

นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

นางสาวเพชรรัตน์ ภาภูมิมา



การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต  
แขนงวิชาการจัดการธุรกิจและการบริการ สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช

พ.ศ. 2563

The Dividend Payout Policy of Listed Companies in the Market  
for Alternative Investment

Miss Petcharat Papoomma



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

2020

หัวข้อการศึกษาค้นคว้าอิสระ นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ  
ชื่อและนามสกุล นางสาวเพชรรัตน์ ภาภุมมา  
แขนงวิชา การจัดการธุรกิจและการบริการ  
สาขาวิชา วิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช  
อาจารย์ที่ปรึกษา รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยานี ภาค้อต

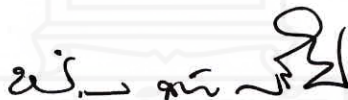
การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้ ได้รับความเห็นชอบให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา  
ตามหลักสูตรระดับปริญญาโท เมื่อวันที่ 17 ตุลาคม 2564

คณะกรรมการสอบการศึกษาค้นคว้าอิสระ



ประธานกรรมการ

(รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยานี ภาค้อต)



กรรมการ

(รองศาสตราจารย์พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย)



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ภาวิน ชินะโชติ)

ประธานกรรมการประจำสาขาวิชาวิทยาการจัดการ

ชื่อการศึกษา **ค้นคว้าอิสระ** นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน  
ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ผู้ศึกษา นางสาวเพชรรัตน์ ฝาภูมมา **รหัสนักศึกษา** 2623003759

ปริญญา บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (การจัดการธุรกิจและการบริการ)

อาจารย์ที่ปรึกษา รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยาณี ภาค้อต **ปีการศึกษา** 2563

### บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ศึกษา นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ (2) วิเคราะห์ปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

การศึกษานี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ ประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลครบถ้วนและเป็นไปตามเงื่อนไขของการศึกษา จำนวน 40 บริษัท รวม 120 ข้อมูล ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาคือ 3 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2561 ถึง 31 ธันวาคม 2563 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ ประกอบด้วย อัตราส่วนทางการเงิน และข้อมูลทางการเงินอื่นที่เกี่ยวข้อง สำหรับระยะเวลาเดียวกัน วิธีการที่ใช้ในการศึกษาคือ สมการถดถอยแบบแรนดอม เอฟเฟค และสถิติที่ใช้ในการศึกษาคือ ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด ค่ามัธยฐาน และสถิติที่

ผลการศึกษาพบว่า (1) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ทุกบริษัท กำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล และอัตราการจ่ายเงินปันผลค่อนข้างสูง อัตราการจ่ายเงินปันผลเฉลี่ยร้อยละ 63.89 ในขณะที่ค่ามัธยฐานประมาณอัตราร้อยละ 68.01 อัตราการจ่ายเงินปันผลสูงสุดถึงอัตราร้อยละ 100 และอัตราต่ำที่สุดคือ ร้อยละ 0.54 และ (2) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นหรือโครงสร้างเงินทุนเป็นปัจจัยสำคัญปัจจัยเดียวที่กำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงระยะเวลาที่ทำการศึกษา โดยมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลซึ่งวัดโดยอัตราการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

**คำสำคัญ** นโยบายเงินปันผล อัตราการจ่ายเงินปันผล บริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

**Independent Study title:** The Dividend Payout Policy of Listed Companies  
in the Market for Alternative Investment

**Author:** Miss Petcharat Papoomma; **ID:** 2623003759;

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

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

**Academic year:** 2020

### Abstract

The objectives of this study were (1) to study the dividend payout policy of listed companies in the Market for Alternative Investment (MAI), and (2) to analyze factors regarding the dividend payout policy of listed companies in the MAI.

This study was quantitative research. The population were 40 listed companies in the Market for Alternative Investment which had completed information and conformed with the condition framework, totaling 120 data set. The study period was 3 years from January 1<sup>st</sup>, 2018 to December 31<sup>st</sup>, 2020. The data used in the study was secondary data comprising of financial ratios and other relevant financial information during the same period. The method used in the study was random effects regression. The statistics employed in the study were mean, standard deviation, maximum value, minimum value, median and t-statistic.

The results revealed that (1) all listed companies in the Market for Alternative Investment set the dividend payout policy and the dividend payout ratio was relatively high at approximately 63.89 percent while the medium was about 68.01 percent. The maximum dividend payout ratio for all study period was at 100% and the minimum was at 0.54 percent. (2) Debt to equity ratio as capital structure was a crucial factor toward the dividend payout policy of listed companies in the Market for Alternative Investment during the period of study. It showed the positive relation to dividend payout policy that was measured by dividend payout ratio with statistically significant at 0.05 level.

**Keywords:** Dividend Policy, Dividend Payout Ratio, Listed Companies, Market for  
Alternative Investment

## กิตติกรรมประกาศ

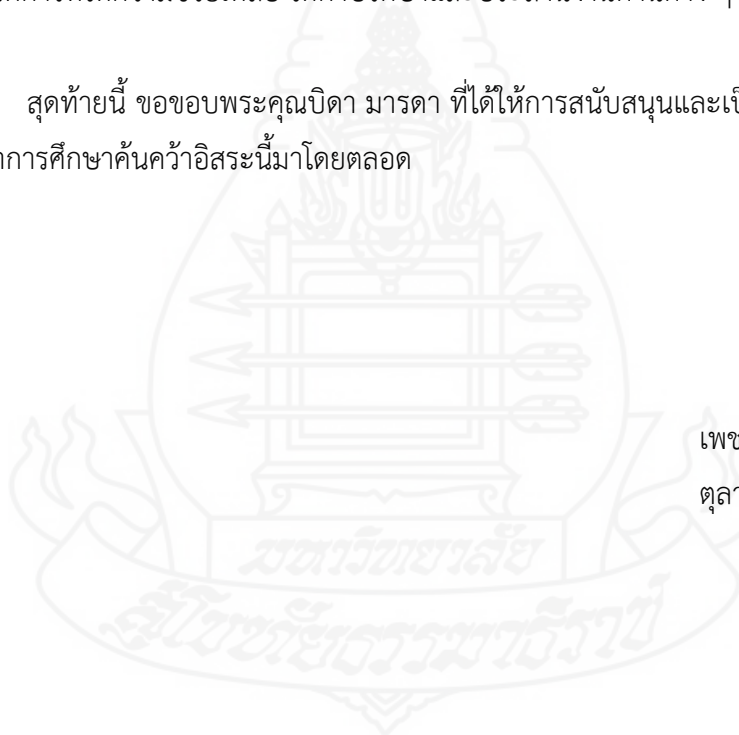
การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้สามารถดำเนินไปอย่างสมบูรณ์และสำเร็จลุล่วงได้ด้วย ความอนุเคราะห์และความกรุณาจาก รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยาณี ภาคัต ในฐานะอาจารย์ที่ปรึกษาหลัก การศึกษาค้นคว้าอิสระ และรองศาสตราจารย์พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย กรรมการสอบการศึกษา ค้นคว้าอิสระ ซึ่งทั้งสองท่านได้สละเวลาให้คำปรึกษาและแนะนำที่เป็นประโยชน์สำหรับการศึกษา ครั้งนี้ พร้อมทั้งได้ให้คำแนะนำในการปรับปรุงการศึกษาค้นคว้าอิสระฉบับนี้ ผู้ศึกษาจึงขอกราบ ขอบพระคุณเป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้ด้วย

นอกจากนี้ ผู้ศึกษาขอขอบคุณคณาจารย์หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (การจัดการ ธุรกิจและการบริการ) ทุกท่านที่ได้ประสิทธิประสาทความรู้และวิชาต่าง ๆ รวมถึงเจ้าหน้าที่สาขาวิชา วิทยาการจัดการที่ให้ความช่วยเหลือ ให้คำปรึกษาและประสานงานด้านต่าง ๆ มาโดยตลอดการศึกษา ครั้งนี้

สุดท้ายนี้ ขอขอบพระคุณบิดา มารดา ที่ได้ให้การสนับสนุนและเป็นกำลังใจในการศึกษา และการทำการศึกษาค้นคว้าอิสระนี้มาโดยตลอด

เพชรรัตน์ ภาภูมิมา

ตุลาคม 2564

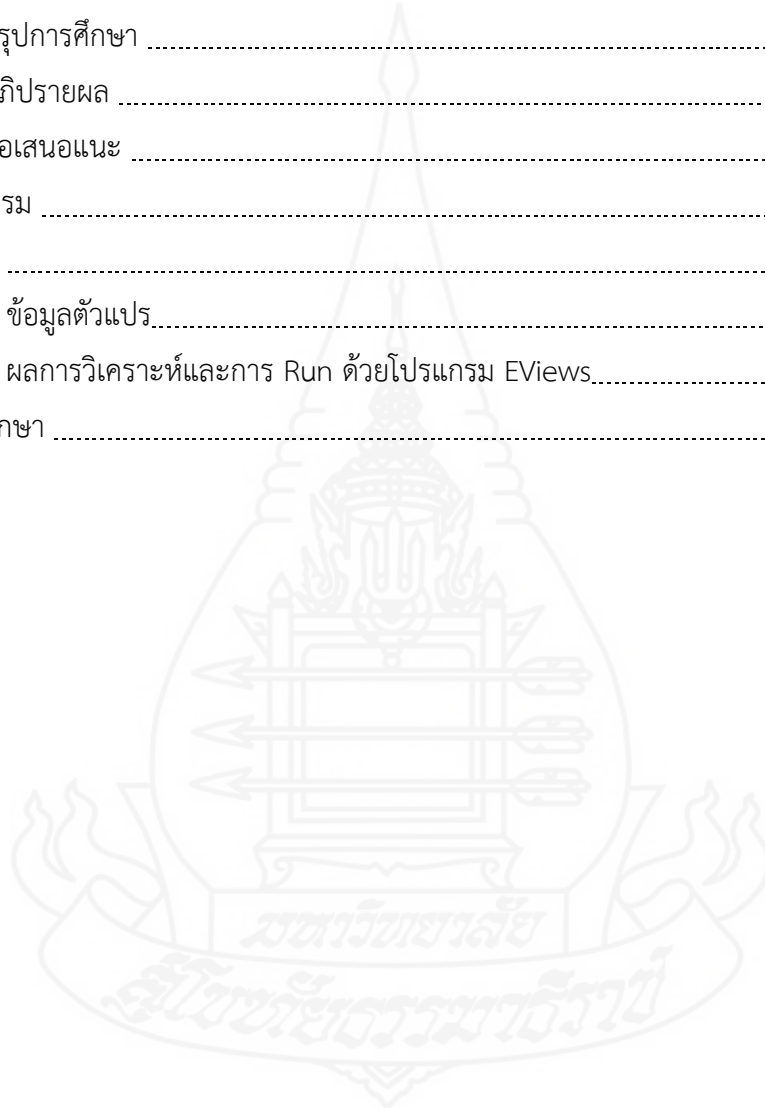


## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย .....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ .....	จ
กิตติกรรมประกาศ .....	ฉ
สารบัญตาราง .....	ฌ
สารบัญตาราง .....	ญ
บทที่ 1 บทนำ .....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา .....	1
วัตถุประสงค์การศึกษา .....	2
ขอบเขตของการศึกษา .....	2
กรอบแนวคิดในการศึกษา .....	3
นิยามศัพท์เฉพาะ .....	3
ประโยชน์ของการศึกษา .....	4
บทที่ 2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	5
แนวคิดเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล .....	5
แนวคิดเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน .....	13
ทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล .....	15
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง .....	18
บทที่ 3 วิธีดำเนินการศึกษา .....	27
การกำหนดประชากร .....	27
การเก็บรวบรวมข้อมูล .....	27
การคำนวณค่าสถิติของตัวแปร .....	28
การใช้สมการถดถอยในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel Data .....	28
วิเคราะห์ผลการศึกษา .....	31
บทที่ 4 ผลการศึกษา .....	32
ส่วนที่ 1 ผลการศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ .....	32
ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลผลสมการถดถอย ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ .....	33

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
บทที่ 5 สรุปลการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ .....	35
สรุปลการศึกษา .....	35
อภิปรายผล .....	36
ข้อเสนอแนะ .....	37
บรรณานุกรม .....	38
ภาคผนวก .....	42
ก ข้อมูลตัวแปร.....	43
ข ผลการวิเคราะห์และการ Run ด้วยโปรแกรม EViews.....	49
ประวัติผู้ศึกษา .....	55





สารบัญตาราง

	หน้า
ตารางที่ 4.1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม .....	32
ตารางที่ 4.2 ผลของสมการถดถอย $DP_{it} = \alpha_1 CR_{it} + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 CFO_{it} + \alpha_4 DE_{it} + \alpha_5 SG_{it} + \alpha_6 Size_{it} + V_{it}$ .....	34



ญ

## สารบัญญภาพ

หน้า

ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดการศึกษา ..... 3



# บทที่ 1

## บทนำ

### 1. ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

นโยบายเงินปันผลมีความสำคัญต่อการดำเนินงานของธุรกิจ เนื่องจากเงินปันผลเป็นการแบ่งผลกำไรส่วนหนึ่งของกิจการเพื่อจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น และเก็บผลกำไรส่วนหนึ่งเพื่อนำไปขยายการลงทุนของกิจการ อีกทั้งผู้ลงทุนจะพิจารณานโยบายเงินปันผลก่อนที่จะลงทุนในกิจการใดก็ตาม นอกจากการพิจารณานโยบายเงินปันผลแล้ว ผู้ลงทุนยังต้องพิจารณาในราคาหุ้นในปัจจุบัน และที่คาดว่าจะเป็นในอนาคตอีกด้วย

ด้วยภาวะวิกฤติทางเศรษฐกิจในปัจจุบันที่เกิดขึ้นกับประเทศในตอนนี้ อันเนื่องมาจากการระบาดหนักของเชื้อไวรัสโคโรนา (Coronavirus) หรือโรคโควิด 19 และส่งผลกระทบต่อประชากรทุกกลุ่ม โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ประกอบการหรือบริษัทที่ดำเนินธุรกิจ ที่ได้รับผลกระทบหนัก จนทำให้หลายธุรกิจต้องปิดตัวลง เพราะไม่สามารถแบกรับความเสียหายที่เกิดขึ้นนี้ได้ตลอดมา แต่ก็ยังมีบางธุรกิจที่สามารถปรับวิธีการดำเนินธุรกิจให้เผชิญกับสถานการณ์ตอนนี้ได้ ซึ่งทำให้ธุรกิจอยู่รอดและดำเนินการธุรกิจต่อไปได้ การตัดสินใจการจ่ายเงินปันผลจึงมีความสำคัญต่อนักลงทุนและผู้บริหารอย่างมาก ซึ่งผู้บริหารตัดสินใจเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลด้วยการพิจารณาระหว่างโอกาสจากการนำผลกำไรไปลงทุนต่อ หรืออาจนำไปขยายการลงทุนให้ธุรกิจเพิ่มรายได้ในอนาคต หากไม่มีโครงการ ผู้บริหารก็ควรเลือกที่จะกระจายกำไรตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นในรูปแบบของการจ่ายเงินปันผล

อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์นั้น นักลงทุนยังคงคาดหวังผลตอบแทนหรือเงินปันผลจากหลักทรัพย์ที่ลงทุน ผู้ลงทุนจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะได้อัตราเงินปันผลตามที่ต้องการ ซึ่งผู้ลงทุนจำเป็นที่จะต้องมีความรู้ในการวิเคราะห์ และพิจารณาเรื่องของนโยบายการจ่ายเงินปันผลเพื่อที่จะเลือกลงทุนในบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนตามที่ต้องการได้ และนักลงทุนสนใจที่จะเข้ามาลงทุนในบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเป็นผลตอบแทนสูง ซึ่งจะพิจารณาจากข้อมูลนโยบายการจ่ายเงินปันผลของแต่ละรอบปี เพื่อนำมาตัดสินใจในการเลือกลงทุนอีกด้วย และนโยบายการจ่ายเงินปันผลก็เป็นสิ่งสำคัญของกิจการที่จะดึงดูดนักลงทุนให้สนใจเข้ามาลงทุน กล่าวอีกนัยหนึ่ง นโยบายเงินปันผลอันเป็นการตัดสินใจของฝ่ายบริหารของบริษัทในการจัดสรรผลกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นในรูปแบบของเงินปันผล โดยจะต้องมีการกำหนดไว้เป็นอัตราการจ่ายเงินปันผล การที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลได้หรือไม่ ขึ้นอยู่กับปัจจัยต่าง ๆ แต่ในภาวะวิกฤติทางเศรษฐกิจใน

ปัจจุบันนั้น ในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล บริษัทจะต้องคำนึงถึงผลกระทบในภายหลังที่จ่ายเงินปันผล ก่อนกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลด้วยเช่นกัน

ดังนั้น การศึกษาในครั้งนี้ผู้ศึกษาต้องการศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และเพื่อหาปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพื่อที่จะให้ผู้ลงทุนได้ใช้ข้อมูลประกอบการตัดสินใจที่สำคัญในการเลือกลงทุนในบริษัทต่าง ๆ เพื่อให้ได้ผลตอบแทนจากการลงทุนตามที่คาดหวัง และบริษัทดังกล่าวได้มีโอกาสในการได้รับการลงทุนจากผู้สนใจ และเป็นที่ยอมรับกันมากขึ้นอีกด้วย

## 2. วัตถุประสงค์ของการศึกษา

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์ดังนี้

- 2.1 เพื่อศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ
- 2.2 เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

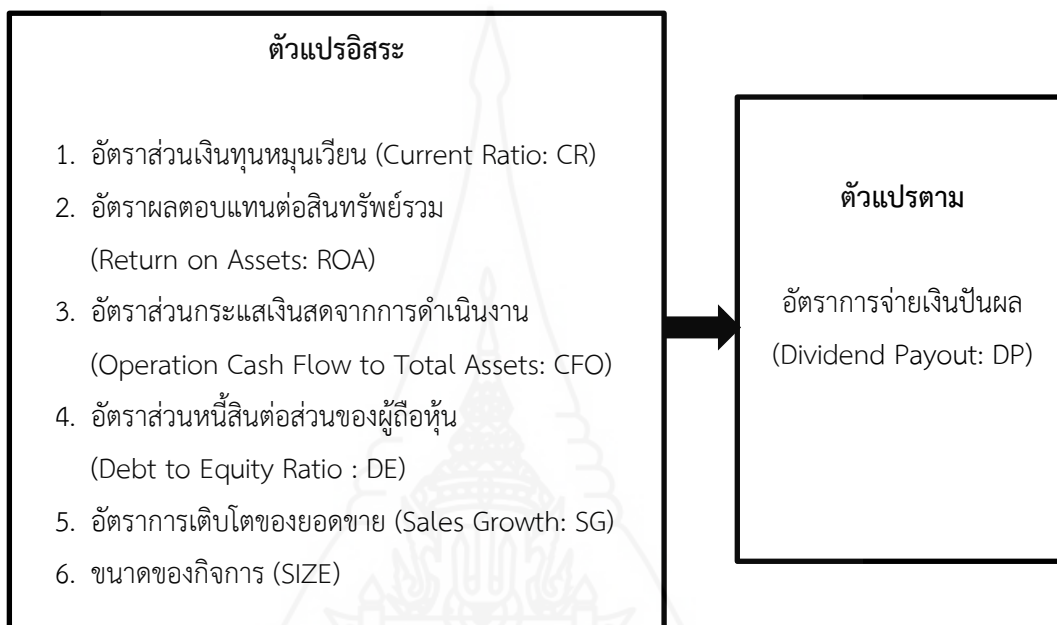
## 3. ขอบเขตของการศึกษา

การศึกษานี้มีขอบเขตดังนี้

- 3.1 ประชากรในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องตลอดระยะเวลาด้วย จำนวน 40 บริษัท
- 3.2 ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา ครอบคลุมในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2561 ถึงปี พ.ศ. 2563 จำนวน 3 ปี
- 3.3 วิธีที่ใช้ในการศึกษา ใช้เฉพาะการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel Data
- 3.4 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา เป็นข้อมูลจากงบการเงินประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1)
- 3.5 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยวัดจาก อัตราการจ่ายเงินปันผลเท่านั้น

