

**อิทธิพลของการจ่ายดอกเบี้ยและเงินปันผลต่อราคาหุ้น:
กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย**

**The Influence of Interest and Dividend Payments on Share Price:
A Case Study of Listed Companies from the Stock Exchange of Thailand (SET)**

สุรนัย ช่วยเรือง¹ ผกาแก้ว พรหมศิริ² รัชณี ชูมนิรัตน์³ มัทนชัย สุทธิพันธุ์⁴ และ นราภรณ์ ไชยรัตน์⁵
Suranai Chuairuang¹ Pakakaew Promsiri² Ratchanee Choomnirat³ Muttanachai Suttipun⁴ and Naraporn Chairat⁵

Received : September 9, 2021 Revised : December 12, 2021 Accepted : December 21, 2021

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ศึกษาระดับการจ่ายดอกเบี้ย การจ่ายเงินปันผล และราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และ (2) ทดสอบอิทธิพลของการจ่ายดอกเบี้ยและการจ่ายเงินปันผลต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียน โดยใช้บริษัทจดทะเบียน 210 บริษัท จากรายงานประจำปีของบริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2559 ถึง พ.ศ. 2561 เพื่อใช้รวบรวมข้อมูลการจ่ายดอกเบี้ยและการจ่ายเงินปันผล รวมทั้งใช้ SETSMART ในการเก็บรวบรวมข้อมูลราคาหุ้นของบริษัท สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล คือ สถิติเชิงพรรณนา เมตริกซ์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ ผลการศึกษาพบว่าการจ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นในระหว่างที่กำลังศึกษา ซึ่งการจ่ายเงินปันผลมีความผันผวนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 ถึง พ.ศ. 2561 โดยที่ราคาหุ้นได้รับอิทธิพลเชิงบวกจากการจ่ายเงินปันผล ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ในขณะที่ราคาหุ้นไม่ได้รับอิทธิพลใด ๆ จากการจ่ายดอกเบี้ย นอกจากนี้ อายุของการดำเนินงานของบริษัทที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับราคาหุ้นอีกด้วย เพื่อให้ได้ผลลัพธ์ที่มีความแม่นยำมากยิ่งขึ้นเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลต่อราคาหุ้น งานที่จะศึกษาในอนาคตควรใช้กลุ่มตัวอย่างที่ครอบคลุมถึงบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (mai) ในระยะเวลาตั้งแต่ 5 ปีขึ้นไป รวมถึงการเพิ่มตัวแปรควบคุมทางเศรษฐศาสตร์มหภาคเข้าไปด้วย

คำสำคัญ : การจ่ายดอกเบี้ย การจ่ายเงินปันผล ราคาหุ้น ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

^{1, 2, 3, 5} อาจารย์ประจำหลักสูตรบัญชีบัณฑิต คณะพาณิชยศาสตร์และการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์ วิทยาเขตตรัง

^{1, 2, 3, 5} Lecturer of Accountancy Department, Faculty of Commerce and Management, Prince of Songkla University Trang

⁴ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ คณะวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์

⁴ Assistant Professor of Accountancy Department, Faculty of Management Sciences, Prince of Songkla University

Abstract

This study aimed to (1) investigate level of interest payment, dividend payment, and share price of listed companies from the Stock Exchange of Thailand (SET), and (2) test an influence of interest payment and dividend payment on share price of listed companies. Using 210 listed companies as samples, corporate annual reports during 2016 to 2018 were used to collect interest payment as well as dividend payment, while SETSMART was used to collect corporate share price. The statistical devices used in the analysis were descriptive analysis, correlation matrix, and multiple regression analysis. The results revealed that interest payment was increasing during the period being studied, while dividend payment was fluctuated from 2016 to 2018. Mainly, share price was positively influenced by dividend payment at 0.01 level of significance. However, there was no influence of interest payment on share price. Furthermore, there was a positive relationship between corporate age and share price. In order to gain more precise results regarding factors related to stock price, a sample group covering companies listed on the Market for Alternative Investment (mai) for a period of 5 years or more should be utilized for further studies including adding macroeconomic control variables.

Keywords : Interest payment, dividend payment, share price, the Stock Exchange of Thailand (SET)

1. บทนำ

การตัดสินใจด้านการได้มาซึ่งเงินทุน (Financing Decisions) นั้นถือเป็นหน้าที่หลักที่สำคัญประการหนึ่งของผู้บริหารกิจการ โดยแหล่งที่มาของเงินทุนนั้นแบ่งออกเป็น 2 ช่องทางใหญ่ ๆ คือ การก่อหนี้สิน (Liabilities) และการจัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ (Equity) ซึ่งการก่อหนี้สินนั้นจะก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายซึ่งถือเป็นสิ่งที่ให้ตอบแทนแก่เจ้าของเงินทุนในรูปของดอกเบี้ยจ่าย (Interest Expense) ในขณะที่ผลตอบแทนอีกรูปแบบหนึ่งที่ให้แก่เจ้าของเงินทุนจากส่วนของเจ้าของคือเงินปันผลจ่าย (Dividends) ทั้งนี้ดอกเบี้ยจ่ายจัดเป็นค่าใช้จ่ายในงบกำไรขาดทุนซึ่งช่วยให้กิจการประหยัดภาษีได้และดอกเบี้ยจ่ายเป็นภาระผูกพัน (Obligation) ที่กิจการไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ แต่เงินปันผลจ่ายนั้นจะเกิดขึ้นหลังจากมีการคำนวณกำไรสุทธิหลังภาษีแล้วจึงไม่สามารถช่วยให้เกิดการประหยัดภาษีแก่กิจการได้ อีกทั้งการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลยังขึ้นอยู่กับนโยบายของฝ่ายบริหารของกิจการซึ่งอาจจะมีการจ่ายหรือไม่ก็ได้ ดังนั้นการตัดสินใจด้านการจ่ายเงินปันผล (Dividend Decisions) จึงจัดว่ามีความสำคัญต่อกิจการเช่นกัน จากที่กล่าวมานั้น จะเห็นได้ว่าการจัดหาเงินทุนจากทั้ง 2 แหล่งนั้นจะส่งผลต่อต้นทุนของเงินทุน (Cost of Capital) ที่แตกต่างกัน อันจะส่งผลไปสู่มูลค่าของกิจการ (Value of the Firms) ในที่สุด นอกจากนั้น การจ่ายเงินปันผลมากยังอาจแสดงถึงความมั่นคงของกิจการอันจะส่งผลให้นักลงทุนรับรู้ว่าหุ้นของกิจการนั้นมีความเสี่ยงต่ำซึ่งจะทำให้ราคาหุ้นมีความผันผวนน้อยลง (Nguyen et al., 2019)

