เงินปันผลและผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

Dividend and Stock Returns of Listed Companies in the Market for Alternative Investment

กัลยานี ภาคอัต (Gallayanee Parkatt)*
ชยงการ ภมรมาศ (Chayongkan Pamornmast)**

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) ศึกษาการจ่ายเงินปันผลและผลตอบแทนหุ้นสามัญ 2) ระบุปัจจัยกำหนดการจ่ายเงินปันผล และ 3) วิเคราะห์ผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (ตลาดหลักทรัพย์ MAI) การศึกษาครั้งนี้ศึกษาจากประชากรคือบริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ สำหรับระยะเวลาตั้งแต่ 1 มกราคม 2556 ถึง 31 ธันวาคม 2558 การวิจัยใช้สถิติพรรณาและ Panel Data Analysis ทั้งแบบ Fixed Effects และ Random Effects เพื่อบรรลุวัตถุประสงค์ของการวิจัย ผลการศึกษาพบว่า 1) เงินปันผลต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียนอยู่ระหว่าง 0.10 บาท ถึง 2.00 บาท ในขณะที่อัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญประมาณ -10.46% ถึง 153.7% 2) ปัจจัยกำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนคือ กำไรสะสม ความสามารถทำกำไร ขนาดของกิจการ และสภาพคล่อง และ 3) การจ่ายเงินปันผลไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ อย่างไรก็ตาม หากพิจารณาถึงตัวแปรควบคุม ผลการศึกษารายงานว่า สัดส่วนเงินทุนส่งผลต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียน

คำสำคัญ : เงินปันผล ผลตอบแทนหุ้นสามัญ บริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

* Ph.D., รองศาสตราจารย์ สาขาวิชาวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมาธิราช จังหวัดนนทบุรี
E-mail address: gallayan@gmail.com.
PhD., Associate Professor in the School of Management Science, Sukhothai Thammathirat Open University, Nonthaburi Province.
** Ph.D., หัวหน้าภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีมหานคร กรุงเทพมหานคร
E-mail address: chayongkanp@gmail.com.

Veridian E-Journal, Silpakorn University
ISSN 1906 - 3431

Abstract

The objectives of this research are 1) to study the dividend payout and stock returns 2) to identify the determinants of dividend payout and 3) to analyse the impact of dividend payout on stock returns in the market alternative investment (MAI). This study focuses on the population, all listed companies in the MAI for the period from 1st January 2013 to 31th December 2015. Descriptive statistics and Panel Data Analysis both Fixed effects and Random effects are employed to achieve the objectives of this study. The results report that the dividend per share of listed companies are about 0.10 – 2.00 Baht. Stock returns are the range of -10.46% to 153.7%. 2) The determinants of dividend payout are retained earnings, profitability, firm size, and liquidity, and 3) Stock returns are not influenced by dividend payout. By considering the control variable, the results inform that financial leverage shows the relation to stock return of listed companies.

Keywords: Dividend, Stock Returns, Listed Companies, Market for Alternative Investment (MAI)

บทนำ

การจ่ายเงินปันผลหรือนโยบายเงินปันผลเป็นหนึ่งในประเด็นสำคัญที่นักวิชาการและนักวิจัยทั้งในประเทศสหรัฐ อเมริกาและประเทศในแถบยุโรป เอเชีย และออสเตรเลีย ให้ความสนใจ และศึกษากันอย่างแพร่หลายตั้งแต่ศตวรรษที่ 20 เป็นต้นมา ที่สำคัญคือ จากการศึกษาเป็นผลให้เกิดทฤษฎีเกี่ยวกับเงินปันผลหลายทฤษฎีที่แสดงให้เห็นถึงบทบาทสำคัญของเงินปันผล ดังเช่น Lintner (1956) และ Gordon (1959) ได้นำเสนอทฤษฎี Bird-in-the Hand ซึ่งอธิบายว่าผู้ลงทุนในหุ้นสามัญชอบเงินปันผลเป็นผลตอบแทนมากกว่ากำไรจากการขายหลักทรัพย์ ดังนั้น มูลค่าของธุรกิจที่จ่ายเงินปันผลจะเพิ่มขึ้นเมื่อธุรกิจจ่ายเงินปันผลสูงขึ้น ซึ่งอาจมีนัยว่ามูลค่าของหุ้นสามัญจะเพิ่มขึ้นด้วย หรือทฤษฎี Signaling ที่กล่าวถึงการได้รับข้อมูลข่าวสารที่ไม่เท่ากันระหว่างผู้บริหาร (Insider) และผู้ลงทุนหรือผู้ถือหุ้น (Outsiders) ซึ่งผู้บริหารจะสื่อข้อมูลเหล่านี้ต่อผู้ถือหุ้นในลักษณะของเงินปันผล (Bhattacharya, 1980, John and William, 1985 และ Miller and Rock,1985) และเงินปันผลจะเป็นเหมือนสัญญาที่ผู้บริหารสื่อสารต่อผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นไปได้ที่เมื่อตลาดหลักทรัพย์มีลักษณะเป็นตลาดที่ไม่สมบูรณ์ เงินปันผลอาจมีผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ (Modigliani and Miller, 1961) นอกจากนี้ ยังมีทฤษฎี Tax Preference (Brennam, 1970) ทฤษฎี Clientele Effect และทฤษฎีอื่นๆ

พร้อมๆ กับทฤษฎีเงินปันผล ได้มีงานวิจัยหลายๆ งานเกี่ยวกับเงินปันผลเกิดขึ้น ซึ่งส่วนใหญ่จะมุ่งเน้นในสองประเด็นคือ การพยายามค้นหาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดนโยบายเงินปันผล และนโยบายเงินปันผลมีผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ โดยนโยบายเงินปันผลที่นำมาเป็นตัวแปรในการวิจัยหมายถึง อัตราการจ่ายเงินปันผล และอัตราผลตอบแทนเงินปันผล (Gill, Biger, and Tibrewala, 2010, Labhane and Das, 2015 และ Almeida, Pereira and Tavares, 2015) จะมีงานวิจัยไม่มากนักที่กำหนดให้เงินปันผลต่อหุ้น (Dividend Per Share) เป็นตัวแปรสำหรับนโยบายเงินปันผลที่ใช้ในการวิจัย (Titus and Ambrose, 2015 และ Alzomania and Al-Khadhiri, 2013)

