

ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

นางสาวอารีรัตน์ ช่างนันทน



การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต  
แขนงวิชาการจัดการธุรกิจและการบริการ สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช

พ.ศ. 2564

**The Impact of Dividend Policy on Stock Price Volatility of Listed  
Companies in the Market for Alternative Investment**

**Miss Areerat Changnimnuan**



An Independent Study Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for  
the Degree of Master of Business Administration in Business and Hospitality Management

School of Management Science

Sukhothai Thammathirat Open University

2021

หัวข้อการศึกษาค้นคว้าอิสระ ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์  
ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ  
ชื่อและนามสกุล นางสาวอารีรัตน์ ช่างนันทนวล  
แขนงวิชา การจัดการธุรกิจและการบริการ (กลุ่มวิชาการเงินและการบัญชี)  
สาขาวิชา วิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช  
อาจารย์ที่ปรึกษา รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยานี ภาคออต

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้ ได้รับความเห็นชอบให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา  
ตามหลักสูตรระดับปริญญาโท เมื่อวันที่ 26 กันยายน 2565

คณะกรรมการสอบการศึกษาค้นคว้าอิสระ



ประธานกรรมการ

(รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยานี ภาคออต)



กรรมการ

(รองศาสตราจารย์พิเศษ สิทธีโชคสกุลชัย)



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ภาวิน ชินะโชติ)

ประธานกรรมการประจำสาขาวิชาวิทยาการจัดการ

**ชื่อการศึกษาค้นคว้าอิสระ** ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์

ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

**ผู้ศึกษา** นางสาวอารีรัตน์ ช่างนิ่มนวล **รหัสนักศึกษา** 2633001074

**ปริญญา** บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (การจัดการธุรกิจและการบริการ)

**อาจารย์ที่ปรึกษา** รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยาณี ภาคอต **ปีการศึกษา** 2564

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ศึกษานโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ (2) วิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

การศึกษานี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยศึกษาจากประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลครบถ้วนและเป็นไปตามเงื่อนไขของการศึกษา จำนวน 29 บริษัท รวม 145 ข้อมูล ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา 5 ปี ตั้งแต่ 1 มกราคม พ.ศ. 2560 ถึง 31 ธันวาคม พ.ศ. 2564 การศึกษาใช้ข้อมูลทศนิยมซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนทางการเงิน ข้อมูลทางการเงินที่เกี่ยวข้องและข้อมูลทางเศรษฐกิจ สำหรับระยะเวลาเดียวกัน วิธีการที่ใช้ในการศึกษาคือ สมการถดถอยแบบแรนดอม เอฟเฟกต์ สถิติที่ใช้ในการศึกษาคือ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่าสถิติที

ผลการศึกษาพบว่า (1) อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราผลตอบแทนเงินปันผล และเงินปันผลต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 0.68 3.54 และ 0.25 บาทต่อหุ้น ตามลำดับ ในขณะที่ค่าสูงสุดคือ ร้อยละ 5.62 13.25 และ 2.80 บาทต่อหุ้น ตามลำดับ และค่าต่ำสุดประมาณร้อยละ 0.04 0.05 และ 0.005 บาทต่อหุ้น ตามลำดับ ส่วนความผันผวนของราคาหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยประมาณ 0.42 ในขณะที่ค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดประมาณ 2.27 และ 0.02 ตามลำดับ และ (2) นโยบายเงินปันผลซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนเงินปันผล และเงินปันผลต่อหุ้น ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.10 ตามลำดับ ส่วนปัจจัยอื่นที่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และอัตราเงินเฟ้อ ในขณะที่ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

**คำสำคัญ** นโยบายเงินปันผล ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ



**Independent Study title:** The Impact of Dividend Policy on Stock Prices Volatility of Listed Companies in the Market for Alternative Investment

**Author:** Miss Areerat Changnimnuan; **ID:** 2633001074;

**Degree:** Master of Business Administration (Business and Hospitality Management);

**Independent Study advisor:** Dr.Gallayanee Parkatt, Associate Professor; **Academic year:** 2021

### Abstract

This study aimed (1) to study the dividend policy and the stock prices volatility of listed companies in the Market for Alternative Investment: MAI; and (2) to analyze the impact of dividend policy towards stock prices volatility of listed companies in the MAI.

This study was a quantitative research. The population was all listed companies in the MAI with complete information according to the conditions of the study, totally 29 companies and summed at 145 data set. The period of study was 5 years, from January 1<sup>st</sup>, 2017 to December 31<sup>st</sup>, 2021. The data of this study was secondary data, comprising of financial ratio and other relevant financial data during the same period. The research methodology used random effects regression. The statistics for data analysis employed mean, standard deviation, maximum, minimum and t-statistic

The results revealed that (1) an average of dividend payout ratio, dividend yield and dividend per share of all listed companies in the MAI was at approximately 0.68 percent, 3.54 percent and 0.25 baht per share, respectively. While the maximum value showed 5.62 percent, 13.25 and 2.80 baht per share, respectively. Minimum values showed at approximately 0.04 percent, 0.05 and 0.005 baht per share, respectively. An average of stock prices volatility was at approximately 0.42, while maximum and minimum values was at approximately 2.27 and 0.02, respectively; and (2) dividend policy which was measured by dividend payout ratio and dividend per share had negative impact on stock prices volatility at statistically significant at 0.05 and 0.10 level, respectively. Other factors showed positive impact towards stock prices volatility of listed companies in the Market for Alternative Investment, those were debt to equity ratio, return on assets and inflation, while firm size showed negative impact at statistically significant at 0.05.

**Keywords:** Dividend Policy, Stock Price Volatility, Listed Companies, The Market for Alternative Investment

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยความกรุณาเป็นอย่างยิ่งจาก รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยานี ภาคอัฐ ประธานกรรมการสอบการศึกษาค้นคว้าอิสระและอาจารย์ ที่ปรึกษา ที่ได้ให้คำปรึกษา ข้อเสนอแนะ แก้ไขข้อบกพร่อง ด้วยความเอาใจใส่เป็นอย่างดี ทำให้เกิด กำลังใจในการทำการศึกษาในครั้งนี้อย่างต่อเนื่อง จนประสบความสำเร็จอย่างลุล่วง

ขอขอบคุณ รองศาสตราจารย์พิเศษฐิติ โชติโชคสกุลชัย กรรมการสอบการศึกษาค้นคว้าอิสระ และคณาจารย์แขนงวิชาการจัดการธุรกิจและการบริการ สาขาวิชาวิทยาการจัดการมหาวิทยาลัย สุโขทัยธรรมมาธิราช เพื่อนนักศึกษา และผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องในการทำการศึกษาครั้งนี้ ทุกท่าน ที่ได้กรุณาให้การสนับสนุน ช่วยเหลือ และให้กำลังใจมาโดยตลอด

ขอขอบคุณ ครอบครัว และเพื่อนร่วมงานที่ให้กำลังใจสนับสนุนการศึกษาในครั้งนี้ สุดท้ายนี้ ผู้ศึกษาหวังเป็นอย่างยิ่งว่าผลการศึกษาครั้งนี้ จะเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุน นักศึกษา และผู้สนใจ นำไปใช้ประโยชน์ในการตัดสินใจการลงทุนเพื่อลดความเสี่ยงอันเกิดจากความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และนโยบาย เงินปันผลได้

อารีรัตน์ ช่างนิมมวล

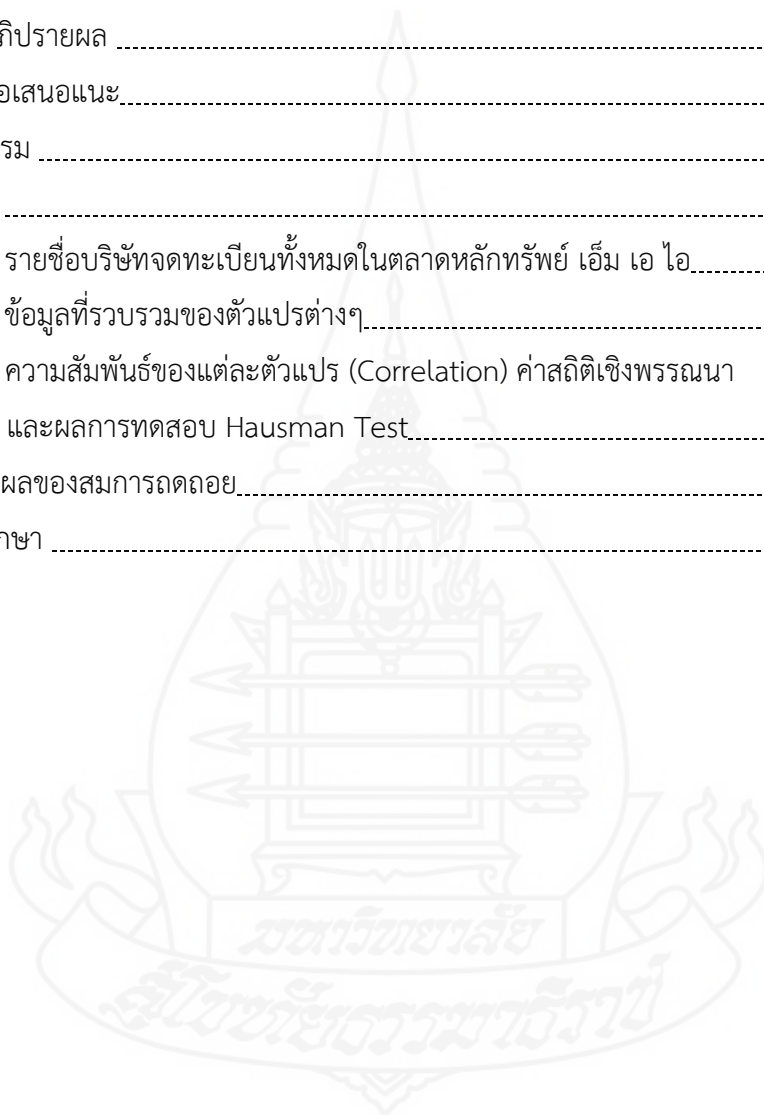
กันยายน 2565

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย .....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ .....	จ
กิตติกรรมประกาศ .....	ฉ
สารบัญตาราง .....	ณ
สารบัญภาพ .....	ญ
บทที่ 1 บทนำ .....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา .....	1
วัตถุประสงค์ในการศึกษา .....	3
ขอบเขตของการศึกษา .....	4
กรอบแนวคิดในการศึกษา .....	4
นิยามศัพท์เฉพาะ .....	5
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ .....	7
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	8
แนวคิดเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ .....	8
ทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล .....	14
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	16
บทที่ 3 วิธีดำเนินการศึกษา .....	27
การกำหนดประชากร .....	27
การเก็บรวบรวมข้อมูล .....	27
การคำนวณค่าสถิติของตัวแปร .....	28
การใช้สมการถดถอย Panel Data Analysis เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบาย เงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ .....	28
วิเคราะห์ผลการศึกษา .....	31
บทที่ 4 ผลการศึกษา .....	32
ส่วนที่ 1 ผลการศึกษานโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ในบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ .....	32
ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคา หลักทรัพย์ในบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ .....	34

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 5 สรุปการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	37
สรุปการศึกษา .....	37
อภิปรายผล .....	38
ข้อเสนอแนะ.....	41
บรรณานุกรม .....	43
ภาคผนวก .....	48
ก รายชื่อบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ.....	49
ข ข้อมูลที่รวบรวมของตัวแปรต่างๆ.....	51
ค ความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปร (Correlation) ค่าสถิติเชิงพรรณนา และผลการทดสอบ Hausman Test.....	60
ง ผลของสมการถดถอย.....	64
ประวัติผู้ศึกษา .....	68



สารบัญตาราง

		หน้า
ตารางที่ 2.1	สรุปความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์.....	25
ตารางที่ 4.1	สถิติเชิงพรรณนาของนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พ.ศ. 2560-2564.....	32
ตารางที่ 4.2	ผลของสมการถดถอย $P-Vol_{it} = \beta_0 + \beta_1 DP_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 EXCH_{it} + \beta_6 INF_{it} + V_{it}$ .....	34
ตารางที่ 4.3	ผลของสมการถดถอย $P-Vol_{it} = \beta_0 + \beta_1 DY_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 EXCH_{it} + \beta_6 INF_{it} + V_{it}$ .....	35
ตารางที่ 4.4	ผลของสมการถดถอย $P-Vol_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 EXCH_{it} + \beta_6 INF_{it} + V_{it}$ .....	36



ญ

## สารบัญภาพ

หน้า

ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดในการศึกษา..... 4



# บทที่ 1

## บทนำ

### 1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การระดมทุนนั้นมีส่วนสำคัญสำหรับอย่างยิ่งโดยเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งเป็นตลาดที่เปิดโอกาสในการระดมเงินทุนสำหรับกลุ่มธุรกิจขนาดกลางและเล็ก โดยเน้นธุรกิจที่มีการเติบโตสูง มีแนวโน้มที่ดีในอนาคต เช่น กลุ่มนวัตกรรมเทคโนโลยี สุขภาพและการท่องเที่ยว สื่อสาร พลังงานทดแทน และอุตสาหกรรมอาหาร เป็นต้น เมื่อได้รับเงินระดมทุนแล้วบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะนำเงินลงทุนดังกล่าวมาบริหารจัดการเพื่อให้มีผลกำไรจากการดำเนินงานมากที่สุด จากนั้นฝ่ายบริหารจะต้องพิจารณาในการจัดสรรกำไรจากกระแสเงินสดของการดำเนินงานดังกล่าวหรือการกำหนดนโยบายเงินปันผลที่เหมาะสม โดยต้องตัดสินใจระหว่างการเก็บสะสมกำไรของบริษัทจำนวนเท่าไร เพื่อให้ราคาของหลักทรัพย์มีแนวโน้มสูงขึ้นในอนาคต ส่งผลต่อความมั่งคั่งของกิจการ และให้ผลตอบแทนแก่นักลงทุนที่เรียกว่ากำไรจากการขายหลักทรัพย์ (Capital gain) หรือการเลือกปันส่วนกระแสเงินสดของบริษัทไปให้ผู้ถือหุ้นหรือไม่ หากมีการจ่ายปันผลควรมีอัตราส่วนเท่าไร รูปแบบใด ความถี่เท่าไรจึงจะเหมาะสม และทำให้ราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น (Brigham and Houston 2014) ทั้งนี้ รูปแบบเงินปันผลเป็นผลตอบแทนอย่างหนึ่งที่นักลงทุนบางกลุ่มอาจชื่นชอบ เนื่องจากเป็นผลตอบแทนที่แน่นอนและมั่นคงกว่าส่งผลให้มูลค่าของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นเมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงขึ้นได้ (Lintner (1956), Gordon (1959) ดังนั้นจึงอาจกล่าวได้ว่า การศึกษานโยบายเงินปันผลมีส่วนสำคัญอย่างยิ่งโดยเฉพาะผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ (Masuim 2014, Ali et. al. 2015, and Raju and Asaduzzaman 2017)

เมื่อศึกษาข้อมูลเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 29 มกราคม 2564 พบว่า ภาพรวมของอัตราผลตอบแทนเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) อยู่ที่ 2.41 เปอร์เซ็นต์ ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ในเอเชีย คือ 2.35 เปอร์เซ็นต์ นอกจากนี้ การศึกษาถึงพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผล จำนวน 10 ปี ตั้งแต่ 2545 ถึง 2554 พบว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีศักยภาพสำหรับการลงทุนเพื่อรับผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผล โดยบริษัทส่วนใหญ่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ชัดเจน

โดยกำหนดการจ่ายเงินปันผลไม่ต่ำกว่าอัตราที่กำหนดไว้ มีการประกาศจ่ายปันผลอย่างน้อย 1 ครั้งในรอบปีและบริษัทมากกว่าครึ่งในตลาดมีการจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ (พัชชา 2011 และสุพิชชา 2013)

ตามปกติแล้ว ข้อมูลทางสถิติในอดีต (ค่า Historical Volatility) ระบุว่าบริษัทที่มีการจ่ายปันผลสม่ำเสมอนั้นจะมีความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำกว่าบริษัทที่ไม่มีการประกาศจ่ายปันผล (William et. al. 2011) ซึ่งการลงทุนใดที่มีความผันผวนต่ำกว่า ย่อมส่งผลให้มีความเสี่ยงและผลตอบแทนต่ำด้วยเช่นกัน (อัญญา 2004) แม้ว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะมีลักษณะการจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอ และน่าจะมีความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่ต่ำ แต่จากการรวบรวมข้อมูลในช่วงที่ผ่านมาพบว่าไม่สามารถสรุปได้ เนื่องจากยังไม่มีการศึกษาเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ทำให้นักลงทุนที่สนใจในตลาดดังกล่าวอาจมีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินความเสี่ยงและตัดสินใจในการลงทุนโดยเฉพาะนักลงทุนที่ชื่นชอบการรับเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอและสนใจในตลาดเกิดใหม่ที่มีการพัฒนาและการลงทุนอย่างต่อเนื่อง Boca (2011)

ทั้งนี้ การศึกษาผลกระทบของนโยบายเงินปันต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็มีจำนวนไม่มากนัก จากการศึกษาของ มัลลิกา (2015) และ เทพไท (2018) พบว่า นโยบายเงินปันผลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบ อย่างไรก็ตาม อัตราการจ่ายเงินปันผลกลับไม่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด

ขณะที่การศึกษาในต่างประเทศล้วนมีการตีพิมพ์เกี่ยวกับผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์มาหลายช่วงทศวรรษ งานวิจัยของ Gordon (1963) ระบุว่า นโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบโดยใช้ตัวแปรในการกำหนดนโยบายเงินปันผล ได้แก่ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) และอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) สอดคล้องกับการศึกษาของ Baskin (1989) ที่ได้อธิบายถึงสาเหตุของนโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อความผันผวนราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบ ผ่าน 4 ตัวแบบ ได้แก่ 1. Duration effect 2. Rate of return effect 3. Information effect และ 4. Arbitrage pricing effect และเพิ่มตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท ความผันผวนของกำไร อัตราการเจริญเติบโตของบริษัท อัตราหนี้สินระยะยาว ซึ่งตัวแปรควบคุมดังกล่าวล้วนส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เช่นกัน



จะเห็นได้ว่าการศึกษาและวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ยังไม่มีข้อมูลมาก่อน ดังนั้นผู้ที่สนใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อาจมีข้อมูลไม่เพียงพอในการประกอบการตัดสินใจลงทุนในตลาดดังกล่าวและอาจเผชิญความเสี่ยงต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงในระบบอย่างหนึ่งที่นักลงทุนจะต้องเผชิญ (Guo2002) มากกว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยหรือหลักทรัพย์อื่นที่มีข้อมูลอยู่แล้ว ดังนั้น ผู้ศึกษาเล็งเห็นความสำคัญและปัญหาดังกล่าวซึ่งเมื่อศึกษาเพิ่มเติมพบว่า นอกจากนโยบายเงินปันผลจะใช้วัดโดยอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) และอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) แล้ว งานวิจัยนี้ยังเพิ่มตัวแปรเงินปันผลต่อหุ้น (Dividend Per Share) ในการใช้วัดนโยบายเงินปันผลด้วย (Titus and Ambrose 2015 และ Alzomania and Al-Khadhiri 2013) ขณะที่ตัวแปรปัจจัยภายในบริษัท นอกจากจะศึกษาขนาดของบริษัท (Firm Size) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity) ตามแบบของ Baskin (1989) แล้ว ผู้ศึกษาได้นำตัวแปรอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Return on Asset) ซึ่งคาดว่าน่าจะส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เข้ามาวิเคราะห์ด้วย (Placido 2012) ขณะที่ปัจจัยภายนอกอันได้แก่ อัตราเงินเฟ้อและอัตราแลกเปลี่ยน อันเป็นตัวแปรในด้านภาวะเศรษฐกิจและภาวะตลาดหลักทรัพย์ที่มีงานวิจัยอื่นพบว่ามีผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ผู้ศึกษาได้นำเข้ามาวิเคราะห์ด้วยเช่นกัน

