



การส่งสัญญาณและการลดต้นทุนตัวแทน  
โดยใช้นโยบายเงินปันผลในประเทศไทย

ดาร์รัตน์ สุขแก้ว

ดุษฎีนิพนธ์เสนอต่อมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์  
เป็นสาระสำคัญของการศึกษาตามหลักสูตรบริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต

ปีการศึกษา 2557

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์



SIGNALING AND AGENCY COSTS REDUCTION  
USING DIVIDEND POLICY IN THAILAND

DARARAT SUKKAEW



A DISSERTATION PRESENTED TO RAJAMANGALA UNIVERSITY  
OF TECHNOLOGY RATTANAKOSIN  
IN PARTIAL FULFILLMENT OF THE REQUIREMENTS  
FOR THE DEGREE OF DOCTOR OF BUSINESS ADMINISTRATION

2014

COPYRIGHTED RAJAMANGALA UNIVERSITY OF TECHNOLOGY RATTANAKOSIN





ชื่อเรื่องวิทยานิพนธ์	การส่งสัญญาณและการลดต้นทุนตัวแทน โดยใช้นโยบายเงินปันผลในประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวดารารัตน์ สุขแก้ว
ชื่อปริญญา	บริหารธุรกิจดุษฎีบัณฑิต
สาขาวิชา	บริหารธุรกิจ
ปีการศึกษา	2557

#### คณะกรรมการที่ปรึกษาวิทยานิพนธ์

ผศ.ดร.กอบกุล จันทรโคสิกา	ประธานกรรมการ
ดร.วรพงษ์ จันยังยืน	กรรมการ

#### บทคัดย่อ

การบริหารงานของกิจการที่มีการแบ่งแยกระหว่างความเป็นเจ้าของและฝ่ายจัดการทำให้มีปัญหาในเรื่องการเข้าถึงข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันโดยที่ฝ่ายจัดการซึ่งในที่นี้หมายถึงผู้บริหารจะรับรู้ข้อมูลข่าวสารภายในกิจการได้ดีกว่าเจ้าของที่เป็นผู้ถือหุ้น และอาจมีการบริหารงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองทำให้มีต้นทุนในการตรวจสอบมากขึ้น ดังนั้น การศึกษานี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อหาแนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีส่งสัญญาณและการลดต้นทุนตัวแทนจากกระแสเงินสดอิสระโดยเก็บข้อมูลแบบ Panel Data ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ระหว่างปี 2552-2556 ใช้การประมาณค่าด้วยวิธี Panel Random-Effects Tobit

ผลการศึกษาพบว่ากิจการที่มีมูลค่าเพิ่มสูง ความสามารถในการทำกำไรสูงและมีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล เช่นเดียวกับการทดสอบ Robustness ของกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง ในขณะที่กิจการที่มีภาระหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสามารถส่งสัญญาณเกี่ยวกับแนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลเพื่อลดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลได้ ส่วนกิจการที่มีกระแสเงินสดอิสระ และการกำกับดูแลกิจการที่ดีจากสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง ในขณะที่คณะกรรมการอิสระที่มีระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งเท่ากับหรือ

มากกว่า 15 ปี มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลทำให้ไม่สามารถลดต้นทุน  
ตัวแทนได้

ประโยชน์ที่ได้จากการศึกษานี้ช่วยให้ผู้ลงทุนหรือผู้ถือหุ้นสามารถประเมินแนวโน้มการ  
จ่ายเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผลของกิจการในการตัดสินใจลงทุน และผู้บริหารใช้  
กำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่สอดคล้องกับผลการดำเนินงานของกิจการ รวมทั้ง  
หน่วยงานกำกับดูแลเพื่อนำไปปรับปรุงระเบียบหรือข้อบังคับเกี่ยวกับโครงสร้างการถือหุ้นและ  
คณะกรรมการอิสระ



<b>Dissertation Title</b>	<b>Signaling and Agency Costs Reduction Using Dividend Policy in Thailand</b>
<b>Student's Name</b>	<b>Miss Dararat Sukkaew</b>
<b>Degree Sought</b>	<b>Doctor of Business Administration</b>
<b>Major</b>	<b>Business Administration</b>
<b>Academic Year</b>	<b>2014</b>
<b>Advisory Committee</b>	
	Asst.Prof. Korbkul Jantarakolica, Ph.D.      Chairperson
	Worapong Janyangyuen, D.B.A.              Member

### **ABSTRACT**

The business with administrative separation between ownership and management causes information asymmetries. The management which means the administrators is more informed than the shareholders. It, therefore, is possible that the administrative decision was done aiming at the benefits of the management. This, therefore, increases examination cost. The objectives of this study were to find decisive trends to pay dividend and dividend amount according to signaling theory and to discover how to reduce agency costs from cash flow. The study was done using Panel Data with all listed companies on the Stock Exchange of Thailand, except for the financial industries, between the years 2009–2013. The Panel Random–Effects Tobit was used as the estimator.

The study showed that the companies with firm value, profitability and high dividend paid in the past year have positive relation with the dividend payout ratio just as the result of Robustness test of companies with high dividend payments. Meanwhile, the companies with debt obligation have negative relation with the dividend payout ratio. The result of this study can signal the decisive trends to pay dividend and dividend payout ratio in order to decrease the information asymmetries. For those companies with free cash flow and mechanisms for corporate governance of major shareholders, it was found that there was positive relation of dividend payout ratio. This causes reduction in agency cost. Moreover, it was found that the tenure of positions of the independent directors of 15

years or more has negative relation to dividend payout ratio. And this makes it unable to reduce agency cost.

The result of this study helps the investigators or the shareholders evaluate the trends to pay dividends and dividend payout ratio. Moreover, it helps the management determine dividend policy consistent with business achievement. It can also be used by regulators for revising rules and regulations of ownership structure and independent directors.









## สารบัญ

บทคัดย่อภาษาไทย.....	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	(3)
กิตติกรรมประกาศ.....	(5)
สารบัญตาราง.....	(8)
บทที่	
1 บทนำ.....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
คำถามการวิจัย.....	3
วัตถุประสงค์ของการศึกษาวิจัย.....	3
ขอบเขตของการศึกษาวิจัย.....	3
นิยามศัพท์เฉพาะ.....	3
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ.....	4
2 การทบทวนวรรณกรรม.....	5
พัฒนาการของทฤษฎีและแนวคิด.....	5
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	17
กรอบแนวคิดในงานวิจัย.....	31
สมมติฐานการวิจัย.....	32
3 ระเบียบวิธีวิจัย.....	36
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	36
การคัดเลือกตัวอย่าง.....	36
การวัดค่าตัวแปร.....	36
แบบจำลอง.....	47
การวิเคราะห์ข้อมูล.....	48
4 ผลการศึกษาวิจัย.....	50
ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง.....	50
การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics).....	51
การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis).....	57

## สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
การวิเคราะห์เชิงอนุมาน (Inference Statistics).....	58
การวิเคราะห์ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงหน่วยสุดท้าย (Marginal Effects).....	65
การทดสอบยืนยันผล (Robustness check).....	68
5 สรุป อภิปรายผลการศึกษาวิจัยและข้อเสนอแนะ.....	71
สรุปผลการศึกษาวิจัย.....	71
อภิปรายผลการศึกษาวิจัย.....	75
ข้อเสนอแนะ.....	79
ข้อจำกัดในการศึกษาและข้อเสนอแนะสำหรับงานศึกษาในอนาคต.....	81
ภาคผนวก.....	82
ก ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์.....	82
ข ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ตามประเภทการจ่ายเงินปันผล.....	86
ค ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ตามค่าเฉลี่ยตัวแปร.....	88
บรรณานุกรม.....	90
ประวัติผู้เขียน.....	100

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
1 สรุปตัวแปร ทฤษฎี และงานวิจัยเกี่ยวข้อง.....	28
2 สรุปตัวแปรและค่าที่คาดหวัง.....	44
3 แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาโดยจำแนกตามอุตสาหกรรมในแต่ละปี.....	51
4 ค่าสถิติพื้นฐานของกลุ่มตัวอย่างที่จ่ายเงินปันผลกับไม่จ่ายเงินปันผล.....	52
5 ค่าความถี่และร้อยละของอัตราการจ่ายเงินปันผลแต่ละประเภท.....	54
6 ค่าสถิติพื้นฐานของอัตราการจ่ายเงินปันผลตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม.....	54
7 ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดอิสระตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม.....	55
8 ค่าความถี่และร้อยละของกลุ่มตัวอย่างที่มีการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องและไม่จ่ายต่อเนื่องตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม.....	56
9 ค่าความถี่และร้อยละของกลุ่มตัวอย่างที่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมาและไม่จ่ายในปีที่ผ่านมาตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม.....	57
10 ผลการประมาณค่าวิธี Panel Random-Effects Tobit.....	59
11 ตารางแสดงค่า Marginal effects ของตัวแปรที่อธิบายการตัดสินใจจ่ายและปริมาณการจ่ายเงินปันผล โดยใช้ Tobit Model โดยจำแนกเป็นกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลและกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล.....	65
12 ค่าความถี่ ร้อยละของกลุ่มตัวอย่างที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องและไม่ต่อเนื่อง.....	68
13 ค่าความถี่ ร้อยละของกลุ่มตัวอย่างที่มีจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา.....	69
14 ค่าความถี่ ร้อยละของจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่มีระดับกระแสเงินสดอิสระแตกต่างกันโดยจำแนกตามกลุ่มที่จ่ายและไม่จ่ายเงินปันผล.....	70

## บทที่ 1

### บทนำ

ในส่วนของบทนำประกอบด้วย ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา คำถามงานวิจัย วัตถุประสงค์ของการศึกษาวิจัย ขอบเขตของการศึกษาวิจัย นิยามศัพท์เฉพาะและประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

#### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

การบริหารงานของกิจการที่มีการแบ่งแยกระหว่างความเป็นเจ้าของและฝ่ายจัดการทำให้มีปัญหาตามมาซึ่งเรียกว่า ปัญหาความขัดแย้งของตัวแทน (Agency Problem) (Jensen & Meckling, 1976) ในเรื่องการเข้าถึงข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน (Asymmetric Information) โดยที่ฝ่ายจัดการซึ่งในที่นี้หมายถึงผู้บริหารจะรับรู้ข้อมูลข่าวสารภายในกิจการได้ดีกว่าเจ้าของที่เป็นผู้ถือหุ้น และอาจมีการบริหารงานโดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าทำให้เกิดความขัดแย้งเกิดขึ้น (Conflict of Interest) กิจการจึงต้องมีต้นทุนในการจัดการที่เรียกว่า ต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) มากขึ้นเพื่อตรวจสอบการบริหารงานของฝ่ายจัดการให้เป็นไปตามที่เจ้าของหรือผู้ถือหุ้นต้องการ ซึ่งหากกิจการใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผลจะสามารถช่วยลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ได้ เพราะเป็นการลดกระแสเงินสด (Free Cash Flow) ของกิจการที่อยู่ในอำนาจการบริหารของฝ่ายจัดการลง เพื่อป้องกันไม่ให้นำเงินไปใช้ในกิจกรรมที่ไม่เป็นประโยชน์ทำให้เจ้าของหรือผู้ถือหุ้นไม่ต้องเสียต้นทุนในการตรวจสอบการบริหารงานมากนัก (Jensen, 1986) อีกทั้งการจ่ายเงินปันผลของกิจการเป็นการเปิดเผยข้อมูลบางส่วนทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Asymmetric Information) ลดลงเนื่องจากเป็นการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ให้นักลงทุนทราบว่า บริษัทจะมีกำไรที่เพิ่มขึ้นในอนาคต (Lintner, 1956) และแสดงถึงราคาหุ้นในตลาดที่มีแนวโน้มสูงขึ้น (Suwanna, 2012) นอกจากนี้การจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอยังสามารถอธิบายพฤติกรรมของผู้บริหารได้ด้วยว่า ผู้บริหารไม่ต้องการลดการจ่ายเงินปันผลเพราะเป็นการส่งสัญญาณไม่ดีแก่นักลงทุนและไม่ต้องการจ่ายเงินปันผลเพิ่มเพราะกลัวการลดการจ่ายเงินปันผลในอนาคต โดยการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของกำไรและความสามารถในการทำกำไรในทิศทางเดียวกัน (Grullon, Michaely, Benartzi, & Thaler, 2005) ซึ่งสอดคล้องกับที่ตลาดหลักทรัพย์



แห่งประเทศไทยได้เผยแพร่ดัชนีใหม่ที่มีชื่อว่า ดัชนี SET High Dividend 30 Index (SETHD) ซึ่งเป็นดัชนีที่อ้างอิงราคาของกลุ่มหุ้น 30 ตัวในดัชนี 100 ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง (Market Capitalization) มีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ และมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงและต่อเนื่อง (Dividend Yield) เพราะบริษัทไม่ต้องการเงินลงทุนจำนวนมากในการสร้างส่วนแบ่งตลาด กำไรที่ได้จึงถูกนำไปจ่ายเป็นเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ

นอกจากนี้ในปัจจุบันการกำกับดูแลกิจการที่ดีถือเป็นแนวทางหนึ่งในการตรวจสอบการบริหารงานของฝ่ายจัดการเพื่อลดโอกาสในการทุจริตและการเข้าถึงข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันในที่นี้หมายถึงกรรมการอิสระ ที่ทำหน้าที่การควบคุม การตัดสินใจ และลดความขัดแย้งระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น สามารถทำหน้าที่คุ้มครองผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทุกรายได้อย่างเท่าเทียมกัน (Fama & Jensen, 1983) และจากการศึกษาของ(Wiwattanakantang, 2001) ยังพบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนไทย ส่วนใหญ่มีลักษณะกระจุกตัว และมีลักษณะครอบครัว ทำให้มีอำนาจการควบคุมนโยบายการบริหารงานของบริษัท ดังนั้นผู้ถือหุ้นกลุ่มนี้มักให้ความสำคัญกับการติดตามและกำกับดูแลการบริหารงานอย่างใกล้ชิดเช่นเดียวกับการมีนักลงทุนสถาบัน และนักลงทุนต่างชาติ เพราะเป็นตัวแทนของสถาบันต่าง ๆ ที่มีส่วนได้เสียในกิจการ ดังนั้นจะมีแรงจูงใจที่จะติดตามการทำงานของกิจการอย่างใกล้ชิดในการสอดส่องดูแลการทำงานของผู้บริหารโดยคำนึงถึงมูลค่ากิจการ (Baba, 2009 ; Karpavicius & Yu, 2012) ตามทฤษฎี Clientele Effects นักลงทุนแต่ละกลุ่มจะชอบนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกันบริษัทที่มีผลการดำเนินการดีจะเป็นที่สนใจของนักลงทุนสถาบันเพราะคาดการณ์ถึงการจ่ายเงินปันผล เพราะสถาบันมีข้อมูลที่ดีกว่านักลงทุนรายย่อยและมีความสามารถในการตรวจสอบ (Allen, Bernardo, & Welch, 2000)

จากที่กล่าวมาข้างต้นทำให้มีความสนใจศึกษาเกี่ยวกับการทดสอบเกี่ยวกับทฤษฎีการจ่ายเงินปันผลที่เกี่ยวข้องในสองประเด็นคือประเด็นแรก ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) หากกิจการมีผลการดำเนินการโดยวัดจากทั้งด้านบัญชีและด้านการตลาด กิจการจะมีการจ่ายเงินปันผลอย่างไร และในปีที่ผ่านมามีการจ่ายเงินปันผลปีต่อมาจะมีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลหรือไม่ รวมถึงศึกษาความต่อเนื่องของการจ่ายเงินปันผลของดัชนีที่เสนอโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย SET High Dividend 30 Index (SETHD) ประเด็นที่สองคือการจ่ายเงินปันผลสามารถลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) จากการที่กิจการมีกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) รวมถึงใช้กลไกการกำกับดูแลกิจการจากคณะกรรมการอิสระและโครงสร้างการถือหุ้นจะช่วยลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ได้หรือไม่

## คำถามการวิจัย

1. การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลสามารถส่งสัญญาณ (Signaling) ให้กับผู้ลงทุนได้หรือไม่ ในปริมาณเท่าใด
2. การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลสามารถลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) จากการศึกษาการมีกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ได้หรือไม่ในปริมาณเท่าใด

## วัตถุประสงค์ของการศึกษาวิจัย

1. เพื่อศึกษาแนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory)
2. เพื่อศึกษาแนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) จากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow)

## ขอบเขตของการศึกษาวิจัย

การศึกษาโดยใช้ข้อมูลจากงบการเงิน จากรายงานประจำปี (Annual Report) และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ซึ่งจะเก็บตั้งแต่ปี 2552-2556 ส่วนผลการดำเนินงานจากฐานข้อมูลของ SETSMART และ SET High Dividend 30 Index (SETHD) โดยไม่ครอบคลุมถึงบริษัทที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน และบริษัทที่ถูกเพิกถอน เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน และบริษัทที่เพิ่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ เนื่องจาก บริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน และบริษัทที่ถูกเพิกถอนนั้นมักเป็นบริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงิน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความผิดพลาดในการแปลผลงานวิจัย

## นิยามศัพท์เฉพาะ

เงินปันผล หมายถึง ส่วนแบ่งกำไรที่ผู้ถือเงินลงทุนในตราสารทุนจะได้รับตามสัดส่วนของเงินลงทุนที่ถือ (สภาวิชาชีพบัญชี, 2557)

กระแสเงินสดอิสระ หมายถึง การเข้าและออกของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด จากกิจกรรมดำเนินงานที่เป็นกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ และกิจกรรมอื่นที่ไม่ใช่กิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน (สภาวิชาชีพบัญชี, 2557)

กรรมกรอิสระ หมายถึง กรรมกรที่เป็นอิสระจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้บริหาร และผู้ที่เกี่ยวข้องซึ่งสามารถทำหน้าที่คุ้มครองประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทุกรายได้อย่างเท่าเทียมกัน (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2557)



ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ หมายถึง ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีสัดส่วนการถือหุ้นอย่างน้อย 20% ขึ้นไป

บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่อง หมายถึง บริษัทที่อยู่ในดัชนี SET High Dividend 30 Index (SETHD) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อเนื่องถึงปัจจุบัน

## ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ

ผลการวิจัยนี้คาดว่าจะก่อให้เกิดประโยชน์แก่กลุ่มบุคคลต่าง ๆ สรุปดังนี้

### 1. สำหรับผู้ถือหุ้นและนักลงทุน

ผู้ถือหุ้นสามารถประเมินแนวโน้มการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผลของกิจการในการส่งสัญญาณถึงผลการดำเนินงานว่าควรที่จะถือหุ้นต่อไปเพื่อรับเงินปันผลหรือขายหุ้นเพื่อรับกำไรในอนาคต

ผู้ตัดสินใจที่จะลงทุนในกรณีต้องการเงินปันผลที่มีการจ่ายอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นการลงทุนระยะยาว ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลที่ผ่านมา รวมถึงหุ้นในดัชนี SET High Dividend 30 Index (SETHD) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถส่งสัญญาณประกอบการตัดสินใจได้

สำหรับผู้ถือหุ้นและผู้ตัดสินใจลงทุนในการพิจารณาโครงสร้างผู้ถือหุ้นและองค์ประกอบของคณะกรรมการอิสระของกิจการที่จะช่วยตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหาร ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs)

### 2. สำหรับผู้บริหาร

เพื่อใช้ในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่จะตอบสนองความต้องการของนักลงทุนที่แตกต่างกันที่ต้องการเงินปันผลหรือกำไรจากการขายหุ้น อีกทั้งเป็นการส่งสัญญาณผลประกอบการในอนาคตของกิจการผ่านเงินปันผลให้ผู้ที่เกี่ยวข้องทราบ อันจะมีผลต่อราคาหุ้นที่กิจการต้องการ

### 3. สำหรับหน่วยงานกำกับดูแล

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในการปรับปรุงการออกเกณฑ์ระเบียบหรือข้อบังคับต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับกลไกการกำกับดูแลกิจการในแง่องค์ประกอบ และการทำงานของคณะกรรมการอิสระเพื่อสอบทานการบริหารงานของฝ่ายบริหารที่จะบริหารงานให้เกิดประโยชน์แก่กิจการ

## บทที่ 2

### การทบทวนวรรณกรรม

จากการศึกษาเอกสาร รวมถึงงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับ การส่งสัญญาณโดยใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผล และกระแสเงินสดอิสระกับต้นทุนตัวแทน สามารถสรุปได้ดังนี้

1. พัฒนาการของทฤษฎีและแนวคิด
  - 1.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล
  - 1.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการส่งสัญญาณโดยใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผล
  - 1.3 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระกับต้นทุนตัวแทน
2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง
  - 2.1 การส่งสัญญาณกับการจ่ายเงินปันผล
  - 2.2 กระแสเงินสดอิสระกับการลดต้นทุนตัวแทน
3. กรอบแนวคิดในงานวิจัย
4. สมมติฐานงานวิจัย

#### พัฒนาการของทฤษฎีและแนวคิด

##### 1.1 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล

เงินปันผล หมายถึง ส่วนแบ่งกำไรที่ผู้ถือเงินลงทุนในตราสารทุนจะได้รับตามสัดส่วน ของเงินลงทุนที่ถือ (สภาวิชาชีพบัญชี, 2557) ซึ่งหุ้นบุริมสิทธิ์จะได้รับในอัตราคงที่ แต่หุ้นสามัญจะได้รับขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงาน หากไม่ได้จ่ายจะอยู่ในกำไรสะสมเป็นส่วนประกอบของส่วนทุน เงินปันผลจึงมีความสำคัญกับโครงสร้างเงินและมูลค่าของกิจการ

##### กระบวนการจ่ายเงินปันผล

กิจการจะจ่ายเงินปันผลเป็นงวดตามการดำเนินงานและมีความเกี่ยวข้องดังนี้

1. วันประกาศจ่ายเงินปันผล (Dividend Declaration Date) หมายถึง วันที่คณะกรรมการบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผล ซึ่งบอกเกี่ยวกับเงินปันผลต่อหุ้นที่เพิ่มขึ้นหรือลดลง ซึ่งมีผลต่อการตอบสนองของตลาด ถ้าบริษัทมีการเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผล
2. วันหมดสิทธิ์ในเงินปันผล (EX-Dividend Date) หลังจากวันนี้จะไม่มีสิทธิ์ที่จะได้

รับเงินปันผล เพราะจะมีนักลงทุนที่เข้ามาถือหุ้นของบริษัทโดยทั่วไปราคาหุ้นจะลดลงในวันนี้

3. วันจดบันทึกรายชื่อผู้ถือหุ้น (Holder-of-Record Date) เป็นวันที่บริษัททำการบันทึกรายชื่อผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิ์จะได้รับเงินปันผล ปกติแล้วจะไม่มีผลกระทบต่อราคาหุ้นวันจ่ายเงินปันผล

4. วันจ่ายเงินปันผล (Payment Date) เป็นวันที่บริษัทส่งเช็คเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นที่บริษัทได้บันทึกชื่อผู้มีสิทธิ์ได้รับเงินปันผล

### ชนิดของเงินปันผล

การจ่ายเงินปันผลของธุรกิจ สามารถจ่ายได้ในรูปต่าง ๆ ดังนี้

1. การจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด (Cash Dividend) เป็นการจ่ายจากกำไรสะสม โดยพิจารณาจากปริมาณเงินสด ซึ่งมีผลทำให้สินทรัพย์ลดลง และกำไรสะสมลดลงในงบแสดงฐานะทางการเงิน

2. การจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้น (Stock Dividend) เป็นการออกหุ้นเพิ่มและให้หุ้นกับผู้ถือหุ้นเดิมที่มีสิทธิ์จะได้รับเงินปันผล ซึ่งไม่มีผลกระทบต่องบแสดงฐานะการเงิน ทำให้ไม่ต้องจ่ายเงินสดออกไป และหากต้องการลงทุนในโครงการเพิ่มเติมก็ไม่ต้องไปหาแหล่งเงินทุนภายนอก และเป็นทางออกสำหรับบริษัทที่มีปัญหาทางการเงิน ซึ่งการจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้นนี้จะทำให้กำไรต่อหุ้นลดลง ราคาตลาดของหุ้นลดลงเพราะมีการเพิ่มจำนวนหุ้น

3. การแตกหุ้น (Stock Split) จะทำให้จำนวนหุ้นที่ถืออยู่มีจำนวนมากขึ้นแต่ราคาหุ้นที่ตราไว้ลดลง ถึงแม้จะไม่ใช่เป็นการจ่ายเงินปันผลโดยตรง แต่ถ้าราคาหุ้นใหม่หลังจากการแตกหุ้นรวมแล้วสูงขึ้นกว่าเดิม ซึ่งจะทำให้ผู้ถือหุ้นมีความมั่งคั่งมากขึ้น โดยทั่วไปธุรกิจจะทำการแตกหุ้นเมื่อราคาหุ้นของบริษัทอยู่ในระดับสูงและคาดว่าจะสูงขึ้นไปได้อีกแต่พอแตกหุ้นแล้วราคาจะดูต่ำลง ซึ่งจะทำให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้นไปได้อีก ดังนั้นการแตกหุ้นอาจถือได้ว่าเป็นการส่งสัญญาณไปยังตลาดหุ้นว่า ธุรกิจมีผลการดำเนินงานดี