ประเด็นของการตัดสินใจเรื่องการจ่ายเงินปันผลนั้น ได้ถูกศึกษามาในอดีตอย่างมากมาโดยนักวิจัยทางด้านเศรษฐศาสตร์และการเงิน ไม่ว่าจะเป็นการศึกษาผลกระทบของนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่มีต่อมูลค่าของกิจการและความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น (Shareholders' Wealth) ซึ่งคือเจ้าของกิจการที่แท้จริง (Lumapow & Tumiwa, 2017; Anton, 2016; Priya & Mohanasundari, 2016; Rehman, 2016) อีกทั้งหากมองในด้านของความสำคัญของการนโยบายขององค์กรแล้ว ความสัมพันธ์ระหว่างการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลกับราคาหุ้นสามัญของกิจการยังคงเป็นที่

สนใจของนักวิจัยตลอด 5 ทศวรรษที่ผ่านมาโดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริบทของตลาดที่กำลังพัฒนา (Zainudin et al., 2018) โดย ชมพูนุช กลิ่นชวนชื่น และ กิตติมา อัครนุพงศ์ (2562) กล่าวว่าสำหรับนักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนที่มาก ชอบให้กิจการที่ตนได้ลงทุนไปมีการจ่ายเงินปันผลเป็นประจำอย่างต่อเนื่องและจ่ายปันผลในอัตราที่สูงอีกด้วย เนื่องจากจำนวนเงินปันผลที่ได้รับมาแล้วนั้น ย่อมมีความแน่นอนมากกว่าการรอขายหุ้นสามัญนั้นได้ในราคาที่สูงกว่าราคาต้นทุนที่ซื้อเข้ามา และท้ายที่สุดจะส่งผลให้ราคาหุ้นสามัญของกิจการที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มสูงขึ้นนั่นเองซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่ถูกนำเสนอโดย Lintner (1952) ซึ่งจะเห็นได้ว่าการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลนั้นจัดเป็นปัจจัยสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน

การอธิบายถึงความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนของเงินทุนไม่ว่าจะได้มาจากการก่อหนี้สิน หรือการจ่ายเงินปันผลนั้นได้มีการศึกษากันอย่างแพร่หลายในบริบทต่าง ๆ ทั้งในตลาดที่พัฒนาแล้วและตลาดที่กำลังพัฒนา (Emerging Markets) ซึ่งจากผลการศึกษานี้พบว่ามีข้อสรุปที่เป็นทิศทางเดียวกันว่า ต้นทุนเงินทุนจากเงินปันผลจ่ายนั้นส่งผลกระทบต่อไปยั้งราคาตลาดของหุ้นสามัญที่สูงขึ้นหรือต่ำลง โดยที่ Pelcher (2019) ยืนยันว่านักลงทุนและผู้ถือหุ้นของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์โจฮันเนสเบิร์ก (JSE) มักให้ความสนใจต่อจำนวนเงินปันผลที่กิจการจ่ายและจะเชื่อมโยงกับราคาหุ้นสามัญ พร้อมด้วย Sharif และคณะ (2015) สนับสนุนว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงส่งผลให้ราคาตลาดของหุ้นสามัญสูงขึ้นตามไปด้วย ในขณะที่ กัลกนก จันทรพริ้ม (2560) พบถึงความสัมพันธ์เชิงผกผันระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลกับราคาตลาดของหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อีกทั้งในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม (HOSE) นั้น อัตราการจ่ายเงินปันผลไม่ส่งผลกระทบต่อราคาเคลื่อนไหวของราคาหุ้น (Nguyen et al., 2020) ส่วนทางด้านการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจัดหาเงินทุนด้วยหนี้สินที่วัดด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity; D/E Ratio) นั้น Zainudin และคณะ (2018) ได้พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมิได้ส่งผลกระทบต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด นอกจากนี้ Djazuli (2017) พบว่า ต้นทุนที่เกิดจากการใช้แหล่งเงินทุนจากการก่อหนี้ไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้นของบริษัทที่อยู่ในภาคการผลิต รวมถึงรัศมี ศรีลาวงค์ (2561) ได้วิเคราะห์ถึงปัจจัยทางการเงินที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น ทำให้ทราบว่าปัจจัยด้านสัดส่วนของการก่อหนี้ และด้านความสามารถในการชำระหนี้ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นแต่อย่างใด

เนื่องด้วยการตัดสินใจว่าจะจ่ายเงินปันผลจำนวนมากหรือน้อย ถือเป็นปัจจัยที่สำคัญต่อการตัดสินใจลงทุนและอาจส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ อีกทั้งยังไม่มีงานวิจัยในอดีตมากเท่าใดนักที่มุ่งค้นหาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ที่เป็นผลมาจากต้นทุนของเงินทุน ทั้งค่าใช้จ่ายทางด้านดอกเบี้ยจากการก่อหนี้และจำนวนเงินของการจ่ายปันผล ดังนั้นการศึกษานี้จึงต้องการทราบถึงผลกระทบของดอกเบี้ยจ่ายและการจ่ายเงินปันผลต่อราคาหุ้นสามัญของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ศึกษาระดับของการจ่ายดอกเบี้ย การจ่ายเงินปันผล และราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย รวมถึง (2) ทดสอบอิทธิพลของการจ่ายดอกเบี้ยและการจ่ายเงินปันผลต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลจากการศึกษาในครั้งนี้จะทำให้เกิดประโยชน์ทั้งในแง่ของมุมมองทางด้านทฤษฎี หลักการ และประโยชน์ในเชิงการนำไปประยุกต์ใช้ในการตัดสินใจจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้เป็นเจ้าของเงินทุนดังนี้คือ การเพิ่มเติมองค์ความรู้เกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนของเงินทุนจากการก่อหนี้ และการออกจำหน่ายหลักทรัพย์กับราคาตลาดของหลักทรัพย์ ทั้งนี้เพื่อให้ทราบถึงผลกระทบหรืออิทธิพลของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล และการจ่ายดอกเบี้ยที่มีต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นที่ยังไม่ได้ข้อสรุปที่ชัดเจน โดยใช้ข้อมูลจากกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 ถึง พ.ศ. 2561 อันจะทำให้ให้นักลงทุนทั่วไปและผู้ถือหุ้น รวมไปถึงฝ่ายจัดการของกิจการ

ได้มีความเข้าใจที่ลึกซึ้งยิ่งขึ้นถึงความสัมพันธ์ที่แท้จริงของจำนวนเงินที่เจ้าของเงินทุนได้รับ เนื่องมาจากการสนับสนุนเงินทุนแก่กิจการที่ต้องการใช้เงินกับราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ที่กำลังพัฒนาซึ่งมีความแตกต่างไปจากตลาดที่พัฒนาแล้วทั้งในด้านของขนาด ความผันผวน และควมมีประสิทธิภาพของตลาด