ส่วนปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดนโยบายเงินปันผลนั้น งานวิจัยแต่ละฉบับได้มีมุมมองที่คล้ายๆ กันคือเป็นปัจจัยเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการ ซึ่งเป็นไปตามแนวคิด/หลักการที่ว่ากิจการดำเนินการได้รับผลกำไรจึงจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น กำไรมากจ่ายเงินปันผลมาก กำไรน้อยจ่ายเงินปันผลน้อย หรือถ้ามีโครงการลงทุนกิจการจะจ่ายเงินปันผลจากกำไรส่วนที่เหลือ ซึ่งนำไปใช้เป็นแหล่งเงินทุนภายในสำหรับการลงทุนก่อน (Residual Theory) ปัจจัยสำคัญที่นักวิจัยหลายๆ ท่านได้ค้นพบว่ามีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายเงินปันผลของกิจการคือ ความสามารถทำกำไร กระแสเงินสด อัตราการเจริญเติบโต ความเสี่ยง สภาพคล่อง กำไรต่อหุ้น อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน โอกาสของการลงทุน ขนาดของกิจการ อายุของกิจการ อัตราส่วนมูลค่าตลาดต่อมูลค่าตามบัญชี และอัตราการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (Rozeff, 1982, Jenzen, 1986. Anil and Kapoor, 2008, Kim and Gu, 2009, Lily, Venkatesh, and Sukserm, 2009, Adil et. al., 2011, Labhane and Das, 2015, and Almeida, Pereira and Tavares, 2015)

นอกจากการพยายามค้นหาปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดนโยบายเงินปันผลแล้ว นักวิจัยหลายๆ ท่านยังมุ่งศึกษาว่านโยบายเงินปันผลมีผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทผู้จ่ายเงินปันผลหรือไม่ หรือการจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบอย่างไรต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ ซึ่งงานวิจัยเหล่านั้นได้ค้นพบว่า การจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญ (Ofer and Siegel, 1987, Campbell and Shiller, 1988, Benartzi et. al., 1997, Masuim, 2014, Ali et. al., 2015, and Raju and Asaduzzaman, 2017) โดยนโยบายเงินปันผลหรือการจ่ายเงินปันผลที่เป็นตัวแปรในการวิจัยคือ อัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราผลตอบแทนเงินปันผล สำหรับอัตราผลตอบแทนเงินปันผลนั้น งานวิจัยหลายๆ งานได้ขยายมุมมองถึงความสัมพันธ์กับผลตอบแทนของหุ้นสามัญ (Stock Return) เช่น งานวิจัยของ Blume (1980) และ Arslam and Rashid (2014) เช่นเดียวกับการพยายามค้นหาปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ งานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผลกับราคาตลาดของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ต่างๆ ยังมีไม่มากนักที่ศึกษาการจ่ายเงินปันผลโดยใช้เงินปันผลต่อหุ้นเป็นตัวแปรในการค้นหาความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผลกับผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์

แม้ว่างานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลและผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลต่อราคาหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศต่างๆจะปรากฏอย่างแพร่หลายก็ตาม แต่ก็ยังไม่มีงานวิจัยฉบับใดให้ข้อสรุปที่ชัดเจนหรือยืนยันว่า ปัจจัยที่ค้นพบนั้นเป็นปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลในทุกตลาดหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อราคาตลาดของหุ้นสามัญในทางบวก ที่สำคัญกว่านั้นในแต่ละปีเมื่อกิจการดำเนินงานและมีผลกำไรเกิดขึ้น ผู้บริหารยังคงต้องตัดสินใจว่าควรจ่ายเงินปันผลหรือไม่ และถ้าตัดสินใจจ่ายเงินปันผลแล้ว ควรจ่ายในอัตราเท่าไร และควรเก็บกำไรไว้ลงทุนต่อในอัตราเท่าไร โดยพยายามให้การตัดสินใจมีผลทำให้ราคาตลาดของหุ้นสามัญมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น (Brigham and Houston, 2014)

สำหรับประเทศไทยหลักฐานเกี่ยวกับปัจจัยกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลและความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผลกับราคาตลาดของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนนั้น มุ่งเน้นศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ SET ดังเช่นงานวิจัยของ Komrattana and Suntraluk (2013) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือ SET ในระหว่างปี 2006 ถึง 2010 และพบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน โอกาสของการลงทุนและการเจริญเติบโตมีผลกระทบทางลบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ส่วนขนาดของกิจการมีผลในทางบวก ในเวลาใกล้เคียงกัน Thanwarat et al., (2014) และ Thanathawee (2015)

Veridian E-Journal, Silpakorn University
ISSN 1906 - 3431

ได้ศึกษาเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลใน SET เช่นเดียวกัน และรายงานว่าปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดนโยบายเงินปันผลของกิจการคือ ความสามารถทำกำไร กำไรสะสม และขนาดของกิจการ และการประกาศจ่ายเงินปันผลส่งสัญญาณให้การเคลื่อนไหวของราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นจากหลักฐานงานวิจัยในตลาดหลักทรัพย์ไทย จะมีงานวิจัยไม่มากนักที่สนใจตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ได้แก่ งานวิจัยของ Chansarn, S., and Chansarn, T. (2016) ที่ศึกษาเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลและการจัดการการหากำไรของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ระหว่างปี 2005 – 2012 ผลการวิจัยอธิบายว่าอัตราผลตอบแทนเงินปันผลสัมพันธ์กับการจัดการการหากำไรของบริษัทจดทะเบียน

อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยเหล่านั้นก็ไม่ได้ยืนยันถึงปัจจัยที่กำหนดนโยบายเงินปันผลของกิจการในทุกครั้งของการตัดสินใจของผู้บริหาร และก็ไม่ได้ยืนยันถึงการจ่ายเงินปันผลทำให้ราคาตลาดของหุ้นสามัญหรือผลตอบแทนหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น ดังนั้น การวิจัยครั้งนี้จึงมุ่งเสนอผลงานใหม่ที่แตกต่างจากงานวิจัยเดิมโดยใช้เงินปันผลต่อหุ้นเป็นตัวแปรของนโยบายเงินปันผล และค้นหาทั้งปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดนโยบายเงินปันผลและอิทธิพลของนโยบายเงินปันผลต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นอกจากนี้ ยังเป็นการขยายผลงานวิจัยของกัลยานี ภาคอัตและคณะ (2560) ที่รายงานว่า การจ่ายเงินปันผลส่งผลต่อผลการดำเนินงานของกิจการในทางบวก และผลการวิจัยจะเพิ่มหลักฐานเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลในมุมมองทั้งปัจจัยกำหนดการจ่ายเงินปันผล และผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

