



รายงานวิจัย

การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาด  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Dividend Payout of Listed Companies in SETHD Index in the Stock  
Exchange of Thailand

โดย

อาจารย์ ดร.เจริญศักดิ์ แสงฉัตรสุวรรณ

การวิจัยครั้งนี้ได้รับทุนอุดหนุนการวิจัยประจำปี 2559

(ประเภทงานวิจัย)

มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช

ชื่อเรื่อง	การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
ชื่อผู้วิจัย	อาจารย์ ดร.เจริญศักดิ์ แสงจันทร์สุวรรณ
ปีที่แล้วเสร็จ	2561

### บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ (1) ศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผล (2) ศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นในวันก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล และ (3) ระบุปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การวิจัยใช้การวิจัยเชิงปริมาณโดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย เว็บไซต์ของบริษัทจดทะเบียน และเว็บไซต์อื่นๆที่เกี่ยวข้อง รวมถึงข้อมูลจากเอกสารต่างๆจากห้องสมุด โดยประชากรที่ใช้ในการศึกษาได้แก่ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในดัชนี SETHD ในรอบ 1 ก.ค. 2558 ถึง 31 ธ.ค.2558 ที่มีคุณสมบัติตามที่กำหนดจำนวน 16 บริษัท ทำการศึกษาข้อมูลการจ่ายเงินปันผล และข้อมูลจากงบการเงินในช่วงปี พ.ศ.2554 – 2558 การศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลจะใช้สถิติเชิงพรรณนาได้แก่การหาค่ากลางโดยค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ฐานนิยม และหากการกระจายข้อมูลจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นในวันก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผลใช้ค่าสถิติ t-statistic ทดสอบอัตราผลตอบแทนเกินปกติรายวันของหุ้น และใช้ Panel data regression analysis ในการศึกษาเพื่อระบุปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ผลการวิจัยพบว่า (1) บริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลในระดับสูง โดยมีค่าเฉลี่ยของอัตราการจ่ายเงินปันผลร้อยละ 62.86 ถึง 88.56 ค่ามัธยฐานอยู่ที่ร้อยละ 57.64 ถึง 71.34 ฐานนิยมอยู่ระหว่างร้อยละ 44 ถึง 97 โดยอัตราการจ่ายเงินปันผลมีการกระจายตัวอยู่ระหว่างร้อยละ 18.60 ถึง 65.61; (2) การประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปีไม่มีการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลเนื่องจากในช่วงก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วัน ถึงหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วัน ไม่มีวันที่ผู้ลงทุนจะได้รับกำไรเกินปกติจากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น ในขณะที่การประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล ราคาหุ้นจะมีการตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลในวันที่ 4 ก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล เนื่องจากมีกำไรเกินปกติจากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นเกิดขึ้น และ (3) กลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินนั้นจะมีปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลคืออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ โดยอัตราการจ่ายเงินปันผลจะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ในขณะที่กลุ่มธุรกิจสถาบันการเงินพบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลในปีก่อนหน้า 1 ปี เป็น ปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยอัตราการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบัน จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกับอัตราการจ่ายเงินปันผลในปีก่อนหน้า 1 ปี

**คำสำคัญ** เงินปันผล อัตราการจ่ายเงินปันผล นโยบายการจ่ายเงินปันผล ผลตอบแทนเกินปกติ ดัชนี SETHD

Title: Dividend Payout of Listed Companies in SETHD Index in the Stock Exchange of Thailand

Researcher: Dr. Chareunsak Sangchatsuwat

Year: 2018

### Abstract

The objective of this research are (1) to study dividend payout policy of listed companies in SETHD Index in the Stock Exchange of Thailand; (2) to study the response on declaration of dividend during before and after declaration date; (3) to study the factors determining dividend payout ratio of listed companies in SETHD Index in the Stock Exchange of Thailand.

This research applies the quantitative method to analyze secondary data from many sources such as database of the Stock Exchange of Thailand (SET SMART), Bank of Thailand (BOT), websites of listed companies and other relative websites, including document and database from library. The population of this research are 16 listed companies in SETHD Index in the Stock Exchange of Thailand during July 1<sup>st</sup>, 2013 to December 31<sup>st</sup>, 2013, which are qualified to the required criterion of this research. The study event period is year 2011 to 2015. The analysis method are: (1) applying descriptive statistic to analyze dividend policy of listed companies; (2) applying t-statistic to test response of stock price to dividend declaration; and (3) applying panel data analysis to find the factors which determine dividend payout ratio of listed companies in SETHD Index in the Stock Exchange of Thailand.

The results of the research show that: (1) dividend payout policy of listed companies in SETHD Index in the Stock Exchange of Thailand are also in high portion such as mean during 62.86% to 88.56%, median during 57.64% to 71.34%, mode during 44% to 97% and standard deviation during 18.60% to 65.61%; (2) stock prices have no significant response on declaration of annual dividend, because of non-excess profit taken from changing of stock prices in period during 5 days before dividend declaration date to 5 days after dividend declaration date, but stock prices have significant response on declaration of interim dividend since the 4<sup>th</sup> day before dividend declaration date, because of the excess profit taken from changing of stock prices since the 4<sup>th</sup> day before dividend declaration date; and (3) for non-financial institution sector, the major factor that determine dividend payout ratio ( $DR_t$ ) is return on asset (ROA) with a negative effect, by the way, for financial institution sector, the major factor that determines dividend payout ratio is the previous year dividend payout ratio ( $DR_{t-1}$ ) with a positive effect.

**Keywords:** Dividend, Dividend payout ratio, Dividend payout policy, Excess profit, SETHD Index

## กิตติกรรมประกาศ

การวิจัยเรื่อง การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้รับทุนอุดหนุนการวิจัยจากมหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช ประจำปีงบประมาณ พ.ศ.2559 และได้รับการสนับสนุนจากสาขาวิชาวิทยาการจัดการให้ดำเนินการวิจัย โดยได้รับความอนุเคราะห์ในการให้คำแนะนำปรึกษาจาก รองศาสตราจารย์ ดร.กัลยาณี ภาควัต ที่ปรึกษาโครงการวิจัย และ อาจารย์ ดร.เฉลิมพล จตุพร ที่ได้ให้คำแนะนำในการใช้เครื่องมือวิจัย ตลอดจนความเอื้อเฟื้อด้านข้อมูลจากห้องสมุดมารวย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ห้องสมุดมหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช รวมถึงความช่วยเหลือ และกำลังใจจากอาจารย์และบุคลากรของมหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราชหลายท่าน จนทำให้ผู้วิจัยสามารถดำเนินการวิจัยจนงานวิจัยได้เสร็จสมบูรณ์ ผู้วิจัยจึงขอขอบพระคุณทุกท่านไว้ ณ โอกาสนี้

เจริญศักดิ์ แสงฉัตรสุวรรณ

พฤษภาคม 2561



## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	ก
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	ข
กิตติกรรมประกาศ	ค
สารบัญ	ง
สารบัญตาราง	ฉ
บทที่ 1 บทนำ	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
วัตถุประสงค์การวิจัย	2
ขอบเขตการวิจัย	2
สมมติฐานการวิจัย	3
นิยามศัพท์/นิยามศัพท์เชิงปฏิบัติการ	4
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ	4
บทที่ 2 วรรณกรรม และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	6
ทฤษฎี และแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	6
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	11
บทที่ 3 วิธีการดำเนินงานวิจัย	17
การกำหนดประชากรในการศึกษา	17
การเก็บรวบรวมข้อมูล	19

การวิเคราะห์ข้อมูล	19
บทที่ 4 ผลการวิจัย	26
ส่วนที่ 1 นโยบายการจ่ายเงินปันผล	26
ส่วนที่ 2 การตอบสนองของราคาหุ้นในวันก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล	27
ส่วนที่ 3 ปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน ใน ดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	28
บทที่ 5 สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ	40
สรุปการวิจัย	40
อภิปรายผลการวิจัย	41
ข้อเสนอแนะ	44
บรรณานุกรม	48
ภาคผนวก	51



## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า	
3.1	หลักทรัพย์ในดัชนี SETHD ที่มีคุณสมบัติครบทั้ง 7 ข้อ	18
4.1	ค่าสถิติของอัตราเงินปันผลจ่ายต่อกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ปี 2554- 2559	26
4.2	ผลการทดสอบค่าสถิติ t-test ในการหาค่าอัตราผลตอบแทนส่วนเกินรายวันช่วงก่อนและหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล	27
4.3	ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลด้วยการวิเคราะห์ Panel data regression สำหรับหลักทรัพย์ในกลุ่มที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน	29
4.4	ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลด้วยการวิเคราะห์ Panel data regression สำหรับหลักทรัพย์ในกลุ่มที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน ด้วยสมการ logarithm	30
4.5	การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปรต้นในสมการถดถอย	31
4.6	การทดสอบปัญหา Heteroscedasticity ด้วยวิธีการ White Test	32
4.7	ตัวแบบการวิเคราะห์ Panel data ที่ใช้อธิบายอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD กลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน	33
4.8	ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลด้วยการวิเคราะห์ Panel data regression สำหรับหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจสถาบันการเงิน	34
4.9	ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลด้วยการวิเคราะห์ Panel data regression สำหรับหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจสถาบันการเงิน ด้วยสมการ logarithm	35
4.10	การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปรต้นในสมการถดถอย Panel data regression	35
4.11	ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลด้วยการวิเคราะห์ Panel data regression สำหรับหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจสถาบันการเงิน หลังตัดค่า logDAR ออกจากสมการ	36

- 4.12 ตัวแบบ Pooled OLS Regression หลังจากแก้ปัญหา Autocorrelation 38
- 4.13 การทดสอบปัญหา Heteroscedasticity ด้วยวิธีการ White Test ของกลุ่มธุรกิจสถาบัน 38





## บทที่ 1

### บทนำ

#### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

เงินปันผลเป็นผลตอบแทนที่บริษัทจ่ายคืนให้กับผู้ถือหุ้น โดยเงินปันผลนี้เป็นส่วนที่บริษัทปันส่วนกำไรสุทธิประจำปีของบริษัทจ่ายคืนให้กับผู้ถือหุ้น ในขณะที่เดียวกันผู้บริหารต้องจัดสรรกำไรสุทธิประจำปีของบริษัทส่วนหนึ่งไว้สำหรับสร้างการเติบโตให้บริษัทต่อไป ซึ่งเมื่อบริษัทมีการเติบโตขึ้นในอนาคตย่อมส่งผลให้ราคาหุ้นของบริษัทในอนาคตมีการปรับตัวสูงขึ้นเช่นเดียวกัน อย่างไรก็ตามผู้ถือหุ้นมีความคาดหวังต่อการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกัน บางรายต้องการให้บริษัทเติบโตเพื่อจะได้ผลตอบแทนที่สูงขึ้นจากมูลค่าของหุ้นที่เพิ่มสูงขึ้นในอนาคต แต่บางรายต้องการได้รับเงินปันผลเพราะมีความแน่นอนกว่าการยอมรับความเสี่ยงจากการลงทุนเพื่อสร้างการเติบโตให้กิจการในอนาคตของฝ่ายบริหาร โดยผู้ลงทุนที่ต้องการจะได้รับเงินปันผลตอบแทนในอัตราสูงจะคาดหวังว่าจะได้รับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สูง ในขณะที่ผู้ลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนจากการเพิ่มขึ้นของมูลค่าหุ้นจะคาดหวังให้บริษัทนำกำไรสุทธิไปลงทุนต่อจึงมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดหวังต่ำต้งนั้นเมื่อฝ่ายบริหารมีการประกาศจ่ายเงินปันผลในแต่ละครั้ง ผู้ลงทุนจะมีปฏิกิริยาตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกัน ถ้าหากผู้ลงทุนที่คาดหวังจะได้รับเงินปันผลตอบแทนในอัตราที่สูงรู้สึกว่าอัตราเงินปันผลที่บริษัทประกาศจ่ายให้นั้นต่ำกว่าที่ตนคาดหวัง ผู้ลงทุนก็จะขายหุ้นของบริษัท แล้วหันไปลงทุนในหุ้นของบริษัทอื่นที่ให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สูงกว่า ในขณะที่ผู้ลงทุนที่คาดหวังผลตอบแทนจากมูลค่าหุ้นที่เพิ่มขึ้นในอนาคต จะลงทุนในหุ้นที่ประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราต่ำเมื่อเทียบกับกำไรสุทธิประจำปีของบริษัท ซึ่งแสดงถึงการที่บริษัทได้นำกำไรสุทธิส่วนใหญ่ไปลงทุนเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการและหุ้นของบริษัทในอนาคต (Brigham, Houston, Jun-Ming, Kee, and Bany-Ariffin, 2013)

ผู้บริหารบริษัท มีหน้าที่หลักในการจัดการเพื่อให้บริษัทมีความสามารถในการดำเนินกิจการอย่างยั่งยืน และมีการเติบโตอย่างมั่นคงในอนาคตโดยมีวัตถุประสงค์สำคัญในการสร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น ดังนั้นการตัดสินใจในการลงทุนเพื่อสร้างการเจริญเติบโตให้กิจการและการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลจึงเป็นภารกิจที่สำคัญของผู้บริหาร ที่จะสามารถทำให้กิจการมีการเจริญเติบโตในอนาคต พร้อมกับการจ่ายเงินปันผลเป็นที่พอใจแก่ผู้ถือหุ้น ผู้บริหารจึงต้องคำนึงปัจจัยต่างๆที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลเพื่อให้สามารถกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่เหมาะสมได้

อย่างไรก็ตามการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นสัญญาณจากฝ่ายบริหารที่ส่งถึงตลาด ทำให้ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนมีการตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลทำให้ราคาหลักทรัพย์มีการเปลี่ยนแปลงสะท้อนถึงสัญญาณที่ผู้ลงทุนคาดหวังได้ในช่วงการประกาศจ่ายเงินปันผลได้ซึ่งผู้ลงทุนเชื่อว่าผู้บริหารจะมีข้อมูลเกี่ยวข้องกับธุรกิจของกิจการมากกว่าผู้ลงทุน ถ้าหากบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลลดลงอาจสะท้อนถึงการคาดการณ์ของผู้บริหารว่ากิจการอาจมีแนวโน้มที่จะมีกำไรสุทธิลดลง ดังนั้นการประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราลดลงอาจทำให้ผู้ลงทุนขายหุ้นของบริษัทออกไปทำให้ราคาหุ้นลดลงได้ (Koh, Ang, Brigham, and Ehrhardt, 2014)

จากปัญหาการคาดหวังของผู้ลงทุนต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล และการตอบสนองต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกัน รวมทั้งความต้องการของผู้บริหารในการสร้างความสามารถในการดำเนินกิจการอย่างยั่งยืน และมีการเติบโตอย่างมั่นคงในอนาคตดังกล่าวข้างต้น ทั้งผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และผู้ลงทุนในหุ้น จึงให้ความสำคัญกับการจ่ายเงินปันผล โดยมีคำถามดังนี้ (1) บริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลอย่างไร; (2) ราคาของหลักทรัพย์มีการตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลอย่างไร และ (3) มีปัจจัยใดบ้างที่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

### วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นในวันก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล
3. เพื่อระบุปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### ขอบเขตการวิจัย

1. ประชากรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในดัชนี SETHD จำนวน 30 บริษัท แต่เนื่องจากหลักทรัพย์ที่ใช้เป็นฐานในการคำนวณค่าดัชนี SETHD จะมีการทบทวนทุก 6 เดือน จึงใช้หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในดัชนี SETHD ในรอบ 1 ก.ค.2558 ถึง 31 ธ.ค. 2558 และมีคุณสมบัติดังรายละเอียดดังต่อไปนี้

- (1) มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ทำการศึกษา
- (2) ไม่มีการแตกพาร์ในช่วงที่ทำการศึกษา
- (3) ไม่มีการออก warrant หรือให้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุนในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา

- (4) ไม่มีการรวบรวมกิจการในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา
- (5) หลักทรัพย์มีการซื้อขายอย่างต่อเนื่องในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา
- (6) เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก่อนปี 2553
- (7) มีการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องจนถึงปัจจุบัน

2. ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้คือช่วงปี พ.ศ.2554-2558 ซึ่งช่วงเวลาดังกล่าวเป็นช่วงเวลาที่เศรษฐกิจโลกเริ่มมีเสถียรภาพหลังจากมีความผันผวนอย่างรุนแรงจากวิกฤตเศรษฐกิจซับไพรม์ (subprime mortgage crisis) ในสหรัฐฯ ในช่วงปี 2550-2551

### 3. ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา

3.1 การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิซึ่งรวบรวมจาก ฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) ธนาคารแห่งประเทศไทย เว็บไซต์ของบริษัทจดทะเบียน และเว็บไซต์อื่นๆที่เกี่ยวข้อง รวมถึงข้อมูลจากเอกสารต่างๆจากห้องสมุด

3.2 ข้อมูลจากงบการเงินรายปีของบริษัทตั้งแต่ปี 2554-2558

3.3 ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ในช่วงก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วัน และหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วัน ในช่วงปี 2554-2558

### สมมติฐานการวิจัย

การตั้งสมมติฐานการวิจัยในส่วนแรกเพื่อตอบวัตถุประสงค์การวิจัยข้อที่ 2 ดังนี้

$H_0$ : ราคาหุ้นไม่ตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล

$H_a$ : ราคาหุ้นตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล

การตั้งสมมติฐานการวิจัยในส่วนที่สองเพื่อตอบวัตถุประสงค์การวิจัยข้อที่ 3 ดังนี้

1. การทดสอบว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลหรือไม่ สามารถกำหนดสมมติฐานการทดสอบดังนี้

$H_{01}$ : อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ความสามารถในการทำกำไร) ไม่มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

$H_{a1}$ : อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ความสามารถในการทำกำไร) มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

2. การทดสอบว่าอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการลงทุนต่อสินทรัพย์ มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลหรือไม่สามารถกำหนดสมมติฐานการทดสอบดังนี้

$H_{02}$ : อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการลงทุนต่อสินทรัพย์ (การลงทุนดำเนินงาน) ไม่มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

$H_{a2}$ : อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการลงทุนต่อสินทรัพย์ (การลงทุนดำเนินงาน) มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

3. การทดสอบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลหรือไม่ สามารถกำหนดสมมติฐานการทดสอบดังนี้

$H_{03}$ : อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (สัดส่วนของหนี้สิน) ไม่มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

$H_{a3}$ : อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (สัดส่วนของหนี้สิน) มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

4. การทดสอบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลปีก่อนหน้า 1 ปี มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลหรือไม่สามารถกำหนดสมมติฐานการทดสอบดังนี้

$H_{04}$ : อัตราการจ่ายเงินปันผลปีก่อนหน้า 1 ปี ไม่มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

$H_{a4}$ : อัตราการจ่ายเงินปันผลปีก่อนหน้า 1 ปี มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

### นิยามศัพท์/นิยามศัพท์เชิงปฏิบัติการ

เงินปันผล หมายถึง เงินสดที่บริษัทจัดสรรจากกำไรสุทธิจ่ายเป็นผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้น  
ผลตอบแทนเกินปกติ หมายถึง ส่วนของผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงที่มากกว่าผลตอบแทนที่คาดหวัง นั่นคือค่าผลตอบแทนที่เกิดขึ้นจริงลบด้วยผลตอบแทนที่คาดหวัง

อัตราการจ่ายเงินปันผล หมายถึง สัดส่วนของเงินปันผลจ่ายต่อกำไรสุทธิของบริษัท  
นโยบายการจ่ายเงินปันผล คือ อัตราการจ่ายเงินปันผลที่ฝ่ายบริหารของบริษัท ได้กำหนดเป็นแนวปฏิบัติและได้รับความเห็นชอบจากผู้ถือหุ้น

ดัชนี SETHD คือดัชนีราคาหลักทรัพย์ของกลุ่มหลักทรัพย์ที่จ่ายเงินปันผลในอัตราสูงจำนวน 30 บริษัท ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการทบทวนและประกาศรายชื่อบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ราคาหลักทรัพย์เป็นฐานการคำนวณดัชนีราคา SETHD ทุก 6 เดือน

### ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

7.1 ตลาดหลักทรัพย์สามารถนำผลการวิจัยไปใช้ประกอบการกำหนดเกณฑ์หรือระเบียบปฏิบัติเพื่อป้องกันการทำกำไรส่วนเกินจากการลงทุนในหลักทรัพย์