#### 4. กรอบแนวคิดในการศึกษา

จากการทบทวนวรรณกรรมเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลอาจสรุปกรอบแนวคิดในการศึกษาได้ดังนี้



ภาพที่ 1.1 กรอบแนวคิดในการศึกษา

#### 5. นิยามศัพท์เชิงปฏิบัติการ

**5.1 ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment - MAI)** เป็น ตลาดหลักทรัพย์แห่งที่สองของประเทศไทย ซึ่งทำหน้าที่เป็นตลาดทุน เพื่อให้กิจการต่าง ๆ สามารถระดมเงินทุนเพิ่มเติมจากสาธารณะได้ แต่จะเน้นไปที่กิจการขนาดกลางและขนาดย่อม (เอสเอ็มอี - SME) และกิจการเกี่ยวกับนวัตกรรม

**5.2 นโยบายเงินปันผล (Dividend Policy)** สำหรับการศึกษาคั้งนี้คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout: DP) ซึ่งคำนวณจาก อัตราส่วนเงินปันผลต่อหุ้นกับกำไรสุทธิต่อหุ้น

**5.3 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio: CR)** หมายถึง อัตราส่วนระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียน และหนี้สินหมุนเวียน

5.4 อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) หมายถึง อัตราส่วนทางการเงินระหว่างกำไรสุทธิกับสินทรัพย์รวม

5.5 อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operation Cash Flow to Total Assets: CFO) หมายถึง อัตราส่วนระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม

5.6 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: DE) หมายถึง อัตราส่วนระหว่างหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

5.7 อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth: SG) หมายถึง อัตราการเจริญเติบโตของธุรกิจ คำนวณจากยอดขายปัจจุบันลบด้วยยอดขายปีก่อน แล้วหารด้วยยอดขายของปีก่อน

5.8 ขนาดของกิจการ (SIZE) หมายถึง ขนาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งวัดจากมูลค่าของสินทรัพย์รวม

## 6. ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

การศึกษาครั้งนี้คาดว่าจะได้รับประโยชน์ดังนี้

6.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำผลการศึกษาไปใช้ในการให้คำปรึกษาด้านการลงทุนแก่ลูกค้าต่อไป

6.2 บริษัทจดทะเบียน สามารถนำผลการศึกษาไปใช้ประกอบการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล

6.3 นักลงทุน สามารถนำผลการศึกษาไปใช้เปรียบเทียบประกอบในการตัดสินใจลงทุนเพื่อหวังผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผล

6.4 นักวิชาการ นักวิจัย และผู้สนใจทั่วไป สามารถนำผลการศึกษาไปใช้ต่อยอดพัฒนาศึกษามากยิ่งขึ้นในอนาคตต่อไปได้

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาค้นคว้าอิสระเรื่อง นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยผู้ศึกษาได้ทำการศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง มาเป็นแนวทางมีดังนี้

1. แนวคิดเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล
2. แนวคิดเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน
3. ทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล
4. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 1. แนวคิดเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล

การอธิบายแนวคิดเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลจะอธิบายถึงความหมายและชนิดของเงินปันผล ซึ่งอธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

##### 1.1 ความหมายของเงินปันผลและนโยบายเงินปันผล อธิบายได้ดังนี้

**ความหมายของเงินปันผล** กัลยานี ภาคออต (2562) ได้กล่าวถึง เงินปันผล หมายถึง ผลตอบแทนที่กิจการจ่ายคืนให้กับผู้ถือหุ้นโดยเฉพาะหุ้นสามัญ เมื่อกิจการดำเนินงานและมีผลกำไร ผู้บริหารจะตัดสินใจเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลซึ่งต้องผ่านความเห็นชอบจากคณะกรรมการบริหาร และที่ประชุมผู้ถือหุ้น การตัดสินใจในนโยบายเงินปันผลอาจเกี่ยวข้องกับการแบ่งแยกหุ้นและการซื้อหุ้นสามัญกลับคืน

ศูนย์ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ตลาดทุน (2562) ได้กล่าวถึง ปันผล คือ ส่วนของกำไรที่บริษัทแบ่งจ่ายให้ผู้ถือหุ้นตามสิทธิของผู้ถือหุ้น โดยการจ่ายปันผลอาจอยู่ในรูปของเงินปันผล หรือการจ่ายปันผลเป็นหุ้น ทั้งนี้การจ่ายปันผลส่วนใหญ่จะจ่ายเป็นเงินสดจากกำไรสุทธิหลังหักภาษี เมื่อบริษัทมีกำไรจากการประกอบธุรกิจ ซึ่งจำนวนเงินปันผลที่จ่ายในแต่ละปีอาจไม่คงที่ มากหรือน้อยขึ้นอยู่กับผลประกอบการในปีนั้น ๆ ของบริษัท และนโยบายของบริษัท

เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์ (2554) ได้กล่าวถึง ปันผล คือ ส่วนแบ่งกำไรจากการดำเนินธุรกิจให้กับผู้ถือหุ้น โดยทั่วไปเงินปันผลสำหรับหุ้นบุริมสิทธิ์จะคงที่ในอัตราที่กำหนดไว้ เงินปันผลสำหรับหุ้นสามัญจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับผลประกอบการของธุรกิจ ผลกำไรที่ไม่ได้จ่ายเป็นเงิน

ปันผลจะคงอยู่กับธุรกิจในรูปแบบของกำไรสะสม ซึ่งกำไรสะสมดังกล่าวเป็นองค์ประกอบของส่วนทุนในโครงสร้างการเงินของธุรกิจ

สรุปได้ว่า เงินปันผล (Dividend) หมายถึง ค่าตอบแทนที่บริษัทจ่ายให้กับผู้ถือหุ้นเมื่อบริษัทมีผลการดำเนินงานแล้วมีผลกำไร ผู้บริหารจะตัดสินใจเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล โดยการจ่ายปันผลอาจอยู่ในรูปของเงินปันผล หรือการจ่ายปันผลเป็นหุ้น ซึ่งบริษัทสามารถนำไปลงทุนในธุรกิจต่อ (เรียก กำไรสะสม) หรือสามารถจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นก็ได้ หรือหากบริษัทมีแผนนำเงินปันผลไปลงทุนต่อ ปริมาณค่าตอบแทนอาจจ่ายเป็นรูปหุ้นเพิ่มหรือการซื้อหุ้นคืนได้

**ความหมายของนโยบายเงินปันผล** นโยบายเงินปันผล (Dividend Policy) หมายถึง นโยบายที่ฝ่ายบริหารของธุรกิจใช้ในการตัดสินใจเพื่อจัดสรรผลกำไรสุทธิของธุรกิจให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นการตอบแทนในรูปแบบของ เงินปันผล ซึ่งจะต้องมีการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio: DP) เช่น อัตรา 100% หมายถึงว่า ธุรกิจมีกำไรทั้งหมดเท่าใด ก็จ่ายเงินปันผลทั้งหมด ถ้าอัตราเป็น 0% หมายถึงว่าธุรกิจมีกำไรทั้งหมดเท่าใด ก็จะไม่จ่ายเงินปันผลเลย

เมื่อผู้ลงทุนซื้อหุ้นสามัญ สิ่งที่ผู้ลงทุนคาดหวัง คือ ผลตอบแทนจากการลงทุนในรูปแบบของเงินปันผลหรือผลต่างระหว่างราคาซื้อกับราคาขาย ในขณะที่ผู้บริหารของธุรกิจต้องการนำผลกำไรไปลงทุนในโครงการที่คาดว่าจะได้รับผลตอบแทนที่ดีในอนาคตหรือขยายกิจการลงทุนต่อไปเพื่อสร้างมูลค่าให้แก่ธุรกิจ ดังนั้น สิ่งสำคัญที่ผู้บริหารจะต้องคำนึงถึงเพื่อลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างเจ้าของเงินทุนกับผู้บริหาร ได้แก่

1) การจัดสรรผลกำไร ธุรกิจจะจัดสรรผลกำไรในรูปแบบของเงินปันผลจำนวนเท่าใดจึงจะเกิดความพึงพอใจแก่ผู้ถือหุ้น

2) การสะสมกำไรในรูปแบบของกำไรสะสม ธุรกิจจะต้องสะสมกำไรสะสมเพื่อนำไปขยายการลงทุน และเพื่อสร้างความเจริญเติบโตให้กับธุรกิจจำนวนเท่าใดจึงจะเหมาะสม

จากแนวคิดทั้ง 2 ประเด็นมีความขัดแย้งกัน ดังนั้น การกำหนดนโยบายเงินปันผลจึงมีความสำคัญเป็นอย่างมาก เพราะเป็นเรื่องเกี่ยวกับการพิจารณาจัดสรรผลกำไรเพื่อขยายโอกาสในการลงทุน เพื่อเพิ่มมูลค่าแก่ธุรกิจให้สูงขึ้น

พริณฎฐ์ ยาทิพย์ (2555) ได้กล่าวถึง นโยบายเงินปันผล หมายถึง นโยบายที่บริษัทใช้ตัดสินใจว่าจะจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นของบริษัทเป็นจำนวนเงินเท่าไรต่อหุ้นในปีการดำเนินงานนั้น ๆ จ่ายแบบใดซึ่งมีผลกระทบจากการคาดการณ์ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในอนาคต

สรุปได้ว่า นโยบายเงินปันผล เป็นนโยบายที่ฝ่ายบริหารของธุรกิจใช้ในการตัดสินใจเพื่อจัดสรรผลกำไรสุทธิของธุรกิจให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นการตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผล และเพื่อขยายโอกาสในการลงทุน สำหรับเพิ่มมูลค่าของกิจการอีกด้วย



**1.2 ชนิดของเงินปันผล** โดยปกติเงินปันผลมักจะจ่ายเป็นเงินสดแต่บางครั้งเงินปันผลอาจจะอยู่ในรูปของสินทรัพย์อื่น ๆ เช่น หุ้นสามัญ ตัวเงิน เป็นต้น เงินปันผลทุกชนิดยกเว้นหุ้นปันผลจะทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นลดลง เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลทำให้สินทรัพย์อย่างใดอย่างหนึ่งของกิจการลดลง สำหรับหุ้นปันผลนั้น เมื่อบริษัทประกาศจ่ายหุ้นปันผลสินทรัพย์ของบริษัทมิได้ลดลงแต่อย่างใดและหนี้สินของกิจการก็ได้เพิ่มขึ้น บริษัทเพียงแต่ออกหุ้นเพิ่มให้แก่ผู้ถือหุ้นแต่ละคนมีอยู่ในบริษัท ผู้ถือหุ้นแต่ละคนจะได้รับจำนวนหุ้นที่เพิ่มขึ้นแต่เพียงอย่างเดียว รายละเอียดของเงินปันผลแต่ละชนิดมีดังต่อไปนี้

1) เงินสดปันผล เมื่อคณะกรรมการบริษัทและที่ประชุมผู้ถือหุ้นมีมติให้มีการจ่ายเงินปันผลบริษัทจะประกาศจ่ายเงินปันผล โดยปกติบริษัทมักจะจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสดเมื่อประกาศจ่ายเงินปันผลบริษัทจะยังไม่จ่ายเงินทันทีเนื่องจากจะต้องจัดทำทะเบียนผู้ถือหุ้นให้เรียบร้อยเสียก่อน เช่น บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลเมื่อวันที่ 10 มกราคม โดยจะจ่ายเงินปันผลในวันที่ 5 กุมภาพันธ์ ให้แก่ผู้ถือหุ้นที่มีชื่อปรากฏอยู่ในทะเบียนผู้ถือหุ้น ณ วันที่ 25 มกราคม ระหว่างวันที่ 10-25 มกราคม นั้น หากมีการซื้อขายหุ้นจะต้องจัดการโอนหุ้นกันให้เรียบร้อย ระหว่างวันที่ 25 มกราคม ถึงวันที่ 5 กุมภาพันธ์ บริษัทจะจัดทำรายชื่อผู้ถือหุ้นซึ่งมีรายชื่ออยู่ในทะเบียนผู้ถือหุ้น ณ วันที่ 25 มกราคม และจัดเตรียมส่งเงินปันผลเป็นเช็คไปให้ผู้ถือหุ้นทางไปรษณีย์

2) เงินปันผลเป็นสินทรัพย์อื่นนอกจากเงินสด บริษัทอาจตัดสินใจจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นสินทรัพย์อย่างอื่นนอกเหนือจากเงินสด เช่น สินค้า ที่ดิน เงินลงทุนในหลักทรัพย์ หรือสินทรัพย์ที่ไม่เป็นตัวเงิน (Nonmonetary Assets) อื่น ๆ เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นสินทรัพย์อื่นนอกจากเงินสด มูลค่ายุติธรรมปัจจุบัน (The Current Fair Value) ของสินทรัพย์ที่ไม่เป็นตัวเงินที่ถูกปันผลคือ จำนวนเงินที่ถูกปันผลคือ จำนวนเงินปันผลที่จะบันทึกบัญชีและในทำนองเดียวกันผู้ถือหุ้นที่ได้รับเงินปันผลเป็นสินทรัพย์ที่ไม่เป็นตัวเงินจะบันทึกจำนวนเงินปันผลรับตามมูลค่ายุติธรรมปัจจุบันของสินทรัพย์ที่ได้รับการจ่ายเงินปันผลเป็นสินทรัพย์อื่นนอกจากเงินสด (Property Dividends) เป็นการโอนโดยไม่มีการแลกเปลี่ยนสินทรัพย์ที่ไม่เป็นตัวเงินระหว่างกิจการกับผู้เป็นเจ้าของกิจการ APB Opinion No.29 ได้กล่าวถึงหลักการบัญชีเกี่ยวกับเงินปันผลที่ไม่เป็นตัวเงิน (Nonmonetary Dividends) สรุปได้ว่าการโอนสินทรัพย์ที่ไม่เป็นตัวเงินให้แก่ผู้ถือหุ้นหรือกิจการอื่นโดยไม่ใช้การแลกเปลี่ยนกันนั้น ให้บันทึกการโอนนั้นด้วยมูลค่ายุติธรรมของสินทรัพย์ที่โอนและรับรู้กำไรหรือขาดทุนที่เกิดขึ้นจากการโอนสินทรัพย์นั้น

3) เงินปันผลเป็นตัวเงิน การจ่ายเงินปันผลเป็นตัวเงินจะกระทำในขณะที่บริษัทขาดแคลนเงินสดแทนที่บริษัทจะจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสดในขณะนี้ ก็อาจเลื่อนไปจ่ายภายหลังได้ ผู้ถือหุ้นอาจถือตัวไว้จนถึงวันครบกำหนดชำระเงินหรืออาจนำไปขายสดแก่สถาบันการเงินได้ หากต้องการเงินสดทันที เมื่อประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นตัวเงิน บริษัทจะเดบิตกำไรสะสมหรือ

บัญชีเงินปันผลเป็นตัวเงินจ่าย (Scrip Dividend Declared) และเครดิตบัญชีเงินปันผลเป็นตัวเงินค้างจ่าย (Scrip Dividend Payable) หรือบัญชีตัวเงินจ่ายที่ให้แก่ผู้ถือหุ้น (Note Payable To Stockholders) ซึ่งจะแสดงเป็นหนี้สินในงบดุล เมื่อตัวเงินครบกำหนด บริษัทจะเดบิตบัญชีเงินปันผลเป็นตัวเงินค้างจ่ายและเครดิตบัญชีเงินสด หากตัวเงินมีดอกเบี้ย ดอกเบี้ยส่วนนั้นควรจะถูกถือเป็นค่าใช้จ่ายไม่ควรถือเป็นส่วนหนึ่งของการจ่ายเงินปันผล

4) เงินปันผลที่จ่ายเพื่อการคืนทุน เงินปันผลที่จ่ายจากทุนส่วนอื่นที่ไม่ใช่กำไรสะสม เรียกว่า เงินปันผลที่จ่ายเพื่อการคืนทุน ซึ่งหมายถึงบริษัทจ่ายคืนการลงทุนของผู้ถือหุ้นมากกว่าจ่ายจากกำไร **การจ่ายเงินปันผล** ลักษณะนี้อาจจ่ายจากทุนที่ได้จากการบริจาคของบุคคลภายนอก โดยทั่วไปเงินปันผลใดก็ตามที่ไม่ได้จ่ายจากกำไรต้องนำไปหักออกจากส่วนเกินทุนของบริษัท (Corporate Paid-In Capital)

5) หุ้นปันผล การจ่ายหุ้นปันผลไม่ทำให้สินทรัพย์เปลี่ยนแปลงเนื่องจากไม่ต้องมีการจ่ายสินทรัพย์ออกไป และผู้ถือหุ้นแต่ละคนมีส่วนได้เสียในกิจการตามสัดส่วนเดิม ราคาตามบัญชีทั้งหมดของกิจการภายหลังจากการออกหุ้นปันผลจะเท่ากับราคาตามบัญชีก่อนประกาศจ่ายหุ้นปันผล แต่ราคาตามบัญชีต่อหุ้นจะลดลงเพราะจำนวนหุ้นที่มีอยู่เพิ่มขึ้น

สรุปได้ว่า ชนิดการจ่ายปันผล มีหลายรูปแบบ คือ 1) เงินสดปันผล 2) เงินปันผลเป็นสินทรัพย์อื่นนอกจากเงินสด เช่น เงินลงทุนในหลักทรัพย์หรือสินทรัพย์ที่ไม่เป็นตัวเงิน หรืออื่น ๆ 3) เงินปันผลเป็นตัวเงิน 4) เงินปันผลที่จ่ายเพื่อการคืนทุน 5) หุ้นปันผล ซึ่งการจ่ายปันผลจะต้องได้รับความเห็นชอบจากคณะกรรมการบริหารกิจการและที่ประชุมผู้ถือหุ้น

