินงานของกิจการในภาพรวมของการดำเนินงานขนาดของบริษัท วัดด้วยสินทรัพย์รวมของกิจการ (Size) คำนวณจากค่า Logarithm ของสินทรัพย์รวม การใช้ค่า Logarithm เพื่อให้ข้อมูลของสินทรัพย์รวมที่เป็นข้อมูลที่สเกลใหญ่ให้มีค่าน้อยลงและสามารถเปรียบเทียบกันได้ เพื่อให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นได้ทางสถิติ

ความเสี่ยงทางการเงิน วัดด้วยอัตราส่วนแห่งหนี้ (Lev) คำนวณจากหนี้สินรวมหารด้วยสินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากการดำเนินงานวัดด้วยกระแสเงินสดจากการดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวม (CFO) ในส่วนของโอกาสในการลงทุนของกิจการจะวัดด้วยสองมุมมอง โดยมุมมองแรกจะเป็นมุมมองที่เกิดมาจากการประเมินโอกาสของการลงทุนที่สะท้อนมาจากมุมมองของนักลงทุน ซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MBV) มุมมองที่สองจะเป็นการวัดโอกาสในการลงทุนที่สะท้อนมาจากผลการดำเนินงานในปัจจุบันเพื่อใช้เป็นฐานในการประมาณการโอกาสที่จะเกิดขึ้นในอนาคต ซึ่งวัดด้วยการเติบโตของยอดขาย (Growth) ซึ่งคำนวณจากอัตรการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย

ก่อนที่จะนำข้อมูลทางการเงินของบริษัทต่าง ๆ ไปทำการวิเคราะห์ เพื่อลดปัญหาของค่าผิดปกติ (Outlier) ของตัวแปร ตัวแปรทั้งหมดที่ใช้ในแบบจำลอง (ยกเว้น Div ซึ่งเป็นตัวแปรหุ่น) จะถูกทำการ Winsorized โดยการปรับค่าของข้อมูลที่มีค่าของตัวแปรที่มากกว่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 95 ด้วยการแทนค่าด้วยค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 95 และค่าที่น้อยกว่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 5 ด้วยการแทนค่าด้วยค่าเปอร์เซ็นต์ไทล์ที่ 5 (Vithessonthi, 2016, p. 397)



3. แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา
แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อ
การจ่ายเงินปันผล เป็นการศึกษาความสัมพันธ์เชิงเหตุ

และผล ดังนั้นตัวแปรอิสระทั้งหมดจะใช้ข้อมูล 1 ปี
ก่อนหน้า (t-1) แบบจำลองแสดงดังนี้

$$DY_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1(ROA_{i,t-1}) + \beta_2(Size_{i,t-1}) + \beta_3(Lev_{i,t-1}) + \beta_4(CFO_{i,t-1}) + \beta_5(MBV_{i,t-1}) + \beta_6(Growth_{i,t-1}) + \beta_7(DY_{i,t-1}) + e_{i,t} \quad \dots (1)$$

$$DY_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1(ROA_{i,t-1}) + \beta_2(Size_{i,t-1}) + \beta_3(Lev_{i,t-1}) + \beta_4(CFO_{i,t-1}) + \beta_5(MBV_{i,t-1}) + \beta_6(Growth_{i,t-1}) + \beta_7(Div_{i,t-1}) + e_{i,t} \quad \dots (2)$$

$$DP_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1(ROA_{i,t-1}) + \beta_2(Size_{i,t-1}) + \beta_3(Lev_{i,t-1}) + \beta_4(CFO_{i,t-1}) + \beta_5(MBV_{i,t-1}) + \beta_6(Growth_{i,t-1}) + \beta_7(DP_{i,t-1}) + e_{i,t} \quad \dots (3)$$

$$DP_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1(ROA_{i,t-1}) + \beta_2(Size_{i,t-1}) + \beta_3(Lev_{i,t-1}) + \beta_4(CFO_{i,t-1}) + \beta_5(MBV_{i,t-1}) + \beta_6(Growth_{i,t-1}) + \beta_7(Div_{i,t-1}) + e_{i,t} \quad \dots (4)$$