7.2 บริษัทจดทะเบียนสามารถใช้ผลการวิจัยเพื่อเป็นแนวทางประกอบการพิจารณากำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

7.3 นักลงทุนสามารถใช้ผลการวิจัยเพื่อประกอบการวางแผนการลงทุนในหลักทรัพย์



## บทที่ 2

### วรรณกรรม และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษากการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ศึกษาข้อมูลสำคัญในเอกสารวิชาการ และการศึกษาที่ผ่านมาที่เกี่ยวข้อง ดังนี้

1. ทฤษฎี และแนวคิดที่เกี่ยวข้อง
2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### ทฤษฎี และแนวคิดที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎี และแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผลจะศึกษาจากทฤษฎีและแนวคิดของนักวิชาการที่ได้ศึกษาและเกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล ดังนี้

1. ทฤษฎีเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลกับมูลค่าของกิจการ

Koh, Ang, Brigham and Ehrhardt (2014, p. 532-534) ได้กล่าวถึงมูลค่าของกิจการขึ้นอยู่กับต้นทุนของเงินทุนซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนคาดหวัง นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังได้ใน 2 ลักษณะ คือ 1) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend yield) และ 2) อัตราผลตอบแทนจากมูลค่าหุ้นสามัญที่เพิ่มขึ้น (Capital gain yield) โดยเงินปันผลที่บริษัทจ่ายมาจากกำไรสุทธิหลังภาษีของบริษัท หากบริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราส่วนที่สูงเทียบกับกำไรสุทธิหลังภาษีที่หามาได้ ก็จะตอบสนองความต้องการของนักลงทุนที่คาดหวังจะได้รับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง แต่เนื่องจากบริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราส่วนที่สูงเทียบกับกำไรสุทธิหลังภาษีทำให้มีกำไรสุทธิหลังภาษีคงเหลือน้อยสำหรับการลงทุนเพื่อสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับกิจการ นักลงทุนจึงคาดหวังอัตราผลตอบแทนจากมูลค่าหุ้นสามัญที่เพิ่มขึ้นในอัตราที่ต่ำสำหรับบริษัทที่จ่ายเงินปันผลในอัตราส่วนที่สูงเทียบกับกำไรสุทธิหลังภาษีที่หามาได้ ในทางตรงข้ามบริษัทที่จ่ายเงินปันผลในอัตราส่วนที่ต่ำเทียบกับกำไรสุทธิหลังภาษีที่หามาได้ นักลงทุนก็จะคาดหวังอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลต่ำ แต่คาดหวังจะได้รับอัตราผลตอบแทนจากมูลค่าหุ้นสามัญที่เพิ่มขึ้นในอัตราที่สูง ซึ่งอัตราเงินปันผลจ่ายเทียบกับกำไรสุทธิหลังภาษีที่หามาได้ ควรเป็นเท่าไร มีทฤษฎีอธิบายความต้องการอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล และอัตราผลตอบแทนจากมูลค่าหุ้นสามัญที่

เพิ่มขึ้น 3 ทฤษฎีได้แก่: (1) The dividend irrelevance theory; (2) The dividend preference theory และ (3) The tax effect theory

### 1.1 The dividend irrelevance theory

The dividend irrelevance theory เป็นการศึกษาของ Merton Miller และ Franco Modigliani (1961 as cited in Koh, Ang, Brigham, and Ehrhardt, 2014) ซึ่งได้ข้อสรุปว่า มูลค่าของกิจการถูกกำหนดโดยศักยภาพของกิจการในการสร้างรายได้ และความเสี่ยงทางธุรกิจของกิจการ หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือมูลค่าของกิจการมาจากรายได้ที่กิจการสร้างขึ้นได้จากสินทรัพย์ของกิจการ โดยไม่เกี่ยวข้องกับอัตราการจ่ายเงินปันผล นั่นคือไม่ว่าจะมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลอย่างไรก็ไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของบริษัท ตัวอย่างเช่น กิจการสามารถสร้างกำไรสุทธิต่อปีคิดเป็น 5% ของมูลค่าหุ้นสามัญทั้งหมด ถ้านำกำไรสุทธิทั้งหมดมาจ่ายเป็นเงินปันผล ผู้ถือหุ้นก็จะได้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลปีละ 5% แต่ถ้าบริษัทเก็บกำไรสุทธิไว้โดยไม่จ่ายเงินปันผลมูลค่าหุ้นก็จะสูงขึ้น 5% ดังนั้น ดังนั้นถ้าผู้ถือหุ้นต้องการผลตอบแทนปีละ 5% เหมือนอย่างกรณีมีการจ่ายเงินปันผล 5% ก็สามารถทำได้โดยการขายหุ้นที่ถืออยู่ออกไป 5% นั้นเอง หรือในกรณีที่บริษัทมีกำไรสุทธิปีละ 10% ของมูลค่าหุ้นสามัญทั้งหมด ซึ่งผู้ถือหุ้นคาดหวังว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผล 5% ส่วนอีก 5% ให้บริษัทเก็บไว้สร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการ แต่ปรากฏว่าบริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตรา 8% ซึ่งสูงกว่าที่ผู้ถือหุ้นต้องการ ผู้ถือหุ้นก็สามารถนำเงินปันผลส่วนที่เกินความต้องการ 3% นี้ไปลงทุนซื้อหุ้นของบริษัทเพิ่มเป็นมูลค่าเท่ากับ 3% ของมูลค่าหุ้นของบริษัทที่ตนถืออยู่ทั้งหมด ซึ่งแสดงให้เห็นได้ว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนต้องการ และความเสถียรของผู้ถือหุ้น ดังนั้นนโยบายการจ่ายเงินปันผลจึงไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการ อย่างไรก็ตามทฤษฎี The dividend irrelevance theory นี้จะไม่คำนึงถึงต้นทุนในการซื้อขายหุ้น และภาษีจากกำไรในการซื้อขายหุ้น

### 1.2 The dividend preference theory

The dividend preference theory เป็นข้อโต้แย้งของ Myron Gordon และ John Lintner (1963 as cited in Koh, Ang, Brigham, and Ehrhardt, 2014) ซึ่งมีความเห็นว่า ความเสี่ยงของผู้ถือหุ้นจะลดลงเมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงขึ้น เนื่องจากผลตอบแทนที่ได้รับในรูปเงินปันผลมีความแน่นอนกว่าที่ได้รับแน่ แต่ผลตอบแทนที่จะได้รับจากมูลค่าของหุ้นสามัญที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคตนั้นมีความไม่แน่นอนสูงกว่า ซึ่ง Gordon และ Lintner ได้กล่าวเปรียบเทียบเงินปันผลว่าเหมือนนกที่อยู่ในมือ (bird in hand) ดังนั้นผู้ถือหุ้น

จึงชอบที่จะได้อัตราเงินปันผลสูง และยินดีที่จะยอมรับอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังในการถือหุ้นที่ต่ำลงหากบริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตามการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงขึ้นจะทำได้เมื่อบริษัทมีเงินสดเพียงพอในการจ่ายเงินปันผล และการจ่ายเงินปันผลในอัตราสูงจะทำให้บริษัทมีเงินทุนไม่เพียงพอสำหรับการลงทุนเพื่อสร้างการเติบโตให้กิจการ จึงมักต้องจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกเพิ่มเติมมากกว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลในอัตราต่ำ

### 1.3 The tax effect theory

The tax effect theory เป็นทฤษฎีที่สรุปว่า ผู้ถือหุ้น และนักลงทุนจะให้ความสำคัญกับผลกระทบจากภาษีเป็นสำคัญ เช่น ถ้าอัตราภาษีจากเงินปันผลต่ำกว่าอัตราภาษีจากกำไรที่ได้รับจากการขายหุ้น ผู้ถือหุ้น และนักลงทุนย่อมต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราสูง ในทางตรงกันข้ามถ้าอัตราภาษีจากเงินปันผลสูงกว่าอัตราภาษีจากกำไรที่ได้รับจากการขายหุ้นแล้ว ผู้ถือหุ้นและนักลงทุนย่อมต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราต่ำ แล้วนำเงินกำไรสุทธิของบริษัทไปลงทุนต่อเพื่อสร้างมูลค่าของกิจการให้สูงขึ้น

## 2. แนวคิดเกี่ยวกับข้อมูลข่าวสาร และการตอบสนองต่อข้อมูลการจ่ายเงินปันผล

Koh, Ang, Brigham and Ehrhardt (2014, p. 536-537) กล่าวว่า โดยทั่วไปการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นมักจะเกิดขึ้นพร้อมกับราคาหุ้นที่ปรับตัวสูงขึ้น และการจ่ายเงินปันผลที่ลดลงมักจะเกิดขึ้นพร้อมกับราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลง จึงทำให้นักวิชาการหลายท่านเชื่อว่าผู้ถือหุ้น หรือนักลงทุนมีความต้องการที่จะได้รับผลตอบแทนจากเงินปันมากกว่าผลตอบแทนจากกำไรจากการขายหุ้น อย่างไรก็ตาม Miller และ Modigliani (MM) ได้เสนอความเห็นที่แตกต่างว่า ผู้บริหารเป็นผู้ที่มีข้อมูลที่สะท้อนทิศทางในอนาคตของกิจการมากกว่าผู้ลงทุน เมื่อบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลสูงขึ้นสะท้อนว่าผู้บริหารคาดการณ์ว่ากิจการจะมีรายได้ในอนาคตมากขึ้น ส่งผลให้ผู้ลงทุนเพิ่มการลงทุนในหุ้นของบริษัททำให้ราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น ในทางตรงกันข้ามเมื่อบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผลลดลงสะท้อนว่าผู้บริหารคาดการณ์ว่ากิจการจะมีรายได้ในอนาคตลดลง ส่งผลให้ผู้ลงทุนลดการลงทุนในหุ้นของบริษัทโดยการขายหุ้นบางส่วนออกไปทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง

## 3. แนวคิด Clientele Effect

Brigham, Houston, Jun-Ming, Kee and Bany-Arifin (2013, p.551) ได้กล่าวถึงความแตกต่างของความต้องการผลตอบแทนในรูปแบบต่างๆของผู้ลงทุนที่แตกต่างในในแต่ละกลุ่ม เช่น ผู้ลงทุนที่ต้องการนำรายได้จากการลงทุนมาใช้จ่าย เช่น ผู้เกษียณอายุทำงาน กองทุนบำเหน็จบำนาญ กองทุนสวัสดิการพนักงาน



และ กองทุนประกันสังคม เป็นต้น ต้องการได้รับผลตอบแทนเป็นเงินสดมากกว่ามูลค่าของสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น ดังนั้นผู้ลงทุนกลุ่มนี้จึงต้องการผลตอบแทนจากเงินปันผลมากกว่าผลตอบแทนจากมูลค่าของหุ้นที่เพิ่มขึ้น

ในทางตรงกันข้ามผู้ลงทุนที่มีรายได้ที่แน่นอนเกินกว่ารายจ่ายประจำอยู่แล้วต้องการนำผลตอบแทนที่ได้รับจากการลงทุนไปลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนสูงยิ่งขึ้นในอนาคต จึงต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราต่ำแล้วนำเงินไปลงทุนต่อเพื่อให้ได้มูลค่าหุ้นที่สูงขึ้น ทั้งนี้เพราะถ้าหากผู้ลงทุนรับผลตอบแทนมาเป็นเงินปันผลแล้วค่อยไปลงทุนต่อ จะมีต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากค่าใช้จ่ายในการซื้อหุ้นลงทุน และภาษีจ่ายจากเงินปันผลรับ ดังนั้นผู้ลงทุนกลุ่มนี้จึงต้องการผลตอบแทนจากมูลค่าของหุ้นที่สูงขึ้นมากกว่าผลตอบแทนจากเงินปันผลรับ ตัวอย่างของผู้ลงทุนกลุ่มนี้ได้แก่ ผู้ลงทุนที่ต้องการสะสมความมั่งคั่งไว้ใช้ในยามเกษียณหรือเป็นมรดกให้บุตรหลาน กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนรวมหุ้นระยะยาว (Long-Term Equity Fund: LTF) และ กองทุนรวมเพื่อการเลี้ยงชีพ (Retirement Mutual Fund: RMF) เป็นต้น

เมื่อบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผล เช่น เมื่อบริษัทกำหนดอัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไรสุทธิลดลง ผู้ลงทุนที่ต้องการได้รับผลตอบแทนจากเงินปันผลเพื่อนำไปใช้จ่าย จะรู้สึกผิดหวังและขายหุ้นออกไป แล้วหันไปลงทุนในหุ้นตัวอื่นที่จ่ายเงินปันผลในอัตราส่วนที่ตนพอใจ และนำเงินกำไรจากการขายหุ้นไปใช้จ่าย ส่วนผู้ลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนจากมูลค่าหุ้นที่เพิ่มขึ้นมากกว่าเงินปันผลก็จะซื้อหุ้นมาลงทุนมากขึ้น ดังนั้นแนวคิด Clientele Effect จึงสรุปว่า ผู้ที่คาดหวังจะได้รับผลตอบแทนจากเงินปันผลเพื่อใช้จ่าย จะลงทุนในหุ้นที่จ่ายเงินปันผลในอัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไรสุทธิสูง ในขณะที่ผู้ลงทุนที่คาดหวังผลตอบแทนจากมูลค่าของหุ้นสูงขึ้นจะเลือกลงทุนในหุ้นที่จ่ายเงินปันผลในอัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไรสุทธิต่ำ

#### 4. แนวคิดการจ่ายเงินปันผลคงที่

จากแนวคิด Clientele Effect และ แนวคิดเกี่ยวกับข้อมูลข่าวสาร และการตอบสนองต่อข้อมูลการจ่ายเงินปันผล แสดงถึงนัยสำคัญของความต้องการเงินปันผลรับของผู้ลงทุนระหว่างเงินปันผลรับที่คงที่ กับเงินปันผลรับที่ไม่คงที่ โดยทั่วไปผู้ลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนจากเงินปันผลเพื่อใช้สำหรับใช้จ่ายค่าใช้จ่ายต่างๆ จะมีความใส่ใจในเงินปันผลที่จะได้รับอย่างมาก เนื่องจากการได้รับเงินปันผลลดลงอาจทำให้มีรายได้ไม่พอใช้จ่ายค่าใช้จ่ายต่างๆได้ ดังนั้นบริษัทจึงไม่ควรจ่ายเงินปันผลลดลง ซึ่งการจ่ายเงินปันผลลดลงนอกจากจะทำให้ผู้ที่ต้องการเงินปันผลไปใช้จ่ายจะต้องขายหุ้นออกไปเพื่อให้มีเงินเพียงพอจะจ่ายค่าใช้จ่ายแล้ว การที่บริษัทจ่ายเงินปันผลลดลงอาจทำให้ผู้ลงทุนเข้าใจว่าผู้บริหารของบริษัทคาดการณ์ว่ากำไรในอนาคตของบริษัทจะลดลง ทำให้นักลงทุนขายหุ้นออกมาจำนวนมากได้ ทำให้ราคาหุ้นลดลงได้ ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลคงที่จะเป็น

แนวทางที่ช่วยทำให้หุ้นของบริษัทมีราคาสูงสุดได้ เนื่องจาก กำไรสุทธิของบริษัทจะมีการเติบโตขึ้นทำให้บริษัทมีกำไรสุทธิหลังจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นทำให้สามารถลงทุนเพื่อสร้างการเติบโตให้บริษัทได้ ในขณะเดียวกันเงินปันผลที่จ่ายคงที่ตามการคาดการณ์ของกลุ่มผู้ลงทุนที่ต้องการเงินปันผลสำหรับใช้จ่ายค่าใช้จ่ายต่างๆ ซึ่งผู้ลงทุนได้วางแผนรายรับรายจ่ายไว้แล้ว เมื่อมีรายได้จากเงินปันผลเพียงพอต่อรายจ่ายจึงไม่มีแรงกดดันให้ผู้ลงทุนกลุ่มนี้ต้องขายหุ้น จึงไม่ส่งผลให้ราคาหุ้นลดลง ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลคงที่จึงมีนัยสำคัญช่วยให้ราคาหุ้นมีการเติบโตอย่างมั่นคงได้ (Koh, Ang, Brigham, and Ehrhardt, 2014, p. 537-538) ซึ่งสอดคล้องกับความเห็นของ John Lintner (1996 as cited in Berk and DeMarzo, 2014) ได้เสนอว่า (1) ผู้บริหารของบริษัทเชื่อว่าผู้ลงทุนต้องการได้รับเงินปันผลคงที่และบริษัทมีการเติบโตที่ยั่งยืน และ (2) ผู้บริหารต้องการรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลในระยะยาวให้เงินปันผลเป็นส่วนหนึ่งของกำไรของบริษัท ดังนั้นบริษัทจะเพิ่มการจ่ายเงินปันผลเมื่อคาดการณ์ว่ากำไรในระยะยาวจะมีการเพิ่มขึ้นอย่างยั่งยืน และการลดการจ่ายเงินปันผลจะเป็นวิธีการสุดท้ายที่ผู้บริหารจะใช้

#### 5. แนวคิดการจ่ายเงินปันผลจากกำไรส่วนที่เหลือ

การกำหนดจำนวนเงินปันผลที่จะจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น ผู้บริหารจะต้องคำนึงถึงปัจจัยสำคัญ 2 ประการ คือ (1) จุดประสงค์หลักของการดำเนินงานคือการสร้างมูลค่ากิจการสูงสุดเพื่อความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้น และ (2) มูลค่ากระแสเงินสดที่แท้จริงของบริษัท เป็นของผู้ถือหุ้นบริษัท ดังนั้นฝ่ายผู้บริหารของบริษัทจะต้องมีการนำกำไรสุทธิของบริษัทไปลงทุนเพื่อสร้างมูลค่าของกิจการ และกระแสเงินสดเพิ่มขึ้นให้แก่ผู้ถือหุ้น ยกเว้นว่าจะไม่สามารถนำกำไรสุทธิของบริษัทไปลงทุนในโครงการที่สร้างผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้นได้สูงกว่าผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นสามารถได้รับจากการนำเงินปันผลไปลงทุนเองในช่องทางอื่นที่มีระดับความเสี่ยงเท่าเทียมกัน ซึ่งการพิจารณาว่าควรจะนำกำไรสะสมไปลงทุนจำนวนเท่าไรนั้น ฝ่ายบริหารต้องพิจารณาปัจจัยสำคัญดังนี้

- 1) ความต้องการของผู้ถือหุ้นว่าต้องการตอบแทนจากเงินปันผล หรือผลตอบแทนจากมูลค่าหุ้นที่เพิ่มขึ้นมากกว่า
- 2) ช่องทางการลงทุนของกิจการที่จะสร้างผลตอบแทนสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น
- 3) โครงสร้างเงินลงทุนที่เหมาะสมของโครงการที่จะลงทุน
- 4) ต้นทุนของเงินทุนจากภายนอก ที่สามารถจัดหาได้

เมื่อพิจารณาปัจจัยต่างๆ ทั้ง 4 ข้อข้างต้นแล้ว บริษัทจะต้องกำหนดสิ่งต่างๆต่อไป

- (1) งบประมาณลงทุนในโครงการลงทุน
- (2) ต้องใช้เงินทุนจากส่วนของเจ้าของเท่าไรสำหรับลงทุนในโครงการ
- (3) สามารถใช้กำไรสุทธิที่มีเป็นเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของได้มากเพียงไร
- (4) กำไรสุทธิส่วนที่เหลือจากการจัดสรรเพื่อลงทุนในโครงการจะจ่ายเป็นเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น

เมื่อกำหนดงบประมาณการลงทุนที่มีโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมได้ ก็จะทำให้กิจการมีต้นทุนของเงินทุนต่ำที่สุด และทำให้มีมูลค่าของกิจการสูงสุด ส่งผลให้มีมูลค่าของหุ้นสูงสุด ตามวัตถุประสงค์หลักของฝ่ายบริหาร (Koh, Ang, Brigham, and Ehrhardt, 2014, p. 538-539)