## 2. วัตถุประสงค์ในการศึกษา

การศึกษามีวัตถุประสงค์ดังนี้

2.1 เพื่อศึกษานโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ

2.2 เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ

### 3. ขอบเขตของการศึกษา

การศึกษามีขอบเขตดังนี้

**3.1 ประชากร** การศึกษาครั้งนี้ศึกษาจากประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลครบถ้วนตามเงื่อนไขของการศึกษา คือ 1) บริษัทจะต้องมีการจ่ายเงินปันผลอย่างน้อยปีละ 1 ครั้ง ตลอดระยะเวลาที่ศึกษา และ 2) บริษัทจดทะเบียนที่ศึกษาไม่ใช่กลุ่มบริษัทการเงิน

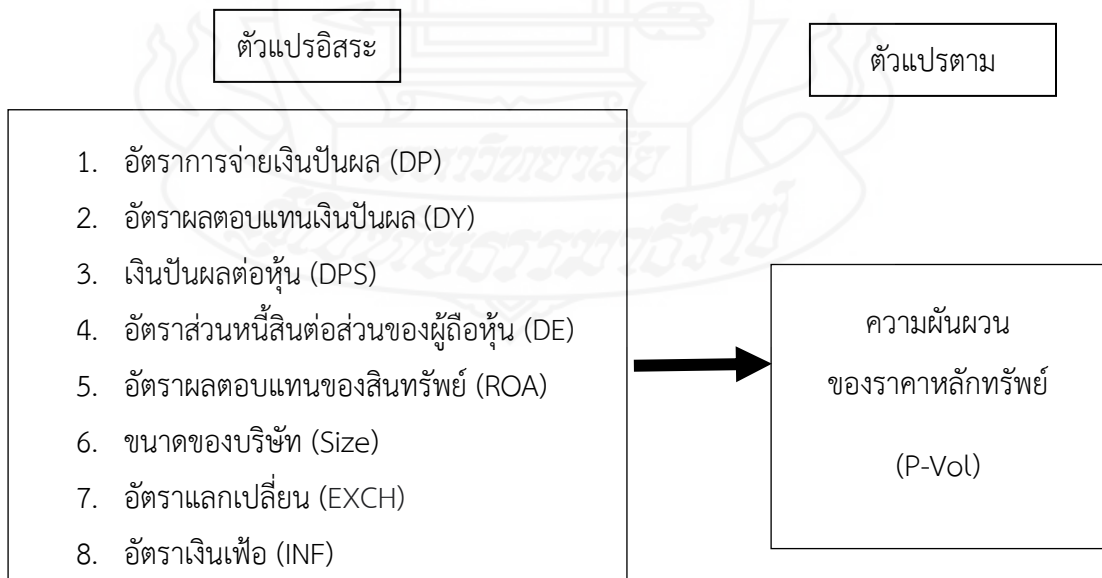
**3.2 ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา** คือ 5 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2560 ถึง 31 ธันวาคม 2564

**3.3 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา** ข้อมูลของตัวแปรหรือปัจจัยที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทางการเงินและการบัญชีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และข้อมูลทางเศรษฐกิจ ที่ไม่มีค่าเป็นลบ

**3.4 วิธีการที่ใช้ในการศึกษา** ใช้สมการถดถอยในลักษณะ Panel Data Analysis

### 4. กรอบแนวคิดในการศึกษา

จากการทบทวนทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องสามารถกำหนดกรอบแนวคิดในการศึกษาได้ดังนี้



ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดในการศึกษา

## 5. นโยบายศัพท์เฉพาะ

ความหมายของคำศัพท์ที่ใช้ในการศึกษาเรื่อง ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีดังนี้

**5.1 นโยบายเงินปันผล (Dividend Policy)** หมายถึง นโยบายที่บริษัทกำหนดการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นเป็นจำนวนเท่าใด โดยเป็นการประกาศการจ่ายเงินปันผลแบบภาพกว้าง เช่น กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อกำไรสุทธิในแต่ละปีว่าเป็นเท่าใด เป็นต้นนโยบายเงินปันผลที่เกี่ยวกับการตัดสินใจในการจ่ายเงินปันผลของบริษัทสามารถวัดได้ 3 รูปแบบ ได้แก่

**5.1.1 อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio)** หมายถึง อัตราส่วนที่ทำให้ทราบว่าบริษัทมีนโยบายที่จะนำผลกำไรมาจ่ายปันผลมากน้อยเพียงใด และเก็บไว้เพื่อนำไปลงทุนหรือเพื่อใช้ในการดำเนินกิจการต่อไปมากหรือน้อย โดยคิดจากมูลค่าเงินปันผลรวมตามประกาศจ่าย 12 เดือนล่าสุดหารด้วยกำไร (ขาดทุน) สุทธิงวด 12 เดือนล่าสุด

**5.1.2 อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield)** หมายถึง อัตราส่วนทางการเงินที่เปรียบเทียบอัตราส่วนของเงินปันผลต่อหุ้น ในรอบระยะเวลา 12 เดือนล่าสุด ต่อราคาหุ้นในรูปแบบของร้อยละ โดยใช้การคำนวณจากมูลค่าเงินปันผลรวมตามประกาศจ่าย 12 เดือนล่าสุดคูณ 100 หารด้วย ราคาปิดของหุ้นสามัญ คูณ จำนวนหุ้นสามัญลบจำนวนหุ้นซื้อคืน

**5.1.3 เงินปันผลต่อหุ้น (Dividend Per Share)** คือ ผลรวมของเงินปันผลที่ประกาศโดยบริษัทสำหรับหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแล้ว โดยเงินปันผลต่อหุ้นได้มาจากผลรวมเงินปันผลทั้งหมดในรอบปีหารด้วยจำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่าย

**5.2 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio)** เป็นอัตราส่วนแสดงโครงสร้างของเงินทุนของบริษัทว่ามีสัดส่วนของหนี้สินจากการกู้ยืมเทียบกับส่วนของผู้ถือหุ้นของเจ้าของเป็นเท่าใด อัตราที่สูงแสดงถึงความเสี่ยงของบริษัทที่สูงขึ้น เพราะเงินกู้เป็นแหล่งเงินทุนที่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย สูตรคำนวณคือ รวมหนี้สินหารด้วยรวมส่วนของผู้ถือหุ้น

**5.3 อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Return on Asset)** อัตราส่วนที่ชี้ถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการนำสินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทน โดยแสดงเป็นร้อยละของผลกำไรที่บริษัทหาได้ต่อสินทรัพย์ทั้งหมด สูตรคำนวณได้แก่ กำไร(ขาดทุน)ก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้ 12 เดือน คูณ 100หารด้วยรวมสินทรัพย์เฉลี่ย

**5.4 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด (Market Capitalization)** หมายถึง มูลค่าตามราคาตลาดโดยรวมของหลักทรัพย์จดทะเบียน ซึ่งเป็นค่าที่คำนวณจากการนำราคาปิดของหลักทรัพย์คูณด้วย จำนวนหลักทรัพย์ที่จดทะเบียน การคำนวณมูลค่าตามราคาตลาดรวมของหลักทรัพย์จดทะเบียนจะคำนวณจากหลักทรัพย์ประเภทหุ้นสามัญ หุ้นบุริมสิทธิ และใบสำคัญแสดงสิทธิ

**5.5 อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate)** หมายถึง จำนวนเงินตราสกุลหนึ่งที่จะต้องถูกจ่ายไปเพื่อแลกกับ 1 หน่วยของเงินตราอีกสกุลหนึ่ง หรืออัตราแลกเปลี่ยนค่าเงินบาทต่อดอลลาร์สหรัฐที่นำไปใช้แลกเปลี่ยน

**5.6 อัตราเงินเฟ้อ (Inflation Rate)** หมายถึง ค่าเฉลี่ยของการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าและบริการต่างๆ ในวันนี้กับราคาเมื่อ 1 ปีก่อนหน้า

**5.7 บริษัทจดทะเบียน (Listed Company)** หมายถึง บริษัท จำกัด (มหาชน) ที่นำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนและซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งจะต้องเป็นบริษัทที่มีคุณสมบัติครบถ้วนตามหลักเกณฑ์ต่างๆ ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด

**5.8 ราคาหลักทรัพย์ (Stock Price)** หมายถึง ราคาตลาดของหุ้นสามัญที่ซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

**5.9 ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (Stock Price Volatility)** หมายถึง การที่ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา ทั้งขึ้น ลง ราบเรียบ มีความไม่แน่นอน ไม่สามารถคาดการณ์ได้ และเป็นแบบบ่อยครั้งในรอบปี ส่งผลให้เกิดความเสี่ยงในด้านการเปลี่ยนแปลงราคาหลักทรัพย์ ซึ่งเป็นส่วนสำคัญในการตัดสินใจ และส่งผลให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนมากน้อยแตกต่างกันไป

**5.10 ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment)** หมายถึง ตลาดหลักทรัพย์แห่งที่สองของประเทศไทย ก่อตั้งเมื่อวันที่ 21 มิถุนายน พ.ศ. 2542 และเปิดทำการซื้อขายวันแรกเมื่อวันที่ 17 กันยายน พ.ศ. 2544 มีจุดประสงค์การทำงานโดยทั่วไป เหมือนกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ The Stock Exchange of (Thailand) (SET) คือ ทำหน้าที่เป็นตลาดทุน เพื่อให้กิจการต่างๆ สามารถระดมเงินทุนเพิ่มเติมจากสาธารณะได้ แต่ตลาดใหม่นี้จะเน้นไปที่กิจการขนาดกลางและขนาดย่อม (เอสเอ็มอี - SME) และกิจการเกี่ยวกับนวัตกรรม โดยได้ผ่อนผันหลักเกณฑ์ต่างๆ ลง เช่น ทุนชำระแล้วขั้นต่ำของหลักทรัพย์ในตลาดหลัก คือ 200 ล้านบาท ในขณะที่ขั้นต่ำของตลาดใหม่ ลดลงเป็น 40 ล้านบาท เป็นต้น เพื่อเปิดโอกาสให้กิจการขนาดเล็กที่ไม่สามารถเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ ได้มีหนทางในการระดมทุน รวมทั้งสนับสนุนอุตสาหกรรมร่วมลงทุน (venture capital) เพื่อเพิ่มจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

## 6. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษาครั้งนี้คาดว่าจะได้ประโยชน์ดังนี้

6.1 บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถนำผลการศึกษาไปใช้ประกอบการตัดสินใจในการกำหนดนโยบายเงินปันผลได้อย่างเหมาะสม โดยอาจเลือกใช้นโยบายเงินปันผลเป็นสื่อกลางของข้อมูลที่บ่งบอกสัญญาณที่ดีต่อนักลงทุนได้

6.2 ผู้ลงทุน สามารถนำผลการศึกษาไปใช้ประกอบการตัดสินใจในการลงทุน เพื่อลดความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาหลักทรัพย์อันเกิดจากนโยบายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้

6.3 นักวิจัย และนักวิชาการ สามารถนำผลการศึกษา ไปต่อยอดการศึกษาต่อไปได้ในอนาคต โดยสามารถใช้การศึกษาในครั้งนี้ เป็นข้อมูลเบื้องต้นในการอธิบายความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นใหม่และมีขนาดกลางถึงเล็กซึ่งยังไม่มีข้อมูลมาก่อนได้มากขึ้น และสามารถต่อยอดการศึกษาไปยังหลักทรัพย์ตามแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมที่น่าสนใจ เช่น การศึกษาผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในกลุ่มหลักทรัพย์สินค้า อสังหาริมทรัพย์และการก่อสร้าง เป็นต้น



## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จึงได้ทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องและจะอธิบายถึงแนวคิดเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ซึ่งมีรายละเอียดดังนี้

#### 1. แนวคิดเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์

การอธิบายแนวคิดเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์จะแยกอธิบายได้ดังนี้

**1.1 แนวคิดเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล** การอธิบายนโยบายเงินปันผลจะอธิบายเกี่ยวกับความหมายของนโยบายเงินปันผล รูปแบบการจ่ายเงินปันผล ประเภทของนโยบายเงินปันผล วันที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล ปัจจัยที่กำหนดนโยบายเงินปันผล และคำจำกัดความของนโยบายเงินปันผลในการศึกษาครั้งนี้ ดังนี้

**1.1.1 ความหมายของนโยบายเงินปันผล** นโยบายการจ่ายเงินปันผล (Dividend Policy) หมายถึง นโยบายของบริษัทในการกำหนดจำนวนเงินปันผลที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้นหลักทรัพย์กับจำนวนกำไรสะสมที่จะนำไปลงทุนในโครงการใหม่ว่าควรมีสัดส่วนเท่าไรจึงจะเหมาะสม โดยมีเป้าหมายที่สำคัญของบริษัทคือการทำให้ราคาตลาดของหลักทรัพย์มีมูลค่าสูงขึ้น ทั้งนี้การกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลจะมีพบความสัมพันธ์อย่างมากกับนโยบายโครงสร้างเงินทุนของบริษัทเสมอ เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลเป็นการนำเงินส่วนกำไรสะสมหรือส่วนกระแสเงินสดซึ่งเป็นส่วนของทุนไปใช้ หากมีการปรับเปลี่ยนนโยบายการจ่ายเงินปันผล ย่อมส่งผลกระทบต่อสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุนตามไปด้วย

เท็ดคักดี ทวีธีระธรรม (2559) กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลจะใช้เงินจาก 2 ส่วนหลัก คือ 1. กำไรสุทธิที่เกิดขึ้นในระหว่างงวด 2. การจ่ายออกมาจากกำไรสะสมที่ยังไม่ได้จัดสรร ทั้งนี้ บริษัทที่จ่ายเงินปันผลได้จะต้องคำนึงถึงข้อสำคัญคือ เป็นบริษัทที่มีกระแสเงินสด และฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง



**1.1.2 รูปแบบการจ่ายเงินปันผล** การจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้น สามารถจ่ายได้หลายรูปแบบ ดังต่อไปนี้

1) เงินสดปันผล (Cash Dividend) การจ่ายเงินสดในรูปแบบเงินสด เป็นการจ่ายเงินปันผลที่ได้รับความนิยมมากที่สุดโดยเงินสดปันผลจะจ่ายจากกำไรสะสม บริษัทจะพิจารณาปริมาณเงินสดของกิจการว่ามีเพียงพอหรือไม่ก่อนการตัดสินใจว่าจะจ่ายปันผลหรือไม่จ่าย (พรพรหม 2554)

2) หุ้นปันผล (Stock Dividend) เป็นการจ่ายปันผลในรูปแบบของหุ้นสามัญออกใหม่ ซึ่งเป็นอีกหนึ่งทางเลือกของบริษัทในการจ่ายผลตอบแทน โดยหุ้นปันผลจะกำหนดจำนวนหุ้นที่จ่ายให้ผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนของหุ้นที่ผู้ถือหุ้นถืออยู่ทั้งนี้ การจ่ายหุ้นปันผลไม่ส่งผลกระทบต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในงบดุล แต่จำนวนกำไรสะสมจะลดลง ในขณะที่จำนวนหุ้นสามัญจะเพิ่มขึ้นในจำนวนที่เท่ากัน (พรพรหม 2554)

3) การแยกหุ้น (Stock Splits) บริษัทจะทำการเพิ่มจำนวนหุ้นด้วยการแตกหุ้นแต่ละหุ้นออกเป็นหลายหุ้น เมื่อแตกหุ้นแล้วราคาหุ้นก็จะลดลงตามส่วนการจ่ายปันผล วิธีนี้จะทำให้จำนวนหุ้นสามัญที่ผู้ถือมีจำนวนมากขึ้น การแยกหุ้นไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของส่วนของผู้ถือหุ้น กำไรสะสมและมูลค่าหุ้นสามัญรวมยังคงเดิม เพียงแต่จำนวนหุ้นจะมากขึ้นและมูลค่าต่อหุ้นจะลดลง (พรพรหม 2554)

4) การซื้อหุ้นกลับคืน (Stock Repurchase) เป็นเครื่องมือที่ผู้บริหารใช้ในการตอบแทนผู้ถือหุ้นแทนการจ่ายเงินสดปันผล การซื้อหุ้นคืนเป็นการทำให้หุ้นสามัญที่อยู่ในตลาดมีจำนวนลดลงซึ่งถือเป็นการเพิ่มมูลค่าของหุ้นให้สูงขึ้น

5) การรวมหุ้น (Reverse Split) บริษัทสามารถทำการลดจำนวนหุ้นสามัญลงและเพิ่มมูลค่าที่ตราไว้ต่อหุ้นได้ การลดจำนวนหุ้นลงนี้ทำได้โดยการรวมหุ้น ซึ่งจะเกิดขึ้นในกรณีที่ราคาตลาดของหุ้นต่ำมาก ธุรกิจก็จะทำการรวมหุ้นเพื่อให้จำนวนหุ้นในมือของผู้ถือหุ้นลดจำนวนลงราคาตามมูลค่าของหุ้นจะเพิ่มขึ้น อันมีผลทำให้ราคาตลาดของหุ้นสูงขึ้น (พรพรหม 2554)

**1.1.3 ประเภทของนโยบายเงินปันผล** นโยบายการจ่ายปันผลสามารถแบ่งประเภทออกได้ดังต่อไปนี้

1) นโยบายเงินปันผลที่จ่ายจากกำไรส่วนที่เหลือจากการลงทุนต่อ (Residual Dividend Policy) เป็นการนำผลกำไรสุทธิที่มีอยู่ไปลงทุนก่อน เมื่อมีโอกาสที่ดีในการลงทุนและจำเป็นต้องใช้เงินทุน กรณีหากมีเงินเหลือบริษัทจะพิจารณาจ่ายเป็นเงินปันผล ส่วนใหญ่จะใช้นโยบายนี้สำหรับการวางแผนระยะยาว และกำหนดนโยบายในภาพรวมว่าสามารถจ่ายปันผลได้อย่างไร ซึ่งจะช่วยลดความไม่แน่นอนได้ในระดับหนึ่ง

2) นโยบายการจ่ายปันผลคงที่ (Stable Dividend Policy) เป็นนโยบายที่บริษัทมีการกำหนดการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นที่แน่นอน โดยปกติผู้ถือหุ้นจะชอบนโยบายนี้ เพราะสามารถคาดการณ์ผลตอบแทนได้แน่นอนกว่า ถึงแม้ในระยะยาวอาจได้รับผลกระทบจากอัตราเงินเฟ้อ ขณะที่บริษัทอาจต้องมีการดำเนินการที่ดีและมั่นคง เนื่องจากต้องจ่ายปันผลคงที่ในระยะยาว

3) นโยบายการจ่ายปันผลตามอัตราปันผล (Dividend Payout Ratio) นโยบายนี้มีการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลที่แน่นอน โดยบริษัทจะกำหนดสัดส่วนอัตราการจ่ายเงินปันผลของกำไรสุทธิ นโยบายนี้มักได้รับความชื่นชอบจากผู้บริหาร เนื่องจากความคล่องตัวในการบริหาร อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นบางรายอาจไม่ชอบนัก เนื่องจากเงินปันผลที่ได้รับจะมากน้อยตามกำไรของบริษัท

4) อัตราจ่ายปันผลจำนวนน้อยและเพิ่มเงินปันผลพิเศษ (Low Regular and Extra Dividends) เป็นรูปแบบที่บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นในมูลค่าหรืออัตราต่ำ แต่จะมีการจ่ายปันผลพิเศษเพิ่มในปีที่บริษัทมีกำไรสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้

**1.1.4 วันที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล** ในการจ่ายเงินปันผลนั้นจะจ่ายให้เฉพาะผู้ถือหุ้นที่ได้ชำระค่าหุ้นแล้วเท่านั้น โดยมีวันที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายปันผล ดังนี้