เมื่อ

DY	คือ อัตราเงินปันผลตอบแทน (เท่า)
DP	คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล (เท่า)
ROA	คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (เท่า)
Size	คือ ค่า Logarithm ของสินทรัพย์
Lev	คือ อัตราส่วนหนี้ (เท่า)
CFO	คือ กระแสเงินสดสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (เท่า)
MBV	คือ อัตราราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (เท่า)
Growth	คือ อัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย (เท่า)
Div	คือ ตัวแปรหุ่น กำหนดเป็น 1 เมื่อบริษัทมีการจ่ายเงินปันผล และ 0 เมื่อบริษัทไม่มีการจ่ายปันผล
i	คือ บริษัทที่ 1,2,3...,n
t	คือ ปีที่ 1,2,3...,n

ผลการวิจัย (Results)

1. การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา

จากตาราง 1 แบ่งการนำเสนอค่าสถิติเชิงพรรณนาเป็น 3 ส่วน ส่วนแรก เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด ส่วนที่ 2 เป็นกลุ่มตัวอย่างที่มีการจ่ายเงินปันผล และส่วนที่ 3 เป็นกลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล

กลุ่มตัวอย่างทั้งหมดมีจำนวนทั้งสิ้น 6,126 ข้อมูล พบว่า ตัวอย่างที่มีการจ่ายเงินปันผล จำนวน 3,976 ข้อมูล (ร้อยละ 65) และบริษัทที่ไม่มีจ่ายปันผล จำนวน 2,150 ข้อมูล กลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลจะมีค่าเฉลี่ยอัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) 0.05 เท่า และค่าเฉลี่ยอัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) 0.69 เท่า



ตาราง 1 ค่าสถิติเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Variables	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Dev.	Observations
กลุ่มตัวอย่างทั้งหมด						
DY	0.04	0.03	0.00	0.21	0.04	6,126
DP	0.41	0.30	-1.11	4.13	0.70	6,126
ROA	0.11	0.11	-0.08	0.28	0.09	6,126
Size	4.56	4.35	1.77	7.57	1.42	6,126
LEV	0.25	0.23	0.00	1.06	0.22	6,126
CFO	0.07	0.07	-0.34	0.42	0.12	6,126
MBV	1.66	1.22	0.18	5.04	1.28	6,126
Growth	0.13	0.06	-0.82	4.12	0.48	6,126
Div	0.65	1.00	0.00	1.00	0.48	6,126
กลุ่มตัวอย่างที่มีการจ่ายปันผล (Div=1)						
DY	0.05	0.04	0.00	0.21	0.04	3,976
DP	0.69	0.51	0.00	4.13	0.70	3,976
ROA	0.15	0.14	-0.05	0.28	0.07	3,976
Size	4.75	4.56	1.77	7.57	1.41	3,976
LEV	0.21	0.19	0.00	0.76	0.18	3,976
CFO	0.10	0.10	-0.34	0.42	0.11	3,976
MBV	1.76	1.35	0.18	5.04	1.25	3,976
Growth	0.12	0.08	-0.82	4.12	0.33	3,976
กลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีการจ่ายปันผล (Div=0)						
ROA	0.05	0.04	-0.08	0.28	0.08	2,150
Size	4.21	3.98	1.77	7.57	1.37	2,150
LEV	0.34	0.33	0.00	1.06	0.25	2,150
CFO	0.02	0.02	-0.34	0.42	0.12	2,150
MBV	1.46	0.99	0.18	5.04	1.31	2,150
Growth	0.14	0.02	-0.82	4.12	0.67	2,150

ในส่วนของการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของตัวแปร จากค่าสถิติทดสอบ T-statistic พบว่ามีตัวแปรที่แตกต่างกันระหว่างสองกลุ่มอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% แบ่งเป็น 2 กลุ่ม ดังนี้ กลุ่มแรกเป็นกลุ่มตัวแปรที่มีค่าเฉลี่ยของกลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายปันผลมีค่าสูงกว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่มีการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ 4 ตัวแปร ดังนี้ 1) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) พบกลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายปันผลมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.15 เท่า

ซึ่งมากกว่าอีกกลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.05 เท่า แสดงให้เห็นว่าความสามารถในการทำกำไรจากสินทรัพย์ของกลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายปันผลมีประสิทธิภาพสูงกว่าอีกกลุ่มมาก 2) ขนาดของสินทรัพย์รวม (Size) พบกลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายปันผลมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.75 มากกว่าอีกกลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 4.21 แสดงให้เห็นว่ากิจการที่มีขนาดใหญ่มีโอกาสที่จะจ่ายปันผลมากกว่าธุรกิจที่ขนาดเล็กกว่า 3) อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO)



พบกลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายปันผลมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.10 เท่าสูงกว่าอีกกลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.02 เท่า แสดงให้เห็นว่ากลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายปันผลมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานเพียงพอต่อการจ่ายชำระภาระผูกพันในอนาคตมากกว่าอีกกลุ่ม ส่วนกลุ่มที่ไม่จ่ายปันผลจะมีค่าต่ำแสดงว่าบริษัทมีสภาพคล่องต่ำ และ 4) อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MBV) พบกลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายปันผลมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.76 เท่า มากกว่าอีกกลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.46 เท่า

กลุ่มที่ 2 เป็นกลุ่มตัวแปรที่มีค่าเฉลี่ยของกลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายปันผลมีค่าต่ำกว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่มีการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ ประกอบด้วย 2 ตัวแปร ดังนี้ 1) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Lev) พบกลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายปันผลมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.21 เท่านั้นน้อยกว่าอีกกลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.34 เท่า แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างเงินทุนของกลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายปันผลมีสัดส่วนหนี้สินต่ำกว่าบริษัทอีกกลุ่ม ซึ่งหมายความถึงมีภาระในการชำระคืนหนี้สินที่ต่ำกว่า และมีความเสี่ยงทางการเงินที่ต่ำกว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล และ 2) อัตราการเปลี่ยนแปลงของยอดขาย (Growth) พบกลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายปันผลมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.12 เท่านั้นน้อยกว่าอีกกลุ่มที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.14 เท่า

2. การวิเคราะห์ค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

จากตาราง 2 นำเสนอค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรในแบบจำลอง เมื่อตัวแปรตามคือ DY พบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ได้แก่ ROA, CFO, MBV และ Growth เมื่อตัวแปรเหล่านี้มีค่าเพิ่มขึ้นจะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนเพิ่มสูงขึ้น และพบว่าตัวแปร LEV มีความสัมพันธ์เชิงลบกับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% เมื่อบริษัทมีสัดส่วนหนี้สินเพิ่มขึ้นจะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนลดลง

เมื่อตัวแปรตามคือ DP พบว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับตัวแปรตามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 99% ได้แก่ ROA, CFO, MBV, Growth, MBV และ Size เมื่อตัวแปรเหล่านี้มีค่าเพิ่มขึ้นจะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนเพิ่มสูงขึ้น

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันระหว่างตัวแปรอิสระพบว่ามีค่าไม่เกินกว่า 0.7 หรือน้อยกว่า -0.7 แสดงว่าค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันไม่สูงมากจนจะก่อให้เกิดปัญหา Multicollinearity (Chansarn, 2017, p. 56)

ตาราง 2 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlations) ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

Variables	DY	DP	ROA	Size	Lev	CFO	MBV	Growth
DY	1							
DP	0.463***	1						
ROA	0.336***	0.198***	1					
Size	0.012	0.043***	0.076***	1				
Lev	-0.24***	0.138***	0.279***	0.26***	1			
CFO	0.245***	0.135***	0.584***	0.052***	0.274***	1		
MBV	0.122***	0.051***	0.286***	0.094***	-0.013	0.146***	1	
Growth	0.085***	0.071***	0.091***	0.051***	0.024*	0.058***	0.088***	1

หมายเหตุ: ***, **, * ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01, 0.05, 0.10 ตามลำดับ

3. การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน

เมื่อประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธีการประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธี Random Effects และคำนวณค่าสถิติทดสอบของ Hausman Test พบว่า ค่าสถิติทดสอบมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ($p < 0.01$) ดังนั้น การประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธีที่เหมาะสมควรประมาณค่าแบบจำลองด้วยวิธี Fixed Effects (Baltagi, 2005, p. 65) ดังนั้น การประมาณค่าในแบบจำลองจึงใช้วิธี Fixed Effects ประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยวิธี Period SUR (PCSE)