4. การซื้อหุ้นคืน (Share Repurchase) การซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นเหมือนกับเป็นการให้เงินปันผลทางอ้อมแก่ผู้ถือหุ้น เพราะผู้ถือหุ้นจะได้เงินสดซึ่งส่วนหนึ่งเป็นกำไรจากการลงทุนในหุ้นของบริษัท (Capital Gain) ซึ่งจะมีอัตราภาษีที่ต่ำกว่าอัตราภาษีของเงินปันผลที่จ่ายเป็นเงินสด เป็นการป้องกันการถูกเข้าครอบงำ (Takeover Defense) ทำให้หุ้นในมือของผู้ถือหุ้นรายย่อยลดลง ซึ่งทำให้ราคาหุ้นสูง

โดยทั่วไปวิธีการจ่ายเงินปันผลมักจ่ายด้วยเงินสด และเป็นที่พอใจของผู้ถือหุ้น เพราะหากจ่ายด้วยวิธีการอื่นแสดงว่ากิจการมีฐานะทางการเงินไม่ดี การตัดสินใจลงทุนจึงต้องมีความระมัดระวัง (เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์, 2554)

## ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล

Shim & Siegel (2000) กล่าวถึงนโยบายการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัทมีความแตกต่างกันเนื่องจากปัจจัยดังต่อไปนี้

### 1. อัตราการเติบโตของบริษัท

แม้ว่าจะมีผลการดำเนินงานที่ดีเนื่องจากต้องการนำกำไรไปขยายการลงทุนต่อไป บริษัทที่มีอัตราการเติบโตอย่างรวดเร็วอาจจะไม่จ่ายเงินปันผล

### 2. สภาพคล่องของบริษัท

หากบริษัทต้องการขยายกิจการเพื่อลงทุนเพิ่ม อาจจะไม่สามารถจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสดได้ถ้าต้องจัดสรรกำไรสะสมไปใช้ในการลงทุนและการชำระหนี้ ทำให้สภาพคล่องของบริษัทลดลง

### 3. ความสามารถในการกู้ยืมเงินจากภายนอก

การระดมเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอกอาจทำได้ไม่ถนัดนักสำหรับบริษัทขนาดเล็กหรือบริษัทใหม่ที่ยังไม่เป็นที่รู้จักของนักลงทุน ส่งผลทำให้บริษัทเหล่านี้มีอัตราการจ่ายเงินปันผลค่อนข้างต่ำ

### 4. ความสามารถในการพยากรณ์กำไรในอนาคต

บริษัทที่กำไรมีแนวโน้มสม่ำเสมอผู้บริหารจะจัดสรรกำไรเป็นเงินปันผลจ่ายในสัดส่วนที่มากกว่าเก็บสำรองไว้เป็นเงินทุนเพราะไม่ต้องกังวลว่าจะไม่สามารถทำกำไรให้พอเพียงกับความต้องการเงินทุนในอนาคต

### 5. ฐานะทางภาษีของผู้ถือหุ้น

เงินปันผลถือเป็นรายได้ที่ต้องเสียภาษี หากอัตราภาษีสูงย่อมพอใจในการจ่ายเงินปันผลน้อย และนำเงินไปลงทุนต่อรอให้ราคาหุ้นเพิ่มขึ้นซึ่งกำไรจากการขายหุ้นไม่ต้องเสียภาษีในทางตรงกันข้าม หากผู้ถือหุ้นต้องเสียภาษีในอัตราที่ต่ำ อาจพอใจให้กิจการกำหนดนโยบายจ่ายเงินปันผลมาก เพราะเงินปันผลอาจไม่มีหรือมีผลกระทบต่อภาษีเงินได้น้อยมาก ผู้ถือหุ้นจะได้รับผลประโยชน์ (วัชร อัครยิ่งเจริญ, 2548)

## นโยบายเงินปันผลและมูลค่าของกิจการ

ความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผล และมูลค่ากิจการ แบ่งตามแนวคิดได้ดังนี้

### 1. เงินปันผลไม่มีผลต่อมูลค่าของกิจการ

Miller & Modigliani (1961) ได้มีเสนอกฎได้เงื่อนไขต่าง ๆ ข้างล่างนี้ เช่นเดียวกับโครงสร้างของเงินทุน กล่าวคือ เงินปันผลไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าของกิจการเนื่องจากมูลค่าของกิจการจะถูกระงับได้โดยศักยภาพในการหารายได้ของกิจการและความเสี่ยงที่กิจการกำลังเผชิญอยู่ ซึ่งตั้งบนข้อสมมติดังต่อไปนี้



- ไม่มีภาษี
  - มีความสมมาตรของข้อมูลข่าวสาร
  - ไม่มีต้นทุนรายการ (Transaction Cost) สำหรับนักลงทุนในการขายหุ้น
  - ธุรกิจที่จ่ายเงินปันผลออกไปจำนวนมาก สามารถออกหุ้นได้เพิ่ม (เพิ่มทุน) โดยไม่มีต้นทุนรายการ (Transaction Cost) และต้นทุนในการออกหุ้น (Flotation Cost)
  - ผู้บริหารหรือผู้จัดการของธุรกิจที่มีกระแสเงินสดคงเหลือ ไม่ได้ใช้กระแสเงินสดดังกล่าวลงทุนในโครงการที่ไม่ดี หรืออีกนัยหนึ่งคือไม่มีปัญหาของตัวแทน (Agency Problem)
  - การตัดสินใจในการลงทุน ไม่ถูกกระทบโดยการตัดสินใจเกี่ยวกับเงินปันผล และกระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะเหมือนเดิม
- ไม่ว่านโยบายเงินปันผลจะเปลี่ยนแปลงอย่างไร

ดังนั้นเมื่อพิจารณาข้อสมมติของ M&M อาจไม่สามารถนำมาใช้ได้จริง เนื่องจากนโยบายเงินปันผลยังคงส่งผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นและมูลค่าของธุรกิจ

## 2. เงินปันผลมีผลในเชิงลบต่อมูลค่าของกิจการ

มีแนวคิดเกี่ยวกับเรื่องอัตราภาษีที่แตกต่างกันระหว่างเงินปันผล และกำไรจากราคาหุ้นที่เพิ่มสูงขึ้น (Capital Gain) ส่งผลในเชิงลบกล่าวคือ การจ่ายเงินปันผลทำให้รายได้สุทธิจากเงินปันผลลดลงเนื่องจากอัตราภาษี สำหรับเงินปันผลที่สูงกว่าอัตราภาษีสำหรับกำไรจากการขายหุ้น ซึ่งจะทำให้ราคาหุ้นตกลงเวลาที่ธุรกิจจ่ายเงินปันผล อย่างไรก็ตาม ในปัจจุบันอัตราภาษีสำหรับรายได้ทั้งเงินปันผลและกำไรจากการขายหุ้น อยู่ในอัตราที่ใกล้เคียงกัน จนแทบทำให้ประเด็นเรื่องภาษี ไม่มีผลอย่างไรต่อความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผล และมูลค่าของกิจการ

## 3. เงินปันผลมีผลในเชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการ

มีหลายประเด็นที่การจ่ายเงินปันผลทำให้ราคาหุ้นหรือมูลค่ากิจการเพิ่มสูงขึ้น

ดังนี้

จ่ายดีกว่าไม่จ่าย (The Bird-in-the-Hand) นักลงทุนที่ไม่ชอบความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนในราคาหุ้นย่อมพึงพอใจที่จะได้รับเงินสดจากเงินปันผลที่ได้รับโดยทันทีมากกว่าที่จะรอเก็บกำไรจากราคาหุ้นที่เพิ่มสูงขึ้น

นักลงทุนบางกลุ่มชอบเงินปันผล (Clientele Effect) ถึงแม้จะมีนักลงทุนในหุ้นสามัญ

บางกลุ่มอาจจะไม่ยอมรับผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลอันเนื่องมาจากเป็นกลุ่มที่ต้องเสียภาษีในอัตราสูง แต่ก็มีนักลงทุนกลุ่มใหญ่ที่พึงพอใจกับรายได้ที่แน่นอนและเป็นกลุ่มที่เสียภาษีในอัตราต่ำ

เงินปันผลเป็นสัญญาณของข้อมูล (Information Signal) การที่ธุรกิจจ่ายเงินปันผล (Cash dividend) ในอัตราที่สูง นักลงทุนอาจจะมองว่าเป็นสัญญาณที่ดีเพราะการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้น หมายถึง ความสามารถในการทำกำไรที่เพิ่มสูงขึ้นของธุรกิจ ดังนั้นราคาหุ้นจะเพิ่มสูงขึ้นเวลาที่ธุรกิจจ่ายเงินปันผล และราคาหุ้นจะลดลงเวลาที่ธุรกิจลดหรืองดจ่ายเงินปันผล

เงินปันผลทำให้กระแสเงินสด (Free Cash Flow) ในบริษัทลดลง ทำให้เป็นการตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารที่คิดเอาประโยชน์จากกระแสเงินสดคงเหลือ ทำให้ต้นทุนของตัวแทน (Agency Costs) ลดลง ดังนั้นราคาหุ้นจะเพิ่มสูงขึ้นเวลาที่ธุรกิจจ่ายเงินปันผล

เงินปันผลบอถึงโครงสร้างเงินทุนที่เปลี่ยนไป (Financing Mix Change) การที่ธุรกิจจ่ายเงินปันผลย่อมหมายถึง การลดลงของกำไรสะสมซึ่งมีผลทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนเพิ่มขึ้นมูลค่าของกิจการที่ยังมีหนี้สินต่อทุนในอัตราต่ำจะได้รับผลประโยชน์ของหนี้สินที่เพิ่มขึ้นตามแนวทางการวิเคราะห์ผลประโยชน์จากการมีหนี้สิน ดังนั้นราคาหุ้นจะเพิ่มสูงขึ้นเวลาที่ธุรกิจจ่ายเงินปันผล (เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์, 2554)

## 1.2 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับการส่งสัญญาณโดยใช้นโยบายการจ่าย

### เงินปันผล

อีกข้อสันนิษฐานว่าทำไม สมมติฐาน Dividend Irrelevance Hypothesis ของ M&M จึงไม่เพียงพอที่จะเป็นคำอธิบายของการปฏิบัติของตลาดการเงิน คือการมีข้อมูลที่ไม่สมมูลกันระหว่าง Insider (ผู้จัดการและผู้บริหาร) กับ Outsider (ผู้ถือหุ้น) โดย M&M สันนิษฐานว่าผู้จัดการและนักลงทุนมีอิสระและเท่าเทียมกันในการเข้าถึงข้อมูลเกี่ยวกับแนวโน้มของกิจการและประสิทธิภาพการทำงาน แต่สำหรับผู้จัดการซึ่งเป็นผู้ดูแลกิจการสามารถทราบได้ถึงข้อมูลเกี่ยวกับแนวโน้มปัจจุบันและอนาคตของบริษัทซึ่งบุคคลภายนอกไม่สามารถเข้าถึงได้ ข้อมูลเหล่านี้เป็นช่องว่างระหว่างบุคคลภายในกับบุคคลภายนอกอาจจะทำให้ไม่สามารถใช้มูลค่าที่แท้จริงของกิจการในตลาดได้ ถ้าเป็นเช่นนั้นราคาของหุ้นอาจจะไม่ตรงกับมูลค่าของบริษัท ในความพยายามที่จะทำให้ช่องว่างนี้หายไป ผู้จัดการอาจจะต้องแชร์ความรู้ของตัวเองกับบุคคลภายนอก เพื่อที่จะให้พวกเขาสามารถที่จะเข้าใจมูลค่าที่แท้จริงของกิจการได้ (Baskin, 1988) ในอดีตเนื่องจากการขาดแคลนข้อมูลที่ครบถ้วนและแม่นยำสำหรับผู้ถือหุ้น เงินสดที่ให้โดยการรักษาความปลอดภัยด้านการเงินให้กับนักลงทุนมักจะเป็นพื้นฐานสำหรับ



การประเมินค่าการตลาด ด้วยวิธีนี้เงินปันผลจึงกลายเป็นเครื่องมือที่มีประโยชน์อย่างมากสำหรับบรรดาผู้จัดการทั้งหลายในการที่จะนำข้อมูลที่เป็นส่วนบุคคลเข้าสู่ตลาด เนื่องจากนักลงทุนใช้เงินสดต่อทุนเป็นหนทางในการประเมินมูลค่ากิจการ นักวิชาการหลายคนและผู้ปฏิบัติงานทางการเงินแนะนำว่าเงินปันผลอาจมีข้อมูลที่เป็นนัยเกี่ยวกับแนวโน้มของกิจการ แม้ว่า M&M จะชี้แนะว่าเมื่อตลาดมีราคาหุ้นที่ไม่สมบูรณ์อาจตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงในการจ่ายเงินปันผล กล่าวอีกนัยหนึ่งคือการประกาศเกี่ยวกับเงินปันผลอาจจะถูกมองได้ว่าเป็นการบอกข้อมูลโดยนัยเกี่ยวกับการคาดการณ์รายได้ในอนาคตของบริษัท ข้อเสนอนี้ได้กลายมาเป็นที่รู้จักในฐานะ “ข้อมูลเงินปันผล” หรือสมมติฐาน Signaling อย่างไรก็ตาม M&M ไม่ได้สนใจความเป็นไปได้ที่บอกว่าหลักฐานเชิงประจักษ์ไม่สนับสนุนความคิดที่ว่านักลงทุนที่ชอบการเปลี่ยนเงินปันผลไปเป็นกำไรสะสม

ตามสมมติฐาน Signaling บรรดานักลงทุนสามารถที่จะสรุปเกี่ยวกับรายได้ในอนาคตของกิจการผ่านสัญญาณที่มาจากประกาศเกี่ยวกับเงินปันผลของกิจการ ทั้งในแง่ของความมั่นคงและการเปลี่ยนแปลงเงินปันผล อย่างไรก็ตามสำหรับสมมติฐานนี้ สิ่งแรกที่ผู้จัดการควรทำคือการเปิดเผยข้อมูลที่เป็นส่วนบุคคลเกี่ยวกับแนวโน้มของบริษัท และมีแรงจูงใจที่จะถ่ายทอดข้อมูลนี้ออกสู่ตลาด อย่างไรก็ตามสัญญาณแนวโน้มข้อมูลควรเป็นของจริง ไม่ใช่การปลอมแปลงข้อมูลแล้วนำออกสู่ตลาด ดังนั้นตลาดจะต้องสามารถที่จะพึ่งพาสัญญาณที่จะแยกความแตกต่างระหว่างกิจการ ถ้าเงื่อนไขเหล่านี้เป็นจริงตลาดจะตอบสนองได้เหมาะสมกับการประกาศเพิ่มเงินปันผลและปัจจัยไม่พึงประสงค์อื่นๆ (Ang, 1987; Koch & Shenoy, 1999)

บรรดาเหล่าผู้จัดการต้องการที่จะทราบข้อมูลเกี่ยวกับแนวโน้มในอนาคตของกิจการมากกว่านักลงทุนภายนอก พวกเขาอาจจะใช้การเปลี่ยนแปลงในการจ่ายเงินปันผลเป็นเหมือนสื่อกลางในการสื่อสารข้อมูลไปยังตลาดการเงินเกี่ยวกับรายได้ในอนาคตของกิจการและการเจริญเติบโต นักลงทุนจากภายนอกอาจจะเข้าใจว่าประกาศเกี่ยวกับเงินปันผลเป็นภาพสะท้อนของการประเมินผลของผู้จัดการเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของกิจการและแนวโน้มของกิจการ การเพิ่มการจ่ายเงินปันผลอาจจะตีความได้ว่ากิจการมีการทำกำไรในอนาคตที่ดีและทำให้ราคาหุ้นตอบสนองในเชิงบวก ในทางกลับกันถ้าเราลดการจ่ายเงินปันผลก็จะให้ผลที่ตรงกันข้าม ดังนั้นไม่เป็นที่น่าแปลกใจที่จะพบว่าผู้จัดการมีความลังเลที่จะประกาศ การลดลงของการจ่ายเงินปันผล ซึ่ง Lintner (1956) ได้เสนอว่า กิจการมีแนวโน้มที่จะเพิ่มการจ่ายเงินปันผลเมื่อ

ผู้จัดการเชื่อว่าผลประกอบการเพิ่มขึ้นได้อย่างถาวร จากคำกล่าวนี้แสดงให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นบ่งบอกถึงรายได้ที่ยั่งยืนในระยะยาว การคาดการณ์นี้สอดคล้องกับสมมติฐานที่เรียกว่า Dividend-Smoothing Hypothesis นั่นคือผู้จัดการพยายามที่จะค่อย ๆ จ่ายเงินปันผล และจะไม่เพิ่มเงินปันผลมาก เว้นแต่พวกเขาจะสามารถรักษาระดับเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นในขนาดอันใกล้เคียงได้ ซึ่งบรรดาเหล่าผู้จัดการจะไม่เริ่มจ่ายเงินปันผลจนกว่าพวกเขาจะแน่ใจว่าการจ่ายเงินปันผลนั้นจะมั่นคงได้จากรายได้ในอนาคต ที่จะจ่ายได้อย่างสม่ำเสมอโดยใช้รายได้ในอนาคตจ่าย (Lipson, Maquieira & Megginson, 1998)

เป็นที่น่าสังเกตว่า แม้ว่าผู้จัดการจะใช้การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลเป็นตัวส่งสัญญาณบอกข้อมูลของบริษัทไปยังตลาด ในบางกรณีก็มีความคลุมเครือ สามารถเห็นได้จากกรณีของ FPL Group บริษัทแม่ของ Florida Power & Light Company ในวันที่ 9 พฤษภาคม 1994 บริษัท FPL ประกาศลดเงินปันผลลง 32 เปอร์เซ็นต์ในไตรมาสนี้ ตลาดมีการตอบสนองในเชิงลบกับการประกาศนี้ และราคาหุ้นของ FPL ก็ลดลง 20 เปอร์เซ็นต์ เนื่องจากตลาดเข้าใจว่าบริษัทมีแนวโน้มที่ไม่ค่อยดี ซึ่งจริง ๆ แล้วที่บอร์ดบริหารของ FPL ตัดสินใจทำแบบนี้ก็เพื่อการลงทุนใหม่ ๆ ในการปรับปรุงประสิทธิภาพของบริษัทในอนาคต หลังจากที่รู้สาเหตุของการลดเงินปันผลลง นักวิเคราะห์ทางการเงินสรุปว่าการดำเนินการข้างต้นไม่ใช่สัญญาณของความตกต่ำทางการเงิน หลังจากที่ราคาหุ้นของ FPL กลับสู่ปกติ ตลาดก็ยอมรับข้อผิดพลาดของตนเอง แต่นี่ถือเป็นตัวอย่างที่ดีของความเป็นไปได้ที่จะเกิดขึ้นในบางครั้งก็ขัดแย้งกันของผลกระทบของการประกาศเกี่ยวกับเงินปันผล (Al-Malkawi, Raffert & Pillai, 2010)

ถึงแม้ว่าข้อมูลเกี่ยวกับเงินปันผลแบบ Signaling จะถูกจัดบันทึกไว้ก่อนหน้านี้ แต่ก็ยังไม่มีการทำขึ้นมาเป็นโมเดลแบบที่แน่ชัด จนกระทั่งถึงช่วงปลายยุค ค.ศ. 1970 ถึง ต้นค.ศ. 1980 เงินปันผลแบบ Signaling ที่ถูกกล่าวถึงมากที่สุดคือ Bhattacharya (1979), John & Williams (1985), Miller & Rock (1985) โดยทั่วไปรูปแบบเหล่านี้จะขึ้นอยู่กับสมมติฐานหลายอย่าง ทั้งยังมีข้อมูลที่ไม่สอดคล้องกันระหว่าง ผู้จัดการกับผู้ถือหุ้น เงินปันผลจะมีข้อมูลเกี่ยวกับกระแสเงินในปัจจุบันและอนาคตของบริษัท และบรรดาผู้จัดการก็ยังมีแรงจูงใจที่จะทำให้พวกเขาให้ข้อมูลที่เป็นส่วนบุคคลแก่ตลาด ผ่านการจ่ายเงินปันผลเพื่อที่จะลดช่องว่างของข้อมูล การประกาศเพิ่มเงินปันผลจะทำให้ราคาหุ้นเป็นไปในทิศทางบวก ในทางตรงกันข้ามถ้าประกาศ

ลดเงินปันผลราคาหุ้นก็จะตกลงเช่นกัน เงินปันผลถือว่าเป็นอุปกรณ์ส่งสัญญาณที่เชื่อถือได้ เนื่องจากค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้อง ยกตัวอย่างเช่น รูปแบบ Bhattacharya (1979) ต้นทุนของ Signaling คือค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาเงินทุนภายนอก ส่วนในรูปแบบของ Miller & Rock (1985) คือต้นทุนการบิดเบือนการตัดสินใจในการลงทุนที่เหมาะสมที่สุด ในขณะที่รูปแบบ John & William (1985) คือต้นทุนการเก็บภาษีจากเงินปันผลเทียบกับกำไรที่ได้ ดังนั้นจึงมีเฉพาะบริษัทที่มีคุณภาพดีสามารถใช้จ่ายเงินปันผลเพื่อบอกแนวโน้มของพวกเขา และบริษัทที่มีคุณภาพต่ำก็ไม่สามารถที่จะหลอกโดยการส่งข้อมูลเท็จออกสู่ตลาด อันเนื่องมาจากค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องในการดำเนินการ ตามรูปแบบต่าง ๆ เหล่านี้คือ เหตุผลที่ทำให้บริษัทจึงเลือกใช้จ่ายเงินปันผลเพื่อบอกแนวโน้มของบริษัท ในขณะที่วิธีการอื่นที่มีค่าใช้จ่ายน้อยก็สามารถทำได้ (Al-Malkawi et al., 2010)

จึงสรุปได้ว่าความไม่สมบูรณ์ของตลาด (Market Imperfection) ที่สำคัญ คือ ความไม่สมมาตรของข้อมูล (Asymmetric Information) เมื่อผู้บริหารมีข้อมูลมากกว่าหรือดีกว่านักลงทุนในเรื่องเกี่ยวกับอนาคตของกิจการ การจ่ายเงินปันผลอาจส่งสัญญาณ (Signal) ข้อมูลเหล่านี้

1. การทำเงินปันผลให้สม่ำเสมอหรือราบเรียบ (Dividend Smoothing) มักจะพบว่ากิจการไม่ค่อยเปลี่ยนแปลงขนาดของการจ่ายเงินปันผลปกติ (Regular Dividend) ถึงแม้ระดับผลกำไรของกิจการจะเปลี่ยนแปลงได้เสมอ การทำเช่นนี้ทำให้ความผันผวน (Volatility) ของเงินปันผลจะค่อนข้างต่ำกว่าผลกำไร (Earnings) การที่อัตราการจ่ายเงินปันผลค่อนข้างที่จะคงที่ (Relatively Constant) เราเรียกว่า Dividend Smoothing หรือทำให้เงินปันผลมีความสม่ำเสมอ และในทางปฏิบัติ Allen & Michaelay (2003) พบว่า กิจการมักจะเพิ่มเงินปันผลบ่อยกว่าการลดจ่ายเงินปันผล

Lintner (1956) ในผลการสำรวจความเห็นของผู้บริหารในเรื่องเงินปันผลได้มีข้อสังเกตว่า

- 1) ผู้บริหารเชื่อว่านักลงทุนชอบเงินปันผลที่มั่นคงหรือ
- 2) ผู้บริหารมีความต้องการที่จะรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลในสัดส่วนที่คงที่กับผลกำไร

2. การส่งสัญญาณโดยเงินปันผล (Dividend Signaling)

การที่กิจการทำเงินปันผลให้สม่ำเสมอ (Dividend Smoothing) ดังนั้นเมื่อไรก็ตามที่บริษัทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น หรือลดลง ย่อมเป็นการส่งผ่านข้อมูล (Information) เกี่ยวกับการคาดการณ์ของผู้บริหารในเรื่องผลประกอบการ เมื่อบริษัทเพิ่มการจ่ายเงินปันผล ย่อมเป็นการ



ส่งสัญญาณที่เป็นบวกให้กับนักลงทุนว่า ผู้บริหารคาดว่าบริษัทจะสามารถจ่ายเงินปันผลในระดับที่สูงขึ้นได้ในอนาคตและหากลดการจ่ายเงินปันผลย่อมเป็นสัญญาณว่า ผลประกอบการของกิจการไม่ดี เรียกว่า Dividend Signaling Hypothesis หรือสมมติฐานการส่งสัญญาณโดยเงินปันผล

การส่งสัญญาณโดยเงินปันผล มีแนวคิดที่คล้ายกับการใช้หนี้สิน (Leverage) เป็นสัญญาณ (Debt Signaling) การเพิ่มหนี้สินโดยบริษัทเป็นสัญญาณว่า ผู้บริหารมีความเชื่อว่าบริษัทสามารถจ่ายดอกเบี้ยและข้อผูกพันอื่นได้ (Obligation) แต่อย่างไรก็ตามการจ่ายเงินปันผลมากขึ้นอาจจะเป็นสัญญาณที่บอกว่ากิจการไม่มีโครงการที่ดีในการลงทุน ดังนั้นเพื่อให้เข้าใจความหมายของสัญญาณจากการเพิ่มหรือลดเงินปันผล เราจะต้องวิเคราะห์ถึงชนิดของข่าวสารที่เงินปันผลสื่อออกมา