ในบทความนี้ส่วนต่อไปจะได้กล่าวถึงทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล และโครงสร้างเงินทุน เพื่อเชื่อมโยงไปสู่การนำทฤษฎีเหล่านั้นไปอธิบายถึง ความสัมพันธ์ของต้นทุนเงินทุนในรูปของดอกเบี้ยจ่ายและเงินปันผลจ่ายกับการตอบสนองของตลาดในด้านราคาตลาดของหุ้นสามัญของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามด้วยการทบทวนวรรณกรรมถึงงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้อง การพัฒนาสมมติฐานเพื่อนำไปทดสอบตามด้วยการวิเคราะห์ถึงอิทธิพลของดอกเบี้ยจ่ายและเงินปันผลจ่ายต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ จากนั้นเป็นการอภิปรายผลการทดสอบ และการสรุปผลของการศึกษาในครั้งนี้ รวมถึงในตอนท้ายจะเป็นการนำเสนอข้อเสนอนแนะสำหรับการศึกษาในครั้งต่อไป

วัตถุประสงค์การศึกษา

1. ศึกษาระดับของการจ่ายดอกเบี้ย การจ่ายเงินปันผล และราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. ทดสอบอิทธิพลของการจ่ายดอกเบี้ย และการจ่ายเงินปันผลต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

2. เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องและสมมติฐานของการวิจัย

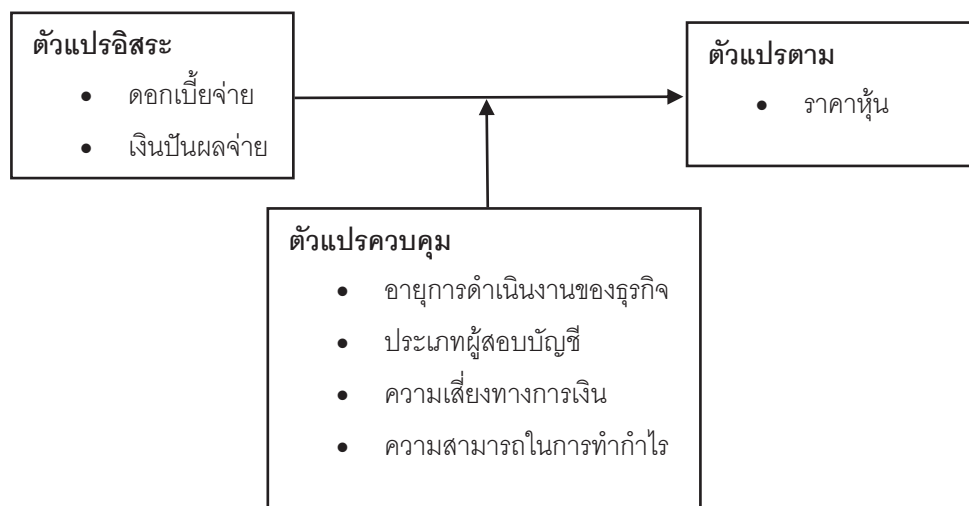
2.1 ทฤษฎีที่ใช้ในการศึกษา

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ถูกนำมาใช้เพื่ออธิบายถึงอิทธิพลของการจ่ายดอกเบี้ยและการจ่ายเงินปันผลต่อราคาหุ้น เนื่องจากการจ่ายดอกเบี้ยและการจ่ายเงินปันผลถือเป็นการส่งสัญญาณจากบริษัทไปยังผู้มีส่วนได้เสียภายนอกไม่เฉพาะเพียงเจ้าหนี้และผู้ถือหุ้นเท่านั้นที่จะใช้พิจารณา แต่รวมถึงผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มในอื่น ๆ อีกด้วย ซึ่งผู้มีส่วนได้เสียกลุ่มหลักที่จะนำข้อมูลเกี่ยวกับการจ่ายดอกเบี้ยและการจ่ายเงินปันผลมาใช้เพื่อพิจารณาในการตัดสินใจในการศึกษาวิจัยนี้ คือ กลุ่มผู้ลงทุนที่จะนำข้อมูลดังกล่าวไปใช้ในการพิจารณาการลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัท ดังนั้น ข้อมูลการจ่ายดอกเบี้ยและการจ่ายเงินปันผลอาจมีอิทธิพลต่อราคาหุ้นที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจได้ ตัวอย่างเช่น การศึกษาของ Miller และ Rock (1985) พบว่า การที่บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลที่มากกว่าที่กำหนดเป็นสัญญาณที่คาดว่าบริษัทมีกำไรในอนาคตที่สูงขึ้น นักลงทุนมองว่าหากลงทุนแล้วจะเกิดกำไรหรือผลตอบแทนที่มากขึ้น ส่งผลให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้นเช่นกัน ในทางกลับกันถ้าจ่ายเงินปันผลน้อยลง แสดงให้เห็นถึงการเติบโตหรือกำไรที่ลดลง

อย่างไรก็ตาม ปัญหาของการนำทฤษฎีการส่งสัญญาณมาใช้เกิดขึ้นจากความไม่เท่าเทียมของข้อมูลข่าวสาร (Asymmetric Information) ระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียภายนอกบริษัท เนื่องจาก ข้อมูลบางอย่างบริษัทอาจจะยากเก็บไว้เพราะถ้าเปิดเผยข้อมูลนั้นออกมาอาจส่งผลกระทบต่อบริษัท ดังนั้นการลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลระหว่างบริษัทกับผู้มีส่วนได้เสียภายนอกบริษัท จะทำให้ผู้มีส่วนได้เสียสามารถตัดสินใจภายใต้ข้อมูลที่มีอย่างพอเพียงเพื่อเพิ่มความโปร่งใสและสะท้อนความเป็นจริงของข้อมูล รวมทั้งสะท้อนควมมีประสิทธิภาพในการดำเนินงานของบริษัท โดยการสื่อสารถึงศักยภาพในการดำเนินงาน และความสามารถในการทำกำไร รวมถึงแนวโน้มของการเติบโตในอนาคต ผ่านการจ่ายผลตอบแทนกลับคืนแก่เจ้าของเงินทุนในรูปแบบของการจ่ายดอกเบี้ยที่เกิดจาก

การก่อหนี้และการจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นนั้น ถือเป็นความพยายามที่จะลดความเหลื่อมล้ำของความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลข่าวสารลงไป ย่อมส่งผลต่อการเพิ่มขึ้นราคาหุ้นได้ เนื่องจากผู้มีส่วนได้เสียภายนอกบริษัทสามารถคาดการณ์ถึงแนวโน้มเชิงบวกของการลงทุนที่อาจมีโอกาสดำเนินการได้รับผลตอบแทนที่ดีได้นั่นเอง จากการทบทวนแนวคิด เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง สามารถสร้างกรอบแนวคิดในการวิจัยและสมมติฐานการวิจัยได้ดังนี้