จากตาราง 3 ในคอลัมน์ที่ (1) – (3) เป็นแบบจำลองที่พยากรณ์ตัวแปรตาม DY ส่วนตัวแปรตาม DP แสดงแบบจำลองในคอลัมน์ที่ (4) – (6) ในคอลัมน์ที่ (1) และ (4) ชุดของตัวแปรอิสระจะยังไม่ได้รวมตัวแปรเงินปันผลในงวดปีก่อน ในคอลัมน์ที่ (2) ชุดของตัวแปรอิสระจะมีการเพิ่มอัตราเงินปันผลตอบแทนของปีก่อนหน้า ในคอลัมน์ที่ (5) ชุดของตัวแปรอิสระจะมีการเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผลของปีก่อนหน้า สุดท้ายในคอลัมน์ที่ (3) และ (6) ชุดของตัวแปรอิสระจะมีการเพิ่มตัวแปรข้อมูลการจ่ายเงินปันผลในปีก่อน

จากตาราง 3 ส่วนของคอลัมน์ที่ (3) พบว่าค่า Adjusted R^2 มีค่า 0.51 แสดงว่าตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน สามารถอธิบายอัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) ได้ร้อยละ 51 แสดงว่าตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน สามารถอธิบายอัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) ได้ร้อยละ 51 และส่วนของคอลัมน์ที่ (6) สำหรับแบบจำลองอัตราการจ่ายเงินปันผล พบว่า ค่า Adjusted R^2 มีค่าอยู่ในช่วง 0.18 แสดงว่าตัวแปรอิสระในสมการถดถอยที่ได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน สามารถอธิบายอัตราเงินปันผลตอบแทน (DP) ได้ร้อยละ 18

สำหรับอัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) พบว่าอัตราเงินปันผลตอบแทนของปีก่อนหน้ามีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทนในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย 0.127 แสดงว่าบริษัทที่มีอัตราเงินปันผลตอบแทนในปัจจุบันสูงมีแนวโน้มที่อัตราเงินปันผลในปีหน้าสูงขึ้นเช่นกัน นอกจากนี้ อัตราเงินปันผลตอบแทนยังมีความสัมพันธ์

เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการที่บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลในปีก่อนหน้าโดยไม่ได้คำนึงถึงมูลค่าของเงินปันผลที่จ่าย โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย 0.018 แสดงว่าบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลตอบแทนในปัจจุบันมีแนวโน้มที่อัตราเงินปันผลในปีหน้าจะสูงขึ้นกว่ากิจการที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบัน

สำหรับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) พบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลของปีก่อนไม่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบัน ยังคงพบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการที่บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลในปีก่อน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอย 0.233 ซึ่งมากกว่าผลกระทบที่มีต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน แสดงว่าบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบันมีแนวโน้มที่อัตราเงินปันผลในปีหน้าจะสูงขึ้นกว่ากิจการที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบัน

ในแบบจำลองทั้ง 6 แบบจำลอง ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01 พบว่า ตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตราการจ่ายเงินปันผล คือ ความสามารถในการทำกำไร (ROA) และ ขนาดของสินทรัพย์รวม (Size) แสดงว่าเมื่อบริษัทมีลักษณะเหล่านี้เพิ่มมากขึ้น จะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มมากขึ้น นอกจากนี้ พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (Lev) มีความสัมพันธ์เชิงลบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตราการจ่ายเงินปันผล แสดงว่าเมื่อบริษัทมีการก่อหนี้เพิ่มขึ้นมีผลทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตราการจ่ายเงินปันผลลดลง

นอกจากนี้ พบว่าตัวแปรที่มีความสัมพันธ์เฉพาะต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนอีก 2 ตัวคือ กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม (CFO) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MBV) โดยกระแสเงินสดต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ 0.01 ในขณะที่อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ในทั้งสามแบบจำลองในคอลัมน์ที่ (2) - (4)

ในส่วนของตัวแปรการเจริญเติบโตของยอดขายพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบในแบบจำลองส่วนมากแต่ไม่พบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติ มีเพียง



แบบจำลองในคอลัมน์ (1), (4) และ (5) พบว่ามีนัยสำคัญ 0.10

จากแบบจำลองทั้งหมด แสดงให้เห็นว่าปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการจ่ายปันผลที่มีผลกระทบมากที่สุดคืออัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงก็จะมีแนวโน้มของอัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตราการจ่ายเงินปันผล

ที่สูงด้วย ในขณะที่บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรต่ำก็มีแนวโน้มของอัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยก่อนหน้านี้ (Kathuo and Kimoro, 2017, p. 20; Bulla, Namusonge and Kanali, 2017, p. 5; Yusof and Ismail, 2016, p. 95; Soondur, Maunick and Sewak, 2016, p. 12)