#### 6. ตัวแบบ Dividend Growth Model

Koh, Ang, Brigham, and Ehrhardt (2014, p.262-273) กล่าวถึงการใช้ตัวแบบ Dividend Growth Model ในการประเมินมูลค่าของหุ้นสามัญจะมีข้อสมมติว่าในระยะยาวอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลจะมีอัตราการเติบโตคงที่ตามอัตราการเติบโตเศรษฐกิจในระยะยาว ซึ่งการที่บริษัทจะสามารถจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นอัตราคงที่ในระยะยาวได้นั้นแสดงถึงจะต้องสามารถสร้างกำไรเพิ่มขึ้นอัตราคงที่ที่ไม่น้อยกว่าอัตราการเติบโตของเงินปันผล การทำให้กำไรในอนาคตมีอัตราเพิ่มขึ้นในอัตราคงที่ในระยะยาวนั้นขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไรของบริษัท การลงทุนในสินทรัพย์ดำเนินงาน และระดับหนี้สิน ดังนั้น เงินปันผลจะมีความสัมพันธ์กับ ความสามารถในการทำกำไร การลงทุนในสินทรัพย์ดำเนินงาน และ โครงสร้างเงินทุน โดยเฉพาะในระยะยาว

#### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากทฤษฎี และแนวคิดของเงินปันผลที่ได้กล่าวข้างต้น แสดงให้เห็นว่า ทฤษฎีเกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล กล่าวถึงความต้องการผลตอบแทนจากการลงทุนของผู้ลงทุนที่แตกต่างกัน ผู้ลงทุนบางรายต้องการผลตอบแทนในรูปเงินปันผล ในขณะที่ผู้ลงทุนบางคนต้องการผลตอบแทนในรูปของกำไรจากมูลค่าหุ้นที่เพิ่มขึ้น ดังนั้นเมื่อบริษัทมีการประกาศจ่ายเงินปันผล ผู้ลงทุนจะมีการตอบสนองต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกัน นอกจากนี้ยังมีนักวิจัยหลายท่านได้ศึกษาถึงปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ซึ่งผู้วิจัยได้ค้นคว้างานวิจัยที่เกี่ยวข้องที่ผ่านมา พบงานวิจัยที่เกี่ยวข้องดังนี้

Gupta, Dogra, Vashisht, and Ghai (2012) ได้ศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของหุ้นบริษัทจดทะเบียนจำนวน 28 บริษัทในดัชนี BSE 30 ตลาดหลักทรัพย์บอมเบย์ในช่วงปี

2006-2009 ผลการศึกษาพบว่า ราคาหุ้นมีการตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงตั้งแต่ ก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล 2 วัน จนถึง หลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 2 วัน

Lonie, Abeyratna, Power, and Sinclair (1996) ได้ศึกษาการตอบสนองของตลาดหุ้นต่อการประกาศผลกำไรสุทธิประจำปี และการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอังกฤษ ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราสูงขึ้นและมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น ราคาหุ้นจะสูงขึ้นจนมีกำไรเกินปกติในช่วง 1 วันก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล และวันประกาศจ่ายเงินปันผล แต่ถ้าผลประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่ม แต่กำไรสุทธิลดลง ราคาหุ้นจะไม่ตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญ ในทางตรงข้ามบริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราลดลงแต่มีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น ราคาหุ้นจะไม่เปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ แต่ถ้ามีการประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ลดลงและมีกำไรสุทธิลดลงด้วย ราคาหุ้นจะลดลงจนมีกำไรเกินปกติติดลบในช่วง 1 วันก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล แต่ถ้าประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราเดิมราคาหุ้นจะเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญในช่วง 1 วันก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล เฉพาะกรณีที่บริษัทมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นเท่านั้น

Ahmad and Wardani (2014) ได้ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย 98 แห่งระหว่างปี 2006 ถึง 2009 โดยใช้เครื่องมือ logit regression ผลการวิจัยพบว่า ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับนโยบายเงินปันผล ในขณะที่สภาพคล่อง และ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงลบอย่างมีนัยสำคัญกับนโยบายเงินปันผล ส่วนการเติบโตของกิจการไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับนโยบายเงินปันผล

Ameer (2008) ศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของการแข่งขันด้านตลาดผลิตภัณฑ์ และการกำกับดูแลนโยบายเงินปันผล โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี 1995 – 2005 ของธนาคารที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มาเลเซีย ผลการศึกษาพบความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญของธนาคารที่ขายผลิตภัณฑ์ธนาคารที่ไม่มีดอกเบี้ยกับธนาคารที่ขายผลิตภัณฑ์ธนาคารแบบผสม นอกจากนี้พบว่า การตัดสินใจเพิ่มอัตราเงินปันผลจะมีความสัมพันธ์กับผลกำไรอย่างมีนัยสำคัญ แต่ถ้าตัดสินใจลดอัตราเงินปันผลจะมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ อย่างมีนัยสำคัญ

Anastassiou (2007) ได้ศึกษาหาฟังก์ชันความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่างๆที่มีผลต่อการจัดสรรเงินปันผล ผลการศึกษาพบว่า รายได้ของบริษัท เป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลต่อการจัดสรรเงินปันผลของบริษัทผู้ผลิตสินค้าในประเทศกรีซ

Deitiana, Wirasasmita, Kartini and Padmadisastra (2015) ได้ศึกษาอิทธิพลของตัวแปรทางบัญชี ได้แก่ อัตราส่วนกำไร, อัตราส่วนสภาพคล่องและอัตราการเติบโตของยอดขาย ที่มีต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล และส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี LQ45 ของตลาดหลักทรัพย์ Jakarta Stock Exchange

(JSX) โดยใช้เครื่องมือ Multiple regression ผลการศึกษาพบว่า มีเพียง อัตราส่วนสภาพคล่อง หรืออัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนที่มีผลอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

FITRI, HOSEN, and MUHARI (2016) ได้ศึกษาผลกระทบของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA), อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DER), อัตราการเติบโตของสินทรัพย์ (AG) และ อัตราการจ่ายเงินปันผลในปีก่อน ( $DPR_{t-1}$ ) ที่มีต่อ อัตราการจ่ายเงินปันผลในปีที่ศึกษา ( $DPR_t$ ) โดยใช้เครื่องมือ Panel data regression analysis ผลการศึกษาพบว่า ROA และ  $DPR_{t-1}$  มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับ  $DPR_t$  และ AG มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ  $DPR_t$  อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 อย่างไรก็ตาม DER ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับ  $DPR_t$

Hussainey, Mgbame, and Chijoke-Mgbame (2011) ศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผลกับการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์สหราชอาณาจักร โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple regression) ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น ในขณะที่อัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น

Kheirandish, Gheisari F., Gheisari T., and Sepehri E. (2014) ได้ใช้ข้อมูลในช่วง 2003 – 2011 ของบริษัทที่ยอมรับใน Tehran Stock Exchange จำนวน 130 บริษัท ทำการวิเคราะห์โดยใช้การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และการวิเคราะห์ถดถอยเชิงเส้น ผลการศึกษาพบว่า โอกาสเติบโตของบริษัทมีความสัมพันธ์โดยตรงกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล และมีความสัมพันธ์ผกผันกับอัตราส่วนหนี้สินต่อมูลค่าตลาดของสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินต่อมูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ แต่โอกาสเติบโตของบริษัทไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ

Theis and Dutta (2009) ศึกษาตรวจสอบตัวแบบ Dickens et al. model of bank holding company dividend policy (BHCs) กล่าวคือธุรกิจธนาคารจะจ่ายเงินปันผลมากกว่า และบ่อยกว่าธุรกิจในอุตสาหกรรมอื่น เนื่องจากนักลงทุนเห็นว่าเงินปันผลเป็นผลตอบแทนที่สำคัญในการลงทุนในหุ้นของธนาคาร โดยใช้ข้อมูลปี 2006 ของธนาคาร 99 แห่งจากรายงานรายงานของภาครัฐและ Yahoo แล้วใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต่างๆกับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล และขยายถึงการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลกับเจ้าของข้อมูลภายใน ซึ่งผลการศึกษาพบว่าตัวแบบ Dickens et al. model of bank holding company dividend policy (BHCs) มีความถูกต้อง และพบความสัมพันธ์ที่ไม่ใช่ความสัมพันธ์เชิงเส้นระหว่างอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลกับเจ้าของข้อมูลภายใน

Yusof and Ismail (2016) ศึกษาปัจจัยกำหนดนโยบายจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศมาเลเซีย โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี 2006 – 2010 ของบริษัทจดทะเบียนจำนวน 147 บริษัท

ทำการวิเคราะห์โดยใช้ fixed and random effect, pooled least square ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ปัจจัยกำหนดนโยบายเงินปันผลที่สำคัญที่มีอิทธิพลด้านบวกได้แก่ กำไร ขนาดของกิจการ และการเปิดเผยข้อมูลการลงทุน ส่วนปัจจัยกำหนดนโยบายเงินปันผลที่มีอิทธิพลด้านลบต่อนโยบายเงินปันผลได้แก่ หนี้สิน และมูลค่าของหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่

จารุณี บุญธรรมย์ (2550) ได้ใช้ Event Study Methodology แล้วเลือก Market Model หาค่าอัตราผลตอบแทนที่ผิดปกติ โดยศึกษาจากข้อมูลการประกาศจ่ายเงินปันผลในช่วงปี 2545 – 2548 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยศึกษาแยกเป็น 2 กรณี คือ กรณีที่ 1 เปรียบเทียบเงินปันผลจ่ายและรายได้ปี 2545 กับปี 2546 และ กรณีที่ 2 เปรียบเทียบเงินปันผลจ่ายและรายได้ปี 2547 กับปี 2548 และแบ่งกลุ่มการศึกษาเป็น 6 กลุ่มได้แก่ (1) จ่ายเงินปันผลเพิ่มและมีรายได้เพิ่ม, (2) จ่ายเงินปันผลเพิ่มและมีรายได้ลด, (3) จ่ายเงินปันผลลดและมีรายได้เพิ่ม, (4) จ่ายเงินปันผลลดและมีรายได้ลด, (5) จ่ายเงินปันผลเท่าเดิมและมีรายได้เพิ่ม, และ (6) จ่ายเงินปันผลเท่าเดิมและมีรายได้ลด ซึ่งผลการศึกษาพบว่าทุกกลุ่มมีผลตอบแทนผิดปกติเกิดขึ้นแตกต่างกันในแต่ละช่วงเวลา

ชูเกียรติ วชิรสุนทรา (2554) ใช้ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลรอบบัญชี 6 เดือนต่อเนื่องในช่วงปี 2549 – 2553 ทำการทดสอบการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศเงินปันผลในช่วงเวลา 3 วันก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล จนถึง 3 วันหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผลโดยใช้สถิติ t-test ที่ระดับความเชื่อมั่น 95% พบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลทำให้ราคาหุ้นลดลงโดยหุ้นที่ประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นได้รับผลกระทบมากที่สุด รองลงมาคือหุ้นที่ประกาศจ่ายเงินปันผลเท่าเดิม และหุ้นที่ประกาศจ่ายเงินปันผลลดลงจะได้รับผลกระทบน้อยที่สุด ส่วนการเปรียบเทียบผลกระทบของการประกาศเงินปันผลต่อราคาของหุ้นของบริษัทขนาดใหญ่ และบริษัทขนาดเล็กพบว่า ราคาหุ้นของบริษัทขนาดใหญ่จะได้รับผลกระทบมากกว่าหุ้นของบริษัทขนาดเล็ก

หัตถัญญา ทานา (2554) ใช้ Event Study Methodology หาผลตอบแทนเกินปกติในช่วงก่อน-หลังประกาศจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์หมวดวัสดุก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการศึกษาพบว่า ช่วงก่อน-หลังประกาศจ่ายเงินปันผล 3 และ 5 วัน มีผลตอบแทนผิดปกติเกิดขึ้น

สุดิธิดา ตวีตรง (2553) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างราคาหุ้นกับการประกาศจ่ายเงินปันผล และการทดสอบประสิทธิภาพระดับกลางของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้การวิเคราะห์ความแปรปรวน (ANOVA) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ผลการศึกษาพบว่า มีราคาหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญจนเกิดผลตอบแทนส่วนเกินทั้งในช่วงก่อน ระหว่าง และหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล

สรพงษ์ พงษ์รามิตรชัย (2552) ศึกษาผลกระทบของการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในปี 2549-2550 โดยใช้วิธีการศึกษาแบบ Event Study Methodology ผลการศึกษาพบว่า กลุ่มที่ประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นและมี

ถ้าไรเพิ่มขึ้นราคาหุ้นจะตอบสนองให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นบวกเฉพาะวันประกาศจ่ายเงินปันผลเท่านั้น แต่ถ้าประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นและมีกำไรลดลงราคาหุ้นจะตอบสนองให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นบวก ในวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลและหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน กลุ่มที่จ่ายเงินปันผลลดลง และมีกำไรลดลงแต่กลับมีผลตอบแทนผิดปกติเป็นบวกในวันประกาศจ่ายเงินปันผล ส่วนกลุ่มที่ประกาศจ่ายเงินปันผลเท่าเดิมราคาหุ้นไม่มีการตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญ

อภิญา อารมณชีน (2550) ศึกษาการประกาศจ่ายเงินปันผลรอบ 6 เดือน ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจำนวน 69 บริษัท ในช่วงปี 2546 – 2548 โดยใช้แบบจำลองตลาดศึกษาการตอบสนองราคาหุ้นในช่วง 3 วันก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผลถึง 3 วันหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล ผลการศึกษาพบว่า การประกาศจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ราคาหุ้นลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยหุ้นของบริษัทขนาดเล็กจะมีราคาลดลงรุนแรงกว่าราคาหุ้นของบริษัทขนาดใหญ่

เจริญชัย ยิ่งปัญญาโชค (2553) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผล และอัตราส่วนทางการเงินที่เปิดเผยในแบบ 56-1 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค ผลการศึกษาพบว่ากำไรต่อหุ้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับเงินปันผลมากที่สุด และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับเงินปันผล

ปัญญา ภูกร (2552) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร กระแสเงินสด ภาษีเงินได้นิติบุคคล อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ กับ อัตราการจ่ายเงินปันผล โดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อนที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ผลการศึกษาพบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ กระแสเงินสด และอัตราส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าตามบัญชีของหุ้นสามัญ มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน และภาษีนิติบุคคลไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ

พรทิพย์ เจียมจิตรวนนิชา (2552) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อเงินปันผลของบริษัท ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการศึกษาของประเทศมาเลเซียหรือไม่ โดยใช้เครื่องมือคือการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงซ้อน ผลการศึกษาพบว่า การจ่ายเงินปันผล มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลในอดีต กำไรต่อหุ้นในอดีต และขนาดของบริษัท โดยเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการศึกษาของประเทศมาเลเซีย

เยาวลักษณ์ ดวงสวัสดิ์ (2553) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI) โดยใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุเป็นเครื่องมือในการ

วิเคราะห์ ผลการศึกษาพบว่า มีเพียงอัตราส่วนผลตอบแทนต่อยอดขายที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงเชิงบวกกับการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผล

จากการทบทวนวรรณกรรมจะพบว่า สุคติดา ตริตรอง (2553) ศึกษาพบว่าราคาหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญจนเกิดผลตอบแทนส่วนเกินทั้งในช่วงก่อน ระหว่าง และหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ ทัศนัญญา ทานา (2554) ส่วน ชูเกียรติ วชิรสุนทร (2554) ศึกษาพบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ราคาหุ้นลดลง ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ อภิญา อารมณีน (2550) ในขณะที่ สรพงษ์ พงษ์วามิตรชัย (2552) ศึกษาพบว่ากลุ่มที่ประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นมีกำไรเพิ่มขึ้น และกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลลดลงมีกำไรลดลง ราคาหุ้นจะตอบสนองให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญเฉพาะในวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผลเท่านั้น ส่วนกลุ่มที่ประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นกำไรลดลง ราคาหุ้นจะตอบสนองให้เกิดผลตอบแทนผิดปกติเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทั้งในวันที่ประกาศจ่ายเงินปันผล และหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน ซึ่งขัดแย้งกับการศึกษาในต่างประเทศโดย Lonie, Abeyratna, Power, and Sinclair (1996) พบว่าหุ้นจดทะเบียนในตลาดหุ้นอังกฤษที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราสูงขึ้นไปมีกำไรเพิ่มขึ้น ราคาหุ้นจะสูงขึ้นจนมีกำไรเกินปกติในช่วง 1 วันก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล และวันประกาศจ่ายเงินปันผล แต่ถ้าประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่ม แต่กำไรสุทธิลดลง ราคาหุ้นจะไม่ตอบสนองอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่การประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราลดลงมีกำไรลดลง ราคาจะตอบสนองเป็นผลตอบแทนผิดปกติที่เป็นลบในวันก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน ในขณะที่ Gupta, Dogra, Vashisht, and Ghai (2012) พบว่าหุ้นจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์บอมเบย์ของอินเดียจะมีราคาหุ้นตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลสูงขึ้นในช่วง 2 วันก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผลจนถึง 2 วันหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล

นอกจากนี้การศึกษาศักยภาพที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล พบว่าตัวแบบ Dividend Growth Model (Koh, Ang, Brigham, and Ehrhardt, 2014, p.262-273) ได้กล่าวถึงเงินปันผลจะมีความสัมพันธ์กับปัจจัยต่างๆ ได้แก่ (1) ความสามารถในการทำกำไร (2) การลงทุนดำเนินงาน (3) สัดส่วนของหนี้สิน และจากงานวิจัยที่เกี่ยวข้องทั้งในและต่างประเทศพบว่า FITRI, HOSEN, and MUHARI (2016) และ พรทิพย์ เจียมจิตรวินิชา (2552) พบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลปีก่อนหน้า ในขณะที่ FITRI, HOSEN, and MUHARI (2016) และ ปัญญา ภู่อกร (2552) ต่างสรุปว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนไม่มี ความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายเงินปันผล แต่ Ahmad and Wardani (2014) พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ



## บทที่ 3

### วิธีการดำเนินงานวิจัย

การศึกษาเรื่อง การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการศึกษาแบบวิจัยเชิงปริมาณโดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิเป็นสำคัญ มีวิธีการดำเนินการวิจัยดังนี้

1. การกำหนดประชากรในการศึกษา
2. การเก็บรวบรวมข้อมูล
3. การวิเคราะห์ข้อมูล

#### การกำหนดประชากรในการศึกษา

ประชากรในการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในดัชนี SETHD เนื่องจากหลักทรัพย์ที่ใช้เป็นฐานในการคำนวณค่าดัชนี SETHD จะมีการทบทวนทุก 6 เดือน จึงใช้หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในดัชนี SETHD ในรอบ 1 ก.ค.2558 ถึง 31 ธ.ค.2558 และมีคุณสมบัติสำคัญครบถ้วนตามข้อกำหนดของงานวิจัยดังรายละเอียดดังต่อไปนี้

- (1) มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ทำการศึกษา
- (2) ไม่มีการแตกพาร์ในช่วงที่ทำการศึกษา
- (3) ไม่มีการออก warrant หรือให้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุนในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา
- (4) ไม่มีการควบรวมกิจการในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา
- (5) หลักทรัพย์มีการซื้อขายอย่างต่อเนื่องในช่วงเวลาที่ทำการศึกษา
- (6) เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ก่อนปี 2553
- (7) มีการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องจนถึงปัจจุบัน

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่อยู่ในดัชนี SETHD จำนวน 30 บริษัท ซึ่งเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียน ในดัชนี SETHD ในรอบ 1 ก.ค.2558 ถึง 31 ธ.ค.2558 ที่มีคุณสมบัติครบทั้ง 7 ข้อข้างต้น มีจำนวนทั้งสิ้น 16 หลักทรัพย์ ซึ่งจะนำมาใช้เป็นประชากรในการศึกษาในครั้งนี้แสดงได้ตามตารางที่

ตารางที่ 3.1 หลักทรัพย์ในดัชนี SETHD ที่มีคุณสมบัติครบทั้ง 7 ข้อ

ลำดับ	หลักทรัพย์	คุณสมบัติของหลักทรัพย์ใช้เป็นตัวอย่างวิจัยข้อที่							หลักทรัพย์ที่มีคุณสมบัติครบ
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	
1	AMATA	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
2	AP	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	0
3	ASP	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
4	BBL	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
5	BECL	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✗	0
6	CPF	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
7	DELTA	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	0
8	EGCO	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
9	GLOW	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
10	HANA	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
11	JAS	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	0
12	KKP	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
13	KTB	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
14	LH	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	0
15	LPN	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
16	PS	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✗	0
17	PTT	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
18	PTTEP	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
19	PTTGC	✓	✓	✓	✓	✗	✗	✓	0
20	QH	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	0
21	RATCH	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
22	SAMART	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	0
23	SCB	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
24	SCC	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
25	SIRI	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	0
26	SPALI	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	0
27	TCAP	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	1
28	TICON	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	0
29	TISCO	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✓	0
30	TU	✓	✗	✗	✓	✓	✓	✓	0
รวม									16