1) วันประกาศจ่ายปันผล (Date of Declaration) คือ วันที่บริษัทประกาศจ่ายปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นซึ่งในวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผล ทำให้บริษัทมีหนี้สินทันทีและเป็นผลให้กำไรสะสมของบริษัทลดลงทันที

2) วันบันทึกรายชื่อผู้มีสิทธิได้รับเงินปันผล (Date of Record) เป็นวันกำหนดรายชื่อที่บันทึกว่าเป็นผู้มีสิทธิได้รับเงินปันผลจะปิดรายชื่อหลังประกาศจ่ายมากกว่าหรือเท่ากับ 14 วัน

3) วันจ่ายเงินปันผล (Date of Payment) คือ วันที่บริษัทแจ้งให้ผู้ถือหุ้นมารับเงินปันผลซึ่งเป็นวันหลังจากที่ประกาศจ่ายเงินปันผลไปแล้วประมาณ 1-4 สัปดาห์ บริษัทจะต้องบันทึกโดยยกเลิกบัญชีเงินปันผลค้างจ่าย (สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ 2558)

**1.1.5 ปัจจัยที่กำหนดนโยบายเงินปันผล** Weston และ Brigham (1997) กล่าวว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลต้องพิจารณาจากหลายปัจจัย เนื่องจากตัวแปรที่ส่งผลต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลซับซ้อน ทั้งในด้านเศรษฐกิจ ที่เปลี่ยนแปลงไป และปัจจัยด้านต่างๆ โดยสรุปได้ดังนี้

1) สภาพคล่องทางการเงินถึงแม้ว่าบริษัทจะมีกำไรในปีที่ผ่านมา แต่บริษัทจะต้องมีสภาพคล่องอย่างเพียงพอ เพื่อใช้ในการจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด



2) ข้อจำกัดในสัญญากู้ยืม การกู้ยืมในระยะยาวอาจมีข้อสัญญากู้ยืมที่ระบุให้งดการจ่ายเงินปันผลในช่วงก่อนการกู้ยืมหรือข้ออื่นๆ

3) ข้อกำหนดทางกฎหมาย การใช้กฎหมายในแต่ละประเทศต่างกัน ประเทศไทยพบว่า พรบ. มหาชน มาตรา 115 ระบุว่า “การจ่ายเงินปันผลจากเงินประเภทอื่นนอกจากเงินกำไรจะกระทำมิได้ ในกรณีที่บริษัทยังมียอดขาดทุนสะสมอยู่ ห้ามมิให้จ่ายเงินปันผล ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนจะจ่ายเงินปันผลโดยที่ยังมีการขาดทุนสะสมอยู่ไม่ได้ ทั้งนี้ เงินกำไรที่ใช้พิจารณาจ่ายปันผลคือ เงินกำไรสะสมที่ยังไม่ได้จัดสรร”

4) เสถียรภาพของกำไร ถ้ากิจการมีกำไรที่มั่นคง บริษัทมักจะคาดการณ์กำไรในอนาคตได้ดีกว่า ดังนั้นหากกิจการมีกำไรที่สูง ก็มักจะจ่ายเงินปันผลที่สูงตามไปด้วย

5) ความจำเป็นในการชำระหนี้ หากกิจการมีการไถ่ถอนคืนหนี้สิน กิจการก็จะไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้

6) อำนาจในการควบคุมกรณีบริษัทต้องใช้จ่ายเงินในการลงทุนโครงการใหม่ กลุ่มผู้ถือหุ้นเดิมและเป็นรายใหญ่ มักนิยมใช้เงินทุนจากแหล่งภายในก่อนแทนการออกตราสารทุนหรือตราสารหนี้ เนื่องด้วยการออกตราสารทุนทำให้จำนวนผู้ถือหุ้นภายนอกมากขึ้น อำนาจในการควบคุมก็จะลดลง ขณะที่การออกตราสารหนี้ จะส่งผลต่ออัตราดอกเบี้ยและหนี้สินที่ตามมา ดังนั้นเพื่อให้ยังคงมีอำนาจในการควบคุม บริษัทจะเลือกจ่ายปันผลน้อยลง

7) ฐานะการจ่ายภาษีของผู้ถือหุ้น หากผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่การจ่ายอัตรากาชีในจำนวนที่สูง มักจะเลือกจ่ายเงินปันผลที่ต่ำ เพื่อลดการเสียภาษีจากการจ่ายเงินปันผล

8) อัตราการขยายตัวของสินทรัพย์ หากกิจการมีการขยายตัวของสินทรัพย์เพื่อทำให้กิจการมีอัตราโตสูง มักจะส่งผลให้มีความจำเป็นในการใช้เงินเพื่อการลงทุนก่อน

9) โอกาสในการลงทุน หากบริษัทให้อัตรากาชีผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่สูง ก็ควรนำเงินจากกำไรไปลงทุนดังกล่าวต่อไป แต่หากอัตรากาชีผลตอบแทนของสินทรัพย์ที่ต่ำ บริษัทควรเลือกจ่ายเงินปันผล เพื่อให้ผู้ลงทุนนำเงินไปลงทุนในหลักทรัพย์ชนิดอื่นที่ให้ผลตอบแทนที่ดีกว่า

**1.1.6 คำจำกัดความของนโยบายเงินปันผลในการศึกษาครั้งนี้** นโยบายเงินปันผลจะวัดโดยใช้อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราผลตอบแทนเงินปันและผลเงินปันผลต่อหุ้น โดยสามารถคำนวณได้ดังนี้

อัตราการจ่ายเงินปันผล(Dividend Payout ratio) คืออัตราส่วนเปรียบเทียบระหว่างมูลค่าเงินปันผลรวมตามประกาศจ่าย 12 เดือนล่าสุด ต่อกำไรสุทธิที่บริษัทนั้นทำได้ในรอบระยะเวลา 12 เดือนหรือในรอบ 1 ปีล่าสุด (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2564) สูตรการคำนวณดังนี้

$$\text{อัตราการจ่ายเงินปันผล} = \frac{\text{มูลค่าเงินปันผลรวมตามประกาศจ่าย 12 เดือนล่าสุด}}{\text{กำไรงวด 12 เดือนล่าสุด}}$$

อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) คืออัตราเปรียบเทียบเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นสามัญเทียบกับราคาตลาดของหุ้นสามัญ เพื่อดูผลตอบแทนว่าหากลงทุนซื้อหุ้น ณ ระดับราคาตลาดปัจจุบัน จะมีโอกาสได้รับเงินปันผล คิดเป็นร้อยละเท่าไรของราคาหุ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 2564) สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{อัตราผลตอบแทนเงินปันผล} = \frac{\text{มูลค่าเงินปันผลรวมตามรอบผลประกอบการประจำปี (ล่าสุด)} \times 100}{\text{ราคาปิดของหุ้นสามัญ} \times (\text{จำนวนหุ้นสามัญ}-\text{จำนวนหุ้นซื้อคืน})}$$

เงินปันผลต่อหุ้น (Dividend Per Share) คือ ผลรวมของเงินปันผลที่ประกาศโดยบริษัทสำหรับหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายแล้ว มีสูตรคำนวณดังนี้

$$\text{เงินปันผลต่อหุ้น} = \frac{\text{ผลรวมเงินปันผลทั้งหมดในรอบปี}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่าย}}$$

**1.2 แนวคิดเกี่ยวกับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์** การอธิบายเกี่ยวกับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ จะอธิบายถึงความหมายของความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ลักษณะของความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ การวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์และการวัดความผันผวนของการศึกษานี้ ดังนี้

**1.2.1 ความหมายของความผันผวนของราคาหลักทรัพย์** ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2563) ได้ให้ความหมายของ Volatility Risk หรือความเสี่ยงด้านความผันผวนของราคา คือ ความเสี่ยงที่เกิดจากความผันผวนหรือการขึ้นลงของราคาหลักทรัพย์ โดยปกติราคาหลักทรัพย์ในตลาดมักมีการขึ้นลงทุกวัน ความผันผวนจึงเป็นมาตรฐานในการวัดความเสี่ยงของโลกการเงิน

**1.2.2 ลักษณะของความผันผวนของราคาหลักทรัพย์** อัญญา ชันฉวีวิทย (2547) กล่าวว่า ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เป็นตัววัดความเสี่ยงของตลาดการเงิน กรณีที่บริษัทไม่สามารถคาดการณ์อัตราผลตอบแทนในอนาคตได้สูง มักส่งผลต่อความเสี่ยงที่มากขึ้น ดังนั้น ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์จะสามารถพิจารณาได้จากความกว้างของการเปลี่ยนแปลงของราคาหลักทรัพย์หรือผลตอบแทนจากการลงทุน กล่าวคือ การลงทุนใดมีความผันผวนของราคา

หลักทรัพย์ต่ำ จะส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงจากการลงทุนที่ต่ำด้วย ทั้งนี้ อัญญา ชันชวิทย์ (2547) ได้แบ่งลักษณะของความผันผวนในตลาดทางการเงิน 4 รูปแบบ คือ

1) Volatility Clustering คือ ความผันผวนที่มีลักษณะเป็นกลุ่มก้อน ซึ่งมีลักษณะคือเมื่อเวลาเปลี่ยนแปลงไป ความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์จะไม่คงที่ กล่าวคือ เมื่อหลักทรัพย์เกิดความผันผวนของราคาสูงในช่วงเวลาหนึ่งหลักทรัพย์นั้นมักมีราคาผันผวนสูงในช่วงเวลาถัดไป และในทางตรงกันข้าม หากหลักทรัพย์นั้นมีความผันผวนของราคาต่ำในช่วงเวลาหนึ่ง หลักทรัพย์นั้นมักมีราคาผันผวนต่ำในช่วงเวลาถัดไปด้วย

2) Extreme Value คือ ความผันผวนของผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีค่าสูงและต่ำเกินปกติ เกิดจากบางข้อมูลมีความผันผวนสูงเกิน จนไม่สามารถใช้ทฤษฎีการกระจายตัวของผลตอบแทนการแจกแจงแบบปกติได้

3) ความไม่สมมาตรของความผันผวนของอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ กล่าวคือ ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงไม่มาก ถ้าหากราคาปรับตัวเพิ่มขึ้นไปแล้ว ขณะที่ความผันผวนจะเพิ่มขึ้น หากผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในช่วงก่อนหน้ามีค่าเป็นลบ โดยอัตราผลตอบแทนจะมีความผันผวนของราคาหลักทรัพย์สูงมาก ถ้าหากหลักทรัพย์ในช่วงก่อนหน้า มีการปรับตัวลดลงอย่างมาก

4) ผลตอบแทนของหลักทรัพย์และค่าความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ขึ้นกับลักษณะตลาดที่เหมือนและแตกต่างกัน ยกตัวอย่าง หากเป็นตลาดพันธบัตรใดตลาดหนึ่ง มักจะมีแนวโน้มค่าความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เคลื่อนย้ายไปทิศทางเดียวกัน

**1.2.3 การวัดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์** Sijia Li และคณะ (2022) กล่าวว่า ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ สามารถใช้เครื่องมือในการวัดความผันผวนได้หลากหลาย เช่น การหาค่า standard deviation ของอัตราผลตอบแทน การหาค่าพิสัยโดยใช้ราคาสูงสุดและต่ำสุด การใช้สูตรของ Parkinson formula (1980) และวิธี GARCH เป็นต้น

**1.2.4 การวัดความผันผวนของการศึกษา** นี้ ใช้วิธีการคำนวณแบบ Parkinson (1980) ในลักษณะ Variance คำนวณโดยใช้ผลต่างระหว่างราคาหลักทรัพย์สูงสุดและต่ำสุดของแต่ละปีหารด้วยค่าเฉลี่ยของราคาหลักทรัพย์ที่สูงสุดและต่ำสุด จากนั้นนำมายกกำลังสอง (Hussainey 2011) โดยมีสูตรคำนวณดังนี้

$$P\text{-Vol} = \left( \frac{HPit - LPit}{\left( \frac{HPit + LPit}{2} \right)} \right)^2$$

$P-Vol_{it}$  = ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$HP_{it}$  = ราคาสูงสุดของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$LP_{it}$  = ราคาต่ำสุดของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

## 2. ทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล

มีหลายปัจจัยที่ส่งผลต่อนโยบายเงินปันผล โดยปัจจัยที่มีความสำคัญมากต่อกิจการ คือ โอกาสในการลงทุนของกิจการ แหล่งทางเลือกของเงินทุน และความพึงพอใจของผู้ถือหุ้นว่าต้องการรายได้ในปัจจุบันทันทีหรือในอนาคต ทั้งนี้ โดยทั่วไปทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลสามารถแบ่งเป็น 8 ทฤษฎี ดังนี้

**2.1 Irrelevance Theory of Dividend Modigliani และ Miller (1961)** ได้กล่าวว่า หากสมมติฐานเกี่ยวกับการคาดหวังอย่างมีเหตุผล ไม่มีภาษี ไม่มีค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์ มีความสมมาตรในการรับข้อมูลข่าวสาร และไม่มีประสิทธิภาพและสมบูรณ์ของตลาดแล้ว นโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการจะไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของกิจการหรือต้นทุนเงินทุน มูลค่าของกิจการจะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานได้แก่ ระดับความเสี่ยงของกิจการ และความสามารถในการทำกำไร

**2.2 Relevance Theory of Dividends Gordon(1953) และ Linter (1956)** ได้สนับสนุนแนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ โดยมีปัจจัยที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลได้แก่ การจ่ายเงินปันผลและกำไรสุทธิของกิจการ หากกิจการมีการจ่ายเงินปันผล นักลงทุนจะได้เงินเร็วขึ้น ส่งผลให้นักลงทุนลดอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังลง ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้นในที่สุด

**2.3 The Bird – in – the – Hand GordonและShapiro (1956)** นักลงทุนมักมอง การจ่ายเงินปันเป็นสิ่งที่ได้ผลตอบแทนแน่นอนมากกว่าราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มสูงขึ้น ดังนั้น นักลงทุนในกลุ่มที่รับความเสี่ยงได้น้อยจากความไม่แน่นอนของตลาดและการได้รับข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน มักจะพึงพอใจที่ได้รับเงินสดจากเงินปันผลมากกว่าการคาดหวังผลตอบแทนส่วนต่างราคาจากการขายหลักทรัพย์ (capital gain)

**2.4 The Theory of Cost of Being Agency Meckling และ Jensen (1976)** ได้กล่าวว่า ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารมีความขัดแย้งของผลประโยชน์ การจ่ายเงินปันผลทำให้กระแสเงินสดในบริษัทลดลง ทำให้ผู้บริหารที่คิดเอาผลประโยชน์จากกระแสเงินสดที่มีอยู่จำนวนมาก ต้องระมัดระวังในการบริหารมากขึ้น ส่งผลทำให้ต้นทุนของตัวเองแทนลดลง ราคาหลักทรัพย์ก็จะเพิ่มขึ้น สูงเวลาที่กิจการมีการจ่ายเงินปันผล

**2.5 The Theory of Signaling** นักลงทุนและผู้บริหารได้รับข้อมูลข่าวสารไม่เท่ากัน นักลงทุนจึงใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นตัวสะท้อนผลประกอบการในอนาคตของบริษัท ทฤษฎีนี้กล่าวว่า ผู้บริหารจะรู้ข้อมูลภายในเกี่ยวกับการประกอบกิจการมากกว่า หากกิจการมีโครงการที่ดีและนักลงทุนได้รับทราบข้อมูลนั้นแล้ว การประกาศการจ่ายเงินปันผลที่สูงของกิจการจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่สูงตามด้วย ในทางตรงกันข้าม หากได้รับข้อมูลว่าไม่มีโครงการที่ดีในอนาคต การประกาศจ่ายเงินปันผลที่สูงของกิจการ จะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่ลดลงได้ ซึ่งสอดคล้องกับ Petit (1972) ที่กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และเงินปันผลเองก็เปรียบเสมือนการบอกข้อมูลผลประกอบการของบริษัทในอนาคต

**2.6 The Theory of Stakeholder** สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ กล่าวโดยสรุปว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการให้ข้อมูลการดำเนินงานของบริษัทและความสามารถทางการเงินในอนาคตแก่ผู้ถือหุ้นได้ด้วย

**2.7 The Effect of Clientele Lewellen และคณะ (1978)** กล่าวว่า นักลงทุนบางกลุ่มจะชอบนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการที่แตกต่างกัน การเปลี่ยนนโยบายเงินปันผลจึงส่งผลต่อนักลงทุนบางกลุ่มและอาจส่งผลด้านลบต่อราคาหลักทรัพย์ได้ ตามที่ Al-Malkawi (2007) กล่าวว่า นักลงทุนบางกลุ่มอาจชื่นชอบการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำ เพื่อให้บริษัทนำกำไรไปขยายกิจการ จนกลายเป็นบริษัทที่มั่นคงและมีการเติบโต ทำให้ราคาหลักทรัพย์สูงขึ้นส่งผลต่อ capital gain มากขึ้น หรือนักลงทุนบางกลุ่มอาจจะไม่อยากรับผลตอบแทนในรูปเงินปันผลอันเนื่องจากเป็นกลุ่มที่ต้องเสียภาษีในอัตราที่สูง ขณะที่อาจมีนักลงทุนกลุ่มใหญ่ที่พึงพอใจกับผลตอบแทนในรูปเงินปันผล เนื่องจากมีความแน่นอนและเป็นกลุ่มที่เสียภาษีในอัตราที่ต่ำอยู่แล้ว ดังนั้น จากทฤษฎีนี้การเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผลจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และความผันผวนของราคาได้

**2.8 Tax Preference Theory Ramaswamy และ Litzenberger (1979)** ได้นำเสนอแนวคิดที่ว่า นักลงทุนมีความต้องการเงินปันผลที่แตกต่างกันเนื่องจากอัตรากำไรการจ่ายเงินปันผลของกิจการเกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ทางภาษี นักลงทุนอาจชอบให้กิจการจ่ายเงินปันผลระดับต่ำ เพื่อลดการชำระภาษีในอัตราที่สูงกว่าการอัตราภาษีที่ถูกเรียกจากการขายหลักทรัพย์ ดังนั้น เมื่อกิจการมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง มักจะทำให้ราคาหลักทรัพย์ตกลงตามมา



### 3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้ศึกษาได้รวบรวมงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ โดยแบ่งเป็น 2 หัวข้อ ดังนี้

#### 3.1 งานวิจัยที่เกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์

มัลลิกา ปวะบุตร (2015) ศึกษาเรื่อง ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหุ้นในตลาดทุนประเทศไทย เพื่อหาความเชื่อมโยงระหว่างความผันผวนของราคาหุ้นจากนโยบายการจ่ายเงินปันผล ทำการศึกษาในช่วง 2553 – 2557 รวมระยะเวลา 5 ปี จำนวน 346 บริษัท ตัวแปรต้น คือ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล และอัตรากำไรสุทธิ ตัวแปรควบคุมคือ หนี้สินระยะยาวขนาดของบริษัท ความผันผวนของกำไร และอัตรากำไรสุทธิของบริษัท ทำการทดสอบแบบถดถอยด้วย วิธี OLS เป็นการทดสอบเชิงระดับ (Level) ตลอดจนทดสอบเพิ่มเติมโดยกำหนดความต่อเนื่องในการจ่ายเงินปันผล และอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่สูงหรือต่ำ จากการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนเงินปันผล และขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับความผันผวนของราคาหุ้นในทิศทางตรงกันข้าม ขณะที่หนี้สินระยะยาว ความผันผวนของกำไร อัตรากำไรสุทธิของบริษัทมีความสัมพันธ์กับผันผวนของราคาหุ้นในทิศทางเดียวกัน นอกจากนี้พบว่าความสูง-ต่ำของอัตราผลตอบแทนเงินปันผล ส่งผลต่อความผันผวนของราคาหุ้น ขณะที่ความต่อเนื่องในการจ่ายเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์