การนำเสนอบทความวิจัยต่อจากนี้ประกอบด้วยวัตถุประสงค์ของการวิจัย ขอบเขตของการวิจัย วิธีการดำเนินการวิจัย ผลการวิจัย อภิปรายผลการวิจัย และข้อเสนอแนะสำหรับการวิจัย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อ

1. ศึกษาเงินปันผลต่อหุ้นและผลตอบแทนหุ้นสามัญ
2. ระบุปัจจัยกำหนดการจ่ายเงินปันผล
3. วิเคราะห์ผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

ขอบเขตการวิจัย

การวิจัยมีขอบเขตดังต่อไปนี้

1. การวิจัยครั้งนี้ศึกษาจากประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีข้อมูลครบถ้วนสำหรับการวิจัย

2. การวิจัยศึกษาสำหรับระยะเวลาตั้งแต่ 1 มกราคม 2556 ถึง 31 ธันวาคม 2558 ซึ่งครอบคลุมทั้งช่วงเวลาที่ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว และภาวะที่การเมืองมีการเปลี่ยนแปลง อันจะสะท้อนให้เห็นถึงความสามารถในการจ่ายเงินปันผลของบริษัทขนาดกลาง และขนาดย่อม

3. การวิจัยเน้นตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาเป็นตัวแปรหรือปัจจัยภายในที่เกี่ยวข้องกับลักษณะและผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

วิธีการดำเนินการวิจัย

การวิจัยดำเนินการตามลำดับดังนี้

1. กำหนดประชากร การวิจัยครั้งนี้เป็นการศึกษาจากประชากรคือ บริษัทจดทะเบียนทั้งหมดในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ที่มีการจ่ายเงินปันผลติดต่อกันทุกปีตั้งแต่ปี 2556 ถึงปี 2558 และมีข้อมูลครบถ้วนสำหรับการวิจัยจำนวน 88 บริษัท

2. เก็บรวบรวมข้อมูล ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยเป็นข้อมูลทุติยภูมิซึ่งเก็บรวบรวมในลักษณะข้อมูลรายปี สำหรับตัวแปรที่ใช้ในการวิจัยคือ เงินปันผลต่อหุ้น (DPS) อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE) ซึ่งใช้แสดงสัดส่วนเงินทุน อัตราการเจริญเติบโต (SCH) กระแสเงินสดต่อหุ้น (CFP) ซึ่งใช้วัดสภาพคล่อง อัตราผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (ROA) ซึ่งใช้วัดความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ (LMCAP) กำไรสะสม (LRE) และราคาปิดของหุ้นสามัญ (PRICE) สำหรับระยะเวลาตั้งแต่ 1 มกราคม 2556 ถึง 31 ธันวาคม 2558 ข้อมูลทั้งหมดของแต่ละบริษัทที่เก็บรวบรวมได้เป็นข้อมูลรายปีอยู่ในลักษณะ Panel Data

3. คำนวณผลตอบแทนของหุ้นสามัญของแต่ละบริษัท โดยใช้สูตรดังนี้

$$RET_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \times 100$$

เมื่อ

RET_{it} ราผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัท i ในปีที่ t

P_{it} ราคาปิดเมื่อสิ้นปีที่ t ของหุ้นสามัญของบริษัท i

P_{it-1} คาปิดเมื่อสิ้นปีที่ t - 1 ของหุ้นสามัญของบริษัท i

4. คำนวณค่าเฉลี่ย ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรแต่ละตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย

5. ใช้ Panel Data Analysis ทั้งแบบ Fixed Effects และ Random Effects Regression Analyses เพื่อศึกษาปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผล และวิเคราะห์ผลกระทบของการจ่ายเงินปันผล (เงินปันผลต่อหุ้น) ต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ตัวแบบสมการถดถอยในลักษณะ Panel Data Analysis สามารถอธิบายได้ดังนี้

5.1 จากตัวแบบ Pooled Ordinary Least Square (OLS) สามารถสร้างสมการปัจจัยกำหนดการจ่ายเงินปันผลและผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญได้ดังสมการที่ (1) และ (2)

$$DPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 SCH_{it} + \beta_4 CFP_{it} + \beta_5 LMCAP_{it} + \beta_6 LRE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DPS_{it} + \alpha_2 DE_{it} + \alpha_3 SCH_{it} + \alpha_4 CFP_{it} + \varepsilon_{it}$$

Veridian E-Journal, Silpakorn University
ISSN 1906 - 3431

เมื่อ

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

RET_{it} = ผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัท i ในปีที่ t (ผลการคำนวณจากข้อ 3)

ROA_{it} = อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวมของบริษัท i ในปีที่ t (กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวม)

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

SCH_{it} = การเจริญเติบโตของบริษัท i ในปีที่ t $\left[\frac{(\text{ยอดขายปีปัจจุบัน} - \text{ยอดขายปีที่ผ่านมา})}{\text{ยอดขายปีที่ผ่านมา}}\right] \times 100$

CFP_{it} = กระแสเงินสดต่อหุ้นของบริษัท i ในปีที่ t (กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน/จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่าย)

$LMCAP_{it}$ = ของบริษัท i ในปีที่ t [Ln(MCAP)]

LRE_{it} = รสะสมของบริษัท i ในปีที่ t [Ln(RE)]