รายละเอียดของประชากรที่ใช้ในการศึกษาได้แสดงไว้ในภาคผนวก ก

## การเก็บรวบรวมข้อมูล

1) การศึกษาในครั้งนี้ใช้ข้อมูลทุติยภูมิ ได้แก่ ราคาหลักทรัพย์ อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ไม่มีความเสี่ยง ค่าเบต้าของหลักทรัพย์ ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย วันประกาศจ่ายเงินปันผล และข้อมูลจากงบการเงิน ซึ่งรวบรวมจาก แหล่งข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) ธนาคารแห่งประเทศไทย เว็บไซต์ของบริษัทจดทะเบียน และเว็บไซต์อื่นๆที่เกี่ยวข้อง รวมถึงข้อมูลจากเอกสารต่างๆจากห้องสมุด

2) ข้อมูลจากงบการเงินรายปีของบริษัทตั้งแต่ปี 2554-2558

3) เนื่องจากการทบทวนงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่าการศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลมักจะเป็นการศึกษาการตอบสนองราคาหุ้นในช่วง 3-5 วัน ก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล ถึงช่วง 3-5 วัน หลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล การวิจัยในครั้งนี้จึงใช้ข้อมูลราคาปิดรายวันของหลักทรัพย์ในช่วงก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วัน จนถึงหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วัน ในช่วงปี 2554-2558

## การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิจัยในครั้งนี้ มีการวิเคราะห์ข้อมูลดังต่อไปนี้

12.1 การศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยใช้ค่าสถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่ากลางของข้อมูลได้แก่ ค่าเฉลี่ยเลขคณิต ค่ามัธยฐาน และค่าฐานนิยม รวมทั้ง ค่าการกระจายของข้อมูลได้แก่ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน ในการอธิบายนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

12.2 การศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลโดยการทดสอบด้วยค่าสถิติ t-statistic โดยมีขั้นตอนดังนี้

**ขั้นที่ 1** คำนวณหาค่า อัตราผลตอบแทนรายวันของหุ้นจากสมการ

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

โดยที่:  $R_{i,t}$  = อัตราผลตอบแทนรายวันของหุ้น  $i$  ในวันที่  $t$

$P_{i,t}$  = ราคาปิดของหุ้น  $i$  ในวันที่  $t$

$P_{i,t-1}$  = ราคาปิดของหุ้น  $i$  ในวันที่  $t-1$

**ขั้นที่ 2** คำนวณหาค่าอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากสมการ

$$E(R_{i,t}) = R_{f,t} + (R_{m,t} - R_{f,t}) \beta_i$$

โดยที่:  $E(R_{i,t})$  = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังรายวันของหุ้น  $i$  ในวันที่  $t$   
 $R_{m,t}$  = อัตราผลตอบแทนรายวันของตลาดหุ้นในวันที่  $t$   
 $R_{f,t}$  = อัตราผลตอบแทนรายวันของหลักทรัพย์ไม่มีความเสี่ยงในวันที่  $t$   
 $\beta_i$  = ค่าเบต้าของหุ้น  $i$

ค่า  $R_{m,t}$  สามารถคำนวณได้จากสมการต่อไปนี้

$$R_{m,t} = \frac{SET_t - SET_{t-1}}{SET_{t-1}}$$

โดยที่:  $SET_t$  = ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในวันที่  $t$   
 $SET_{t-1}$  = ดัชนีราคาหุ้นตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในวันที่  $t-1$

**ขั้นที่ 3** คำนวณหาค่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติรายวันของหุ้น  $i$  ในวันที่  $t$  ได้จากสมการ

ดังต่อไปนี้

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

โดยที่:  $AR_{i,t}$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติรายวันของหุ้น  $i$  ในวันที่  $t$

**ขั้นที่ 4** คำนวณหาค่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติรายวันเฉลี่ยของหุ้นบริษัทจดทะเบียนในดัชนี

SETHD ดังนี้

$$AAR_t = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{i,t}}{n}$$

โดยที่:  $AAR_t$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติรายวันเฉลี่ยของหุ้นบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในวันที่  $t$

$AR_{i,t}$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติรายวันของหุ้น  $i$  ในบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในวันที่  $t$

$n$  = จำนวนของหุ้นทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD

**ขั้นที่ 5** การทดสอบสมมติฐานการวิจัย จากสมมติฐานการวิจัยกำหนดไว้ดังนี้

$H_0$ : ราคาหุ้นไม่ตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล

$H_a$ : ราคาหุ้นตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล

การที่ราคาหุ้นไม่ตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลหมายถึง ราคาหุ้นไม่ได้เปลี่ยนแปลงจากอิทธิพลของการประกาศจ่ายเงินปันผล ราคาของหุ้นจึงควรมีค่าเท่ากับราคาที่เหมาะสมตามปัจจัยพื้นฐานของหุ้นในขณะนั้น นั่นคือผู้ลงทุนไม่สามารถได้กำไรเกินปกติจากการประกาศจ่ายเงินปันผล ดังนั้นจึงอาจเขียนสมมติฐานการวิจัยใหม่ได้ดังนี้

$$H_0: AAR_i = \mu_{AR} = 0$$

$$H_a: AAR_i \neq \mu_{AR} \neq 0$$

ใช้ค่า t-statistic ในการทดสอบว่าค่า  $AAR_i$  มีค่าต่างจาก 0 หรือไม่ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยหาค่าสถิติ t ได้จากสมการดังนี้

$$t = \frac{AAR_i - \mu_{AR}}{S / \sqrt{n}}$$

โดยที่:  $AAR_i$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติรายวันเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มตัวอย่าง  $i$

$\mu_{AR}$  = อัตราผลตอบแทนเกินปกติรายวันเฉลี่ยของหุ้นประชากร

$S$  = ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

$n$  = จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

เปรียบเทียบค่า t ที่ได้จากการคำนวณกับค่าสถิติ  $t_{\alpha/2, n-1}$  จากตารางค่าสถิติ t

ถ้า  $t < t_{\alpha/2, n-1}$  จะยอมรับ  $H_0$  และปฏิเสธ  $H_a$  แปลว่า ราคาหุ้นไม่ตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล จึงไม่มีกำไรเกินปกติจากการประกาศจ่ายเงินปันผล

ถ้า  $t > t_{\alpha/2, n-1}$  จะปฏิเสธ  $H_0$  และยอมรับ  $H_a$  แปลว่า ราคาหุ้นตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล จึงมีกำไรเกินปกติจากการประกาศจ่ายเงินปันผล

12.3 การศึกษาปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ Panel data regression analysis เพื่อระบุปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ดังสมการพื้นฐานต่อไปนี้

$$DR_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i}ROA_{it} + \beta_{2i}CFIA_{it} + \beta_{3i}DAR_{it} + \beta_{4i}DR_{it-1} + e_{it}$$

โดยกำหนดให้

$DR_{it}$  = อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$DR_{it-1}$  = อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท  $i$  ในปี  $t-1$

$ROA_{it}$  = อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$CFIA_{it}$  = อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการลงทุนต่อสินทรัพย์ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$DAR_{it}$  = อัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สินรวมของบริษัท  $i$  ในปี  $t$

$\beta_{0i}$  = สัมประสิทธิ์ค่าคงที่ของสมการถดถอยของบริษัท  $i$

$\beta_{1i}$  = สัมประสิทธิ์ค่าคงที่ของตัวแปร  $ROA_{it}$  ของบริษัท  $i$

$\beta_{2i}$  = สัมประสิทธิ์ค่าคงที่ของตัวแปร  $CFIA_{it}$  ของบริษัท  $i$

$$\begin{aligned}\beta_{3i} &= \text{สัมประสิทธิ์ค่าคงที่ของตัวแปร } DAR_{it} \text{ ของบริษัท } i \\ \beta_{4i} &= \text{สัมประสิทธิ์ค่าคงที่ของตัวแปร } DR_{t-1} \text{ ของบริษัท } i \\ e_{it} &= \text{ค่าความคลาดเคลื่อนของสมการถดถอยของบริษัท } i \text{ ในปีที่ } t\end{aligned}$$

การใช้ Panel data regression analysis เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลที่มีทั้งข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross section) และข้อมูลอนุกรมเวลา (Time series) ในชุดข้อมูลเดียวกัน จะมีทั้งหมด 3 รูปแบบ ได้แก่ Pooled OLS Regression, Fixed Effect Model และ Random Effect Model ดังนี้ (มนตรี พิริยะกุล, ม.ป.ป.)

- 1) Pooled OLS Regression เป็นวิธีการใช้ OLS มาใช้วิเคราะห์ข้อมูล Panel data ที่มีทั้งข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross section) และข้อมูลอนุกรมเวลา (Time series) ในชุดข้อมูลเดียวกัน โดยมีข้อสมมติว่าหน่วยสำรวจทุกหน่วยในข้อมูลภาคตัดขวางไม่มีความแตกต่างกันเช่น บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทุกบริษัทไม่มีความแตกต่างกันจึงได้รับอิทธิพลจากปัจจัยภายนอกแบบเดียวกัน ตัวแบบสมการของ Pooled OLS Regression สามารถแสดงได้ดังสมการ (a)

$$DR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 CFIA_{it} + \beta_3 DAR_{it} + \beta_4 DR_{t-1} + u_{it} \dots\dots\dots(a)$$

โดยกำหนดให้

$$\begin{aligned}\beta_0 &= \text{สัมประสิทธิ์ค่าคงที่ของสมการถดถอย Pooled OLS Regression} \\ \beta_1 &= \text{สัมประสิทธิ์ค่าคงที่ของตัวแปร } ROA_{it} \\ \beta_2 &= \text{สัมประสิทธิ์ค่าคงที่ของตัวแปร } CFIA_{it} \\ \beta_3 &= \text{สัมประสิทธิ์ค่าคงที่ของตัวแปร } DAR_{it} \\ \beta_4 &= \text{สัมประสิทธิ์ค่าคงที่ของตัวแปร } DR_{t-1} \\ u_{it} &= \text{ค่าความคลาดเคลื่อนของสมการถดถอย Pooled OLS Regression} \\ &\quad \text{ของบริษัท } i \text{ ในปีที่ } t\end{aligned}$$

- 2) Fixed Effect Model (FEM) เป็นตัวแบบที่ใช้แก้ไขปัญหาของ Pooled OLS Regression ที่มีข้อสมมติว่า หน่วยสำรวจทุกหน่วยในข้อมูลภาคตัดขวางไม่มีความแตกต่างกัน แต่ในความเป็นจริงบริษัทจดทะเบียนย่อมมีความแตกต่างกัน เช่น บริษัทจดทะเบียนที่ประกอบธุรกิจด้านอาหาร กับบริษัทจดทะเบียนที่ประกอบธุรกิจด้านพลังงานย่อมได้รับผลกระทบจากปัจจัยทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกัน หรือแม้แต่บริษัทที่อยู่ในธุรกิจเดียวกันก็อาจใช้เทคโนโลยีที่แตกต่างกัน ผู้บริหารและพนักงานมีความสามารถแตกต่างกัน ซึ่งปัจจัยเหล่านี้มีความผันแปรตามบริษัทจดทะเบียนแต่ไม่ผันแปรไปตามเวลา หน่วยสำรวจแต่ละหน่วยจึงได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกไม่เท่ากัน

ดังนั้นตัวแบบ FEM จึงใช้วิธีการควบคุมอิทธิพลของปัจจัยเฉพาะตัวของแต่ละบริษัทจดทะเบียน โดยใช้ตัวแปรหุ่น (Dummies variable) ตามจำนวนตัวอย่างของบริษัทจดทะเบียนที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ ได้ตัวแบบ FEM ดังสมการ (b)

$$DR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 CFIA_{it} + \beta_3 DAR_{it} + \beta_4 DR_{t-1} + \gamma_1 D_1 + \gamma_2 D_2 \dots + \gamma_n D_n + e_{it} \dots (b)$$

โดยกำหนดให้

$D_1$  = ตัวแปรหุ่นของบริษัทจดทะเบียนที่ 1 กล่าวคือ ถ้าข้อมูลที่ใช้วิเคราะห์มาจากบริษัทจดทะเบียนที่ 1 แล้ว ค่า  $D_1 = 1$  แต่ถ้าข้อมูลที่ใช้วิเคราะห์มาจากบริษัทจดทะเบียนอื่น  $D_1 = 0$

$D_2$  = ตัวแปรหุ่นของบริษัทจดทะเบียนที่ 2 กล่าวคือ ถ้าข้อมูลที่ใช้วิเคราะห์มาจากบริษัทจดทะเบียนที่ 2 แล้ว ค่า  $D_2 = 1$  แต่ถ้าข้อมูลที่ใช้วิเคราะห์มาจากบริษัทจดทะเบียนอื่น  $D_2 = 0$

$D_n$  = ตัวแปรหุ่นของบริษัทจดทะเบียนที่ n กล่าวคือ ถ้าข้อมูลที่ใช้วิเคราะห์มาจากบริษัทจดทะเบียนที่ n แล้ว ค่า  $D_n = 1$  แต่ถ้าข้อมูลที่ใช้วิเคราะห์มาจากบริษัทจดทะเบียนอื่น  $D_n = 0$

$\gamma_1$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น  $D_1$

$\gamma_2$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น  $D_2$

$\gamma_n$  = ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรหุ่น  $D_n$

- 3) Random Effect Model (REM) เป็นตัวแบบที่มีข้อสมมติว่าหน่วยสำรวจทุกหน่วยในข้อมูลภาคตัดขวางมีความแตกต่างกันโดยสะท้อนผ่านค่า  $\beta_{0i}$  ซึ่งมีค่าแปรเปลี่ยนไปตามหน่วยสำรวจซึ่งแสดงถึงความแตกต่างกันของหน่วยสำรวจเช่น บริษัทจดทะเบียนที่ประกอบธุรกิจด้านอาหาร กับบริษัทจดทะเบียนที่ประกอบธุรกิจด้านพลังงานย่อมมีความแตกต่างกัน หรือแม้แต่บริษัทที่อยู่ในธุรกิจเดียวกันก็อาจใช้เทคโนโลยีที่แตกต่างกัน ผู้บริหารและพนักงานก็ย่อมมีความสามารถแตกต่างกัน เมื่อกำหนดให้  $\beta_{0i}$  เป็นตัวแปรสุ่มที่สุ่มจากประชากรที่มีค่าเฉลี่ยของสัมประสิทธิ์คงที่ของสมการเท่ากับ  $\beta_0$  แล้วจะได้ว่า  $\beta_{0i} = \beta_0 + \beta_{\epsilon_i}$  ซึ่ง  $\beta_{\epsilon_i}$  เป็นตัวแปรสุ่มที่เป็นค่าความคลาดเคลื่อนของภาคตัดขวาง โดยมีค่าเฉลี่ยเท่ากับศูนย์และมีค่าความแปรปรวนเท่ากับ  $\sigma_{\epsilon}^2$  ตัวแบบ REM แสดงได้ดังสมการ (c) ซึ่งแสดงได้ดังต่อไปนี้

$$DR_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 CFIA_{it} + \beta_3 DAR_{it} + \beta_4 DR_{t-1} + u_{it}$$

$$DR_{it} = (\beta_0 + \beta_{\epsilon i}) + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 CFIA_{it} + \beta_3 DAR_{it} + \beta_4 DR_{t-1} + u_{it}$$

$$DR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 CFIA_{it} + \beta_3 DAR_{it} + \beta_4 DR_{t-1} + (\beta_{\epsilon i} + u_{it})$$

$$DR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 CFIA_{it} + \beta_3 DAR_{it} + \beta_4 DR_{t-1} + v_{it} \dots\dots\dots(c)$$

โดยกำหนดให้

$$v_{it} = \beta_{\epsilon i} + u_{it} = \text{ค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแบบ REM}$$

การใช้ Panel data regression analysis จะมีการทดสอบว่าควรใช้ตัวแบบใด โดยเริ่มจากการทดสอบว่าการใช้ Random Effect Model (REM) มีความเหมาะสมหรือไม่ โดยการทดสอบ Hausman Test โดยกำหนดสมมติฐานไว้ดังนี้

$H_0$ :  $v_{it}$  ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ และตัวแปร time-invariant

$H_A$ :  $v_{it}$  มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ และตัวแปร time-invariant

ถ้ายอมรับ  $H_0$  และ ปฏิเสธ  $H_A$  จะใช้ REM แต่ถ้าปฏิเสธ  $H_0$  และยอมรับ  $H_A$  จะไม่ใช่ REM นั่นคือจะใช้ FEM หรือ Pooled OLS Regression โดยค่าสถิติ Hausmantest : H หาค่าได้ดังนี้

$$H = TQ' [V(\beta_{FE}) - V(\beta_{RE})]^{-1} Q \sim \chi^2(k)$$

โดยกำหนดให้

H = ค่าสถิติ Hausmantest

$\beta_{FE}$  = ค่าเวกเตอร์ของค่าประมาณการถดถอยตามวิธี FEM

$\beta_{RE}$  = ค่าเวกเตอร์ของค่าประมาณการถดถอยตามวิธี REM

$V(\beta_{FE})$  = Array ของความผันแปรของค่าประมาณการถดถอยตามวิธี FEM

$V(\beta_{RE})$  = Array ของความผันแปรของค่าประมาณการถดถอยตามวิธี REM

Q =  $\beta_{FE} - \beta_{RE}$

T = ช่วงเวลา

$\chi^2$  = ค่าสถิติไคสแควร์

k = จำนวนพารามิเตอร์ใน Q



เนื่องจากค่าสถิติ H มีค่าใกล้เคียงค่าไคสแควร์จึงใช้ค่าไคสแควร์มาใช้วิเคราะห์ในการทดสอบสมมติฐานของ Hausmantest ได้ดังนี้

ถ้า  $\chi^2(k) < \chi^2_{0.05}$  จะยอมรับ  $H_0$  และ ปฏิเสธ  $H_A$

ถ้า  $\chi^2(k) > \chi^2_{0.05}$  จะปฏิเสธ  $H_0$  และ ยอมรับ  $H_A$

ส่วนการทดสอบว่าควรใช้ตัวแบบ Fixed Effect Model (FEM) หรือ Pooled OLS Regression สามารถทดสอบได้โดยใช้ Wald Test ซึ่งกำหนดสมมติฐานดังนี้

$H_0: \gamma_i = \gamma_j = 0$  ; เมื่อ  $i \neq j$

$H_A: \gamma_i \neq \gamma_j \neq 0$  ; เมื่อ  $i \neq j$

ถ้ายอมรับ  $H_0$  และ ปฏิเสธ  $H_A$  จะใช้ Pooled OLS Regression แต่ถ้าปฏิเสธ  $H_0$  และยอมรับ  $H_A$  จะใช้ FEM ซึ่งทดสอบได้โดยใช้ค่า F-statistic ดังนี้

$$F = \frac{(R_2^2 - R_1^2)/(p_2 - p_1)}{(1 - R_2^2)/[n - (p_2 - 1)]}$$

โดยกำหนดให้

$R_2^2$  = ค่า  $R^2$  ของ Fixed Effect Model

$R_1^2$  = ค่า  $R^2$  ของ Pooled OLS Regression

$p_2$  = จำนวนพารามิเตอร์ในสมการ Fixed Effect Model

$p_1$  = จำนวนพารามิเตอร์ในสมการ Pooled OLS Regression

$n$  = จำนวนค่าสังเกต

ถ้า  $F < f_{0.05}$  จะยอมรับ  $H_0$  และ ปฏิเสธ  $H_A$

ถ้า  $F > f_{0.05}$  จะปฏิเสธ  $H_0$  และยอมรับ  $H_A$

ดังนั้นการวิเคราะห์ Panel data regression analysis จึงต้องทดสอบหาตัวแบบที่เหมาะสมเพียงตัวแบบเดียว โดยเริ่มจากทดสอบ Hausmantest เพื่อพิจารณาว่า Random Effect Model มีความเหมาะสมหรือไม่ ถ้าพบว่าไม่ควรใช้ Random Effect Model ก็จะทดสอบ Wald Test เพื่อพิจารณาว่าควรใช้ Fixed Effect Model หรือ Pooled OLS Regression