### 3. การส่งสัญญาณและการซื้อหุ้นคืน (Signaling and Share Repurchases)

เช่นเดียวกับการจ่ายเงินปันผล การซื้อหุ้นคืนอาจจะส่งสัญญาณเกี่ยวกับข้อมูลข่าวสารไปยังตลาด ข้อแตกต่างที่สำคัญระหว่างเงินปันผลกับการซื้อหุ้นคืน คือ ต้นทุนของการซื้อหุ้นคืนขึ้นอยู่กับราคาตลาดของหุ้น ถ้าผู้บริหารเชื่อว่าราคาหุ้นสูงเกินไป (Overvalued) การซื้อหุ้นคืนย่อมเป็นต้นทุนที่สูงมากสำหรับกิจการ ซึ่งเท่ากับว่าเป็นการลงทุนในโครงการที่ NPV เป็นลบ ผู้บริหารจะทำการซื้อหุ้นคืนก็ต่อเมื่อเขาเชื่อว่าราคาหุ้นยังต่ำอยู่ (Undervalued) ดังนั้นการซื้อหุ้นคืนยังเป็นสัญญาณที่บอกว่าราคาหุ้นยังต่ำอยู่ เมื่อนักลงทุนเชื่อว่าผู้บริหารมีข้อมูลที่มากกว่าหรือดีกว่าเกี่ยวกับโครงการในอนาคตของบริษัท และเมื่อนักลงทุนเชื่อว่าผู้บริหารจัดการบริษัทเพื่อผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น นักลงทุนก็จะมีปฏิกิริยาทางบวก (ราคาหุ้นเพิ่ม) และจะงดจ่ายเงินปันผลเมื่อจำเป็นจริง ๆ เท่านั้น (เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์, 2554)

### 1.3 แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระกับต้นทุนตัวตน

กระแสเงินสดอิสระ หมายถึง การเข้าและออกของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด จากกิจกรรมดำเนินงานที่เป็นกิจกรรมหลักที่ก่อให้เกิดรายได้ของกิจการ และกิจกรรมอื่นที่มีใช้กิจกรรมลงทุนหรือกิจกรรมจัดหาเงิน (สภาวิชาชีพบัญชี, 2557)

ตามทฤษฎี The Life-Cycle Theory กล่าวว่าบริษัทขนาดใหญ่และเติบโตเต็มที่มีแนวโน้มมี Free Cash Flow สูง ดังนั้นจะมีการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าบริษัทขนาดเล็กที่เพิ่งเกิดใหม่ Fama & French (2001) ได้ศึกษาจ่ายเงินปันผลของบริษัทในสหรัฐอเมริการะหว่างปี 1926 และ 1999 พวกเขาพบว่าร้อยละของการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเหล่านั้นลดลงหลังจากปี 1978 จาก 66.5% เหลือเพียง 20.8% ในปี 1999 หลักฐานบ่งบอกถึงสัดส่วนที่ลดลงนี้ว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นส่วนหนึ่งที่มีผลจากการเพิ่มขึ้นของบริษัทขนาดเล็กในตลาดที่มีผลกำไรต่ำ แต่มีโอกาสในการลงทุนสูงและไม่เคยจ่ายเงินปันผล

สิ่งที่จะอธิบายว่าทำไมบริษัทจึงจ่ายเงินปันผลเป็นไปตาม Free Cash Flow Hypothesis (Jensen, 1986) ซึ่งอธิบายว่าเงินปันผลเป็นวิธีหนึ่งที่จะลด Agency Costs ในการขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นสนใจว่าผู้จัดการจะสามารถนำทรัพยากรของบริษัทไปใช้ในทางที่เป็นประโยชน์เพื่อผู้ถือหุ้น (Jensen & Meckling, 1976) ผู้จัดการที่เห็นแก่ประโยชน์ของตัวเองอาจจะนำเงินไปใช้ในทางที่ไม่เป็นประโยชน์ หรือไปลงทุนในโครงการที่เป็น Negative NPV โครงการ ดังนั้นเพื่อลดปัญหาที่กิจการควรจะนำกระแสเงินสดส่วนเกินให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยการจ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986)

Lang & Litzenberger (1989) เป็นคนแรกที่ทดสอบ Free cash flow hypothesis พวกเขาทดสอบจากปฏิกริยาของตลาดหุ้นต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของสองกลุ่มบริษัทในสหรัฐอเมริกา ระหว่างกลุ่มที่ลงทุนกับไม่ลงทุนพบว่าปฏิกริยาของตลาดหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกมากขึ้นสำหรับกลุ่มที่ลงทุน ผลที่เกิดขึ้นนี้สอดคล้องกับ Gugler & Yurtoglu (2003) ที่ได้ทดสอบในตลาดหุ้นเยอรมัน

Agrawal & Jayaraman (1994) ได้ทดสอบ Free cash flow hypothesis พบว่า Managerial Ownership มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผลซึ่งถือเป็นกลไกในการควบคุม Agency Costs ของ Free Cash Flow

ในเรื่องต้นทุนตัวแทนตามสมมติฐานตลาดทุนที่สมบูรณ์แบบของ M&M คือ ไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น อย่างไรก็ตามในทางปฏิบัติสมมติฐานนี้เป็นที่น่าสงสัยว่า เจ้าของบริษัทจะแยกออกจากผู้บริหารอย่างไร ในกรณีนี้ผู้บริหารมักจะเป็นตัวแทนที่ไม่สมบูรณ์แบบของผู้ถือหุ้น (ผู้ว่าจ้าง) นั่นก็เพราะผลประโยชน์ของผู้จัดการไม่ได้มีความจำเป็นเหมือนกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น พวกเขาอาจจะดำเนินการกระทำที่มีค่าใช้จ่ายแก่ผู้ถือหุ้น เช่นการใช้จ่ายไปกับสิทธิพิเศษที่ไม่จำเป็น หรือการลงทุนเกินจริง ผู้ถือหุ้นจึงต้องเสียค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการตรวจสอบพฤติกรรมของผู้จัดการ ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับต้นทุนตัวแทน (Agency costs) นี้ เป็นผลมาจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับผู้จัดการของบริษัท การจ่ายเงินปันผลอาจจะทำหน้าที่ในการจัดสรรผลประโยชน์และลดปัญหา ระหว่างผู้จัดการและผู้ถือหุ้น โดยการลดเงินทุนเกี่ยวกับการตัดสินใจที่สามารถใช้ได้ให้กับผู้จัดการ (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984 ; Jensen, 1986 ; Alli, Khan & Ramirez, 1993)

การศึกษาของ Easterbrook (1984) กล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลสามารถนำมาใช้ลดกระแสเงินสดที่อยู่ในมือของผู้จัดการได้ นอกจากนี้ได้ตั้งข้อสันนิษฐานว่า การจ่ายเงินปันผลจะบังคับให้บรรดาผู้จัดการเข้าตลาดทุนเพื่อระดมทุน ในกรณีนี้ผู้เชี่ยวชาญด้านการลงทุนเช่น นายธนาคารและนักวิเคราะห์การเงิน สามารถตรวจสอบพฤติกรรมของผู้จัดการได้ ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงสามารถตรวจสอบผู้จัดการได้โดยใช้ค่าใช้จ่ายน้อยลง และลดปัญหาการดำเนินการใด ๆ

แสดงให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลเพิ่มการตรวจสอบข้อเท็จจริงการบริหารจัดการโดยบุคคลภายนอกและลดโอกาสสำหรับผู้บริหารที่จะโกง (หาผลประโยชน์เข้าตนเอง) อย่างไรก็ตามการเพิ่มการจ่ายเงินปันผลอาจจะบีบให้ผู้บริหารกระทำการที่ไม่พึงประสงค์เช่นเพิ่มอำนาจทางการเงินของบริษัท ซึ่งในบางครั้งอาจจะเพิ่มความเสี่ยงให้กับบริษัท ส่วน Jensen (1986) กล่าวว่า บริษัทที่มีกระแสเงินสดอิสระ ทำให้ผู้จัดการมีความยืดหยุ่นในการใช้เงินลงทุนเพื่อเป็นประโยชน์แก่ตัวเขาเองแต่ไม่ใช่ผลประโยชน์ที่ดีที่สุดของผู้ถือหุ้น เขาให้เหตุผลว่าผู้จัดการมีแรงจูงใจที่จะขยายขนาดของบริษัทของพวกเขา เกินกว่าขนาดที่เหมาะสมเพื่อขยายทรัพยากรภายใต้การควบคุมของพวกเขาและนอกจากนี้เพื่อเพิ่มค่าตอบแทนของพวกเขาซึ่งมักจะเกี่ยวข้องกับขนาดของบริษัท ดังนั้นหากบริษัทมีส่วนเกินของเงินสดมากเกินไป ปัญหาการลงทุนเกินจริงจะเด่นชัดมากขึ้น และผู้จัดการอาจจะนำไปลงทุนในโครงการที่ NPV เป็นลบ ดังนั้นการลดกระแสเงินสดอิสระที่ควบคุมการจัดการสามารถลดปัญหาการลงทุนเกินจริงได้ และการเพิ่มการจ่ายเงินปันผลอาจช่วยลดกระแสเงินสดอิสระที่อยู่ภายใต้การควบคุมดูแลของผู้จัดการ เพื่อป้องกันไม่ให้นำไปลงทุนใน NPV เชิงลบหรือในโครงการที่ขาดทุน ผลที่ได้คือยิ่งจ่ายเงินปันผลมากเท่าไรก็ยิ่งลด Agency Costs ระหว่างผู้จัดการและผู้ถือหุ้นมากเท่านั้น นอกจากนี้ Jensen (1986) ได้ชี้ให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลมีบทบาทคล้ายกับกิจการมีหนี้สินในการลด Agency Costs ของกระแสเงินสดโดยการลดเงินทุนภายใต้การควบคุมการบริหารจัดการซึ่งตามทฤษฎี M&M ชี้ให้เห็นว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ที่เป็นอิสระจากนโยบายการลงทุน ในทางตรงกันข้ามสมมติฐานกระแสเงินสดอิสระแสดงให้เห็นว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลและการตัดสินใจการลงทุนมีความสัมพันธ์กัน เป็นข้อโต้แย้งที่ว่า การเพิ่มการจ่ายเงินปันผลจะลดปัญหา การลงทุนเกินจริงได้ ซึ่งจะมีผลกระทบในเชิงบวกต่อมูลค่าตลาดของบริษัท โดยที่ปัจจัยอื่น ๆ คงที่ (Lang & Litzenger, 1989) อย่างไรก็ตามการยอมรับความคิดที่ว่าเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นจะช่วยลดเงินทุนที่มีอยู่ให้กับผู้จัดการและบังคับให้พวกเขาต้องอยู่ในตลาดเพื่อหาเงินทุนนั้น หมายความว่าผู้ถือหุ้นยินดีที่จะรับความเสี่ยงของบริษัทที่เป็นหนี้มากขึ้น และยอมรับการจ่ายเงินภาษีเงินได้ส่วนบุคคลในอัตราที่สูงขึ้นจากเงินปันผลที่ได้ กล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือผู้ถือหุ้นต้องเลือกระหว่าง ค่าใช้จ่ายกับผลประโยชน์ของการรับเงินปันผลเพิ่มขึ้น

สรุปได้ว่า Agency Costs ซึ่งเป็นต้นทุนของบริษัทที่เกิดขึ้นจากการกำกับดูแลและควบคุมองค์กรที่เรียกว่า Corporate Governance นั้น ซึ่ง Agency Costs ที่นั่นสืบเนื่องจากการบริหารงานที่ขาดประสิทธิภาพของคณะผู้บริหาร ซึ่งอาจเกิดได้จากหลายสาเหตุ อาจเป็นบุคคลในครอบครัวของผู้ก่อตั้ง หรือเป็นบุคคลภายใน ซึ่งอาจจะไม่มีความชำนาญในการบริหารงานเท่ากับมืออาชีพ ซึ่ง Morck, Shleifer & Vishny (1988) พบว่า การที่บุคคลในครอบครัวผู้ก่อตั้งอยู่ในคณะผู้บริหาร จะส่งผลในเชิงลบต่อมูลค่าของกิจการซึ่งวัดในรูปของค่า



Tobin's Q นอกจากนี้สาเหตุสำคัญของการเกิด Agency Costs อีกประการหนึ่งคือการบริหารงานของคณะผู้บริหารที่ไม่มีประสิทธิภาพ เพราะเกิดความขัดแย้งระหว่างคณะผู้บริหารกับเจ้าของบริษัทอันเกิดจากแรงจูงใจที่แตกต่างกัน ซึ่งการบริหารงานที่ไม่มีประสิทธิภาพดังกล่าวถือเป็นต้นทุนอย่างหนึ่งที่บริษัทต้องรับภาระ โดยต้นทุนส่วนนี้เรียกว่า Agency Costs โดยแนวทางในการลด Agency Costs นั้น สามารถทำได้ผ่าน 2 แนวทางได้แก่

1. การสร้างภาระผูกพันให้กับคณะผู้บริหาร (Bonding) การสร้างภาระผูกพันให้กับคณะผู้บริหาร (Bonding) ด้วยการให้คณะผู้บริหารมีส่วนได้เสียร่วมกับบริษัทด้วย ได้แก่ การให้สัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทแก่ผู้บริหาร (Managerial Ownership) ก็จะมีแรงจูงใจในการบริหารงานที่เปลี่ยนไปจากเดิมที่เคยได้รับผลตอบแทนในรูปของเงินเดือนเพียงอย่างเดียวเป็นการบริหารงานเพื่อเพิ่มมูลค่าของกิจการด้วยในฐานะเจ้าของกิจการ ซึ่งจากการศึกษาของ Morck, et al. (1988) และ McConnell & Servaes (1990) พบว่าเมื่อบริษัททำการเพิ่มสัดส่วนความเป็นเจ้าของดังกล่าวยังอยู่ในระดับต่ำ จะทำให้มูลค่าของกิจการมีค่าเพิ่มขึ้น แต่เพิ่มสัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทแก่คณะผู้บริหารมากขึ้นไปอีก กลับทำให้มูลค่าของกิจการมีค่าลดลง แต่อย่างไรก็ดี คณะผู้บริหารก็จะมีสิทธิในการออกเสียง (Voting Right) ซึ่งมีผลต่ออำนาจในการตัดสินใจเพิ่มขึ้นด้วย ซึ่งก็อาจทำให้การบริหารงานเป็นไปในทิศทางที่ให้ประโยชน์แก่คณะผู้บริหาร มากกว่าที่จะให้ประโยชน์แก่เจ้าของบริษัท ซึ่งก็จะส่งผลเสียต่อบริษัท ทำให้บริษัทมีภาระต้นทุนเพิ่มขึ้นอีกครั้งหนึ่ง ซึ่งในกรณีนี้ต้องอาศัยกระบวนการตรวจสอบการบริหารงานของคณะผู้บริหาร (Monitoring) แทนการสร้างภาระผูกพันให้กับคณะผู้บริหาร (Bonding)

2. การตรวจสอบการบริหารงานของคณะผู้บริหาร (Monitoring) สามารถช่วยในการลด Agency Costs ที่เกิดขึ้น และช่วยให้การบริหารงานดำเนินไปอย่างมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยกลไกการตรวจสอบนั้นสามารถแบ่งได้เป็น กลไกการตรวจสอบภายใน และกลไกการตรวจสอบภายนอก โดยการตรวจสอบภายในของบริษัทนั้น คือจากผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของบริษัท แต่ในทางปฏิบัติแล้ว ผู้ถือหุ้นอาจมีการกระจายตัวมากเกินไปที่จะทำการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารงานได้ และมีต้นทุนซึ่งผู้ที่ทำการตรวจสอบจะต้องเป็นผู้ที่รับภาระต้นทุนซึ่งผู้ที่ไม่ได้ตรวจสอบจะทำให้เกิดปัญหา Free Rider ดังนั้นเพื่อแก้ปัญหาจึงต้องแต่งตั้งคณะกรรมการบริษัทขึ้นมาเพื่อเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหาร เนื่องจากคณะกรรมการที่เป็นบุคคลภายนอกจะมีความชำนาญและเป็นมืออาชีพมากกว่า อีกทั้งยังไม่มีความสัมพันธ์ส่วนบุคคลกับคณะผู้บริหาร ส่วนกลไกการตรวจสอบภายนอกนั้น ต้องอาศัยเครื่องมือทางอ้อมโดยการให้ระบบตลาดเป็นผู้ทำการตรวจสอบแทน ซึ่งเครื่องมือดังกล่าวได้แก่ การจ่ายเงินปันผล เพราะในขณะที่บริษัททำการจ่ายเงินปันผลออกไป

บริษัทจะไม่มีเงินทุนสำหรับใช้ในการลงทุน ทำให้จำเป็นต้องทำการระดมทุนเพิ่ม ซึ่งการระดมทุนต้องผ่านกระบวนการตรวจสอบต่าง ๆ ของตลาดทุน ในการศึกษาของ Rozeff (1982) กล่าวว่า บริษัทจะทำการจ่ายเงินปันผลตามสัดส่วน ที่ทำให้ต้นทุนของบริษัทอันประกอบด้วย Transaction Costs และ Agency Costs มีค่าต่ำสุด นอกจากนี้ยังได้ผลสรุปจากการศึกษาว่า บริษัทมองว่าเครื่องมือที่ใช้ในการลด Agency Costs อันได้แก่ การเพิ่มสัดส่วนความเป็นเจ้าของบริษัทแก่คณะผู้บริหาร และการจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือที่ใช้ทดแทนกันในการลด Agency Costs ของบริษัท (ธนิดา หวังวิวัฒน์ศิลป์, 2543)

### งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ประเด็นเรื่องเงินปันผลขององค์กร มีมานานมากแล้ว จากการศึกษาของ Frankfurter & Wood (1997) พบว่า ปัญหานี้จะขึ้นอยู่กับการพัฒนาของตัวกิจการเอง ซึ่งต้องย้อนกลับไปช่วงต้นของศตวรรษที่ 16 ในฮอลแลนด์และสหราชอาณาจักร เมื่อบรรดาเหล่ากัปตันเรือในสมัยนั้น เริ่มมีการค้าขาย และมีการเรียกร้องทางการเงินให้กับนักลงทุน ซึ่งพวกนักลงทุนมีสิทธิที่จะมีส่วนร่วมในรายได้ถ้าหากมีการเดินเรือของกัปตัน เมื่อสิ้นสุดการเดินเรือในแต่ละครั้ง ผลกำไรและเงินทุนก็จะถูกแจกจ่ายให้กับนักลงทุน เมื่อชำระบัญชีเสร็จแล้วสัญญาที่จะหมดลง ในตอนท้ายของศตวรรษที่ 16 การเรียกร้องทางการเงินเหล่านี้ ได้ถูกนำมาใช้ในตลาดเสรีในกรุง Amsterdam แล้วก็ตาม ง่าย ๆ ถูกแทนที่ด้วยการเป็นหุ้นส่วนนี่จึงเป็นที่ว่ากันว่านักลงทุนหลายคน จะซื้อหุ้นจากกัปตันเรือมากกว่า 1 กัปตันเรือ เพื่อกระจายความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจประเภทนี้

เมื่อสิ้นสุดการเดินทางแต่ละครั้ง จะมีการชำระบัญชีของกิจการที่ร่วมลงทุนเพื่อรับประกันในของการกระจายผลกำไรให้กับกิจการที่ร่วมลงทุน และเพื่อลดโอกาสของการโกงจากกัปตันเรือเหล่านั้น (Baskin, 1988) อย่างไรก็ตามในขณะที่การทำกำไรของธุรกิจแบบนี้เป็นที่ยอมรับและกลายเป็นปกติมากขึ้น กระบวนการชำระบัญชีสินทรัพย์หลังเสร็จสิ้นการเดินเรือในแต่ละครั้ง ก็ยิ่งทำได้ลำบากและมีค่าใช้จ่ายที่สูงมากขึ้นความสำเร็จของธุรกิจนี้ เพิ่มความน่าเชื่อถือและเหล่าบรรดาผู้ถือหุ้นมีความมั่นใจในผู้จัดการ (กัปตันเรือ) ของพวกเขามากขึ้น และที่ประสบความสำเร็จมากที่สุดก็คือ การจ่ายเงินปันผลแบบใจกว้าง (Generous Dividends) (Baskin, 1988) ส่งผลให้กิจการ เหล่านี้เริ่มมีการซื้อขายแลกเปลี่ยนแบบการดำเนินงานต่อเนื่อง (Going concern) มีความคาดหวังว่าจะดำเนินกิจการต่อไปอย่างต่อเนื่องโดยไม่ตั้งใจจะ

เลิกกิจการและกระจายเพียงผลกำไรแทนที่จะเป็นทุนการลงทุนทั้งหมด วิวัฒนาการของกิจการรูปแบบ Going Concern เริ่มกลายมาเป็นการปฏิบัติพื้นฐานของกิจการ ในการตัดสินใจว่ารายได้ส่วนไหนของกิจการที่จะจ่ายให้ผู้ร่วมลงทุน(มากกว่าที่จะใช้สินทรัพย์ในการจ่าย) และได้กลายมาเป็นกฎระเบียบครั้งแรกของการจ่ายเงินปันผล (Frankfurter & Wood, 1997) และค่อย ๆ เปลี่ยนมาจ่ายให้เฉพาะผลกำไรเท่านั้น

โครงสร้างความเป็นเจ้าของกิจการขนส่งทางเรือค่อย ๆ พัฒนากลายเป็นรูปแบบการร่วมทุนของ จนกระทั่งในปี ค.ศ. 1613 บริษัท British East India Company ได้ประกาศให้มีการร่วมทุนโดยหุ้นตามมูลค่าที่กำหนดไว้เป็นครั้งแรก และในศตวรรษที่ 17 ความสำเร็จของกิจการประเภทนี้ ได้แพร่กระจายไปยังกิจการอื่น ๆ เช่น การทำเหมือง ธุรกิจการเงิน อุตสาหกรรมสิ่งทอและสาธารณูปโภค อันที่จริงในตอนต้นของศตวรรษที่ 17 ความน่าสนใจเกี่ยวกับความเป็นไปได้ของการขยายตัวทางการค้าและรูปแบบของกิจการ เห็นได้จาก ภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่ ซึ่งได้ทรุดตัวลงจากการที่บริษัท South Sea Company ล้มละลาย ภาวะฟองสบู่ในปี ค.ศ. 1711 นี้ส่งค่อย ๆ ชะลอตัวลง แต่ไม่ถึงกับหยุดภาวะนี้ไปเลยทีเดียว การพัฒนารูปแบบของกิจการในสหราชอาณาจักรใช้เวลาไปเกือบหนึ่งศตวรรษ (Walker, 1931) ในช่วงตอนต้นของการกำกับดูแลกิจการ บรรดาผู้จัดการจะตระหนักถึงความสำคัญของความมั่นคงและมูลค่าของการจ่ายเงินปันผล ใช้การเปลี่ยนรูปแบบเพื่อเพิ่มความปลอดภัยทางการเงินแล้วจึงมีการแลกเปลี่ยน วิธีการนี้คือ พันธบัตรรัฐบาล โดยจะจ่ายดอกเบี้ยคงที่และสม่ำเสมอ และผู้จัดการของกิจการยังพบว่าผู้ลงทุนต้องการซื้อหุ้นที่เป็นพันธบัตรมากกว่า

โดยสรุปก็คือวิวัฒนาการของการจ่ายเงินปันผลนำไปสู่ระบบการถือหุ้น ขึ้นอยู่กับการพัฒนารูปแบบของตัวกิจการเอง บรรดาผู้จัดการของกิจการตระหนักได้ถึงความสำคัญของการจ่ายเงินปันผลในการสร้างความพึงพอใจให้กับเหล่าบรรดาผู้ถือหุ้น พวกเขาจะค่อย ๆ จ่ายเงินปันผลโดยเชื่อว่าการลดลงของการจ่ายเงินปันผลอาจจะส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น ตั้งแต่ปี ค.ศ.1950 ผลกระทบของนโยบายเงินปันผล ต่อมูลค่าของกิจการและการกำกับดูแลกิจการในเรื่องเงินปันผลกลายเป็นเรื่องที่น่าสนใจ และมีการพัฒนาทฤษฎีและงานวิจัยตามมา อย่างไรก็ตามในขณะที่ตลาดการเงินมีการพัฒนาและมีประสิทธิภาพมากขึ้น นโยบายการจ่ายเงินปันผลบางส่วนกลับยิ่งมีความไม่เหมาะสมแก่บรรดาเหล่านักลงทุนมากยิ่งขึ้น ทำให้มีทฤษฎีที่อธิบายการจ่ายเงินปันผลในมุมมองที่แตกต่างกัน คือยิ่งการจ่ายเงินปันผลในมูลค่าที่สูงขึ้นก็ยิ่ง



จะเพิ่มมูลค่าของบริษัทไปด้วย แต่ในอีกมุมมองหนึ่งอาจจะกล่าวได้ว่า ยิ่งจ่ายเงินปันผลมากยิ่งลดมูลค่าบริษัทลงไป หรือเงินปันผลไม่ควรจะเกี่ยวเนื่องกับมูลค่าของกิจการ ยังมีอีกหลายๆ ทฤษฎีที่นำมาใช้ประกอบเพื่อแก้ปริศนาความซับซ้อนของเงินปันผลอีกด้วย (Al-Malkawi et al., 2010)