ตาราง 3 แบบจำลองปัจจัยที่มีผลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) และอัตราการจ่ายเงินปันผล (DP)

Variable		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
		DY	DY	DY	DP	DP	DP
Constant	Coefficient	-0.002	-0.003	0.000	-0.040	-0.037	-0.022
	Std. Error	0.005	0.005	0.005	0.093	0.094	0.088
ROA _{t-1}	Coefficient	0.143***	0.137***	0.105***	1.373***	1.403***	0.982***
	Std. Error	0.007	0.007	0.007	0.144	0.145	0.148
Size _{t-1}	Coefficient	0.007***	0.006***	0.005***	0.084***	0.083***	0.053***
	Std. Error	0.001	0.001	0.001	0.020	0.021	0.020
Lev _{t-1}	Coefficient	-0.036***	-0.032***	-0.029***	-0.322***	-0.326***	-0.246***
	Std. Error	0.003	0.003	0.003	0.058	0.058	0.056
CFO _{t-1}	Coefficient	0.014***	0.012***	0.013***	0.054	0.054	0.040
	Std. Error	0.004	0.004	0.004	0.095	0.096	0.095
MBV _{t-1}	Coefficient	-0.002***	-0.002***	-0.002***	-0.006	-0.007	-0.007
	Std. Error	0.000	0.000	0.000	0.010	0.010	0.009
Growth _{t-1}	Coefficient	-0.001*	0.000	0.000	-0.033*	-0.034*	-0.021
	Std. Error	0.001	0.001	0.001	0.018	0.018	0.018
DY _{t-1}	Coefficient		0.127***				
	Std. Error		0.013				
DP _{t-1}	Coefficient					-0.003	
	Std. Error					0.014	
Div _{t-1}	Coefficient			0.018***			0.233***
	Std. Error			0.001			0.026
Firm-fixed effects		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year-fixed effects		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²		0.53	0.54	0.56	0.23	0.23	0.24
Adjusted R ²		0.49	0.50	0.51	0.16	0.16	0.18
F-statistic		12.03***	12.37***	13.13***	3.35***	3.38***	3.54***
Firms included		493	490	492	493	493	492
Firms-year observations		5,965	5,890	5,921	6,210	6,182	6,159

หมายเหตุ: ***, **, * ณ ระดับนัยสำคัญ 0.01, 0.05, 0.10 ตามลำดับ



สรุปผลการวิจัย (Conclusion)

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อหาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อการจ่ายปันผล กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้ง 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน การจ่ายปันผลวัดด้วยอัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตรากำไรสุทธิ การวิเคราะห์หาปัจจัยที่มีผลกระทบต่อการจ่ายปันผลใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงซ้อน พบว่าร้อยละ 65 ของกลุ่มตัวอย่างจ่ายปันผลแก่ผู้ถือหุ้นเงินปันผลที่จ่ายโดยเฉลี่ยแล้วบริษัทเหล่านั้นจ่ายเงินปันผลร้อยละ 69 ของกำไรของบริษัท ผลตอบแทนจากเงินปันผลโดยเฉลี่ยร้อยละ 5 ของราคาหลักทรัพย์ ลักษณะของบริษัทที่มีการจ่ายปันผลจะเป็นบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไร สินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีสูงกว่ากลุ่มบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล ในขณะที่บริษัทที่มีการจ่ายปันผลจะมีความเสี่ยงทางการเงินและอัตรากำไรสุทธิโตของยอดขายต่ำกว่าบริษัทที่ไม่มีการจ่ายปันผล

อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) เป็นการวัดว่าหากนักลงทุนลงทุนในบริษัทแล้วจะได้รับเงินปันผลตอบแทนจากการลงทุนคิดเป็นกี่เท่าของเงินลงทุน พบว่าปัจจัยที่มีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.01$) ต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนในอนาคตประกอบด้วยความสามารถในการทำกำไร อัตราเงินปันผลตอบแทน การจ่ายปันผล กระแสเงินสดจากการดำเนินงานและมูลค่าของสินทรัพย์รวม โดยมีความเสี่ยงทางการเงินและอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีเป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.01$) ต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนในอนาคต ในส่วนของอัตรากำไรสุทธิโตจะมีความสัมพันธ์เชิงลบ ระดับนัยสำคัญ 0.10 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์น้อยมาก โดยมีค่า Adjusted R^2 สูงถึง 0.50