## บทที่ 4

### ผลการวิจัย

การนำเสนอผลการศึกษารื่อง การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบ่งออกเป็น 3 ส่วนตามวัตถุประสงค์การวิจัยคือ 1) นโยบายการจ่ายเงินปันผล 2) การตอบสนองของราคาหุ้นในวันก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล และ 3) ปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตรา การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

#### ส่วนที่ 1 นโยบายการจ่ายเงินปันผล

ศึกษาจากสถิติเชิงพรรณนาของอัตราเงินปันผลจ่ายต่อกำไรต่อหุ้นได้แก่ ค่าเฉลี่ย ค่ามัธยฐาน ฐานนิยม ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน แสดงได้ดังตารางที่ 4.1

ตารางที่ 4.1 ค่าสถิติของอัตราเงินปันผลจ่ายต่อกำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ปี 2554- 2559

ค่าสถิติ	2554	2555	2556	2557	2558	2559
ค่าเฉลี่ย	66.81%	68.57%	62.86%	63.14%	88.56%	73.96%
ค่ามัธยฐาน	62.96%	68.09%	57.64%	63.21%	71.34%	66.50%
ฐานนิยม	56.00%	69.00%	83.00%	82.00%	97.00%	44.00%
ค่าสูงสุด	113.74%	133.93%	96.93%	116.78%	298.50%	140.84%
ค่าต่ำสุด	37.31%	36.53%	36.62%	28.23%	26.71%	40.18%
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	21.87%	26.91%	18.60%	24.81%	65.61%	26.88%

จากตารางที่ 4.1 พบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลในปี 2554 ถึงปี 2559 ของ บริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีอัตราการจ่ายเงินปันผลสูงสุดร้อยละ 298.50 ในปี 2558 อัตราจ่ายเงินปันผลต่ำสุดร้อยละ 26.71 ในปี 2558 ค่าเฉลี่ยของอัตราเงินปันผลจ่ายต่อกำไรต่อหุ้น มีค่าสูงสุดร้อยละ 88.56 ในปี 2558 และมีค่าต่ำสุดร้อยละ 62.86 ในปี 2556 ค่ามัธยฐานมีค่าสูงสุดร้อยละ 71.34 ในปี 2558 และมีค่าต่ำสุดร้อยละ 57.64 ในปี 2556 ค่าฐานนิยมมีค่าสูงสุดร้อยละ 97 ในปี 2558 และมีค่าต่ำสุดร้อยละ 44 ในปี 2559 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าสูงสุดร้อยละ 65.61 ในปี 2558 ซึ่งเป็นปีที่มีค่าเฉลี่ยสูงสุด ในขณะที่ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าต่ำสุดร้อยละ 18.60 ในปี 2556 ซึ่งเป็นปีที่มีค่าเฉลี่ยต่ำสุด

## ส่วนที่ 2 การตอบสนองของราคาหุ้นในวันก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล

ศึกษาจากค่าสถิติ one sample t-test ของค่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติรายวัน ( $AR_{it}$ ) ในช่วงก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วันทำการ ถึงหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วันทำการ ของการประกาศเงินปันผล ในช่วงปี 2554 – 2558 ของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 16 หลักทรัพย์ ซึ่งมีการจ่ายเงินปันผลปีละ 2 ครั้ง ยกเว้น KTB ที่มีการจ่ายเงินปันผลจำนวน 2 ครั้ง เฉพาะปี 2555 ส่วนปี 2554 และ 2556-2558 มีการจ่ายเงินปันผลเพียงปีละ 1 ครั้ง และ SCC มีการจ่ายเงินปันผลจำนวน 3 ครั้งในปี 2556 ส่วนปี 2554-2555 และ 2557-2558 มีการจ่ายเงินปันผลปีละ 2 ครั้ง รวม 16 หลักทรัพย์มีการประกาศจ่ายเงินปันผลในช่วงปี 2554 – 2558 ทั้งหมด 157 ครั้ง เป็นการประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปีจำนวน 80 ครั้ง และเป็นการประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล 77 ครั้ง โดยการศึกษาใช้ข้อมูลแบบภาคตัดขวาง (Cross-section data) โดยทดสอบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนเกินปกติรายวันของแต่ละวันทำการ ( $AAR_t$ ) มีค่าเท่ากับ 0 หรือไม่ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 ซึ่งผลการศึกษาแสดงได้ดังตารางที่ 4.2

ตารางที่ 4.2 ผลการทดสอบค่าสถิติ t-test ในการหาค่าอัตราผลตอบแทนส่วนเกินรายวันช่วงก่อนและหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล

		จ่ายเงินปันผลประจำปี				จ่ายเงินปันผลระหว่างกาล			
		ค่าเฉลี่ย	S.D.	t-stat	Prob	ค่าเฉลี่ย	S.D.	t-stat	Prob
ก่อนวันประกาศ จ่ายเงินปันผล	5 วัน	0.1698%	1.3850%	1.097	0.276	0.1000%	1.2155%	0.722	0.472
	4 วัน	0.0530%	1.0409%	0.456	0.649	0.2648%	1.1299%	2.056	0.043*
	3 วัน	-0.0869%	1.1922%	-0.652	0.516	0.1190%	1.4283%	0.731	0.467
	2 วัน	-0.0103%	1.1408%	-0.081	0.935	0.0631%	1.1602%	0.478	0.634
	1 วัน	0.1026%	1.3876%	0.662	0.510	0.0838%	1.4181%	0.519	0.605
วันประกาศ จ่ายเงินปันผล		0.2634%	1.6572%	1.422	0.159	0.0430%	2.3493%	0.161	0.873
หลังวันประกาศ จ่ายเงินปันผล	1 วัน	-0.0574%	1.2201%	-0.421	0.675	-0.1717%	1.2217%	-1.234	0.221
	2 วัน	-0.1195%	1.6232%	-0.658	0.512	0.1741%	1.2722%	1.201	0.233
	3 วัน	0.1853%	1.5035%	1.103	0.273	0.1387%	1.3147%	0.926	0.358
	4 วัน	-0.0735%	1.1934%	-0.551	0.583	-0.0130%	1.3816%	-0.083	0.934
	5 วัน	0.2295%	1.3328%	1.540	0.128	0.0304%	0.9773%	0.274	0.785

จากตารางที่ 4.2 พบว่าในการประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปีนั้น ในช่วงก่อนและหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วัน ไม่พบว่ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติรายวันเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ นั่นคือการประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปีไม่มีผลกระทบให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติขึ้นในช่วงก่อนและหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วัน แสดงว่าราคาหุ้นไม่มีการตอบสนองต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปี ดังนั้นการประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปีจึงยอมรับ  $H_0$  และปฏิเสธ  $H_a$

การจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลพบว่าวันที่ 4 ก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผลมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติรายวันเกิดขึ้นที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 เพียงวันเดียว ส่วนวันอื่นในช่วงก่อนและหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วัน ไม่พบว่ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติรายวันเกิดขึ้นเนื่องจากมีอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 4 ก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล จึงแสดงว่าราคาหุ้นมีการตอบสนองต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล ดังนั้นการประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลจึงปฏิเสธ  $H_0$  และยอมรับ  $H_a$

### ส่วนที่ 3 ปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ศึกษาโดยการวิเคราะห์ Panel data regression analysis โดยใช้ตัวแบบการศึกษาดังต่อไปนี้

$$DR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 CFA_{it} + \beta_3 DAR_{it} + \beta_4 DR_{t-1} + e_{it}$$

เนื่องจาก หลักรหัสจดทะเบียนในดัชนี SETHD ที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้จำนวน 16 หลักรหัส ประกอบด้วยหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน และ หุ้นสามัญของบริษัทที่ประกอบธุรกิจในภาคสถาบันการเงิน ได้แก่ ธนาคารพาณิชย์ และบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งกลุ่มธุรกิจสถาบันการเงินเป็นธุรกิจที่มีโครงสร้างเงินทุน และการจัดการการเงินต่างๆที่แตกต่างจากธุรกิจอื่น และเป็นธุรกิจที่มีกฎหมายและหน่วยงานกำกับดูแลเฉพาะที่เคร่งครัด ทำให้ค่าอัตราส่วนทางการเงินต่างๆมีความแตกต่างจากบริษัทที่ประกอบธุรกิจอื่น ดังนั้นการวิเคราะห์ Panel data regression analysis ในครั้งนี้จึงแยกวิเคราะห์เป็น 2 กลุ่ม ได้แก่ (1) กลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินซึ่งประกอบด้วยหลักทรัพย์จำนวน 10 หลักรหัส และ (2) กลุ่มธุรกิจสถาบันการเงินซึ่งประกอบด้วยหลักทรัพย์จำนวน 6 หลักรหัส

**กลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน** ประกอบด้วยหลักทรัพย์จำนวน 10 หลักรหัส ได้แก่ AMATA, CPF, EGCO, GLOW, HANA, LPN, PTT, PTTEP, RATCH และ SCC โดยการศึกษาใช้ข้อมูลในช่วงปี พ.ศ.

2554 – 2559 รวม 6 ปี รวมเป็นจำนวนข้อมูลที่ใช้ทั้งหมด 60 ชุด ผลการวิเคราะห์ Panel data regression ทั้ง 3 ตัวแบบ แสดงได้ดังตารางที่ 4.3 ดังนี้

ตารางที่ 4.3 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลด้วยการวิเคราะห์ Panel data regression สำหรับหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน

ตัวแบบ	ค่าสัมประสิทธิ์/ ค่าสถิติ	ตัวแปรตาม				
		C	ROA	CFIA	DAR	DR <sub>t-1</sub>
Pooled OLS Regression	Coefficient	1.072693	-3.143419	0.448657	-0.160218	0.073470
	t-stat	4.46784	-2.562351	0.636308	-0.475517	0.529305
	P-value	0.0001	0.0138	0.5278	0.6367	0.5992
R <sup>2</sup> = 0.144033		F-Stat = 1.893029		J.B. = 464.8854		
Adjust R <sup>2</sup> = 0.067947		P-Value = 0.128152		D.W. = 2.200764		P-Value = 0.000000
Fixed Effect Model	Coefficient	1.902880	-7.036473	0.06304	-1.103097	-0.029228
	t-stat	3.745365	-3.980129	0.084091	-1.052049	-0.215903
	P-value	0.0006	0.0003	0.9334	0.2998	0.8303
R <sup>2</sup> = 0.435913		F-stat = 2.139998		J.B. = 357.0189		
Adjust R <sup>2</sup> = 0.232215		P-Value = 0.035888		D.W. = 2.645129		P-Value = 0.000000
Random Effect Model	Coefficient	1.072693	-3.143419	0.448657	-0.160218	0.07347
	t-stat	4.922641	-2.823184	0.70108	-0.523922	0.583185
	P-value	0.0000	0.0071	0.4869	0.6029	0.5627
R <sup>2</sup> = 0.144033		F-stat = 1.893029		J.B. = 464.8854		
Adjust R <sup>2</sup> = 0.067947		P-Value = 0.128152		D.W. = 2.200764		P-Value = 0.000000

จากตารางที่ 4.3 พบว่าการวิเคราะห์ Panel Data Regression ทั้ง 3 ตัวแบบยังคงพบปัญหาค่า Residual มีการกระจายตัวที่ไม่ใช่การกระจายตัวแบบปกติ เนื่องจากค่า P-Value ของ J.B. มีค่าน้อยกว่า 0.05 ดังนั้นจึงแก้ไขตัวแบบการศึกษา เป็นสมการ Logarithm ดังนี้

$$\log DR_{it} = \beta_0 + \beta_1 \log ROA_{it} + \beta_2 \log CFIA_{it} + \beta_3 \log DAR_{it} + \beta_4 \log DR_{t-1} + e_{it}$$

โดยที่:  $\log DR_{it}$  = logarithm ของอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท i ในปี t

$\log DR_{t-1}$  = logarithm ของอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท i ในปี t-1

$\log ROA_{it}$  = logarithm ของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ของบริษัท i ในปี t

- $\log DAR_{it}$  = logarithm ของอัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สินของบริษัท  $i$  ในปี  $t$   
 $\log CFIA_{it}$  = logarithm ของอัตราส่วนกระแสเงินสดจากการลงทุนต่อสินทรัพย์ของบริษัท  $i$  ในปี  $t$   
 $\beta_0$  = สัมประสิทธิ์ค่าคงที่ของสมการถดถอย  
 $\beta_1$  = สัมประสิทธิ์ของตัวแปรต้น  $\log ROA_{it}$   
 $\beta_2$  = สัมประสิทธิ์ของตัวแปรต้น  $\log CFIA_{it}$   
 $\beta_3$  = สัมประสิทธิ์ของตัวแปรต้น  $\log DAR_{it}$   
 $\beta_4$  = สัมประสิทธิ์ของตัวแปรต้น  $\log DR_{t-1}$   
 $e_{it}$  = ค่าความคลาดเคลื่อนของสมการถดถอย (Residual)

ผลการวิเคราะห์ Panel data regression ด้วย logarithm ทั้ง 3 ตัวแบบแสดงได้ดังตารางที่ 4.4 ดังนี้

ตารางที่ 4.4 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลด้วยการวิเคราะห์ Panel data regression สำหรับหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน ด้วยสมการ logarithm

ตัวแบบ	ค่าสัมประสิทธิ์/ ค่าสถิติ	ตัวแปรตาม				
		C	logROA	logCFIA	logDAR	logDR <sub>t-1</sub>
Pooled OLS Regression	Coefficient	-1.219399	-0.365063	-0.009011	-0.022262	0.237296
	t-stat	-4.750528	-4.317224	-0.671945	-0.333126	1.957346
	P-value	0.0000	0.0001	0.5051	0.7406	0.0565
R <sup>2</sup> = 0.358941		F-Stat = 6.299084		J.B. = 0.451748		
Adjust R <sup>2</sup> = 0.301958		P-Value = 0.000410		D.W. = 1.702742		P-Value = 0.797819
Fixed Effect Model	Coefficient	-2.488360	-0.753875	-0.006488	-0.234337	0.086695
	t-stat	-7.283347	-9.050524	-0.694541	-1.166454	0.994825
	P-value	0.0000	0.0000	0.4918	0.2511	0.3265
R <sup>2</sup> = 0.778921		F-stat = 9.756774		J.B. = 0.247152		
Adjust R <sup>2</sup> = 0.699088		P-Value = 0.000000		D.W. = 2.197167		P-Value = 0.883754
Random Effect Model	Coefficient	-1.219399	-0.365063	-0.009011	-0.022262	0.237296
	t-stat	-7.235401	-6.575447	-1.023421	-0.507375	2.981181
	P-value	0.0000	0.0000	0.3116	0.6144	0.0046
R <sup>2</sup> = 0.358941		F-stat = 6.299084		J.B. = 0.451748		
Adjust R <sup>2</sup> = 0.301958		P-Value = 0.000000		D.W. = 1.702742		P-Value = 0.797819

จากตารางที่ 4.4 พบว่า ผลการวิเคราะห์ Panel data regression ของสมการ logarithm ทั้ง 3 ตัวแบบ มีค่า P-Value ของ J.B. สูงกว่า 0.05 แสดงว่าค่า Residual มีการกระจายตัวแบบปกติ

การทดสอบ Multicollinearity เป็นการทดสอบว่าตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกันหรือไม่โดยการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ซึ่งกำหนดว่าถ้าหากค่าสัมบูรณ์ของสหสัมพันธ์มีค่าสูงกว่าหรือเท่ากับ 0.8 ถือว่าตัวแปรต้นมีความสัมพันธ์กัน ค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรต้นในการศึกษาครั้งนี้แสดงได้ดังตารางที่ 4.5

#### ตารางที่ 4.5 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปรต้นในสมการถดถอย

	logROA	logCFIA	logDAR	logDR <sub>t-1</sub>
logROA	1.000000	-0.161972	-0.375901	-0.076522
logCFIA	-0.161972	1.000000	0.231609	0.068563
logDAR	-0.375901	0.231609	1.000000	0.140708
logDR <sub>t-1</sub>	-0.076522	0.068563	0.140708	1.000000

จากตารางที่ 4.5 จะเห็นว่าค่าสัมบูรณ์ของสหสัมพันธ์ของตัวแปรต้นในสมการถดถอยที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ไม่มีค่าใดที่มีค่ามากกว่าหรือเท่ากับ 0.8 จึงถือว่าตัวแปรต้นในการศึกษาครั้งนี้ไม่มีความสัมพันธ์กัน

เนื่องจากการวิเคราะห์ Panel data regression มี 3 ตัวแบบ การทดสอบว่าควรใช้ตัวแบบใดจะเริ่มต้นด้วยการทดสอบว่าควรใช้ตัวแบบ Random Effect Model (REM) หรือไม่ ซึ่งจะใช้การทดสอบ Hausman Test โดยกำหนดสมมติฐานดังนี้

$$H_0: v_{it} \text{ ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ และตัวแปร time-invariant}$$

$$H_A: v_{it} \text{ มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ และตัวแปร time-invariant}$$

การทดสอบ Hausman Test พบว่ามีค่า  $\chi^2 = 67.609842$  มีค่า P-Value เท่ากับ 0.0000 ดังนั้นจึงปฏิเสธ  $H_0$  และยอมรับ  $H_A$  นั่นคือ Random Effect Model (REM) ไม่มีความเหมาะสม จากนั้นทดสอบว่าระหว่าง Fixed Effect Model (FEM) กับ Pooled OLS Regression ตัวแบบใดมีความเหมาะสมมากกว่าโดยใช้ Wald Test ซึ่งกำหนดสมมติฐานดังนี้

$$H_0: \gamma_i = \gamma_j = 0 \quad ; \text{ เมื่อ } i \neq j$$

$$H_A: \gamma_i \neq \gamma_j \neq 0 \quad ; \text{ เมื่อ } i \neq j$$

ผลการทดสอบ Wald Test พบว่าค่า F-stat = 7.598758 โดยมีค่า P-value = 0.0000 ดังนั้นจึงปฏิเสธ  $H_0$  และยอมรับ  $H_A$  นั่นคือ Fixed Effect Model มีความเหมาะสม

ปัญหา Autocorrelation พิจารณาจากค่า D.W. = 2.197167 เมื่อเปรียบเทียบกับค่าสถิติ D.W. ในตารางสำหรับตัวแบบที่มี 4 ตัวแปร และมีจำนวนข้อมูล 50 ชุด พบว่ามีค่า  $dL = 1.206$  และ  $dU = 1.5537$  ซึ่งค่า D.W. = 2.197167 มีค่าอยู่ระหว่าง  $dU$  กับ  $4 - dL$  นั่นคือ  $dU < D.W. < 4 - dL$  หรือ  $1.537 < D.W. < 2.794$  จึงไม่มีปัญหา Autocorrelation ในตัวแบบ Fixed Effect Model ที่ศึกษาในครั้งนี้

การทดสอบปัญหา Heteroscedasticity ใช้วิธีการของ White Test โดยการหาความสัมพันธ์ระหว่างค่ากำลังสองของค่า Residual กับค่ากำลังสองของตัวแปรต้น โดยวิธีการ Panel data regression แบบ Fixed Effect Model แล้วดูว่าค่า P-Value ของค่า t-stat ของตัวแปรต้นมีค่าน้อยกว่าค่าระดับนัยสำคัญ 0.05 หรือไม่ ถ้า P-Value < 0.05 จะเกิดปัญหา Heteroscedasticity แต่ถ้า P-Value  $\geq$  0.05 จะไม่เกิดปัญหา Heteroscedasticity ซึ่งแสดงค่าดังตารางที่ 4.6

ตารางที่ 4.6 การทดสอบปัญหา Heteroscedasticity ด้วยวิธีการ White Test

ตัวแบบ	ตัวแปรต้น	ค่าสัมประสิทธิ์/ ค่าสถิติ	ตัวแปรตาม				
			C	(logROA) <sup>2</sup>	(logCFIA) <sup>2</sup>	(logDAR) <sup>2</sup>	(logDR <sub>t-1</sub> ) <sup>2</sup>
Fixed Effect Model	Resid <sup>2</sup>	Coefficient	0.021147	-0.001754	0.000922	0.008458	-0.008008
		t-stat	0.595979	-0.571213	1.526195	0.808005	-0.342807
		P-value	0.5549	0.5714	0.1357	0.4244	0.7337
R <sup>2</sup> = 0.409020		F-Stat = 1.916598		J.B. = 9.742258			
Adjust R <sup>2</sup> = 0.195611		P-Value = 0.061640		D.W. = 2.202792		P-Value = 0.007665	