รูปภาพประกอบ 1
โมเดลของดอกเบี้ยจ่ายและเงินปันผลจ่ายต่อราคาหุ้น



2.2 การพัฒนาสมมติฐานการศึกษา

การศึกษาอิทธิพลของการจ่ายดอกเบี้ยและการจ่ายเงินปันผลต่อราคาหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยครั้งนี้ได้กำหนดสมมติฐานจากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องในอดีต จำนวน 2 สมมติฐาน ประกอบด้วย การจ่ายดอกเบี้ย และการจ่ายเงินปันผล การพัฒนาสมมติฐานเป็นดังนี้

การศึกษาในอดีตที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับการจ่ายดอกเบี้ยที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้น อาจจะมีไม่มากนัก โดยงานวิจัยที่พบคือ การศึกษาของ ณัฐชา อัครพลพิทักษ์ (2562) พบว่า อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) มีความสัมพันธ์กับต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และ วีระวรรณ ศิริพงษ์ และคณะ (2563) พบว่าอัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นและอัตรากำไรต่อหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งนักลงทุนมักเลือกลงทุนในกิจการที่ให้ผลตอบแทนตามที่ต้องการ หากกิจการให้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่ดี อาจจะอยู่ในรูปของเงินปันผล ดอกเบี้ย หรือ กำไร ย่อมทำให้นักลงทุนอยากลงทุนมากยิ่งขึ้น ดังนั้นการศึกษาค้นคว้านี้จะทำการทดสอบสมมติฐาน คือ

H1: การจ่ายดอกเบี้ยมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการศึกษาของ Pelcher (2019) ยืนยันว่า นักลงทุนและผู้ถือหุ้นของกิจการที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ไจอันเนสเบิร์ก (JSE) มักให้ความสนใจต่อจำนวนเงินปันผลที่กิจการจ่ายและจะเชื่อมโยงกับราคาหุ้นสามัญพร้อมด้วย Sharif และคณะ (2015) สนับสนุนว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงส่งผลให้ราคาตลาดของหุ้นสามัญสูงขึ้น ชมพูนุช กลิ่นชวนชื่น และ กิตติมา อัครนุพงศ์ (2562) พบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นจากปีก่อนส่งผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวก ในทางกลับกัน ณัฐพล มะลิซ้อน และคณะ (2563) พบว่า การประกาศจ่ายเงิน

ปันผลไม่ส่งผลผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และกัลกนก จันทร์พริ้ม (2560) พบถึง ความสัมพันธ์เชิงผกผันกัน ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลกับราคาตลาดของหุ้นสามัญที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อีกทั้งในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศเวียดนาม (HOSE) นั้น อัตราการจ่ายเงินปันผลไม่ส่งผลกระทบต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น (Nguyen et al., 2020) ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จะทดสอบสมมุติฐาน คือ

H2: การจ่ายเงินปันผลมีอิทธิพลเชิงบวกต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. วิธีการดำเนินงานวิจัย

ประชากรในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งมีผลการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 จำนวน 656 บริษัท โดยในขั้นแรกมีการเลือกตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive sampling) ซึ่งเป็นการคัดเลือกตัวอย่างที่เป็นไปตามเงื่อนไขตามที่กำหนดไว้ (วัลภา ถมยา และคณะ, 2563) กล่าวคือ เป็นบริษัทที่นำส่งรายงานทางการเงินอย่างครบถ้วนและถูกต้อง โดยไม่รวมบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) บริษัทที่มีข้อมูลทางการเงินและข้อมูลตามแบบ 56-1 ที่ไม่สมบูรณ์ และไม่รวมธุรกิจที่กำลังอยู่ในขั้นตอนการฟื้นฟูกิจการหรือถูกขึ้นเครื่องหมาย SP ประกอบด้วยบริษัทจาก 7 กลุ่มอุตสาหกรรม คือ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มทรัพยากร กลุ่มเทคโนโลยี กลุ่มบริการ กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค ซึ่งไม่รวมบริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน เนื่องจากเป็นอุตสาหกรรมที่มีลักษณะการดำเนินงานเฉพาะที่แตกต่างจากอุตสาหกรรมอื่น และตามด้วยการสุ่มตัวอย่างแบบง่าย (Simple random sampling) จากการจับฉลากเลือก (ศรีเพ็ญ ทรัพย์มนชัย และคณะ, 2563) ในลำดับถัดมา ใช้การสุ่มจาก 7 กลุ่มอุตสาหกรรมกลุ่มละ 30 บริษัท ทำให้ได้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 210 บริษัท ทั้งนี้เป็นการเก็บรวบรวมข้อมูลจากข้อมูลทางการเงินต่อเนื่องเป็นเวลา 3 ปี เพื่อสังเกตค่าตัวแปรชุดเดียวกันในลักษณะการศึกษาแบบระยะยาว (Longitudinal study) ซึ่งเป็นข้อมูลเกี่ยวกับการจ่ายดอกเบี้ยและการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้การรวบรวมข้อมูลราคาหุ้นที่ทำการซื้อขายของแต่ละธุรกิจได้มาจาก SETSMART ซึ่งเครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมข้อมูล สามารถแยกตามตัวแปรต่าง ๆ ได้ตามตาราง 1

ตาราง 1 การวัดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	คำย่อ	การวัดค่าตัวแปร
ตัวแปรตาม		
ราคาหุ้น	PRICE	ราคาหุ้นเฉลี่ยก่อนและหลังเจ็ดวัน (บาท) ของวันที่ประกาศรายงานประจำปี
ตัวแปรอิสระ		
1. ดอกเบี้ยจ่าย	INTER	ดอกเบี้ยจ่าย (ล้านบาท)
2. เงินปันผลจ่าย	DIVID	เงินปันผลจ่าย (ล้านบาท)
ตัวแปรควบคุม		
1. อายุการดำเนินงานของธุรกิจ	AGE	อายุการดำเนินงานของธุรกิจ (ปี)
2. ประเภทผู้สอบบัญชี	AUDIT	ตัวแปรหุ่น โดย 1 = ผู้สอบบัญชีในกลุ่ม Big4, และ 0 = อื่นๆ
3. ความเสี่ยงทางการเงิน	RISK	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
4. ความสามารถในการทำกำไร	ROA	อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA)

การวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษาในครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ด้วยวิธีการคำนวณค่าเฉลี่ย (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ของจำนวนเงินของดอกเบี้ยจ่าย และจำนวนเงินของการจ่ายเงินปันผล รวมถึงราคาซื้อขายหลักทรัพย์หรือราคาหุ้น นอกจากนี้การศึกษายังใช้การวิเคราะห์เมทริกซ์สหสัมพันธ์ (Correlation Matrix) และการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) สำหรับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างต้นทุนของเงินทุนในรูปของดอกเบี้ยจ่ายที่เกิดจากการก่อหนี้สิน และต้นทุนเงินทุนในรูปของเงินปันผลจ่ายจากการออกจำหน่ายหลักทรัพย์ กับราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีสมการการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณจำนวน 2 สมการ ดังนี้

$$PRICE = a + \beta_1 INTER + \beta_2 DIVID + \epsilon \text{ (โมเดล A)}$$

$$PRICE = a + \beta_1 INTER + \beta_2 DIVID + \beta_3 AGE + \beta_4 AUDIT + \beta_5 RISK + \beta_6 ROA + \epsilon \text{ (โมเดล B)}$$

การศึกษาได้ใช้ตัวแปรควบคุม โดยมี 4 ตัวแปร ดังนี้

อายุการดำเนินงานของธุรกิจ (Age)

จากงานวิจัยในอดีตตัวแปรอายุการดำเนินงานของธุรกิจมีทั้งความสัมพันธ์และไม่มีความสัมพันธ์ในส่วนที่พบความสัมพันธ์ โดยงานวิจัยของ ธัญรัตน์ สุวรรณะ (2557) ที่ศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผล พบว่าปัจจัยของกิจการและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของปีก่อนเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้น บริษัทที่มีการเติบโตอย่างเต็มที่มีแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นมากกว่าบริษัทที่มีอายุกิจการน้อย ในส่วนที่ไม่พบความสัมพันธ์ Loderer และ Waelchli (2010) พบว่า อายุของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ กรณีที่มีอายุการดำเนินงานน้อยการดำเนินธุรกิจจะมีความยืดหยุ่นมากกว่ากิจการที่มีอายุมากกว่า หากกิจการที่ดำเนินกิจการมายาวนานจะมีเงินทุนและประสบการณ์ในการประกอบธุรกิจมากกว่า แต่ขาดความยืดหยุ่นในการดำเนินธุรกิจ การกำกับดูแลกิจการลดลง ค่าตอบแทนคณะกรรมการเพิ่มขึ้นเกิดค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นในหลายด้าน เกิดปัญหาขึ้นในกิจการส่งผลให้ผลการดำเนินงานแยกลง

ประเภทผู้สอบบัญชี (Audit)

จากการทบทวนงานวิจัย พบว่า กลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการสอบบัญชีโดยกลุ่ม Big4 มีรายการคงค้างที่ขึ้นอยู่กับการดุลยพินิจของฝ่ายบริหารน้อยกว่ากลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่ได้รับการสอบบัญชีโดยกลุ่ม Non-Big4 แต่ไม่พบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ (กนกอร แก้วประภา และคณะ, 2556) และงานของ วีระวรรณ ศิริพงษ์ และคณะ (2561) ผลการศึกษาไม่พบอิทธิพลของประเภทสำนักงานสอบบัญชี ต่อระดับมูลค่าหลักทรัพย์

ความเสี่ยงทางการเงิน (Risk)

ความเสี่ยงทางการเงิน คำนวณโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น หากกิจการมีความเสี่ยงทางการเงินสูง ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุนลดลง ทำให้ราคาหุ้นต่ำลงด้วย จากงานวิจัยในอดีตของสุชาติา เจียมสกุล (2561) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์เชิงลบกับราคาหุ้นในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยนักลงทุนขาดความเชื่อมั่น และเห็นว่าบริษัทที่มีต้นทุนทางการเงินสูง ย่อมมีความเสี่ยงสูงด้วย และสอดคล้องกับงานของ กิตติมา อัครนุพงศ์ (2560) พบว่า ความเสี่ยงในการก่อหนี้มีความสัมพันธ์เป็นลบกับราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

ความสามารถในการทำกำไร (ROA)

จากงานวิจัยในอดีตของตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับความสามารถในการทำกำไร พบว่า มีทั้งมีความสัมพันธ์และไม่มีความสัมพันธ์ ในส่วนที่พบความสัมพันธ์ ได้แก่งานวิจัยของ ชมพูนุช กลิ่นชวนชื่น และ กิตติมา อัครนุพงศ์ (2562) พบว่า ความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น มีผลต่อการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับ สุภาวลัย วงศ์ใหญ่ และคณะ (2560) ที่พบว่า ความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับมูลค่าบริษัท ส่วนที่ไม่พบความสัมพันธ์เป็นงานวิจัยของ Chansam และ Chansarn (2016) ซึ่งได้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า ความสามารถในการทำกำไร มีอิทธิพลในเชิงลบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล สอดคล้องกับ นิกรชนา บุญช่วย และ สุพรรณิกา สันป่าแก้ว (2561) โดยพบว่า อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร มีความสัมพันธ์เชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผล และไม่ว่ากิจการจะจ่ายหรือไม่จ่ายเงินปันผลก็ไม่ขึ้นกับกำไรที่แท้จริง

4. ผลลัพธ์การวิจัยและอภิปรายผล

4.1 ผลการวิจัย

จากบริษัทจดทะเบียน 210 บริษัทจากรายงานประจำปีของบริษัท ในช่วงปี พ.ศ. 2559 ถึง พ.ศ. 2561 จำนวนรวมของรายงานประจำปีที่ใช้ในการศึกษา เท่ากับ 630 รายงานประจำปี ผลการศึกษาตามตาราง 2 พบว่า จำนวนเงินของดอกเบี้ยจ่ายในระหว่างปี พ.ศ. 2559 ถึง พ.ศ. 2561 มีค่าเฉลี่ยเพิ่มขึ้นทุกปีแต่จำนวนเงินปันผลจ่ายนั้น มีค่าเฉลี่ยลดลงจากปี พ.ศ. 2559 โดยจำนวนเงินของดอกเบี้ยจ่ายมีค่าเฉลี่ยในปี พ.ศ. 2561 สูงสุดเท่ากับ 200.710 ล้านบาท ส่วนจำนวนเงินปันผลจ่ายมีค่าเฉลี่ยสูงสุดในปี พ.ศ. 2559 เท่ากับ 610.389 ล้านบาท ส่วนปี พ.ศ. 2560 มีค่าเฉลี่ยต่ำสุดเท่ากับ 515.209 ล้านบาท ในส่วนของราคาหุ้นเฉลี่ยมีค่าลดลงทุกปีตั้งแต่ ปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2561 โดยราคาหุ้นเฉลี่ยในปี พ.ศ. 2561 เท่ากับ 22.617 บาท ผลการศึกษาจากตารางที่ 3 พบว่า อายุการดำเนินงานของธุรกิจมีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 35.738 ปี ความเสี่ยงทางการเงินมีค่าเฉลี่ย เท่ากับ 1.095 เท่า และความสามารถในการทำกำไรมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 6.252 สำหรับประเภทผู้สอบบัญชีนั้น มีผู้สอบบัญชีในกลุ่ม Big4 มีจำนวน 158 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 75.24 และผู้สอบบัญชีในกลุ่มอื่น ๆ (Non-Big4) มีจำนวน 52 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 24.76