ε_{it} = ความคลาดเคลื่อน

5.2 การใช้สมการ OLS ในข้อ 5.1 กับข้อมูล Panel ที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ เป็นไปได้ที่จะเกิด a_i กระทบของตัวแปรของแต่ละบริษัทที่แฝงอยู่ภายนอกสมการ (Unobserved Effect) ซึ่งจะส่งผลต่อตัวแปรอิสระและตัวแปรตามคือ เงินปันผลต่อหุ้น โดยตัวแปรที่ไม่ได้นำมาอยู่ในสมการดังกล่าวเป็นตัวแปรที่มีค่าคงที่เสมอไม่ว่าเวลาจะเปลี่ยนแปลงอย่างไร (Time Invariant Variable) ผลกระทบดังกล่าวอาจเรียกว่า Omitting a Time - Invariant Variable Effect ซึ่ง Unobserved Effect นี้คือ Company Fixed Effect (Wooldridge, 2003) ดังนั้น เพื่อขจัดปัญหาดังกล่าว การศึกษาครั้งนี้จึงใช้สมการถดถอยแบบ Fixed Effect โดยกำหนดให้คือ ตัวแปรที่แฝงอยู่ภายนอกทั้งหมด ซึ่งส่งผลต่อเงินปันผล ซึ่งสามารถแสดงสมการถดถอยแบบ Fixed Effects ได้ดังสมการที่ (3) และ (4)

$$DPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 SCH_{it} + \beta_4 CFP_{it} + \beta_5 LMCAP_{it} + \beta_6 LRE_{it} + a_i + \varepsilon_{it}$$

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DPS_{it} + \alpha_2 DE_{it} + \alpha_3 SCH_{it} + \alpha_4 CFP_{it} + a_i + \varepsilon_{it}$$

จากสมการที่ (3) และ (4) ตามแนวคิดของ Wooldridge (2003) ถ้า a_i ความสัมพันธ์กับตัวแปรหนึ่งตัวแปรหรือมากกว่าในสมการ แสดงว่าสมการถดถอยแบบ Fixed Effects มีความเหมาะสม ในทางตรงกันข้าม ถ้า a_i ไม่สัมพันธ์กับตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งในสมการตลอดระยะเวลาทั้งหมด สมการถดถอยแบบ Random Effect จะเหมาะสมกว่า ตามแนวคิดของตัวแบบ Random Effects นั้น a_i ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรในสมการ แต่จะพิจารณาว่า a_i เป็นส่วนหนึ่งของความคลาดเคลื่อน (Residual Term) หรือเรียกว่า Composite Error Time (V_{it}) ซึ่ง V_{it} มีค่าเท่ากับ $a_i + \varepsilon_{it}$ (Wooldridge, 2003) ดังนั้น สมการถดถอยแบบ Random Effects แสดงได้ดังสมการที่ (5) และ (6)

$$DPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 SCH_{it} + \beta_4 CFP_{it} + \beta_5 LMCAP_{it} + \beta_6 LRE_{it} + V_{it}$$

$$RET_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DPS_{it} + \alpha_2 DE_{it} + \alpha_3 SCH_{it} + \alpha_4 CFP_{it} + V_{it}$$

6. ใช้ Hausman Test เพื่อทดสอบตัวแบบสมการถดถอย การวิจัยครั้งนี้ใช้สมการถดถอยแบบ Fixed Effects และ Random Effects และเพื่อทดสอบว่าตัวแบบใดเหมาะสมสำหรับข้อมูล Panel ชุดที่ทำการวิจัย การวิจัยได้ใช้ Hausman Test ในการทดสอบความเหมาะสม โดย Hausman Test จะทดสอบว่าสมการถดถอยแบบ Random Effects มีความเหมาะสมสำหรับชุดข้อมูลวิจัย สมมติฐานของ Hausman Test แสดงได้ดังนี้

H_0 : สมการถดถอยแบบ Random Effects มีความเหมาะสมและมีประสิทธิภาพ

H_1 : สมการถดถอยแบบ Random Effects ไม่มีความเหมาะสมและไม่มีประสิทธิภาพ

ถ้าค่าสถิติ Hausman Test มีระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.05 (ระดับนัยสำคัญ 5%) แสดงว่าสมการถดถอยแบบ Random Effects ไม่เหมาะสม ซึ่งอธิบายเป็นนัยได้ว่าสมการถดถอยแบบ Fixed Effect เหมาะสมกว่า

ผลการวิจัย

การอธิบายผลการวิจัยแยกออกเป็น 3 ส่วนคือ 1) สถิติเชิงพรรณา 2) ปัจจัยกำหนดการจ่ายเงินปันผล และ 3) ผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

1. สถิติเชิงพรรณา ค่าเฉลี่ย($\bar{X}$) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (S.D.) ค่าสูงสุด (Max) ค่าต่ำสุด (Min) และค่ามัธยฐาน (Me) ของตัวแปรเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ผลตอบแทนหุ้นสามัญ (RET) อัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม (ROA) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) การเจริญเติบโต (SCH)กระแสเงินสดต่อหุ้น (CFP) ขนาดของบริษัท (LMCAP) และกำไรสะสม (LRE) แสดงได้ดังตารางที่ 1

Veridian E-Journal, Silpakorn University
ISSN 1906 - 3431

ตารางที่ 1 สถิติเชิงพรรณา

ตัวแปร	$\bar{X}$	S.D.	Max	Min	Me
DPS (บาท)	0.15	0.26	2.00	0.10	0.50
RET (%)	20.42	1.55	153.70	-10.46	9.04
ROA (%)	3.05	12.45	8.16	-0.51	3.78
DE (เท่า)	1.32	6.04	5.63	0.43	0.68
SCH (%)	8.97	61.52	168.55	-8.04	3.12
CFP (บาท)	0.43	1.50	10.08	-6.51	0.14
LMCAP	7.12	1.16	13.64	5.00	7.02
LRE	3.99	2.31	8.40	-0.06	4.73