จากตารางที่ 4.6 จะเห็นได้ว่าค่า F-stat มีค่าเท่ากับ 1.916598 โดย P-value = 0.06160 แสดงว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรต้นทุกตัวมีค่าเป็น 0 และค่า t-stat ของตัวแปรต้นทุกตัวมีค่า P-Value  $\geq$  0.05 นั่นคือตัวแบบ Fixed Effect Model ที่ศึกษาในครั้งนี้ไม่มีปัญหา Heteroscedasticity

ดังนั้นตัวแบบ Fixed Effect Model ที่ใช้อธิบายอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD กลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินแสดงได้ดังตารางที่ 4.7



ตารางที่ 4.7 ตัวแบบการวิเคราะห์ Panel data ที่ใช้อธิบายอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD กลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน

ตัวแบบ	ค่าสัมประสิทธิ์/ ค่าสถิติ	ตัวแปรตาม				
		C	logROA	logCFIA	logDAR	logDR <sub>t-1</sub>
Fixed Effect Model	Coefficient	-2.488360	-0.753875	-0.006488	-0.234337	0.086695
	t-stat	-7.283347	-9.050524	-0.694541	-1.166454	0.994825
	P-value	0.0000	0.0000	0.4918	0.2511	0.3265
R <sup>2</sup> = 0.778921		F-stat = 9.756774				
Adjust R <sup>2</sup> = 0.699088		P-Value = 0.000000				

จากตารางที่ 4.7 ค่า R<sup>2</sup> = 0.778921 แสดงว่าความแปรปรวนของตัวแปรตามสามารถอธิบายได้ด้วยตัวแปรต้น 77.89% ค่า F-stat = 9.756774 โดยมีค่า P-value = 0.000000 ค่า P-value < 0.05 แสดงว่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรต้นมีค่าต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่น 95% โดยตัวแปรต้นที่สามารถใช้อธิบายตัวแปรตามได้อย่างมีนัยสำคัญได้แก่ ROA ซึ่งมีค่า t-stat = -9.050524 โดยมีค่า P-value = 0.0000 ซึ่งค่า P-value < 0.05 แสดงว่า ROA สามารถใช้อธิบายค่า DR ได้อย่างมีนัยสำคัญ ดังนั้นจึงสามารถแสดงสมการอัตราการจ่ายเงินปันผลของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \log DR_{it} = & -2.488360 - 0.753875 \log ROA_{it} + 0.006488 \log CFIA_{it} + 0.234336 \log DAR_{it} \\ & \text{(t-stat)} \quad \quad \quad \text{(-7.2833)} \quad \text{(-9.0505*)} \quad \quad \quad \text{(-0.6945)} \quad \quad \quad \text{(-1.1664)} \\ & + 0.086695 \log DR_{t-1} + e_{it} \\ & \quad \quad \quad \text{(0.9948)} \end{aligned}$$

จากสมการข้างต้นแสดงว่า ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล (DR) โดยอัตราการจ่ายเงินปันผลจะเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ในขณะที่ อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการลงทุนต่อสินทรัพย์ (CFIA) อัตราส่วนหนี้สินต่อทรัพย์สิน (DAR) และ อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในปีก่อนหน้า 1 ปี (DR<sub>t-1</sub>) ไม่มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ดังนั้นจึงยอมรับ H<sub>a1</sub> แต่ปฏิเสธ H<sub>a2</sub>, H<sub>a3</sub> และ H<sub>a4</sub> สำหรับกลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน

กลุ่มธุรกิจสถาบันการเงิน ประกอบด้วยหลักทรัพย์จำนวน 6 หลักทรัพย์ ได้แก่ ASP, BBL, KKP, KTB, SCB และ TCAP โดยการศึกษาใช้ข้อมูลในช่วงปี พ.ศ.2554 – 2559 รวม 6 ปี รวมเป็นจำนวนข้อมูลที่ใช้ทั้งหมด 36 ชุด ผลการวิเคราะห์ Panel data regression ทั้ง 3 ตัวแบบ แสดงได้ดังตารางที่ 4.8 ดังนี้

ตารางที่ 4.8 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลด้วยการวิเคราะห์ Panel data regression สำหรับหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจสถาบันการเงิน

ตัวแบบ	ค่าสัมประสิทธิ์/ ค่าสถิติ	ตัวแปรตาม				
		C	ROA	CFIA	DAR	DR <sub>t-1</sub>
Pooled OLS Regression	Coefficient	1.098865	-2.201635	0.001123	-0.902427	0.418074
	t-stat	3.897707	-1.555780	0.004803	-3.656804	2.492869
	P-value	0.0006	0.1323	0.9962	0.0012	0.0197
R <sup>2</sup> = 0.792708		F-Stat = 23.90072			J.B. = 25.48311	
Adjust R <sup>2</sup> = 0.759541		P-Value = 0.000000			D.W. = 1.542405	
					P-Value = 0.000003	
Fixed Effect Model	Coefficient	2.381585	-5.800761	0.299631	-2.224833	0.081488
	t-stat	2.679819	-2.292804	1.113359	-1.961193	0.380629
	P-value	0.0144	0.0328	0.2788	0.0639	0.7075
R <sup>2</sup> = 0.847017		F-stat = 12.30370			J.B. = 16.40771	
Adjust R <sup>2</sup> = 0.778174		P-Value = 0.000002			D.W. = 1.802120	
					P-Value = 0.000274	
Random Effect Model	Coefficient	1.098865	-2.201635	0.001123	-0.902427	0.418074
	t-stat	4.058107	-1.619804	0.005000	-3.807290	2.595457
	P-value	0.0004	0.1178	0.9960	0.0008	0.0156
R <sup>2</sup> = 0.792708		F-stat = 23.90072			J.B. = 25.48311	
Adjust R <sup>2</sup> = 0.759541		P-Value = 0.000000			D.W. = 1.542405	
					P-Value = 0.000003	

จากตารางที่ 4.8 พบว่าการวิเคราะห์ Panel Data Regression ทั้ง 3 ตัวแบบยังคงพบปัญหาค่า Residual มีการกระจายตัวที่ไม่ใช่การกระจายตัวแบบปกติ เนื่องจากค่า P-Value ของ J.B. มีค่าน้อยกว่า 0.05 ดังนั้นจึงแก้ไขตัวแบบการศึกษา เป็นสมการ Logarithm ดังนี้

$$\log DR_t = \beta_0 + \beta_1 \log ROA_{it} + \beta_2 \log CFIA_{it} + \beta_3 \log DAR_{it} + \beta_4 \log DR_{t-1} + e_{it}$$

ผลการวิเคราะห์ Panel data regression ของสมการ logarithm ทั้ง 3 ตัวแบบแสดงได้ดังตารางที่ 4.9

ตารางที่ 4.9 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลด้วยการวิเคราะห์ Panel data regression สำหรับหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจสถาบันการเงิน ด้วยสมการ logarithm

ตัวแบบ	ค่าสัมประสิทธิ์/ ค่าสถิติ	ตัวแปรตาม				
		C	logROA	logCFIA	logDAR	logDR <sub>t-1</sub>
Pooled OLS Regression	Coefficient	-0.333323	0.003455	0.001372	-0.375728	0.617566
	t-stat	-0.770717	0.037448	0.181155	-1.692212	4.157838
	P-value	0.4481	0.9704	0.8577	0.1030	0.0003
R <sup>2</sup> = 0.832436		F-Stat = 31.04914		J.B. = 9.511761		
Adjust R <sup>2</sup> = 0.805626		P-Value = 0.000000		D.W. = 1.601457		P-Value = 0.008601
Fixed Effect Model	Coefficient	-1.929277	-0.296466	-0.006981	-0.680131	0.010356
	t-stat	-2.134644	-1.537706	-0.894514	-1.117450	0.041590
	P-value	0.0454	0.1398	0.3817	0.2770	0.9672
R <sup>2</sup> = 0.883771		F-stat = 16.89713		J.B. = 17.15970		
Adjust R <sup>2</sup> = 0.831468		P-Value = 0.000000		D.W. = 1.431614		P-Value = 0.000188
Random Effect Model	Coefficient	-0.333323	0.003455	0.001372	-0.375728	0.617566
	t-stat	-0.827701	0.040216	0.194549	-1.817328	4.465253
	P-value	0.4157	0.9682	0.8473	0.0812	0.0001
R <sup>2</sup> = 0.832436		F-stat = 31.04914		J.B. = 9.511761		
Adjust R <sup>2</sup> = 0.805626		P-Value = 0.000000		D.W. = 1.601457		P-Value = 0.008601

การทดสอบ Multicollinearity โดยใช้ค่าสหสัมพันธ์ของตัวแปรต้นในการศึกษาตัวแบบ Panel data regression ครั้งนี้แสดงได้ดังตารางที่ 4.10

ตารางที่ 4.10 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปรต้นในสมการถดถอย Panel data regression

	logROA	logCFIA	logDAR	logDR <sub>t-1</sub>
logROA	1.000000	-0.093397	-0.887558*	0.730788
logCFIA	-0.093397	1.000000	0.070206	-0.194412
logDAR	-0.887558*	0.070206	1.000000	0.810303*
logDR <sub>t-1</sub>	0.730788	-0.194412	-0.810303*	1.000000

จากตารางที่ 4.10 พบว่า logDAR มีความสัมพันธ์ในระดับสูงกับ logROA และ logDR<sub>t-1</sub> โดยมีค่าสหสัมพันธ์เท่ากับ -0.887558 และ -0.810303 ตามลำดับ ดังนั้นจึงตัดตัวแปร logDAR ออกจากสมการจะได้สมการใหม่ดังนี้

$$\log DR_t = \beta_0 + \beta_1 \log ROA_{it} + \beta_2 \log CFIA_{it} + \beta_3 \log DR_{t-1} + e_{it}$$

เมื่อนำสมการที่ตัดค่า logDAR แล้วมาวิเคราะห์ Panel data regression ทั้ง 3 รูปแบบ ได้ผลแสดงดังตารางที่ 4.11

ตารางที่ 4.11 ผลการวิเคราะห์ปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลด้วยการวิเคราะห์ Panel data regression สำหรับหลักทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจสถาบันการเงิน หลังตัดค่า logDAR ออกจากสมการ

ตัวแบบ	ค่าสัมประสิทธิ์/ ค่าสถิติ	ตัวแปรตาม			
		C	logROA	logCFIA	logDR <sub>t-1</sub>
Pooled OLS Regression	Coefficient	0.323940	0.118677	0.003244	0.750446
	t-stat	1.645019	1.840918	0.418249	5.749799
	P-value	0.1120	0.0771	0.6792	0.0000
R <sup>2</sup> = 0.813242		F-Stat = 37.73931		J.B. = 2.214329	
Adjust R <sup>2</sup> = 0.791694		P-Value = 0.000000		D.W. = 1.646739	
				P-Value = 0.330495	
Fixed Effect Model	Coefficient	-1.381351	-0.235966	-0.006019	0.100537
	t-stat	-1.808759	-1.267737	-0.771491	0.424309
	P-value	0.0848	0.2188	0.4490	0.6757
R <sup>2</sup> = 0.876514		F-stat = 18.63253		J.B. = 12.33484	
Adjust R <sup>2</sup> = 0.829472		P-Value = 0.000000		D.W. = 1.288337	
				P-Value = 0.002097	
Random Effect Model	Coefficient	0.323940	0.118677	0.003244	0.750446
	t-stat	1.818130	2.034644	0.462262	6.354867
	P-value	0.0806	0.0522	0.6477	0.0000
R <sup>2</sup> = 0.813242		F-stat = 37.73931		J.B. = 2.214329	
Adjust R <sup>2</sup> = 0.791694		P-Value = 0.000000		D.W. = 1.646739	
				P-Value = 0.330495	

การทดสอบว่าควรเลือกใช้ตัวแบบใด โดยเริ่มจากการทดสอบว่า Random Effect Model (REM) มีความเหมาะสมหรือไม่ ซึ่งจะใช้การทดสอบ Hausman Test โดยกำหนดสมมติฐานดังนี้

$H_0$ :  $v_{it}$  ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ และตัวแปร time-invariant

$H_A$ :  $v_{it}$  มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ และตัวแปร time-invariant

การทดสอบ Hausman Test พบว่ามีค่า  $\chi^2 = 10.039566$  มีค่า P-Value เท่ากับ 0.0182 ซึ่งน้อยกว่า 0.05 ดังนั้นจึงปฏิเสธ  $H_0$  และยอมรับ  $H_A$  นั่นคือ Random Effect Model (REM) ไม่มีความเหมาะสม จากนั้นทดสอบว่า ระหว่าง Fixed Effect Model (FEM) กับ Pooled OLS Regression ตัวแบบใดมีความเหมาะสมมากกว่าโดยใช้ Wald Test ซึ่งกำหนดสมมติฐานดังนี้

$H_0$ :  $\gamma_i = \gamma_j = 0$  ; เมื่อ  $i \neq j$

$H_A$ :  $\gamma_i \neq \gamma_j \neq 0$  ; เมื่อ  $i \neq j$

ผลการทดสอบ Wald Test พบว่าค่า F-stat = 2.152007 โดยมีค่า P-value = 0.0987 ซึ่งมากกว่า 0.05 ดังนั้นจึงยอมรับ  $H_0$  และปฏิเสธ  $H_A$  นั่นคือ Pooled OLS Regression มีความเหมาะสม ซึ่งจากตารางที่ 4.11 พบว่าตัวแบบ Pooled OLS Regression มีค่า J.B. = 2.214329 โดยมี P-value = 0.330495 ซึ่งค่า P-value มากกว่า 0.05 นั่นคือค่า Residual มีการกระจายตัวแบบปกติ

การทดสอบปัญหา Autocorrelation พิจารณาจากค่า D.W. ที่หาได้จากการวิเคราะห์ตามตารางที่ 4.11 ซึ่ง D.W. = 1.646739 เมื่อเปิดตารางค่าสถิติ Durbin-Watson ซึ่งมีค่าตัวแปรต้น 3 ตัว และจำนวนชุดข้อมูล 30 ชุด จะได้ค่า dL = 1.214 และ dU = 1.650 ซึ่งค่า D.W. < dU ซึ่งไม่ชัดเจนว่ามี Autocorrelation หรือไม่ เมื่อทดลองใส่ AR(1) พบว่า D.W. ลดลงเหลือ 1.495358 แต่เมื่อใส่ AR(2) เพิ่มพบว่า D.W. เพิ่มขึ้นเป็น 2.739511 ซึ่ง  $dU < D.W. < 4-dL$  หรือ  $1.650 < D.W. < 2.786$  นั่นคือไม่มีปัญหา Autocorrelation แสดงผลดังตารางที่ 4.12

ตารางที่ 4.12 ตัวแบบ Pooled OLS Regression หลังจากแก้ปัญหา Autocorrelation

ตัวแบบ	สัมประสิทธิ์/ ค่าสถิติ	ตัวแปรตาม					
		C	logROA	logCFIA	logDR <sub>t-1</sub>	AR(1)	AR(2)
Pooled OLS Regression	Coefficient	0.049602	-0.018828	-0.008495	1.102115	-0.0930	-0.1780
	t-stat	0.212933	-0.222604	-0.844501	6.432348	-0.4092	-0.9955
	P-value	0.8350	0.8276	0.4149	0.0000	0.6896	0.3391
R <sup>2</sup> = 0.908256		F-Stat = 23.75972			J.B. = 0.947437		
Adjust R <sup>2</sup> = 0.870029		P-Value = 0.000008		D.W. = 2.739511		P-Value = 0.622683	

การทดสอบปัญหา Heteroscedasticity ใช้วิธีการของ White Test โดยการหาความสัมพันธ์ระหว่างค่ากำลังสองของค่า Residual กับค่ากำลังสองของตัวแปรต้น โดยวิธีการ Panel data regression แบบ Pooled OLS Regression Model แล้วดูว่าค่า P-Value ของค่า t-stat ของตัวแปรต้นมีค่าน้อยกว่าค่าระดับนัยสำคัญ 0.05 หรือไม่ ถ้า P-Value < 0.05 จะเกิดปัญหา Heteroscedasticity แต่ถ้า P-Value  $\geq$  0.05 จะไม่เกิดปัญหา Heteroscedasticity ซึ่งแสดงค่าดังตารางที่ 4.13

ตารางที่ 4.13 การทดสอบปัญหา Heteroscedasticity ด้วยวิธีการ White Test ของกลุ่มธุรกิจสถาบันการเงิน

ตัวแบบ	ตัวแปรต้น	ค่าสัมประสิทธิ์/ ค่าสถิติ	ตัวแปรตาม			
			C	(logROA) <sup>2</sup>	(logCFIA) <sup>2</sup>	(logDR <sub>t-1</sub> ) <sup>2</sup>
Pooled OLS Regression	Resid <sup>2</sup>	Coefficient	0.007946	0.002968	-0.000126	-0.062585
		t-stat	0.323988	1.058428	-0.510229	-1.731609
		P-value	0.7507	0.3078	0.6178	0.1053
R <sup>2</sup> = 0.237618		F-Stat = 1.454496				
Adjust R <sup>2</sup> = 0.074250		P-Value = 0.269455		D.W. = 2.147095		

จากตารางที่ 4.13 พบว่า ค่า F-stat = 1.454496 โดยมี P-value = 0.269455 ซึ่ง P-value > 0.05 แสดงว่า ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรต้นเป็น 0 และค่า t-stat ของตัวแปรต้นทุกตัวมีค่ามากกว่า 0.05 นั่นคือ ตัวแบบที่ศึกษานี้ไม่มีปัญหา Heteroscedasticity ดังนั้นตัวแบบที่เหมาะสมของการศึกษาอัตราการจ่ายเงินปันผล

หุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มธุรกิจสถาบันการเงิน คือตัวแบบที่แสดงตามตารางที่ 4.12 ซึ่งมีค่า  $R^2 = 0.908256$  ซึ่งแสดงว่าความแปรปรวนของตัวแปรตาม อธิบายได้ด้วยตัวแปรต้นในสัดส่วนร้อยละ 90.82 โดยมีค่า Adjust  $R^2 = 0.870029$  ซึ่งมีค่าใกล้เคียงกับค่า  $R^2$  แสดงว่าการเพิ่มตัวแปรอิสระจะไม่ทำให้ค่า  $R^2$  เปลี่ยนแปลง ค่า F-stat = 23.75972 โดยมี P-value = 0.000008 ซึ่งค่า P-value < 0.05 แสดงว่าค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรต้นแตกต่างจาก 0 อย่างมีนัยสำคัญ โดยมี  $DR_{t-1}$  ที่มีค่า t-stat = 6.432348 มี P-value = 0.0000 ซึ่งค่า P-value < 0.05 แสดงว่า  $DR_{t-1}$  สามารถใช้อธิบาย ค่า  $DR_t$  ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นสมการที่เหมาะสมแสดงได้ดังสมการต่อไปนี้

$$\log DR_t = 0.049602 - 0.018828 \log ROA_{it} - 0.008495 \log CFIA_{it} + 1.102115 \log DR_{t-1} + u_{it}$$

(t-stat)	(0.2129)	(-0.2226)	(-0.8445)	(6.4323*)
----------	----------	-----------	-----------	-----------

$$[AR(1) = 0.093066, AR(2) = 0.178029]$$

จากสมการข้างต้นแสดงว่า อัตราเงินปันผลจ่ายของบริษัทในปีก่อนหน้า 1 ปี ( $DR_{t-1}$ ) เป็นปัจจัยสำคัญ ในการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล(DR) โดยอัตราการจ่ายเงินปันผลจะเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันกับ อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในปีก่อนหน้า 1 ปี ในขณะที่ ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และ อัตราส่วนกระแสเงินสดจากการลงทุนต่อสินทรัพย์ (CFIA) ไม่มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ดังนั้นจึง ยอมรับ  $H_{a4}$  แต่ปฏิเสธ  $H_{a1}$ ,  $H_{a2}$  และ  $H_{a3}$  สำหรับ หลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD กลุ่มธุรกิจ สถาบันการเงิน

## บทที่ 5

### สรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การศึกษา “การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” มีการสรุป อภิปรายผล และข้อเสนอแนะการวิจัยดังนี้

#### สรุปการวิจัย

จากปัญหาการคาดหวังของผู้ลงทุนต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ทำให้มีการตอบสนองต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกัน รวมทั้งความต้องการของผู้บริหารในการสร้างความสามารถในการดำเนินกิจการอย่างยั่งยืน และมีการเติบโตอย่างมั่นคงในอนาคต ทั้งผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และผู้ลงทุนในหลักทรัพย์ จึงให้ความสำคัญกับการจ่ายเงินปันผล การศึกษา “การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย” มีวัตถุประสงค์ในการวิจัยคือ (1) เพื่อศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย; (2) เพื่อศึกษาการตอบสนองของราคาหุ้นในวันก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล และ (3) เพื่อระบุปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