**1.3 การวัดเงินปันผล** พิเชษฐ ลิทธิโชคสกุลชัย (2562) ได้กล่าวถึง อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio) แสดงความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลที่จ่ายกับกำไรสุทธิของกิจการ อัตราการจ่ายเงินปันผลใช้แสดงระดับของเงินปันผลที่กิจการจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นซึ่งคำนวณได้โดย

$$\text{อัตราการจ่ายเงินปันผล (\%)} = \frac{\text{เงินปันผลจ่าย}}{\text{กำไรสุทธิ}} \quad \text{หรือ} \quad = \frac{\text{เงินปันผลต่อหุ้น}}{\text{กำไรต่อหุ้น}} \times 100$$

ตราวุทธิ์ เหลืองสมบูรณ์ (2559) ได้กล่าวถึง อัตราการจ่ายปันผล (Dividend Payout Ratio) บอกนักลงทุนว่าบริษัทจ่ายปันผลเป็นสัดส่วนเท่าไรของกำไรต่อหุ้นในแต่ละปี แต่สมมุติบริษัทจ่ายปันผลเป็นสัดส่วน 100% ไม่ได้หมายความว่า บริษัทนำกำไรต่อหุ้นในปีนั้น ๆ มาจ่ายปันผลทั้งหมด แต่อาจเป็นการนำกำไรที่สะสมมาเรื่อย ๆ ตั้งแต่ปีก่อน ๆ มาจ่าย

$$\text{อัตราการจ่ายเงินปันผล (\%)} = (\text{เงินปันผลต่อหุ้น} / \text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}) \times 100$$

$$\text{Dividend Payout (\%)} = (\text{Dividend per Share} / \text{Earning per Share}) \times 100$$

บริษัทปันผลเป็นสัดส่วนน้อยหรือมาก ไม่ได้บ่งบอกว่าธุรกิจดีหรือแย่ เพราะในกรณีที่ผู้บริหารมองเห็นความจำเป็นต้องนำกำไรไปต่อยอดขยายธุรกิจ อาจไม่จ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นเลย แต่นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนแบบ Capital Gain ที่สูงขึ้น

**1.4 ประเภทของนโยบายเงินปันผล** โสภณ พองเพชร (2545) การกำหนดนโยบายเงินปันผลของธุรกิจมีความจำเป็นอย่างมากผู้บริหารจึงจะต้องมีแนวทางในการตัดสินใจเลือกประเภทของนโยบายเงินปันผลให้เหมาะสมกับธุรกิจ ซึ่งโดยทั่วไปแล้วนโยบายเงินปันผลจะแบ่งออกเป็น 4 ประเภท ได้แก่

1) อัตราการจ่ายเงินปันผลคงที่ (Constant dividend payout ratio) หมายถึง การจ่ายเงินปันผลในอัตราร้อยละคงที่ แนนอนของกำไรสุทธิในปีนั้น ๆ ดังนั้น จำนวนเงินปันผลต่อหุ้นจะไม่คงที่ ทั้งนี้จะผันแปรไปตามกำไรสุทธิของธุรกิจที่ได้รับในแต่ละปี วิธีนี้จะไม่นิยมใช้กันมากนัก เนื่องจากธุรกิจที่จะใช้นโยบายนี้จะต้องมีกำไรที่แน่นอน

2) จำนวนเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นคงที่ (Stable dividend per share) หมายถึง การจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นคงที่เท่ากันทุกปี โดยจะไม่ผันแปรไปตามกำไรสุทธิแต่ละปี ธุรกิจที่จะใช้นโยบายนี้จะต้องมีกำไรสุทธิที่คงที่หรือค่อนข้างจะแน่นอน การจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นคงที่นี้นักลงทุนจะพึงพอใจมากกว่าการจ่ายเงินปันผลในอัตราคงที่ เนื่องจากมีจำนวนที่แน่นอน และหากกำไรของธุรกิจลดลง นักลงทุนก็ยังคงได้รับเงินปันผลในอัตราเดิม

3) เงินปันผลปกติบวกกับส่วนพิเศษ (Regular dividend plus a year-end extra) หมายถึง การจ่ายเงินปันผลในจำนวนเงินที่เท่ากันทุกปีส่วนหนึ่ง และหากในปีใดธุรกิจมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นก็จะจ่ายเงินปันผลพิเศษเพิ่มขึ้นอีกจำนวนหนึ่ง ทั้งนี้ เป็นการหลีกเลี่ยงการจ่ายเงินปันผลแบบคงที่ เงินปันผลส่วนเพิ่มนี้จะกำหนดเป็นอัตราการจ่ายเงินปันผลหรือจำนวนเงินต่อหุ้นก็ได้ วิธีนี้จะเหมาะสมกับธุรกิจที่มีกำไรเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา

4) อัตราการจ่ายเงินปันผลตามเป้าหมาย (Target payout ratio) หมายถึง การกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลตามอัตราที่เหมาะสมไว้สักกระยะหนึ่ง และตั้งเป้าหมายไว้ในอนาคตว่าจะจ่ายเงินปันผลให้ได้ตามอัตราที่กำหนด อัตราการจ่ายเงินปันผลจะเปลี่ยนแปลงแบบค่อยเป็นค่อยไปที่ละน้อยจนกว่าจะบรรลุเป้าหมายตามอัตราที่กำหนดไว้ อัตราเงินปันผลจ่ายจะเท่ากับอัตราส่วนระหว่างเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นกับกำไรต่อหุ้น

สรุปได้ว่า ประเภทในการกำหนดนโยบายเงินปันผล แบ่งออกเป็น 4 ประเภท คือ  
 1) อัตราการจ่ายเงินปันผลคงที่ 2) จำนวนเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นคงที่ 3) เงินปันผลปกติบวกกับส่วนเพิ่มพิเศษ 4) อัตราการจ่ายเงินปันผลตามเป้าหมาย

### 1.5 ขั้นตอนในการจ่ายเงินปันผล

- 1) วันประกาศจ่ายปันผล บริษัทประกาศว่าจะจ่ายปันผล ระบุถึงจำนวนปันผลต่อหุ้น วันที่ปิดการโอนหุ้น (วันลงทะเบียน) และวันที่จะจ่ายเงินปันผล
- 2) วันลงทะเบียน เป็นวันที่ปิดการโอนหุ้น เพื่อทำบัญชีผู้มีสิทธิได้ปันผลในงวดนี้
- 3) ต้องทำการซื้อขายก่อนวันปิดลงทะเบียนล่วงหน้า 2 วัน ถ้าหลัง 2 วันจะไม่ได้เงินปันผล (XD)
- 4) วันจ่ายเงินปันผล เป็นวันที่จ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น ประมาณ 2-3 สัปดาห์นับจากวันลงทะเบียน

### 1.6 ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อข้อกำหนดนโยบายเงินปันผล

การกำหนดนโยบายเงินปันผล นอกจากจะต้องพิจารณาจากความพึงพอใจของผู้ถือหุ้นกับโอกาสในการลงทุนในอนาคตแล้ว ยังมีปัจจัยอื่นที่มีผลกระทบต่อข้อกำหนดนโยบายเงินปันผล ได้แก่

- 1) สภาพคล่องทางการเงิน การจ่ายเงินปันผลในรูปของเงินสด ย่อมจะทำให้เงินสดของกิจการลดลง การที่ธุรกิจมีกำไรสะสมจำนวนมากมิได้หมายความว่า ธุรกิจจะต้องมีเงินสดจำนวนมากด้วย ทั้งนี้ กำไรสะสมของธุรกิจจะอยู่ในรูปของการลงทุนไปในสินทรัพย์ประเภทต่าง ๆ ได้แก่ ลูกหนี้ สินค้าคงเหลือ อุปกรณ์ เครื่องใช้สำนักงาน และอื่น ๆ เป็นต้น และในบางครั้งธุรกิจก็จำเป็นต้องดำรงเงินสดขั้นต่ำไว้เพื่อความปลอดภัย เมื่อมีเหตุการณ์ไม่คาดคิด ดังนั้น จะเห็นว่าสภาพคล่องทางการเงินจึงมีความสำคัญต่อการตัดสินใจในการกำหนดนโยบายเงินปันผล
- 2) ความสามารถในการกู้ยืม กรณีที่ธุรกิจมีความสามารถในการจัดหาเงินจากการกู้ยืมสูง ธุรกิจก็ไม่มีจำเป็นต้องเก็บเงินสดไว้จำนวนมาก ๆ เพื่อรักษาสภาพคล่อง เมื่อจำเป็นต้องใช้เงินสดก็สามารถจัดหาเงินสดมาใช้ได้ทันที เช่น กู้ยืมจากธนาคารในรูปแบบต่าง ๆ หรือออกตราสารทางการเงิน เป็นต้น
- 3) ข้อจำกัดในสัญญากู้ยืม การกู้ยืมเงินจากธนาคารหรือการออกหุ้นกู้ ผู้ให้กู้ยืมอาจกำหนดเงื่อนไขของสัญญาเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล เช่น ในระหว่างอายุของสัญญาการกู้ยืมห้ามธุรกิจจ่ายเงินปันผล เป็นต้น การกำหนดข้อจำกัดเช่นนี้ก็เพื่อให้เจ้าหน้าที่ของธุรกิจได้เกิดความมั่นใจในความสามารถชำระดอกเบี้ยและเงินต้น ทำให้เจ้าหน้าที่มีความเสี่ยงลดลง

4) ข้อกำหนดทางกฎหมาย ธุรกิจจะต้องปฏิบัติตามกฎหมายเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล โดยกฎหมายที่บังคับใช้ในการจ่ายเงินปันผลคือประมวลกฎหมายแพ่งและพาณิชย์ มาตรา 1200 ถึง 1205 และพระราชบัญญัติ บริษัท มหาชน จำกัด มาตรา 115 ถึง 119 โดยสาระสำคัญของกฎหมาย คือ กฎหมายกำหนดให้บริษัทกันเงินกำไรไว้เป็นทุนสำรองตามกฎหมายร้อยละ 5 ของกำไรสุทธิประจำปี กำไรส่วนที่เหลือจึงจะสามารถนำไปจ่ายเป็นเงินปันผลได้ และเมื่อบริษัทมีทุนสำรองตามกฎหมายถึงร้อยละ 10 ของทุนจดทะเบียนแล้ว บริษัทจะไม่กันเงินกำไรไว้เป็นทุนสำรองตามกฎหมายอีกก็ได้ นอกจากนี้ กฎหมายยังกำหนดให้เงินปันผลจ่ายออกจากกำไรสุทธินั้นห้ามจ่ายจากส่วนของทุน การจ่ายเงินปันผลจากกำไรสุทธินั้น อาจจะเป็นกำไรสุทธิในปีปัจจุบัน หรือเป็นกำไรสะสมของปีก่อน ๆ ก็ได้ แต่ถ้าบริษัทมีการขาดทุนสะสมจากปีก่อน ๆ ถึงแม้ว่าปีปัจจุบันจะมีกำไรสุทธิก็ห้ามมิให้จ่ายเงินปันผลจนกว่าการขาดทุนสะสมของปีก่อน ๆ จะถูกหักล้างให้หมดไป (พิเศษ เสตเสถียร 2546, น. 147 - 149)

5) เสถียรภาพของกำไร กรณีที่ธุรกิจมีความสามารถในการทำกำไรอย่างสม่ำเสมอ ธุรกิจก็สามารถพยากรณ์กำไรที่จะได้รับในอนาคตได้ค่อนข้างแน่นอน ทำให้สามารถจ่ายเงินปันผลได้แน่นอน และมีอัตราที่สูงกว่าธุรกิจที่มีกำไรไม่สม่ำเสมอ

6) ความจำเป็นในการชำระหนี้ กรณีที่ธุรกิจมีหนี้สินที่ครบกำหนดระยะเวลาชำระหนี้ ก็จะต้องนำกำไรส่วนหนึ่งไปชำระหนี้ก่อน หากมีกำไรเหลือจึงจะนำมาจ่ายเงินปันผลได้บ้างหรืออาจจะทำให้ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้เลย

7) อำนาจในการควบคุม การลงทุนเพื่อขยายกิจการของธุรกิจ โดยการจัดหาเงินทุนจากทางเลือกต่าง ๆ ได้แก่ การกู้ยืมเงินระยะยาว การจัดหาเงินทุนจากกำไรสะสม และการออกหุ้นสามัญใหม่ การกู้ยืมระยะยาวนั้นจะมีผลกระทบต่อต้นทุนทางการเงิน ทำให้มีความเสี่ยงสูงขึ้น ส่วนการจัดหาเงินทุนจากกำไรสะสมจะเป็นทางเลือกที่ดีกว่าการออกหุ้นสามัญใหม่ เพราะจะไม่ทำให้อำนาจการควบคุมและส่วนได้เสียในบริษัทของผู้ถือหุ้นเดิมลดลง ส่วนการออกหุ้นสามัญใหม่นั้นอาจทำให้เสียอำนาจในการควบคุม ส่งผลกระทบต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลได้

8) ฐานะการจ่ายภาษีของผู้ถือหุ้น เนื่องจากอัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาเป็นแบบอัตราก้าวหน้า เงินปันผลที่ได้รับถือเป็นรายได้ตามมาตรา 40 (4) แห่งประมวลรัษฎากร มาตรา 39 ที่ต้องเสียภาษี ถ้าผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ของบริษัท จะต้องเสียภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาในอัตราที่สูง ก็ย่อมพอใจที่จะให้คงกำไรไว้ในรูปของกำไรสะสม ซึ่งมีผลทำให้ราคาตลาดของหุ้นสามัญนั้นสูงขึ้น ผู้ถือหุ้นอาจจะได้รับกำไรจากการขายหุ้น ซึ่งทำให้ผู้ถือหุ้นพอใจมากกว่ารับรายได้ในรูปของเงินปันผล เพราะอัตราภาษีที่เก็บจากเงินปันผลจะสูงกว่าอัตราภาษีที่เก็บจากกำไรจากการขายหุ้นหรือบางกรณี

อาจได้รับการยกเว้นภาษีที่เกิดจากกำไรจากการขายหุ้นก็ได้ ดังนั้น ธุรกิจอาจจะไม่จ่ายเงินปันผลหรือหากจำเป็นจะต้องจ่ายก็อาจจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ เพื่อลดภาระการจ่ายภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาของผู้ถือหุ้น

9) ภาวะเงินเฟ้อ เมื่อเกิดภาวะเงินเฟ้อ ผู้ถือหุ้นต้องการรับเงินปันผลในปัจจุบันมากกว่าที่จะรอรับในอนาคต เนื่องจากภาวะเงินเฟ้อจะทำให้ค่าของเงินลดลงตามกาลเวลา นอกจากนี้ในช่วงระยะเวลาที่มีภาวะเงินเฟ้อสูง จะทำให้ราคาสินทรัพย์ประเภทต่าง ๆ เช่น สินค้า เครื่องจักร เป็นต้น มีราคาสูงขึ้น ทำให้ต้องใช้เงินในการลงทุนจำนวนมาก ดังนั้น จะมีผลกระทบต่อ การจ่ายเงินปันผล ทำให้ความสามารถในการจ่ายเงินปันผลแก่ผู้ถือหุ้นลดลง

10) อัตราการขยายตัวของสินทรัพย์ หากธุรกิจมีอัตราการขยายตัวสูงในช่วงการเจริญเติบโต ก็จะต้องใช้เงินทุนจำนวนมากเพื่อลงทุนในสินทรัพย์ ดังนั้น ธุรกิจจะต้องกั้นเงินกำไรไว้ในรูปของกำไรสะสมจำนวนมาก ทำให้ความสามารถในการจ่ายเงินปันผลได้ลดลง

11) โอกาสในการลงทุน หากธุรกิจมองเห็นโอกาสการลงทุนในโครงการที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนที่สูง ธุรกิจก็อาจจะไม่จ่ายเงินปันผล แต่จะนำกำไรสะสมไปลงทุนในโครงการนั้น แต่หากโครงการนั้นต้องใช้ระยะเวลาอีกยาวนานในการลงทุน ทำให้กำไรนั้นถูกเก็บสะสมไว้ อาจจะทำให้ผู้ถือหุ้นที่ต้องการมีรายได้ประจำจากเงินปันผลเกิดความไม่พอใจได้ ดังนั้น ธุรกิจควรตัดสินใจจ่ายเงินปันผลดีกว่า ส่วนเงินทุนที่ต้องใช้ในอนาคตนั้น อาจจัดหาโดยวิธีอื่น เช่น การออกตราสารหนี้ระยะยาว การออกหุ้นสามัญใหม่ เป็นต้น

12) ขนาดของกิจการ กรณีที่ธุรกิจมีขนาดเล็ก จำเป็นจะต้องซื้อสินทรัพย์หรือขยายกิจการเพิ่มขึ้น ทำให้ต้องใช้เงินทุนจำนวนมาก ดังนั้นจึงจะต้องสะสมกำไรไว้ในรูปของกำไรสะสมมากกว่าที่จะนำกำไรไปจ่ายเงินปันผล ดังนั้น ความสามารถในการจ่ายเงินปันผลจึงมีน้อยกว่าธุรกิจขนาดใหญ่ซึ่งได้มีการลงทุนไว้อย่างมั่นคงแล้ว

สรุปได้ว่า ปัจจัยต่าง ๆ ที่มีผลต่อการกำหนดนโยบายเงินปันผล มีดังนี้ 1) สภาพคล่องทางการเงิน 2) ความสามารถในการกู้ยืม 3) ข้อจำกัดในสัญญากู้ยืม 4) ข้อกำหนดทางกฎหมาย 5) เสถียรภาพของกำไร 6) ความจำเป็นในการชำระหนี้ 7) อำนาจในการควบคุม 8) ฐานะการจ่ายภาษีของผู้ถือหุ้น 9) ภาวะเงินเฟ้อ 10) อัตราการขยายตัวของสินทรัพย์ 11) โอกาสในการลงทุน 12) ขนาดของกิจการ

## 2. แนวคิดเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน

อัตราส่วนทางการเงินเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์งบการเงิน ซึ่งเกิดจากการเปรียบเทียบ โดยการนำรายการที่ปรากฏในงบการเงินสำหรับระยะเวลาหนึ่งมาสัมพันธ์กันในรูปอัตราร้อยละ ประเภทอัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการวิเคราะห์งบการเงิน หากผู้วิเคราะห์ต้องการทราบรายละเอียดให้ชัดเจนยิ่งขึ้น ผู้วิเคราะห์อาจจะใช้การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน (Ratios Analysis) เข้ามาช่วยโดยการนำรายการต่าง ๆ มาเทียบอัตราส่วน เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างทรัพย์สิน หนี้สิน ทุน รายได้ และค่าใช้จ่ายต่าง ๆ ว่าเหมาะสมหรือไม่ การวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินนี้แบ่งตามจุดมุ่งหมายในการใช้ได้เป็น 4 ลักษณะด้วยกัน คือ