อัตรากำไรสุทธิ (DP) เป็นการวัดการจ่ายปันผลว่าบริษัทจ่ายปันผลคิดเป็นกี่เท่าของกำไรที่บริษัททำมาหาได้ เป็นการแสดงถึงการกระจายผลตอบแทนจากการลงทุนแก่ผู้ถือหุ้น อัตรากำไรสุทธิเป็นสัดส่วนของการแบ่งปันผลกำไรต่อกำไรทั้งหมด ผลกำไรส่วนที่เหลือจากการจ่ายเป็นเงินปันผลก็จะจะเป็นเงินที่บริษัทนำไปลงทุนต่อ ปัจจัย

ที่มีผลเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.01$) ต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลในอนาคตประกอบด้วย ความสามารถในการทำกำไร การจ่ายปันผล และมูลค่าของสินทรัพย์รวม โดยมีความเสี่ยงทางการเงินเป็นปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญ ($p < 0.01$) ต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนในอนาคต ในส่วนของอัตรากำไรสุทธิโตจะมีความสัมพันธ์เชิงลบ ระดับนัยสำคัญ 0.10 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์น้อยมาก โดยมีค่า Adjusted R^2 เท่ากับ 0.18 ซึ่งน้อยกว่าแบบจำลองอัตราเงินปันผลตอบแทน

อภิปรายผลการศึกษา (Discussion)

ในบริบทของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายปันผลในอนาคตประกอบด้วย ปัจจัยที่สำคัญ 4 ประการ ดังนี้ ความสามารถในการทำกำไร ความเสี่ยงทางการเงิน การจ่ายปันผล และขนาดของบริษัท หากนักลงทุนต้องการอัตราเงินปันผลตอบแทน (อัตรากำไรสุทธิโต) ในอนาคตสูง ควรเลือกลงทุนในบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมสูง อัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมต่ำ บริษัทที่มีการจ่ายปันผลและบริษัทที่มีขนาดใหญ่

เงินปันผลเป็นเงินที่จ่ายจากผลกำไรประจำปี ดังนั้น ปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการจ่ายปันผลประการแรกจึงเป็นความสามารถในการทำกำไร เมื่อบริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้นบริษัทก็จะมีสามารถในการจ่ายปันผลได้มากขึ้น ดังนั้นความสามารถในการทำกำไรควรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายปันผล ผลการศึกษานี้ พบว่า เมื่อบริษัทมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เพิ่มขึ้นหนึ่งหน่วยจะมีผลทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนในอนาคตจะเพิ่มขึ้น 0.105 หน่วย (อัตรากำไรสุทธิโตในอนาคตเพิ่มขึ้น 0.982 หน่วย) สอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมา (Labhane and Mahakud, 2016, p. 50; Bushra and Mirza, 2015, p. 90; Yusuf and Muhammed, 2015, p. 257; King'wara, 2015, pp. 50) ที่พบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน (อัตรากำไรสุทธิโต) ในอนาคต

การจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ทำให้บริษัทมีภาระที่ต้องจ่ายคืนเงินต้นและดอกเบี้ย การสร้างภาระหนี้สินหรือการเพิ่มความเสี่ยงทางการเงิน



จะส่งผลให้บริษัทต้องกันเงินเพื่อจัดสรรสำหรับรายการที่เกี่ยวข้อง ทำให้ความสามารถในการจ่ายเงินปันผลลดน้อยลง ปัจจัยสำคัญที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลประการถัดมาจึงเป็นความเสี่ยงทางการเงิน เมื่อบริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินที่สูงขึ้น บริษัทก็จะมีสามารถในการจ่ายเงินปันผลลดลง ดังนั้นความเสี่ยงทางการเงินควรมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล ผลการศึกษานี้พบว่าเมื่อบริษัทมีอัตราหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเพิ่มขึ้นหนึ่งหน่วยจะมีผลทำให้อัตราการจ่ายเงินปันผลในอนาคตลดลง 0.029 หน่วย (อัตราการจ่ายเงินปันผลในอนาคตลดลง 0.246 หน่วย) สอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมา (Labhane and Mahakud, 2016, p. 48; Ranti, 2013, p. 112; Yusof and Ismail, 2016, p. 95) ที่พบว่าเมื่อบริษัทมีสัดส่วนหนี้สินเพิ่มขึ้นจะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทน (อัตราการจ่ายเงินปันผล) ในอนาคตของบริษัทลดลง