ตาราง 2 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

		ดอกเบี้ยจ่าย (ล้านบาท)	เงินปันผลจ่าย (ล้านบาท)	ราคาหุ้น (บาท)
2559	Mean	168.942	610.389	25.816
	SD	78.264	385.959	22.169
2560	Mean	194.513	515.209	25.491
	SD	74.289	368.109	27.552
2561	Mean	200.710	532.894	22.617
	SD	70.849	304.973	23.829
ค่าเฉลี่ย	Mean	188.062	552.684	24.642
	SD	68.556	557.643	27.500

จากตาราง 3 ผู้วิจัยได้ตรวจสอบคุณสมบัติของตัวแปรว่ามีความเหมาะสม กับเทคนิคการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ด้วยการหาค่าความสัมพันธ์ระหว่างจำนวนเงินของเงินปันผลจ่ายและราคาหุ้น พบว่าจำนวนเงินของเงินปันผลจ่ายมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับราคาหุ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์แบบเพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) เท่ากับ 0.502

ตาราง 3 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์

ตัวแปร	PRICE	INTER	DIVID	AGE	RISK	ROA
PRICE	1	.205**	.502**	.299**	-.087	.196**
INTER		1	.535**	.030	.324**	-.003
DIVID			1	.172*	.169*	.174*
AGE				1	-.138*	-.046
AUDIT					.117	.173*
RISK					1	-.332**
ROA						1
MEAN	24.642	188.062	552.684	35.738	1.095	6.252
SD	27.500	68.556	557.643	14.383	1.011	7.601
VIF	-	1.524	1.545	1.090	1.359	1.279

** ระดับนัยสำคัญที่ 0.01, และ* ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

อย่างไรก็ตามสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ควรมีค่าไม่เกิน 0.8 นอกจากนี้ ยังได้พิจารณาร่วมกับค่า VIF (Variance Inflation Factors) ในการตรวจสอบปัญหา Multicollinearity เพื่อทดสอบความเกี่ยวพัน และความสอดคล้องของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาทุกตัวว่าเป็นตัวแปรเดียวกันหรือไม่ซึ่งผลจากการทดสอบโดยใช้สหสัมพันธ์พบค่า VIF สูงสุดเท่ากับ 1.545 ซึ่งค่า VIF ไม่ควรเกิน 10 (Hair et al., 2010) จึงจะไม่เกิดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระที่สูงเกินไป ดังนั้น สรุปได้ว่าตัวแปรทุกตัวที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้สามารถนำไปใช้ทดสอบความสัมพันธ์ด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ได้

ตาราง 4 เป็นการทดสอบอิทธิพลของจำนวนเงินของดอกเบี้ยจ่ายและจำนวนเงินปันผลจ่ายที่มีต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจากกลุ่มตัวอย่าง ซึ่งเป็นสมมติฐานหลักของการศึกษาในครั้งนี้ จากผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณนั้นจะเห็นได้ว่า พบอิทธิพลเชิงบวกระหว่างจำนวนเงินปันผลจ่าย (DIVID) กับราคาหุ้นทั้งโมเดล A และ โมเดล B ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ในขณะที่ไม่พบว่ามีอิทธิพลของจำนวนเงินของดอกเบี้ยจ่าย (INTER) ที่มีต่อราคาหุ้น (PRICE) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ทั้งในโมเดล A และ โมเดล B นอกจากนี้ การใช้ตัวแปรควบคุมมีความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างอายุของธุรกิจ (AGE) และ ราคาหุ้น (PRICE) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 โดยค่า Adjusted R-Square โมเดล A มีค่าเท่ากับ 0.250 และโมเดล B มีค่าเท่ากับ 0.312 อย่างไรก็ตาม โมเดล B ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างผู้สอบบัญชี (AUDIT) ความเสี่ยงทางการเงิน (RISK) และอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) กับ ราคาหุ้น (PRICE) ที่ระดับ 0.05

ตาราง 4 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ

ตัวแปร	โมเดล A		โมเดล B	
	B	t (sig.)	B	t (sig.)
ค่าคงที่	19.252	5.378**	7.829	4.493**
INTER	-.008	-1.253	-.003	-.461
DIVID	.012	7.752**	.011	6.733**
AGE			.834	3.482**
AUDIT			10.787	1.489
RISK			-6.625	-1.743
ROA			.515	1.049
R Square	.258		.332	
Adj. R Square	.250		.312	
F value (sig.)	35.898**		16.805**	
N	210		210	

** ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

4.2 การสรุปและการอภิปรายผล

ผลการศึกษาพบว่าการจ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้นในระหว่างปีที่กำลังศึกษาอยู่ ในขณะที่การจ่ายเงินปันผลมีความผันผวนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2559 ถึง พ.ศ. 2561 ส่วนในการทดสอบอิทธิพลของการจ่ายดอกเบี้ยและการจ่ายเงินปันผลต่อราคาหุ้นนั้น ผลการศึกษาที่พบอิทธิพลเชิงบวกของการจ่ายเงินปันผลต่อราคาหุ้นนั้นสามารถอธิบายได้ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณได้ เนื่องจาก การมีข้อมูลที่ไม่สมมาตรระหว่างผู้บริหารระดับสูงและนักลงทุน ดังนั้นผู้บริหารระดับสูงจะต้องให้ข้อมูลที่มีศักยภาพสำหรับการตัดสินใจแก่นักลงทุน (Myers & Majluf, 1984) ผ่านการจ่ายเงินปันผลที่เป็น การเชื่อมช่องว่างของข้อมูลภายในสู่ภายนอกบริษัทเกี่ยวกับสัญญาณของผลการดำเนินงานที่ดี ในกรณีนี้การจ่ายเงินปันผลสามารถเป็นตัวแทนของข้อมูลข่าวสารที่ส่งผลให้เกิดการลดความไม่สมมาตรของข้อมูลลงไป นอกจากนี้แล้ว ในมุมมองของนักลงทุน มูลค่าของบริษัทและการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นขึ้นอยู่กับ การจ่ายเงินปันผลเนื่องจาก ผลตอบแทนที่คาดหวังของนักลงทุนที่จะลงทุนในหุ้นสามัญของบริษัทคือเงินปันผลหรือกำไรจากการขายหุ้นนั่นเอง ดังนั้นต้นทุนของเงินทุนในแง่ของการจ่ายเงินปันผลจึงมีอิทธิพลต่อราคาหุ้น (Gordon, 1963) ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Sharif และคณะ (2015) และ Pelcher (2019) ดังนั้นสมมติฐานนี้จึงได้รับการยอมรับ