### 2.1 อัตราส่วนวิเคราะห์สภาพคล่องทางการเงิน

$$\text{อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio)} = \frac{\text{สินทรัพย์หมุนเวียน}}{\text{หนี้สินหมุนเวียน}}$$

เป็นอัตราส่วนใช้วัดความสามารถในการชำระหนี้สินระยะสั้นอัตราส่วนนี้เป็นเครื่องชี้ฐานะทางการเงินระยะสั้นของธุรกิจ ถ้าอัตราส่วนนี้มีค่าสูง ยิ่งแสดงว่าบริษัทมีความคล่องตัวมาก เจ้าหนี้ระยะสั้นจะให้ความสำคัญต่ออัตราส่วนนี้มากเนื่องจากแสดงโอกาสที่จะได้รับชำระหนี้ว่ามีอยู่มาก หรือน้อยตามค่าอัตราส่วน โดยทั่วไปธุรกิจที่มีอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเท่ากับ 2:1 ถือว่าเหมาะสมแล้ว แต่ในการที่จะตัดสินใจก็ควรจะต้องพิจารณาถึงปัจจัยอื่น ๆ ประกอบด้วย เช่น ลักษณะและประเภทของธุรกิจ ค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมประเภทเดียวกัน เป็นต้น

### 2.2 อัตราส่วนวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน

กำไรจากการดำเนินงานก่อนหักดอกเบี้ยจ่าย ภาษีเงินได้ ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายล่วงหน้าตัดบัญชี (Earnings Before Interest, Taxation, Depreciation and Amortization: EBITDA) อัตราส่วนนี้สะท้อนกำไรที่มาจากดำเนินงาน ที่ยังไม่นำต้นทุนทางการเงินเข้ามาพิจารณา เช่น ภาระดอกเบี้ยจ่าย จากการก่อหนี้เพื่อมาดำเนินงาน และไม่นับรวมค่าใช้จ่ายทางบัญชีซึ่งยังมีได้จ่ายจริง อาทิ ค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายตัดบัญชีต่าง ๆ EBITDA จึงยังไม่รวมกำไร (ขาดทุน) จากอัตราแลกเปลี่ยน ภาวะภาษี ฯลฯ ทั้งนี้ EBITDA สามารถนำประยุกต์ในการวิเคราะห์ทางการเงินได้ในหลายแง่มุม เช่น Discounted Cash Flow หรือการประเมินมูลค่าบริษัทในอนาคต ซึ่งควรใช้พิจารณาร่วมกับอัตราส่วนอื่น ๆ เพื่อให้การวิเคราะห์งบการเงินสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

$$\text{อัตรการหมุนเวียนของสินทรัพย์ดำเนินงาน} = \frac{\text{ขายสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์ทั้งหมดเฉลี่ย}}$$

(Operating Asset Turnover)

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ทั้งหมดของบริษัท สามารถก่อให้เกิดยอดขายเทียบกับสินทรัพย์ทั้งหมด

### 2.3 อัตราส่วนวิเคราะห์ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน

$$\text{ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (Return on Asset)} = \frac{\text{กำไรสุทธิ}}{\text{สินทรัพย์ทั้งหมด}}$$

เป็นอัตราส่วนที่วัดความสามารถในการทำกำไรของเงินลงทุนที่มาจากสองส่วนด้วยกัน คือ หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น

### 2.4 อัตราส่วนวิเคราะห์นโยบายทางการเงิน

$$\text{อัตราส่วนของหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

(Debt to Equity Ratio)

อัตราส่วนนี้แสดงโครงสร้างของเงินทุน (Capital Structure) ของบริษัทว่ามีสัดส่วนของหนี้สินรวมของบริษัทเมื่อเทียบกับส่วนของทุนหรือส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นกิจการ มีกระแสเงินสดหมุนเวียนจากการขายต่ำ ซึ่งแม้ว่าจะมีความเสี่ยงสูงแต่ก็แสดงถึงความสามารถในการใช้สินทรัพย์สูงหากกิจการสามารถดำเนินการได้มีกำไร

อัตราส่วนนี้แสดงโครงสร้างของเงินทุน (Capital Structure) ของบริษัทว่ามีสัดส่วนของหนี้สินรวมของบริษัทเมื่อเทียบกับส่วนของทุนหรือส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นเท่าใด เป็นการวัดว่าธุรกิจใช้เงินทุนจากภายนอก (จากการกู้ยืม) เมื่อเทียบกับทุนภายในของธุรกิจเองว่ามีสัดส่วนเท่าใด ซึ่งหนี้สินเป็นแหล่งเงินทุนที่บริษัทมีภาระดอกเบี้ยจ่าย ไม่ว่าจะผลการดำเนินงานของบริษัทจะเป็นอย่างไร ถ้าอัตราส่วนหนี้สูงก็แสดงว่าบริษัทก็มีความเสี่ยงสูงด้วยเช่นเดียวกัน เพราะเงินกู้เป็นแหล่งเงินทุนที่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย

$$\text{อัตรการจ่ายปันผล (Dividend Payout)} = \frac{\text{เงินปันผล}}{\text{กำไรสุทธิ}}$$

อัตราส่วนนี้วิเคราะห์ว่าบริษัทจ่ายเงินปันผลเป็นสัดส่วนเท่าไรของกำไรต่อหุ้นในแต่ละปี



อัตราส่วนนี้ใช้ในการพิจารณาว่าธุรกิจมีนโยบายในการจ่ายเงินปันผลอย่างไร ถ้าอัตราส่วนนี้สูงก็แสดงให้เห็นว่า กำไรส่วนใหญ่ของธุรกิจใช้ไปเพื่อตอบแทนผู้ลงทุนหรือ เจ้าของกิจการโดยการจ่ายเงินปันผลและคงเหลือกำไร เพียงบางส่วนไว้เพื่อการขยายกิจการของธุรกิจ

### 3. ทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล

การกำหนดนโยบายเงินปันผลควรจะต้องคำนึงถึงแนวคิด ของนักวิชาการหรือนักวิจัย ได้นำเสนอทฤษฎีเงินปันผล จนถึงปัจจุบันประมาณ 9 ทฤษฎี ดังต่อไปนี้

**3.1 Relevance Theory of Dividends** Lintner (1956) และ Gordon (1953) ได้สนับสนุนแนวคิดเกี่ยวกับความสัมพันธ์ของเงินปันผลกับมูลค่าของราคาหลักทรัพย์ของกิจการ เขายืนยันความสัมพันธ์ของจำนวนเงินปันผลจ่ายกับราคาตลาดของหลักทรัพย์ โดยมองถึงปัจจัย ที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลคือกำไรสุทธิของกิจการและการจ่ายเงินปันผล ดังนั้น เมื่อกล่าวถึง Relevance Theory of Dividends จึงสรุปแนวคิดได้ว่า การจ่ายเงินปันผลของกิจการจำนวนมาก หรือน้อยมีผลต่อราคาหลักทรัพย์ของกิจการ

**3.2 Bird in the Hand Theory** Gordon และ Shapiro (1956) หรือ ทฤษฎีลูกนก ในกำมือ หลักการสำคัญคือ ผู้ถือหุ้นเป็นพวกไม่ชอบความเสี่ยง นโยบายเงินปันผลจึงเป็นสิ่งสำคัญ มากกว่าส่วนต่างของราคาหุ้น (Capital gain) ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจะพอใจ มากกว่าที่จะได้รับเงินปันผล ในปีนี้เพราะมีความแน่นอนมากกว่าที่จะนำเงินไปลงทุนต่อและรอรับเงินปันผลในอนาคต ซึ่งอัตรา ผลตอบแทนที่คาดหวังสามารถคำนวณหาได้จากสมการ

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

เมื่อ

$k_s$  = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหุ้นสามัญ

$D_1$  = เงินปันผลจ่ายที่คาดว่าจะได้รับในปีถัดไป

$P_0$  = ราคาหุ้นสามัญในปัจจุบัน

$g$  = อัตราการเจริญเติบโตของเงินปันผล

จากสมการข้างต้น Gordon และ Shapiro ได้ให้มุมมองถึงผู้ลงทุนว่าเป็นผู้ที่ไม่ชอบความเสี่ยงและต้องการผลตอบแทนที่สูง จึงมีส่วนชดเชยความเสี่ยงสูงนี้ ซึ่งจะทำให้ต้นทุนของเงินทุนที่ลงทุนสูงขึ้นด้วยนั่นคือ ค่า  $K_s$  จะสูง และผลที่ตามมาคือ ราคาหุ้นสามัญจะลดลง อย่างไรก็ตาม ถ้ากิจการมีการจ่ายเงินปันผล หรือจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง จะทำให้ลดความไม่แน่นอนหรือความเสี่ยงลง ราคาหุ้นสามัญก็จะเพิ่มขึ้น

**3.3 Irrelevance Theory of Dividends** Modigliani และ Miller (1961) ได้เสนอแนวคิดที่ตรงกันข้ามกับ 2 ทฤษฎีแรก โดยเขาได้แสดงหลักฐานว่าการจ่ายเงินปันผลไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ และความสามารถในการทำกำไรของผู้ลงทุน ซึ่งถ้าอธิบายเป็นหลักสำคัญคือนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นสามัญของกิจการหรือต้นทุนเงินทุน มูลค่าของกิจการจะขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานคือ ความสามารถในการทำกำไร และระดับความเสี่ยงของกิจการ ทฤษฎีนี้ตั้งอยู่บนสมมติฐานเกี่ยวกับการคาดหวังอย่างมีเหตุผล ภาษี ไม่มีค่าใช้จ่ายในการซื้อขายหลักทรัพย์ การได้รับข้อมูลข่าวสาร และความมีประสิทธิภาพและสมบูรณ์ของตลาด

**3.4 The Walter Model** Walter (1963) ได้เสนอแนวคิดเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งกำหนดว่าธุรกิจจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่ ขึ้นอยู่กับราคาตลาดของหุ้นสามัญสูงสุดโดยพิจารณาจากอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงจากการลงทุนในโครงการใหม่กับอัตราผลตอบแทนของตลาด เนื่องจากปัจจัยทั้ง 3 ประการนี้ จะส่งผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญโดยสรุป ดังนี้

- 1) ถ้าอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงจากการลงทุนสูงกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ราคาตลาดของหุ้นสามัญจะสูงสุด เมื่อธุรกิจนำกำไรทั้งหมดไปลงทุน และงดการจ่ายเงินปันผล
- 2) ถ้าอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงจากการลงทุนต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนของตลาด ราคาตลาดของหุ้นสามัญจะสูงสุด เมื่อธุรกิจนำเงินกำไรทั้งหมดไปจ่ายเงินปันผล โดยงดการลงทุนในโครงการใหม่
- 3) ถ้าอัตราผลตอบแทนที่แท้จริงจากการลงทุนเท่ากับอัตราผลตอบแทนของตลาด ราคาตลาดของหุ้นสามัญจะเท่ากัน ดังนั้น ธุรกิจจะนำกำไรทั้งหมดไปลงทุนหรือนำไปจ่ายเงินปันผลก็ได้

**3.5 Residual Theory of Dividends** เป็นทฤษฎีเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลตามแนวคิดที่ว่าหากธุรกิจมีโอกาสดการลงทุนในโครงการที่น่าลงทุน ผู้ถือหุ้นจะมีความพอใจให้ธุรกิจเก็บกำไรสะสมไว้ลงทุนมากกว่าที่จะจ่ายเงินปันผล นั่นก็แสดงให้เห็นว่า การลงทุนนั้นควรจะทำก่อนการจ่ายเงินปันผลหรือธุรกิจจะจ่ายเงินปันผลได้ก็ต่อเมื่อไม่มีโครงการใดที่ลงทุนแล้วได้ผลตอบแทนคุ้มค่านั่นเอง

**3.6 Signaling Theory** ทฤษฎีนี้ถูกกำหนดบนพื้นฐานของความสมมาตรของข้อมูล ข่าวสาร หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ นักลงทุนและผู้บริหารได้รับข้อมูลข่าวสารของกิจการไม่เท่าเทียมกัน ผู้บริหารซึ่งถือเป็นบุคคลภายในกิจการ ย่อมจะทราบถึงข้อมูลภายในเกี่ยวกับการประกอบการของกิจการได้มากกว่านักลงทุนหรือบุคคลภายนอก ดังนั้น หากกิจการประกาศจ่ายเงินปันผลในจำนวนหรืออัตราที่นักลงทุนคาดการณ์ไว้ นั่นคือ เป็นการส่งสัญญาณในทางบวกว่าผู้บริหารน่าจะคาดการณ์ว่ากำไรจากการดำเนินงานในอนาคตจะสูงขึ้น และเพียงพอที่จะนำไปสร้างการเจริญเติบโตให้กิจการในระยะยาวได้ ภายหลังจากการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นสามัญแล้ว ดังนั้น ตลาดจะตอบสนองต่อสัญญาณการประกาศจ่ายเงินปันผลในทางบวกคือ ราคาหุ้นสามัญของบริษัทหรือกิจการจะเพิ่มสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม หากการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นนี้มาจากการที่กิจการไม่มีโครงการลงทุนที่ดีและนักลงทุนรับทราบข้อมูล ตลาดก็อาจตอบสนองในทิศทางตรงกันข้ามคือ ราคาหุ้นสามัญอาจลดลงจากการประกาศจ่ายเงินปันผลก็ได้

ในทางตรงกันข้าม หากกิจการประกาศจ่ายเงินปันผลในจำนวนที่ลดลง นักลงทุนอาจจะถือเป็นสัญญาณจากผู้บริหารถึงกำไรที่คาดว่าจะได้รับน้อยลงในอนาคต แต่ถ้าการลดลงของเงินปันผลมาจากการมีโครงการที่น่าสนใจให้ผลตอบแทนสูง และผู้ถือหุ้นจะได้เงินปันผลในอัตราที่สูงในอนาคต การจ่ายเงินปันผลด้น้อยลง อาจทำให้ราคาหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นได้ ประเด็นสำคัญของทฤษฎีนี้คือ การส่งสัญญาณด้วยการจ่ายเงินปันผลของผู้บริหารมีผลต่อนักลงทุนและราคาหุ้นสามัญของกิจการ

**3.7 Tax Preference Theory** Litzenberger และ Ramaswamy (1979) ได้นำเสนอแนวคิดที่ว่านักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นอาจมีความต้องการได้รับจำนวนเงินปันผลที่แตกต่างกัน อัตราการจ่ายเงินปันผลของกิจการที่เกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ทางภาษี นักลงทุนอาจชอบให้กิจการจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำมากกว่าระดับสูง เนื่องจากเมื่อนักลงทุนได้รับเงินปันผล จะต้องชำระภาษีทันที และอัตราที่สูงกว่า เมื่อเปรียบเทียบกับอัตราภาษีที่ถูกเรียกเก็บจากการขายหลักทรัพย์ ดังนั้น การจ่ายเงินปันผลของธุรกิจอาจต้องคำนึงถึงผลประโยชน์ทางภาษีที่ผู้ลงทุนจะได้รับ

**3.8 Clientele Effect** ระหว่างช่วงปี 1970s งานวิจัยและทฤษฎีเงินปันผลได้ปรากฏมากขึ้น และได้เสนอตัวแปรใหม่ ๆ ที่มีผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท เช่น ผลกระทบทางภาษี ความต้องการจำนวนเงินปันผล และรูปแบบของเงินปันผล เป็นต้น ในลักษณะเช่นนี้นักลงทุนแต่ละกลุ่มจะมีความชอบนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการที่แตกต่างกัน ซึ่งนักลงทุนเองสามารถเลือกลงทุนในกิจการให้สอดคล้องกับความต้องการเงินปันผลของแต่ละคนได้ แต่กิจการซึ่งไม่อาจตอบสนองต่อความต้องการของนักลงทุนทุกกลุ่มได้ ในเวลาเดียวกันก็ไม่ควรเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลบ่อยครั้งตามความต้องการของนักลงทุน แต่ควรกำหนดนโยบายเงินปันผลให้เหมาะสมกับกิจการมากที่สุดในระยะยาว

**3.9 Agency Theory** Jensen และ Meckling (1976) ได้พัฒนาทฤษฎีนี้ โดยพิจารณาบริษัทหรือกิจการในฐานะกลุ่มหรือชุดของข้อตกลง ซึ่งผู้ถือหุ้นถูกให้สิทธิต่อสินทรัพย์และกระแสเงินสดของกิจการ ผู้ถือหุ้นและผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนต่างพยายามที่จะรักษาผลประโยชน์ของตนให้สูงที่สุด การกระทำของทั้งสองฝ่ายเพื่อให้เกิดความสำเร็จนั้นอยู่ภายใต้มุมมองที่มีความแตกต่างกัน ซึ่งทำให้เกิดความแตกต่างและความขัดแย้งของทั้งสองฝ่าย เป็นที่แน่นอนว่าความขัดแย้งดังกล่าวต้องได้รับการกำจัดให้หมดไป การดำเนินการเพื่อลดความขัดแย้งย่อมก่อให้เกิดต้นทุนหรือที่เรียกว่า ต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) De Angelo et al. (2014) ได้สรุปว่ากิจการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลเพื่อลดต้นทุนตัวแทน หรืออาจเป็นการลดความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้นของผู้บริหารและผู้ถือหุ้น

สรุป แนวคิดและทฤษฎีที่นำมาประกอบในการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ ทฤษฎีของ Lintner และ Gordon, Gordon และ Shapiro, Modigliani และ Miller แนวคิดของ Walter, Litzenberger และ Ramaswamy, Jensen และ Meckling

## 4. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การอธิบายงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับนโยบายเงินปันผลจะแยกเป็นงานวิจัยในประเทศ และงานวิจัยต่างประเทศ ซึ่งอธิบายรายละเอียดได้ดังนี้

### 4.1 งานวิจัยในประเทศ

วลิตา พลาล่ำ (2555) ได้ทำการศึกษาปัจจัยทางการเงินที่มีผลต่อนโยบายและอัตราเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI จากการศึกษาพบว่า บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI มีราคาพาร์โดยเฉลี่ยเท่ากับ 1.1667 บาท มีมูลค่าทุนจดทะเบียน โดยเฉลี่ยเท่ากับ 282,181,774.65 บาท มีจำนวนหุ้นที่จดทะเบียน โดยเฉลี่ยเท่ากับ 282,181,774.65 หุ้น มีระยะเวลาการดำเนินงานหลังจดทะเบียน โดยเฉลี่ยเท่ากับ 46.0667 เดือน มีราคาหุ้น ณ ปัจจุบัน โดยเฉลี่ยเท่ากับ 3.7052 บาท มีกำไรสุทธิ โดยเฉลี่ยเท่ากับ 1,066,048.5152 บาท และมีจำนวนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยเฉลี่ยเท่ากับ 21.2321 คน บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI มีนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 43.5833 ของกำไรสุทธิ และมีอัตราเงินปันผลตอบแทน โดยเฉลี่ยเท่ากับ ร้อยละ 8.8640 ของกำไรสุทธิ และพบว่า ราคาพาร์ มูลค่าทุนจดทะเบียน จำนวนหุ้นจดทะเบียน ระยะเวลาการดำเนินงานหลังจดทะเบียน ราคาหุ้น ณ ปัจจุบัน กำไรสุทธิ และจำนวนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ไม่มีความสัมพันธ์กัน กับ นโยบายการจ่ายเงินปันผล และอัตราเงินปันผลตอบแทน แต่มูลค่าทุนจะทะเบียนกับอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI มีความสัมพันธ์กัน