การจ่ายเงินปันผลในงวดก่อนทำให้นักลงทุนคาดหวังถึงเงินปันผลในงวดปัจจุบัน การจ่ายเงินปันผลในงวดก่อนจึงเป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลตอบแทนในปัจจุบัน ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลในงวดก่อนควรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล ผลการศึกษานี้พบว่าเมื่อบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลจะมีผลทำให้อัตราการจ่ายเงินปันผลในอนาคตเพิ่มขึ้น 0.018 หน่วย (อัตราการจ่ายเงินปันผลในอนาคตเพิ่มขึ้น 0.233 หน่วย) สอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมา (Yusof and Ismail, 2016, p. 95) ที่พบว่าเมื่อบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลจะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทน (อัตราการจ่ายเงินปันผล) ในอนาคตของบริษัทเพิ่มขึ้น

บริษัทขนาดใหญ่มีการทำงานอย่างเป็นระบบ จึงมีแนวโน้มที่จะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่าบริษัทขนาดเล็ก ดังนั้นขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายปันผล ผลการศึกษานี้พบว่าเมื่อบริษัทมีขนาดเพิ่มขึ้นหนึ่งหน่วยจะมีผลทำให้อัตราการจ่ายเงินปันผลในอนาคตเพิ่มขึ้น 0.005 หน่วย (อัตราการจ่ายเงินปันผลในอนาคตลดลง 0.053 หน่วย) สอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมา (Thanatawee,

2011, p. 60; Ahmed and Javid, 2009, pp. 20-21; Ranti, 2013, p. 112; Labhane and Mahakud, 2016, p. 48) ที่พบว่า เมื่อขนาดของบริษัทเพิ่มขึ้น จะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทน (อัตราการจ่ายเงินปันผล) ในอนาคตของบริษัทเพิ่มขึ้น

ข้อเสนอแนะการวิจัย (Research Suggestions)

การศึกษาในครั้งนี้ เป็นการศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ลักษณะเฉพาะของอุตสาหกรรมแต่ละอุตสาหกรรมอาจส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตอาจแบ่งการวิเคราะห์ออกเป็นแต่ละกลุ่มตามอุตสาหกรรมเพื่อให้ความละเอียดรายอุตสาหกรรมและเปรียบเทียบเพื่อหาข้อแตกต่าง เพื่อเป็นแนวทางให้นักลงทุนได้เลือกกลงในอุตสาหกรรมที่เหมาะสมตามลักษณะความต้องการในการลงทุน

เมื่อโลกไร้พรมแดนการลงทุนระหว่างประเทศแพร่หลายมากขึ้น การศึกษาเฉพาะบริษัทของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศใดประเทศหนึ่งอาจไม่เพียงพอ ดังนั้นอาจมีการขยายการศึกษาการจ่ายปันผลของตลาดหลักทรัพย์ในประเทศต่าง ๆ ในรูปของกลุ่มการค้าหรือกลุ่มเศรษฐกิจ เช่น การศึกษาการรวมกลุ่มตามภูมิภาค หรือกลุ่มเศรษฐกิจต่าง ๆ เช่น ASEAN, ASEAN+3, AEC, EU เป็นต้น เพื่อให้ให้นักลงทุนใช้เป็นข้อมูลเลือกการลงทุนที่เหมาะสมกับความต้องการลงทุน

การวิจัยในอนาคต อาจทำการศึกษาและเพิ่มตัวแปรอิสระที่เพิ่มความสามารถในการพยากรณ์ให้กับแบบจำลองให้มีความแม่นยำมากขึ้น โดยเฉพาะในส่วนของแบบจำลองอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ยังคงมีค่า Adjusted R² ไม่สูงมาก อีกทั้งในงานวิจัยนี้จะเน้นเฉพาะผลตอบแทนจากเงินปันผลเท่านั้นไม่ได้รวมถึงกำไรจากการขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) การศึกษาในอนาคตอาจทำการศึกษาผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ในส่วนของการขาดทุนจากการขายด้วย