## 2.1 การส่งสัญญาณกับการจ่ายเงินปันผล

ตามทฤษฎี Signaling ที่พัฒนาขึ้นจากเรื่องราวต่าง ๆ คือ ผู้จัดการมีข้อมูลเกี่ยวกับบริษัทมากกว่าผู้ลงทุน แสดงให้เห็นว่าตลาดรับรู้เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลและการซื้อคืนว่าเป็นสัญญาณที่บอกถึงมุมมองของผู้จัดการต่ออนาคตของบริษัท และส่งผลต่อราคาหุ้นด้วยหลักฐานเชิงประจักษ์ เรื่องการส่งสัญญาณของการจ่ายเงินปันผลมีประเด็นการตรวจสอบสองประเด็นหลัก คือข้อแรกไม่ว่าอย่างไรก็ตามราคาหุ้นจะเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการประกาศเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล และสองข้อที่สองไม่ว่าอย่างไรก็ตามการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลทำให้ตลาดสามารถคาดการณ์รายได้ในอนาคต บรรดานักวิชาการทางด้านการเงินได้พยายามที่จะแก้ไขปัญหานี้แต่คำตอบที่ได้ยังไม่มีข้อสรุปที่ชัดเจน คำถามแรกที่ได้รับ ความสนใจมากในงานวรรณกรรมเนื่องจากถ้าประกาศเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลไม่ส่งผลกระทบต่อคาดการณ์ในราคาหุ้น ก็จะทำให้เกิดข้อสงสัยเกี่ยวกับความถูกต้องของเนื้อหา ข้อมูลของสมมติฐานเงินปันผล Pettit (1972) ตั้งข้อสังเกตว่า การประกาศเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลทำให้เกิดการสื่อสารข้อมูลที่มีมูลค่า และนั่นแสดงให้เห็นว่าตลาดมีท่าทีตอบสนองต่อการประกาศคือ ถ้าเงินปันผลเพิ่ม ราคาหุ้นเพิ่ม ถ้าเงินปันผลลด ราคาหุ้นลด และการประกาศจ่ายเงินปันผลอาจนำเสนอข้อมูลอย่างมีนัยสำคัญมากขึ้นมากกว่าข้อมูลในการประกาศผลประกอบการ

Aharony & Swary (1980) เสนอว่า การประกาศเกี่ยวกับเงินปันผลและผลประกอบการนั้นไม่ใช่ตัวแทนข้อมูลที่ดีที่สุด และการทดสอบที่เหมาะสมสำหรับสมมติฐาน Signaling นั้นจะต้องพิจารณาถึงผลกระทบจากการประกาศผลประกอบการนอกจากนี้ Woolridge (1983) ยังพบว่ามี การเพิ่มขึ้น (ลดลง) อย่างมีนัยสำคัญของผลตอบแทนหุ้นหลังจากมีการประกาศที่ไม่คาดคิดเกี่ยวกับการเพิ่มหรือลดจ่ายเงินปันผล

Asquith & Mullins (1983) ได้ทำการศึกษาเกี่ยวกับปฏิกิริยาของตลาดต่อประกาศการจ่ายเงินปันผลโดยใช้บริษัทตัวอย่าง 168 บริษัท ที่เพิ่งเคยประกาศครั้งแรกหรือบางบริษัทที่กลับมาจ่ายเงินปันผลอีกครั้งหลังจากผ่านมาสิบกว่าปี โดยตั้งขอบเขตการศึกษาคือศึกษาผลตอบแทนหุ้นส่วนเกินก่อนการประกาศ 10 วัน และ หลังประกาศ 10 วัน โดยเช็คทุกๆวัน



หลังจากศึกษาพบว่า สองวันหลังจากประกาศผลตอบแทนส่วนเกินเพิ่มขึ้น 3.7 เปอร์เซ็นต์ นอกจากนี้พวกเขายังใช้วิธีการถดถอยแบบ Cross-Sectional พบว่า มีนัยสำคัญและความสัมพันธ์กันในเชิงบวกระหว่าง ความสำคัญของการจ่ายเงินปันผลครั้งแรกและผลตอบแทนที่เกินปกติ ในวันที่ประกาศ ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสำคัญ

Michaely, Thaler & Womack (1995) ศึกษาลงไปลึกกว่านั้น โดยตรวจสอบผลกระทบของการเริ่มต้นและการละเว้นการจ่ายเงินปันผลที่เกิดขึ้นกับปฏิกิริยาของราคาหุ้น พวกเขาได้ศึกษาการเริ่มต้นจ่ายเงินปันผล 561 เหตุการณ์ และการละเว้นการจ่ายเงินปันผล 887 เหตุการณ์ ในช่วงระหว่างปี 1964 ถึง 1988 ผลที่ได้คือในช่วงสามวันที่ประกาศเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลออกมา ผลตอบแทนส่วนเกินสำหรับการประกาศละเว้นการจ่ายเงินปันผลลดลง 7 เปอร์เซ็นต์ ในขณะที่การประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผลมีค่าเพิ่มขึ้น 3.4 เปอร์เซ็นต์ แสดงให้เห็นว่า ตลาดจะมีปฏิกิริยาต่อการประกาศละเว้นการจ่ายเงินปันผลมากกว่าการเริ่มจ่ายเงินปันผล

จากการศึกษาของ Michaely, et al., (1995) ได้ข้อสรุปว่าตลาดจะตอบสนองในแง่บวกเมื่อมีการประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผลและจะตอบสนองในแง่ลบเมื่อประกาศละเว้นการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้พวกเขายังพบผลกระทบระยะยาวต่อราคาหุ้น โดยหลังจากประกาศเริ่มจ่ายเงินปันผล ผ่านไป 1 ปี ผลตอบแทนส่วนเกินเพิ่มขึ้น 7.5 % ผ่านไป 3 ปี เพิ่มขึ้น 24.8 % ส่วนการประกาศละเว้นการจ่ายเงินปันผล หลังจากผ่านไป 1 ปี ผลตอบแทนส่วนเกินลดลง 11 % ผ่านไป 3 ปีลดลง 15.3 % และเมื่อไม่นานมานี้ Bali (2003) ได้นำเสนอหลักฐานที่สอดคล้องกับผลลัพธ์ก่อนหน้านี้ เขารายงานเกี่ยวกับผลตอบแทนเกินปกติ การเพิ่มเงินปันผลส่งผลบวกต่อผลตอบแทนเกินปกติโดยมีค่าเพิ่มขึ้น 1.17 % การลดเงินปันผลส่งผลลบต่อผลตอบแทนเกินปกติ โดยมีค่าลดลง 5.87 % ซึ่งสนับสนุนงานของ Michaely et al., (1995)

จากผลการวิจัยเชิงประจักษ์ของการศึกษาเหล่านี้เป็นที่ยอมรับโดยทั่วกันว่า ราคาหุ้นจะขึ้นลงตามทิศทางของการประกาศการจ่ายเงินปันผล กล่าวคือถ้าประกาศเพิ่มเงินปันผลหรือเริ่มจ่ายเงินปันผล ราคาหุ้นก็จะเพิ่มขึ้นตาม ถ้าประกาศลดหรือละเว้นการจ่ายเงินปันผล ราคาหุ้นก็จะตกลงตาม แล้วยิ่งไปกว่านั้นในกรณีของการลดเงินปันผลหรือละเว้นการจ่ายเงินปันผล ปฏิกิริยาของราคาหุ้นจะรุนแรงยิ่งกว่าการประกาศเพิ่มหรือเริ่มจ่ายเงินปันผล

Amihud & Murgia (1997) ได้ศึกษาเกี่ยวกับปฏิกริยาของราคาหุ้นที่มีต่อการประกาศการจ่ายเงินปันผล โดยใช้ตัวอย่างคือ บริษัทเยอรมัน 200 บริษัท ใช้เหตุการณ์ดังนี้ ประกาศเพิ่มการจ่ายเงินปันผล 255 ครั้งประกาศลดเงินปันผล 51 ครั้ง ในช่วงระหว่างปี 1988 ถึง 1992 และสรุปผลโดยใช้พื้นฐานข้อมูลของสหรัฐอเมริกาผลที่ได้คือ AER (ค่าประมาณผลตอบแทนส่วนเกิน) ของราคาหุ้น +0.965 % สำหรับการประกาศเพิ่มส่วนการประกาศลดเงินปันผล 1.73% อย่างไรก็ตามการศึกษานี้ไม่ได้ใช้รูปแบบ Tax-Based Signaling เนื่องจากในการจ่ายเงินปันผลเยอรมันไม่ต้องเสียภาษีด้วยโอกาส (Tax-Disadvantaged) กล่าวคือถ้าเงินปันผลไม่โดนหักภาษี ราคาหุ้นไม่มีปฏิกริยาการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล

Na Ranong (2013) ได้ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของประเทศไทยพบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่และความสามารถในการทำกำไรที่ดีมีโอกาสจ่ายปันผลสูง เช่นเดียวกับการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (Dividend Paid Last Year) โดยผู้บริหารจะส่งสัญญาณเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลและจะใช้เพื่อตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อมั่นใจว่าจะสามารถรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นต่อไปในอนาคต (Lintner, 1956; Suwanna, 2012)

Travlos, Trigeorgis & Vafeas (2001) มีหลักฐานจากตลาดเกิดใหม่ในการสนับสนุนของสมมติฐานสัญญาณเงินปันผลโดยผลการศึกษาของพวกเขาตรงกับสมมติฐาน Signaling ในการศึกษาใช้การประกาศเงินปันผล 41 ครั้งของเงินปันผลที่เป็นเงินสด และ 39 ครั้งของหุ้นปันผล ช่วงปี 1985-1995 พบว่าตลาดมีการตอบสนองทั้งที่จ่ายเงินปันผลและจ่ายหุ้นปันผล โดยพบความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนผิดปกติซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานส่งสัญญาณสอดคล้องกับ DeAngelo, DeAngelo & Skinner (1996) พบว่าการจ่ายเงินปันผลให้ข้อมูลที่มีค่าเกี่ยวกับรายได้ในอนาคต (Laub, 1976 ; Pettit, 1976 ; Nissim & Ziv, 2001)

จากงานศึกษาหลาย ๆ งานสามารถบอกได้ว่า การเปลี่ยนแปลงเงินปันผลทำให้ตลาดสามารถคาดการณ์รายได้ในอนาคตของบริษัทได้ แต่อย่างไรก็ตามมีผลลัพธ์ที่น่าพิศวงเช่นงานของ Watts (1973) ที่ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างรายได้ประจำปีในอนาคตและระดับของเงินปันผลเขาบันทึกไว้ว่า ค่าสัมประสิทธิ์ค่าเฉลี่ยของการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบันเป็นบวก อย่างไรก็ตามระดับค่าเฉลี่ยนี้สำคัญมีค่าน้อยเกินไป นอกจากนี้ เขายังรายงานเกี่ยวกับผลที่คล้ายกันเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่างการเปลี่ยนแปลงที่ไม่คาดคิดของเงินปันผลและราคาหุ้น

สรุปได้ว่า โดยทั่วไปแล้วข้อมูลเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลเป็นแค่เรื่องเล็กน้อยซึ่ง Gonedes (1978) ก็รายงานผลการศึกษาที่คล้ายกัน

Benartzi, Michaely & Thaler (1997) ศึกษาเกี่ยวกับความสัมพันธ์ระหว่าง รายได้ในอนาคตของบริษัทกับการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผล พวกเขาไม่พบหลักฐานที่สนับสนุนแนวคิดที่ว่า การเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผล มีอำนาจในการทำนายการเปลี่ยนแปลงรายได้ในอนาคต ผลการศึกษาของพวกเขาสนับสนุนผลการวิจัยของ Watts (1973) และพบว่า การเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลเป็นตัวเชื่อมสำคัญที่การเปลี่ยนแปลงของรายได้เกิดความล่าช้า

นอกจากนี้ผลการศึกษาของ Laub (1976) และ Pettit (1976) ด้านกับผลการวิจัยของ Watts (1973) โดยพวกเขาทั้งคู่เสนอว่า เงินปันผลนำเสนอข้อมูลเกี่ยวกับแนวโน้มรายได้ในอนาคตนอกเหนือจากที่คาดการณ์ไว้ด้วยผลประกอบการที่ผ่านมา นอกจากนี้ Nissim & Ziv (2001) ยังพบว่า การเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลและการเปลี่ยนแปลงของรายได้มีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ซึ่งสนับสนุนสมมติฐาน Signaling อย่างไรก็ตามผลการศึกษาของพวกเขาไม่เหมือนกันสำหรับการเพิ่มและลดลงของเงินปันผล พวกเขาไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการลดเงินปันผลและการทำกำไรในอนาคต หลังจากควบคุมการทำกำไรในปัจจุบันและที่คาดหวังไว้ พวกเขาสันนิษฐานว่าผลนี้อาจจะเกิดจากความระมัดระวังในการทำบัญชีแตกต่างจากปฏิภริยาของราคาหุ้นที่มีต่อการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผล เรื่องที่ว่า การเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผลส่งข้อมูลเกี่ยวกับรายได้ในอนาคตน่าจะมีการสนับสนุนที่ไม่เพียงพอ

เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลโดยส่วนใหญ่มีความสัมพันธ์กับรายได้ของกิจการ ดังนั้นงานวิจัยที่สนับสนุนการวัดผลการดำเนินงานมีหลายแนวทางมูลค่าเพิ่มของกิจการ (Firm Value) วัดโดย Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานที่คำนึงถึงมูลค่าตลาด และเป็นตัวแทนในการวัดมูลค่าเพิ่มของกิจการ (Limpaphayom & Connelly, 2004; Villalonga, 2004) ส่วนทางด้านบัญชีนั้นความสามารถในการทำกำไร (Profitability) วัดจาก ROA พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกเพราะต้องไม่ต้องเก็บเงินไว้สำหรับการลงทุนในอนาคตจึงนำมาจ่ายเงินปันผล Jensen, Solberg & Zorn (1992) พบว่า ROA มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจ่ายเงินปันผลสำหรับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ถือหุ้นทราบว่าอาจจะมีการจ่ายเงินปันผลในอนาคต (Harada & Nguyen, 2005 ; Ramli, 2010)



จากผลที่ได้ในแนวทางที่แตกต่างกันคือ บริษัทใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผลในการสื่อสารข้อมูลเกี่ยวกับแนวโน้มในอนาคตของพวกเขาไปยังตลาด นี่จึงเป็นคำอธิบายว่าทำไมบริษัทถึงจ่ายเงินปันผล ตามการส่งสัญญาณ (Signaling) ยังมีบทบาทสำคัญในการกำหนดนโยบายเงินปันผลและมูลค่าของบริษัทซึ่งสามารถสรุปตัวแปรได้ดังนี้

$y = f(\text{การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (D\_lag1)}, \text{มูลค่าเพิ่มของกิจการ (TQ)}, \text{ความสามารถในการทำกำไร (ROA)}, \text{บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง(HD)})$

## 2.2 กระแสเงินสดอิสระกับการลดต้นทุนตัวแทน

ปัญหาของสมมติฐานเกี่ยวกับต้นทุนตัวแทน เป็นคำอธิบายของนโยบายการจ่ายเงินปันผลของ บริษัท ที่ได้รับการยอมรับอย่างกว้างขวางในการวิจัยเชิงประจักษ์ เช่น Rozeff (1982) เป็นหนึ่งในคนแรก ๆ ที่ใช้ Agency Costs โมเดลแบบเป็นทางการ โดยนำมาใช้กับกลุ่มตัวอย่างขนาดใหญ่ที่เป็นบริษัทในสหรัฐอเมริกา

หลักของ Rozeff's Model คือการจ่ายเงินปันผลที่ดีที่สุดอยู่ในระดับที่ผลรวมของค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรมและต้นทุนตัวแทนน้อยที่สุด รูปแบบนี้เรียกว่า Cost Minimisation Model (รูปแบบลดค่าใช้จ่าย) ผลการศึกษาของ Rozeff สนับสนุนสมมติฐาน Agency Costs ในทศวรรษต่อมา Dempsey & Lober (1992) ได้ปรับปรุงงานวิจัยของ Rozeff โดยใช้ช่วงปีที่ยาวขึ้น และผลที่ได้สนับสนุนผลการวิจัยของ Rozeff ได้ดี

Alli et al. (1993) พบว่าการกระจายตัวของความเป็นเจ้าของไม่มีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล ซึ่งไม่สอดคล้องกับ Rozeff อย่างไรก็ตามความเป็นเจ้าของภายในมีความสำคัญและความสัมพันธ์เชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผล ซึ่งผลการศึกษาสนับสนุนสมมติฐาน Agency Costs ของนโยบายการจ่ายเงินปันผล

นอกจากนี้ Jensen et al. (1992) ได้ประยุกต์ใช้วิธี Three-Stage Least Squares (3SLS) ในการตรวจสอบตัวกำหนดของความแตกต่างภาคตัดขวางในการเป็นเจ้าของภายในหนี้สินและนโยบายการจ่ายเงินปันผล จากการจ่ายเงินปันผลที่เท่า ๆ กัน ตัวแปรของความเป็นเจ้าของภายในมีนัยสำคัญทางสถิติเป็นลบ ซึ่งก็หมายความว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างผู้ถือหุ้นภายในและการจ่ายเงินปันผล ผลการศึกษาของพวกเขาสอดคล้องกับ Rozeff และสมมติฐาน Agency Costs

ในการศึกษาของ Holder, Langrehr & Hexter (1998) ได้ตรวจสอบบริษัทของสหรัฐอเมริกา 477 บริษัท ในช่วงปี 1980 ถึง 1990 รายงานกล่าวว่า ความสัมพันธ์ระหว่าง



เจ้าของภายในกับการจ่ายเงินปันผลมีนัยสำคัญและเป็นไปในเชิงลบ และจำนวนของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้พวกเขายังพบข้อสนับสนุน สมมติฐานเรื่อง Free Cash Flow ของ Jensen et al. (1992) อีกด้วย การศึกษาของ Saxena (1999) สนับสนุนงานวิจัยของ Holder et al. (1998) ซึ่งงานวิจัยทั้งสองนี้ประกอบไปด้วยสมมติฐาน Agency Costs และ หลักฐานที่บอกว่า Agency Costs เป็นตัวการสำคัญในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ยังมี Al-Malkawi (2005) ที่ประยุกต์ใช้ Panel Data Models ด้วยการประมาณค่าวิธี Tobit and Probit สำหรับบริษัทในตลาดที่เกิดขึ้นใหม่ คือตลาดหลักทรัพย์ Amman เขาได้หลักฐานเชิงประจักษ์ที่สนับสนุนสมมติฐาน Agency Costs จากตลาดนี้

นอกจากนี้ยังได้ข้อสนับสนุนเชิงประจักษ์สำหรับสมมติฐาน Agency Costs โดยเฉพาะอย่างยิ่งสมมติฐาน Free Cash Flow จาก Lang & Litzenberger (1989) โดยการศึกษาใช้รูปแบบการวิเคราะห์ข้อมูลที่ต่างออกไป โดยพวกเขาได้ศึกษาตัวอย่างเกี่ยวกับการประกาศเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลจำนวน 429 ตัวอย่างของบริษัทในสหรัฐอเมริกาในช่วงปี 1979 ถึง 1984 พวกเขาใช้ Tobin's Q Ratio ที่จะแยกแยะระหว่างบริษัทที่ลงทุนเกินจริงและบริษัทที่มีมูลค่าสูงสุด พวกเขาเริ่มต้นด้วยโจทย์ที่ว่า ถ้า Q ที่จะให้บริษัทน้อยกว่า 1 ( $Q < 1$ ) บริษัทนี้อาจจะลงทุนเกินจริง ในทำนองเดียวกัน ถ้า  $Q > 1$  บริษัทนี้อาจจะมีมูลค่าสูงสุดของการลงทุน บนพื้นฐานสมมติฐานการลงทุนเกินจริงของ Lang & Litzenberger (1989) บริษัทที่มี Q น้อยกว่า 1 จะได้รับค่าเฉลี่ยที่มากกว่าของกำไรจากหุ้นตามประกาศเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล กล่าวคือ บริษัทที่ Q น้อย จะต้องเพิ่มการจ่ายเงินปันผล เพื่อลดปัญหาการลงทุนเกินจริง หมายความว่า ยิ่งเพิ่มการจ่ายเงินปันผล ก็จะช่วยลดกระแสเงินที่จะนำไปลงทุนในธุรกิจที่เป็น NPV เชิงลบ ในทางตรงกันข้าม ถ้าลดการจ่ายเงินปันผลจะยิ่งเพิ่มปัญหาการลงทุนเกินจริง การคาดการณ์นี้สอดคล้องกับสมมติฐาน Free Cash Flow โดยยืนยันว่า สมมติฐานเงินทุนส่วนเกินอธิบายเกี่ยวกับปฏิกริยาของราคาหุ้นต่อการเปลี่ยนแปลงประกาศการจ่ายเงินปันผลได้ดีกว่า สมมติฐาน Cash Flow Signaling เช่นเดียวกับ Yoon & Starks (1995) ในการอธิบายปฏิกริยาของราคาหุ้นต่อการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล

La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny (2000) ได้ทดสอบกับกลุ่มตัวอย่างกว่า 400 บริษัท จาก 33 ประเทศทั่วโลก รวมถึงตลาดเกิดใหม่บางแห่งและพบหลักฐานที่สนับสนุนสมมติฐาน Agency Costs ชั้นแรก ผู้วิจัยแบ่งประเทศออกเป็นสองประเภท

ประเภทแรกคือประเทศที่มีกฎหมายคุ้มครองผู้ถือหุ้นส่วนน้อยในระดับดี ประเภทที่สองคือประเทศที่มีกฎหมายคุ้มครองผู้ถือหุ้นส่วนน้อยในระดับที่ต่ำ ขั้นที่ต่อมา วิเคราะห์ผลกระทบของการคุ้มครองนักลงทุนต่อการจ่ายเงินปันผล และทดสอบโดยการใช้ Agency Model 2 รูปแบบ คือ 1. Outcome Models 2. Substitute Models โดยรูปแบบที่ 1 สรุปว่า ประเทศที่มีระบบการคุ้มครองที่ดีกว่า ผู้ถือหุ้นมีสิทธิที่ดีกว่าและสามารถทำให้บรรดาผู้จัดการจ่ายเงินได้ ผลก็คือการจ่ายเงินปันผลเป็นผลของการคุ้มครองตามกฎหมายของผู้ถือหุ้น พวกเขาสันนิษฐานว่ายิ่งกฎหมายคุ้มครองมีประสิทธิภาพมากเท่าไร ผู้ถือหุ้นก็จะยิ่งได้สิทธิที่ดีขึ้นตามเท่านั้น และต่อมาเงินปันผลจะได้รับเงินมากขึ้นสิ่งอื่น ๆ ก็เหมือนกัน รูปแบบที่ 2 มีการคาดการณ์ไว้ว่าบรรดาผู้จัดการสามารถใช้เงินปันผลเพื่อสร้างชื่อเสียงหากพวกเขาต้องการที่จะเข้าตลาดทุนเพื่อระดมทุนจากภายนอก ในประเทศที่มีการคุ้มครองผู้ถือหุ้นต่ำ บริษัทอาจจะต้องการสร้างชื่อเสียงที่ดี สำหรับการปฏิบัติของพวกเขา ก็คือการจ่ายเงินปันผลเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นนั่นคือเงินปันผลทำหน้าที่เป็นตัวแทนสำหรับการคุ้มครองตามกฎหมายของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่โดยสันนิษฐานว่า มีการคาดหวังว่าในประเทศที่มีการคุ้มครองผู้ถือหุ้นต่ำจะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่านอกนั้นเท่าๆ กันหมดผลลัพธ์สนับสนุน รูปแบบ Outcome Agency ของการจ่ายเงินปันผล คือ ในประเทศที่ผู้ถือหุ้นได้รับการคุ้มครองที่ดี บริษัทจ่ายเงินปันผลให้มากกว่า นอกจากนี้ยังพบว่า บริษัทที่ทำงานอยู่ในประเทศเหล่านี้และมีอัตราการเติบโตอย่างรวดเร็วของการจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าบริษัทของพวกเขาที่อยู่ในอีกกลุ่มที่มีอัตราการเจริญเติบโตช้า หมายความว่าผู้ถือหุ้นใช้อำนาจของตนตามกฎหมายที่จะบังคับให้ผู้จัดการจ่ายเงินสดเมื่อโอกาสในการลงทุนอยู่ในระดับต่ำ การศึกษาของ La Porta et al.(2000) สอดคล้องกับคำอธิบาย Agency Costs ของนโยบายการจ่ายเงินปันผล ที่สามารถลดความขัดแย้งระหว่างบุคคลภายในและบุคคลภายนอกหรือผู้ถือหุ้นได้ เขาสรุปว่าข้อมูลของเขาแสดงให้เห็นว่าวิธีการลดต้นทุนตัวแทนซึ่งมีความเกี่ยวข้องเป็นอย่างสูงเกี่ยวกับความเข้าใจในนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัททั่วโลก

ในด้านการกำกับดูแลกิจการที่จะมีส่วนช่วยในการลดต้นทุนตัวแทน อาจพิจารณาจากโครงสร้างผู้ถือหุ้น จากการศึกษาของ Wiwattanakantang (2001) พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นของไทยโดยส่วนใหญ่เป็นแบบกระจุกตัว ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะถือหุ้น 43.31% โดยมีค่าเฉลี่ย 44% มาจากบุคคลหรือครอบครัว ที่ปรากฏใน 197 บริษัท หรือ 72.96 % อันดับสองที่พบ มาก