เทพไท นวลนุช (2018) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของนโยบายเงินปันผลกับความผันผวนของราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 – 2557 รวมระยะเวลา 5 ปี จำนวนทั้งสิ้น 336 บริษัท 1,289 ตัวอย่าง ทำการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้วิธี Multiple Regression Analysis แบบ Fixed Effect Model ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของราคาหุ้นในทิศทางตรงข้ามและอัตรากำไรสุทธิ (Dividend Payout) ไม่มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของราคาหุ้น ในส่วนความผันผวนของกำไร และขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์ต่อความผันผวนของราคาหุ้นในทิศทางตรงกันข้าม หนี้สินระยะยาวมีความสัมพันธ์ต่อความผันผวนของราคาหุ้นในทิศทางเดียวกัน ขณะที่อัตรากำไรสุทธิของบริษัท ไม่มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของราคาหุ้น ในการทดสอบด้านการเปลี่ยนแปลงพบว่าอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ลดลง (Dividend Yield Change Decrease) มีนัยสำคัญต่อความผันผวนของราคาหุ้น และการทดสอบในกลุ่มหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง (SETHD) พบว่า นโยบายเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์ต่อความผันผวนของราคาหุ้นแต่อย่างใด

เสาวลักษณ์ สุทินันทร (2015) ได้วิเคราะห์นโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2552-2556 จำนวน 7 กลุ่มอุตสาหกรรม จำนวน 258 บริษัท ใช้ข้อมูล panel data และวิเคราะห์ด้วย Multiple Regression ผลการวิจัยพบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลโดยเฉลี่ย 5 ปี มีแนวโน้มลดลง ขนาดบริษัท และหนี้สินระยะยาวมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับความผันผวนของราคาหุ้น ขณะที่การเจริญเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์ทางอ้อมในทิศทางเดียวกันกับความผันผวนของราคาหุ้น

Baskin (1989) ศึกษา 2,344 บริษัทในประเทศ US เป็นระยะเวลา 20 ปี ตั้งแต่ปี 1967 ถึง 1986 โดยศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผลกับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ โดยศึกษาเปรียบเทียบกับการศึกษาหน้าของ Black and Scholes (1974) และใช้การวิเคราะห์ผลในรูปแบบถดถอย แทนแบบจำลอง capital asset pricing model (CAPM) ผลงานวิจัยพบว่านโยบายเงินปันผลที่ทำการศึกษาก่อนสองตัวแปรคือ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) และอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) มีผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในเชิงลบ โดยใช้การควบคุมตัวแปรคือ ขนาดของบริษัท หนี้สินระยะยาว ความผันผวนของกำไร อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ และยังพบอีกด้วยยิ่งขนาดบริษัทใหญ่เท่าไร ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์จะลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ Baskin ยังได้อธิบายผลดังกล่าวผ่าน 4 ตัวแบบ ได้แก่ 1. Duration effect 2. Rate of return effect 3. Information effect และ 4. Arbitrage pricing effect โดยการศึกษาถือเป็นต้นแบบของการศึกษาความสัมพันธ์ของนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคา

Afzalur Rashid (2007) ศึกษาในประเทศบังคลาเทศเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์โดยวิเคราะห์ผลกระทบจากการประกาศเงินปันผลส่งผลต่อราคาหุ้นหรือไม่ ตัวแปรต้น คือ นโยบายเงินปันผลโดยใช้ตัวแปรทดสอบ 6 ตัว คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราผลตอบแทนเงินปันผล ความผันผวนของกำไร หนี้สินระยะยาว ขนาดบริษัท และการเติบโตของสินทรัพย์ขณะที่ตัวแปรตามคือ ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ เก็บข้อมูลในช่วงปี 1999-2006 จำนวน 104 บริษัท แบบ Cross-Sectional ยกเว้นบริษัทธุรกิจการเงินและธนาคาร วิเคราะห์ในรูปแบบ Multiple Regression Analysis จากการศึกษาพบว่า นโยบายเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์กับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ สอดคล้องกับทฤษฎีของ Miller และ Modigliani (1961) คือ Irrelevance Theory of Dividend โดยเสนอว่าอาจเนื่องจากตลาดทุนในประเทศบังคลาเทศไม่มีประสิทธิภาพ รวมถึงการศึกษานี้มีข้อจำกัดบางประการ เช่น มาตรฐานการบัญชีในประเทศกำลังพัฒนาจึงไม่อาจสะท้อนประสิทธิภาพที่แท้จริงได้

Khaled Hussainey (2011) ศึกษาในประเทศ UK ช่วงระยะเวลา 10 ปี ตั้งแต่ 1998 ถึง 2007 ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) มีความเกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์เชิงลบกับความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ โดยใช้ตัวแปรควบคุมเช่นเดียวกันคือ ขนาดบริษัท หนี้สิน ความผันผวนของกำไร อัตราการเจริญเติบโตของบริษัท

Sajid Nazir (2012) ศึกษาผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มธุรกิจการเงินในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ Karachi Stock Exchange ประเทศปากีสถานโดยทำการควบคุมตัวแปรได้แก่ความสัมพันธ์ของกำไร การเจริญเติบโตของสินทรัพย์ขนาดของบริษัท และ leverage จากนั้นทำการวิเคราะห์แบบถดถอยด้วย Fixed effect ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับความสัมพันธ์ของราคา ทั้งนี้ ยังกล่าวได้ว่านโยบายเงินปันผลเป็นเครื่องมือสำคัญในการกำหนดราคาในตลาดประเทศที่กำลังพัฒนาอีกด้วย

O. J. ILABOYA (2013) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในบริษัทจดทะเบียนในประเทศไนจีเรีย โดยศึกษาแบบภาคตัดขวางจำนวน 26 บริษัท ในช่วงปี 2004 – 2011 ตัวแปรตามได้แก่ ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ขณะที่ตัวแปรต้นได้แก่ อัตราผลตอบแทนเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผล โดยมีตัวแปรควบคุมได้แก่ ขนาดบริษัท หนี้สินระยะยาว ความผันผวนของกำไรและอัตราการเติบโตของสินทรัพย์ การศึกษาครั้งนี้ใช้การวิเคราะห์แบบถดถอยโดยใช้วิธี OLS และ Panel EGLS ทดสอบตัวแปรด้วยการใช้โปรแกรม Eviews 7.0 ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์ ขณะที่อัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงลบกับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์

Mohammad Hashemijoo (2012) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์โดยเน้นกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมบริการ ในตลาดหลักทรัพย์จดทะเบียนประเทศมาเลเซีย โดยใช้ตัวอย่าง 84 บริษัท จากประชากร 142 บริษัทอุตสาหกรรมบริการ ทำการทดสอบโดยใช้การวิเคราะห์แบบพหุถดถอยเพื่อดูความสัมพันธ์ระหว่างความสัมพันธ์ของราคาและนโยบายเงินปันผล อัตราผลตอบแทนเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผล ช่วงระยะเวลาการศึกษา 6 ปี ตั้งแต่ปี 2005 - 2010 ทำการควบคุมตัวแปรได้แก่ ขนาดบริษัท ความผันผวนของกำไร leverage หนี้สิน และการเจริญเติบโต ผลการศึกษาพบว่า ความผันผวนราคามีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผลในเชิงตรงข้าม รวมทั้งยังพบความสัมพันธ์



ระหว่างความผันผวนราคาหลักทรัพย์กับขนาดกิจการในเชิงตรงข้ามเช่นเดียวกัน ในการศึกษาครั้งนี้ ยังพบเพิ่มเติมว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลและขนาดบริษัทมีความสำคัญในการพยากรณ์ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ได้

Islam Azzam (2010) ศึกษาผลของผู้ถือหุ้นภายในบริษัทกับความผันผวนราคาผลตอบแทน และนโยบายเงินปันผล ในประเทศอียิปต์ โดยพบผลกระทบของนโยบายเงินปันผลกับความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นภายในบริษัทกับความผันผวนราคาและอัตราผลตอบแทน ดังนี้ ผู้ถือหุ้นภายในบริษัทมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับความผันผวนราคาหลักทรัพย์ แต่ไม่มีผลต่ออัตราผลตอบแทน นอกจากนี้พบว่าอัตราส่วนผู้ถือหุ้นภายในบริษัทมีผลตรงข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผล และอัตราส่วนผู้ถือหุ้นภายในบริษัทส่งผลต่อความผันผวนราคาที่สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในกลุ่มหุ้นที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลเท่านั้น ขณะที่หุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลไม่มีนัยสำคัญ

Dave E. Allen (2010) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผลและความเสี่ยงของราคาหลักทรัพย์ โดยใช้ตัวอย่าง 173 บริษัทในประเทศออสเตรเลีย ช่วงการศึกษาตั้งแต่ปี 1972 ถึง 1985 ศึกษาแบบภาคตัดขวาง และวิเคราะห์แบบถดถอยระหว่างความผันผวนของราคาหลักทรัพย์และนโยบายเงินปันผล ใช้ตัวแปรควบคุมได้แก่ ขนาดบริษัท ความผันผวนของกำไร อัตราส่วนหนี้สิน และอัตราการเจริญเติบโต ผลการศึกษาพบว่า ไม่พบความสัมพันธ์ของอัตราผลตอบแทนเงินปันผลต่อความผันผวนราคาหลักทรัพย์ ในทางตรงกันข้ามกับพบความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันของความผันผวนราคาหลักทรัพย์กับความผันผวนของกำไรและอัตราส่วนหนี้สินอย่างมีนัยสำคัญ และความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้ ยังพบความสัมพันธ์ของขนาดกิจการและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางเดียวกัน ซึ่งอาจเกิดจากการขยายกิจการส่งผลต่อภาระหนี้สินที่เพิ่มมากขึ้น ทั้งนี้ ในการวิจัยยังสรุปได้ว่านโยบายเงินปันผลไม่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาแต่อย่างใด

Silvio John Camilleri (2019) ศึกษาความผันผวนของราคาหลักทรัพย์กับนโยบายเงินปันผลในกลุ่มธนาคาร Mediterranean banks โดยทำการศึกษาแบบ observations ใช้ตัวแปรต้นเป็นอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราผลตอบแทนเงินปันผล ตัวแปรควบคุมตามตัวแบบความผันผวนราคา ทำการวิเคราะห์แบบถดถอย โดยได้ตัดข้อมูลวิกฤตการเงินปี 2007 ออกจากการศึกษา ผลการศึกษาพบว่านโยบายเงินปันผลส่งผลต่อความผันผวนต่อราคาหลักทรัพย์ที่แตกต่างจากการศึกษาก่อนหน้า

Profflet, Kyle A. (2013) ศึกษาเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของตลาดหุ้นประเทศสหรัฐอเมริกา โดยทำการศึกษาตัวแปรทางการเงินที่ส่งผลต่อความผันผวนราคาหลักทรัพย์โดยใช้ข้อมูลจำนวน 500บริษัทและวิเคราะห์แบบถดถอย Ordinary Least Squares ผลการศึกษาสนับสนุนว่าการจ่ายเงินปันผลจำนวนมากมีความเสี่ยงน้อยต่อผู้ลงทุน

และนักลงทุนมักจะคำนึงถึงนโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นตัวแปรสำคัญในการคำนึงถึงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์และความเสี่ยงที่จะเกิดขึ้น

ImadZeyad Ramadan (2013) ศึกษาผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทอุตสาหกรรมในประเทศจอร์แดนทั้งหมด 77 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อัมมานตั้งแต่ปี 2000 ถึง 2011 รวม 12 ปี โดยใช้วิธีการศึกษา The Ordinary Least Square Method และ The Fixed Effect Method ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผล ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหุ้นในทางลบ ทั้งนี้ ผู้วิจัยยังเสนอว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ โดยผู้บริหารสามารถปรับเปลี่ยนนโยบายเงินปันผลเพื่อให้เหมาะสมกับกลุ่มนักลงทุนที่บริษัทต้องการสอดคล้องกับทฤษฎี Dividend Clientele อีกทั้งยังเสนอว่าแนวคิด Duration Effect และทฤษฎีการส่งสัญญาณ Dividend Signaling Theory ว่ามีความสัมพันธ์กับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในตลาดทุนของประเทศจอร์แดน

Nkobe D. Kenyuru (2013) ศึกษาเรื่องนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในประเทศเคนยา ตามแนวคิดของ Baskin (1989) โดยทำการศึกษาข้อมูลจากบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ไนโรบี ตั้งแต่ปี 1999-2008 จำนวน 10 ปี วิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Multiple Regression ตัวแปรต้นได้แก่ อัตราผลตอบแทนเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผล ตัวแปรตามคือความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ จากการศึกษาพบว่านโยบายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์สรุปได้ว่านโยบายเงินปันผลในอัตราที่สูงขึ้นจะส่งผลให้เกิดความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ลดลง งานวิจัยนี้ได้โต้แย้งแนวคิด Irrelevant of Dividend ของ Miller and Modigliani (1961) ที่กล่าวว่านโยบายเงินปันผลไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

Syed Akif Shah (2016) ศึกษาความผันผวนของราคาหลักทรัพย์กับนโยบายเงินปันผลในประเทศปากีสถานจำนวน 50 บริษัท โดยทำการศึกษาพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์ Karachi Stock Exchange (KSE) ในช่วงปี 2005-2012 โดยยกเว้นบริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน วิเคราะห์ข้อมูลแบบพหุคูณแบบสุ่มผ่านเครื่องมือการประมาณค่าเชิงประจักษ์ รวมถึงใช้วิธี panel estimated generalized least squares สำหรับดูความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผล ได้แก่ อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราผลตอบแทนเงินปันผล และความผันผวนของราคา โดยมีตัวแปรควบคุมได้แก่ ขนาดบริษัท อัตราการเจริญเติบโต อัตราส่วนหนี้สินระยะยาว ความผันผวนของกำไรสุทธิ และกำไรต่อหุ้น ผลการศึกษาพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างนโยบายเงินปันผล (ทั้งสองตัว) และความผันผวนของราคา นอกจากนี้ยังพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างตัวแปรควบคุมกับความผันผวนของราคา ได้แก่ อัตราการเจริญเติบโต ความผันผวนของกำไรสุทธิ และกำไรต่อหุ้น

ขณะเดียวกันสองตัวแปรควบคุมก็มีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามกับความผันผวนของราคา ได้แก่ ขนาดบริษัท และอัตราส่วนหนี้สินระยะยาว

Chen et al. (2009) ศึกษาในประเทศกำลังพัฒนาซึ่งเป็นตลาดเศรษฐกิจเกิดใหม่ ซึ่งก็คือตลาดหลักทรัพย์ประเทศจีน ตั้งแต่ปี 2000-2004 โดยทำการวิเคราะห์ผลกระทบของเงินปันผลต่อราคาหลักทรัพย์ ซึ่งพบว่าราคาหลักทรัพย์ที่สูงขึ้นมีความสัมพันธ์กับเงินปันผลที่สูงขึ้นด้วยอย่างมีนัยสำคัญ โดยทำการควบคุมตัวแปรขนาด การเจริญเติบโต อัตราหนี้สิน และที่สำคัญคือกำไรต่อหุ้นด้วย ซึ่ง Chen et al. (2009) พบว่ากำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์ต่อความผันผวนราคาหลักทรัพย์ในเชิงบวก นั่นหมายความว่ายิ่งบริษัทในประเทศจีนมีกำไรต่อหุ้นสูงเท่าไร ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์จะมากขึ้นเท่านั้น

W. A. ADESOLA (2009) ศึกษานโยบายเงินปันผลในประเทศไนจีเรีย แบบ cross section จำนวน 27 บริษัท ตั้งแต่ปี 1996-2006 ผลการศึกษาพบว่า นโยบายเงินปันผลส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทางบวกรวมทั้งกำไรต่อหุ้นและกำไรขั้นต้น มีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาเช่นกัน ในทางตรงกันข้ามพบว่าขนาดบริษัทและการเจริญเติบโตไม่ส่งผลต่อนโยบายเงินปันผล

Pradhan and Dahal (2016) ศึกษาถึงปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของธนาคารในประเทศเนปาล ทั้งปัจจัยภายในบริษัทและปัจจัยด้านเศรษฐศาสตร์มหภาค โดยใช้การวิเคราะห์ multiple regression พบว่า เงินปันผลต่อหุ้น กำไรต่อหุ้น ราคาต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น มูลค่าตามบัญชีต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ และขนาดบริษัท ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์ ขณะที่ปัจจัยด้านเศรษฐศาสตร์มหภาค พบว่า GDP อัตราเงินเฟ้อและปริมาณเงินล้วนส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์เช่นกัน

Engle and Rangel (2005) ให้ข้อมูลว่าประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อสูงจะพบความผันผวนของราคามากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Saryal (2007) ซึ่งได้ศึกษาผลกระทบของอัตราเงินเฟ้อต่อความผันผวนราคาหลักทรัพย์ในประเทศแคนาดาและตุรกีโดยพบความผันผวนราคาที่แตกต่างกันชัดเจนของตลาดหลักทรัพย์ Toronto stock exchange (TSE) และ Istanbul stock exchange (ISE) จากอัตราเงินเฟ้อที่แตกต่างกันระหว่างสองประเทศ

Bayo Olaoye (2016) ศึกษาผลกระทบของการทำกำไรต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในประเทศไนจีเรียจำนวน 5 บริษัท โดยพบว่าอัตราผลตอบแทนเงินปันผล อัตราการทำกำไร เงินปันผลต่อหุ้น ส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ยังพบว่าผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวมไม่มีความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญกับความผันผวนของราคาหุ้น อย่างไรก็ตาม การศึกษาดังกล่าวยังเป็นแค่ observation เท่านั้น ทั้งนี้ ผู้ศึกษาได้เสนอว่า ผู้จัดการควรนำนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้น

Chkili Walid (2011) ศึกษาอัตราแลกเปลี่ยนและความผันผวนของราคาในประเทศที่กำลังพัฒนาจำนวน 4 ประเทศช่วงระยะเวลา 1994-2009 พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนและความผันผวนราคา

Kengatharan (2019) ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อความผันผวนราคาหลักทรัพย์ในประเทศศรีลังกา จำนวน 72 บริษัท ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน โดยทำการวิเคราะห์ panel data จำนวน 5 ปี ตั้งแต่ 2013 -2017 เมื่อทำการวิเคราะห์ถดถอยแบบ fixed effect พบว่า การเคลื่อนไหวของความผันผวนราคาคิดเป็น 22 เปอร์เซ็นต์มาจากตัวแปรที่ได้ศึกษา ซึ่งได้แก่ อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) เงินปันผลต่อหุ้น อัตราการเจริญเติบโตของยอดขาย leverage อัตราแลกเปลี่ยน ขนาดบริษัท ความผันผวนของกำไร และ GDP อีกทั้งยังพบว่าอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield) เงินปันผลต่อหุ้น อัตราแลกเปลี่ยน และขนาดบริษัท ส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในประเทศศรีลังกา

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ การศึกษาครั้งนี้ได้นำข้อมูลมาปรับใช้ในการกำหนดตัวแปรสำหรับการศึกษาได้แก่ อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราผลตอบแทนเงินปันผล เงินปันผลต่อหุ้น ขนาดของบริษัท อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราเงินเฟ้อ และอัตราแลกเปลี่ยน

### 3.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องแต่ละตัวแปร

เพื่อให้เกิดความเข้าใจผลงานวิจัยแต่ละตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ผู้ศึกษาได้สรุปแต่ละตัวแปร ดังนี้