บรรณานุกรม (Bibliography)

- Afza, T. (2010). Ownership structure and cash flows as determinants of corporate dividend policy in Pakistan. **International Business Research**, 3(3), 200-221.
- Ahmed, H. and Javid, A. Y. (2009). Dynamics and determinants of dividend policy in Pakistan: Evidence from Karachi stock exchange non-financial listed. **Journal of Independent Studies and Research (MSSE)**, 7(1), 1-30.
- Al-Malkawi, H. N. (2007). Determinants of corporate dividend policy in Jordan: An application of the tobit model. **Journal of Economic and Administrative Sciences**, 23(2), 44-70.
- Amidu, M. and Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. **Journal of Risk Finance**, 7(2), 136-145.
- Badu, E. A. (2013). Determinants of dividend payout policy of listed financial institutions in Ghana. **Research Journal of Finance and Accounting**, 4(7), 185-191.
- Baltagi, B. H. (2005). **Econometric analysis of panel data** (3rded.). Chichester: John Wiley and Sons.
- Bulla, D., Namusonge, G. S. and Kanali, C. L. (2017). Key determinants of dividend payout among listed companies. **IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)**, 19(7), 1-6.
- Bushra, A. and Mirza, N. (2015). The determinants of corporate dividend policy in Pakistan. **The Lahore Journal of Economics**, 20(2), 77-98.
- Chansarn, T. (2017). Earnings management and debt of food and beverage companies listed in the stock exchange of Thailand. **Journal of Business, Economics and Communications**, 12(2), 51-65.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3(4), 305-360.
- Kathuo, S. M. and Kimoro, J. N. (2017). Determinants of dividend policy decisions of the listed banks in Kenya. **International Journal of Management and Business Studies (IJMBS)**, 7(2), 16-20.
- King'wara, R. (2015). Determinants of dividend payout ratios in Kenya. **Research Journal of Finance and Accounting**, 6(1), 48-52.
- Kouki, M. and Guizani, M. (2009). Ownership structure and dividend policy: Evidence from the Tunisian stock market. **European Journal of Scientific Research**, 25(1), 42-53.
- Labhane, N. B. and Mahakud, J. (2016). Determinants of dividend policy of Indian companies: A panel data analysis. **Paradigm**, 20(1), 36-55.
- Liu, S. and Hu, Y. (2005). Empirical analysis of cash dividend payment in Chinese listed. **Nature and Science**, 3(1), 65-70.
- Olowe, R. A. and Moyosore, S. L. (lecturer). (August 4-5, 2014). Determinants of dividend payout in the Nigerian banking industry. In **The 9th Annual London Business Research Conference 2014** (pp.1-23). London: Imperial College.
- Patra, T., Poshakwale, S. and Yong, K. O. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. **Applied Financial Economics**, 22(13), 1079-1087.



- Ranti, U. O. (2013). Determinants of dividend policy: A study of selected listed firms in Nigeria. **Change and Leadership**, 17(1), 107-119.
- Savarojkitthachow, T. (2015). **Determinant of dividend policy: Evidence from SET high dividend companies in Thailand**. Independent study, M.S., Bangkok University, Bangkok.
- Soondur, S. A. K, Maunick, D. and Sewak, S. (lecturer). (January21-23,2016). Determinants of the dividend policy of companies listed on the stock exchange of Mauritius. In **The Fifth Asia-Pacific Conference on Global Business, Economics, Finance and Social Sciences (AP16Mauritius Conference)** (pp.1-18). Ebene-Mauritius.
- Thanatawee, Y. (2011). Life-cycle theory and free cash flow hypothesis: Evidence from dividend policy in Thailand. **International Journal of Financial Research**, 2(2), 52-60.
- Vithessonthi, C. (2016). Capital investment, internationalization and firm performance: Evidence from Southeast Asian countries. **Research in International Business and Finance**, 38(1), 393-403.
- Wechwiriyakul, N. (2008). **A study on factors affecting the dividend payment of agricultural and food industry companies listed on the stock exchange of Thailand**. Master Independent study, M.B.A., University of the Thai Chamber of Commerce, Bangkok
- Yusof, Y. and Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. **Review of International Business and Strategy**, 26(1), 88-99.
- Yusuf, A. and Muhammed, N. (2015). Determinant of dividend payout in Nigerian banking industry. **Scholars Bulletin**, 1(9), 253-259.