ที่สุดคือ นักลงทุนต่างประเทศ ผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมจะมีการถือหุ้นมากกว่า 25 % ตาม Agency Theory ซึ่งเป็นบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นกระจุกตัวจะมีแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่าในทำนองเดียวกันกับ Mitton (2005) ที่พบว่าในตลาดเกิดใหม่ บริษัทที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะจ่ายเงินปันผลสูง โครงสร้างการถือหุ้นเช่นนี้จะมีความคล่องตัวในการบริหารงาน และมีแนวโน้มค้ำึงถึงประโยชน์และความอยู่รอดของกิจการ (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551) แต่สำหรับบริษัทในสหรัฐอเมริกา Grinstein & Michaely (2005) ได้ศึกษาว่าการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันไม่ได้กำหนดการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่านอกจากนี้ Karpavicius & Yu (2012) ได้ทดสอบผลกระทบของนักลงทุนสถาบันกับ Free Cash Flow Hypothesis พบว่าการเพิ่มขึ้นของนักลงทุนสถาบันมีผลทำให้จ่ายเงินปันผลที่ต่ำ ซึ่งตรงกันข้ามกับ Kato, Loewenstein & Tsay (2002) ที่เป็นตาม Free Cash Flow ในประเทศญี่ปุ่น

Thanatawee (2013) ศึกษาผลกระทบของการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นจะมีผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการมีอิทธิพลต่อการให้ผู้จัดการจ่ายเงินปันผล เป็นการลด Agency Costs ในการมี Free Cash Flow ของบริษัท หรืออาจมีการกำหนดนโยบายเงินปันผลอัตราต่ำเพื่อ ใช้ประโยชน์ส่วนตัว ตัวอย่างเช่น Gugler & Yurtoglu (2003) พบว่ามีความสัมพันธ์ เชิงลบ ระหว่าง ผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับอัตราการจ่ายเงินปันผลในขณะที่ Truong & Heaney (2007) ได้พบความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลระดับต่ำแต่กลายเป็น ความสัมพันธ์เชิงบวกหากมีการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นแบบกระจุกตัว ส่วนงานวิจัยที่พบความสัมพันธ์เชิงลบ (Harada & Nguyen, 2005; Khan, 2006 ; Renneboog & Rimbey ,2007) แต่ไม่มีนัยสำคัญในงานของ Grinstein & Michaely (2005)

ในส่วนของการตรวจสอบจากภายนอก Fama & Jensen (1983) กรรมการอิสระ อยู่ในตำแหน่งที่ทำหน้าที่การควบคุม การตัดสินใจ และลดความขัดแย้ง ระหว่างผู้บริหาร หน่วยงาน และผู้ถือหุ้น กรรมการอิสระจะต้อง ส่งสัญญาณเรื่องการบริหารจัดการ (Fama & Jensen, 1983 ; Linck, Netter & Yang, 2009; Weisbach , 1988) หากกรรมการทำหน้าที่ไม่เต็มที่จะได้รับความสนใจของผู้ถือหุ้นและบริษัทอาจทำให้สูญเสียตำแหน่งกรรมการในอนาคต (Daily, Johnson & Dalton, 1998 ; Linck , et al., 2009) ด้วยความเอาใจใส่ในเรื่องการจ่ายเงินปันผลด้วย Kaplan & Reishus (1990) พบว่าในเงื่อนไขของการทำหน้าที่ในคณะกรรมการมีนัยสำคัญกับการที่บริษัทจ่ายเงินปันผลลดลงเพราะกรรมการอิสระที่มี



คุณภาพสามารถลดความขัดแย้งของผลประโยชน์ ระหว่างผู้บริหาร และผู้ถือหุ้น ซึ่งหนึ่งในความขัดแย้ง ดังกล่าวเป็นนโยบายการจ่ายเงินปันผล (DeAngelo, DeAngelo & Stulz, 2004; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976) ที่ฝ่ายจัดการจะนำกระแสเงินสดอิสระเพื่อหาผลประโยชน์ส่วนตัว เพราะความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล (Linck, Netter & Yang, 2008; Linck et al., 2009) พบว่าการกำกับดูแลสำหรับกรรมการอิสระถือเป็นการตรวจสอบการทำงานบริหารโดยระบบภายในทำให้การจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น

กล่าวคือ สมมติฐาน Agency Costs คือการจ่ายเงินปันผลจะลดเงินที่อยูในการควบคุมดูแลของผู้จัดการและยังลดความเป็นไปได้ที่ผู้จัดการจะนำเงินไปลงทุนเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว ซึ่งอาจอาศัยกลไกการกำกับดูแลกิจการจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นและคณะกรรมการอิสระเป็นส่วนช่วยการแก้ปัญหาดังกล่าว ซึ่งสามารถสรุปตัวแปรได้ดังนี้

$y = f$  ((กระแสเงินสดอิสระ (FCF), การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (VR1), การถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (INST), การถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ (FOREIGN), จำนวนของคณะกรรมการอิสระ (IND), ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (TENURE), การดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของคณะกรรมการอิสระ (BUSY))  
ซึ่งจากทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องสามารถสรุปได้ดังตารางที่ 1





ตารางที่ 1 สรุปตัวแปร ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ตัวแปร	เครื่องหมาย ที่คาดหวัง	ทฤษฎี	คำอธิบาย	งานวิจัยในอดีต
ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) กระแสเงินสดอิสระ (FCF)	+	Life-Cycle, Agency Costs	คาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลหากกิจการมีกระแสเงินสดเหลือจะนำมาจ่ายเงินปันผลมากขึ้นทำให้ต้นทุนตัวแทนลดลง	Baba (2009), Adjaoud & Ben-Amar (2010), Thanatawee (2013)
มูลค่าของกิจการ (Firm Value) วัดโดย Tobin's Q	+	Signaling	คาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลเนื่องจากหากกิจการมีมูลค่าเพิ่มก็จะส่งสัญญาณว่าอาจมีการจ่ายเงินปันผล	Agrawal & Jayaraman (1994), Limpaphayom & Connelly(2004), Villalonga & Belen (2004)
ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Profitability) วัดจาก ROA	+	Signaling	คาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ถือหุ้นทราบว่าอาจจะมีการจ่ายเงินปันผลในอนาคตถ้าบริษัทมีกำไร	Ramli (2010) Fama & French (2001) DeAngelo et al. (2004)
สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่(Percentage of the Largest Shareholder)	+	Agency Costs	คาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลเนื่องจากโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีส่วนได้เสียในบริษัทมากจึงมีการกำกับดูแลการบริหารงานใกล้ชิดทำให้มีจ่ายเงินปันผลมากขึ้นทำให้ต้นทุนตัวแทนลดลง	Holderness (2003), ธีรวิทย์ ธีรโชติมงคล (2553) Ramli (2010)
สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน ercentage of Institutional Shareholders)	+	Agency Costs	คาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลเนื่องจากผู้ถือหุ้นสถาบันเป็นกลไกหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการ เพราะมีส่วนได้เสียในกิจการ ดังนั้นจะมีแรงจูงใจที่จะติดตามการทำงานของกิจการอย่างใกล้ชิดในการสอดส่องดูแลการทำงานของผู้บริหารโดยคำนึงถึงมูลค่ากิจการ ทำให้มีการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น ต้นทุนตัวแทนลดลง	Prowse (1990) , Brickley, Lease & Smith (1988), Karpavicius & Yu (2012), Thanatawee (2013)

ตารางที่ 1 สรุปตัวแปร ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (ต่อ)

ตัวแปร	เครื่องหมาย ที่คาดหวัง	ทฤษฎี	คำอธิบาย	งานวิจัยในอดีต
สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ (Percentage of Foreign Shareholders)	+	Agency Costs	คาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลเนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะสามารถลด Agency Costs โดยการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นต่างชาติมาช่วยตรวจสอบการทำงานของฝ่ายจัดการ ทำให้จ่ายเงินปันผลมากขึ้น ต้นทุนตัวแทนลดลง	Baba (2009), Jeon, Lee & Moffett (2010)
สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Percentage of Independent Directors)	+	Agency Costs	คาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลเนื่องจากตามกระบวนการกำกับดูแลกิจการที่ดี ความเป็นอิสระของกรรมการถือเป็นสิ่งสำคัญที่จะช่วยในการถ่วงดุลอำนาจการบริหารงานและขัดข้อขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและฝ่ายจัดการทำให้จ่ายเงินปันผลมากขึ้น ต้นทุนตัวแทนลดลง	Shama (2011), Rosenstein & Wyatt (1990), Weisbach (1988) Byrd & Hickman (1992) Farinha (2003), Hu & Kumar (2004), White (1996)
ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของ คณะกรรมการอิสระ (Tenure of Independent Directors)	-	Agency Costs	คาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผลเนื่องจากการดำรงตำแหน่งนานอาจมี แนวโน้มที่จะละเลยผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทำให้เกิดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับฝ่ายจัดการมากขึ้น ส่งผลให้จ่ายเงินปันผลน้อยลง และมีต้นทุนตัวแทนมากขึ้น	NACD (1996) , U.S. Senate (2002), Vafeas ( 2003a ,2003b)
การดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของ คณะกรรมการอิสระ (Busy Independent Directors)	-	Agency Costs	คาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผลเนื่องจากกรรมการอิสระที่มีภาระหนักเกินไป จะไม่มีเวลาตรวจสอบการทำงานของฝ่ายจัดการ ทำให้เกิดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับฝ่ายจัดการส่งผลให้จ่ายเงินปันผลน้อยลง และมีต้นทุนตัวแทนมากขึ้น	Shama (2011),Carpenter & Westphal (2001), Ferris Jagannathan & Pritchard (2003),Linck et al. (2009), Fich & Shivdasani (2006)

ตารางที่ 1 สรุปตัวแปร ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (ต่อ)

ตัวแปร	เครื่องหมาย ที่คาดหวัง	ทฤษฎี	คำอธิบาย	งานวิจัยในอดีต
บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง (Set High Dividend)	+	Signaling	คาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล เป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ถือหุ้นทราบว่าบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล สูงอาจจะมีกำไรสูงต่อเนื่องในปีต่อไป	Na Ranong (2013)
การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (Dividend Paid Last Year)	+	Signaling	คาดว่าจะมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล เป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ถือหุ้นทราบว่าอาจจะมีกำไรสูงต่อเนื่องในปี อนาคตหากมีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา	Lintner (1956), Suwanna (2012)

## กรอบแนวคิดในงานวิจัย

จากทฤษฎีและการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง สามารถกำหนดเป็นกรอบแนวคิดความคิดได้ดังนี้

$$Y_{it} = f(D_{it-1}, X_{1it}, X_{2it})$$

โดยที่

$Y_{it}$  คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล

ตามทฤษฎี Signaling

$D_{it-1}$  = ตัวแปรสะท้อนการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา ( $D_{lag1}$ )

$X_{1it}$  = เมตริก [ $x_{11it}, x_{12it}, x_{13it}$ ]

$x_{11it}$  = ตัวแปรที่สะท้อนมูลค่าเพิ่มของกิจการ (Firm Value) วัดจาก Tobin' Q

$x_{12it}$  = ตัวแปรสะท้อนความสามารถในการทำกำไร (Profitability) วัดจาก ROA

$x_{13it}$  = ตัวแปรสะท้อนบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง (HD)

ตามทฤษฎี Agency Costs

$X_{2it}$  = เมตริก [ $x_{21it}, x_{22it}, x_{23it}, x_{24it}, x_{25it}, x_{26it}, x_{27it}$ ]

$x_{21it}$  = ตัวแปรสะท้อนกระแสเงินสดอิสระ (FCF)

$x_{22it}$  = ตัวแปรสะท้อนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (VR1)

$x_{23it}$  = ตัวแปรสะท้อนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (INST)

$x_{24it}$  = ตัวแปรสะท้อนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ (FOREIGN)

$x_{25it}$  = ตัวแปรสะท้อนจำนวนของคณะกรรมการอิสระ (IND)

$x_{26it}$  = ตัวแปรสะท้อนระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (TENURE)

$x_{27it}$  = ตัวแปรสะท้อนการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของคณะกรรมการอิสระ (BUSY)

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้ประกอบด้วยตัวแปร 3 ประเภท คือ ตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม ดังนี้

1. ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล
2. ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) คือ ตัวแปรที่สนใจประกอบด้วยกระแส

เงินสดอิสระ มูลค่าเพิ่มของกิจการ ความสามารถในการทำกำไร สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ การ



ดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของคณะกรรมการอิสระ บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง และการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา

3. ตัวแปรควบคุม (Control Variable) คือ ตัวแปรอื่นที่อาจส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล ประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สิน อายุของกิจการ ขนาดของกิจการ และกลุ่มอุตสาหกรรม

### สมมติฐานการวิจัย

จากทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องสามารถกำหนดเป็นสมมติฐานตามวัตถุประสงค์ได้ ดังนี้

1. แนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ผลการดำเนินงานของกิจการคือกำไรที่สามารถคาดการณ์ได้เป็นปัจจัยหนึ่งที่ผู้บริหารต้องคำนึงถึงในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลตามที่ Scott, Petty & Keown (1999) กล่าวว่าอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการคาดการณ์กำไรในอนาคตของกิจการ ถ้ากำไรมีความผันผวนมาก ผู้บริหารอาจไม่มั่นใจในความสามารถของ บริษัทในการก่อให้เกิดเงินสดอย่างเพียงพอเพื่อตอบสนองความต้องการเงินสดในอนาคตได้ ดังนั้นเมื่อบริษัทมีกำไร ผู้บริหารจึงต้องจัดสรรกำไรส่วนใหญ่เก็บไว้เพื่อเป็นเงินสำรองในอนาคต ในทางกลับกันบริษัทที่มีแนวโน้มกำไรสม่ำเสมอจะจัดสรรกำไรเพื่อจ่ายเงินปันผลในสัดส่วนที่มากกว่าส่วนที่เก็บสำรองไว้ลงทุนในอนาคต เพราะผู้บริหารมั่นใจว่าจะสามารถทำกำไรเพื่อตอบสนองความต้องการเงินทุนในอนาคตได้ จากงานของ Baba (2009) ที่วัดจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวม และงานของ Jensen et al. (1992) ที่วัดโดย ROA มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจ่ายเงินปันผลสำหรับการศึกษาในประเทศสหรัฐอเมริกา เป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ถือหุ้นทราบว่าอาจจะมีการจ่ายเงินปันผลในอนาคต ตามทฤษฎี The Signaling Theory ซึ่งสอดคล้องกับ (Harada & Nguyen, 2005 ; Ramli, 2010) กิจการมีผลการดำเนินงานที่ดีจะส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นมูลค่าเพิ่มของกิจการ (Firm Value) นอกจากนี้ Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานคำนึงถึงมูลค่าตลาด และเป็นตัวแทนในการวัดมูลค่าเพิ่มของกิจการ (Limpaphayom & Connelly, 2004 ; Villalonga & Belen, 2004) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกเพราะไม่ต้องเก็บเงินไว้สำหรับการลงทุนในอนาคต จึงนำมาจ่ายเงินปันผล ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานเกี่ยวกับผลการดำเนินงานกับการจ่ายเงินปันผลไว้ ดังนี้

$H_1$  : เมื่อกิจการมีมูลค่าเพิ่มมากขึ้นจะสามารถส่งสัญญาณในความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

$H_2$  : เมื่อกิจการมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นจะสามารถส่งสัญญาณในความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เริ่มทำการเผยแพร่ดัชนีใหม่ที่มีชื่อว่า ดัชนี SET High Dividend 30 Index หรือชื่อสั้น ๆ ว่า SETHD ซึ่งเป็นดัชนีที่อ้างอิงราคาของกลุ่มหุ้น 30 ตัวในดัชนี 100 ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง (Market Capitalization) มีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ และมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงและต่อเนื่อง (Dividend Yield) ทั้งนี้เพื่อให้ตลาดหุ้นไทยได้มีการพัฒนาสินค้าและผลิตภัณฑ์ด้านดัชนีให้เพิ่มมากขึ้น และสร้างทางเลือกการลงทุนใหม่ ๆ ที่สามารถตอบสนองความต้องการของนักลงทุนได้อย่างหลากหลาย ซึ่งนักลงทุนจำนวนไม่น้อยมักให้ความสำคัญกับอัตราเงินปันผลและประวัติการจ่ายเงิน เพราะบริษัทไม่ต้องการเงินลงทุนจำนวนมากในการสร้างส่วนแบ่งตลาด กำไรที่ได้จึงถูกนำไปจ่ายเป็นเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอส่วนสำคัญที่จะอธิบายว่าทำไมบริษัทจึงจ่ายเงินปันผลคือการส่งสัญญาณของความคาดหวังของบริษัทในอนาคต Lintner (1956) ได้พบหลักฐานจากสำรวจผู้จัดการที่ไม่ต้องการจ่ายเงินปันผลเพราะจะมีผลทางลบกับราคาหุ้นและพวกเขาจะไม่จ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหากไม่แน่ใจว่าบริษัทจะมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้น จึงสรุปได้ว่าสมมติฐานในการส่งสัญญาณคือเงินปันผลจะเปลี่ยนตามความสามารถในการทำกำไรของกิจการ Na Ranong (2013) ได้ศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของประเทศไทย พบว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่และความสามารถในการทำกำไรที่ดีมีโอกาสจ่ายปันผลสูง ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานเกี่ยวกับบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่องกับการจ่ายเงินปันผลไว้ดังนี้

$H_3$  : เมื่อบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่องจะสามารถส่งสัญญาณในความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

โดยทั่วไปนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจะให้ความสำคัญกับอัตราการจ่ายเงินปันผล และความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล ซึ่งนักลงทุนให้ความสำคัญเท่า ๆ กัน โดยผู้บริหารจะส่งสัญญาณเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลและจะใช้เพื่อตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อมั่นใจว่าจะสามารถรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นต่อไปในอนาคต (Lintner, 1956; Suwanna, 2012) ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมากับการจ่ายเงินปันผลไว้ดังนี้

$H_4$  : เมื่อกิจการมีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมาจะสามารถส่งสัญญาณในความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

2. แนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) จากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow)

ตามทฤษฎี The Life-Cycle Theory บริษัทขนาดใหญ่และเติบโตเต็มที่มีแนวโน้มมี Free Cash Flow สูง ดังนั้นจะมีการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าบริษัทขนาดเล็กที่เพิ่งเกิดใหม่ Fama & French (2001) ได้ศึกษาจ่ายเงินปันผลของบริษัทในสหรัฐอเมริการะหว่างปี 1926 และ 1999 พวกเขาพบว่าร้อยละของการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเหล่านั้นลดลงหลังจากปี 1978 โดยมีสัดส่วนของการจ่ายเงินปันผลถึงจุดสูงสุดคือ 66.5% ในปี 1978 แต่ตกลงไปเหลือเพียง 20.8% ในปี 1999 หลักฐานบ่งบอกถึงสัดส่วนที่ลดลงนี้ว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นส่วนหนึ่งที่มีผลจากการเพิ่มขึ้นของบริษัทขนาดเล็กในตลาดที่มีผลกำไรต่ำ แต่มีโอกาสในการลงทุนสูงและไม่เคยจ่ายเงินปันผลผู้วิจัยตั้งสมมติฐานเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระกับการจ่ายเงินปันผลไว้ดังนี้

H<sub>5</sub> : เมื่อกิจการมีกระแสเงินสดอิสระเพิ่มขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง

โครงสร้างการถือหุ้นจะสะท้อนอำนาจควบคุมกิจการภายในบริษัท และมีอิทธิพลต่อแรงจูงใจของผู้บริหาร Wiwattanakantang (2001) พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นของไทยโดยส่วนใหญ่เป็นแบบกระจุกตัว ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมาจากบุคคลหรือครอบครัว อันดับสองที่พบมากที่สุดคือ นักลงทุนต่างชาติ Anderson & Reeb (2003) พบว่าเมื่อผู้ถือหุ้นมาจากครอบครัวก็จะควบคุมบริษัททำให้การบริหารงานมีประสิทธิภาพลดลง แต่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีแรงจูงใจในการทำงานเพื่อที่จะตรวจสอบการทำงานอย่างใกล้ชิดทำให้กิจการมีความมั่นคงต่อมาก็จะทำให้ประโยชน์ของตัวเองบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นมีอำนาจควบคุม จากทฤษฎีตัวการตัวแทน (Principle-Agent Theory) ในส่วนของผู้ถือหุ้นต่างชาติ จะตรวจสอบการทำงานของผู้บริหารในการใช้การจ่ายเงินปันผลลด Agency Costs ได้ เช่นเดียวกับการมีนักลงทุนสถาบัน เพราะเป็นตัวแทนของสถาบันต่าง ๆ ที่มีส่วนได้เสียในกิจการ ดังนั้นจะมีแรงจูงใจที่จะติดตามการทำงานของกิจการอย่างใกล้ชิดในการสอดส่องดูแลการทำงานของผู้บริหารโดยคำนึงถึงมูลค่ากิจการ (Baba, 2009 ; Karpavicius & Yu, 2012) ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับการจ่ายเงินปันผลไว้ดังนี้

H<sub>6</sub> : เมื่อกิจการมีสัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพิ่มขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง

H<sub>7</sub> : เมื่อกิจการมีสัดส่วนของการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันเพิ่มขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง



$H_8$  : เมื่อกิจการมีสัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติเพิ่มขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง

ตามกระบวนการการกำกับดูแลกิจการที่ดี ความเป็นอิสระของกรรมการถือเป็นสิ่งสำคัญที่จะช่วยในการถ่วงดุลอำนาจการบริหารงานและขจัดข้อขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและฝ่ายจัดการตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Problem) ที่จะทำหน้าที่ตรวจสอบฝ่ายจัดการให้ทำหน้าที่อย่างโปร่งใส และคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอันได้แก่ความมั่งคั่งการมีผลประโยชน์ที่ดีหรือมูลค่าเพิ่มของกิจการนั่นเอง Rosenstein & Wyatt (1990) และ Weisbach (1988) สนับสนุนว่าการมีสัดส่วนกรรมการอิสระจากภายนอกจะทำให้คุณภาพการกำกับดูแลกิจการดีขึ้น ผลการดำเนินงานก็จะดีและมีการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้แล้วระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (Tenure of Independent Directors) กรณีถ้ากรรมการอิสระมีวาระการดำรงตำแหน่งนานอาจมีแนวโน้มที่จะใช้การตัดสินใจ การจัดการที่สามารถให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นมากขึ้น (Wade, Reilly, & Chandratat, 1990 ; Boeker & Goodstein, 1993) เนื่องจากความสามารถด้านการบริหารจัดการและประสบการณ์ที่มีต่อบริษัท ปกป้องผู้ถือหุ้นและเป็นวิธีหนึ่งที่จะส่งสัญญาณแก่ผู้ถือหุ้นในการบรรเทาความขัดแย้งของผู้ถือหุ้นในเรื่องการจ่ายเงินปันผล (Vance, 1983 ; Vafeas, 2003a) ส่วนการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของคณะกรรมการอิสระ (Busy Independent Directors) งานวิจัยที่กล่าวถึงการที่คณะกรรมการอิสระทำหน้าที่หลายบริษัทเนื่องจากมีประสบการณ์ที่หลากหลายส่งผลต่อการดำเนินงานที่ดีขึ้นส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผลที่มากขึ้นและช่วยลด Agency Costs ได้ (Fama & Jensen, 1983) แต่มีงานวิจัยที่ให้ผลที่แตกต่างกล่าวถึงกรรมการอิสระที่ไม่มีเวลา เพราะกรรมการอิสระที่มีภาระหนักเกินไป ส่งผลทางลบต่อการตรวจสอบประสิทธิภาพของการจัดการ (Carpenter & Westphal, 2001) ทำให้กิจการมี Agency Costs มากขึ้น และส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลลดลง ผู้วิจัยตั้งสมมติฐานเกี่ยวกับคณะกรรมการอิสระกับการจ่ายเงินปันผลไว้ดังนี้

$H_9$  : เมื่อกิจการมีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระเพิ่มขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง

$H_{10}$  : เมื่อกิจการมีคณะกรรมการอิสระที่มีระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งมากขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนเพิ่มขึ้น

$H_{11}$  : เมื่อกิจการมีคณะกรรมการอิสระที่มีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นมากขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนเพิ่มขึ้น



## บทที่ 3

### ระเบียบวิธีวิจัย

วิธีการดำเนินวิจัยประกอบด้วย การรวบรวมข้อมูล การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่าง การวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย แบบจำลอง และสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

#### การเก็บรวบรวมข้อมูล

การเก็บรวบรวมข้อมูลใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) แบบ (Panel Data) ระหว่างปี 2552-2556 ที่มีข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross-Sectional Data) กับข้อมูลอนุกรมเวลา (Time-Series Data) เข้าด้วยกัน จากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ฐานข้อมูลของ SETSMART และการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องจาก SET High Dividend 30 Index (SETHD)

#### การคัดเลือกตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี 2552-2556 ที่มีข้อมูลครบถ้วน ยกเว้น บริษัทที่เข้าเกณฑ์ดังนี้