ตารางที่ 1 รายงานค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าสูงสุด ค่าต่ำสุด และค่ามัธยฐานของตัวแปรต่างๆ ของบริษัทจดทะเบียนดังนี้ เงินปันผลต่อหุ้นเฉลี่ยหุ้นละ 0.15 บาท (S.D. = 0.26) ในขณะที่เงินปันผลต่อหุ้นสูงสุดหุ้นละ 2.00 บาท ต่ำสุดหุ้นละ 0.10 บาท และค่ามัธยฐานประมาณ 0.50 บาท ส่วนอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญ อัตราผลตอบแทนสูงสุด 153.7% ต่ำสุดมีค่าเป็นลบ 10.46% ในขณะที่อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยประมาณ 20.42% (S.D. = 1.55) และค่ามัธยฐาน 9.04% เมื่อพิจารณาถึงอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม อัตราผลตอบแทนสูงสุดเท่ากับ 8.16% อัตราผลตอบแทนต่ำสุด -0.51% อัตราผลตอบแทนเฉลี่ยและมัธยฐานประมาณ 3.05% (S.D. = 12.45) และ 3.78% ตามลำดับ อัตราส่วนหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนค่อนข้างสูง โดยตารางที่ 1 ให้ข้อมูลว่า อัตราส่วนสูงสุดสูงถึง 5.63 เท่า ในขณะที่อัตราส่วนต่ำสุดคือ 0.43 เท่า อัตราส่วนเฉลี่ยประมาณ 1.32 เท่า (S.D. = 6.04) และค่ามัธยฐาน 0.68 เท่า สำหรับการเจริญเติบโตของบริษัท อัตราการเจริญเติบโตสูงสุด 168.55% ต่ำสุดมีค่าเป็นลบ 8.04% อัตราการเจริญเติบโตเฉลี่ย 8.97% (S.D. = 61.52) และค่ามัธยฐานเท่ากับ 3.12% กระแสเงินสดต่อหุ้นของบริษัทสูงสุด 10.08 บาท ต่ำสุด -6.51 บาทกระแสเงินสดต่อหุ้นเฉลี่ยหุ้นละ 0.43 บาท (S.D. = 1.50) ค่ามัธยฐาน 0.14 บาท ส่วนค่าของขนาดของกิจการหรือบริษัท และกำไรสะสมแสดงในลักษณะของค่า Log โดยค่าสูงสุดของขนาดของกิจการ (LMCAP) คือ 13.64 ต่ำสุด 5.00 ค่าเฉลี่ย 7.12 (S.D. = 1.16) และค่ามัธยฐานเท่ากับ7.02 สำหรับกำไรสะสม ค่าสูงสุดคือ 8.40 ค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.06 ในขณะที่ค่าเฉลี่ยคือ 3.99 (S.D. = 2.31) และค่ามัธยฐานเท่ากับ 4.73

2. ปัจจัยกำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัย์ เอ็ม เอ ไอ ผลของสมการถดถอยทั้งแบบ Fixed Effects และ Random Effects แสดงได้ดังตารางที่ 2 และ 3

2.1 ผลของสมการถดถอยแบบ Fixed Effects แสดงได้ดังตารางที่ 2

$$\mathrm{DPS}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \mathrm{ROA}_{it} + \beta_2 \mathrm{DE}_{it} + \beta_3 \mathrm{SCH}_{it} + \beta_4 \mathrm{CFP}_{it} + \beta_5 \mathrm{LMCAP}_{it} + \beta_6 \mathrm{LRE}_{it} + a_i + \varepsilon_{it}$$

ตารางที่ 2 ผลของสมการถดถอยแบบ Fixed Effects (การจ่ายเงินปันผล)

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	p-value
C	0.3120	0.1677	1.8607	0.0645
ROA	0.0046	0.0025	1.8584	0.0648*
DE	0.0011	0.0026	0.4306	0.6673
SCH	-0.0003	0.0003	-1.0589	0.2911
CFP	-0.0014	0.0138	-0.0997	0.9207
LMCAP	-0.0366	0.0243	-1.5040	0.1344
LRE	0.0228	0.0155	1.4690	0.1437

* ระดับนัยสำคัญ 10%

Panel (Balanced) Observation: 264

Cross-section included: 88

2.2 ผลของสมการถดถอยแบบ Random Effects แสดงได้ดังตารางที่ 3

$$DPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 DE_{it} + \beta_3 SCH_{it} + \beta_4 CFP_{it} + \beta_5 LMCAP_{it} + \beta_6 LRE_{it} + V_{it}$$

ตารางที่ 3 ผลของสมการถดถอยแบบ Random Effects (การจ่ายเงินปันผล)

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	p-value
C	0.2161	0.1059	2.0401	0.0424
ROA	0.0036	0.0017	2.1970	0.0289**
DE	0.0006	0.0021	0.3027	0.7624
SCH	-0.0003	0.0002	-1.1204	0.2636
CFP	0.0196	0.0105	1.8731	0.0622*
LMCAP	-0.0299	0.0154	-1.9386	0.0536**
LRE	0.0334	0.0096	3.4665	0.0006***

*** ระดับดับนัยสำคัญ 1%

** ระดับนัยสำคัญ 5%

* ระดับนัยสำคัญ 10%

Panel (Balanced) Observation: 264

Cross-section included: 88

Veridian E-Journal, Silpakorn University
ISSN 1906 - 3431

2.3 ผลของ Hausman Test

	Chi-Sq.	d.f.	p-Value
Hausman	Test	6.3008	6	0.3903

ผลของ Hausman Test ไม่สามารถปฏิเสธ H_0 นั่นคือ ยอมรับว่าสมการถดถอยแบบ Random Effects มีความเหมาะสมและมีประสิทธิภาพ

ตารางที่ 2 และ 3 ให้ข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรกำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยตารางที่ 2 แสดงผลของสมการถดถอยแบบ Fixed Effects และรายงานว่า ความสามารถทำกำไร ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม (ROA) เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดการจ่ายเงินปันผลของกิจการ ณ ระดับนัยสำคัญ 10% โดยค่าสัมประสิทธิ์ของ ROA แสดงความสัมพันธ์ในทางบวกกับการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ของบริษัทจดทะเบียน ด้วยค่า p-value เท่ากับ 0.06 ซึ่งอธิบายได้ว่า ยิ่งบริษัทมีความสามารถทำกำไรเพิ่มขึ้น บริษัทก็สามารถจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นได้มากขึ้น

ส่วนตารางที่ 3 แสดงผลของสมการถดถอยแบบ Radom Effects และอธิบายว่า กำไรสะสม (LRE) ความสามารถทำกำไร ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนสินทรัพย์รวม (ROA) และขนาดของกิจการ (LMCAP) เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน ณ ระดับนัยสำคัญ 1% และ 5% ตามลำดับ ในขณะที่สภาพคล่อง ซึ่งวัดโดยกระแสเงินสดต่อหุ้น (CFP) ก็เป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลเช่นกัน ณ ระดับนัยสำคัญ 10% โดยค่าสัมประสิทธิ์ของ ROA และ LRE แสดงความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ของบริษัทจดทะเบียน (p-value = 0.02 และ 0.00 ตามลำดับ) ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์ของ LMCAP แสดงความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ของบริษัทจดทะเบียนด้วยค่า p-value เท่ากับ 0.05 ซึ่งอธิบายเป็นนัยได้ว่าบริษัทจดทะเบียนมีความสามารถทำกำไร และกำไรสะสมเพิ่มมากขึ้น บริษัทยิ่งสามารถจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นได้มากขึ้น ในขณะที่บริษัทขนาดเล็กลงสามารถจ่ายเงินปันผลได้มากขึ้นหรือบริษัทขนาดใหญ่ขึ้นจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นได้น้อยลง สำหรับสภาพคล่องของบริษัทหรือ CFP ค่าสัมประสิทธิ์แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ในทิศทางบวก ให้ความหมายว่า เมื่อบริษัทมีสภาพคล่องเพิ่มมากขึ้น บริษัทจะจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นมากขึ้นด้วย