ธมกร ธาราศรีสุทธิ และรพีสร เพ็ญเกษม (2557) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ของประเทศไทย จากการศึกษาพบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ทำการศึกษามีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 57.01 และ 5.85 ตามลำดับ นอกจากนี้ ยังพบว่านโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ถูกกำหนดโดยความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่อง กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน ขนาดของกิจการ การเจริญเติบโตของยอดขาย และโอกาสในการเจริญเติบโตของกิจการโดยความสามารถในการทำกำไรและการเจริญเติบโตของยอดขายมีอิทธิพลในเชิงลบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ในขณะที่สภาพคล่องมีอิทธิพลในเชิงบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล สำหรับอัตราเงินปันผลตอบแทน พบว่าสภาพคล่องและกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมีอิทธิพลในเชิงบวก ในขณะที่ขนาดของกิจการ การเจริญเติบโตของยอดขาย และโอกาสในการเจริญเติบโตของกิจการมีอิทธิพลในเชิงลบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน

นพดล สังข์ลาย (2559) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการศึกษาพบว่า การจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) คืออัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) และอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) มีค่าเฉลี่ยคิดเป็นร้อยละ 48.50 และ 3.27 ตามลำดับ และพบว่าอัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) และกระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท ในขณะที่อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้ามกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท สำหรับตัวแปรที่เหลือคือ ขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท

อรทิชา อินทาปัจ (2559) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จากการศึกษาพบว่า อัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ ร้อยละ 4.53 และอัตราการจ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 76.37 นอกจากนี้ จากการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณพบว่าอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในขณะที่อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนระหว่างราคาหุ้นกับมูลค่าทางบัญชีของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราเงินปันผลตอบแทนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติสำหรับอัตราการจ่ายเงินปันผล พบว่า ขนาดของกิจการเป็น

ปัจจัยเดียวที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

ณัฐธินิชา วุฒิอำพล (2560) ได้ทำการศึกษาอัตราการจ่ายเงินปันผลกับโอกาสในการเติบโตของบริษัท จากการศึกษาพบว่า อัตราการเติบโตของรายได้ อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี และสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล แต่ไม่มีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 แต่เมื่อเปลี่ยนตัวแปรตามเป็นการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล พบว่า อัตราการเติบโตของรายได้มีความสัมพันธ์ในทางลบอย่างไม่มีนัยสำคัญกับการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล ส่วนอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีและสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์ในทางบวกอย่างมีนัยสำคัญกับการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล

ภาณุพันธุ์ อุดมผล (2560) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย : กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มหุ้นสามัญขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการศึกษาพบว่า จากแบบจำลอง Pooled OLS ซึ่งแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุดแสดงให้เห็นว่า ผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้น ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ และอัตราการเติบโตของยอดขายเป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

นพดล ประยงค์จินดา (2560) ได้ทำการศึกษาการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai) จากการศึกษาพบว่า นักลงทุนมีการตอบสนองต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่ได้ประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างปี 2556 – 2559 แต่เมื่อทำการแบ่งกลุ่มจากการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผล พบว่านักลงทุนมีการตอบสนองต่อราคาหลักทรัพย์กลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อนเพียงกลุ่มเดียว ส่วนกลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเท่ากับปีก่อนและกลุ่มบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลลดลงจากปีก่อน ไม่สามารถสรุปได้ว่าการจ่ายเงินปันผลเท่ากับปีก่อนและลดลงจากปีก่อนส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์

กัลยานี ภาคอัท และชยงการ ภมรมาศ (2561) ได้ทำการศึกษาเงินปันผลและผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จากการศึกษาพบว่า 1) เงินปันผลต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนอยู่ระหว่าง 0.10 บาท ถึง 2.00 บาท ในขณะที่อัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญประมาณ -10.46% ถึง 153.7% 2) ปัจจัยกำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนคือ กำไรสะสม ความสามารถทำกำไร ขนาดของกิจการ และสภาพคล่อง และ 3) การจ่ายเงินปันผลไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ผลการศึกษารายงานว่า สัดส่วนเงินทุนส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียน

ปิยะพร สารสุวรรณ (2562) ได้ทำการศึกษาอัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีสารสนเทศ และการสื่อสาร (ICT) จากการศึกษาพบว่า อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งวัดด้วยอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01

นภาพร ลิขิตวงศ์ขจร (2562) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการศึกษาพบว่า 1) ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน การจ่ายปันผล และอัตราเงินปันผลตอบแทนมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ในอนาคต ในทางกลับกันความเสี่ยงทางการเงิน และอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ในอนาคต 2) ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ และการจ่ายปันผล มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payouts) ในอนาคต ในทางกลับกันความเสี่ยงทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payouts) ในอนาคต

#### 4.2 งานวิจัยต่างประเทศ

Werner R. Murhadi (2018) ได้ทำการศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผล เหตุการณ์ก่อนหน้าและผลกระทบต่อราคาหุ้น งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผลในตลาดหุ้นของชาวอินโดนีเซีย ทฤษฎีการส่งสัญญาณระบุว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลมีเนื้อหาข้อมูลที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้น การตรวจสอบทฤษฎีการส่งสัญญาณนั้นสัมพันธ์กับปรากฏการณ์การวิจัยในประเทศอื่น ๆ ที่ระบุว่าโดยร้อยละ บริษัท ที่จ่ายเงินปันผลเสื่อมลงและมีการกล่าวถึงสิ่งนี้ว่าเป็นปรากฏการณ์ของการจ่ายเงินปันผลที่หายไป สอบทฤษฎีของการส่งสัญญาณยังเกี่ยวข้องกับผลการวิจัยที่แสดงว่ามีหรือไม่มีอยู่จริงของอิทธิพลของนโยบายการจ่ายเงินปันผลต่อราคาหุ้น นอกจากนี้ ในการวิจัยครั้งนี้ยังดำเนินการตรวจสอบทฤษฎีหน่วยงาน การวิจัยทฤษฎีตัวแทนนี้ทดสอบอิทธิพลของ (1) กระแสเงินสดอิสระต่อราคาหุ้น (2) โครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อราคาหุ้น และ (3) โครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล งานวิจัยนี้ยังทดสอบทฤษฎีวิถีชีวิตซึ่งเห็นอิทธิพลของวิถีชีวิตของบริษัทต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล บริษัทที่เข้าสู่ระยะการเติบโตมักจะจ่ายเงินปันผลมากขึ้น เมื่อเทียบกับบริษัทที่ครบกำหนดงานวิจัยนี้ใช้วิธีเชิงปริมาณโดยใช้วิธีวิเคราะห์เส้นทาง งานวิจัยนี้ใช้ตัวอย่างในรูปแบบบริษัทจ่ายเงินปันผลสำหรับปี 2538 - 2548 ซึ่งจดทะเบียนใน PT ตลาดหลักทรัพย์จาการ์ตา ตัวอย่างสุดท้ายที่ใช้ในการวิจัยนี้มีค่าเท่ากับการสังเกต

1052 ปี งานวิจัยนี้ยังทดสอบความไว เพิ่มเวลาจาก 1 วันที่พิเศษรุ่นกลายเป็น 5 และ 10 วัน นอกจากการทดสอบความไวแล้ว ยังดำเนินการเปลี่ยนรูปแบบตลาดให้กลายเป็นตัวแบบปรับค่าเฉลี่ยในการกำหนดผลตอบแทนที่คาดหวัง ผลการวิจัยพบว่าทฤษฎีการส่งสัญญาณยังคงมีอิทธิพลต่อการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น นอกจากนี้ ผลการวิจัยยังสนับสนุนทฤษฎีของตัวแทนที่ Jensen บอกในการเห็นอิทธิพลของกระแสเงินสดอิสระต่อราคาหุ้น สำหรับอิทธิพลของโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อราคาหุ้น ผลลัพธ์สนับสนุนข้อแย้งที่ยึดถือมัน ในขณะที่อิทธิพลของโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลพบว่าเป็นผลที่ไม่สนับสนุนทฤษฎีหน่วยงาน ทฤษฎีวิวัฒนาการชีวิตในงานวิจัยนี้ได้มาจากผลการวิจัยซึ่งเป็นการยืนยันการวิจัยก่อนใคร ๆ ที่มีอิทธิพลวงจรชีวิตบริษัทสู่นโยบายการจ่ายเงินปันผล

Ong Chun Lin, Hassanudin Mohd Thas Thaker, Ahmad Khaliq and Mohamed Asmy Mohd Thas Thaker (2018) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดอสังหาริมทรัพย์มาเลเซีย จากการศึกษาพบว่า การจ่ายเงินปันผลมีนัยสำคัญ มีความสัมพันธ์เชิงลบกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของ และความสัมพันธ์เชิงบวกในการคืนทุนอย่างรวดเร็วอัตราส่วนและการศึกษากระตุ้นให้เพิ่มประสิทธิภาพวรรณกรรมเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดเงินปันผลโดยเฉพาะในบริบทของมาเลเซีย

Ayu Aulia Rahma and Andam Dewi Syari (2018) ได้ทำการศึกษาปัจจัยที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลระยะยาวการวิเคราะห์ธรรมาการของ BUKU EMPAT ในช่วงปี 2551 – 2560 งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อสำรวจและวิเคราะห์อิทธิพลจากอัตราส่วนเงินกองทุน อัตรากำไรสุทธิ อัตราส่วนเงินกู้ต่อเงินฝาก และสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของธนาคารที่จดทะเบียนในชื่อ Buku Empat 2008-2017 รวบรวมตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้ ด้วยวิธีการเชิงปริมาณ ตัวอย่างที่ได้รับและนำไปใช้ ได้แก่ Mandiri Bank, BRI, BNI และ BCA โดยมีระยะเวลาสังเกต 10 ปี การวิจัยข้อมูลเป็นข้อมูลทุติยภูมิ โดยวิธีการวิเคราะห์ข้อมูลแบบกลุ่ม ผลการวิจัยพบว่าอัตราส่วนเงินกองทุนที่เกี่ยวข้องมีอิทธิพลเชิงบวกและมีนัยสำคัญต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิมีผลในทางลบและมีนัยสำคัญต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราส่วนเงินกู้ต่อเงินฝากมีผลกระทบทางลบและมีนัยสำคัญต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล สินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้มีผลบวก และผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล



Nasir Nadeema, Adnan Bashirb and Muhammad Usman (2018) ได้ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของธนาคาร หลักฐานจากปากีสถาน การศึกษานี้ตรวจสอบปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของภาคการธนาคารของปากีสถานตั้งแต่ปี 2548 ถึง พ.ศ. 2558 โดยการใช้เทคนิคข้อมูลแฝงข้อมูล ผลการศึกษานี้เผยให้เห็นว่าความสามารถในการทำกำไร โอกาสในการลงทุน และเงินปันผลในปีที่แล้วมีผลในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญต่อการจ่ายเงินปันผลของธนาคารในปากีสถาน ในขณะที่การเติบโต และอัตราส่วนเงินกู้ยืมมีผลกระทบในทางลบอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ ผลการศึกษานี้ยังเน้นย้ำว่าปีที่แล้ว การจ่ายเงินปันผลเป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดที่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของธนาคาร ผลการวิจัยพบว่าปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลไม่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ อัตราการจ่ายก่อนและหลังวิกฤตการณ์ทางการเงิน นอกจากนี้ การเปลี่ยนจาก Basel II เป็น Basel III ตามกฎระเบียบด้านเงินทุนไม่ได้ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของธนาคารในปากีสถาน ผลการศึกษาสนับสนุนสมมติฐานการปรับให้เรียบการจ่ายเงินปันผล ทฤษฎีวิถีจักรชีวิต ทฤษฎีสัญญา และทฤษฎีลำดับการจิก

Dr. Zayol Patrick I, Mr. Mya Ayangealu Theophilus and Miss. Muolozie Mirian (2017) ได้ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทปิโตรเลียมในประเทศไนจีเรีย การศึกษานี้ประเมินปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทปิโตรเลียมในประเทศไนจีเรีย ขอบเขตการทำกำไร ขนาดของบริษัท สภาพคล่องและอัตรากำไรที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทปิโตรเลียมในไนจีเรีย ทำให้เกิดงานวิจัยชิ้นนี้ ด้วยเหตุนี้ จึงได้ข้อมูลมาจากบริษัทปิโตรเลียมเก้าแห่งในไนจีเรียระหว่างปี 2554-2557 วิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์การถดถอย ผลการศึกษาพบว่าขนาดของ บริษัท สภาพคล่องและอัตรากำไรไม่ส่งผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทปิโตรเลียมในไนจีเรีย ในขณะที่การทำกำไรพบว่า มีผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทปิโตรเลียมในไนจีเรีย การศึกษาสรุปว่าความสามารถในการทำกำไรเป็นหนึ่งในปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่พิจารณามากที่สุดโดยบริษัทปิโตรเลียมที่จดทะเบียนในไนจีเรีย การศึกษาแนะนำว่านักลงทุนในอุตสาหกรรมปิโตรเลียมที่ต้องการจ่ายเงินปันผลทุกปีควรลงทุนในบริษัทที่ทำกำไรได้มากกว่าเนื่องจากมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลมากขึ้น

Daniel Francisco Vancin and Jairo Laser Procianoy (2016) ได้ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดการจ่ายเงินของเงินปันผล ผลของกฎหมายและสัญญาบังคับขั้นต่ำในบริษัทบราซิล การศึกษานี้พยายามที่จะระบุผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลที่บังคับในปัจจัยของบริษัทที่จดทะเบียนใน BM&FBovespa เพื่อจ่ายเงินปันผล ซึ่งแสดงให้เห็นว่าวิธีการที่เสนอนั้นเป็นอีกก้าวหนึ่งในการไล่ตามปัจจัยเหล่านี้ ซึ่งสะท้อนความเป็นจริงของความเต็มใจที่จะจ่ายจริง เพื่อให้บรรลุสิ่งนี้

จึงใช้โมเดลโทบิต พร้อมตัวแปรเครื่องมือ โดยแยกตัวอย่างออกเป็นสามกลุ่ม: กลุ่มตัวอย่างที่สมบูรณ์ กลุ่มด้านบน และกลุ่มขั้นต่ำ ทั้งหมดถูกวิเคราะห์ 1531 การจ่ายเงินปันผลระหว่างปี 2550-2556 พบว่ามีหลักฐานเชิงประจักษ์ที่ชัดเจนว่าบริษัทจ่ายเงินปันผลเหนือคุณสมบัติบังคับที่กำหนดปัจจัยที่แตกต่างกันของผู้จ่ายเพียงส่วนนี้ ดังนั้น การมีอยู่ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างที่จ่ายเฉพาะอติพลของเงินปันผลบังคับบนค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย ส่งผลให้เกิดอคติที่สำคัญสำหรับตัวกำหนดการจ่ายเงินปันผลในบราซิล เนื่องจากบริษัทที่จ่ายเกินกว่าข้อบังคับเป็นผู้กำหนดที่แท้จริงของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล เนื่องจากบริษัทจ่ายเฉพาะส่วนบังคับเพียงปฏิบัติตามกฎหมายเท่านั้น

Ishtiaq Ahmad and Muhammad Fahid Muqaddas (2016) ได้ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล การศึกษาเชิงประจักษ์ของภาคการธนาคารของปากีสถาน วิธีหนึ่งที่ดีในการสื่อสารผลการดำเนินงานของธนาคารแก่ผู้ถือหุ้นคือการจ่ายเงินปันผล การศึกษานี้พยายามสำรวจอติพลของประสิทธิภาพทางการเงิน ความปลอดภัย ความเสี่ยง และผลกำไรต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลโดยใช้ข้อมูลแผง 10 เิงพาณิชย์ ธนาคารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ปากีสถาน (PSX) เป็นระยะเวลา 9 ปีระหว่างปี 2549 ถึง พ.ศ. 2557 เทคนิคการถดถอยแบบแผงใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล การวิเคราะห์แสดงให้เห็นความสัมพันธ์เชิงบวกของอัตราการจ่ายเงินปันผลกับความปลอดภัยและความสามารถในการทำกำไรในภาคการธนาคารของปากีสถาน การศึกษาระบุความสัมพันธ์เชิงลบของมาตรการการจ่ายเงินปันผลที่มีประสิทธิภาพทางการเงินและความเสี่ยง ผลลัพธ์แสดงให้เห็นความสัมพันธ์ที่มีนัยสำคัญทางสถิติของความปลอดภัย ความเสี่ยง และความสามารถในการทำกำไรพร้อมอัตราการจ่ายเงินปันผล จากการค้นพบนี้ สรุปได้ว่ามาตรการด้านความปลอดภัย ความเสี่ยง และความสามารถในการทำกำไรเป็นมาตรการที่ค่อนข้างแข็งแกร่งในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล ผลลัพธ์ที่ได้แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่าธนาคารมีความปลอดภัยมากขึ้น อัตราการจ่ายที่ธนาคารมีมากขึ้น นอกจากนี้ ธนาคารที่มีความสามารถในการทำกำไรสูงกว่าและสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPLs) ต่ำกว่าจะจ่ายเงินปันผลมากขึ้น

Matthias Nhadi, Nyema Wogboroma and Bariyima Kabel (2013) ได้ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แอฟริกา การศึกษาแสดงให้เห็นว่าวรรณกรรมเชิงทฤษฎีที่มีอยู่จำนวนมากเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลสามารถนำไปใช้กับตลาดทุนเกิดใหม่ของแอฟริกาได้ การใช้ข้อมูลทางการเงินที่มีอยู่ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ 29 แห่งในแอฟริกา การศึกษาพบว่าความคล้ายคลึงกันในการจ่ายกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในแอฟริกากับบริษัทในประเทศที่พัฒนาแล้วส่วนใหญ่ โดยเฉพาะอย่างยิ่ง ค่าใช้จ่ายของหน่วยงานพบว่าเป็นตัวกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่โดดเด่นที่สุดในบรรดาบริษัทในแอฟริกา การค้นพบนี้ไม่ตรงกันกับตลาดทุนเกิดใหม่ซึ่งมีความเข้มข้นสูงในการเป็นเจ้าของส่วนตัวและปริมาณการซื้อขาย ทฤษฎีต้นทุนหน่วยงานอาจมีความสำคัญทั้งในตลาดทุน