การวิจัยได้ใช้บริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในรอบเวลาวันที่ 1 ก.ค.2558 ถึง 31ธ.ค.2558 ที่มีคุณสมบัติครบถ้วนตามความต้องการของการวิจัยจำนวน 16 บริษัท โดยใช้ข้อมูลทุดีทึมที่เก็บรวบรวมจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ธนาคารแห่งประเทศไทย และเว็บไซต์ต่างๆที่เกี่ยวข้อง โดยใช้ข้อมูลที่รวบรวมได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูล 3 ส่วนคือ (1) วิเคราะห์นโยบายการจ่ายเงินปันผลโดยใช้สถิติพรรณนา (2) วิเคราะห์การตอบสนองของราคาหุ้นในวันก่อนและหลังการประกาศจ่ายเงินปันผลโดยใช้การทดสอบ t-statistic และ (3) วิเคราะห์เพื่อระบุปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลโดยใช้ Panel data regression analysis

ผลการวิจัยค้นพบว่า

1. บริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี 2554-2558 มีนโยบายจ่ายเงินปันผลในอัตราร้อยละ 28.23 ถึงร้อยละ 298.50 โดยมีค่าเฉลี่ยสูงสุดร้อยละ



- 88.56 ในปี 2558 และมีค่าต่ำสุดร้อยละ 62.86 ในปี 2556 ค่ามัธยฐานมีค่าสูงสุดร้อยละ 71.34 ในปี 2558 และมีค่าต่ำสุดร้อยละ 57.64 ในปี 2556 ค่าฐานนิยมมีค่าสูงสุดร้อยละ 97 ในปี 2558 และมีค่าต่ำสุดร้อยละ 44 ในปี 2559 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าสูงสุดร้อยละ 65.61 ในปี 2558 มีค่าต่ำสุดร้อยละ 18.60 ในปี 2556
2. ราคาหุ้นไม่มีการตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปี เนื่องจากการประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปีนั้นไม่พบว่ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติเกิดขึ้นทั้งในช่วง 5 วันก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล และในช่วง 5 วันหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล ส่วนการประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลราคาของหุ้นมีการตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลเพียงวันเดียวคือวันที่ 4 ก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผลเนื่องจากพบว่าอัตราผลตอบแทนเกินปกติเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเกิดขึ้นในวันที่ 4 ก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล และไม่พบว่ามีอัตราผลตอบแทนเกินปกติในวันอื่นๆทั้งในช่วง 5 วันก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล และในช่วง 5 วันหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล ในการประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล
  3. ปัจจัยสำคัญที่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในกลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินนั้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล เนื่องจาก อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ด้านลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ส่วนธุรกิจสถาบันการเงินนั้น อัตราเงินปันผลจ่ายของบริษัทในปีก่อนหน้า 1 ปี ( $DR_{t-1}$ ) เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผล เนื่องจาก อัตราเงินปันผลจ่ายของบริษัทในปีก่อนหน้า 1 ปี มีความสัมพันธ์ด้านบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ

### อภิปรายผลการวิจัย

บริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีอัตราการจ่ายเงินปันผลเฉลี่ยร้อยละ 62.86 ถึง 88.56 ค่ามัธยฐานอยู่ที่ร้อยละ 57.64 ถึง 71.34 ฐานนิยมอยู่ระหว่างร้อยละ 44 ถึง 97 โดยอัตราการจ่ายเงินปันผลมีการกระจายตัวอยู่ระหว่างร้อยละ 18.60 ถึง 65.61 ซึ่งจะเห็นได้ว่ามีอัตราการจ่ายเงินปันผลสูง และอัตราการจ่ายเงินปันผลมีการกระจายตัวไม่มากนัก ทั้งนี้คำอธิบายที่เป็นไปได้คือ บริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลในระดับสูง การเปลี่ยนแปลงของอัตราการจ่ายเงินปันผลอาจเกิดขึ้นจากการรักษาจำนวนเงินปันผลที่จ่ายให้กับผู้ลงทุน เมื่อ

บริษัทมีกำไรเพิ่มมากขึ้นบริษัทจะยังคงจ่ายเงินปันผลในจำนวนเท่าเดิมแล้วนำเงินกำไรส่วนที่เพิ่มขึ้นไปลงทุนต่อทำให้มีอัตราการจ่ายเงินปันผลลดลง ในทางตรงกันข้ามเมื่อบริษัทมีกำไรลดลงแต่ยังคงจ่ายเงินปันผลในจำนวนเท่าเดิมเพื่อรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลไว้ในระดับสูง จึงมีกำไรส่วนที่เหลือที่นำไปลงทุนต่อได้ในจำนวนลดลง เมื่อบริษัทมีกำไรลดลงจึงมีอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดสำคัญของเงินปันผลคงที่ (Koh, Ang, Brigham, and Ehrhardt, 2014, p. 537-538) ดังนั้นเมื่อบริษัทมีผลกำไรจากการประกอบการที่เปลี่ยนแปลงก็จะส่งผลทำให้มีการเปลี่ยนแปลงของอัตราการจ่ายเงินปันผล

การประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปีไม่มีการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลอาจอธิบายได้จากในช่วงก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วัน ถึงหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วัน ไม่มีวันที่ผู้ลงทุนจะได้รับกำไรเกินปกติจากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้น ในขณะที่การประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกลางราคาหุ้นจะมีการตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลในวันที่ 4 ก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล จากการมีกำไรเกินปกติจากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นเกิดขึ้น ซึ่งไม่สอดคล้องกับการศึกษาของ สุคติดา ตรีตรง (2553) และ Gupta, Dogra, Vashisht, & Ghai (2012) โดย สุคติดา ตรีตรง (2553) พบว่าหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยราคาของหุ้นมีการเปลี่ยนแปลงจนเกิดผลตอบแทนส่วนเกินทั้งในช่วงก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล วันประกาศจ่ายเงินปันผล และหลังวันประกาศจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่ Gupta, Dogra, Vashisht, & Ghai (2012) พบว่า บริษัทจดทะเบียนในดัชนี BSE 30 ตลาดหลักทรัพย์บอมเบย์ของอินเดีย ราคาหุ้นมีการตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในช่วงตั้งแต่ ก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล 2 วัน จนถึง หลังวันประกาศจ่ายเงินปันผล 2 วัน ทั้งนี้การที่ราคาหุ้นของหลักทรัพย์จดทะเบียนในดัชนี SETHD ไม่ตอบสนองต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปี แต่กลับมีการตอบสนองต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกลางนั้น คำอธิบายที่เป็นไปได้คืออาจเป็นเพราะผู้ลงทุนในหุ้นสามัญจดทะเบียนในดัชนี SETHD ส่วนมากเป็นผู้ลงทุนที่คาดหวังผลตอบแทนจากเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอในระดับสูง การประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปีเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นทุกปี ซึ่งผู้ลงทุนก็ได้คาดการณ์ไว้แล้ว ราคาหุ้นจึงไม่มีการตอบสนองต่อข่าวการประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปี ส่วนการจ่ายเงินปันผลระหว่างกลางซึ่งมักเกิดขึ้นในครึ่งปีหลังของรอบปีการดำเนินงานอาจจะมีหรือไม่มีการจ่ายเงินปันผลระหว่างกลางก็ได้ และเงินปันผลระหว่างกลางจะมีมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับผลประกอบการในรอบครึ่งปีแรกเป็นสำคัญ ดังนั้นผู้ลงทุนที่คาดการณ์ผลประกอบการในครึ่งปีแรกของกิจการแตกต่างกันอาจตอบสนองต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกลางที่แตกต่างกันโดยผู้ลงทุนที่คาดว่ากิจการจะมีผลประกอบการดีและจ่ายเงินปันผลมากจะลงทุนซื้อ

หุ้นมากขึ้น ในขณะที่ผู้ลงทุนที่คาดว่ากิจการจะมีผลประกอบการไม่ค่อยดีและจ่ายเงินปันผลน้อยก็จะขายหุ้นเพื่อไปลงทุนในหลักทรัพย์อื่นตามแนวคิด Clientele Effect (Brigham, Houston, Jun-Ming, Kee, and Bany-Arifin, 2013, p.551) ซึ่งการตอบสนองของผู้ลงทุนในกลุ่มต่างๆที่ไม่สมดุลงันอาจจะส่งผลให้มีอุปสงค์ส่วนเกินของหลักทรัพย์นั้น ทำให้ราคามีการเปลี่ยนแปลงจนมีกำไรเกินปกติเกิดขึ้นในวันที่ 4 ก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล

สำหรับปัจจัยสำคัญในการกำหนดอัตราจ่ายเงินปันผล พบว่ากลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินนั้นจะมีปัจจัยกำหนดอัตราจ่ายเงินปันผลคืออัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) โดยอัตราจ่ายเงินปันผลจะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงกันข้ามกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ซึ่งขัดแย้งกับผลการศึกษาของ เจริญชัย ยิ่งปัญญาโชค (2553) และ FITRI, HOSEN และ MUHARI (2016) ซึ่ง เจริญชัย ยิ่งปัญญาโชค (2553) ได้ศึกษาพบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค กำไรต่อหุ้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับเงินปันผลมากที่สุด และอัตราส่วนกำไรสุทธิต่อยอดขาย ผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ ผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับเงินปันผล และ FITRI, HOSEN, & MUHARI (2016) ซึ่งพบว่า บริษัทจดทะเบียนใน Jakarta Islamic Index ของประเทศอินโดนีเซีย นั้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และ อัตราจ่ายเงินปันผลในปีก่อนหน้า 1 ปี ( $DPR_{t-1}$ ) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราจ่ายเงินปันผลในปีปัจจุบัน ( $DPR_t$ ) ทั้งนี้คำอธิบายที่เป็นไปได้คืออาจเนื่องจากบริษัทที่จดทะเบียนในดัชนี SETHD ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน มีการจ่ายเงินปันผลในระดับสูงอย่างสม่ำเสมอ เมื่อบริษัทมีอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์เพิ่มขึ้น หรือมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นก็จะนำกำไรไปลงทุนเพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่มากกว่ากำไรส่วนที่นำมาจ่ายเงินปันผลเพื่อเพิ่มความสามารถในการทำกำไรในอนาคตและสามารถจ่ายเงินปันผลในระดับสูงต่อไปในอนาคตได้ ดังนั้นเมื่อมีกำไรต่อสินทรัพย์มากขึ้นก็จะทำให้อัตราจ่ายเงินปันผลลดลง ในทางตรงข้ามเมื่อมีกำไรต่อสินทรัพย์ลดลงจะทำให้อัตราจ่ายเงินปันผลสูงขึ้นอาจเนื่องจากบริษัทต้องการรักษาความสม่ำเสมอของเงินปันผลจ่าย จึงนำกำไรมาจ่ายเงินปันผลในสัดส่วนที่สูงกว่ากำไรส่วนที่นำไปลงทุนต่อ เพื่อรักษามาตรฐานระดับเงินปันผลจ่ายของบริษัทไว้ ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดนัยสำคัญของเงินปันผลคงที่ (Koh, Ang, Brigham, and Ehrhardt, 2014, p. 537-538)

ส่วนบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกลุ่มธุรกิจสถาบันการเงินพบว่า อัตราจ่ายเงินปันผลในปีก่อนหน้า 1 ปี ( $DPR_{t-1}$ ) เป็น ปัจจัยกำหนดอัตราจ่ายเงินปันผล ( $DPR_t$ ) โดยอัตราจ่ายเงินปันผล ( $DPR_t$ ) จะมีการเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกับอัตราจ่ายเงินปันผลในปีก่อนหน้า 1 ปี ( $DPR_{t-1}$ ) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ พรทิพย์ เจริญจิตตวิธินา (2552) และ FITRI, HOSEN,

&MUHARI (2016) โดยที่ พรทิพย์ เจียมจิตรวินชา (2552) ได้ศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีผลต่อเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้แก่ การจ่ายเงินปันผลในอดีต กำไรต่อหุ้นในอดีต และขนาดของบริษัท และ FITRI, HOSEN, &MUHARI (2016) ซึ่งพบว่า บริษัทจดทะเบียนใน Jakarta Islamic Index ของประเทศอินโดนีเซียเน้น อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (ROA) และ อัตราการจ่ายเงินปันผลในปีก่อนหน้า 1 ปี ( $DPR_{t-1}$ ) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ( $DPR_t$ ) ทั้งนี้คำอธิบายที่เป็นไปได้คืออาจเนื่องมาจากสถาบันการเงินต้องระมัดระวังเรื่องความมั่นคงทางการเงินเป็นสำคัญ เมื่อสถาบันการเงินประสบภาวะความมั่นคงของเงินทุนลดลงหรือมีสภาพคล่องลดลงมาก ก็จะมีอัตราการจ่ายเงินปันผลลดลงจากปีที่ผ่านมา และจะมีแนวโน้มลดลงอีกในปีต่อไปเพื่อสร้างความมั่นคงทางการเงินให้เข้มแข็งมากขึ้นเพื่อสร้างความเชื่อมั่นทั้งกับผู้ลงทุน และลูกค้าของสถาบันการเงิน ในทางตรงกันข้ามสถาบันการเงินที่มีฐานะการเงินเข้มแข็งและมีสภาพคล่องสูงก็จะมีนโยบายจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีที่ผ่านมาเพื่อดึงดูดความสนใจจากนักลงทุน และสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับหุ้นจากความเชื่อมั่นในความมั่นคงของสถาบันการเงิน ซึ่งเมื่อสถาบันการเงินมีฐานะการเงินที่เข้มแข็งขึ้นทำให้ผู้ลงทุนประเมินความเสี่ยงจากการลงทุนในหุ้นสามัญของสถาบันการเงินลดลงจึงทำให้มูลค่าของหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น อีกทั้งความเชื่อมั่นของลูกค้าที่เพิ่มขึ้นจะทำให้มีการใช้บริการต่างๆของสถาบันการเงินมากขึ้นทำให้สถาบันการเงินมีรายได้ และมีกำไรมากขึ้นสถาบันการเงินก็จะมีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงกว่าปีที่ผ่านมา

### ข้อเสนอแนะ

จากผลการศึกษาเรื่อง การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยมีข้อเสนอแนะดังนี้

#### ข้อเสนอแนะเชิงนโยบาย

จากการศึกษาพบว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลจะมีการตอบสนองของราคาหุ้นจนทำให้เกิดผลตอบแทนเกินปกติในวันที่ 4 ก่อนวันประกาศจ่ายเงินปันผล แสดงให้เห็นถึงการรับรู้ข้อมูลข่าวสารของผู้ลงทุนที่ไม่สมบูรณ์ และไม่เท่าเทียมกันจนทำให้มีผู้ที่ยินดีซื้อหุ้นในราคาสูงกว่าราคาที่เหมาะสม จนกระทั่งเกิดผลตอบแทนส่วนเกิน ดังนั้นหน่วยงานที่มีหน้าที่ในการกำกับดูแล ได้แก่ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (สำนักงาน ก.ล.ต.) ควรจะมีมาตรการในการกำกับดูแลดังต่อไปนี้

## 1. ควรมีมาตรการกำกับดูแลการเปิดเผยข้อมูลข่าวสารของบริษัทจดทะเบียน

เพื่อให้ผู้ลงทุนทุกคนได้รับข้อมูลโดยสมบูรณ์ ถูกต้อง และเท่าเทียมกันเพื่อไม่ให้มีนักลงทุนผู้ใดสามารถทำกำไรเกินปกติจากการลงทุนในหลักทรัพย์ได้ หน่วยงานกำกับดูแลควรเคร่งครัดกับการกำกับดูแลให้บริษัทจดทะเบียนต้องเปิดเผยข้อมูลข่าวสารที่มีผลกระทบต่อมูลค่าหลักทรัพย์อย่างถูกต้อง และรวดเร็ว เพื่อป้องกันไม่ให้มีผู้ที่สามารถเข้าถึงข้อมูลก่อนผู้อื่นสามารถใช้ประโยชน์จากข้อมูลนั้นในการหาผลตอบแทนเกินปกติจากการลงทุนได้

## 2. การกำกับดูแลผู้ประกอบการวิชาชีพในการแนะนำการลงทุน

เนื่องจากผู้ลงทุนจำนวนมากไม่ได้มีความรู้เรื่องการลงทุนที่เพียงพอต่อการตัดสินใจลงทุนที่ถูกต้องได้ จึงลงทุนตามคำแนะนำของผู้ประกอบวิชาชีพในการแนะนำการลงทุน ดังนั้นหากผู้ประกอบการวิชาชีพในการแนะนำการลงทุนให้คำแนะนำที่ไม่ถูกต้องแล้ว นอกจากจะทำให้ประสิทธิภาพของตลาดบิดเบือนแล้ว ยังอาจสร้างความเสียหายให้แก่ผู้ลงทุนด้วย สำนักงาน ก.ล.ต.จึงควรให้ความสำคัญกับการเข้มงวดในการกำกับดูแลให้ผู้ประกอบวิชาชีพในการแนะนำการลงทุนปฏิบัติหน้าที่อย่างถูกต้อง ถูกจรรยาบรรณวิชาชีพ และมีความรู้ความเข้าใจที่ถูกต้องตามหลักวิชาชีพอย่างแท้จริง

### ข้อเสนอแนะในการนำไปใช้ประโยชน์

การศึกษาในครั้งนี้มีข้อเสนอแนะในการใช้ประโยชน์ 2 ประการดังนี้

#### 1. ข้อเสนอแนะในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน

จากผลการศึกษาพบว่ากลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินนั้น ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลคืออัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์โดยจะส่งผลให้อัตราการจ่ายเงินปันผลเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์ ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนควรจ่ายเงินปันผลในจำนวนเงินที่เท่าเดิมเพื่อให้ผู้ลงทุนที่ต้องการรายได้จากเงินปันผลเพื่อใช้จ่ายเช่นผู้ลงทุนในวัยเกษียณ เป็นต้น ซึ่งผู้ลงทุนในกลุ่มนี้มีแนวโน้มที่จะมีจำนวนมากขึ้น ดังนั้นนโยบายการจ่ายเงินปันผลจำนวนเท่าเดิมช่วยให้สามารถดึงดูดให้ผู้ลงทุนที่มีความสำคัญกับการจ่ายเงินปันผลที่แน่นอนไว้ได้ และยังคงแสดงให้เห็นว่ากิจการมีฐานะการเงินที่เข้มแข็งสามารถจ่ายเงินปันผลได้อย่างสม่ำเสมอ นอกจากนี้เมื่อกิจการมีกำไรเพิ่มขึ้นก็สามารถจัดสรรกำไรหลังจากได้กันเงินจากกำไรไว้จ่ายเงินปันผลแล้ว ไปใช้เพื่อการลงทุนสร้างการเติบโตให้กิจการได้มากขึ้นและทำให้มูลค่า

หุ้นสามัญเพิ่มสูงขึ้น อย่างไรก็ตามหากปีใดที่กิจการมีกำไรลดลง การจ่ายเงินปันผลเท่าเดิมย่อมทำให้กิจการมีกำไรที่เหลือหลังจากจัดสรรกำไรไปจ่ายเงินปันผลแล้วจำนวนน้อย ซึ่งถ้าหากจำนวนเงินปันผลที่จ่ายมีจำนวนมากกว่ากำไรสุทธิหลังภาษีต่อหุ้น อาจทำให้บริษัทไม่สามารถจ่ายเงินปันผลเท่าเดิมได้ ดังนั้นการกำหนดจำนวนเงินปันผลจ่ายคงที่จะเหมาะสมกับกิจการที่ประกอบธุรกิจที่มีผลประกอบการที่มีเสถียรภาพ ส่วนกิจการที่มีผลประกอบการค่อนข้างผันผวนอาจจะกำหนดจำนวนเงินปันผลในจำนวนที่ไม่สูงนักแล้วจัดสรรกำไรส่วนที่เหลือหลังจากจ่ายเงินปันผลแล้วไปลงทุนในโครงการที่มีรายได้สม่ำเสมอ และมีความเสี่ยงต่ำเพื่อให้สามารถนำรายได้จากโครงการลงทุนมาใช้จ่ายเงินปันผลให้ผู้ลงทุนได้อย่างสม่ำเสมอในอนาคตได้ ซึ่งก็สามารถช่วยให้อกิจการที่มีผลประกอบการผันผวนสามารถใช้นโยบายจ่ายเงินปันผลในจำนวนเท่าเดิมได้เช่นกัน