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาถึงผลการทดสอบของ Hausman Test ที่แสดงความเหมาะสมของการใช้สมการถดถอยแบบ Random Effects สำหรับชุดข้อมูล (Panel Data) ที่ทำการวิจัยครั้งนี้พบว่า สมการถดถอยแบบ Random Effects มีความเหมาะสมกับชุดข้อมูลในการวิจัยมากกว่าแบบ Fixed Effects (Chi-Sq. = 6.3008 และ p-value = 0.38) ดังนั้น จึงอาจสรุปได้ว่า ปัจจัยที่ส่งผลและเป็นตัวกำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ คือ ความสามารถทำกำไร ขนาดของกิจการ และกำไรสะสม

3. ผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ผลของสมการถดถอยทั้งแบบ Fixed Effects และ Random Effects แสดงได้ดังตารางที่ 4 และ 5

3.1 ผลของสมการถดถอยแบบ Fixed Effects แสดงได้ดังตารางที่ 4

$$(\mathrm{RET}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \mathrm{DPS}_{it} + \alpha_2 \mathrm{DE}_{it} + \alpha_3 \mathrm{SCH}_{it} + \alpha_4 \mathrm{CFP}_{it} + a_i + \varepsilon_{it}$$

ตารางที่ 4 ผลของสมการถดถอยแบบ Fixed Effects (ผลตอบแทนหุ้นสามัญ)

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	p-value
C	0.0569	0.1521	0.3741	0.7088
DE	0.0817	0.0187	4.3733	0.0000***
SCH	0.0021	0.0022	0.9367	0.3502
CFP	-0.0394	0.1185	-0.3328	0.7397
DPS	0.2459	0.6587	0.3733	0.7094

*** ระดับนัยสำคัญ 1%

3.2 ผลของสมการถดถอยแบบ Random Effects แสดงได้ดังตารางที่ 5

$$( ) \quad \mathrm{RET}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \mathrm{DPS}_{it} + \alpha_2 \mathrm{DE}_{it} + \alpha_3 \mathrm{SCH}_{it} + \alpha_4 \mathrm{CFP}_{it} + \mathrm{V}_{it}$$

ตารางที่ 5 ผลของสมการถดถอยแบบ Random Effects (ผลตอบแทนหุ้นสามัญ)

Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	p-value
C	0.1202	0.1154	1.0415	0.2986
DE	0.0842	0.0159	5.3068	0.0000***
SCH	0.0011	0.0016	0.6971	0.4864
CFP	-0.0155	0.0661	-0.2343	0.8150
DPS	-0.1939	0.3813	-0.5085	0.6115

*** ระดับนัยสำคัญ 1%

3.3 ผลของ Hausman Test

	Chi-Sq.	d.f.	p-Value
Hausman Test	1.2910	4	0.8629

ผลของ Hausman Test ไม่สามารถปฏิเสธ H_0 นั่นคือ ยอมรับว่าสมการถดถอยแบบ Random Effects มีความเหมาะสมและมีประสิทธิภาพ

Veridian E-Journal, Silpakorn University
ISSN 1906 - 3431

ตารางที่ 4 และ 5 ให้ข้อมูลเกี่ยวกับผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยตารางที่ 4 แสดงผลของสมการถดถอยแบบ Fixed Effects และรายงานว่า การจ่ายเงินปันผล (DPS) ซึ่งเป็นตัวแปรอิสระไม่ส่งผลต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียน ในขณะที่ตัวแปรควบคุมคือ สัดส่วนเงินทุน ซึ่งวัดโดยอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) ส่งผลต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญ ณ ระดับนัยสำคัญ 1% โดยค่าสัมประสิทธิ์ของ DE แสดงถึงความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหุ้นสามัญในทางบวก ซึ่งอธิบายได้ว่า เมื่อสัดส่วนเงินทุนหรืออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น ผลตอบแทนของหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นด้วย ส่วนตัวแปรควบคุมอื่นคือ การเจริญเติบโต (SCH) และสภาพคล่อง ซึ่งวัดโดยกระแสเงินสดต่อหุ้น (CFP) ไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียน สำหรับตารางที่ 5 แสดงผลของสมการถดถอยแบบ Random Effects ซึ่งยืนยันว่าการจ่ายเงินปันผลไม่ส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญ และสัดส่วนเงินทุนหรืออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมมีความสัมพันธ์และส่งผลต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียน ส่วนตัวแปรควบคุมอื่นคือ การเจริญเติบโต และสภาพคล่อง หรือกระแสเงินสดต่อหุ้นไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญเช่นเดียวกับผลของสมการถดถอยแบบ Fixed Effects

อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาถึงผลของ Hausman Test ซึ่งทดสอบว่า สมการถดถอยแบบ Radom Effects มีความเหมาะสมกับชุดข้อมูล (Panel Data) ที่ใช้ในการวิจัย ผลของ Hausman Test แสดงให้เห็นว่าสมการถดถอยแบบ Radom Effects มีความหมาะสม ณ ระดับนัยสำคัญ 5% ดังนั้น จึงอาจสรุปได้ว่าการเปลี่ยน แปลงอัตราผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนได้รับผลกระทบจากสัดส่วนเงินทุน หรืออัตราส่วนหนี้ต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในทางบวก

อภิปรายผลการวิจัย

ผลการวิจัยที่ค้นพบว่า ความสามารถทำกำไร ขนาดของกิจการ และกำไรสะสม เป็นปัจจัยกำหนดการจ่ายเงินปันผลหรือนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยความสามารถทำกำไร และกำไรสะสมเพิ่มขึ้น บริษัทจดทะเบียนจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น และบริษัทขนาดเล็กลงจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Suwanna et al., (2014) ที่อธิบายว่า ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของกิจการ และอัตราส่วนกำไรสะสม คือ ปัจจัยที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Komrattanapanya and Suntravuk (2013), Thanathawee (2015) และ Chansarn (2016) ที่รายงานว่า ความสามารถทำกำไร และขนาดของกิจการ เป็นปัจจัยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ในทางบวก นอกจากนั้นผลการศึกษายังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Titus and Ambrose (2015), Amarjit et al., (2010) และ Almeida et al., (2015) ที่รายงานว่าความสามารถในการทำกำไรเป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดนโยบายเงินปันผลของกิจการ ส่วนผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นั้นแตกต่างจากงานวิจัยของ Chu (1997) และ Garba (2014) ที่พบว่า เงินปันผลต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กับผลตอบแทนหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไต้หวันและประเทศไนจีเรีย

จากผลของการวิจัยอาจเป็นไปได้ว่า โดยทั่วไปแล้วการกำหนดนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ จะพิจารณาถึงความสามารถในการทำกำไร และกำไรสะสมเป็นปัจจัยสำคัญ กล่าวคือ ถ้าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูง และกำไรสะสมมากจะกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลหรือเงินปันผลต่อหุ้นสูงด้วย ในทางตรงกันข้าม บริษัทจดทะเบียนดังกล่าวจะจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นในอัตราที่ต่ำ เมื่อกำไรสะสมน้อย และความสามารถในการทำกำไรลดลง ส่วนขนาดของกิจการอาจเป็นไปได้ว่าในช่วงที่ทำการวิจัยธุรกิจขนาดเล็กมีโครงการลงทุนที่ใช้เงินทุนจากการก่อหนี้สิน เป็นผลให้หนี้สินของแต่ละบริษัทในภาพรวมค่อนข้างสูง (ตารางที่ 1) ขณะเดียวกันมีกำไรสะสมค่อนข้างมาก จึงสามารถจ่ายเงินปันผลได้ในอัตราที่สูง หรือบริษัทขนาดใหญ่มีนโยบายใช้เงินทุนในโครงการลงทุนจากแหล่งเงินทุนภายใน กำไรสะสมส่วนที่เหลือจึงนำไปจ่ายเงินปันผล จึงทำให้บริษัทขนาดใหญ่จ่ายเงินปันผลต่อหุ้นไม่สูงนัก

สำหรับนโยบายเงินปันผลต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญ อาจเป็นไปได้ว่า ในช่วงเวลาที่ทำการวิจัย (ปี 2556 – 2558) การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหุ้นสามัญได้รับอิทธิพลจากปัจจัยอื่นหลายปัจจัย ซึ่งอาจเป็นทั้งปัจจัยภายนอก และปัจจัยภายในคือ ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน ประกอบกับผู้ลงทุนอาจเน้นผลตอบแทนในลักษณะของกำไรจากการขายหลักทรัพย์มากกว่าเงินปันผลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียน จึงปรากฏผลการวิจัยว่าเงินปันผลต่อหุ้นไม่มีอิทธิพลต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญ อย่างไรก็ตาม จากการที่ผลการวิจัยให้ข้อมูลว่าสัดส่วนเงินทุนหรืออัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของผลตอบแทนของหุ้นสามัญในทางบวก อาจเป็นไปได้ว่าบริษัทจดทะเบียนใช้เงินทุนจากการก่อหนี้สินเพื่อลงทุนในโครงการลงทุนที่จะก่อให้เกิดรายได้หรือกระแสเงินสดในอนาคตเพิ่มขึ้น ผู้ลงทุนจึงสะท้อนการรับรู้ผลการดำเนินงานในอนาคตของกิจการที่มีแนวโน้มทางบวก เป็นผลให้ราคาหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น และผลตอบแทนของหุ้นสามัญก็เพิ่มขึ้นด้วย

ข้อเสนอแนะจากผลการวิจัย

จากผลการวิจัยมีข้อเสนอแนะดังนี้

1. การวิจัยครั้งนี้ศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนขนาดกลางและขนาดย่อมในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และสำหรับระยะเวลาในช่วงที่เศรษฐกิจชะลอตัว รวมทั้งเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงทางการเมือง แต่ผลการวิจัยก็ยังพบว่า บริษัทจดทะเบียนมีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นหรือผู้ลงทุน ดังนั้น จึงเป็นการยืนยันว่า ผู้วิเคราะห์หลักทรัพย์สามารถแนะนำให้ผู้ลงทุนลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ เพื่อหวังกำไรจากการขายหลักทรัพย์หรือเงินปันผลได้ซึ่งเท่ากับว่า ผู้ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ไทยยังสามารถลงทุนในธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม เพื่อหวังผลตอบแทนในระยะยาวได้

2. เมื่อผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผลควรพิจารณาถึงความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่อง กำไรสะสม และขนาดของกิจการ ถ้าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไร มีสภาพคล่องสูง และกำไรสะสมมาก สามารถจ่ายเงินปันผลได้ในอัตราที่สูง แม้ว่าจะเป็นกิจการขนาดเล็ก

Veridian E-Journal, Silpakorn University
ISSN 1906 - 3431

3. การตัดสินใจจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกแต่ละครั้ง ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนควรใช้หนี้สินเป็นลำดับแรก จะเป็นผลให้ผลตอบแทนหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ ต้องคำนึงถึงความเสี่ยงทางการเงินที่อยู่ในระดับที่ยอมรับได้ และโครงสร้างเงินทุนยังคงมีความมั่นคง

4. สำหรับผู้วิจัย การวิจัยครั้งต่อไปอาจกำหนดนโยบายเงินปันผลใน 3 ลักษณะคือ อัตราการจ่ายเงินปันผล อัตราผลตอบแทนเงินปันผล และเงินปันผลต่อหุ้น และทดสอบว่าตัวแปรลักษณะใดส่งผลกระทบต่อราคาตลาดและผลตอบแทนหุ้นสามัญ หรือปัจจัยใดเป็นปัจจัยกำหนดนโยบายเงินปันผล หรืออาจใช้ตัวแบบอื่น เช่น Tobit-Regression Model เป็นตัวแบบทดสอบ รวมทั้งทำการศึกษาทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ นอกจากนี้ อาจขยายมุมมองในสาระอื่นที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผล เช่น Repurchase, Capital Structure, หรือ Cost of Capital เป็นต้น

เอกสารอ้างอิง

ภาษาต่างประเทศ

Adil, C., Zafar, N., & Yaseen, N. (2011). Empirical Analysis of Determinants of Dividend Pay-out: Profitability and Liquidity. **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**, 3 (1), pp. 289-300.