เกิดใหม่และตลาดทุนที่พัฒนาแล้ว แต่ลักษณะของปัญหาหน่วยงานอาจแตกต่างกันในแต่ละกรณี ปัจจัยอื่น ๆ เช่น ระดับของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด อายุและการเติบโตของบริษัท ตลอดจนความสามารถในการทำกำไรก็มีบทบาทสำคัญในนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในแอฟริกาที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

Hellström & Inagambaev (2012) ได้ทำการศึกษาในเรื่องปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาคือหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดขนาดใหญ่และกลางในประเทศสวีเดน ข้อมูลที่นำมาศึกษานั้นเป็นข้อมูลรายปีในช่วงเวลาระหว่าง พ.ศ. 2549-2553 โดยการแบ่งขนาดของบริษัท ออกตามมูลค่าของราคาตลาด มีเกณฑ์ดังนี้ หลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดขนาดใหญ่คือ บริษัทที่มีมูลค่ามากกว่า 1 พันล้านยูโร และหลักทรัพย์ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดขนาดใหญ่คือ บริษัทที่มีมูลค่ามากกว่า 150 ล้านยูโร ถึง 1 พันล้านยูโร นอกจากการแบ่งขนาดของบริษัทตามมูลค่าหลักทรัพย์แล้ว ยังมีการแบ่งเป็นกลุ่มบริษัทที่อยู่ในภาคการเงินและไม่ได้อยู่ในภาคการเงิน โดยที่ตัวแปรตามได้แก่ อัตราการจ่ายเงินปันผล และตัวแปรอิสระได้แก่กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) อัตราการเติบโตของยอดขาย (Growth in Sales) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio) กำไรขั้นต้นต่อสินทรัพย์รวม (EBIT/ Total Assets) ความเสี่ยงหรือค่าเบต้า (The Riskiness of The Stock Compared To The Market) และมูลค่าตามราคาตลาด (Market Capitalization) ซึ่งผลลัพธ์ที่ได้คือ มูลค่าตามราคาตลาดขนาดใหญ่ในกลุ่มนอกเหนือการเงินมีตัวแปรอิสระที่ส่งผลต่อ อัตราการจ่ายเงินปันผล ได้แก่กระแสเงินสดอิสระมีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกัน และอัตราการเติบโตของยอดขายมีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางตรงกันข้าม มูลค่าตาม ราคาตลาดขนาดใหญ่และขนาดกลางในกลุ่มการเงินไม่มีตัวแปรอิสระใดที่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล มูลค่าตามราคาตลาดขนาดกลางในกลุ่มนอกเหนือการเงินมีตัวแปรอิสระที่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ได้แก่กระแสเงินสดอิสระ อัตราการเติบโตของยอดขาย อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และความเสี่ยงหรือค่าเบต้ามีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางตรงกันข้าม แต่กำไรขั้นต้น ต่อสินทรัพย์รวมและมูลค่าตามราคาตลาดมีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกัน

Jaratin Lily, Sundar Venkatesh and Thumwimon Suksem (2009) ได้ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดการจ่ายเงินปันผลในประเทศไทย บทความนี้ตรวจสอบผลกระทบของความเสี่ยง (ความแปรปรวนของกำไร) กระแสเงินสด โอกาสในการลงทุน (มูลค่าตลาดต่อมูลค่าทางบัญชี) ขนาดบริษัท (มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด) เพอร์เซ็นต์ของผู้ถือหุ้นรายใหญ่และอัตราส่วนหนี้สินทางการเงิน (อัตราส่วนหนี้สิน) ต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท SET100 ของประเทศไทย ผลปรากฏว่าความมั่นคงของรายได้ (proxy Risk) และอิทธิพลทางการเงินมีความเกี่ยวข้องผกผันอย่างมากกับอัตราส่วนการจ่ายของบริษัท Ks นอกจากนี้ยังบอกเป็นนัยว่านโยบายการจ่ายเงินปันผล

โดยไม่คำนึงถึงกระแสเงินสดของบริษัท โอกาสในการลงทุน ขนาดของบริษัท และต้นทุนของหน่วยงาน ความหมายของการศึกษานี้คือนโยบายการจ่ายเงินปันผลมีความสำคัญ และฝ่ายบริหารไม่สามารถตัดสินใจเรื่องเงินปันผลได้ หากไม่คำนึงถึงการรวมกลยุทธ์ทางธุรกิจ ซึ่งรวมถึงการตัดสินใจด้านการเงินและการลงทุน

Ahmed, Hafeez, Javid and Attiya Yasmin (2008) ได้ทำการศึกษาปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลในปากีสถาน การศึกษานี้ตรวจสอบและปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน 320 แห่งที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์การาจีระหว่างช่วงปี 2544 ถึง 2549 สำหรับการวิเคราะห์ เราใช้แบบจำลองการจ่ายเงินปันผลของ Lintner (1956) และรูปแบบเพิ่มเติมในการตั้งค่าแบบไดนามิก ผลลัพธ์ดังกล่าวสนับสนุนอย่างต่อเนื่องว่าบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงินในปากีสถานที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์พึ่งพาทั้งรายได้ต่อหุ้นในปัจจุบันและเงินปันผลต่อหุ้นในอดีตเพื่อกำหนดการจ่ายเงินปันผล อย่างไรก็ตามเงินปันผลมีแนวโน้มที่จะอ่อนไหวต่อรายได้ในปัจจุบันมากกว่าเงินปันผลครั้งก่อน บริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงินที่อยู่ในรายการซึ่งมีการปรับความเร็วสูงและอัตราการจ่ายเป้าหมายต่ำ แสดงให้เห็นถึงความไม่แน่นอนในการทำให้การจ่ายเงินปันผลเป็นไปอย่างราบรื่น เพื่อหาปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล การถดถอยแบบไดนามิกได้ดำเนินการแล้ว พบว่าบริษัทที่ทำกำไรซึ่งมีกำไรสุทธิที่มีเสถียรภาพมากขึ้นสามารถจ่ายกระแสเงินสดอิสระได้มากขึ้นและจ่ายเงินปันผลมากขึ้น นอกจากนี้ความเข้มข้นของความเป็นเจ้าของและสภาพคล่องของตลาดยังส่งผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ โอกาสในการลงทุนและอิทธิพลมีผลกระทบในทางลบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดและขนาดของบริษัทมีผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งแสดงให้เห็นว่าบริษัทต้องการลงทุนในทรัพย์สินของตนมากกว่าการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น

สรุปจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในประเทศและต่างประเทศ จะพบว่าปัจจัยที่กำหนดเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน ประกอบด้วย 1) สภาพคล่อง 2) ขนาดของกิจการ 3) อัตราการเติบโตของยอดขาย 4) กำไรสะสม 5) ความสามารถทำกำไร 6) โอกาสในการลงทุน 7) ระดับของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด 8) อายุและการเติบโตของบริษัท 9) กระแสเงินสดอิสระ 10) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ 11) ค่าเบต้า เป็นปัจจัยที่กำหนดเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน

## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการศึกษา

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้เพื่อศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยมีขั้นตอนและการดำเนินการตามลำดับดังนี้

1. กำหนดประชากร
2. เก็บรวบรวมข้อมูล
3. คำนวณค่าสถิติของตัวแปร
4. ใช้สมการถดถอยในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel Data
5. วิเคราะห์ผลการศึกษา

#### 1. การกำหนดประชากร

ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนทั้งในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยการศึกษาในครั้งนี้จะเลือกเฉพาะบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนและเป็นไปตามเงื่อนไขของการศึกษา และจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องกันในช่วงปี พ.ศ. 2561 ถึงปี พ.ศ. 2563 เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 3 ปี สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วนและเป็นไปตามเงื่อนไขของการศึกษามีจำนวน 40 บริษัท รวม 120 ข้อมูล

#### 2. การเก็บรวบรวมข้อมูล

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) แบบ Panel Data Analysis โดยข้อมูลที่เก็บรวบรวมเป็นข้อมูลรายปี ซึ่งมีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วน โดยเก็บข้อมูลทั้งหมดมาจากฐานข้อมูล SETSMART และฐานข้อมูลจากเว็บไซต์ [www.settrade.com](http://www.settrade.com) ซึ่งประกอบด้วยตัวแปรอิสระและตัวแปรตามดังนี้

## 2.1 ตัวแปรอิสระ มี 6 ตัวแปร คือ

- 1) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio: CR) หมายถึง อัตราส่วนระหว่างสินทรัพย์หมุนเวียน และหนี้สินหมุนเวียน
- 2) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) หมายถึง อัตราส่วนทางการเงินระหว่างกำไรสุทธิกับสินทรัพย์รวม
- 3) อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Cash Flow Operating to Total Asset: CFO) หมายถึง อัตราส่วนระหว่างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม
- 4) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: DE) หมายถึง อัตราส่วนระหว่างหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น
- 5) อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth: SG) หมายถึง อัตราการเจริญเติบโตของธุรกิจ คำนวณจากยอดขายปัจจุบันลบด้วยยอดขายปีก่อน แล้วหารด้วยยอดขายของปีก่อน
- 6) ขนาดของกิจการ (SIZE) หมายถึง ขนาดของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งวัดจากมูลค่าของสินทรัพย์รวม

## 2.2 ตัวแปรตาม มี 1 ตัวแปร คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout: DP)

## 3. การคำนวณค่าสถิติของตัวแปร

จากข้อมูลของตัวแปรที่นำมาใช้ในการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ ได้นำมาคำนวณค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่ามัธยฐาน เพื่อนำมาอธิบายภาพรวมของแต่ละตัวแปร

## 4. การใช้สมการถดถอยในการวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Panel Data

จากการศึกษาค้นคว้าครั้งนี้ได้นำสมการถดถอยลักษณะ Panel Data Analysis ทั้งแบบ Pooled Ordinary Least Square, Fixed Effects, Random Effects และ Hausman Test เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สามารถอธิบายได้ ดังนี้

**4.1 จากตัวแบบ Pooled Ordinary Least Square (OLS)** คือการวิเคราะห์กำหนดตัวแปรทุกตัวคงที่ ซึ่งไม่สนใจว่าจะได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกเฉพาะตัวที่ความแตกต่างกันสามารถสร้างสมการ เพื่อวิเคราะห์นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้ดังนี้

$$DP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CR_{it} + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 CFO_{it} + \alpha_4 DE_{it} + \alpha_5 SG_{it} + \alpha_6 Size_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

เมื่อ

- $DP_{it}$  = อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$   
 $CR_{it}$  = อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$   
 $ROA_{it}$  = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$   
 $CFO_{it}$  = อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$   
 $DE_{it}$  = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$   
 $SG_{it}$  = อัตราการเติบโตของยอดขายของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$   
 $SIZE_{it}$  = ขนาดของกิจการของบริษัท  $i$  ในปีที่  $t$   
 $\alpha$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร  
 $\varepsilon_{it}$  = ค่าความคลาดเคลื่อน

**4.2 การใช้สมการ OLS** ในข้อ 4.1 กับข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาในการศึกษาคั้งนี้ เป็นไปได้ที่จะเกิดผลกระทบของตัวแปรของแต่ละบริษัทที่แฝงอยู่นอกสมการ (Unobserved Effects) ที่จะส่งผลต่อตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม อัตราการจ่ายเงินปันผล โดยตัวแปรที่ไม่ได้นำมาอยู่ในสมการดังกล่าว เป็นตัวแปรที่มีค่าคงที่เสมอไม่ว่าเวลาจะเปลี่ยนแปลงไปอย่างไร ผลกระทบดังกล่าวอาจเรียกว่า Omitting a Time - Invariant Variable Effects ซึ่ง Unobserved Effects นี้คือ Company Effects (Wooldridge 2003) ดังนั้น เพื่อขจัดปัญหาดังกล่าว ใน การศึกษา คั้งนี้ จึงใช้สมการถดถอยแบบ Fixed Effects โดยกำหนดให้  $a_i$  คือ ตัวแปรแฝงที่อยู่ภายนอกทั้งหมดซึ่งส่งผลต่อตัวแปรอิสระ ซึ่งสามารถแสดงสมการถดถอยแบบ Fixed Effects (กัลยานี ภาคอัท และคณะ 2564) ได้ดังสมการที่ (2)

$$DP_{it} = \alpha_1 CR_{it} + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 CFO_{it} + \alpha_4 DE_{it} + \alpha_5 SG_{it} + \alpha_6 Size_{it} + a_i + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

เมื่อ  $a_i$  คือ ตัวแปรทั้งหมดที่อยู่นอกสมการที่ส่งผลต่อตัวแปรในสมการ

จากสมการที่ (2) ตามแนวคิดของ Wooldridge (2003) ถ้า  $a_i$  มีความสัมพันธ์กับตัวแปรหนึ่งตัวแปร หรือมากกว่าในสมการ แสดงว่าสมการถดถอยแบบ Fixed Effects มีความเหมาะสมในทางตรงกันข้าม ถ้า  $a_i$  ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งในสมการตลอดระยะเวลาทั้งหมด สมการถดถอยแบบ Random Effects จะเหมาะสมกว่า ตามแนวคิดของตัวแบบ Random Effects นั้น  $a_i$  ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรในสมการ แต่จะพิจารณาว่า  $a_i$  เป็นส่วนหนึ่งของความคลาดเคลื่อน (Residual Term) หรือเรียกว่า Composite Error Time ซึ่ง  $V_{it}$  มีค่าเท่ากับ  $a_i + \varepsilon_{it}$  (Wooldridge 2003) ดังนั้น สมการถดถอยแบบ Random Effects แสดงได้ดังสมการที่ (3)

$$DP_{it} = \alpha_1 CR_{it} + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 CFO_{it} + \alpha_4 DE_{it} + \alpha_5 SG_{it} + \alpha_6 Size_{it} + V_{it} \dots \dots \dots (3)$$

เมื่อ  $V_{it}$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อนใหม่ที่นำ  $a_i$  ไปรวมกับค่าความคลาดเคลื่อนจากสมการ Fixed Effects ( $V_{it} = a_i + \varepsilon_{it}$ )

**4.3 การใช้ Hausman Test** เพื่อทดสอบตัวแบบสมการถดถอยว่า ควรเลือกใช้ตัวแบบใดที่เหมาะสมกับข้อมูล Panel ชุดที่ทำการศึกษา โดยจะทดสอบว่าสมการถดถอยแบบ Random Effects มีความเหมาะสมสำหรับชุดข้อมูลหรือไม่สมมติฐานของ Hausman Test แสดงได้ดังนี้

$H_0$ : สมการถดถอยแบบ Random Effects มีความเหมาะสม

$H_1$ : สมการถดถอยแบบ Random Effects ไม่มีความเหมาะสม

ถ้าค่าสถิติ Hausman Test มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (ระดับนัยสำคัญ 5%) แสดงว่าสมการถดถอยแบบ Random Effects ไม่เหมาะสม กล่าวคือ สามารถปฏิเสธสมมติฐานหลัก และนั่นหมายถึงว่า สมการถดถอยแบบ Fixed Effects เหมาะสมกว่า จากการใช้ Hausman Test จะได้ว่าค่า p value เท่ากับ 0.2845 (อ้างอิงจากภาคผนวก) จึงสรุปได้ว่า สมการถดถอยแบบ Random Effects เหมาะสม สำหรับการวิเคราะห์นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ซึ่งแสดงสมการได้ ดังนี้

$$DP_{it} = \alpha_1 CR_{it} + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 CFO_{it} + \alpha_4 DE_{it} + \alpha_5 SG_{it} + \alpha_6 Size_{it} + V_{it} \dots \dots (4)$$



## 5. วิเคราะห์ผลการศึกษา

การอธิบายผลการศึกษายกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนที่ 1 ผลการศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ



## บทที่ 4

### ผลการศึกษา

การอธิบายผลการศึกษาก่อนนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แบ่งเป็น 2 ส่วน ดังต่อไปนี้

ส่วนที่ 1 ผลการศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

#### ส่วนที่ 1 ผลการศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

การอธิบายผลการศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งวัดโดยอัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และปัจจัยที่เกี่ยวข้องจะอธิบายในลักษณะสถิติเชิงพรรณนา ซึ่งแสดงได้ดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 สถิติเชิงพรรณนาของอัตราการจ่ายเงินปันผลและตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

ตัวแปร	จำนวนข้อมูล (N)	( $\bar{X}$ )	(S.D.)	(Max)	(Min)	(Me)
DP (%)	120	63.89	25.10	99.99	0.54	68.01
CR (เท่า)	120	2.31	1.63	9.19	0.46	1.75
ROA (%)	120	10.16	7.25	37.00	1.40	8.40
CFO (เท่า)	120	0.12	0.12	0.42	-0.20	0.12
DE (เท่า)	120	0.96	0.91	4.99	0.11	0.65
SG (%)	120	3.64	18.40	74.56	-61.28	3.13
SIZE	120	7.24	0.63	9.07	6.12	7.17

ตารางที่ 4.1 แสดงข้อมูลค่าเฉลี่ย ( $\bar{X}$ ) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ค่าสูงสุด (Max) ค่าต่ำสุด (Min) และค่ามัธยฐาน (Me) ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาโดยพบว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งวัดได้โดย อัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) มีค่าเฉลี่ยประมาณร้อยละ 63.89 (S.D. = 25.10) ค่าสูงสุดร้อยละ 99.99 ต่ำสุดร้อยละ 0.54 และค่ามัธยฐานร้อยละ 68.01 ส่วนอัตราส่วนเงินลงทุนหมุนเวียน (CR) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 2.31 เท่า (S.D. = 1.63) โดยค่าสูงสุดอยู่ที่ 9.19 เท่า ต่ำสุด 0.46 เท่า และค่ามัธยฐานประมาณ 1.75 เท่า ส่วนอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าเฉลี่ยประมาณร้อยละ 10.16 (S.D. = 7.25) โดยค่าสูงสุดร้อยละ 37 ต่ำสุดร้อยละ 1.40 และค่ามัธยฐานร้อยละ 8.40 เมื่อพิจารณาถึงอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.12 เท่า (S.D. = 0.12) โดยค่าสูงสุดอยู่ที่ 0.42 เท่า ต่ำสุดมีค่าเป็นลบ 0.20 เท่า และค่ามัธยฐาน 0.13 เท่า ตามลำดับ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) มีค่าเฉลี่ยประมาณ 0.96 เท่า (S.D. = 0.91) โดยค่าสูงสุดถึง 4.99 เท่า ในขณะที่อัตราส่วนต่ำสุด คือ 0.11 เท่า และค่ามัธยฐาน 0.65 เท่า สำหรับอัตราการเติบโตของยอดขาย (SG) มีค่าเฉลี่ยประมาณร้อยละ 3.64 (S.D. = 18.40) โดยค่าสูงสุดร้อยละ 74.56% ต่ำสุดมีค่าเป็นลบ ร้อยละ 61.28 และค่ามัธยฐานร้อยละ 3.13 ส่วนขนาดของกิจการ (SIZE) แสดงในลักษณะของค่า log โดยค่าเฉลี่ย คือ 7.24 (S.D. = 0.63) โดยค่าสูงสุด คือ 9.07 เท่า ต่ำสุด 6.12 และค่ามัธยฐานเท่ากับ 7.17