ส่วนธุรกิจสถาบันการเงิน ควรมีนโยบายจ่ายเงินปันผลในอัตราคงที่ เมื่อสถาบันการเงินมีผลประกอบการดีขึ้นมีกำไรมากขึ้นแม้จะจ่ายเงินปันผลในอัตราเดิมแต่เป็นจำนวนเงินที่มากขึ้นย่อมสามารถสร้างความเชื่อมั่นให้แก่ผู้ลงทุนทำให้ผู้ลงทุนประเมินว่าสถาบันการเงินมีฐานะการเงินเข้มแข็งมีความเสี่ยงลดลงทำให้มูลค่าของหุ้นเพิ่มขึ้น ในขณะที่เดียวกันกำไรส่วนที่เหลือจากการจ่ายเงินปันผลก็มีจำนวนเพิ่มขึ้นเช่นกันซึ่งสถาบันการเงินควรนำไปลงทุนในสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำและมีสภาพคล่องสูง ซึ่งสินทรัพย์เหล่านี้จะช่วยลดความเสี่ยงจากสภาพคล่องได้ในอนาคตหากสถาบันการเงินมีผลประกอบการลดลงและช่วยให้สถาบันการเงินสามารถจ่ายเงินปันผลในอัตราเดิมได้ซึ่งจะช่วยรักษาความเชื่อมั่นของผู้ลงทุนไว้ได้

## 2. ข้อเสนอแนะต่อผู้ลงทุนในการกำหนดนโยบายการลงทุน

จากผลการศึกษาพบว่ากลุ่มธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงินนั้น ปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลคืออัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์โดยจะส่งผลให้อัตราการจ่ายเงินปันผลเปลี่ยนแปลงในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนกำไรต่อสินทรัพย์ ดังนั้นผู้ลงทุนควรเลือกลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีกำไรเพิ่มขึ้น เนื่องจากบริษัทที่มีกำไรมากขึ้นจะจ่ายเงินปันผลในอัตราน้อยลงแต่เป็นจำนวนเงินไม่น้อยกว่าเดิม แต่บริษัทได้นำกำไรไปลงทุนเพื่อสร้างการเติบโตให้บริษัทมากขึ้นทำให้ผู้ลงทุนได้รับผลตอบแทนจากกำไรจากมูลค่าของหุ้นที่เพิ่มขึ้นในอนาคต ในทางตรงข้ามถ้าหากลงทุนในหุ้นของบริษัทที่มีกำไรลดลง แม้จะได้รับเงินปันผลในจำนวนเท่าเดิมหรือลดลงจากเดิมไม่มากนักแต่เนื่องจากเมื่อกำไรลดลงอัตราจ่ายเงินปันผลสูงขึ้นทำให้บริษัทมีกำไรส่วนที่เหลือจากการจ่ายเงินปันผลเพื่อลงทุนสร้างการเติบโต หรือรักษาระดับการผลิตไว้ในจำนวนที่ลดลงทำให้ผู้ลงทุนจะได้ผลตอบแทนจากกำไรจากราคาหุ้นในอนาคตค่อนข้างน้อยหรืออาจเกิดการขาดทุนจากราคาหุ้นในอนาคตก็ได้

สำหรับการลงทุนในหุ้นของธุรกิจสถาบันการเงินพบว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีต ดังนั้นผู้ลงทุนควรเลือกลงทุนในหุ้นที่มีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลในอัตราสูงขึ้นเนื่องจากสถาบันที่จะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นได้จะต้องมีสถานะการเงินที่เข้มแข็ง ในทางตรงข้ามสถาบันการเงินที่มีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลลดลง สถาบันการเงินอาจมีปัญหาด้านสภาพคล่อง หรือปัญหาด้านการรักษาระดับเงินทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นไว้ตามหลักเกณฑ์ของหน่วยงานกำกับดูแล ซึ่งอาจแสดงให้เห็นว่าสถาบันการเงินอาจมีสถานะการเงินที่ไม่ดีเท่าที่ควร ซึ่งสถาบันการเงินที่มีสถานะการเงินที่เข้มแข็งกว่าย่อมมีความเสี่ยงต่ำกว่าสถาบันการเงินที่มีสถานะการเงินที่อ่อนแอกว่า ดังนั้นราคาหุ้นของสถาบันการเงินที่มีแนวโน้มอัตราการจ่ายเงินปันผลสูงขึ้นย่อมมีโอกาสที่จะปรับตัวสูงขึ้นมากกว่าราคาหุ้นของสถาบันการเงินที่มีแนวโน้มอัตราการจ่ายเงินปันผลลดลง

### ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

การศึกษาครั้งนี้ได้ใช้ประชากรในการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งเป็นบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลในระดับสูง จึงขาดลักษณะของประชากรที่เป็นบริษัทที่เน้นจ่ายเงินปันผลที่ไม่สูง แต่เน้นการนำกำไรไปลงทุนเพื่อสร้างการเติบโตให้กิจการเป็นสำคัญ ดังนั้นการศึกษาในครั้งต่อไปหากใช้ประชากรการศึกษาเป็นบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SET50, SET100 หรือ ใช้ประชากรบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะสามารถศึกษาอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนที่มีลักษณะที่หลากหลายมากขึ้น

### บรรณานุกรม

- จารุณี บุญธรรม. (2550). **ผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์.** (การค้นคว้าอิสระ บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์)
- เจริญชัย ยิ่งปัญญาโชค. (2553). **ความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลและอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.** (การค้นคว้าอิสระ บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์)
- ชูเกียรติ วชิรสุนทรธา. (2554). **การตอบสนองของหลักทรัพย์ต่อการประกาศเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.** (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยศิลปากร)
- ปัญญา ภูกร. (2552). **ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน กับอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.** (การค้นคว้าอิสระ บัณฑิตมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์)
- พรทิพย์ เจียมจิตรวนนิษา. (2552). **ปัจจัยที่มีผลกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.** (การค้นคว้าอิสระ บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์)
- มนตรี พิริยะกุล. (ม.ป.ป.). Panel data analysis. **วารสารรามคำแหง สาขาวิทยาศาสตร์และเทคโนโลยี.** 30(2), 41-54. ค้นเมื่อ 22 พฤศจิกายน 2560, สืบค้นจาก:  
[http://www.research.ru.ac.th/images/ArticleMr/1501824136\\_Article.pdf](http://www.research.ru.ac.th/images/ArticleMr/1501824136_Article.pdf)
- เยาวลักษณ์ ดวงสวัสดิ์. (2553). **ปัจจัยที่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงเงินปันผล: กรณีบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (MAI).** (วิทยานิพนธ์บัณฑิตมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์)
- สุดธิดา ตีตรง. (2553). **ผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.** (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์)
- สรพงษ์ พงศ์วามิตรชัย. (2552). **การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.** (การค้นคว้าอิสระ บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์)



- หลักทรัพย์ ทานา. (2554). การทดสอบผลตอบแทนเกินปกติช่วงการประกาศจ่ายเงินปันผลของ  
**หลักทรัพย์หมวดวัสดุก่อสร้างในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.** (การค้นคว้าอิสระ  
 บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์)
- อภิญา อารมณีน. (2550). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์จากการประกาศเงินปันผลของบริษัท  
**จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.** (วิทยานิพนธ์ปริญญาโทมหาบัณฑิต  
 มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์)
- Ahmad, G.N., &Wardani, V.K., (2014). The Effect of fundamental factor to dividend policy: Evidence  
 in Indonesia Stock Exchange. **International Journal of Business and Commerce**, 4(2), 14-25
- Ameer, R. (2008). Product market competition, regulation and dividend payout policy of Malaysian  
 banks. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, 16(4), 818 – 334
- Anastassiou. T.A. (2007). A dividend function for Greek manufacturing. **Managerial Finance**, 33(5),  
 344-347
- Berk, J., &DeMarzo, P. (2014). **Corporate Finance.** (3<sup>rd</sup> ed.). Boston: Peason.
- Brigham, E. F, Houston, J. F, Jun-Ming, H., Kee, K. Y, &Bany-Ariffin, A. N. (2013). **Essential of  
 Financial Management.** (3<sup>rd</sup> ed.). Taiwan: Cengage Learning Asia
- Deitiana, T., Wirasasmita, Y., Kartini, D., &Padmadisastra, S. (2015). Influence of financial ratio and  
 sales growth on dividend and implication of stock price on manufactured companies listed  
 on Indonesian Stock Exchange. **International Journal of Economics, Commerce and  
 Management**, 3(11), 604-623
- FITRI, R.R., HOSEN, M.N., &MUHARI, S. (2016). Analysis of Factors that Impact Dividend Payout  
 Ratio on Listed Companies at Jakarta Islamic Index. **International Journal of Academic  
 Research in Accounting, Finance and Management Science**, 6(2), 87-97
- Gupta, S., Dogra, B., Vashisht, AK., &Ghai, S. (2012). Stock Price Reaction to Dividend  
 Announcements. **International Journal of Financial Management**, 2(2), 23-31

Hussainey, K., Mgbame, C.O., &Chijok-Mgbame, A.M. (2011). Dividend policy and share price volatility: UK evidence. *The Journal of Risk Finance*, 12(1), 57-68

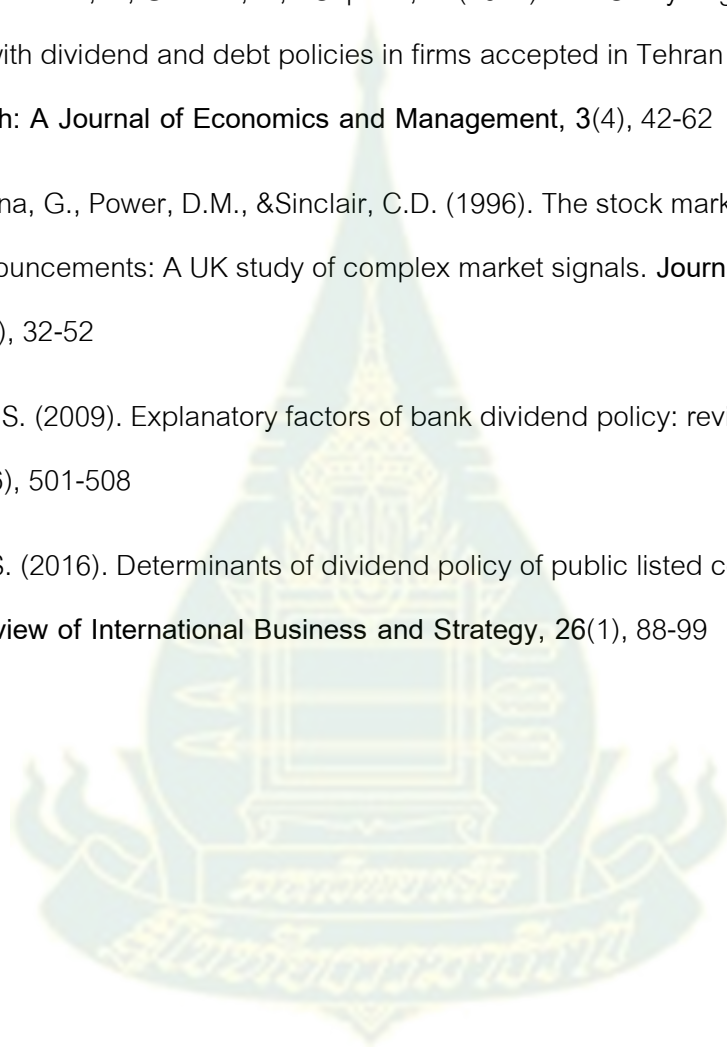
Koh, A., Ang, S.E, Brigham, E.F.,&Ehrhardt, M.C. (2014). *Financial Management: Theory and Practice*. Singapore: Cengage Learning.

Kheirandish, M.R., Gheisari, F., Ghesari, T., &Sepehri, E. (2014). The Study of growth opportunity relationship with dividend and debt policies in firms accepted in Tehran Stock Exchange. *Arth Prabandh: A Journal of Economics and Management*, 3(4), 42-62

Lonie, A.A., Abeyratna, G., Power, D.M., &Sinclair, C.D. (1996). The stock market reaction to dividend announcements: A UK study of complex market signals. *Journal of Economics Studies*, 23(1), 32-52

Theis, J., & Dutta, A.S. (2009). Explanatory factors of bank dividend policy: revisited. *Managerial Finance*, 35(6), 501-508

Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88-99



ภาคผนวก



## ภาคผนวก ก

รายชื่อบริษัทจดทะเบียนในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ที่ใช้ในการศึกษาจำนวน 16 บริษัท

ลำดับ	หลักทรัพย์	บริษัท	หมวดธุรกิจ	กลุ่มอุตสาหกรรม
1	AMATA	บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
2	ASP	บริษัท เอเชียพลัส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน)	เงินทุนและหลักทรัพย์	ธุรกิจการเงิน
3	BBL	ธนาคารกรุงเทพ จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร	ธุรกิจการเงิน
4	CPF	บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน)	อาหารและเครื่องดื่ม	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร
5	EGCO	บริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค	ทรัพยากร
6	GLOW	บริษัท โกลว์ พลังงาน จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค	ทรัพยากร
7	HANA	บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน)	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	เทคโนโลยี
8	KKP	ธนาคารเกียรตินาคิน จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร	ธุรกิจการเงิน
9	KTB	ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร	ธุรกิจการเงิน
10	LPN	บริษัท แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน)	พัฒนาอสังหาริมทรัพย์	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
11	PTT	บริษัท ป.ต.ท. จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค	ทรัพยากร
12	PTTEP	บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค	ทรัพยากร
13	RATCH	บริษัท ผลิตไฟฟ้าราชบุรีโฮลดิ้ง จำกัด (มหาชน)	พลังงานและสาธารณูปโภค	ทรัพยากร
14	SCB	ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร	ธุรกิจการเงิน
15	SCC	บริษัท ปูนซีเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน)	วัสดุก่อสร้าง	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง
16	TCAP	บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน)	ธนาคาร	ธุรกิจการเงิน

ที่มาของข้อมูล: สรุปรจากข้อมูลออนไลน์บนเว็บไซต์เซ็ทเทรดคอมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย:

[www.settrade.com](http://www.settrade.com)

## ภาคผนวก ข

สถิติพรรณนา อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน  
ในดัชนี SETHD ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 2554 – 2558

หลักทรัพย์/ค่าสถิติ	2554	2555	2556	2557	2558	2559
AMATA	0.84746	0.98214	0.51724	0.40449	0.26712	0.47619
ASP	0.86957	0.85714	0.82754	0.82051	0.96000	0.99759
BBL	0.41444	0.39338	0.36620	0.36353	0.41963	0.43566
CPF	0.66667	1.03774	0.56180	0.65217	0.51370	0.66901
EGCO	0.56470	0.69362	0.96931	0.81699	0.93844	0.58088
GLOW	0.59254	0.69478	0.82689	1.05838	1.33395	0.92147
HANA	0.68966	1.33929	0.57252	0.70175	0.80321	0.90909
KKP	1.13744	0.78431	0.52789	0.51966	0.62370	0.93750
KTB	0.40000	0.36530	0.39819	0.39474	0.40212	0.40187
LPN	0.52288	0.53272	0.54036	0.64516	0.49898	0.65693
PTT	0.50505	0.49713	0.58036	0.71014	2.98507	0.64542
PTTEP	0.55875	0.41877	0.64513	0.53603	1.46861	0.84982
RATCH	0.71885	0.68997	0.68580	0.28234	0.56608	0.59645
SCB	0.37313	0.39336	0.37420	0.40984	0.45230	0.44355
SCC	0.89095	0.67196	0.76092	0.61912	0.96852	0.90390
TCAP	0.93750	0.61947	0.90395	1.16788	0.96774	1.40845
Mean	0.66810	0.68569	0.62864	0.63142	0.88557	0.73961
Median	0.62960	0.68097	0.57644	0.63214	0.71346	0.66297
Mode	0.56000	0.69000	0.83000	0.82000	0.97000	0.44000
High	1.13744	1.33929	0.96931	1.16788	2.98507	1.40845
Low	0.37313	0.36530	0.36620	0.28234	0.26712	0.40187
S.D.	0.21872	0.26915	0.185971	0.248196	0.656103	0.26881

## ภาคผนวก ค

ผลการทดสอบการตอบสนองของราคาหุ้นต่อการประกาศจ่ายเงินปันผล

## การประกาศจ่ายเงินปันผลประจำปี

ก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วัน

## One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
B5	80	0.169831%	1.3850478%	0.1548531%

## One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
B5	1.097	79	.276	0.1698307%	-0.138397%	0.478058%

ก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 4 วัน

## One-Sample Statistics

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
B4	80	0.053099%	1.0409184%	0.1163782%

## One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
B4	.456	79	.649	0.0530991%	-0.178546%	0.284744%

ก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 3 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
B3	80	-0.086964%	1.1922971%	0.1333029%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
B3	-.652	79	.516	-0.0869640%	-0.352297%	0.178369%

ก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 2 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
B2	80	-0.010379%	1.1408236%	0.1275480%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
B2	-.081	79	.935	-0.0103793%	-0.264257%	0.243499%

ก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
1	80	0.102689%	1.3876693%	0.1551461%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
1	.662	79	.510	0.1026890%	-0.206122%	0.411500%

วันประกาศจ่ายเงินปันผล

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
DP	80	0.263442%	1.6572403%	0.1852851%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
DP	1.422	79	.159	0.2634422%	-0.105359%	0.632243%

หลังประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
A1	80	-0.057422%	1.2201856%	0.1364209%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
A1	-.421	79	.675	-0.0574223%	-0.328961%	0.214117%

หลังประกาศจ่ายเงินปันผล 2 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
A2	80	-0.119457%	1.6232660%	0.1814867%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
A2	-.658	79	.512	-0.1194568%	-0.480697%	0.241783%



หลังประกาศจ่ายเงินปันผล 3 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
A3	80	0.185379%	1.5035269%	0.1680994%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
A3	1.103	79	.273	0.1853790%	-0.149215%	0.519973%

หลังประกาศจ่ายเงินปันผล 4 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
A4	80	-0.073517%	1.1934493%	0.1334317%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
A4	-.551	79	.583	-0.0735171%	-0.339106%	0.192072%

หลังประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
A5	80	0.229513%	1.3328131%	0.1490130%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
A5	1.540	79	.128	0.2295135%	-0.067090%	0.526116%

## การประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล

ก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
B5	77	0.100042%	1.2155809%	0.1385283%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
B5	.722	76	.472	0.1000419%	-0.175861%	0.375945%

ก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 4 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
B4	77	0.264808%	1.1299500%	0.1287697%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
B4	2.056	76	.043	0.2648081%	0.008341%	0.521275%

ก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 3 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
B3	77	0.119019%	1.4283090%	0.1627709%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
B3	.731	76	.467	0.1190189%	-0.205167%	0.443205%

ก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 2 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
B2	77	0.063169%	1.1602558%	0.1322234%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
B2	.478	76	.634	0.0631694%	-0.200176%	0.326515%

ก่อนประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
B1	77	0.083865%	1.4181242%	0.1616102%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
B1	.519	76	.605	0.0838647%	-0.238010%	0.405739%

วันประกาศจ่ายเงินปันผล

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
DP	77	0.043030%	2.3493273%	0.2677307%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
DP	.161	76	.873	0.0430302%	-0.490202%	0.576262%

หลังประกาศจ่ายเงินปันผล 1 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
A1	77	-0.171768%	1.2217684%	0.1392334%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
A1	-1.234	76	.221	-0.1717681%	-0.449075%	0.105539%

หลังประกาศจ่ายเงินปันผล 2 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
A2	77	0.174162%	1.2722128%	0.1449821%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
A2	1.201	76	.233	0.1741622%	-0.114595%	0.462919%

หลังประกาศจ่ายเงินปันผล 3 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
A3	77	0.138706%	1.3147871%	0.1498339%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
A3	.926	76	.358	0.1387059%	-0.159714%	0.437126%

หลังประกาศจ่ายเงินปันผล 4 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
A4	77	-0.013080%	1.3816723%	0.1574562%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
A4	-.083	76	.934	-0.0130798%	-0.326681%	0.300521%

หลังประกาศจ่ายเงินปันผล 5 วัน

**One-Sample Statistics**

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
A5	77	0.030489%	0.9773341%	0.1113776%

**One-Sample Test**

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
A5	.274	76	.785	0.0304891%	-0.191339%	0.252317%