**3.2.1 อัตราการจ่ายเงินปันผล(Dividend Payout Ratio)** การประกาศอัตราจ่ายเงินปันผลถือเป็นการสื่อสารข้อมูลของบริษัทรูปแบบหนึ่งซึ่งจะส่งต่อราคาหลักทรัพย์ที่เปลี่ยนแปลงไปได้ (Taungke and Supramono 2015) ซึ่งการบอกข้อมูลการจ่ายเงินปันผลเป็นสิ่งที่นักลงทุนมองว่าเป็นสิ่งสำคัญในการมองอนาคตบริษัท (Shharil 2007)ทำให้นโยบายเงินปันผลเป็นสิ่งที่นักลงทุนตระหนักอยู่เสมอ (Tyastari 2017) นโยบายเงินปันผลที่มีการจ่ายเพิ่มจึงมักส่งสัญญาณที่ดีต่อนักลงทุน สามารถดึงดูดนักลงทุนได้ และส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาที่เพิ่มขึ้นในที่สุด (Gusni 2017) ในด้านความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ Khaled Hussainey (2011) พบว่า ความผันผวนราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงกันข้ามกับ dividend payout ratioในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอังกฤษสอดคล้องกับ Syed Akif Shah (2016), SajidNazir(2012), O. J. ILABOYA (2013) ซึ่งตรงกันข้ามงานวิจัยของ Mehmooda, Ullahb and Sabeeh (2019) พบว่า ความผันผวนราคา



หลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผลในขณะที่งานวิจัยของ Singh (2018) และเทพไท (2018) ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลกับความผันผวนราคาหลักทรัพย์

**3.2.2 อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield)** จากงานวิจัย Khaled Hussainey (2011) พบว่าความผันผวนราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (dividend yield) ในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอังกฤษ ซึ่งให้ผลสอดคล้องกับงานวิจัยของ Kengatharan (2019) O. J. ILABOYA (2013) ขณะที่ Syed Akif Shah (2016), Sajid Nazir (2012) พบว่าความผันผวนราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ทิศทางตรงข้ามกับอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (dividend yield)

**3.2.3 เงินปันผลต่อหุ้น (Dividend Per Share)** เงินปันผลต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมาก โดยงานศึกษาของ Balan and Srunivasan (2017) ได้ศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ในจำนวน 69 บริษัท 7 กลุ่มธุรกิจ ใน Bombay stock exchange โดยพบว่าเงินปันผลต่อหุ้น ส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ ยิ่งไปกว่านั้นงานวิจัยยังแนะนำให้จ่ายปันผลอย่างสม่ำเสมอเป็นนโยบายที่จะส่งผลดีต่อบริษัทด้วย ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Pradhan and Dahal (2016) Ghose and Chowhury (2016) Dissanayake and Biyiri (2017) และ Atchyuthan (2017) ในด้านความผันผวนของราคา Kengatharan (2019) พบว่า เงินปันผลต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อความผันผวนราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05

**3.2.4 ขนาดของบริษัท (Size)** จากการศึกษาของ Baskin (1989) พบว่ามีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางลบต่อความผันผวนราคา ซึ่งหมายความว่ายิ่งบริษัทมีขนาดใหญ่เท่าไร ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์จะลดลงซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Allen and Rachim (1996) ศึกษาถึงขนาดของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ออสเตรเลียมีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางลบต่อความผันผวนราคา งานวิจัยที่ให้ผลเช่นเดียวกัน เช่น Singh (2018) และ Khaled Hussainey (2010) โดยงานวิจัยเหล่านี้ต่างยืนยันได้ว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่กว่า มักอยู่ในระยะการเจริญเติบโตที่อิมตัว มีสถานะทางการเงินที่ดี ดังนั้นบริษัทจะเลือกจ่ายปันผลที่สูง เพื่อให้ราคาหลักทรัพย์มีความคงที่มากกว่าบริษัทที่เล็กและอยู่ในระยะกำลังเติบโต (Firm size) ได้จากการคำนวณ natural log ของ market capitalization (Baskin 1989) Sharif, Purohit and Pillai (2015)

**3.2.5 อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (Return on Assets)** Kasmir (2014) กล่าวว่า อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ถือเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ใช้ในการวัดความสามารถในการทำกำไร โดยความสม่ำเสมอในการทำกำไร ถือเป็นเครื่องหมายที่บอกความอยู่รอดของธุรกิจนั้น ยิ่งมีกำไรมากขึ้นเท่าไร ความเสี่ยงทางด้านการเงินก็จะลดลง โดยมีงานวิจัยของ Zhammuel Nobel

Harjuna (2020) พบว่า ROA ส่งผลต่อราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญสอดคล้องกับ Wiwildawati (2015) ศึกษากำไรต่อหุ้นและอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในธุรกิจเหมืองแร่ ประเทศอินโดนีเซียในทิศทางบวกขณะที่ Cooper (2009) ได้พบความสัมพันธ์ของ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์กับราคาหลักทรัพย์ในทิศทางตรงข้าม ในด้านความผันผวนราคา Azzam (2010) Rubin & Smith (2009) ได้แสดงให้เห็นว่า ปัจจัยในด้านความสามารถในการทำกำไรส่งผลต่อความผันผวนราคาหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ BAYO OLAOYE ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของ อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์และความผันผวนของราคาพบว่าไม่มีนัยสำคัญ

**3.2.6 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity)** อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มักถูกใช้เป็นเครื่องมือของ leverage (Drees and Eckwert 2000) โดยระดับของ leverage ส่งผลต่อความสนใจในการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งทำให้เกิดกลไกการซื้อขายในตลาด และส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงราคาในที่สุด (Rudangga and Sudiartha 2016) ส่วนใหญ่นักลงทุนมักคาดหวังให้บริษัทมีโครงสร้างของหนี้สินในจำนวนที่ไม่มาก (Nuswandari 2013) นั้นหมายความว่าอัตราส่วนหนี้สินมีส่วนในการตัดสินใจของนักลงทุนและส่งผลต่อความผันผวนของราคาได้ โดยจากการศึกษาของ Heny และคณะ (2018) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นหนึ่งในตัวแปรที่ส่งผลต่อความผันผวนของราคา เมื่อใช้ตัวแปรร่วมด้วยคือ อัตราผลตอบแทนต่ออัตราส่วนของผู้ถือหุ้นอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนอัตราการจ่ายเงินปันผลขนาดบริษัทและอัตราการเติบโตของยอดขาย สามารถแสดงความผันผวนของราคาได้ 4.84% ขณะที่การศึกษาของ Sufian (2019) ได้ศึกษาความผันผวนของราคาหลักทรัพย์และนโยบายเงินปันผลของบริษัทประกันชีวิตในประเทศจอร์แดน พบว่า leverage ส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบแต่ไม่มีนัยสำคัญ ขณะที่งานวิจัยของ Mehmooda, Ullahb and Sabeeh (2019) กลับพบว่า leverage มีความสัมพันธ์เชิงลบกับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญ

**3.2.7 อัตราเงินเฟ้อ (Inflation)** งานวิจัยหลายงานได้พบความสัมพันธ์ของอัตราเงินเฟ้อกับราคาหลักทรัพย์ โดยจากงานวิจัย ของ Pradhan and dahal (2016) พบว่าอัตราเงินเฟ้อส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ ในบริษัทกลุ่มธนาคารประเทศเนปาล สอดคล้องกับงานวิจัยของ ชมพูนุท จิตนาวสาร (2555) และ Singh (2018) ขณะที่ Tarek Eldomiaty (2018) ศึกษาผลของอัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยต่อราคาหลักทรัพย์ในบริษัทที่ไม่ใช่กลุ่มการเงินของตลาด DJIA30 และ NASDAQ100 ช่วง 1999-2016 พบความสัมพันธ์ของราคาหลักทรัพย์และอัตราเงินเฟ้อในทิศทางตรงกันข้าม ในขณะที่ Fama (1981) กล่าวว่าราคาหลักทรัพย์มีหลายปัจจัยที่เกี่ยวข้องเช่น inflation, exchange rate, interest rate และ industrial production โดยงานวิจัยของ Engle and Rangel (2005) ให้ข้อมูลว่าประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อสูง ราคาของหลักทรัพย์ก็จะเพิ่มขึ้นด้วย ขณะที่งานวิจัยของ Saryal (2007) ซึ่งได้ศึกษาผลกระทบของอัตราเงินเฟ้อต่อความผันผวนราคา

หลักทรัพย์ในประเทศแคนาดาและตุรกีโดยพบความผันผวนราคาที่แตกต่างกันอย่างชัดเจนของตลาดหลักทรัพย์ Toronto stock exchange (TSE) และ Istanbul stock exchange (ISE) จากอัตราเงินเฟ้อที่แตกต่างกันระหว่างสองประเทศ โดยประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อที่สูงกว่าพบความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่สูงกว่าได้

**3.2.8 อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange rate)** งานวิจัยของ Chkili Walid (2011) ได้ศึกษาอัตราแลกเปลี่ยนและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในประเทศที่กำลังพัฒนาจำนวน 4 ประเทศช่วงระยะเวลา 1994-2009 พบความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญระหว่างอัตราแลกเปลี่ยนและความผันผวนราคาหลักทรัพย์ และในปี 2019 Kengatharan ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อความผันผวนราคาหลักทรัพย์ในประเทศศรีลังกาพบว่า อัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความผันผวนราคาหลักทรัพย์

ทั้งนี้ สามารถสรุปความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ แสดงได้ดังตารางที่ 2.1

ตารางที่ 2.1 สรุปความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์

ตัวแปรอิสระ	ผลการศึกษา	ผู้วิจัย
อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio)	-	Syed Akif Shah (2016), Sajid Nazir (2012), O. J. ILABOYA (2013), Baskin (1989)
	+	Mehmooda, Ullahb และ Sabeeh (2019), Khaled Hussainey (2011), Dave E. Allen และ Veronica S. Rachim (1996)
	x	มัลลิกา ปวะบุตร (2015), เทพไท นวลนุช (2018), Afzalur Rashid (2007)
อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Dividend Yield)	-	Syed Akif Shah (2016), มัลลิกา ปวะบุตร (2015), เทพไท นวลนุช (2018), Baskin (1989), Mohammed Nishat (2001), Mohammad Hashemijoo (2012), Imad Zeyad Ramadan (2013), Nkobe D.Kenyoru (2013), Bayo Olaoye (2016), Sufian Radwan Almanaseer (2019)
	+	Kengatharan (2019), O. J. ILABOYA (2013), Khaled Hussainey (2011)
	x	Khaled Hussainey (2011), Afzalur Rashid (2007), Dave E. Allen และ Veronica S. Rachim (1996)

## ตารางที่ 2.1 (ต่อ)

ตัวแปรอิสระ	ผล การศึกษา	ผู้วิจัย
เงินปันผลต่อหุ้น (Dividend Per Share)	-	Kengatharan (2019)
	+	BAYO OLAOYE (2016)
ขนาดของบริษัท (Firm Size)	-	Singh (2018), Mohammad Hashemijoo (2012), Sufian Radwan Almanaseer (2019), มัลลิกา ปวะบุตร (2015), เทพไท นवलนุช (2018), Khaled Hussainey (2011)
	x	Zahra Lashgari และ Mousa Ahmadi (2014)
อัตราผลตอบแทน ของสินทรัพย์ (Return on Asset)	x	BAYO OLAOYE (2016)
	-	Placido (2012)
อัตราส่วนหนี้สินต่อ ส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity)	-	Mehmooda, Ullahb และ Sabeeh (2019)
	+	Khaled Hussainey (2011)
	x	Wai Tong Kam (2022)
อัตราเงินเฟ้อ (Inflation)	+	Saryal (2007)
อัตราแลกเปลี่ยน (Exchange Rate)	-	Kengatharan (2019)
-		หมายถึง ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบ
+		หมายถึง ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางบวก
X		หมายถึง ไม่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์



### บทที่ 3

## วิธีดำเนินการศึกษา

เพื่อศึกษานโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ และวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ การศึกษาดำเนินการตามลำดับดังนี้ 1) กำหนดประชากร 2) เก็บรวบรวมข้อมูล 3) คำนวณค่าสถิติของตัวแปร 4) ใช้สมการถดถอย Panel Data Analysis เพื่อวิเคราะห์และตอบวัตถุประสงค์ และ 5) วิเคราะห์ผลการศึกษา อธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

#### 1. การกำหนดประชากร

การศึกษานี้เป็นการศึกษาจากประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลครบถ้วน และเป็นไปตามเงื่อนไขของการศึกษา คือ ธุรกิจมีการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องตลอดการศึกษา อย่างน้อย 1 ครั้งต่อปี ไม่เป็นธุรกิจกลุ่มการเงินและธนาคาร และค่าของตัวแปรแต่ละตัวแปรที่เก็บรวบรวมข้อมูลไม่มีค่าเป็นลบ จำนวน 29 บริษัท รวม 145 ข้อมูลรายละเอียดเกี่ยวกับบริษัทแสดงในภาคผนวก ข.

#### 2. การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิและเป็นข้อมูลรายปีของบริษัทจดทะเบียน 29 บริษัท สำหรับระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2560 ถึง 31 ธันวาคม 2564 ซึ่งประกอบด้วย อัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (DY) เงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ขนาดของบริษัท (SIZE) อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และราคาปิดรายปีของหลักทรัพย์ซึ่งนำมาคำนวณความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (P-Vol) รวมทั้งข้อมูลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจ คือ อัตราเงินเฟ้อ (INF) และอัตราแลกเปลี่ยน (EXCH) โดยเก็บรวบรวมข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย ข้อมูลทั้งหมดของแต่ละบริษัทที่เก็บรวบรวมได้เป็นข้อมูลรายปีในลักษณะ Panel Data

สำหรับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของแต่ละบริษัทจะคำนวณโดยใช้สูตรของ Pakinson (1980) ในลักษณะ Variance คำนวณโดยใช้ผลต่างระหว่างราคาหลักทรัพย์สูงสุดและต่ำสุดของแต่ละปีหารด้วยค่าเฉลี่ยของราคาหลักทรัพย์ที่สูงสุดและต่ำสุดจากนั้นนำมายกกำลังสอง (Hussainey, 2011) โดยมีสูตรคำนวณดังนี้

$$P\text{-Vol} = \left( \frac{(HP_{it} - LP_{it})}{\left(\frac{HP_{it} + LP_{it}}{2}\right)} \right)^2$$

$P\text{-Vol}_{it}$  = ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$HP_{it}$  = ราคาสูงสุดของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$LP_{it}$  = ราคาต่ำสุดของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

### 3. การคำนวณค่าสถิติของตัวแปร

ค่าสถิติที่ใช้ในการคำนวณประกอบด้วย ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด และค่าต่ำสุดของแต่ละตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา นโยบายเงินปันผลซึ่งวัดโดยอัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (DY) เงินปันผลต่อหุ้น (DPS) และตัวแปรที่เกี่ยวข้อง คือ ขนาดของบริษัท (SIZE) อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) อัตราเงินเฟ้อ (INF) อัตราแลกเปลี่ยน (EXCH) และความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (P-Vol)

### 4. การใช้สมการถดถอย Panel Data Analysis เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์

เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ การศึกษาใช้สมการถดถอยในลักษณะ Panel Data Analysis สามารถอธิบายได้ดังนี้

จากงานวิจัยของ กัลยานี ภาคอัท และชงการ ภมรมาศ (2561) ได้อธิบายว่าการใช้สมการ OLS กับข้อมูล Panel เป็นไปได้ที่จะเกิดผลกระทบของตัวแปรของแต่ละบริษัทที่แฝงอยู่ภายนอกสมการ (Unobserved Effect) ซึ่งจะส่งผลต่อตัวแปรอิสระและตัวแปรตามคือ เงินปันผลต่อหุ้น โดยตัวแปรที่ไม่ได้นำมาอยู่ในสมการดังกล่าวเป็นตัวแปรที่มีค่าคงที่เสมอไม่ว่าเวลาจะเปลี่ยนแปลง

อย่างไร (Time Invariant Variable) ผลกระทบดังกล่าวอาจเรียกว่า Omitting a Time - Invariant Variable Effect ซึ่ง Unobserved Effect นี้คือ Company Fixed Effect (Wooldridge 2003) ดังนั้น เพื่อขจัดปัญหาดังกล่าวจึงใช้สมการถดถอยแบบ Fixed Effect และสมการถดถอยแบบ Random Effects เพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งวัดโดยอัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (DY) และเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ซึ่งแสดงสมการของตัวแบบได้ดังนี้

สมการถดถอยแบบ Fixed Effects แสดงได้ดังสมการ (1) (2) และ (3)

$$P\text{-Vol}_{it} = \beta_0 + \beta_1 DP_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 EXCH_{it} + \beta_6 INF_{it} + \alpha_i + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$P\text{-Vol}_{it} = \beta_0 + \beta_1 DY_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 EXCH_{it} + \beta_6 INF_{it} + \alpha_i + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$P\text{-Vol}_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 EXCH_{it} + \beta_6 INF_{it} + \alpha_i + \epsilon_{it} \quad (3)$$

เมื่อ

$P\text{-Vol}_{it}$  = ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$DP_{it}$  = อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท  $i$  ในปี  $t$   
(กำไรต่อหุ้น/เงินปันผลต่อหุ้น)  $\times 100$

$DY_{it}$  = อัตราผลตอบแทนเงินปันผลของบริษัท  $i$  ในปี  $t$   
(เงินปันผลต่อหุ้น/มูลค่าราคาตลาดต่อหุ้นที่เฉลี่ยแล้วใน 1 ปี)  $\times 100$

$DPS_{it}$  = เงินปันผลต่อหุ้นของบริษัท  $i$  ในปี  $t$   
(เงินปันผลรวม/จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่าย)

$DE_{it}$  = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท  $i$  ในปี  $t$   
(หนี้สินรวม/ ส่วนของผู้ถือหุ้น)

$ROA_{it}$  = อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$   
(กำไรก่อนภาษีเงินได้/รวมสินทรัพย์)  $\times 100$

$SIZE_{it}$  = ขนาดของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  (Natural Log ของ Market capital)

$EXCH_{it}$  = อัตราแลกเปลี่ยนของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$INF_{it}$  = อัตราเงินเฟ้อของบริษัท  $i$  ในปี  $t$  (บาท: 1 ดอลลาร์ สรอ.)

$\epsilon_{it}$  = ค่าความคาดเคลื่อน

$\alpha_i$  = ตัวแปรทั้งหมดที่อยู่นอกสมการที่ส่งผลต่อตัวแปรในสมการ  
ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

สมการถดถอยแบบ Random Effects แสดงได้ดังสมการที่ (4), (5) และ (6)

$$P\text{-Vol}_{it} = \beta_0 + \beta_1 DP_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 EXCH_{it} + \beta_6 INF_{it} + V_{it} \quad (4)$$

$$P\text{-Vol}_{it} = \beta_0 + \beta_1 DY_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 EXCH_{it} + \beta_6 INF_{it} + V_{it} \quad (5)$$

$$P\text{-Vol}_{it} = \beta_0 + \beta_1 DPS_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 EXCH_{it} + \beta_6 INF_{it} + V_{it} \quad (6)$$

เมื่อ

$P\text{-Vol}_{it}$  = ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$DP_{it}$  = อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$   
(กำไรต่อหุ้น/เงินปันผลต่อหุ้น)  $\times 100$

$DY_{it}$  = อัตราผลตอบแทนเงินปันผลของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$   
(เงินปันผลต่อหุ้น/มูลค่าราคาตลาดต่อหุ้นที่เฉลี่ยแล้วใน 1 ปี)  $\times 100$

$DPS_{it}$  = เงินปันผลต่อหุ้นของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$   
(เงินปันผลรวม/จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่าย)

$DE_{it}$  = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$   
(หนี้สินรวม/ ส่วนของผู้ถือหุ้น)

$ROA_{it}$  = อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$   
(กำไรก่อนภาษีเงินได้/รวมสินทรัพย์)  $\times 100$

$SIZE_{it}$  = ขนาดของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$  (Natural Log ของ Market capital)

$EXCH_{it}$  = อัตราแลกเปลี่ยนของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$

$INF_{it}$  = อัตราเงินเฟ้อของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$  (บาท: 1 ดอลลาร์ สรอ.)