ผลการศึกษาอิทธิพลเชิงบวกของอายุการดำเนินงานของธุรกิจต่อราคาหุ้นต่างจากงานในอดีตของ Loderer และ Waelchli (2010) พบว่า อายุของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงลบกับมูลค่ากิจการ กรณีที่มีอายุน้อยการดำเนินธุรกิจ จะมีความยืดหยุ่นมากกว่ากิจการที่มีอายุมากกว่า หากกิจการที่ดำเนินกิจการมายาวนานจะมีเงินทุนและประสบการณ์ ในการประกอบธุรกิจมากกว่า แต่ขาดความยืดหยุ่นในการดำเนินธุรกิจ การกำกับดูแลกิจการลดลงค่าตอบแทนคณะกรรมการ เพิ่มขึ้นเกิดค่าใช้จ่ายเพิ่มขึ้นในหลาย ๆ ด้าน เกิดปัญหาขึ้นในกิจการส่งผลให้ผลการดำเนินงานแย่ลง และสอดคล้องกับ ธัญวรัตน์ สุวรรณะ และคณะ (2557) ที่ศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผล พบว่า ปัจจัยของกิจการและนโยบาย การจ่ายเงินปันผลของปีก่อนเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้น บริษัทที่มีการเติบโตอย่างเต็มที่ อายุการดำเนินงานยิ่งมาก มีแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นมากกว่าบริษัทที่มีอายุกิจการน้อย

ผลการศึกษาไม่พบอิทธิพลของความเสี่ยงทางการเงินของธุรกิจและความสามารถในการทำกำไรต่อราคาหุ้น และยังพบว่า ผลการศึกษาเกี่ยวกับการจ่ายดอกเบี้ยไม่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้น กล่าวคือ โครงสร้างเงินทุนที่เกิดจากการก่อหนี้สินนั้นไม่ได้สัมพันธ์กับมูลค่าบริษัทและราคาหุ้น (Miller & Modigliani, 1961) แม้ว่า การจ่ายดอกเบี้ยจะช่วยลดต้นทุนถัวเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักของเงินทุนที่จัดหา (WACC) ได้ ซึ่งส่งผลให้กำไรเพิ่มขึ้น แต่ผู้ลงทุนจะไม่นำประเด็นของการจ่ายดอกเบี้ยมาเป็นข้อมูลที่เป็นไปได้สำหรับการพิจารณาเพื่อตัดสินใจลงทุน ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับการศึกษาที่เกี่ยวข้องก่อนหน้านี้จาก Djazuli (2017) ที่พบว่า ประเด็นด้านดอกเบี้ยนั้นมิได้มีผลต่อการตัดสินใจลงทุนในหุ้นของนักลงทุน และเป็นไปในทิศทางเดียวกับ รัศมี ศรีลาวงศ์ (2561) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการจ่ายชำระหนี้กับราคาหลักทรัพย์ สมมติฐานนี้ถูกปฏิเสธ

5. ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคตและประโยชน์ของการวิจัย

5.1 ข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัยในอนาคต

ข้อจำกัดที่เกิดขึ้นจากการศึกษาครั้งนี้ คือ (1) การศึกษาครั้งนี้ใช้เพียงข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเท่านั้น ซึ่งมีได้รวมธุรกิจที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (MAI) และทั้งนี้ (2) มีระยะเวลาที่ศึกษาต่อเนื่องเป็นเวลา 3 ปีเท่านั้น ทำให้ไม่สามารถสะท้อนผลการศึกษาแบบระยะยาว (Longitudinal Study) ได้อย่างลึกซึ้งที่อาจต้องมีระยะเวลาของการศึกษาดังแต่ 5 ปีขึ้นไป รวมถึง (3) จากผลการศึกษาดัชนีปรับตัวแปรควบคุมที่นำมาวิเคราะห์มีเพียงอายุของธุรกิจเท่านั้นที่มีความสัมพันธ์กับราคาหุ้น ดังนั้น เพื่อเป็นการลดข้อจำกัดที่เกิดขึ้นในการศึกษาครั้งนี้ และเพื่อให้สามารถนำผลการศึกษาประกอบการตัดสินใจในการกำหนดนโยบายเงินปันผล รวมถึงใช้เพื่อคาดการณ์การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นของหลักทรัพย์ที่สนใจ ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษารังต่อไปในอนาคต คือ การเพิ่มกลุ่มตัวอย่างบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งหมดและเพิ่มระยะเวลาในการศึกษาให้ยาวขึ้น เพื่อจะได้ปริมาณข้อมูลบริษัทที่มีขนาดใหญ่และครอบคลุมมากขึ้น นอกจากนี้การศึกษานี้ควรเพิ่มตัวแปรควบคุมทางเศรษฐศาสตร์มหภาค เช่น ปัจจัยทางเศรษฐกิจ และอัตราเงินเฟ้อ เป็นต้น เพื่อให้ผลการศึกษาสะท้อนภาพความสัมพันธ์ที่ชัดเจนมากยิ่งขึ้น

5.2 ประโยชน์ของการวิจัย

จากการศึกษาในครั้งนี้ทำให้เกิดประโยชน์ทั้งในแง่ของมุมมองทางด้านทฤษฎี และประโยชน์ในเชิงการนำไปประยุกต์ใช้ ซึ่งผลการศึกษาจะเป็นประโยชน์และแนวทางในการวิจัยสำหรับประเทศที่กำลังพัฒนา โดยทฤษฎีที่นำมาใช้อ้างอิงนั้น สามารถนำมาใช้เป็นทฤษฎีที่อ้างอิงเพิ่มงานวิจัยในอนาคต รวมถึงผลการวิจัยสามารถนำไปอ้างอิงสำหรับการวิจัยในครั้งต่อไปได้ ประโยชน์ในเชิงการนำไปประยุกต์ใช้นั้นฝ่ายจัดการของกิจการสามารถนำผลการวิจัยไปประกอบการพิจารณาการตัดสินใจจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้เป็นเจ้าของเงินทุน โดยนักลงทุนมักเลือกลงทุนในกิจการที่มีผลตอบแทนตามที่ต้องการ หากกิจการให้ผลตอบแทนจากการลงทุนที่ดีย่อมทำให้นักลงทุนต้องการลงทุนมากยิ่งขึ้น

เอกสารอ้างอิง

กนกกร แก้วประภา รัตยา ไชยฉายงษ์ และอรพรรณ ชันวัง. (2556). คุณภาพการสอบบัญชีและการจัดการกำไร.