กล่าวโดยสรุป จากตารางที่ 4.1 ข้างต้นแสดงให้เห็นว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วง 3 ปี มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลต่ำสุดเท่ากับ ร้อยละ 0.54 ของกำไรสุทธิ คือ บริษัท เอ็กโซติก ฟู้ด จำกัด (มหาชน) โดยการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น 0.16 บาท มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลสูงสุด เท่ากับ ร้อยละ 99.99 ของกำไรสุทธิ คือ บริษัท เน็ตเบย์ จำกัด (มหาชน) โดยการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นสูงสุด 0.97 บาท และมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลโดยเฉลี่ย เท่ากับ ร้อยละ 63.89 ของกำไรสุทธิ

## ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลผลสมการถดถอย ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ แสดงได้ดังตารางที่ 4.2

ตารางที่ 4.2 ผลของสมการถดถอย  $DP_{it} = \alpha_1 CR_{it} + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 CFO_{it} + \alpha_4 DE_{it} + \alpha_5 SG_{it} + \alpha_6 Size_{it} + V_{it}$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	P-value
C	105.8254	41.2056	2.5682	0.0115
CR	1.0185	1.8373	0.5543	0.5805
ROA	-0.5986	0.4010	-1.4924	0.1384
CFO	24.2969	17.0468	1.4253	0.1568
DE	8.0598	3.9314	2.0500	0.0427*
SG	0.1334	0.0888	1.5020	0.1359
SIZE	-6.7963	5.6735	-1.1978	0.2335

\* นัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

Panel (Balanced) Observation: 120

Cross-section included: 40

ตารางที่ 4.2 แสดงผลของสมการถดถอยที่ใช้อัตราการจ่ายเงินปันผล วิเคราะห์ปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ให้ข้อมูลว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยมีความสัมพันธ์ในทางบวกต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ณ ระดับนัยสำคัญ ทางสถิติที่ 0.05 ด้วยค่า p-value เท่ากับ 0.04 ในขณะที่ปัจจัยอื่น ซึ่งได้แก่ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) อัตราการเติบโตของยอดขาย (SG) และขนาดของกิจการ (SIZE) ไม่แสดงความสัมพันธ์ต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลแต่อย่างใด ซึ่งอธิบายได้ว่า เมื่ออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) เพิ่มขึ้นอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนจะเพิ่มขึ้นด้วย ถ้าอัตราส่วนลดลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลก็ลดลง ดังนั้น จึงอาจสรุปได้ว่า ปัจจัยที่ส่งผลและเป็นตัวกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในช่วงเวลา 3 ปี ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2561 ถึง 31 ธันวาคม 2563 มีเพียงปัจจัยเดียวคือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

## บทที่ 5

# สรุปการศึกษา อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

### 1. สรุปการศึกษา

การศึกษาศึกษาครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ (1) เพื่อศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และ (2) เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จำนวน 40 บริษัท สำหรับระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 3 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 ถึงปี พ.ศ. 2563 โดยในการศึกษาครั้งนี้ ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาคือ ข้อมูลทุดีทึม ซึ่งประกอบด้วยข้อมูลของแต่ละตัวแปรเป็นข้อมูลที่มีค่าปกติครบถ้วน ได้แก่ ตัวแปรตาม คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout: DP) และตัวแปรอิสระ ประกอบด้วย อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio: CR) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operation Cash Flow to Total Assets: CFO) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: DE) อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth: SG) ขนาดของกิจการ (SIZE) โดยศึกษาบริษัทที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ใช้สมการถดถอยลักษณะ Panel Data Analysis แบบ Random Effects เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ผลการศึกษาสามารถสรุปได้ดังนี้

1) บริษัทจดทะเบียนทั้งหมดกำหนดนโยบายเงินปันผลโดย นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลต่ำสุด เท่ากับร้อยละ 0.54 ของกำไรสุทธิ และมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลสูงสุด เท่ากับ ร้อยละ 99.99 ของกำไรสุทธิ ซึ่งมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลโดยเฉลี่ย เท่ากับ ร้อยละ 63.89 ของกำไรสุทธิ

2) สำหรับปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DP) ส่วนอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (CR) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (CFO) อัตราการเติบโตของยอดขาย (SG) และขนาดของกิจการ (SIZE) ไม่ส่งผลกระทบต่อในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

## 2. อภิปรายผล

จากการผลการศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีปัจจัยที่ส่งผลและเป็นตัวกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่ามีเพียงปัจจัยเดียวคือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสัดส่วนเงินทุนหรืออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) เป็นปัจจัยที่สำคัญ ในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Hellström & Inagambaev (2012) ที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล และจากการค้นคว้างานวิจัยของนลินี เวชวิริยกุล (2551) พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่งในขณะที่ ตัวแปรอัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มูลค่าตามบัญชี ผลตอบแทนต่อ ส่วนผู้ถือหุ้น อัตราการเติบโตกระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ สินทรัพย์รวม และมูลค่าการส่งออก ไม่มีนัยสำคัญทางเศรษฐกิจ ซึ่งแตกต่างจากงานวิจัยของอรทิชา อินทาปัจ (2559) ที่กล่าวว่าปัจจัยต่าง ๆ เหล่านี้มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่ง อาจจะเป็นเพราะว่ากลุ่มข้อมูลตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามีการจ่ายเงินปันผลที่ไม่สม่ำเสมอ จึงส่งผลให้ ตัวแปรต่าง ๆ ที่กล่าวมาไม่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผล และงานวิจัยของปาลิตา นิยมฉวี (2560) ที่พบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมและเครื่องดื่มของประเทศไทย ประกอบด้วยตัวแปรดังนี้ อัตราการจ่ายเงินปันผล ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สินทรัพย์รวม กระแสเงินสดจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตของยอดขาย มูลค่าตามบัญชีและมูลค่าการส่งออกของอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม พบว่า หากอัตราส่วนหนี้สินเพิ่มสูงขึ้น จะมีผลทำให้อัตราการจ่ายเงินปันผลลดลง ส่วนตัวแปรอื่น ๆ ไม่มีผลกับการจ่ายเงินปันผล สรุปได้ว่าหากบริษัทมีหนี้สินสูงจะทำให้เกิดภาระในการจ่ายหนี้จำนวนมากทำให้ความสามารถในการจ่ายปันผลลดลงอีกด้วย และยังพบว่าผลซึ่งแตกต่างจากภาณุพันธุ์ อุดมผล (2560) ที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ไม่มีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้อาจเป็นเพราะความหลากหลายของประเภทและกลุ่มของหลักทรัพย์ที่ศึกษาแตกต่างกัน

จึงอธิบายได้ว่าจากการทบทวนวรรณกรรมและจากการศึกษาค้นคว้าในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในครั้งนี้ พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสัดส่วนเงินทุนหรืออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) เป็นปัจจัยที่สำคัญ ในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

### 3. ข้อเสนอแนะ

การเสนอข้อเสนอแนะจากการศึกษาในครั้งนี้ แยกออกเป็น 2 ส่วน ดังต่อไปนี้

#### 3.1 ข้อเสนอแนะจากผลการศึกษาครั้งนี้

3.1.1 ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยควรให้ความสำคัญกับนโยบายโครงสร้างเงินทุนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ค่อนข้างสูง ถึงสูงมาก

3.1.2 ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ควรกำหนดนโยบายการจัดการเงินทุนระยะยาวของบริษัท เพื่อกำหนดสัดส่วนของโครงสร้างเงินทุน ไม่ควรให้มีหนี้สินมากเกินไปแม้ว่าหนี้สินมากขึ้นจะมีผลทำให้สามารถจ่ายเงินปันผลได้มากขึ้นก็ตาม แต่ถ้ามีหนี้สินสูงขึ้น ความเสี่ยงทางการเงินจะเพิ่มขึ้นด้วย

#### 3.2 ข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป

3.2.1 การศึกษาครั้งนี้มีการใช้ตัวแปรอิสระจำนวน 6 ตัวแปร คือ อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current Ratio: CR) อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม (Return on Assets: ROA) อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (Operation Cash Flow to Total Assets: CFO) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to Equity Ratio: DE) อัตราการเติบโตของยอดขาย (Sales Growth: SG) ขนาดของกิจการ (SIZE) ซึ่งในการศึกษาครั้งต่อไปอาจมีการเพิ่มตัวแปรควบคุมขึ้น เพื่อดูว่าตัวแปรเหล่านั้นอาจมีผลกระทบต่อการวิเคราะห์การกำหนดนโยบายเงินปันผลหรือไม่

3.2.2 จากการทบทวนวรรณกรรม และงานวิจัยที่อ้างอิงในครั้งนี้พบว่ายังมีตัวแปรอีกมากมายที่มีผลต่อการกำหนดนโยบายเงินปันผลและการจ่ายเงินปันผลซึ่งในการศึกษาครั้งนี้ไม่ได้นำมาใช้ในการศึกษา เช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt to Total Asset) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (TAT) อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) เป็นต้น

บรรณานุกรม





## บรรณานุกรม

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2564). *บริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์*. สืบค้นเมื่อ 7 มิถุนายน 2564 จาก <http://www.setsmart.com>.
- สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (2564). *เอกสารเผยแพร่ของบริษัทที่ออกและเสนอขายหลักทรัพย์*. สืบค้นเมื่อ 7 มิถุนายน 2564 จาก <https://www.sec.or.th>.
- กัลป์ยานี ภาคออต. (2562). นโยบายเงินปันผล ใน *แนวทฤษฎีการศึกษาดูวิชาการจัดการการเงินขั้นสูงและการวิเคราะห์หลักทรัพย์* (หน่วยที่ 5, น. 5-3 ถึง 5-16). (พิมพ์ครั้งที่ 1). นนทบุรี: มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช, สาขาวิชาวิทยาการจัดการ.
- พิเชษฐ์ สิทธิโชคสกุลชัย. (2562). ต้นทุนเงินทุน โครงสร้างเงินทุน และนโยบายเงินปันผล ใน *แนวทฤษฎีการศึกษาดูวิชาการจัดการการเงินและการจัดการเชิงกลยุทธ์* (หน่วยที่ 5, น. 5-34 ถึง 5-44). (พิมพ์ครั้งที่ 1). นนทบุรี: มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช, สาขาวิชาวิทยาการจัดการ.
- เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์. (2554). *การบริหารการเงินธุรกิจ: แนวคิดและแนวปฏิบัติ* (พิมพ์ครั้งที่ 2). ปทุมธานี: มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- อัตราส่วนทางการเงิน *Financial Ratio*. (2564). สืบค้นเมื่อ 7 มิถุนายน 2564 จาก <http://www.op.mahidol.ac.th/orfa/ratio.html>.
- วลิดา พลาลำ. (2555). ปัจจัยทางการเงินที่มีผลต่อนโยบายและอัตราเงินปันผล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยปทุมธานี*, 4(1), 140-146.
- ธมกร ธาราศรีสุทธิ และรพีสร เพ็องเกษม. (2557). นโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ของประเทศไทย. *วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏสวนสุนันทา*, 1(2), 18-19.
- กัลยานี ภาคออต และชงการ ภมรมาศ. (2561). เงินปันผลและผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *Veridian E – Journal Silpakorn University ฉบับภาษาไทย มนุษยศาสตร์ สังคมศาสตร์ และศิลปะ*, 11(2), 1405-1421.
- นภาพร ลิขิตวงศ์ขจร. (2562). ปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ เศรษฐศาสตร์และการสื่อสาร*, 14(1), 122-135.

- นพดล สังข์คล้าย. (2559). *ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูจกกับการจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยบูรพา, ชลบุรี.
- อรทิษา อินทาปัจ. (2559). *ปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ* (การค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ, กรุงเทพมหานคร.
- ณัฐธินิชา วุฒิอำพล. (2560). *อัตราการจ่ายเงินปันผลกับโอกาสในการเติบโตของบริษัท* (การค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, กรุงเทพมหานคร.
- ภาณุพันธุ์ อุดมผล. (2560). *ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มหุ้นสามัญขนาดใหญ่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย* (การค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยกรุงเทพ, กรุงเทพมหานคร.
- นพดล ประยงค์จินดา. (2560). *การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (mai)* (การค้นคว้าอิสระปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย, กรุงเทพมหานคร.
- ปิยะพร สารสุวรรณ. (2562). *อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทนกับผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (ICT)* (วิทยานิพนธ์ปริญญาบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต ไม่ได้ตีพิมพ์). มหาวิทยาลัยธุรกิจบัณฑิต, กรุงเทพมหานคร.
- Ayu Aulia Rahma and Andam Dewi Syari. (2018). The Determinants of Dividend Payout Ratio: Long-Term Analysis in BUKU EMPAT'S BANKS DURING PERIODS 2008 - 2017. *Dinasti international journal of management science*, 2(2), 245-254.
- Daniel Francisco Vancin and Jairo Laser Procyanoy. (2016). The Determinants of Dividend Payment: the Effect of the Legal and Contractual Obligatory Minimum in Brazilian Companies. *Bras. Financ, as (Online)*, Rio de Janeiro, 14(1), 89-123.
- Ishtiaq Ahmad and Muhammad Fahid Muqaddas. (2016). Determinants of Dividend Policy Policy: an empirical study of banking sector of Pakistan. *Applied Studies in Agribusiness and Commerce*, 10(4-5), 101-106.

- Matthias Nhadi, Nyema Wogboroma and Bariyima Kabel. (2013). Determinants of Dividend Policy: Evidence from Listed Firms in the African Stock Exchanges. *PANOECONOMICUS*, 1(6), 725-741.
- Nasir Nadeema, Adnan Bashirb and Muhammad Usman. (2018). Determinants of Dividend Policy of Banks: Evidence from Pakistan. *THE PAKISTAN JOURNAL OF SOCIAL ISSUES*, Special Issue, 19-27.
- Werner R. Murhadi (2018). The Determinants of Dividend Payout: Evidence from the Malaysian Property Market. *IQ TISHADIA Jurnal Kajian Ekonomi dan Bisnis Islam*, 11(1), 28-46.
- Zayol Patrick I, Mya Ayangealu Theophilus and Muolozie Mirian. (2017). Determinants of Dividend Policy of petroleum firms in Nigeria. *Determinants of Dividend Policy of petroleum firms in Nigeria*, 8(3), 54-62.





ภาคผนวก

มหาวิทยาลัย

สกลนครราชภัฏ

ภาคผนวก ก

ข้อมูลตัวแปร



รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตั้งแต่ช่วงปี พ.ศ. 2559 ถึงปี พ.ศ. 2563

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ชื่อหลักทรัพย์	ช่วงเวลาที่ศึกษา
1	บริษัท 2 เอส เมทัล จำกัด (มหาชน)	2S	2561- 2563
2	บริษัท ไอร่า แพคตอริง จำกัด (มหาชน)	AF	2561- 2563
3	บริษัท เอเชีย กรีน เอนเนอจี จำกัด (มหาชน)	AGE	2561- 2563
4	บริษัท อัครีปราการ จำกัด (มหาชน)	AKP	2561- 2563
5	บริษัท อามา มารีน จำกัด (มหาชน)	AMA	2561- 2563
6	บริษัท แอร์โรว์ ซินดิเคท จำกัด (มหาชน)	ARROW	2561- 2563
7	บริษัท เอทีพี 30 จำกัด (มหาชน)	ATP30	2561- 2563
8	บริษัท สหการประมูล จำกัด (มหาชน)	AUCT	2561- 2563
9	บริษัท บิสซิเนสอะไลमेंท์ จำกัด (มหาชน)	BIZ	2561- 2563
10	บริษัท บางกอกซีเมนต์ทิล จำกัด (มหาชน)	BM	2561- 2563
11	บริษัท สาลี คัลเลอร์ จำกัด (มหาชน)	COLOR	2561- 2563
12	บริษัท ซี พี อาร์ โกลบ อินดัสเตรียล จำกัด (มหาชน)	CPR	2561- 2563
13	บริษัท ฟอร์จูนพาร์ท อินดัสตรี จำกัด (มหาชน)	FPI	2561- 2563
14	บริษัท ฟอรัท สมาร์ท เซอร์วิส จำกัด (มหาชน)	FSMART	2561- 2563
15	บริษัท จี แคปปิตอล จำกัด (มหาชน)	GCAP	2561- 2563
16	บริษัท หาญ เอ็นจิเนียริง โซลูชั่นส์ จำกัด (มหาชน)	HARN	2561- 2563
17	บริษัท อินฟอร์เมชั่น แอนด์ คอมมิวนิเคชั่น เน็ทเวิร์คส จำกัด (มหาชน)	ICN	2561- 2563
18	บริษัท ยูบิลลี่ เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	JUBILE	2561- 2563
19	บริษัท ไลท์ติ้ง แอนด์ อีควิปเมนต์ จำกัด (มหาชน)	L&E	2561- 2563
20	บริษัท ลีซ อิท จำกัด (มหาชน)	LIT	2561- 2563
21	บริษัท มัลติแบกซ์ จำกัด (มหาชน)	MBAX	2561- 2563
22	บริษัท มุ่งพัฒนา อินเทอร์เน็ตแชนแนล จำกัด (มหาชน)	MOONG	2561- 2563

(ต่อ)

ลำดับ	ชื่อบริษัท	ชื่อหลักทรัพย์	ช่วงเวลาที่ศึกษา
23	บริษัท เน็ตเบย์ จำกัด (มหาชน)	NETBAY	2561- 2563
24	บริษัท พรอดดิจี้ จำกัด (มหาชน)	PDG	2561- 2563
25	บริษัท ไฟโอเนียร์ มอเตอร์ จำกัด (มหาชน)	PIMO	2561- 2563
26	บริษัท ควอลลีเทค จำกัด (มหาชน)	QLT	2561- 2563
27	บริษัท เอส พี วี ไอ จำกัด (มหาชน)	SPVI	2561- 2563
28	บริษัท ทาคูนิ กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	TAKUNI	2561- 2563
34	บริษัท ยูเอซี โกลบอล จำกัด (มหาชน)	UAC	2561- 2563
35	บริษัท ยูเนียน ปีโตรเคมีคอล จำกัด (มหาชน)	UKEM	2561- 2563
36	บริษัท วินท์คอม เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน)	VCOM	2561- 2563
37	บริษัท วินเนอร์กรุ๊ป เอ็นเตอร์ไพรส์ จำกัด (มหาชน)	WINNER	2561- 2563
38	บริษัท เอ็กโซติก ฟู้ด จำกัด (มหาชน)	XO	2561- 2563
39	บริษัท ยวซ่าแบตเตอรี่ ประเทศไทย จำกัด (มหาชน)	YUASA	2561- 2563
40	บริษัท ซิก้า อินโนเวชั่น จำกัด (มหาชน)	ZIGA	2561- 2563