1. บริษัทที่ถูกเพิกถอน เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนและบริษัทที่เพิ่งเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอนและบริษัทที่ถูกเพิกถอนนั้นมักเป็นบริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงิน
2. บริษัทในกลุ่มธุรกิจการเงิน เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัยจากการที่ภาครัฐเห็นว่าธุรกิจเหล่านี้มีผลกระทบต่อความมั่นคงและผลประโยชน์ของคนส่วนมาก จึงทำให้มีระบบการกำกับดูแลที่เข้มงวด ตลอดจนจนการเข้ามามีส่วนในการบริหาร อีกทั้งยังมีกฎเกณฑ์หรือข้อจำกัดที่แตกต่างกันไปจากธุรกิจอื่น ๆ ค่อนข้างมาก ดังนั้น การนำข้อมูลในส่วนของบริษัทเหล่านี้เข้ามารวบด้วย อาจทำให้ผลการวิจัยเบี่ยงเบนได้

#### การวัดค่าตัวแปร

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามี 3 ประเภท คือ

1. **ตัวแปรตาม (Dependent Variable)** สำหรับการศึกษาครั้งนี้ คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout) อัตราการจ่ายเงินปันผลโดยคำนวณจากสัดส่วนเงินปันผลจ่ายหารด้วยกำไรสุทธิ ตามวิธีการศึกษาของ (Adjaoud & Ben-Amar, 2010; Farinha, 2003; Mitton 2005; Chay & Suh, 2009) ทั้งนี้ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์จะครอบคลุมทั้งที่มีการจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสดและจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้น โดยการจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้นคำนวณจากโปรแกรมคำนวณหุ้นปันผลจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [www.tsd.co.th](http://www.tsd.co.th) และครอบคลุมเฉพาะบริษัทที่มีกำไรสุทธิแล้วจึงประกาศจ่ายเงินปันผล ยกเว้นบริษัทที่มีกำไรสะสมในปีก่อนก็สามารถจ่ายเงินปันผลได้ และรวมถึงบริษัทที่มีผลขาดทุนแต่ไม่ได้ประกาศจ่ายเงินปันผล

2. **ตัวแปรอิสระ (Independent Variable)** หรือตัวแปรที่สนใจศึกษา ประกอบด้วย

2.1 กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) สิ่งที่จะอธิบายว่าทำไมบริษัทจึงจ่ายเงินปันผลเป็นไปตาม Free Cash Flow Hypothesis (Jensen, 1986) ซึ่งอธิบายว่าเงินปันผลเป็นวิธีหนึ่งที่จะลด Agency Costs ในการขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นสนใจว่าผู้จัดการจะสามารถนำทรัพยากรของบริษัทไปใช้ในทางที่เป็นประโยชน์เพื่อผู้ถือหุ้น (Jensen & Meckling, 1976) ผู้จัดการที่เห็นแก่ประโยชน์ของตัวเองอาจจะนำเงินไปใช้ในทางที่ไม่เป็นประโยชน์ หรือไปลงทุนในโครงการที่เป็น Negative NPV ดังนั้นเพื่อลดปัญหาดังกล่าว Easterbrook (1984), Jensen (1986) ได้เสนอว่ากิจการควรจะนำกระแสเงินสดส่วนเกินให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยการจ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน สามารถวัดค่าโดยกระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวม (Baba, 2009; Adjaoud & Ben-Amar, 2010; Thanatawee, 2013)

2.2 มูลค่าเพิ่มของกิจการ (Firm Value) วัดโดย Tobin's Q เป็นตัวชี้วัดผลการดำเนินงานคำนวณถึงมูลค่าตลาด ที่เสนอโดย Professor James T. Tobin ศาสตราจารย์แห่งมหาวิทยาลัย Yale ซึ่งได้รับรางวัลโนเบล สาขาเศรษฐศาสตร์ในปี ค.ศ. 1981 และเป็นตัวแทนในการวัดมูลค่าเพิ่มของกิจการ (Limpaphayom & Connelly, 2004; Villalonga & Belen, 2004) พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกเพราะไม่ต้องเก็บเงินไว้สำหรับการลงทุนในอนาคตจึงนำมาจ่ายเงินปันผล

การคำนวณ Tobin's Q สำหรับใช้ในงานวิจัยนี้มีอยู่หลายแนวทาง เช่น แนวทางของ Chung & Pruitt (1994) ที่มีการปรับสูตรของ Lindenberg & Ross (1981) ให้การคำนวณให้ง่ายขึ้น โดยคำนวณมูลค่าทางการตลาดขององค์กรจากผลรวมของมูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ (ผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญกับจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น) มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ) และมูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน

(มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียนและมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว) และใช้มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแปลงแทนของสินทรัพย์ ดังสมการด้านล่างนี้

$$\text{Approximate } q = (\text{MVE} + \text{PS} + \text{DEBT}/\text{TA})$$

MVE = มูลค่าทางการตลาดของหุ้นสามัญ (ผลคูณของราคาตลาดของหุ้นสามัญกับจำนวนหุ้นสามัญกับจำนวนหุ้นที่อยู่ในมือผู้ถือหุ้น)

PS = มูลค่าทางการตลาดของหุ้นบุริมสิทธิ (มูลค่าไถ่ถอนของหุ้นบุริมสิทธิ)

DEBT = มูลค่าทางการตลาดของหนี้สิน (มูลค่าตามบัญชีของหนี้สินหมุนเวียนสุทธิจากสินทรัพย์หมุนเวียน และมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินระยะยาว)

TA = มูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์แทนราคาเปลี่ยนแปลงแทนของสินทรัพย์

แต่ในงานวิจัยนี้ใช้แนวทางของ (Hodgson, Lhaopadchan, & Buakes, 2011) โดยคำนวณจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์หักมูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้นบวกด้วยมูลค่าทางการตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น หาค่าด้วยมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ หากกิจการใดมีค่า Tobin's Q มากกว่า 1 แสดงว่ากิจการนั้นมีการเพิ่มมูลค่าทางการตลาดโดยการเพิ่มทุนซึ่งให้ผลการศึกษาที่สอดคล้องกับงานวิจัยนี้

2.3 ความสามารถในการทำกำไร (Profitability) วัดจาก ROA ซึ่งจากการศึกษาของ Jensen et al. (1992) พบว่า ROA มีความสัมพันธ์ทางบวกกับการจ่ายเงินปันผล เช่นเดียวกับ Watts (1973) พบว่ามีผลทางบวกระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับกำไรของบริษัทของบริษัทในอเมริกา 310 บริษัทระหว่างปี 1947-1966 เป็นการส่งสัญญาณให้ผู้ถือหุ้นทราบว่าจะมีการจ่ายเงินปันผลในอนาคตซึ่งสอดคล้องกับ Harada & Nguyen (2005) และ Ramli (2010) โดยวัดค่าจากกำไรจากการดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวม

2.4 สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Percentage of the Largest Shareholder) ประเทศไทยส่วนใหญ่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจการตัดสินใจที่กระทบต่อผู้บริหาร La Porta, Lopez-De-Silanes & Shleifer (1999) และโดยส่วนใหญ่จะถูกควบคุมโดยผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม การศึกษาของ Anderson & Reeb (2003) พบว่าเมื่อผู้ถือหุ้นมาจากครอบครัวก็จะควบคุมบริษัททำให้การบริหารงานมีประสิทธิภาพลดลง แต่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีแรงจูงใจในการทำงานเพื่อที่จะตรวจสอบ โดยวัดค่าจากการถือหุ้นอย่างน้อย 20% ขึ้นไปจากผู้ถือหุ้นทั้งหมด

2.5 สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (Percentage of Institutional Shareholders) ถือเป็นกลไกหนึ่งของการกำกับดูแลกิจการ เพราะมีส่วนได้เสียในกิจการ ดังนั้นจะมีแรงจูงใจที่จะติดตามการดำเนินงานของกิจการอย่างใกล้ชิดในการสอดส่องดูแลการทำงาน



ของผู้บริหารโดยคำนึงถึงมูลค่ากิจการ Prowse (1990) และ Brickley et al.(1988) แสดงให้เห็นว่า นักลงทุนสถาบันมีแรงจูงใจในการตรวจสอบมากกว่าผู้ถือหุ้นส่วนน้อยตามแนวคิด Agency Costs ที่มุ่งผลตอบแทนในระยะยาวมากกว่าระยะสั้น โดยวัดค่าจากจำนวนของผู้ถือหุ้นสถาบันหารด้วยจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด

2.6 สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ (Percentage of Foreign Shareholders) จากทฤษฎี Free Cash Flow Hypothesis โดย Easterbrook (1984), Jensen (1986) เสนอว่าการจ่ายเงินปันผลจะสามารถลด Agency Costs โดย Baba (2009), Jeon et al. (2010) ได้ศึกษาเกี่ยวกับการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนของผู้ถือหุ้นต่างชาติมีผลทำให้การจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นโดยวัดค่าจากจำนวนของผู้ถือหุ้นต่างชาติหารด้วยจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด

2.7 สัดส่วนของกรรมการอิสระ (Independent Directors) ตามกระบวนการการกำกับดูแลกิจการที่ดี ความเป็นอิสระของกรรมการถือเป็นสิ่งสำคัญที่จะช่วยในการถ่วงดุลอำนาจการบริหารงานและขัดข้อขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและฝ่ายจัดการที่จะทำหน้าที่ตรวจสอบฝ่ายจัดการให้ทำหน้าที่อย่างโปร่งใส และคำนึงถึงประโยชน์ของผู้ถือหุ้นอันได้แก่ ความมั่นคงในการมีผลประโยชน์ที่ดีหรือมูลค่าเพิ่มของกิจการนั่นเอง (Rosenstein & Wyatt, 1990; Weisbach, 1988; Byrd & Hickman, 1992) สนับสนุนว่าการมีสัดส่วนกรรมการอิสระจากภายนอกมากจะทำให้คุณภาพการกำกับดูแลกิจการดีขึ้น ผลการดำเนินงานก็จะดีและจ่ายเงินปันผลมากขึ้น

$$\text{สัดส่วนกรรมการอิสระ (IND)} = \frac{\text{จำนวนกรรมการอิสระ}}{\text{จำนวนคณะกรรมการทั้งหมด}}$$

2.8 ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (Tenure of Independent Directors) ทฤษฎี Social Network เสนอว่าบุคคลจะมีการพัฒนาเสริมสร้างมิตรภาพ และความสัมพันธ์ ทางสังคมผ่านการปฏิสัมพันธ์ ระหว่างบุคคล ขยายไปทั้งในระบบและนอกระบบ (Harris & Helfat, 2007) ซึ่งกลุ่มดังกล่าวนี้รวมถึงคณะกรรมการ กรรมการอิสระในวาระการดำรงตำแหน่ง เพราะเมื่อคณะกรรมการเพิ่มขึ้น ยิ่งมีการเชื่อมต่อทางสังคมอย่างใกล้ชิดและความร่วมมือที่มากขึ้น กรรมการอิสระจะมีการจัดการที่ลดลง รวมถึงความรับผิดชอบและศักยภาพในการจัดการ แต่บางครั้งถ้ากรรมการอิสระมีวาระการดำรงตำแหน่งนานอาจมี แนวโน้มที่จะใช้การตัดสินใจ การจัดการ ที่สามารถให้ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น (Boeker & Goodstein, 1993; Kesner, Victor & Lamont, 1986; Wade et al., 1990) ตัวอย่างเช่น Vafeas (2003a) ได้ศึกษาและพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างการดำรงตำแหน่งของกรรมการอิสระ และการจ่ายค่าตอบแทนของ CEO สรุปได้ว่า กรรมการอิสระที่ดำรง



ตำแหน่งนานโดยเฉพาะอย่างยิ่ง 15 ปี และมากกว่าจะรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นและให้ค่าตอบแทน CEO ที่สูงขึ้นอย่างไม่สมเหตุผล (NACD, 1996 ; U.S. Senate, 2002; Vafeas, 2003a ,2003b) ที่ศึกษาเกี่ยวกับการดำรงตำแหน่งของกรรมการ ว่าการดำรงตำแหน่งที่นานไม่เป็นผลดีสำหรับการจัดการและการตรวจสอบชี้ให้เห็น ข้อจำกัดในการดำรงตำแหน่งไม่ควรเกิน 15 ปี เพราะจะไม่มีความคิดใหม่ ๆ และไม่มีประสิทธิภาพในการตรวจสอบการทำงาน อีกมุมมองหนึ่งมองว่าการดำรงตำแหน่งนานของกรรมการแสดงให้เห็นผลประโยชน์ที่เกิดขึ้นเนื่องจากความสามารถด้านการบริหารจัดการที่มีประสบการณ์ และมีทักษะ (Buchanan, 1974; Salancik ,1977 ;Vance, 1983) เพราะคณะกรรมการจะมีความรู้เกี่ยวกับบริษัทและสภาพแวดล้อม ปกป้องผลประโยชน์ ของผู้ถือหุ้น เป็นวิธีหนึ่งที่จะส่งสัญญาณแก่ผู้ถือหุ้นในการบรรเทาความขัดแย้งของผู้ถือหุ้นในเรื่องการจ่ายเงินปันผลโดยวัดค่าจากเปอร์เซ็นต์ของการดำรงตำแหน่งเท่ากับหรือมากกว่า 15 ปี

2.9 การดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของคณะกรรมการอิสระ (Busy Independent Directors) การร่วมกิจกรรมของคณะกรรมการมีนัยสำคัญกับคณะกรรมการซึ่งไม่เพียงแต่การเข้าร่วมประชุมโดยเฉลี่ยเจ็ดครั้งในแต่ละปี Monks & Minow (1996) แต่จะต้องทำงานมากขึ้นในเรื่องการทำความเข้าใจการเงินและความรู้เกี่ยวกับบริษัท กลยุทธ์ การบริหารความเสี่ยงทั้งภายในและภายนอก จากรายงานของ NACD (1996) ในการกำกับดูแลกิจการ สำหรับบริษัทที่แต่งตั้ง กรรมการที่เป็นกรรมการหลายชุดอาจมีปัญหาด้านการตรวจสอบที่มีประสิทธิภาพ เพราะจะไม่มีเวลา งานวิจัยที่กล่าวถึงกรรมการอิสระที่ไม่มีเวลา ยกตัวอย่างเช่น Carpenter & Westphal (2001) ให้เหตุผลว่าเพราะกรรมการอิสระที่ไม่ว่างจะมีภาระหนักเกินไป ดังนั้น และส่งผลกระทบต่อตรวจสอบประสิทธิภาพของการจัดการ Ferris et al. (2003) เป็นไปตาม Busyness Hypothesis ที่กล่าวว่า การจัดการที่ไม่มีประสิทธิภาพ ทำให้กิจการมี Agency Costs มากขึ้น และส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลลดลง

การที่กรรมการได้รับความไว้วางใจให้ปฏิบัติหน้าที่อย่างมีประสิทธิภาพ NACD (1996) มีการจำกัดการดำรงตำแหน่งของกรรมการคณะกรรมการเพียงสามแห่ง (หกแห่งถ้าเกษียณอายุแล้ว)ถ้ามากกว่านั้นประสิทธิภาพของกรรมการอิสระจะลดลง แต่มีงานวิจัยที่สนับสนุน (Core, Holthausen & Larcker, 1999 ; Vafeas , 2003b) ซึ่งระบุว่า การจำกัดกิจกรรมของกรรมการทำให้จำกัดความหลากหลายในประสบการณ์ Fama & Jensen (1983) เสนอว่าคณะกรรมการสามารถทำได้หลายๆ อย่างอันเป็นการส่งสัญญาณที่มีคุณภาพในส่วนของผลการดำเนินงานของบริษัท Ferris et al. (2003) เรียกว่า Reputation Effect ซึ่งจากการศึกษาของ Ferris et al. (2003) และ Shivdasani (1993) พบผลที่สอดคล้องกัน

อย่างไรก็ตาม ต้องให้มีการเปิดเผยข้อมูลการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งรวมถึงการจำกัดการดำรงตำแหน่งของกรรมการอิสระเพียงหนึ่งถึงสี่ จะช่วยในการประเมินประสิทธิภาพของกรรมการและมีความเป็นอิสระมากขึ้นตามกฎหมายของ Sarbanes–Oxley Act (2002) ซึ่งกำหนดไม่เกินสี่ที่หากเกินแล้วจะทำให้การตรวจสอบการทำงานตลอดความสามารถในการกำกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลอาจลดลง โดยวัดค่าจากเปอร์เซ็นต์ของการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นเท่ากับหรือมากกว่า 4 บริษัท

2.10 บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง (Set high dividend) คือบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับ 30 บริษัทแรกของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง Na– Ranong (2013) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของประเทศไทย พบว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่และความสามารถในการทำกำไรที่ดีมีโอกาสจ่ายเงินปันผลสูงซึ่งเป็นไปตามทฤษฎี Signaling Theory ดังนั้น จึงใช้ตัวแปรเทียม (Dummy variables) โดยกำหนดให้วัดบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง ดังนี้

บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง = 1

บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง = 0

2.11 การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (Dividend paid last year) บริษัทจะให้ความสำคัญกับอัตราการจ่ายเงินปันผล และความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล ซึ่งนักลงทุนให้ความสำคัญเท่า ๆ กัน โดยผู้บริหารจะส่งสัญญาณเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลและจะใช้เพื่อตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อมั่นใจว่าจะสามารถรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นต่อไปในอนาคต (Lintner, 1956; Suwanna, 2012) ดังนั้น จึงใช้ตัวแปรเทียม (Dummy variables) โดยกำหนดการวัดการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมาดังนี้

บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา = 1

บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา = 0

**3. ตัวแปรควบคุม (Control Variable)** ในแต่ละกิจการอาจมีปัจจัยที่อาจส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล ผู้วิจัยจึงได้กำหนดตัวแปรควบคุมเพิ่มเติมดังนี้

3.1 อัตราส่วนหนี้สิน (Leverage) Jensen & Meckling (1976), Jensen (1986) , Stulz (1988) กล่าวว่า โครงสร้างเงินทุนของบริษัทมีบทบาทสำคัญในการควบคุมการทำงานของผู้บริหารผ่าน Free Cash Flow เป็นการลด Agency Costs ซึ่งอาจเกิดขึ้นจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร อีกทั้งสัญญาณการก่อหนี้จะมีผลต่อการจ่ายเงินปันผลเพราะต้องกันเงินไว้ชำระหนี้ก่อน งานวิจัยพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบ (Gugler & Yurtuglu, 2003 ; Kouki & Guizani ,2009 ; Guizani , 2012) โดยวัดค่าจากหนี้สินรวม ณ วันสิ้นปีหารด้วยสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี

3.2 อายุของกิจการ (Age) ทฤษฎีนี้กล่าวว่าบริษัทขนาดใหญ่และเติบโตเต็มที่มีแนวโน้มมี Free Cash Flow สูงย่อมแสดงถึงการก่อตั้งมาเป็นเวลานานดังนั้นจะมีการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าบริษัทขนาดเล็กที่เพิ่งเกิดใหม่ Fama & French (2001) ได้ศึกษาจ่ายเงินปันผลของบริษัทในสหรัฐอเมริกากระหว่างปี 1926 และ 1999 พวกเขาพบว่าร้อยละของการจ่ายเงินปันผลของบริษัทเหล่านั้นลดลงหลังจากปี 1978 โดยมีสัดส่วนของการจ่ายเงินปันผลถึงจุดสูงสุดคือ 66.5% ในปี 1978 แต่ตกลงไปเหลือเพียง 20.8% ในปี 1999 หลักฐานบ่งบอกถึงสัดส่วนที่ลดลงนี้ว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นส่วนหนึ่งที่มีผลจากการเพิ่มขึ้นของบริษัทขนาดเล็กในตลาดที่มีผลกำไรต่ำ แต่มีโอกาสในการลงทุนสูงและไม่เคยจ่ายเงินปันผล โดยวัดจากจำนวนปีวันจัดตั้งบริษัทจนถึงปีที่ทำการศึกษา

3.3 ขนาดของบริษัท (Firm Size) บริษัทที่มีขนาดของสินทรัพย์มากกว่าหรือใหญ่กว่าจะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่า ซึ่งมีงานวิจัยที่สนับสนุนคือ Ramli (2010) ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกซึ่งวัดโดยใช้ล็อกการิทึมของสินทรัพย์รวม (Natural Log of Total Assets) ในทางกลับกันงานวิจัยของ Gugler & Yurtuglu (2003) ได้ศึกษาในประเทศเยอรมันมีผลทางลบสอดคล้องกับ (Harada & Nguyen, 2005; Kouki & Guizani, 2009) โดยอธิบายตามเหตุผลของ Barclay et al. (1995) ว่าบริษัทขนาดใหญ่มักมีหนี้สินมากกว่าขนาดเล็ก การที่จ่ายเงินปันผลน้อยเพราะต้องเก็บเงินไว้ชำระหนี้หรือลงทุนเพิ่มโดยไม่ต้องไปก่อหนี้เพิ่มหรือเพิ่มทุน การศึกษาที่ใช้ล็อกการิทึมของยอดสินทรัพย์รวม โดยแต่ละบริษัทในอุตสาหกรรมต่าง ๆ จะมีขนาดที่แตกต่างกัน จึงวัดค่าของขนาดของกิจการด้วย Natural Logarithm ของยอดสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี เพื่อปรับค่าให้ตัวเลขอยู่ในฐานที่ใกล้เคียงกัน

3.4 กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry) เพื่อควบคุมความแตกต่างในธุรกิจและนโยบายด้านการบัญชีที่แต่ละกิจการอาจเลือกปฏิบัติแตกต่างกันในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม (ธีรวุฒิ ธีรโชติมงคล, 2553) ตามกลุ่มที่ศึกษา แบ่งออกเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ดังนั้น จึงใช้ตัวแปรเทียม (Dummy Variables) โดยกำหนดให้

INDU1 = 1 ถ้าข้อมูลอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี  
0 ถ้าข้อมูลอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

INDU2 = 1 ถ้าข้อมูลอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร  
0 ถ้าข้อมูลอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

INDU3 = 1 ถ้าข้อมูลอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร  
0 ถ้าข้อมูลอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

INDU4 = 1 ถ้าข้อมูลอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค  
0 ถ้าข้อมูลอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

- INDU5 = 1 ถ้าข้อมูลอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง  
0 ถ้าข้อมูลอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
- INDU6 = 1 ถ้าข้อมูลอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ  
0 ถ้าข้อมูลอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น
- INDU7 = 1 ถ้าข้อมูลอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม  
0 ถ้าข้อมูลอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น

สามารถสรุปตัวแปรและค่าที่คาดหวังได้ตามตารางที่ 2





## ตารางที่ 2 สรุปตัวแปรและค่าที่คาดหวัง

ตัวแปร	ตัวย่อ	การวัดค่า	เครื่องหมาย ที่คาดหวัง	งานวิจัยในอดีต
<b>ตัวแปรตาม</b>				
<b>(Dependent Variable)</b> อัตราการจ่ายเงินปันผล (Dividend Payout Ratio)	DPR $(Y_{it})$	เงินปันผลต่อหุ้นหารด้วยกำไรสุทธิต่อหุ้น		Adjaoud & Ben-Amar ( 2010), Farinha (2003), Mitton (2005), Chay & Suh (2009)
<b>ตัวแปรอิสระ</b>				
<b>(Independent Variable)</b> กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow)	FCF $(x_{21it})$	กระแสเงินสดสุทธิจากกิจกรรมดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวม	+	Baba (2009), Adjaoud & Ben-Amar (2010), Thanatawee (2013)
มูลค่าเพิ่มของกิจการ (Firm Value)	TQ $(x_{11it})$	วัดจากค่า Tobin's Q	+	Agrawal & Jayaraman (1994), Limpaphayom & Connelly (2004), Villalonga & Belen (2004)
ประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Profitability)	ROA $(x_{12it})$	กำไรจากการดำเนินงานหารด้วยสินทรัพย์รวม	+	Ramli (2010) ,Fama & French (2001) DeAngelo et al. (2004)
สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Percentage of The Largest Shareholder)	VR1 $(x_{22it})$	การถือหุ้นอย่างน้อย 20% ขึ้นไปจากผู้ถือหุ้นทั้งหมด	+	Holderness (2003), ชีรวุฒิ ชีโรดมมงคล (2553), Ramli (2010)
สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (Percentage of Institutional Shareholders)	INST $(x_{23it})$	จำนวนของผู้ถือสถาบันหารด้วยจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด	+	Prowse (1990) , Brickley et al.(1988), Karpavicius & Yu (2012), Thanatawee (2013)

ตารางที่ 2 สรุปตัวแปรและค่าที่คาดหวัง (ต่อ)