$V_{it}$  = ค่าความคลาดเคลื่อนใหม่ที่นำ  $\alpha_i$  ไปรวมกับค่าความคลาดเคลื่อน  
จากสมการ Fixed Effects ( $V_{it} = \alpha_i + \epsilon_{it}$ )

การพิจารณาว่า ตัวแบบ Random Effects หรือ Fixed Effects เหมาะสมสำหรับชุดข้อมูลที่ทำการศึกษาเพื่อวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ การศึกษานี้ได้ใช้ Hausman Test เพื่อทดสอบ โดย Hausman Test จะทดสอบว่าสมการถดถอยแบบ Random Effects มีความเหมาะสมสำหรับชุดข้อมูลที่ทำการศึกษาหรือไม่ ซึ่งการศึกษานี้ได้ทดสอบและ

พบว่า Random Effects มีความเหมาะสมกับชุดข้อมูลที่ทำการศึกษาแสดงในสมการที่ (4) (5) และ (6) ด้วยค่า p-value = 0.7234, 0.9698 และ 0.9930 ตามลำดับ สำหรับตัวแปรอิสระในแต่ละสมการได้ทดสอบการมีความสัมพันธ์กันเองด้วยค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation)

## 5. วิเคราะห์ผลการศึกษา

ข้อมูลที่รวบรวมได้นำมาวิเคราะห์โดยการอธิบายผลการศึกษาแยกออกเป็น 2 ส่วนคือ 1) ผลการศึกษานโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ 2) ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ



## บทที่ 4

### ผลการศึกษา

การอธิบายผลการศึกษายกอธิบายเป็น 2 ส่วน คือ 1) ผลการศึกษานโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ 2) ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

#### ส่วนที่ 1 ผลการศึกษานโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

การอธิบายผลการศึกษานโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยนโยบายเงินปันผลใช้วัดจากอัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (DY) และเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) จะอธิบายในลักษณะสถิติเชิงพรรณนาซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 สถิติเชิงพรรณนาของนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พ.ศ. 2560 -2564

ตัวแปร	Mean	(S.D.)	Max	Min
อัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) (%)	0.68	0.64	5.62	0.04
อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (DY) (%)	3.54	2.36	13.25	0.05
เงินปันผลต่อหุ้น (DPS) (บาทต่อหุ้น)	0.25	0.39	2.80	0.005
ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (P-Vol)	0.42	0.38	2.27	0.02



ตารางที่ 4.1 แสดงข้อมูลค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ค่าสูงสุด (Max) และค่าต่ำสุด (Min) ของนโยบายเงินปันผลซึ่งวัดจากอัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (DY) เงินปันผลต่อหุ้น (DPS) และความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (P-Vol) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะเห็นได้ว่าในช่วงระยะเวลาที่ศึกษาอัตราการจ่ายเงินปันผลโดยเฉลี่ยประมาณร้อยละ 0.68 (S.D. = 0.64) ค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับร้อยละ 5.62 และร้อยละ 0.04 ตามลำดับ ซึ่งบริษัทที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลสูงสุดและต่ำสุด คือ AU ปี 2564 และ SE ปี 2564 ตามลำดับ โดยพบอัตราการจ่ายเงินปันผลส่วนใหญ่อยู่ในช่วงระหว่างร้อยละ 0.04 -1.30 สำหรับอัตราผลตอบแทนเงินปันผลพบค่าเฉลี่ยร้อยละ 3.54 (S.D. = 2.36) ซึ่งมีค่ามากกว่าการสำรวจ ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา โดยมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 2.27 (การสำรวจของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2550 – 2554) ขณะที่ค่าสูงสุดและค่าต่ำสุดเท่ากับ ร้อยละ 13.25 และร้อยละ 0.05 ตามลำดับ สำหรับเงินปันผลต่อหุ้นมีค่าเฉลี่ย 0.25 บาทต่อหุ้น (S.D. = 0.39) ค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับ 2.80 บาทต่อหุ้น และ 0.005 บาทต่อหุ้น ตามลำดับ ซึ่งบริษัทที่มีเงินปันผลต่อหุ้นสูงสุดและต่ำสุดคือ TMW ปี 2562 และ SE ปี 2564 ตามลำดับ ส่วนความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (P-Vol) ตารางที่ 4.1 ให้ข้อมูลว่า มีค่าเฉลี่ยประมาณ 0.42 (S.D. = 0.38) ค่าสูงสุดและต่ำสุดเท่ากับ 2.27 และ 0.02 ตามลำดับ ซึ่งบริษัทที่มีความผันผวนของราคาหลักทรัพย์สูงสุดและต่ำสุดคือ UKEM ปี 2564 และ TNH ปี 2564 ตามลำดับ

จากข้อมูลสามารถวิเคราะห์และอธิบายในภาพรวมได้ว่า นโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราส่วนที่เพิ่มขึ้นในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา อาจหมายความว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีผลการดำเนินงานที่ดีและมีการเจริญเติบโตอย่างต่อเนื่อง ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่พบว่า มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดรวม (market capitalization) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ปี 2550 อยู่ที่ 28,707 ล้านบาท ขณะที่ปี 2560 เพิ่มขึ้นอยู่ที่ 310,868 ล้านบาท เมื่อบริษัทมีผลประกอบการที่ดีย่อมทำให้มีผลกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นตามฝ่ายบริหารนอกจากจะจัดสรรกำไรดังกล่าวไปลงทุนต่อโครงการที่ดีในอนาคตแล้ว ยังแบ่งปันส่วนเงินกำไรสุทธิเพื่อจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง ทำให้มักจะดึงดูดนักลงทุนที่ชื่นชอบผลตอบแทนจากเงินปันผล สอดคล้องกับข้อมูลที่พบว่า อัตราเงินปันผลต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในปี 2564 อยู่ที่ร้อยละ 2.41 ซึ่งสูงกว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์ในเอเชีย และงานวิจัยของ สุพิชชา (2013) กล่าวว่าบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีศักยภาพสำหรับการลงทุนเพื่อรับผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผล

ข้อมูลความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถอธิบายได้ว่า ค่าเฉลี่ยของความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีค่าความผันผวนของราคาหลักทรัพย์สูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งอยู่ที่ร้อยละ 27.40 (เทพไท 2018) อาจสามารถอธิบายได้ว่า ตลาดเกิดใหม่หรือตลาดกำลังพัฒนามักมีความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่สูงกว่าตลาดหลัก อาจเนื่องด้วยข้อมูลความเสี่ยงในตลาดดังกล่าวมีจำกัด ทำให้นักลงทุนอาจขาดข้อมูลในการประเมินที่ตื้นๆ ซึ่งสอดคล้องกับศึกษาที่พบว่าในตลาดกำลังพัฒนาพบความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่สูงกว่าได้ เช่น การศึกษาของบริษัทในจอร์แดน (Al-Qudah and Yusuf 2015) พบความผันผวนของราคาหลักทรัพย์อยู่ที่ร้อยละ 44.25 เป็นต้น

## ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

การอธิบายผลการวิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะแยกอธิบายเป็น 3 กรณี คือ อธิบาย 1) นโยบายเงินปันผลซึ่งวัดโดยอัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) 2) นโยบายเงินปันผลซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (DY) และ 3) นโยบายเงินปันผลซึ่งวัดโดยเงินปันผลต่อหุ้น (DPS)

2.1 นโยบายเงินปันผลซึ่งวัดโดยอัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) การอธิบายผลการศึกษาจะอธิบายโดยใช้ผลของสมการถดถอยแบบ Random Effects แสดงได้ดังตารางที่ 4.2

$$\text{ตารางที่ 4.2 ผลของสมการถดถอย } P\text{-Vol}_{it} = \beta_0 + \beta_1 DP_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 EXCH_{it} + \beta_6 INF_{it} + V_{it}$$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-10.58222	5.028644	-2.104388	0.0372
DP	-0.074498	0.048746	-1.528279	0.1287
DE	0.252145	0.116818	2.158443	0.0326**
ROA	0.014936	0.005951	2.509726	0.0132**
SIZE	-0.086551	0.048676	-1.778111	0.0776*
EXCH	0.069491	0.045135	1.539619	0.1259
INF	0.091504	0.038229	2.393559	0.0180**

\*\*\*ระดับนัยสำคัญ 1% \*\* ระดับนัยสำคัญ 5% \* ระดับนัยสำคัญ 10%

R-squared                      0.142873                      Adjusted R-squared                      0.105607

จากตารางที่ 4.2 ให้ข้อมูลว่าอัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) ไม่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ขณะที่อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราเงินเฟ้อ (INF) ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางบวกที่ระดับนัยสำคัญ 5% สามารถอธิบายได้ว่า บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) เพิ่มขึ้น จะส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ในทางเดียวกันเมื่ออัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้นเช่นกัน ขณะที่ขนาดของบริษัท (SIZE) ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบที่ระดับนัยสำคัญ 10% ซึ่งอธิบายได้ว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ขึ้น ส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่ลดลง อย่างไรก็ตาม การศึกษาแสดงผลอัตราแลกเปลี่ยน (EXCH) ไม่มีอิทธิพลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แต่อย่างใด

**2.2 นโยบายเงินปันผลซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (DY)** การอธิบายผลการศึกษาคือจะอธิบายโดยใช้ผลของสมการถดถอยแบบ Random Effects แสดงได้ดังตารางที่ 4.3

$$\text{ตารางที่ 4.3 ผลของสมการถดถอย } P\text{-Vol}_{it} = \beta_0 + \beta_1 DY_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 EXCH_{it} + \beta_6 INF_{it} + V_{it}$$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.622922	5.206684	-1.464065	0.1455
DY	-0.039261	0.015810	-2.483345	0.0142**
DE	0.194383	0.117486	1.654522	0.1003
ROA	0.013988	0.005776	2.421474	0.0168**
SIZE	-0.119363	0.047994	-2.487057	0.0141**
EXCH	0.036320	0.047529	0.764159	0.4461
INF	0.076317	0.038916	1.961080	0.0519*

\*\*\*ระดับนัยสำคัญ 1% \*\* ระดับนัยสำคัญ 5% \* ระดับนัยสำคัญ 10%

R-squared 0.166734 Adjusted R-squared 0.130505

จากตารางที่ 4.3 ให้ข้อมูลว่าอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (DY) และขนาดของบริษัท (SIZE) ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน ณ ระดับนัยสำคัญ 5% ในทิศทางลบ สามารถอธิบายได้ว่าเมื่อบริษัทมีอัตราผลตอบแทนเงินปันผลและขนาดของบริษัทเพิ่มขึ้น ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์จะลดลง นอกจากนี้ พบว่าอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์

(ROA) และอัตราเงินเฟ้อ (INF) ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ในทิศทางบวก ณ ระดับนัยสำคัญ 5% และ ณ ระดับนัยสำคัญ 10% ตามลำดับ อธิบายได้ว่า บริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์และอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราแลกเปลี่ยน (EXCH) ไม่มีอิทธิพลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน

**2.3 นโยบายเงินปันผลซึ่งวัดโดยเงินปันผลต่อหุ้น (DPS)** การอธิบายผลการศึกษาระยะอธิบายโดยใช้ผลของสมการถดถอยแบบ Random Effects แสดงได้ดังตารางที่ 4.4

$$\text{ตารางที่ 4.4 ผลของสมการถดถอย } P\text{-Vol}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{DPS}_{it} + \beta_2 \text{DE}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} + \beta_5 \text{EXCH}_{it} + \beta_6 \text{INF}_{it} + V_{it}$$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9.870296	5.108377	-1.932179	0.0554
DPS	-0.172544	0.096445	-1.789035	0.0758*
DE	0.261744	0.115930	2.257779	0.0255**
ROA	0.019657	0.005747	3.420156	0.0008***
SIZE	-0.084726	0.048546	-1.745277	0.0832*
EXCH	0.058801	0.046229	1.271954	0.2055
INF	0.087001	0.038754	2.244968	0.0264**

\*\*\*ระดับนัยสำคัญ 1% \*\* ระดับนัยสำคัญ 5%\* ระดับนัยสำคัญ 10%

R-squared 0.148712 Adjusted R-squared 0.111699

จากตารางที่ 4.4 ให้ข้อมูลว่าเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) และขนาดของบริษัท (SIZE) ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ณ ระดับนัยสำคัญ 10% ในทิศทางลบ ซึ่งอธิบายได้ว่าบริษัทที่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลจำนวนที่สูงและขนาดบริษัทใหญ่ ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่ลดลง ขณะที่อัตราเงินเฟ้อ (INF) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทางทิศทางบวก ณ ระดับนัยสำคัญ 5%, 5% และ 1% ตามลำดับ ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าเมื่ออัตราเงินเฟ้อ (INF) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) และอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ (ROA) เพิ่มขึ้น ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้นในทางเดียวกัน ทั้งนี้พบว่าอัตราแลกเปลี่ยน (EXCH) ไม่มีอิทธิพลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนแต่อย่างใด

## บทที่ 5

### สรุปการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

จากการศึกษานโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถสรุปการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะได้ดังนี้

#### 1. สรุปการศึกษา

การศึกษาเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ 2) วิเคราะห์ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยศึกษาจากประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลครบถ้วนตามเงื่อนไขของการศึกษาจำนวน 29 บริษัท รวม 145 ข้อมูล ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาคือ 5 ปี ตั้งแต่ 1 มกราคม 2560 ถึง 31 ธันวาคม 2564 วิธีการศึกษาใช้สมการถดถอยแบบ Random Effects ผลการศึกษาสรุปได้ ดังนี้

1.1 นโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งวัดโดยอัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราผลตอบแทนเงินปันผล และเงินปันผลต่อหุ้น มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 0.68, 3.54 และ 0.25 บาทต่อหุ้น ตามลำดับ ค่าสูงสุดของอัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราผลตอบแทนเงินปันผล และเงินปันผลต่อหุ้น คือ ร้อยละ 5.62, 13.25 และ 2.80 บาทต่อหุ้น ตามลำดับ ขณะที่ค่าต่ำสุดของอัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราผลตอบแทนเงินปันผล และเงินปันผลต่อหุ้น ประมาณร้อยละ 0.04, 0.05 และ 0.005 บาทต่อหุ้น ตามลำดับ สำหรับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีค่าเฉลี่ย 0.42 ขณะที่ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์สูงสุดถึง 2.27 และต่ำสุด 0.02

1.2 นโยบายเงินปันผลซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนเงินปันผล และเงินปันผลต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยอัตราผลตอบแทนเงินปันผลและเงินปันผลต่อหุ้น ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และ 0.10 ตามลำดับในขณะที่อัตราการจ่ายเงินปันผลไม่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ด้านการศึกษาปัจจัยภายในบริษัทพบว่า อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์และอัตราส่วน



หนังสือต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทางบวก ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ ขณะที่ขนาดของบริษัท ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ในทิศทางลบ ทั้งนี้ การศึกษาปัจจัยภายนอกหรือภาวะเศรษฐกิจพบว่า มีเพียงอัตราเงินเฟ้อเท่านั้นที่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางบวก ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ขณะที่อัตราแลกเปลี่ยน (EXCH) ไม่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

## 2. อภิปรายผล

จากผลการศึกษาพบว่า นโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยการศึกษาแสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนเงินปันผลและเงินปันผลต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Baskin (1989) ที่ได้ทำการศึกษา 2,344 บริษัท ในประเทศ US เป็นระยะเวลา 20 ปีและรายงานว่าความผันผวนของราคาหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ทิศทางลบกับอัตราผลตอบแทนเงินปันผลในขณะที่ยานวิจัย Kengatharan (2019) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนราคาหลักทรัพย์ในประเทศศรีลังกา ผลการศึกษาพบความสอดคล้องของเงินปันผลต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อความผันผวนราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญเช่นกันในทางตรงกันข้ามผลการวิจัยนี้กลับพบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลไม่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศไทยได้แก่ มัลลิกา ปวะบุตร (2558) และเทพไท นวลนุช (2561)

จากผลการศึกษาข้างต้น พบว่านโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ทำให้อาจปฏิเสธแนวคิด Irrelevance Theory of Dividend ของ Modigliani และ Miller (1961) ที่กล่าวว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการจะไม่มีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของกิจการหรือต้นทุนเงินทุน มูลค่าของกิจการจะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานได้แก่ ระดับความเสี่ยงของกิจการ และความสามารถในการทำกำไรเท่านั้น ในขณะที่เดียวกัน ผลการศึกษาแสดงให้เห็นว่าอัตราผลตอบแทนเงินปันผลและเงินปันผลต่อหุ้นส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบอาจสามารถอธิบายตามหลายทฤษฎีที่สอดคล้อง คือ ทฤษฎี Relevance Theory of Dividends ของ Gordon (1953) และ Linter (1956) ที่มองว่านโยบายเงินปันผลในทางบวก มักส่งผลให้นักลงทุนลดอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังลง



ต้นทุนของส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง ส่งผลต่อความผันผวนของราคาที่ลดลงได้ ในแง่ทฤษฎี The Bird – in – the – Hand ของ Gordon และ Shapiro (1956) อาจมองว่านักลงทุนในกลุ่มที่รับความเสี่ยงได้น้อยมักจะพึงพอใจที่ได้รับเงินสดจากเงินปันผลมากกว่าการคาดหวังผลตอบแทนส่วนต่างราคาจากการขายหลักทรัพย์ (capital gain) ดังนั้น การที่นโยบายเงินปันผลเป็นไปในทิศทางบวก ย่อมส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่ลดลงเช่นกัน อีกทั้งแนวคิดของ Lewellen และคณะ (1978) ซึ่งกล่าวถึง The Effect of Clientele ก็สามารถอธิบายได้ว่านักลงทุนกลุ่มที่ศึกษาอาจชื่นชอบนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่สูง เนื่องจากมีความแน่นอนและเป็นกลุ่มที่เสียภาษีในอัตราที่ต่ำอยู่แล้ว ดังนั้น จึงส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่ลดลงได้ นอกจากนี้นโยบายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อความผันผวนราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบยังสามารถอธิบายได้ตามทฤษฎีของ Baskin (1989) ผ่าน 3 ตัวแบบ ได้แก่ 1. Duration effect 2. Rate of return effect 3. Information effect ได้เช่นกัน

สำหรับผลการศึกษาที่พบว่า ขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทางลบ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 มีความสอดคล้องกับงานวิจัยของ Allen and Rachim (1996) Singh (2018) และ Khaled Hussainey (2010) ที่ศึกษาถึงขนาดของบริษัทส่งผลกระทบต่อความผันผวนราคา ในด้านผลการศึกษาอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์งานวิจัยของ BAYO OLAOYE (2016) ไม่พบอิทธิพลของความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ต่ออัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ อย่างไรก็ตาม การศึกษานี้กลับพบว่าอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทางบวก ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 ซึ่งตรงข้ามกับงานวิจัยของ Placido (2012) ที่ศึกษาพบว่าอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบ นอกจากนี้ผลการศึกษาแสดงเพิ่มเติมว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทางบวก ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 เช่นเดียวกับการศึกษาของ Khaled Hussainey (2011) ที่ทำการศึกษาในประเทศ UK อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษากลับแตกต่างจากของ Wai Tong Kam (2022) ที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในฮ่องกง ขณะที่ Sufian (2019) ได้ศึกษาความผันผวนของราคาหลักทรัพย์และนโยบายเงินปันผลของบริษัทประกันชีวิตในประเทศจอร์แดน พบว่า leverage หรืออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางลบแต่ไม่มีนัยสำคัญ