วารสารมหาวิทยาลัยนเรศวร, 21(2), 37-44.

กัลกนก จันทรพริ้ม. (2560). การศึกษานโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. การศึกษาค้นคว้าอิสระปริญญาโทมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต. กรุงเทพฯ.

- กิตติมา อัครนุพงศ์. (2560). การเปรียบเทียบความเกี่ยวข้องในการกำหนดมูลค่าหลักทรัพย์ของกำไรมูลค่าตามบัญชีและกระแสเงินสด หลักฐานเชิงประจักษ์จากบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 ในประเทศไทย. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 13(38), 95-114.
- ชมพูนุช กลิ่นชวนชื่น และกิตติมา อัครนุพงศ์. (2562). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล ของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารวิชาการ คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี*, 14(1), 37-54.
- ณัฐชา อัดถพลพิทักษ์. (2562). การกำกับดูแลกิจการและต้นทุนของเงินทุน: การศึกษาเชิงประจักษ์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารสหวิชาชีพบัญชี*, 1(1), 68-86.
- ณัฐพล มะลิซ้อน อริชัย รักธรรม และทรงพร หาญสันติ. (2563). ผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาของหลักทรัพย์: กรณีศึกษา ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารเกษตรศาสตร์ธุรกิจประยุกต์*, 14(21), 15-32.
- ธัญวรัตน์ สุวรรณะ สิทธิพร อินทวงศ์ และธাত্রี จันทโรลิกา. (2557). นโยบายการจ่ายเงินปันผลและผลกระทบต่อบริษัทจดทะเบียน. *วารสารวิชาชีพบัญชี*, 10(29), 24-34.
- นิกชนภา บุญช่วย และสุพรรณิกา สันป่าแก้ว. (2561). ปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลของกลุ่มหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษา กลุ่มหลักทรัพย์พลังงานและสาธารณูปโภค. *Veridian E-Journal, Silpakorn University ฉบับภาษาไทย สาขามนุษยศาสตร์ สังคมศาสตร์ และศิลปะ*, 11(2), 1,870-1,879.
- วัลภา ถมยา อูมา ฤทธิศรี กิรติ นิวรรณสิน และ ศักรินทร์ นนทพจน์. (2563). คุณลักษณะของคณะกรรมการจัดการความเสี่ยงและต้นทุนของหนี้. *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, 42(1), 1-20.
- วีระวรรณ ศิริพงษ์ กมลรัตน์ สฤณีพิรพันธุ์ และมัทนชัย สุทธิพันธุ์. (2561). อิทธิพลของกระแสเงินสด ต่อความสามารถในการทำกำไร และมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด กรณีศึกษา ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI). *วารสารมหาวิทยาลัยนราธิวาสราชนครินทร์ สาขามนุษยศาสตร์และสังคมศาสตร์*, 5(2), 111-120.
- วีระวรรณ ศิริพงษ์ กฤติน เพ็ชรบุญ ชุตติกาญจน์ ปรีศวงศ์ ปิยพร โลหะวิจารณ์ วริษฐา แสงพงศ์ สุณิศา คงเขียว และมัทนชัย สุทธิพันธุ์. (2563). อิทธิพลของความสามารถในการทำกำไรต่อราคาหลักทรัพย์: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารหาดใหญ่วิชาการ*, 18(2), 177-193.
- รัศมี ศรีลาวงค์. (2561). การศึกษาอัตราส่วนทางการเงินที่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ กรณีศึกษา กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลกรุงเทพ.
- ศรีเพ็ญ ทรัพย์มณชัย มนวิภา ผดุงสิทธิ์ และนภดล ร่มโพธิ์. (2563). *การวิจัยทางธุรกิจ*. กรุงเทพฯ : สำนักพิมพ์พิสิทธ์เซ็นเตอร์.
- สุชาดา เจียมสกุล. (2561). ระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดี กับราคาหุ้นในประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจเทคโนโลยีมหานคร*, 15(1), 123-143.
- สุภาวลัย วงศ์ใหญ่, เนตรดาว ชัยเขต และดวงกมล นีรพัฒน์กุล. (2560). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าบริษัท กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น*, 1(3), 1-7.

- Anton, S. G. (2016). The Impact of Dividend Policy on Firm Value: A Panel Data Analysis of Romanian Listed Firms. *Journal of Public Administration, Finance and Law*, 10(1), 107-112.
- Chansarn, S. & Chansarn., T. (2016). Earnings Management and Dividend Policy of Small and Medium Enterprises in Thailand. *International Journal of Business and Society*, 17(2), 307-328.
- Djazuli, A. (2017). The Relevance of Leverage, Profitability, Market Performance, and Macroeconomic to Stock Prices. *EKOBIS*, 22(2), 112-122.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate Data Analysis (7th ed.)*. Upper Saddle River, NJ : Prentice Hall.
- Lintner, J. (1952). The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budget. *Review of Economics & Statistics*, 47(1), 13-37.
- Loderer, C. & Waelchli, U. (2010). Firm Age and Performance. University Library of Munich, Germany.
- Lumapow, L. S. & Tumiwa, R. A. F. (2017). The Effect of Dividend Policy, Firm Size, and Productivity to The Firm Value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(22), 20-24.
- Miller, M. H. & Rock, K. (1985). Dividend Policy Asymmetric Information. *The Journal of Finance*. 40(4), 1031-1051.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nguyen, D. T., Bui, M. H., & Do, D. H. (2019). The Relationship of Dividend Policy and Share Price Volatility: A Case in Vietnam. *Annals of Economics & Finance*, 20(1), 123-136.
- Nguyen, T. H., Nguyen, H. A., Tran, Q. C., & Le, Q. L. (2020). Dividend Policy and Share Price Volatility: Empirical Evidence from Vietnam. *Contents Lists Available at Growing Science*, 6(2), 67-78.
- Pelcher, L. (2019). The Role of Dividend Policy in Share Price Volatility. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 12(1), 1-10.
- Priya, P. V. & Mohanasundari, M. (2016). Dividend Policy and Its Impact on Firm Value: A Review of Theories And Empirical Evidence. *Journal of Management Sciences and Technology*, 3(3), 59-69.
- Rehman, O.U. (2016). Impact of Capital Structure and Dividend Policy on Firm Value. *Journal for Studies in Management and Planning*, 2(2), 308-324.
- Sharif, I., Ali, A., & Jan, F. A. (2015). Effect of Dividend Policy on Stock Prices. *Business & Management Studies: An International Journal*, 3(1), 56-87.
- Zainudin, R., Mahdzan, N. S., & Yet, C. H., (2018). Dividend Policy and Stock Price Volatility of Industrial Products Firms in Malaysia. *International Journal of Emerging Markets*, 13(1), 203-217.