Ali, A. Jan. F. and Sharef. I. (2015). Effect of Dividend Policy on Stock Prices. **Business & Management Studies: An International Journal.** 3 (1), pp. 56-87.

Alzomaia, T., and Al-Khadhiri, A. (2013). Determination of Dividend Policy: The Evidence from Saudi Arabia. **International Journal of Business and Social Science**. 4 (1), pp. 181-192.

Amarjit, G., Nahum, B. & Neil, M. (2010). Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from the United States. **Business and Economics Journal**. 10,pp. 1-9.

Anil, K. and Kapoor, S. (2008). Determinants of Dividend Payout Ratios - A Study of Indian Information Technology Sector. **International Research Journal of Finance and Economics**, 450, pp. 63-73.

Arslam Muhammad and Zaman, Rashid. (2014). Impact of Dividend Yield and Price Earnings Ratio on Stock Returns: A Study Non-Financial Listed Firms of Pakistan. **Research Journal of Finance and Accounting.** 5 (19), 68-74.

Benartzi, S., R. Michaely, and R. H. Thaler. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?. **Journal of Finance**. 52, pp. 1007–1034.

Bhattacharya, S. (1980). Non-dissipative Signaling Structures and Dividend Policy. Quarterly. **Journal of Economics**. 95, pp. 1-24.

Blume, E., M., (1980). The Relative Efficiency of Various Portfolios: Some Further Evidence. **The Journal of Finance**. 35 (2), pp. 269-281.

Blume, M. E. (1980). Stock Returns and Dividend Yields Some More Evidence. **Review of Economics and Statistics.** 62, pp. 567-577.

Brennan, M., (1970). Taxes, market valuation and corporate financial policy. **National Tax Journal**. 23, 417-427.

Brigham, Eugene and Houston, Joel. (2014). **Financial Management.** 3 Ed. Cengage Learning Asia Pte. Ltd. Singapore.

Campbell, Y., J., and Shiller, J., R. (1988). The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors. **The Review of Financial Studies**. 1 (3), pp. 195-228.

Chasarn, S., and Chansarn, T. (2016). Earnings Management and Dividend Policy of Small and Medium Enterprises in Thailand. **International Journal of Business and Society**. 17 (2), pp. 307-328.

Chu, Eric. (1997). Impact of Earnings, Dividends and Cash Flows and Stock Returns: Case of Taiwan's Stock Market. **Review of Quantitative Finance and Accounting.** 9, pp. 181-202.

Gallayanee Parkatt, Saowapa Meethawornkul, Pichet Sittichoksakunchai, Apichat Limmethee, (2017). Dividend Policy and the Performance of Listed Companies in the Market for Alternative Investment, The 4th National Conference in Management Science, School of Management Science, Sukhothai Thammathirat Open University, Proceedings, pp. 1-8.

Garba, Abdulkarim. (2014). The Impact of Dividend Per-Share on Common Stock Returns: A Re-Examination. **International Journal of Managerial Studies and Research (IJMSR).** 2 (8), September, pp. 75-79.

Gill, A., Biger, N., and Tibrewala, R., (2010). Determinants of Dividend Payou Ratios: Evidence from United States. **The Open Business Journal**. 3, pp. 8-14.

Gordon, J. (1959). Dividends, Earnings and Stock Price. **Review of Economics and Statistics**. 41 (2), pp. 99-105.

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**. 76, pp. 323-329

John, K. and William, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. **The Journal of Finance**. 40 (4), pp. 1053-1070.

Kim, H., & Gu, Z. (2009). Financial Features of Dividend-Paying Firms in the Hospitality Industry: A logistic Regression Analysis. **International Journal of Hospitality Management**. 28, pp. 359-366.

Komrattanapanya, P., and Suntrauk, P., (2013). Factor Influencing Dividend Payout in Thailand: A Tobit Regression Analysis. **International Journal of Accounting and Financial Reporting**. 3 (2), pp. 255-268.

Labhane, B., N. and Das, C., R. (2015). Determinants of Dividend Payout Ratio: Evidence from Indian. **Business and Economic Research**, 5 (2), pp. 217-241.

Lily, J., Venkatesh, S., and Sukserm, T., (2009). Determinants of Dividend Payout in Thailand. **Journal of Academic**. 11 (3), pp. 73-81.

Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. **American Economic Review**. 46, pp. 97-113.

Masum, Al. A. (2014). Dividend Policy and Its Impact on Stock Price-A Study on Commercial Bank Listed in Dhaka Stock Exchange. **Global Disclosure of Economics and Business**. 3 (1), pp. 9-17.

Miller, M. H., and Rock, K. (1985). Dividend Policy Asymmetric Information. **The Journal of Finance**. 40 (4), pp. 1031-1051.

Miller, M. H., Modigliani, F. (1961). Dividend Policy Growth, and the Valuation of Shares. **Journal of Business**. 34, pp. 411-433.

Ofer, R., A. and Siegel, R. D. (1987). Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends. **Journal of Finance.** 42 (4), pp. 889-911.

Raju, Md and Asaduzzaman. (2017). The Impact of Dividend Policy on Stock Prices: A Study of Fuel, Power and Cement Industry in Bangladesh. **Journal of Economics and Finance**. 8 (3), pp. 84-91.

Roseff, S. M. (1982). Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. **Journal of Financial Research**. 5, pp. 411-433.

Thanathawee, C. (2015). The Firm's Characteristics, Corporate Governance and Dividend Payment: Evidence from Non-Financial Firms Listed in Thailand. **The Au Journal of Management**. 11, pp. 1-6.

Titus, W. and Ambrose, J., (2015). Determinants of Dividend Policy in Kenya. **International Journal of Arts and Entrepreneurship**. 4 (11), pp. 71-80.

Wooldridge, J. M., (2003). Cluster-Sample Methods in Applied Econometrics, **American Economic Review**. 93, pp. 133-138.