ตัวแปร	ตัวย่อ	การวัดค่า	เครื่องหมาย ที่คาดหวัง	งานวิจัยในอดีต
สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ (Percentage of Foreign Shareholders)	FOREIGN ( $x_{24it}$ )	จำนวนของผู้ถือหุ้นต่างชาติหารด้วยจำนวนผู้ถือหุ้นทั้งหมด	+	Baba (2009), Jeon et al. (2010)
สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ (Percentage of Independent Directors)	IND ( $x_{25it}$ )	จำนวนของกรรมการอิสระหารด้วยจำนวนกรรมการบริษัททั้งหมด ณ วันสิ้นปี	+	Shama (2011), Rosenstein & Wyatt (1990), Weisbach (1988) Byrd & Hickman (1992) Farinha (2003), Hu & Kumar (2004), White (1996)
ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของ คณะกรรมการอิสระ (Tenure of Independent Directors)	TENURE ( $x_{26it}$ )	เปอร์เซ็นต์ของการดำรงตำแหน่งเท่ากับหรือมากกว่า 15 ปี	-	NACD (1996) , U.S. Senate (2002), Vafeas ( 2003a ,2003b)
การดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของ คณะกรรมการอิสระ (Busy Independent Directors)	BUSY ( $x_{27it}$ )	เปอร์เซ็นต์ของการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นเท่ากับหรือมากกว่า 4 บริษัท	-	Shama (2011), Carpenter & Westphal (2001) Ferris et al. (2003), Linck et al. (2009), Fich & Shivdasani (2006)
บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง (Set High Dividend)	HD ( $x_{13it}$ )	บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง วัดจาก บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง = 1 บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง = 0	+	Na Ranong (2013)

ตารางที่ 2 สรุปตัวแปรและค่าที่คาดหวัง (ต่อ)

ตัวแปร	ตัวย่อ	การวัดค่า	เครื่องหมาย ที่คาดหวัง	งานวิจัยในอดีต
การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (Dividend Paid Last Year)	D_lag1 ( $D_{it-1}$ )	การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมาวัดจากบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา = 1 บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา = 0	+	Lintner (1956), Suwanna (2012)
<b>ตัวแปรควบคุม</b>				
<b>(Control Variable)</b>				
อัตราส่วนหนี้สิน (Leverage)	LEV ( $x_{31it}$ )	หนี้สินรวม ณ วันสิ้นปี หารด้วยสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี	-	Gugler & Yurtuglu (2003), Guizani (2012), Kahle (2002), Sharma (2011)
อายุของกิจการ (Age)	AGE ( $x_{32it}$ )	วัดจากจำนวนปีวันจัดตั้งบริษัทจนถึงปีที่ทำการศึกษา	+	Ramli (2010), Fenn & Liang (2001), Gugler & Yurtuglu (2003), Fama & French (2001), Grullon et al. (2005)
ขนาดของกิจการ (Firm size)	SIZE ( $x_{33it}$ )	วัดจากล็อกการิทึมของยอดสินทรัพย์รวม	+	Fama & French (2001), Denis & Osobov (2008), DeAngelo, DeAngelo & Stulz (2006)
กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry)	INDU ( $x_{34it}$ )	Dummy ของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม	-, +	ธีรวุฒิ ธีรโชติมงคล (2553)

## แบบจำลอง

แบบจำลองในงานวิจัยนี้เป็นแบบจำลองโทบิต (Tobit) ที่มีตัวแปรตามอีกชนิดหนึ่ง ซึ่งจะสามารถหาค่าสังเกตได้ก็ต่อเมื่อค่าของตัวแปรมากกว่า (หรือน้อยกว่า) ค่าคงที่บางค่า แต่ถ้าตัวแปรตามนั้นมีค่าน้อยกว่า (หรือมากกว่า) ค่าคงที่ดังกล่าวแล้ว เราจะไม่สามารถหาค่าสังเกตของได้ ดังนั้น จึงเป็นแบบจำลองที่เหมาะสมสำหรับกรณีที่ตัวแปรตามมีการแจกแจงแบบ Censor Distribution ที่มีข้อมูลถูก Censor ค่าต่ำที่ค่าศูนย์ ซึ่งในกรณีนี้คืออัตราการจ่ายเงินปันผลที่จะมีบางบริษัทไม่จ่ายเงินปันผลเพราะจำนวนเงินที่จ่ายน้อยมากไม่คุ้มกับค่าใช้จ่ายในการดำเนินการ และมีบางบริษัทที่จ่ายแต่มีอัตราที่แตกต่างกัน ดังนั้นแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาสามารถแสดง ดังนี้

แบบจำลองประมาณค่าด้วยวิธี Panel Random-Effects Tobit สามารถแสดงได้ดังนี้

$$Y_{it} = \begin{cases} Y_{it}^* & \text{if } Y_{it}^* > 0 \\ 0 & \text{if } Y_{it}^* \leq 0 \end{cases}$$

$$Y_{it}^* = X_{it}\beta + u_i + \varepsilon_{it}$$

โดยที่

$Y_{it}$  คือ อัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท  $i$  ณ เวลา  $t$

$Y_{it}^*$  คือ การจ่ายเงินปันผลในอุดมคติ (Desired Level) ซึ่งไม่สามารถเก็บข้อมูลได้

$X_{it}$  คือ  $nT \times 4$  เมตริกของตัวแปรอิสระ 4 กลุ่ม 15 ตัวแปร

$$= [D_{it-1}, X_{1it}, X_{2it}, X_{3it}]$$

$\beta$  คือ เวกเตอร์ของค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร

$u_i$  คือ ค่า Cross-Sectional Random Effects

$\varepsilon_{it}$  คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

$D_{it-1}$  = ตัวแปรสะท้อนการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา ( $D_{lag1}$ ) วัดโดย (0,1) แทนค่าเป็น 1 เมื่อบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา

$$X_{1it} = \text{เมตริก } [x_{11it}, x_{12it}, x_{13it}]$$

$x_{11it}$  = ตัวแปรที่สะท้อนมูลค่าเพิ่มของกิจการ (Firm Value) วัดโดย จาก Tobin' Q

$x_{12it}$  = ตัวแปรสะท้อนความสามารถในการทำกำไร (Profitability)

วัดจากอัตราส่วนกำไร (ขาดทุน) ก่อนภาษีหารสินทรัพย์รวม (ROA)



- $x_{13it}$  = ตัวแปรสะท้อนบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง (HD) วัดโดย (0,1) แทนค่าเป็น 1 เมื่อบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง
- $X_{2it}$  = เมตริก  $[x_{21it}, x_{22it}, x_{23it}, x_{24it}, x_{25it}, x_{26it}, x_{27it}]$
- $x_{21it}$  = ตัวแปรสะท้อนกระแสเงินสดอิสระ (FCF) วัดจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหารสินทรัพย์รวม
- $x_{22it}$  = ตัวแปรสะท้อนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (VR1) วัดจากการถือหุ้นอย่างน้อย 20% ขึ้นไปจากผู้ถือหุ้นทั้งหมดในวันปิดสมุดบัญชี XM
- $x_{23it}$  = ตัวแปรสะท้อนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (INST) วัดจากสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน จากผู้ถือหุ้นทั้งหมดในวันปิดสมุดบัญชี XM
- $x_{24it}$  = ตัวแปรสะท้อนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ (FOREIGN) วัดจากสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติจากผู้ถือหุ้นทั้งหมดในวันปิดสมุดบัญชี XM
- $x_{25it}$  = ตัวแปรสะท้อนจำนวนของคณะกรรมการอิสระ (IND) วัดจากสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการทั้งหมดของบริษัท
- $x_{26it}$  = ตัวแปรสะท้อนระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (TENURE) วัดจากสัดส่วนการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระเท่ากับหรือมากกว่า 15 ปี
- $x_{27it}$  = ตัวแปรสะท้อนการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของคณะกรรมการอิสระ (BUSY) วัดจากสัดส่วนการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นเท่ากับหรือมากกว่า 4 บริษัท
- $X_{3it}$  = เมตริก  $[x_{31it}, x_{32it}, x_{33it}, x_{34it}]$
- $x_{31it}$  = ตัวแปรสะท้อนอัตราส่วนหนี้สิน (LEV) วัดจากหนี้สินรวม ณ วันสิ้นปี หารด้วยสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี
- $x_{32it}$  = ตัวแปรสะท้อนอายุของกิจการ (AGE) วัดจากจำนวนปีวันจัดตั้งบริษัท จนถึงปีที่ทำการศึกษา
- $x_{33it}$  = ตัวแปรสะท้อนขนาดของกิจการ (SIZE) วัดจาก Logarithm ของมูลค่าสินทรัพย์รวม
- $x_{34it}$  = ตัวแปรสะท้อนกลุ่มอุตสาหกรรม (INDU) วัดจาก Dummy ของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

### การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลสำหรับการศึกษานี้ ใช้ทั้งสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) และสถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) มีรายละเอียดดังนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) บรรยายลักษณะของตัวแปรแต่ละตัว โดยการแจกแจงความถี่ (Frequencies) ค่าสูงสุด (Maximum : Max) ค่าต่ำสุด (Minimum : Min) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) โดยใช้การวิเคราะห์ แบบ Panel Data ที่ข้อมูลประกอบด้วย Time Series Data และ Cross-Sectional Data โดยมีขั้นตอนดังนี้

2.1 Pearson's Correlations Matrix เพื่อวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่ เพื่อแก้ปัญหา Multicollinearity ที่จะทำให้ค่าสัมประสิทธิ์ขาดนัยสำคัญ

2.2 การประมาณค่าแบบจำลอง Tobit Model สำหรับการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล และปริมาณการจ่าย และประมาณค่าแบบ Maximum Likelihood Estimation เนื่องจากเป็นแบบจำลองที่เหมาะสมสำหรับข้อมูลที่ไม่เป็น Linear ที่มีการแจกแจงไม่ปกติ

3. ทดสอบสมมติฐาน ตามที่ตั้งไว้

4. ทำนาย หรือพยากรณ์ เพื่อทดสอบสมมติฐานโดยใช้ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องในการอธิบาย และสรุปผลเพื่อตอบคำถามการวิจัย



## บทที่ 4

### ผลการศึกษาวิจัย

จากการศึกษาเกี่ยวกับทฤษฎีส่งสัญญาณ และต้นทุนตัวแทนจากกระแสเงินสดอิสระของการจ่ายเงินปันผลในประเทศไทยนั้น มีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) เพื่อศึกษาแนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory) 2) เพื่อศึกษาแนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) จากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) โดยผู้วิจัยได้ทำการวิเคราะห์ข้อมูลเป็น 2 ลักษณะ คือ (1) การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ การแจกแจงความถี่ (Frequencies) ค่าสูงสุด (Maximum : Max) ค่าต่ำสุด (Minimum : Min) ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) และ (2) การวิเคราะห์สถิติข้อมูลเชิงอนุมาน ได้แก่ การวิเคราะห์ถดถอย และกำหนดตัวแปรตามคือ อัตราการจ่ายเงินปันผล

ในบทนี้ ผู้วิจัยนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อตอบวัตถุประสงค์ของการศึกษา ดังนี้ (1) ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง (2) การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (3) การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (4) การวิเคราะห์เชิงอนุมาน (5) การวิเคราะห์ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงหน่วยสุดท้าย (6) การทดสอบยืนยันผล

#### ลักษณะเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง

ผู้วิจัยกำหนดตัวอย่างที่ใช้ศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นบริษัทจดทะเบียนที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงินและกองทุนรวมตามที่ระบุไว้ในบทที่ 3 ระยะเวลาที่ใช้ศึกษาช่วงปี 2552-2556 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ศึกษาสามารถจำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมโดยแสดงรายละเอียดในตารางที่ 3 ดังนี้

**ตารางที่ 3** แสดงจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ศึกษาโดยจำแนกตามอุตสาหกรรมในแต่ละปี

กลุ่มอุตสาหกรรม	ปี					รวม
	2552	2553	2554	2555	2556	
เทคโนโลยี	29	33	33	34	32	161
ทรัพยากร	27	27	27	27	23	131
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	37	39	37	36	37	186
สินค้าอุปโภคบริโภค	30	32	33	29	31	155
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	58	72	71	71	72	344
บริการ	54	59	55	56	50	274
สินค้าอุตสาหกรรม	59	66	67	68	66	326
<b>รวม</b>	<b>294</b>	<b>328</b>	<b>323</b>	<b>321</b>	<b>311</b>	<b>1,577</b>

จากตารางที่ 3 คัดเลือกตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตามเกณฑ์การคัดเลือกที่กำหนดไว้ข้างต้น ในกลุ่มอุตสาหกรรมจำนวน 7 กลุ่ม โดยไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน โดยมีกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 1,924 ตัวอย่าง ไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนจำนวน 220 ตัวอย่าง และกลุ่มบริษัทที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลผิดปกติที่เกิน 100 จำนวน 127 ตัวอย่าง ซึ่งส่วนใหญ่เป็นอุตสาหกรรมบริการ คงเหลือกลุ่มตัวอย่างโดยกำหนดค่าไม่เกิน 100 จำนวน 1,577 ตัวอย่าง โดยจำนวนปีที่ศึกษาคือ พ.ศ. 2552-2556 สามารถสรุปเป็นข้อสังเกตได้ว่า จำนวนกิจการที่เลือกเป็นตัวอย่างอยู่ในกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมากที่สุด และอยู่ในกลุ่มทรัพยากร น้อยที่สุด โดยที่จำนวนรวมทุกอุตสาหกรรมในปี 2553 มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างรวมมากที่สุด คือ 328 บริษัท และในปี 2552 มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างรวม น้อยที่สุดคือ 294 บริษัท

### การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ผู้วิจัยวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาเพื่อต้องการทราบคุณลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ศึกษา โดยใช้สถิติต่างๆ ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) สถิติสำหรับการวัดค่ากลางของข้อมูล คือ ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่ามัธยฐาน (Median) สถิติสำหรับการวัดการกระจายของข้อมูล คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ผลการวิเคราะห์ข้อมูลแสดงรายละเอียดในตารางที่ 4 ดังต่อไปนี้



ตารางที่ 4 ค่าสถิติพื้นฐานของกลุ่มตัวอย่างที่จ่ายเงินปันผลกับไม่จ่ายเงินปันผล

ตัวแปร	บริษัท	N	mean	median	sd	min	max
DPR	รวม	1577	37.1282	39.5604	30.7850	0.0000	100.0000
	จ่าย	1115	52.5123	50.0000	23.0690	0.2000	100.0000
	ไม่จ่าย	462	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
FCF	รวม	1577	7.4467	7.2005	11.7085	-57.4549	99.3206
	จ่าย	1115	9.5494	9.3317	11.2003	-37.6042	99.3206
	ไม่จ่าย	462	2.3720	2.5435	11.3585	-57.4549	95.0271
TQ	รวม	1577	1.3715	1.1522	0.8377	0.2344	8.5576
	จ่าย	1115	1.4498	1.2038	0.8698	0.4591	8.5576
	ไม่จ่าย	462	1.1825	1.0411	0.7214	0.2344	6.6461
ROA	รวม	1577	8.0116	8.2800	11.5038	-68.3800	62.7400
	จ่าย	1115	12.1370	10.5800	7.7272	-5.3800	62.7400
	ไม่จ่าย	462	-1.9447	-0.0500	12.9468	-68.3800	62.1600
VR1	รวม	1577	38.4377	41.8900	25.2085	0.0000	97.8200
	จ่าย	1115	40.1975	43.8800	25.2129	0.0000	95.7600
	ไม่จ่าย	462	34.1905	35.2900	24.7133	0.0000	97.8200
INST	รวม	1577	15.4114	4.9400	21.8178	0.0000	95.7600
	จ่าย	1115	16.8450	6.0000	22.4174	0.0000	95.7600
	ไม่จ่าย	462	11.9516	2.5300	19.8995	0.0000	84.6500
FOREIGN	รวม	1577	14.1735	5.0194	19.0325	0.0000	97.5408
	จ่าย	1115	15.1007	6.5515	18.8472	0.0000	89.9999
	ไม่จ่าย	462	11.9358	2.3957	19.3101	0.0000	97.5408
IND	รวม	1577	39.2238	37.5000	9.6223	3.0000	84.6154
	จ่าย	1115	39.0844	36.3636	9.6866	3.0000	84.6154
	ไม่จ่าย	462	39.5601	37.5000	9.4674	9.0909	71.4286
TENURE	รวม	1577	7.3458	0.0000	15.0805	0.0000	75.0000
	จ่าย	1115	8.0433	0.0000	15.7195	0.0000	75.0000
	ไม่จ่าย	462	5.6624	0.0000	13.2792	0.0000	66.6667
BUSY	รวม	1577	25.4113	25.0000	26.1536	0.0000	100.0000
	จ่าย	1115	27.2258	25.0000	26.8413	0.0000	100.0000
	ไม่จ่าย	462	21.0320	20.0000	23.8800	0.0000	100.0000
LEV	รวม	1577	44.3381	45.2843	23.9199	0.0000	142.0662
	จ่าย	1115	40.4671	42.2638	19.8273	0.0000	101.4051
	ไม่จ่าย	462	53.6805	54.9607	29.7042	0.0000	142.0662

ตารางที่ 4 ค่าสถิติพื้นฐานของกลุ่มตัวอย่างที่จ่ายเงินปันผลกับไม่จ่ายเงินปันผล (ต่อ)

ตัวแปร	บริษัท	N	mean	median	sd	min	max
AGE	รวม	1577	29.9131	28.0000	14.6970	1.0000	137.0000
	จ่าย	1115	30.5166	28.0000	15.6672	1.0000	137.0000
	ไม่จ่าย	462	28.4567	27.0000	11.9277	7.0000	70.0000
SIZE	รวม	1577	15.3520	15.1240	1.5329	11.2053	21.3120
	จ่าย	1115	15.5536	15.2858	1.5058	11.9006	21.3120
	ไม่จ่าย	462	14.8653	14.6308	1.4895	11.2053	19.5966
HD	รวม	1577	0.0165	0.0000	0.1274	0.0000	1.0000
	จ่าย	1115	0.0233	0.0000	0.1510	0.0000	1.0000
	ไม่จ่าย	462	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
D_lag1	รวม	1577	0.7724	1.0000	0.4194	0.0000	1.0000
	จ่าย	1115	0.9238	1.0000	0.2655	0.0000	1.0000
	ไม่จ่าย	462	0.4069	0.0000	0.4918	0.0000	1.0000

จากตารางที่ 4 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ศึกษา โดยแบ่งออกเป็นกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลและไม่จ่ายเงินปันผล มีตัวแปรที่เกี่ยวข้องดังนี้ DPR คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล มีกลุ่มตัวอย่างที่จ่ายเงินปันผลมากกว่ากลุ่มตัวอย่างที่ไม่จ่ายเงินปันผลโดยมีค่าเฉลี่ย 52.5123 ตัวแปรอิสระกลุ่มแรกเกี่ยวกับผลการดำเนินงานประกอบด้วย FCF คือ กระแสเงินสดอิสระ ในกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลมีกระแสเงินสดอิสระเฉลี่ย 9.5494 สูงกว่ากลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล เช่นเดียวกับ TQ คือ มูลค่าของกิจการทางตลาด ที่มีค่าเฉลี่ย 1.4498 และ ROA คือ ประสิทธิภาพการทำกำไรทางบัญชีที่มีค่าเฉลี่ยถึง 12.1370 สรุปได้ว่าผลการดำเนินงานของกิจการมีค่าเฉลี่ยทิศทางเดียวกับอัตราการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผล ตัวแปรอิสระกลุ่มที่สองเกี่ยวกับโครงสร้างการถือหุ้นประกอบด้วย VR1 คือ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ที่วัดสัดส่วนการถือหุ้นตั้งแต่ 20% ขึ้นไปมีค่าเฉลี่ยที่ 40.1975 ส่วน INST คือ สัดส่วนของนักลงทุนสถาบันมีค่าเฉลี่ยที่ 16.8450 และ FOREIGN คือ สัดส่วนของนักลงทุนต่างชาติมีค่าเฉลี่ยที่ 15.1007 จะเห็นได้ว่าการถือหุ้นทั้งสามประเภทมีกลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีการถือหุ้นตามประเภททั้งสามเลยเห็นได้จากค่าต่ำสุดที่เป็น 0.0000 แต่อย่างไรก็ตามโครงสร้างผู้ถือหุ้นยังมีค่าเฉลี่ยทิศทางเดียวกับอัตราการจ่ายเงินปันผลในกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผล ตัวแปรอิสระกลุ่มที่สามเกี่ยวกับกลไกกำกับดูแลกิจการจากคณะกรรมการอิสระประกอบด้วย IND คือ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระมีค่าเฉลี่ยที่ 39.0844 ซึ่งใกล้เคียงกับกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผลและใกล้เคียงกับเกณฑ์ที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด ส่วน TENURE คือ ระยะเวลาการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระมีค่าเฉลี่ยที่ 8.0433 แสดงว่าส่วนใหญ่ดำรงตำแหน่งไม่นาน และ BUSY คือ การดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของคณะกรรมการอิสระที่เท่ากับหรือมากกว่า 4

บริษัท มีค่าเฉลี่ยที่ 27.2258 ถือว่าส่วนใหญ่อยู่ในเกณฑ์ ตัวแปรควบคุมประกอบด้วย LEV คือ อัตราส่วนหนี้สินมีค่าเฉลี่ยที่ 40.4671 ซึ่งจัดว่ามีหนี้สินต่ำเมื่อเทียบกับกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล AGE คือ อายุของกิจการมีค่าเฉลี่ย 30.5166 ใกล้เคียงกับกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล และ SIZE คือ ขนาดของกิจการมีค่าเฉลี่ย 15.5536 ซึ่งใกล้เคียงกับกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผลเช่นเดียวกัน ส่วน HD คือ บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่องมีค่าเฉลี่ยที่ 0.0233 แตกต่างจากกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล เช่นเดียวกับ D\_lag1 คือในปีที่ผ่านมาที่มีการจ่ายเงินปันผลจะส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลในปีต่อไปมีค่าเฉลี่ยที่ 0.9238

**ตารางที่ 5** ค่าความถี่และร้อยละของอัตราการจ่ายเงินปันผลแต่ละประเภท

ประเภท	จ่าย	ไม่จ่าย	รวม
Cash	1,112 (70.51%)	465 (29.49%)	1,577 (100%)
Stock	57 (3.61%)	1,520 (96.39%)	1,577 (100%)
Cash & Stock	1,115 (70.70%)	462 (29.30%)	1,577 (100%)

Cash = การจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด Stock = การจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้น

Cash & Stock = การจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสดและหุ้น

จากตารางที่ 5 พบว่ามีการจ่ายเงินปันผลทั้งที่เป็นเงินสดและหุ้นรวม 70.70% และส่วนใหญ่มีการจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด 70.51% และมีการจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้นเพียง 3.61%

**ตารางที่ 6** ค่าสถิติพื้นฐานของอัตราการจ่ายเงินปันผลตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	บริษัท	N	mean	median	sd	min	max
เทคโนโลยี	จ่าย	114	57.8541	56.5630	21.3844	0.3006	100.0000
	ไม่จ่าย	47	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
ทรัพยากร	จ่าย	97	46.5270	45.1866	19.5923	2.8358	92.3077
	ไม่จ่าย	34	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	จ่าย	150	49.2527	49.2423	22.7703	0.2000	97.1223
	ไม่จ่าย	36	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
สินค้าอุปโภคบริโภค	จ่าย	119	53.3602	52.1739	22.0895	5.4434	100.0000
	ไม่จ่าย	36	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	จ่าย	230	47.3196	43.9122	22.8877	1.9286	100.0000
	ไม่จ่าย	114	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
บริการ	จ่าย	183	60.3705	58.5938	25.5267	6.5294	100.0000
	ไม่จ่าย	91	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
สินค้าอุตสาหกรรม	จ่าย	222	53.0343	50.1527	21.7937	3.7037	100.0000
	ไม่จ่าย	104	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

จากตารางที่ 6 พบว่ากลุ่มที่จ่ายเงินปันผลมีอัตราการจ่ายเงินปันผลของแต่ละอุตสาหกรรมใกล้เคียงกัน โดยกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีอัตราการจ่ายเงินปันผลมากที่สุดที่ค่าเฉลี่ย 60.3705 และอุตสาหกรรมทรัพยากรมีอัตราการจ่ายเงินปันผลน้อยที่สุดที่ค่าเฉลี่ย 46.5270

**ตารางที่ 7** ค่าสถิติพื้นฐานของกระแสเงินสดอิสระตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่มอุตสาหกรรม	บริษัท	N	mean	median	sd	min	max
เทคโนโลยี	จ่าย	114	10.6116	10.0694	13.0496	-14.7726	59.0000
	ไม่จ่าย	47	7.0364	6.5719	11.9517	-21.2528	48.8573
ทรัพยากร	จ่าย	97	9.8305	9.7670	7.5653	-9.1236	36.4400
	ไม่จ่าย	34	3.8208	2.4089	10.1779	-20.2757	24.5372
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	จ่าย	150	12.6220	11.9969	10.5377	-20.3226	41.4625
	ไม่จ่าย	36	3.8264	5.2306	7.3945	-15.7342	17.7000
สินค้าอุปโภคบริโภค	จ่าย	119	7.9472	6.9566	7.5959	-10.9612	38.9683
	ไม่จ่าย	36	0.6320	2.3673	9.7202	-27.0730	16.6504
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	จ่าย	230	6.3073	6.0155	12.4970	-28.2013	60.3332
	ไม่จ่าย	114	0.0036	0.9643	15.3322	-57.4549	95.0271
บริการ	จ่าย	183	11.3838	11.1642	7.9628	-16.6869	36.5172
	ไม่จ่าย	91	1.6575	1.7465	7.7752	-26.8211	30.1868
สินค้าอุตสาหกรรม	จ่าย	222	9.5108	9.0614	13.3624	-37.6042	99.3206
	ไม่จ่าย	104	3.1106	3.8827	9.9707	-32.8210	31.3278