Company	Year	DP	DPS	CR	ROA	CFO	DE	SG	SIZE
2S	2018	60.45	0.14	2.47	5.72	0.08	0.43	19.44	7.49
2S	2019	53.33	0.14	3.36	6.82	0.16	0.29	(1.93)	7.43
2S	2020	42.89	0.36	3.70	19.71	0.13	0.31	3.27	7.68
AF	2018	98.12	0.03	1.24	1.95	0.18	3.76	4.32	7.83
AF	2019	94.90	0.03	1.24	1.65	0.01	3.84	(1.40)	7.85
AF	2020	70.00	0.02	1.26	1.96	0.20	3.18	(9.92)	7.69
AGE	2018	35.59	0.02	1.14	4.73	(0.11)	2.20	33.19	8.50
AGE	2019	86.14	0.09	1.19	7.25	0.15	1.61	(21.57)	8.46
AGE	2020	43.48	0.10	1.08	6.08	0.08	1.90	27.46	8.60
AKP	2018	50.21	0.07	6.68	12.81	0.16	0.21	3.45	6.46
AKP	2019	50.52	0.03	4.06	5.58	0.10	0.18	(24.99)	6.45
AKP	2020	54.73	0.02	4.10	4.33	0.09	0.23	(16.70)	6.55
AMA	2018	96.42	0.10	0.72	18.37	0.11	0.78	18.21	8.21
AMA	2019	28.69	0.20	0.51	21.59	0.14	0.64	7.09	8.13
AMA	2020	60.81	0.20	0.70	20.01	0.12	0.65	(4.86)	8.16
ARROW	2018	96.37	0.50	2.80	12.30	0.10	0.33	1.24	7.30
ARROW	2019	76.94	0.55	3.19	14.63	0.06	0.31	(0.19)	7.36
ARROW	2020	77.56	0.50	3.39	13.72	0.08	0.35	(10.80)	7.41
ATP30	2018	56.50	0.03	0.72	5.86	0.14	1.17	21.40	6.59
ATP30	2019	55.59	0.04	0.81	6.31	0.17	0.86	8.32	6.63
ATP30	2020	74.95	0.02	0.71	3.65	0.13	0.95	(14.41)	6.71
AUCT	2018	98.92	0.26	2.07	31.35	0.35	0.56	23.89	6.61
AUCT	2019	93.90	0.40	2.03	37.00	0.42	0.63	15.90	6.74
AUCT	2020	98.92	0.43	1.39	23.85	0.34	2.51	7.58	7.48
BIZ	2018	75.53	0.16	3.96	9.42	(0.14)	0.56	6.81	6.85
BIZ	2019	82.87	0.25	1.59	7.04	(0.09)	1.72	24.84	7.23
BIZ	2020	83.62	0.15	1.35	2.41	0.12	2.74	(11.62)	7.49
BM	2018	51.06	0.08	1.07	6.81	0.10	0.57	17.08	6.99
BM	2019	57.45	0.08	0.98	3.28	0.09	0.61	(7.86)	7.02
BM	2020	69.90	0.08	0.88	4.67	0.11	0.81	9.48	7.16
COLOR	2018	98.44	0.04	1.10	2.98	0.01	0.77	7.09	7.17
COLOR	2019	84.32	0.04	1.09	2.18	0.07	0.70	(6.93)	7.14
COLOR	2020	42.36	0.05	1.25	4.58	0.18	0.51	(5.75)	7.06
CPR	2018	42.55	0.20	6.93	14.24	0.12	0.13	11.26	6.75
CPR	2019	35.14	0.13	4.96	12.16	0.15	0.17	0.68	6.46
CPR	2020	61.54	0.08	5.57	5.18	0.11	0.17	(37.03)	6.45
FPI	2018	95.00	0.08	1.61	4.83	0.16	0.52	(4.26)	7.85
FPI	2019	72.85	0.10	1.33	9.18	0.15	0.70	8.59	7.93
FPI	2020	53.00	0.04	1.29	1.84	0.11	0.80	(13.48)	7.96
FSMART	2018	83.78	0.62	0.58	14.26	0.27	2.13	5.79	8.27
FSMART	2019	85.33	0.66	0.64	15.71	0.26	1.64	(6.02)	8.17
FSMART	2020	98.36	0.60	0.73	13.31	0.31	2.01	(9.12)	8.15
GCAP	2018	91.09	0.25	0.77	3.01	(0.20)	4.99	56.84	7.64
GCAP	2019	95.49	0.17	1.24	7.61	(0.13)	3.94	15.50	7.91
GCAP	2020	93.61	0.05	0.57	5.85	0.12	3.62	(6.68)	7.78
HARN	2018	69.57	0.16	3.48	11.15	0.11	0.22	4.53	7.35
HARN	2019	69.23	0.18	3.98	11.89	0.09	0.21	1.68	7.38
HARN	2020	76.47	0.13	4.37	7.72	0.11	0.26	(15.70)	7.41



Company	Year	DP	DPS	CR	ROA	CFO	DE	SG	SIZE
ICN	2018	73.50	0.09	2.36	9.39	0.24	0.65	6.13	6.75
ICN	2019	72.55	0.10	1.71	9.15	(0.11)	1.15	18.04	7.10
ICN	2020	73.74	0.08	1.50	8.46	0.05	1.53	22.62	7.29
JUBILE	2018	61.07	0.67	3.76	21.36	0.21	0.33	0.37	7.12
JUBILE	2019	60.48	0.91	3.14	29.40	0.23	0.40	16.69	7.31
JUBILE	2020	40.50	0.62	2.75	22.26	0.16	0.72	(5.66)	7.64
L&E	2018	68.00	0.16	1.22	3.94	(0.03)	1.49	14.39	7.95
L&E	2019	89.00	0.14	1.22	4.65	0.10	1.48	(7.44)	7.93
L&E	2020	85.00	0.08	1.19	3.10	0.22	1.38	(13.14)	7.79
LIT	2018	58.22	0.33	2.83	5.25	(0.04)	1.44	(5.67)	7.88
LIT	2019	51.55	0.24	2.33	3.32	(0.01)	2.14	(9.46)	8.18
LIT	2020	55.95	0.18	1.66	2.30	0.01	1.46	(10.46)	7.88
MBAX	2018	85.70	0.37	0.91	7.27	0.19	1.17	(6.37)	7.04
MBAX	2019	94.11	0.25	0.91	4.33	0.12	1.33	(7.37)	7.07
MBAX	2020	95.91	0.88	0.95	12.16	0.16	1.43	30.06	7.28
MOONG	2018	75.68	0.26	1.54	13.50	0.03	0.30	10.47	6.86
MOONG	2019	49.62	0.26	1.77	8.75	(0.01)	0.30	(11.51)	6.92
MOONG	2020	76.69	0.26	1.78	5.68	0.03	0.26	0.23	6.91
NETBAY	2018	99.99	0.76	3.66	26.02	0.25	0.29	14.87	6.41
NETBAY	2019	99.99	0.97	3.45	28.47	0.27	0.30	13.84	6.33
NETBAY	2020	99.99	0.78	3.72	24.90	0.29	0.31	(5.64)	6.26
PDG	2018	85.55	0.08	3.55	10.52	0.25	0.21	14.87	6.41
PDG	2019	81.97	0.10	5.03	12.52	0.27	0.16	(14.75)	6.33
PDG	2020	87.93	0.22	4.85	17.41	0.29	0.17	(8.20)	6.26
PIMO	2018	41.90	0.01	2.17	3.55	0.03	0.41	(3.63)	6.63
PIMO	2019	40.63	0.02	2.85	4.97	0.06	0.42	16.80	6.47
PIMO	2020	40.36	0.05	2.38	11.32	0.28	0.48	23.22	6.12
QLT	2018	96.68	0.25	9.19	2.73	0.04	0.11	(5.17)	6.18
QLT	2019	67.09	0.35	5.77	9.91	0.06	0.19	28.70	6.30
QLT	2020	72.82	0.30	8.59	6.01	0.15	0.16	(10.35)	6.25
SPM	2018	52.51	0.06	1.91	10.34	0.06	0.83	23.26	6.40
SPM	2019	53.07	0.10	1.90	14.24	0.10	0.92	39.34	6.59
SPM	2020	52.84	0.11	1.90	12.27	(0.14)	1.10	0.82	6.76
TAKUNI	2018	76.17	0.04	1.32	4.78	0.01	1.27	18.31	7.56
TAKUNI	2019	39.97	0.03	1.45	3.48	(0.10)	1.27	(50.75)	6.78
TAKUNI	2020	58.87	0.04	1.29	3.10	0.16	1.35	(45.32)	6.67
TM	2018	65.71	0.10	1.85	6.72	0.12	0.76	2.45	6.59
TM	2019	65.72	0.13	1.84	8.08	0.20	0.75	6.54	6.66
TM	2020	73.88	0.10	2.35	5.40	0.03	0.56	(8.03)	6.60
TMILL	2018	56.10	0.15	1.58	6.35	0.09	0.60	7.61	7.37
TMILL	2019	90.53	0.11	2.22	6.93	0.21	0.34	5.05	7.20
TMILL	2020	71.78	0.12	4.95	7.75	0.23	0.35	(0.79)	7.23
TNH	2018	30.30	0.60	5.10	25.04	0.23	0.20	9.46	7.54
TNH	2019	31.25	0.55	3.25	19.56	0.19	0.20	0.97	7.66
TNH	2020	31.69	0.45	5.15	14.45	0.14	0.16	(6.78)	7.72
TNP	2018	36.80	0.04	2.60	9.30	0.13	0.30	8.19	6.72
TNP	2019	36.10	0.05	2.20	10.40	0.15	0.20	12.95	6.77
TNP	2020	35.80	0.07	2.20	14.10	0.17	0.30	12.48	6.94

Company	Year	DP	DPS	CR	ROA	CFO	DE	SG	SIZE
TPCH	2018	4.03	0.06	1.35	11.59	0.12	1.07	42.78	8.69
TPCH	2019	10.20	0.21	1.02	9.50	0.09	1.47	5.25	8.96
TPCH	2020	19.90	0.20	0.52	6.23	0.10	1.56	8.24	9.07
UAC	2018	89.19	0.16	1.31	4.66	(0.14)	2.15	74.56	8.05
UAC	2019	88.75	0.14	0.46	4.63	0.42	1.15	14.28	7.64
UAC	2020	34.15	0.14	0.74	8.78	0.06	0.98	(61.28)	8.05
UKEM	2018	60.70	0.01	1.55	1.40	(0.07)	0.59	6.28	7.28
UKEM	2019	40.06	0.02	1.71	4.57	0.08	0.53	(13.59)	7.24
UKEM	2020	68.75	0.06	1.72	8.12	0.04	0.65	1.75	7.34
VCOM	2018	27.16	0.12	1.44	9.19	0.03	2.01	16.78	7.16
VCOM	2019	44.17	0.16	1.49	8.34	0.28	1.49	(1.54)	7.06
VCOM	2020	73.55	0.10	1.14	9.91	(0.09)	2.12	28.73	7.29
WINNER	2018	85.40	0.13	2.20	10.00	0.08	0.80	(7.37)	7.03
WINNER	2019	68.40	0.10	2.20	9.80	0.14	0.70	4.75	7.03
WINNER	2020	85.70	0.10	1.70	8.10	0.15	0.80	3.35	7.07
XO	2018	1.46	0.87	1.80	25.49	0.27	0.37	21.16	6.90
XO	2019	0.54	0.16	2.86	12.67	0.16	0.17	(13.47)	6.84
XO	2020	0.81	0.61	3.64	29.24	0.33	0.21	27.95	7.13
YUASA	2018	23.17	0.24	1.69	10.73	0.07	0.82	2.99	7.11
YUASA	2019	25.18	0.30	2.13	11.22	0.16	0.62	(6.00)	7.13
YUASA	2020	27.11	0.35	2.31	11.88	0.15	0.59	(8.12)	7.25
ZIGA	2018	97.73	0.08	1.59	3.44	0.07	0.58	(4.66)	7.09
ZIGA	2019	57.52	0.04	2.80	3.00	0.15	0.54	(9.63)	7.05
ZIGA	2020	68.01	0.16	1.68	12.71	0.01	0.69	27.99	7.23



**ภาคผนวก ข**

ผลการวิเคราะห์และการ Run ด้วยโปรแกรม EViews



	CR	ROA	CFO	DE	SG	SIZE	DP
Max	9.19	37.00	0.42	4.99	74.56	9.07	99.99
Min	0.46	1.40	(0.20)	0.11	(61.28)	6.12	0.54
Average	2.31	10.16	0.12	0.96	3.64	7.24	63.89
SD	1.63	7.25	0.12	0.91	18.40	0.63	25.10
Median	1.75	8.40	0.12	0.65	3.13	7.17	68.01

### Person Correlation

	CR	ROA	CFO	DE	SG	SIZE
CR	1					
ROA	0.20574077	1				
CFO	0.12481902	0.52432727	1			
DE	-0.5130706	-0.3103889	-0.2907076	1		
SG	-0.1288973	0.21954778	-0.1232405	0.18386687	1	
SIZE	-0.4919933	-0.1196642	-0.1652348	0.4914054	0.08043917	1



Dependent Variable: DP  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 09/05/21 Time: 22:44  
 Sample: 2018 2020  
 Periods included: 3  
 Cross-sections included: 40  
 Total panel (balanced) observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	125.7709	31.26382	4.022891	0.0001
CR	0.419311	1.655283	0.253317	0.8005
ROA	-0.222471	0.391734	-0.567913	0.5712
CFO	35.33126	23.04688	1.533017	0.1281
DE	12.30959	3.120052	3.945314	0.0001
SG	0.002254	0.130819	0.017233	0.9863
SIZE	-10.55939	4.180181	-2.526060	0.0129
Root MSE	22.98880	R-squared		0.154369
Mean dependent var	63.89487	Adjusted R-squared		0.109469
S.D. dependent var	25.10401	S.E. of regression		23.69014
Akaike info criterion	9.224558	Sum squared resid		63418.18
Schwarz criterion	9.387162	Log likelihood		-546.4735
Hannan-Quinn criter.	9.290592	F-statistic		3.438014
Durbin-Watson stat	0.710168	Prob(F-statistic)		0.003722

Dependent Variable: DP  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 09/05/21 Time: 22:44  
 Sample: 2018 2020  
 Periods included: 3  
 Cross-sections included: 40  
 Total panel (balanced) observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	23.92367	80.70949	0.296417	0.7677
CR	1.582430	2.462760	0.642543	0.5225
ROA	-1.251228	0.540762	-2.313826	0.0235
CFO	22.27101	18.29459	1.217356	0.2273
DE	-1.915535	6.557512	-0.292113	0.7710
SG	0.212864	0.094944	2.242002	0.0280
SIZE	6.555798	11.55018	0.567592	0.5720

#### Effects Specification

#### Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	10.90503	R-squared	0.809716
Mean dependent var	63.89487	Adjusted R-squared	0.694003
S.D. dependent var	25.10401	S.E. of regression	13.88679
Akaike info criterion	8.382993	Sum squared resid	14270.37
Schwarz criterion	9.451531	Log likelihood	-456.9796
Hannan-Quinn criter.	8.816931	F-statistic	6.997609
Durbin-Watson stat	2.969089	Prob(F-statistic)	0.000000

Dependent Variable: DP  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 09/05/21 Time: 22:45  
 Sample: 2018 2020  
 Periods included: 3  
 Cross-sections included: 40  
 Total panel (balanced) observations: 120  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	105.8254	41.20560	2.568230	0.0115
CR	1.018510	1.837390	0.554324	0.5805
ROA	-0.598617	0.401096	-1.492454	0.1384
CFO	24.29691	17.04686	1.425301	0.1568
DE	8.059837	3.931483	2.050076	0.0427
SG	0.133446	0.088842	1.502071	0.1359
SIZE	-6.796371	5.673585	-1.197897	0.2335

## Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	19.77275	0.6697
Idiosyncratic random	13.88679	0.3303

## Weighted Statistics

Root MSE	13.55953	R-squared	0.089892
Mean dependent var	24.00964	Adjusted R-squared	0.041567
S.D. dependent var	14.27300	S.E. of regression	13.97321
Sum squared resid	22063.31	F-statistic	1.860170
Durbin-Watson stat	1.963903	Prob(F-statistic)	0.093793

## Unweighted Statistics

R-squared	0.123907	Mean dependent var	63.89487
Sum squared resid	65702.68	Durbin-Watson stat	0.659489

## Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	7.410826	6	0.2845

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
CR	1.582430	1.018510	2.689186	0.7309
ROA	-1.251228	-0.598617	0.131545	0.0720
CFO	22.271014	24.296905	44.096570	0.7603
DE	-1.915535	8.059837	27.544413	0.0573
SG	0.212864	0.133446	0.001121	0.0177
SIZE	6.555798	-6.796371	101.217198	0.1845

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: DP

Method: Panel Least Squares

Date: 09/05/21 Time: 22:47

Sample: 2018 2020

Periods included: 3

Cross-sections included: 40

Total panel (balanced) observations: 120

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	23.92367	80.70949	0.296417	0.7677
CR	1.582430	2.462760	0.642543	0.5225
ROA	-1.251228	0.540762	-2.313826	0.0235
CFO	22.27101	18.29459	1.217356	0.2273
DE	-1.915535	6.557512	-0.292113	0.7710
SG	0.212864	0.094944	2.242002	0.0280
SIZE	6.555798	11.55018	0.567592	0.5720

## Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	10.90503	R-squared	0.809716
Mean dependent var	63.89487	Adjusted R-squared	0.694003
S.D. dependent var	25.10401	S.E. of regression	13.88679
Akaike info criterion	8.382993	Sum squared resid	14270.37
Schwarz criterion	9.451531	Log likelihood	-456.9796
Hannan-Quinn criter.	8.816931	F-statistic	6.997609
Durbin-Watson stat	2.969089	Prob(F-statistic)	0.000000



## ประวัติผู้ศึกษา

ชื่อ	นางสาวเพชรรัตน์ ผาภูมิมา
วัน เดือน ปีเกิด	24 มีนาคม 2535
สถานที่เกิด	ประจวบคีรีขันธ์
ประวัติการศึกษา	บัญชีบัณฑิต มหาวิทยาลัยรัตนบัณฑิต ปีการศึกษา 2558
สถานที่ทำงาน	ปี 2559 – ปัจจุบัน เจ้าหน้าที่บัญชีอาวุโส บริษัท บาวเดอรี จำกัด (สำนักงานใหญ่) ปี 2558 – 2559 (กันยายน 2558 - ตุลาคม 2559) ผู้ช่วยผู้สอบบัญชี บริษัท สำนักงาน ดร วิรัช แอนด์ แอสโซซิเอทส์ จำกัด ปี 2557 – 2558 (มิถุนายน 2557 – สิงหาคม 2558) ผู้ช่วยผู้สอบบัญชี บริษัท บลูเฮาส์ ซี พี เอ จำกัด
อีเมล	ppapomma@yahoo.com