จากผลการศึกษาข้างต้น อาจสามารถอธิบายได้ว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่ขึ้นความผันผวนของราคาหลักทรัพย์จะลดลงซึ่งสามารถอธิบายได้ว่า นักลงทุนจะมองบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีระยะการเจริญเติบโตที่อึดตัว และมีสถานะทางการเงินที่ดี ดังนั้น หากบริษัทเลือกจ่ายปันผลที่สูง จะทำให้ราคาหลักทรัพย์มีความคงที่มากกว่าบริษัทที่เล็กและอยู่ในระยะกำลังเติบโต (Baskin 1989, Sharif, Purohit and Pillai 2015) ดังนั้น จะพบว่าขนาดบริษัทที่มีขนาดเล็กส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นได้

ด้านอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ อาจสามารถอธิบายได้ว่านักลงทุนมองอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์เพิ่มขึ้น เป็นการสร้างผลตอบแทนจากสินทรัพย์ที่มากขึ้น นักลงทุนจะมองว่า หลักทรัพย์กลุ่มดังกล่าวมีแนวโน้มและทิศทางที่ดีทำให้ดึงดูดนักลงทุนเข้ามามากขึ้น ราคาหลักทรัพย์มีแนวโน้มสูงขึ้น (Manoppo 2015) ดังนั้น อาจส่งผลทำให้ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นได้ในทางตรงกันข้าม หากอัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ลดลง อาจส่งผลทำให้ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ลดลงเช่นกัน ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในทิศทางบวกอาจสามารถอธิบายได้ว่า เมื่อบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้น นักลงทุนอาจมองว่าบริษัทมีโอกาสจ่ายเงินปันผลที่ลดลง จากการที่บริษัทมีการสร้างหนี้เพิ่มขึ้น ซึ่งอาจเกิดจากการกู้ยืมเงินจากแหล่งลงทุนภายนอกเพิ่มขึ้น ทำให้บริษัทมีภาระในการจ่ายดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น ดังนั้น อาจทำให้ส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นได้

สำหรับผลการศึกษาที่พบว่า อัตราเงินเฟ้อส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางบวก ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Engle and Rangel (2005) ที่ให้ข้อมูลว่าประเทศที่มีอัตราเงินเฟ้อสูง แนวโน้มราคาหลักทรัพย์มากขึ้นตาม ซึ่งอาจสามารถอธิบายได้ว่า อัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้ราคาสินค้าเพิ่มขึ้น ทำให้ต้นทุนการผลิตสินค้านั้นแตกต่างกันออกไป บางบริษัทราคาสินค้าที่เพิ่มขึ้นทำให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นจากต้นทุนของสินค้าที่กิจการจำหน่ายที่ลดลง ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น ขณะที่บางบริษัทราคาสินค้าที่เพิ่มขึ้นทำให้อัตรากำไรขั้นต้นลดลงจากต้นทุนของสินค้าที่กิจการจำหน่ายเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงได้ ดังนั้นจึงอาจเป็นสาเหตุที่ทำให้มีความผันผวนของราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นได้ ในทางเดียวกันอาจมองได้ว่า นักลงทุนบางกลุ่มจำเป็นต้องแบ่งเงินลงทุนเพื่อกระจายการลงทุนไปยังสินทรัพย์ที่มีมูลค่าในตัวเองชนิดอื่นๆ เพื่อเอาชนะอัตราเงินเฟ้อ ส่งผลทำให้เกิดความเสี่ยงต่อการลงทุนมากขึ้น และอาจส่งผลต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ได้

อย่างไรก็ตาม อัตราแลกเปลี่ยน (EXCH) ไม่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Omorokunwa (2014) ที่ศึกษาปัจจัยทางเศรษฐกิจต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ในประเทศไนจีเรีย พบว่า ปัจจัยทางด้านอัตราแลกเปลี่ยนส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์น้อยมาก และแนะนำอัตราเงินเพื่อส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์มากที่สุด อาจสามารถนำมากำหนดทิศทางของตลาดหลักทรัพย์และการกำหนดเชิงนโยบายได้ ซึ่งแตกต่างจาก Kengatharan (2019) ที่พบว่า อัตราแลกเปลี่ยนมีความสัมพันธ์เชิงลบต่อความผันผวนราคาหลักทรัพย์ ทั้งนี้ จากผลอัตราแลกเปลี่ยนที่ไม่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์อาจสามารถอธิบายได้จากการศึกษาของ Ahmad และ Ramzanze (2016) ที่กล่าวว่าประเทศกลุ่ม Emerging countries อัตราแลกเปลี่ยนไม่ส่งผลกระทบต่อความผันผวนของราคาหลักทรัพย์หากเทียบกับประเทศที่พัฒนาแล้วอย่างประเทศ G7

### 3. ข้อเสนอแนะ

การอธิบายข้อเสนอแนะจะแยกอธิบาย 2 ลักษณะ คือ

#### 3.1 ข้อเสนอแนะจากผลการศึกษา สามารถอธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

3.1.1 ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ควรติดตามอัตราผลตอบแทนเงินปันผล และเงินปันผลต่อหุ้นซึ่งเป็นนโยบายเงินปันผลที่สามารถใช้เป็นข้อมูลสะท้อนภาวะความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทิศทางลบได้ กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีการประกาศจ่ายนโยบายเงินปันผลในรูปแบบอัตราผลตอบแทนเงินปันผล หรือเงินปันผลต่อหุ้นในอัตราที่เพิ่มขึ้น อาจสะท้อนภาวะความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ที่ลดลง

3.1.2 ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ควรคำนึงถึงผลกระทบของการประกาศนโยบายการจ่ายเงินปันผลในแต่ละรูปแบบ เนื่องจากการจัดการนโยบายเงินปันผลเกี่ยวข้องกับความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ซึ่งส่งผลกระทบต่อความมั่งคั่งของกิจการในอนาคต

3.1.3 นักลงทุนควรนำปัจจัยเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล โดยเฉพาะอัตราผลตอบแทนเงินปันผลและเงินปันผลต่อหุ้น อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ประกอบกับปัจจัยภายนอกได้แก่ อัตราเงินเฟ้อ เพื่อพิจารณาถึงความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ และใช้ในการตัดสินใจก่อนการลงทุน

### 3.2 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาคั้งต่อไป

3.2.1 การศึกษาคั้งต่อไปอาจใช้สูตรคำนวณความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ใหม่ เช่น การใช้สูตรหาความผันผวนของราคาหลักทรัพย์จากการคำนวณส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานในแต่ละปี เป็นต้น การใช้ตัวแปรปัจจัยภายในบริษัท เช่น ความผันผวนของกำไร อัตราส่วนสภาพคล่อง เป็นต้น การใช้ตัวแปรปัจจัยภายนอกเช่น ผลิตภัณฑ์รวมในประเทศ ดัชนีผู้บริโภค เป็นต้น

3.2.2 นักวิจัย นักวิชาการ นักลงทุน อาจขยายงานวิจัยเพื่อสร้างองค์ความรู้ใหม่ทางวิชาการ การทำวิจัย เพิ่มเติมเพื่อต่อยอด การทำวิจัยจากข้อจำกัดของงานวิจัยเดิม





บรรณานุกรม

## บรรณานุกรม

- กัลยานี ภาคอิต. (2561). เงินปันผลและผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *Veridian E-Journal, SilpakornUniversity, ฉบับภาษาไทย สาขามนุษยศาสตร์สังคมศาสตร์ และศิลปะ*, 11(2).
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). การจ่ายปันผล. สืบค้นจาก <https://www.set.or.th/th/listing/listed-company/simplified-regulations/disclosure/dividend-payment>.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2563). ความเสี่ยงด้านความผันผวนของราคา. สืบค้นจาก <https://www.setinvestnow.com/th/glossary/volatility-risk>.
- เทพไท นวลนุช. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผลกับความผันผวนของราคาหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารการวิจัยกาสะลองคำ*, 12(1).
- เทิดศักดิ์ ทวีธีระธรรม. (2559). หุ้นปันผล เลือกให้ดี มีเงินใช้ยาว. สืบค้นจาก <http://www.set.or.th/education>.
- สุมิตรา ตั้งสมรพงษ์. (2555). mai stars: บริษัทจดทะเบียนที่โดดเด่นในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *Research Note, Volume 2/2555*.
- เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์. (2557). การบริหารการเงินธุรกิจ : แนวคิดและแนวปฏิบัติ (พิมพ์ครั้งที่2). ปทุมธานี: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- เสาวลักษณ์ สุทธินันทร. (2558). นโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหุ้น: กรณีศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. กรุงเทพฯ: มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- Abbas. G. & Mcmillan, D. & Wang, S. (2017). Conditional volatility nexus between stock markets and macroeconomic variables: Empirical evidence of G-7 countries. *Journal of Economic Studies*, 45.00-00.
- Adesola, W., Okwong, A. (2009). An empirical study of dividend policy of quoted companies in Nigeria. *Global Journal of Social Sciences*, 8, 85-101.
- Ahmad & Ramzan. (2016). Stock market volatility and macroeconomic factor volatility. *International Journal of Research in Business Studies and Management*, 3(7), 37-44.



- Allen, Dave E., & Rachim, S. V. (1996). Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence. *Applied Financial Economics*, 6(2), 175-188.
- Al-Malkawi, H.N. (2007). Determinants of corporate dividend policy in Jordan: an application of the Tobit model. *Journal of Applied Accounting Research*, 23, 44-70.
- Baskin, J. (1989). Dividend Policy and the Volatility of Common Stocks. *The Journal of Portfolio Management*, 15(3), 19-25.
- BAYO OLAOYE. (2016). Profitability and Stock Price Volatility of Nigerian Listed Manufacturing Companies. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(8).
- Camilleri, S.J., Grima, L. and Grima, S. (2019). The effect of dividend policy on share price volatility: an analysis of Mediterranean banks' stocks. *Managerial Finance*, 45(2), 348-364.
- Carmela Pinky Manoppo. (2015). THE INFLUENCE OF ROA, ROE, ROS, AND EPS ON STOCK PRICE. *Journal EMBA*, 3(4), 691-697.
- Chen, D.H., Liu, H.H., Huang, C.T. (2009). The announcement effect of cash dividend changes on share prices: An empirical analysis of China. *Chinese Economy*, 42, 62-85.
- Engle R.F., and J.G. Rangel. (2005). *The SPLINE GARCH model for unconditional volatility and its global macroeconomic causes*. Mimeo. Presented at the World Congress of the Econometric Society, London.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics*, 41, 99-105.
- Hashemijoo, M., Ardekani, A. M., & Younesi, N. (2012). The impact of dividend policy on share price volatility in the Malaysian Stock Market. *Journal of Business Studies Quarterly*, 4(1), 111-129.
- Hussainey, Khaled, & Mgbame, Chijoke Oscar, & Chijoke-Mgbame, Aruoriwo M. (2010). Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *Journal of Risk Finance*, 12(1).
- Imad Zeyad Ramadan. (2013). Dividend Policy and Price Volatility. Empirical Evidence from Jordan. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 3(2), 5-22.

- Islam Azzam. (2010). The Impact of Institutional Ownership and Dividend Policy on Stock Returns and Volatility: Evidence from Egypt. *INTERNATIONAL JOURNAL of BUSINESS*, 15(4).
- J. Fred Weston and Eugene F. (1977). *Brigham, Managerial Finance*. Dryden Press: Illinois.
- Lashgari, D., & Ahmadi, M. (2014) .The impact of dividend policy on stock price volatility in the Tehran Stock Exchange. *Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review*, 3(10), 273-283.
- Lewellen, W. G., Stanley, K. L., Lease, R. C., & Schlarbaum, G. G. (1978). Some direct evidence on the dividend clientele phenomenon. *The Journal of Finance*, 33(5), 1385-1399.
- Lintner J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 64, 243-269.
- Miller, M. H. and Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34, 411-33.
- Mohammad Hashemijoo. (2012). The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Malaysian Stock Market. *Journal of Business Studies Quarterly*, 4(1), 111-129.
- Nguyen, T., Nguyen, H., Tran, Q., & Le, Q. (2020) Dividend policy and share price volatility: empirical evidence from Vietnam. *Accounting*, 6, 67-78.
- O. J. ILABOYA and M. AGGREH. (2013). Dividend Policy and Share Price Volatility. *J. Asian Dev. Stud*, 2(2).
- Parkinson, M. (1980). The extreme value method for estimating the variance of the rate of return. *Journal of Business*, 53(1), 61-65.
- Petit, R.R. (1972). Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *Journal of Finance*, 27, 993-1007.
- Placido M. Menaje, J. (2012). Impact of Selected Financial Variables on Share Price of Publicly Listed Firms in the Phillipines. *American International Journal of Contemporary Research*, 2(9), 1-7.

- Profflet, K. and Bacon, F. (2013). Dividend policy and stock price volatility in the U.S. equity capital market. *Journal of Business and Behavioral Sciences*, 25(2), 63-72.
- Radhe Shyam Pradhan. (2016). *Factors Affecting the Share Price: Evidence from Nepalese Commercial Banks*. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=2793469>.
- Saryal, F. S. (2007). Does Inflation Have an Impact on Conditional Stock Market Volatility? Evidence from Turkey and Canada. *International Research Journal of Finance and Economics*, (11), 123 – 133.
- SajidNazir. (2012). How Dividend Policy Affects Volatility of Stock Prices of Financial Sector Firms of Pakistan. *American Journal of Scientific Research*, 132-139.
- Sijia Li et al. (2022). Research on the Factors Affecting Stock Price Volatility. *Advances in Economics. Business and Management Research*, 648, 2884-2889.
- Syed Akif Shah. (2016). Stock Price Volatility and Role of Dividend Policy: Empirical Evidence from Pakistan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(2), 461-472.
- Wai Tong Kam. (2022). *The Impact of the Dividend Policy on the Price Volatilization of Common Stock–Evidence from the Stock Market of Hong Kong*. Preprints 2022, Retrieved from <https://www.preprints.org/manuscript/202202.0362/v1>.
- Zainudin, R., Mahdzan, N., & Yet, C. (2018). Dividend policy and stock price volatility of industrial products firms in Malaysia. *International Journal of Emerging Markets*, 13(1), 203-217.



ภาคผนวก

มหาวิทยาลัย

สกลนครราชภัฏ

ภาคผนวก ก

รายชื่อบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ



ตารางแสดงรายชื่อบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ  
ที่มีข้อมูลครบถ้วนตามเงื่อนไขของการศึกษา จำนวน 29 บริษัท

ชื่อย่อ หลักทรัพย์	ชื่อเต็มบริษัท / หลักทรัพย์จดทะเบียน	ดัชนี อุตสาหกรรม
AKP	บริษัท อัครีปการ จำกัด (มหาชน)	SERVICE
AMA	บริษัท อาม่า มารีน จำกัด (มหาชน)	SERVICE
ARROW	บริษัท แอร์โรว์ ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)	PROPCON
ATP30	บริษัท เอทีพี 30 จำกัด (มหาชน)	SERVICE
AU	บริษัท อาฟเตอร์ ยู จำกัด (มหาชน)	AGRO
BM	บริษัท บางกอกซีทเม็ททัล จำกัด (มหาชน)	INDUS
BOL	บริษัท บีซิเนส ออนไลน์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE
COLOR	บริษัท สาลี คัลเลอร์ จำกัด (มหาชน)	INDUS
ECF	บริษัท อีสต์โคสท์เฟอร์นิเทค จำกัด (มหาชน)	CONSUMP
FPI	บริษัท ฟอร์จูน พาร์ท อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)	INDUS
HARN	บริษัท หาญ เอ็นจิเนียริง โซลูชั่นส์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE
JUBILE	บริษัท ยูบิลี เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	CONSUMP
MGT	บริษัท เมกาเคมี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)	INDUS
MOONG	บริษัท มุ่งพัฒนา อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด (มหาชน)	CONSUMP
NETBAY	บริษัท เน็ตเบย์ จำกัด (มหาชน)	TECH
PDG	บริษัท พรอดดิจ จำกัด (มหาชน)	INDUS
SE	บริษัท สยามอีสต์ โซลูชั่น จำกัด (มหาชน)	SERVICE
SPVI	บริษัท เอส พี วี ไอ จำกัด (มหาชน)	TECH
TAKUNI	บริษัท ทาคูนิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	RESOURC
TM	บริษัท เทคโนโลยีคัล จำกัด (มหาชน)	CONSUMP
TMILL	บริษัท ที เอส ฟลาวมิลล์ จำกัด (มหาชน)	AGRO
TMW	บริษัท ไทยมิตซูวา จำกัด (มหาชน)	INDUS
TNH	บริษัท โรงพยาบาลไทยนครินทร์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE
TNP	บริษัท ธนพิริยะ จำกัด (มหาชน)	SERVICE
TPCH	บริษัท ทีพีซี เพาเวอร์โฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	RESOURC
UKEM	บริษัท ยูเนียน ปีโตรเคมีคอล จำกัด (มหาชน)	INDUS
WINNER	บริษัท วินเนอร์กรุ๊ป เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	SERVICE
XO	บริษัท เอ็กโซติก ฟู้ด จำกัด (มหาชน)	AGRO
YUASA	บริษัท ยิวซ่าแบตเตอรี่ ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)	INDUS





**ภาคผนวก ข**

ข้อมูลที่รวบรวมของตัวแปรต่างๆ

## อัตราการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัท ตั้งแต่ปี 2560-2564 (%)

ชื่อย่อหลักทรัพย์	2560	2561	2562	2563	2564
AKP	0.49	0.55	0.68	0.68	0.15
AMA	0.61	0.51	0.31	0.56	0.73
ARROW	0.71	0.82	0.61	0.8	0.73
ATP30	0.31	0.38	0.74	0.42	0.61
AU	0.05	0.92	0.66	2.7	5.62
BM	1.44	0.4	2	0.71	0.4
BOL	0.71	0.64	1.08	0.8	0.83
COLOR	1.7	0.67	1.14	0.49	0.44
ECF	0.65	0.98	0.87	0.28	0.3
FPI	0.8	0.73	0.83	1.71	0.62
HARN	0.51	0.59	0.67	0.84	1.04
JUBILE	0.56	0.59	0.58	0.45	0.5
MGT	0.29	0.84	0.72	0.27	0.41
MOONG	0.37	0.23	0.49	0.64	0.4
NETBAY	0.42	0.68	0.86	1.25	0.95
PDG	0.85	0.93	0.75	0.63	1.35
SE	0.56	0.63	0.24	0.45	0.04
SPVI	0.2	0.41	0.38	0.63	0.41
TAKUNI	4.21	0.87	1.35	0.7	0.6
TM	0.08	0.44	0.5	0.97	0.89
TMILL	0.44	0.51	1.06	0.61	0.68
TMW	0.2	0.27	0.39	0.56	0.12
TNH	0.35	0.3	0.31	0.36	0.25
TNP	0.4	0.38	0.42	0.39	0.39
TPCH	0.06	0.07	0.16	0.26	1.14
UKEM	0.28	0.89	0.26	0.24	0.48
WINNER	0.87	0.88	1.24	0.83	0.57
XO	0.54	0.42	1.73	0.39	0.81
YUASA	0.18	0.24	0.23	0.27	0.36

## อัตราผลตอบแทนเงินปันผลของแต่ละบริษัท ตั้งแต่ปี 2560-2564 (%)

ชื่อย่อหลักทรัพย์	2560	2561	2562	2563	2564
AKP	3.33	3.54	6.86	3.20	1.08
AMA	1.61	3.69	1.90	3.74	3.88
ARROW	4.59	7.14	5.62	7.58	6.09
ATP30	0.70	2.01	2.78	4.21	1.39
AU	0.05	2.50	1.90	2.71	0.60
BM	4.93	3.86	4.23	3.01	1.79
BOL	3.33	3.96	4.11	2.27	1.25
COLOR	2.78	2.69	3.77	3.48	2.45
ECF	0.61	2.38	2.48	1.26	0.66
FPI	3.13	4.57	4.10	6.38	1.15
HARN	2.78	5.69	7.02	8.26	5.46
JUBILE	2.25	4.38	3.58	4.12	2.61
MGT	1.18	5.78	5.78	4.09	2.05
MOONG	3.22	2.71	7.07	6.28	3.63
NETBAY	0.55	2.01	2.36	3.51	3.31
PDG	6.44	7.80	6.16	5.85	8.04
SE	3.17	3.16	2.15	3.88	0.14
SPVI	0.67	3.64	1.97	3.45	1.53
TAKUNI	3.55	4.67	8.72	5.96	2.55
TM	0.19	4.06	3.90	5.28	2.79
TMILL	3.01	5.81	10.64	5.97	5.15
TMW	2.32	3.88	7.32	5.01	1.17
TNH	1.66	1.58	1.71	1.38	1.53
TNP	1.12	2.21	1.59	1.48	1.32
TPCH	0.21	0.63	0.50	1.68	1.64
UKEM	2.42	7.94	2.50	2.33	2.10
WINNER	6.12	8.27	10.58	7.31	5.65
XO	1.58	0.72	13.25	1.40	3.06
YUASA	0.96	2.45	2.26	2.36	2.81

## เงินปันผลต่อหุ้นของแต่ละบริษัท ตั้งแต่ปี 2560-2564 (บาทต่อหุ้น)

ชื่อย่อหลักทรัพย์	2560	2561	2562	2563	2564
AKP	0.07	0.07	0.072	0.032	0.023
AMA	0.25	0.2	0.1	0.2	0.200
ARROW	0.6	0.5	0.5	0.55	0.450
ATP30	0.0135	0.03	0.06	0.02	0.030
AU	0.0075	0.15	0.19	0.29	0.060
BM	0.08	0.04	0.08	0.08	0.080
BOL	0.07	0.08	0.18	0.17	0.225
COLOR	0.035	0.035	0.04	0.04	0.050
ECF	0.05	0.06	0.03	0.01	0.013
FPI	0.06	0.08	0.09	0.045	0.090
HARN	0.09	0.14	0.16	0.18	0.130
JUBILE	0.57	0.7	0.76	0.67	0.590
MGT	0.03	0.11	0.11	0.07	0.100
MOONG	0.18	0.18	0.26	0.26	0.780
NETBAY	0.223	0.4759	0.7556	0.9743	0.782
PDG	0.08	0.22	0.2	0.2	0.320
SE	0.08	0.06	0.04	0.05	0.005
SPVI	0.012	0.04	0.06	0.1	0.110
TAKUNI	0.0313	0.035	0.0375	0.0274	0.038
TM	0.005	0.0812	0.974	0.13	0.100
TMILL	0.18	0.15	0.23	0.19	0.200
TMW	1.32	2.55	2.8	1.78	0.460
TNH	0.6	0.6	0.55	0.45	0.500
TNP	0.015	0.03	0.04	0.06	0.090
TPCH	0.03	0.0563	0.1463	0.211	0.453
UKEM	0.045	0.015	0.01	0.0162	0.055
WINNER	0.1	0.22	0.22	0.2	0.114
XO	0.08	0.2	0.855	0.218	0.838
YUASA	0.19	0.24	0.3	0.35	0.441

## ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ ตั้งแต่ปี 2560-2564

ชื่อย่อหลักทรัพย์	2560	2561	2562	2563	2564
AKP	0.13	0.11	0.49	0.49	0.95
AMA	0.35	1.11	0.70	0.68	0.17
ARROW	0.13	0.36	0.05	0.25	0.11
ATP30	0.12	0.09	0.07	0.64	0.82
AU	0.54	0.91	0.95	0.54	0.09
BM	0.08	0.13	0.25	0.74	0.49
BOL	0.19	0.20	0.32	1.03	0.79
COLOR	0.18	0.19	0.11	0.32	0.69
ECF	1.11	1.58	0.83	0.41	0.35
FPI	0.03	0.11	0.16	0.27	0.15
HARN	0.22	0.14	0.05	0.26	0.19
JUBILE	0.21	0.41	0.13	0.41	0.12
MGT	0.35	0.22	0.04	1.26	0.75
MOONG	0.34	0.17	0.53	0.14	0.13
NETBAY	1.15	0.54	0.21	0.17	0.13
PDG	0.12	0.14	0.05	0.36	0.10
SE	0.81	0.31	0.08	0.38	1.29
SPVI	1.15	0.36	1.10	1.01	1.00
TAKUNI	0.27	0.17	0.56	0.51	1.63
TM	0.19	0.24	0.15	0.13	0.53
TMILL	0.55	0.42	0.04	0.14	0.10
TMW	0.60	0.06	0.38	0.17	0.16
TNH	0.04	0.03	0.06	0.19	0.02
TNP	0.33	0.48	0.34	0.69	0.53
TPCH	0.12	0.30	0.20	0.44	0.16
UKEM	0.33	0.66	0.80	0.76	2.27
WINNER	0.14	0.19	0.19	0.28	0.41
XO	0.15	0.92	0.78	1.33	0.82
YUASA	0.21	0.73	0.33	0.52	0.11

## อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ตั้งแต่ปี 2560-2564 (เท่า)

ชื่อย่อหลักทรัพย์	2560	2561	2562	2563	2564
AKP	0.22	0.21	0.18	0.26	0.22
AMA	0.82	0.78	0.64	0.65	0.7
ARROW	0.18	0.33	0.32	0.36	0.29
ATP30	1.34	1.17	0.86	0.95	1.22
AU	0.11	0.15	0.16	0.53	0.4
BM	0.31	0.57	0.61	0.81	0.71
BOL	0.37	0.37	0.37	0.41	0.38
COLOR	0.72	0.77	0.7	0.51	0.72
ECF	1.7	1.35	1.47	1.86	1.83
FPI	1.11	0.52	0.71	0.8	0.73
HARN	0.2	0.22	0.21	0.26	0.28
JUBILE	0.4	0.33	0.4	0.72	0.58
MGT	0.17	0.27	0.14	0.14	0.32
MOONG	0.39	0.3	0.3	0.26	0.29
NETBAY	0.27	0.29	0.3	0.31	0.33
PDG	0.2	0.21	0.16	0.17	0.3
SE	0.35	0.35	0.33	0.31	0.47
SPVI	0.63	0.83	0.92	1.1	0.61
TAKUNI	0.75	1.15	0.94	0.98	1.02
TM	0.82	0.76	0.75	0.56	0.66
TMILL	1.13	0.6	0.34	0.35	0.72
TMW	0.4	0.35	0.42	0.3	0.26
TNH	0.24	0.61	0.19	0.18	0.2
TNP	0.35	0.29	0.23	0.31	0.31
TPCH	0.87	0.82	1.11	1.14	1.54
UKEM	0.69	0.8	0.65	0.66	0.91
WINNER	0.51	0.87	0.86	0.91	0.88
XO	0.32	0.37	0.17	0.21	0.21
YUASA	1.04	0.82	0.62	0.59	0.56



## อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์ ตั้งแต่ปี 2560-2564 (%)

ชื่อย่อหลักทรัพย์	2560	2561	2562	2563	2564
AKP	11.69	12.81	6.27	6.86	8.51
AMA	9.16	4.87	7.64	6.86	5.9
ARROW	18.93	12.3	14.63	13.72	10.9
ATP30	7.24	9.05	9.12	5.55	5.6
AU	15.62	16.92	25.54	6.05	1.25
BM	6.39	4.25	5.21	5.93	6.32
BOL	14.67	17.63	22.05	24.52	26.73
COLOR	2.67	2.98	3.05	4.85	5.39
ECF	6.11	4.65	4.5	5	5.14
FPI	10.21	6.44	9.18	1.84	13.38
HARN	11.36	11.15	11.89	7.72	5.52
JUBILE	20.6	19.51	23.97	19.28	13.85
MGT	16.71	14.41	18.51	23.3	20.22
MOONG	9.6	15.17	9.83	5.97	7.29
NETBAY	24.5	27.23	28.78	25.16	30.44
PDG	13.75	10.52	12.52	17.41	9.34
SE	14.38	7.66	9.74	10.05	9.9
SPVI	8.55	10.34	14.24	12.27	19.96
TAKUNI	3.98	5.3	5.62	4.96	8.47
TM	7.4	9.44	10.89	7.87	6.37
TMILL	8.9	8.82	9.18	10.5	9.42
TMW	13.79	15.58	10.1	2.8	5.16
TNH	26.05	19.19	16.29	11.37	20.97
TNP	9.37	9.25	12.4	17.3	21.49
TPCH	8.14	11.59	9.5	6.23	5.05
UKEM	10.94	5.18	7.3	6.77	7.06
WINNER	14.18	11.49	10.04	10.51	11.95
XO	8.99	27.27	12.91	30.55	36.92
YUASA	12.46	13.33	14.2	14.82	8.5

ขนาดของบริษัท ตั้งแต่ปี 2560-2564 (มาจาก natural log ของ marketcapitalization)

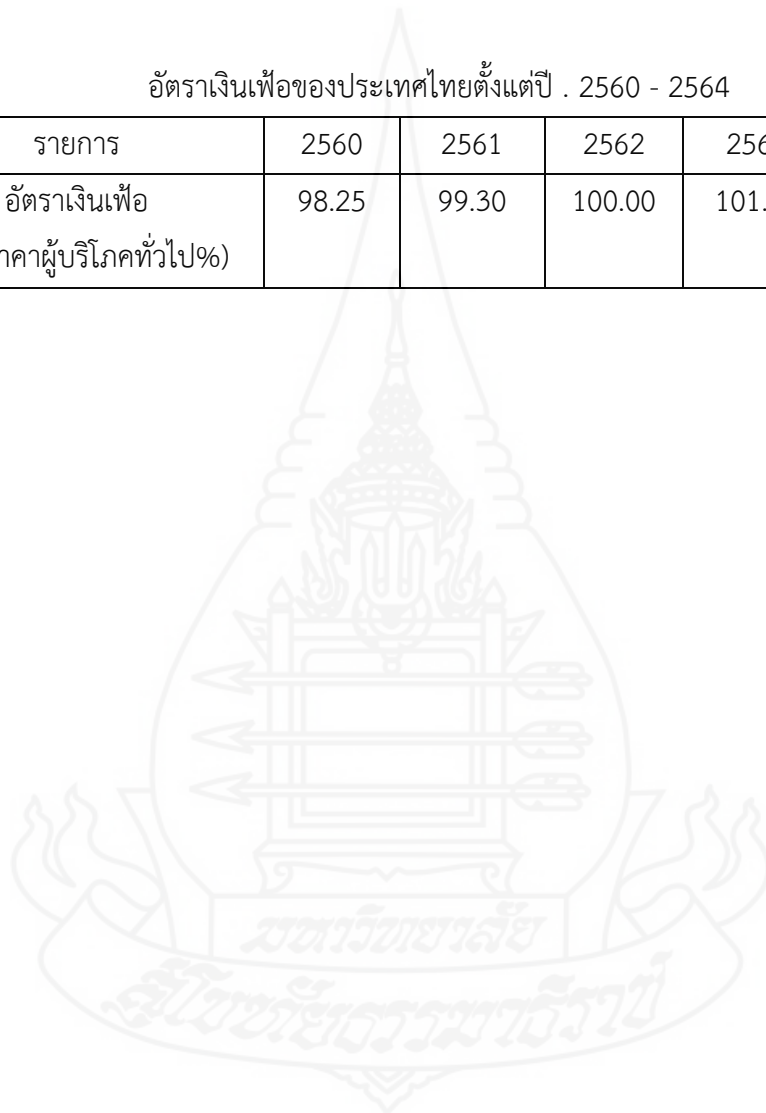
ชื่อย่อหลักทรัพย์	2560	2561	2562	2563	2564
AKP	6.75283	6.00141	6.05021	6.68451	6.74335
AMA	7.88881	7.92691	7.90804	7.75833	8.80834
ARROW	7.64669	7.52191	7.72133	7.57756	8.10129
ATP30	7.29559	6.37408	6.67223	6.65924	6.74105
AU	9.00153	9.0742	9.00654	8.49571	9.20539
BM	7.58192	7.0651	6.72335	7.15836	7.28674
BOL	9.45719	8.59699	7.7815	7.41302	7.42287
COLOR	7.09132	6.51813	6.43664	6.64073	6.59969
ECF	7.50825	7.15158	7.06525	7.69049	8.51319
FPI	8.5689	7.72065	8.01502	7.94245	8.73852
HARN	7.23786	7.15008	7.19493	7.27092	7.54633
JUBILE	8.33031	8.2562	8.08915	7.84165	8.35521
MGT	7.57661	6.77992	6.53959	6.53959	6.92363
MOONG	6.72966	6.54895	6.43068	7.006	6.77522
NETBAY	8.45956	8.62155	8.76405	8.46379	8.99962
PDG	6.9797	6.82806	6.67001	6.63516	6.95426
SE	6.83492	5.73528	6.10122	6.12249	6.4049
SPVI	7.96555	7.05618	7.10332	6.08677	6.57368
TAKUNI	7.06987	5.90808	5.84064	6.39693	6.55678
TM	7.00546	6.63026	6.64639	6.42325	6.68561
TMILL	7.34395	7.145	7.02486	6.96645	7.44006
TMW	7.35633	7.25591	7.33052	7.87224	7.72943
TNH	8.68186	8.6742	8.66647	8.83054	8.7834
TNP	8.35232	7.90249	7.47307	6.9921	7.67043
TPCH	8.48767	8.50406	8.52019	8.19168	8.66169
UKEM	8.02112	6.76319	6.20357	6.65783	7.33502
WINNER	7.25555	6.94698	6.72383	7.01392	7.31588
XO	9.04225	8.45848	7.80073	8.27538	7.48367
YUASA	7.43231	7.37328	7.26642	6.96104	7.66433

## อัตราแลกเปลี่ยนของประเทศไทยตั้งแต่ปี . 2560 - 2564

รายการ	2560	2561	2562	2563	2564
อัตราแลกเปลี่ยน (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ)	33.9385	32.3104	31.047	31.2955	31.9807

## อัตราเงินเฟ้อของประเทศไทยตั้งแต่ปี . 2560 - 2564

รายการ	2560	2561	2562	2563	2564
อัตราเงินเฟ้อ (ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วไป%)	98.25	99.30	100.00	101.78	100.37





**ภาคผนวก ค**

ความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปร (Correlation) ค่าสถิติเชิงพรรณนา  
และผลการทดสอบ Hausman Test

ตารางแสดงความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปร

	<i>DPS</i>	<i>DY</i>	<i>DP</i>	<i>ROA</i>	<i>DE</i>	<i>SIZE</i>	<i>GDP</i>	<i>INF</i>	<i>EXCH</i>	<i>P-Vol</i>
DPS	1									
DY	0.177667	1								
DP	-0.05962	0.244178	1							
ROA	0.264053	-0.14166	-0.19951	1						
DE	-0.2314	-0.21009	-0.01722	-0.45902	1					
SIZE	0.193657	-0.33518	0.083555	0.337261	-0.0843	1				
GDP	0.101406	0.259316	0.001996	0.03265	-0.05517	-0.13871	1			
INF	0.064927	0.172138	0.043287	-0.03055	0.00697	-0.15155	-0.13035	1		
EXCH	-0.11874	-0.3021	-0.04505	0.006763	0.02768	0.211734	-0.46933	-0.81147	1	
P-Vol	-0.17614	-0.24983	-0.13263	0.108122	0.175028	-0.10989	-0.10246	0.146824	-0.06814	1



สถิติเชิงพรรณนาของนโยบายเงินปันผลและความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ พ.ศ. 2560 -2564, ปัจจัยภายในบริษัทและข้อมูลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจ

ตัวแปร	Mean	(S.D.)	Max	Min
อัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) (%)	0.67	0.64	5.62	0.04
อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) (%)	3.54	2.36	13.25	0.05
เงินปันผลต่อหุ้น (DPS) (บาทต่อหุ้น)	0.25	0.39	2.80	0.005
ความผันผวนของราคาหลักทรัพย์ (P-Vol)	0.42	0.38	2.27	0.02
ขนาดของบริษัท (Size) (Log ของ market capitalization)	7.43	0.84	9.45	5.73
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ของบริษัท (ROA) (%)	11.85	6.83	36.92	1.25
อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัท (DE) (เท่า)	0.56	0.36	1.86	0.11
อัตราแลกเปลี่ยน (EXCH) (บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ)	32.11	1.02	33.93	31.04
อัตราเงินเฟ้อ (INF) (%)	99.94	1.1736	101.78	98.25



**ผลของ Hausman Test (DP)**

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Test Summary			
Cross-section random	3.653865	6	0.7234

**ผลของ Hausman Test (DY)**

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Test Summary			
Cross-section random	1.333914	6	0.9698

**ผลของ Hausman Test (DPS)**

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Test Summary			
Cross-section random	0.763600	6	0.9930

ภาคผนวก ง  
ผลของสมาการถดถอย



ผลของสมการถดถอยแบบ Random Effect P-Vol<sub>it</sub> =  $\beta_0 + \beta_1 DP_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 EXCH_{it} + \beta_6 INF_{it} + V_{it}$

Dependent Variable: P\_VOL

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 10/04/22 Time: 13:02

Sample: 2017 2021

Periods included: 5

Cross-sections included: 29

Total panel (balanced) observations: 145

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-10.58222	5.028644	-2.104388	0.0372
DP	-0.074498	0.048746	-1.528279	0.1287
DE	0.252145	0.116818	2.158443	0.0326
ROA	0.014936	0.005951	2.509726	0.0132
SIZE	-0.086551	0.048676	-1.778111	0.0776
EXCH	0.069491	0.045135	1.539619	0.1259
INF	0.091504	0.038229	2.393559	0.0180

ผลของสมการถดถอยแบบ Random Effect  $P\text{-Vol}_{it} = \beta_0 + \beta_1DY_{it} + \beta_2DE_{it} + \beta_3ROA_{it} + \beta_4SIZE_{it} + \beta_5EXCH_{it} + \beta_6INF_{it} + V_{it}$

Dependent Variable: P\_VOL

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 10/04/22 Time: 13:05

Sample: 2017 2021

Periods included: 5

Cross-sections included: 29

Total panel (balanced) observations: 145

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.622922	5.206684	-1.464065	0.1455
DY	-0.039261	0.015810	-2.483345	0.0142
DE	0.194383	0.117486	1.654522	0.1003
ROA	0.013988	0.005776	2.421474	0.0168
SIZE	-0.119363	0.047994	-2.487057	0.0141
EXCH	0.036320	0.047529	0.764159	0.4461
INF	0.076317	0.038916	1.961080	0.0519

ผลของสมการถดถอยแบบ Random Effect  $P\text{-Vol}_{it} = \beta_0 + \beta_1\text{DPS}_{it} + \beta_2\text{DE}_{it} + \beta_3\text{ROA}_{it} + \beta_4\text{SIZE}_{it} + \beta_5\text{EXCH}_{it} + \beta_6\text{INF}_{it} + V_{it}$

Dependent Variable: P\_VOL

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 10/04/22 Time: 13:08

Sample: 2017 2021

Periods included: 5

Cross-sections included: 29

Total panel (balanced) observations: 145

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9.870296	5.108377	-1.932179	0.0554
DPS	-0.172544	0.096445	-1.789035	0.0758
DE	0.261744	0.115930	2.257779	0.0255
ROA	0.019657	0.005747	3.420156	0.0008
SIZE	-0.084726	0.048546	-1.745277	0.0832
EXCH	0.058801	0.046229	1.271954	0.2055
INF	0.087001	0.038754	2.244968	0.0264

## ประวัติผู้ศึกษา

ชื่อ	นางสาวอารีรัตน์ ช่างนันทนวล
วัน เดือน ปีเกิด	7 กรกฎาคม 2534
สถานที่เกิด	อำเภอดำเนินสะดวก จังหวัดราชบุรี
ประวัติการศึกษา	วิทยาศาสตรบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ปี 2556
สถานที่ทำงาน	โรงพยาบาลค่ายธนระริชต์ อำเภอปราณบุรี จังหวัดประจวบคีรีขันธ์
ตำแหน่ง	นายทหารโขนนาการ รพ.ค่ายธนระริชต์ ปฏิบัติหน้าที่ เจ้าหน้าที่งบประมาณ