จากตารางที่ 7 พบว่ากลุ่มที่จ่ายเงินปันผลมีกระแสเงินสดอิสระของแต่ละอุตสาหกรรมใกล้เคียงกัน โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีกระแสเงินสดอิสระมากที่สุดที่ค่าเฉลี่ย 12.6220 และอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีกระแสเงินสดอิสระน้อยที่สุดที่ค่าเฉลี่ย 6.3073



**ตารางที่ 8** ค่าความถี่และร้อยละของกลุ่มตัวอย่างที่มีการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องและไม่จ่ายต่อเนื่องตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่ม	จ่ายต่อเนื่อง	จ่ายไม่ต่อเนื่อง	รวม
เทคโนโลยี	2 (1.24%)	159 (98.76%)	161 (100%)
ทรัพยากร	9 (6.87%)	122 (93.13%)	131 (100%)
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	3 (1.61%)	183 (98.39%)	186 (100%)
สินค้าอุปโภคบริโภค	0 (0.00%)	155 (100%)	155 (100%)
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	9 (2.62%)	335 (97.38%)	344 (100%)
บริการ	3 (1.09%)	271 (98.91%)	274 (100%)
สินค้าอุตสาหกรรม	0 (0.00%)	326 (100%)	326 (100%)
รวม	26 (1.65%)	1,551 (98.35%)	1,577 (100%)

จากตารางที่ 8 พบว่ากลุ่มตัวอย่างของกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลต่อเนื่องน้อยกว่ากลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผลต่อเนื่องคือมีเพียง 1.65% เท่านั้น โดยกลุ่มตัวอย่างในอุตสาหกรรมทรัพยากรมีการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องมากที่สุดที่ 6.87% และไม่พบการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องของอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมเนื่องจากในปีที่ศึกษาไม่ได้บริษัทที่ได้รับการจัดอันดับ

**ตารางที่ 9** ค่าความถี่และร้อยละของกลุ่มตัวอย่างที่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมาและไม่จ่ายในปีที่ผ่านมาตามประเภทกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่ม	จ่ายในปีที่ผ่านมา	ไม่จ่ายในปีที่ผ่านมา	รวม
เทคโนโลยี	125 (77.64%)	36 (22.36%)	161 (100%)
ทรัพยากร	104 (79.39%)	27 (20.61%)	131 (100%)
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	160 (86.02%)	26 (13.98%)	186 (100%)
สินค้าอุปโภคบริโภค	131 (84.52%)	24 (15.48%)	155 (100%)
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	250 (72.67%)	94 (27.33%)	344 (100%)
บริการ	204 (74.45%)	70 (25.55%)	274 (100%)
สินค้าอุตสาหกรรม	244 (74.85%)	82 (25.15%)	326 (100%)
รวม	1218 (77.24%)	359 (22.76%)	1,577 (100%)

จากตารางที่ 9 พบว่ากลุ่มตัวอย่างของกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมามากกว่ากลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมาถึง 77.24% โดยกลุ่มตัวอย่างในอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมามากที่สุดที่ 86.02% และอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา น้อยที่สุดที่ 72.67% ซึ่งมีความสอดคล้องกับกระแสเงินสดอิสระตามตารางที่ 7

### การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

เป็นการแสดงความสัมพันธ์ระหว่าง 2 ตัวแปรในรูปของเมตริกซ์ ซึ่งเป็นตัวแปรที่สนใจเพื่อนำมาใช้ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงถดถอย (Regression Analysis) ว่าแต่ละตัวแปรมีความเกี่ยวพัน ความสอดคล้องและการแปรผันร่วมกัน หรือไปด้วยกันในเบื้องต้นเท่านั้น ซึ่งการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลอาจมีความสัมพันธ์ร่วมกันในหลายปัจจัยจึงต้องนำมาวิเคราะห์ความถดถอย (Regression Analysis) ซึ่งตารางแสดงค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรได้แสดงทั้ง Pearson's Correlation Matrix, Spearman's

Correlation Matrix และ Pairwise Correlation ดังแสดงในภาคผนวก ก ตามตารางที่ 1-3 ซึ่งแสดงผลที่สอดคล้องกันในการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระแต่ละคู่ เพื่อแก้ปัญหา Multicollinearity ที่จะทำให้ค่าสัมประสิทธิ์ขาดนัยสำคัญ ทำให้มีการตัดตัวแปรอิสระออกไปจากตัวแบบดังแสดงตารางที่ 10

### การวิเคราะห์เชิงอนุมาน (Inference Statistics)

เป็นการวิเคราะห์ที่ใช้เทคนิคการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระมากกว่า 1 ตัวการหาความสัมพันธ์ของปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผล ด้วยแบบจำลองโทบิต (Tobit) ซึ่งกำหนดให้ตัวแปรตาม คือ การจ่ายเงินปันผล ถ้าไม่จ่ายเท่ากับ 0 แต่ถ้าจ่ายจะจ่ายเท่าไร  $> 0$  (ไม่จำเป็นต้องเท่ากับหนึ่ง) ดังนั้นแบบจำลองนี้ คำนึงถึงข้อจำกัดที่ว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลจะถูกจำกัดว่ามีค่าเป็นศูนย์หรือมากกว่าศูนย์เท่านั้น จะไม่มีค่าต่ำกว่าศูนย์ ประกอบด้วยตัวแปรตามคืออัตราการจ่ายเงินปันผลที่วัดจากเงินปันผลต่อหุ้นหารด้วยกำไรสุทธิต่อหุ้น ในช่วงปี พ.ศ.2552-2556 โดยมีตัวแปรอิสระคือ กระแสเงินสดอิสระ มูลค่าของกิจการวัดโดย Tobin's Q ประสิทธิภาพในการทำกำไร วัดจาก ROA สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ สัดส่วนของคณะกรรมการอิสระ ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ การดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของคณะกรรมการอิสระ บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา อัตราส่วนหนี้สิน อายุของกิจการ ขนาดของกิจการ และกลุ่มอุตสาหกรรม ตามตารางที่ 10

ตารางที่ 10 ผลการประมาณค่าวิธี Panel Random-Effects Tobit

	Tobit		Two Step			
	(1)	(2)	Probit		Reg	
			(3)		(4)	
FCF	0.1460 **	0.1450 **	0.0135 **		0.0468	
TQ	3.0900 ***	3.0590 ***	0.0339		6.3880 ***	
ROA	0.5880 ***	0.5930 ***	0.1360 ***		-0.6320 ***	
VR1	0.0747 **	0.0785 **	0.0070 **		0.0120	
INST	0.0278					
FOREIGN	0.0369					
IND	-0.0051					
TENURE	-0.1210 **	-0.1160 **	0.0014		-0.0855	
BUSY	-0.0241					
LEV	-0.1430 ***	-0.1400 ***	-0.0128 ***		-0.1210 **	
AGE	-0.0155					
SIZE	0.4840					
HD	5.9770					
D_lag1	11.3100 ***	11.5800 ***	1.1190 ***			
L.DPR					0.2540 ***	
Ind1	2.0300	2.4950	0.1640		2.3180	
Ind2	-8.0720 *	-6.4510	0.2400		-8.3020 **	
Ind3	-4.6920	-5.1280	0.0555		-8.0230 **	
Ind4	1.8490	1.5430	0.3480		-3.4470	
Ind5	-5.9890 *	-5.9920 **	0.2460		-4.7880	
Ind7	-3.6370	-3.5230	-0.0357		-0.3770	
_cons	18.2400	24.7700 ***	-0.9060 ***		45.7200 ***	
sigma_u	15.7400 ***	15.7800 ***				
sigma_e	19.8800 ***	19.9100 ***				
lnsig2u			-0.2470			
N	1577	1577	1577		822	
N_g	377	377	377		284	
ll	-7190.6	-7192.6	-462.7			
chi2	262.4 ***	254.6 ***	288.4 ***		180.1 ***	

\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

จากตารางที่ 10 แสดงผลการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุ เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระกับตัวแปรตามเพื่ออธิบายตามทฤษฎีส่งสัญญาณ และต้นทุนตัวแทนจากกระแสเงินสดอิสระของการจ่ายเงินปันผลของกิจการ มีการแสดงเปรียบเทียบเป็น 4 ตัวแบบ คือ ตัวแบบ



(1) และ ตัวแบบ (2) เป็นวิธีประมาณค่าแบบ Panel Random-Effects Tobit แตกต่างกันที่ชุดตัวแปรโดย ตัวแบบ (1) มีทั้งหมด 15 ตัวแปร โดยยังไม่ได้ตัดตัวแปร ที่มีปัญหา Multicollinearity จำนวน 7 ตัวแปรออกได้แก่ INST FOREIGN IND BUSY AGE SIZE HD โดยตัวแบบ (2) ได้ตัดออกแล้ว ส่วน ตัวแบบ (3) และ ตัวแบบ (4) เป็นวิธีประมาณแบบ Two Step โดยใน ตัวแบบ (3) ประมาณค่าแบบ Probit โดยใช้ชุดตัวแปรเดียวกับ ตัวแบบ (2) เพื่อทดสอบการจ่ายหรือไม่จ่ายเงินปันผล ในขณะที่ ตัวแบบ (4) เป็นวิธีประมาณค่าแบบ Regression และใช้ชุดตัวแปรเดียวกัน เป็นการทดสอบอัตราในการจ่ายเงินปันผล ดังนั้นขอเสนอผลการวิเคราะห์ตามวัตถุประสงค์และสมมติฐานการวิจัยดังนี้ 1. แนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory) 2. แนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) จากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) 3. ตัวแปรควบคุมกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

1. แนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ตามสมมติฐาน

$H_1$  : เมื่อกิจการมีมูลค่าเพิ่มมากขึ้นจะสามารถส่งสัญญาณในความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

$H_2$  : เมื่อกิจการมีความสามารถในการทำกำไรเพิ่มขึ้นจะสามารถส่งสัญญาณในความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

$H_3$  : เมื่อบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่องจะสามารถส่งสัญญาณในความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

$H_4$  : เมื่อกิจการมีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมาจะสามารถส่งสัญญาณในความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

ซึ่งมีตัวแปรที่เกี่ยวข้องจำนวน 4 ตัวแปร สามารถสรุปได้ดังนี้

มูลค่าเพิ่มของกิจการที่วัดจาก TQ ซึ่งเป็นตัววัดมูลค่าของกิจการทางด้านตลาด ตามตัวแบบ (1) ตัวแบบ (2) และ ตัวแบบ (4) เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้โดยพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และมีทิศทางเดียวกับกระแสเงินสดอิสระ (FCF) แสดงว่าหากกิจการมีมูลค่าเพิ่ม (TQ) จะมีการจ่ายเงินปันผล ยกเว้น ตัวแบบ (3) ที่ไม่สามารถอธิบายได้ว่ามูลค่าเพิ่มของกิจการ (Firm Value) ที่วัดโดย TQ มีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล

ความสามารถในการทำกำไรที่วัดจาก ROA ซึ่งเป็นตัววัดมูลค่าของกิจการทางด้านบัญชีในการใช้ประโยชน์จากสินทรัพย์ ตาม ตัวแบบ (1) ตัวแบบ (2) และ ตัวแบบ (3) เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้โดยพบว่ามีสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมี

นัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่ากิจการจะจ่ายปันผลต้องมีการพิจารณาว่ามีความสามารถในการทำกำไร (ROA) จึงจะนำมาจ่ายปันผล ยกเว้น ตัวแบบ (4) ที่พบความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายปันผล ที่แสดงว่าหากกิจการมีความสามารถในการทำกำไรลดลง จะไม่จ่ายปันผล แต่สามารถจ่ายปันผลได้ถ้ามีกระแสเงินสดอิสระ (FCF) และมูลค่าเพิ่มของกิจการ (TQ)

บริษัทที่มีการจ่ายปันผลสูงต่อเนื่อง (HD) วัดโดย (0,1) แทนค่าเป็น 1 เมื่อบริษัทที่มีการจ่ายปันผลสูงต่อเนื่อง ตาม ตัวแบบ (1) ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายปันผลทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่มีการจ่ายปันผลสูงต่อเนื่อง (HD) มีผลต่อการตัดสินใจจ่ายปันผล และปริมาณการจ่าย เนื่องจากมีข้อมูลไม่เพียงพอต่อการวิเคราะห์

การจ่ายปันผลในปีที่ผ่านมา (D\_lag1) วัดโดย (0,1) แทนค่าเป็น 1 เมื่อบริษัทที่มีการจ่ายปันผลในปีที่ผ่านมา ตาม ตัวแบบ (1) ตัวแบบ (2) และ ตัวแบบ (3) เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้โดยพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าหากกิจการมีการจ่ายปันผลในปีที่ผ่านมาจะส่งผลต่อการจ่ายปันผลในปีต่อไป และสามารถระบุถึงปริมาณในการจ่ายปันผล (L.DPR) ตามตัวแบบ (4)

2. แนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายปันผลและปริมาณการจ่ายปันผลในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) จากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ตามสมมติฐาน

H<sub>5</sub> : เมื่อกิจการมีกระแสเงินสดอิสระเพิ่มขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายปันผลส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง

H<sub>6</sub> : เมื่อกิจการมีสัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพิ่มขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายปันผลส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง

H<sub>7</sub> : เมื่อกิจการมีสัดส่วนของการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบันเพิ่มขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายปันผลส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง

H<sub>8</sub> : เมื่อกิจการมีสัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติเพิ่มขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายปันผลส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง

H<sub>9</sub> : เมื่อกิจการมีสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระเพิ่มขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายปันผลส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนลดลง

H<sub>10</sub> : เมื่อกิจการมีคณะกรรมการอิสระที่มีระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งมากขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายปันผลส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนเพิ่มขึ้น

H<sub>11</sub> : เมื่อกิจการมีคณะกรรมการอิสระที่มีการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นมากขึ้นทำให้มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายปันผลส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนเพิ่มขึ้น

ซึ่งมีตัวแปรที่เกี่ยวข้องจำนวน 7 ตัวแปร สามารถสรุปได้ดังนี้

กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ที่วัดจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหารสินทรัพย์รวม ตาม ตัวแบบ (1) ตัวแบบ (2) และ ตัวแบบ (3) เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้โดยพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่ากิจการที่จ่ายเงินปันผลต้องมีการพิจารณาว่ามีกระแสเงินสดอิสระ (FCF) เพียงพอจากการดำเนินงานปกติแล้วจะนำมาจ่ายเงินปันผล ยกเว้น ตัวแบบ (4) ที่ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่ากระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีผลต่อปริมาณการจ่ายเงินปันผล

สัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ที่วัดจากการถือหุ้นอย่างน้อย 20% ขึ้นไปจากผู้ถือหุ้นทั้งหมด ตาม ตัวแบบ (1) ตัวแบบ (2) และตัวแบบ (3) เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้โดยพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัวที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 20% ขึ้นไปส่งผลดีต่อการจ่ายเงินปันผล ในการติดตามตรวจสอบการบริหารงานของกิจการ ส่วนตัวแบบ (4) ที่ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าสัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (VR1) มีผลต่อปริมาณการจ่ายเงินปันผล

สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (INST) วัดจากสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน จากผู้ถือหุ้นทั้งหมด ตาม ตัวแบบ (1) ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าสัดส่วนของการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (INST) มีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล และปริมาณการจ่ายเงินปันผล

สัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ (FOREIGN) วัดจากสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติจากผู้ถือหุ้นทั้งหมด ตาม ตัวแบบ (1) ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าสัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ (FOREIGN) มีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล และปริมาณการจ่ายเงินปันผล

จำนวนของคณะกรรมการอิสระ (IND) วัดจากสัดส่วนของคณะกรรมการอิสระในคณะกรรมการทั้งหมดของบริษัท ตาม ตัวแบบ (1) ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าจำนวนของคณะกรรมการอิสระ (IND) มีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล และปริมาณการจ่าย

การดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของคณะกรรมการอิสระ (BUSY) ที่วัดจากสัดส่วนการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นเท่ากับหรือมากกว่า 4 บริษัท ตาม ตัวแบบ (1) ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่า



การดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของคณะกรรมการอิสระ (BUSY) มีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล และปริมาณการจ่าย

ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (TENURE) วัดจากสัดส่วนการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระเท่ากับหรือมากกว่า 15 ปี ตาม ตัวแบบ (1) และ ตัวแบบ (2) เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ โดยพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระเท่ากับหรือมากกว่า 15 ปี ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลที่ลดลงแสดงว่า คณะกรรมการละเลยในการติดตามตรวจสอบการบริหารงานของกิจการและไม่มีการนำเสนอความคิดใหม่ ๆ ส่วน ตัวแบบ (3) และ (4) ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (TENURE) มีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล และปริมาณการจ่ายเงินปันผล

3. ตัวแปรควบคุมกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่งมีตัวแปรที่เกี่ยวข้องจำนวน 4 ตัวแปรสามารถสรุปได้ดังนี้

อัตราส่วนหนี้สิน (Leverage) วัดจากหนี้สินรวม ณ วันสิ้นปีหารด้วยสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี ทั้ง 4 ตัวแบบพบว่ามีสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงถึงการที่กิจการมีหนี้สิน (LEV) มากทำให้มีการจ่ายเงินปันผลน้อยลงเพราะต้องกันเงินไปชำระหนี้ก่อน ในทางตรงกันข้ามหากกิจการมีหนี้สินน้อยจะจ่ายเงินปันผลมากเพราะไม่มีภาระหนี้สิน

อายุของกิจการ (Age) วัดจากจำนวนปีวันจัดตั้งบริษัทจนถึงปีที่ทำการศึกษ ตาม ตัวแบบ (1) ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าอายุของกิจการ (AGE) มีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล และปริมาณในการจ่ายเงินปันผล

ขนาดของกิจการ (Firm Size) วัดจาก Logarithm ของมูลค่าสินทรัพย์รวมตาม ตัวแบบ (1) ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่าขนาดของกิจการ (SIZE) มีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล และปริมาณในการจ่ายเงินปันผล

กลุ่มอุตสาหกรรม (Industry) วัดโดย (0,1) แทนค่าเป็น 1 เมื่อเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่ต้องการศึกษา และ 0 ที่เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น โดยพิจารณาจากค่าเฉลี่ยสูงสุดของกลุ่มที่จ่ายเงินปันผล ดังนั้นจึงใช้กลุ่มอุตสาหกรรมบริการเป็นฐานของกลุ่มอุตสาหกรรม (INDU) ตัวแบบ (1) พบความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ส่วนตัวแบบ (2) พบความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เฉพาะกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างเพียงกลุ่มเดียวแสดงว่ากลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวมี



การจ่ายเงินปันผลน้อยกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมบริการ แต่ตัวแบบ (3) ไม่พบความสัมพันธ์กับ อัตราการจ่ายเงินปันผล ทำให้ไม่สามารถสรุปได้ว่า มีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล ส่วนตัวแบบ (4) พบความสัมพันธ์เชิงลบกับปริมาณในการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรและกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร สรุปได้ว่า กลุ่มอุตสาหกรรมดังกล่าวมีปริมาณการจ่ายเงินปันผลน้อยกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

โดยสรุป ตัวแบบ (2) ตามวิธีประมาณค่าแบบ Panel Random-Effects Tobit หลังจากที่มีการตัดตัวแปรที่มีปัญหา Multicollinearity สามารถอธิบายการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล และปริมาณในการจ่ายเงินปันผลได้ดีที่สุด และเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ ซึ่งสามารถสรุปตามกลุ่มดังนี้

1. แนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ได้แก่ มูลค่าเพิ่มของกิจการที่วัดจาก TQ ความสามารถในการทำกำไรที่วัดจาก ROA การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา ( $D_{lag1}$ ) ซึ่งสรุปได้ว่าสำหรับผู้ถือหุ้นสามารถประเมินแนวโน้มการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผลของกิจการในการส่งสัญญาณถึงผลการดำเนินงานว่าควรที่จะถือหุ้นต่อเพื่อรับเงินปันผลหรือขายหุ้นเพื่อรอรับกำไรในอนาคต ส่วนผู้ตัดสินใจที่จะลงทุนในกรณีต้องการเงินปันผลที่มีการจ่ายอย่างต่อเนื่องซึ่งเป็นการลงทุนระยะยาว ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลที่ผ่านมา รวมถึงหุ้นในดัชนี SET High Dividend 30 Index (SETHD) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถส่งสัญญาณประกอบการตัดสินใจได้ และผู้บริหาร เพื่อใช้ในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่จะตอบสนองความต้องการของนักลงทุนที่แตกต่างกันที่ต้องการเงินปันผลหรือกำไรจากการขายหุ้น อีกทั้งเป็นการส่งสัญญาณผลประกอบการในอนาคตของกิจการผ่านเงินปันผลให้ผู้ที่เกี่ยวข้องทราบ อันจะมีผลต่อราคาหุ้นที่กิจการต้องการ

2. แนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) จากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ได้แก่ กระแสเงินสดอิสระ (FCF) สัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (VR1) ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (TENURE) สำหรับผู้ถือหุ้นและผู้ตัดสินใจลงทุนในการพิจารณาโครงสร้างผู้ถือหุ้นถ้ามีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และองค์ประกอบของคณะกรรมการอิสระของกิจการที่จะช่วยตรวจสอบการทำงานของฝ่ายบริหารซึ่งจะช่วยลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) แต่ไม่ควรมีระยะเวลาการดำรงตำแหน่งที่ยาวนานจะไม่เป็นผลดีเพราะจะไม่ทำให้ลดต้นทุนตัวแทน ส่วนตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อปรับปรุงในการออกเกณฑ์ระเบียบหรือข้อบังคับต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับกลไกการกำกับดูแลกิจการในแง่องค์ประกอบ และการทำงานของ

คณะกรรมการอิสระเพื่อสอบทานการบริหารงานของ ฝ่ายบริหารที่จะบริหารงานให้เกิดประโยชน์แก่กิจการ

3. ตัวแปรควบคุมกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สิน (LEV) กลุ่มอุตสาหกรรม (INDU) สรุปว่ากิจการมีหนี้สินมากจะไม่จ่ายเงินปันผล กระแสเงินสดจะไม่ลดลง ส่งผลให้ต้นทุนตัวแทนเพิ่มขึ้น ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรมจะมีความแตกต่างกันในการจ่ายเงินปันผลหากต้องการเงินปันผลสม่ำเสมอต้องเลือกรับกลุ่มอุตสาหกรรมบริการและกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีเป็นลำดับแรก

### การวิเคราะห์ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงหน่วยสุดท้าย

#### (Marginal Effects)

เพื่อหาการตัดสินใจจ่ายและปริมาณการจ่ายเงินปันผลโดยใช้ชุดตัวแปรตามตัวแบบ (2) ที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ดังแสดงตามตารางที่ 11

**ตารางที่ 11** ตารางแสดงค่า Marginal Effects ของตัวแปรที่อธิบายการตัดสินใจจ่ายและปริมาณการจ่ายเงินปันผล โดยใช้ Tobit Model โดยจำแนกเป็นกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลและกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล

ตัวแปร	เครื่องหมาย	ค่าสัมประสิทธิ์ (Coefficient)	กลุ่มที่จ่ายเงินปันผล		กลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล	
			ค่าเฉลี่ย (Mean)	Marginal effects	ค่าเฉลี่ย (Mean)	Marginal effects
FCF	+	0.1450 **	9.5494	0.0359 **	2.3720	0.0130 **
TQ	+	3.0590 ***	1.4498	0.1151 ***	1.1825	0.1370 ***
ROA	+	0.5930 ***	12.1370	0.1739 ***	-1.9447	-0.0407 ***
VR1	+	0.0785 **	40.1975	0.0791 **	34.1905	0.0982 **
TENURE	-	-0.1160 **	8.0433	-0.0207 *	5.6624	-0.0213 *
LEV	-	-0.1400 ***	40.4671	-0.1530 ***	53.6805	-0.2960 ***
D_lag1	+	11.5800 ***	0.9238	0.2017 ***	0.4069	0.2813 ***

\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

จากตารางที่ 11 การวิเคราะห์ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงหน่วยสุดท้าย (Marginal Effects) เพื่อหาการตัดสินใจจ่ายและปริมาณการจ่ายเงินปันผล โดยจำแนกเป็นกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลและกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล สามารถสรุปผลตามวัตถุประสงค์การศึกษาได้ดังนี้

1. เพื่อศึกษาแนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผล ตามทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory) มีตัวแปรที่เกี่ยวข้องจำนวน 4 ตัวแปร โดยแยกเป็นกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลและไม่จ่ายเงินปันผล ดังนี้

มูลค่าเพิ่มของกิจการ (TQ) ซึ่งเป็นตัววัดมูลค่าของกิจการทางด้านตลาดความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย สำหรับกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลมีค่า Marginal Effects ที่เป็นบวกโดยตัวแปรอื่นคงที่คือ 0.1151 กล่าวคือ หากกิจการมีมูลค่าเพิ่มของกิจการ (TQ) โดยมีค่าเฉลี่ย 1.4498 จะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น 11.51% ซึ่งมากกว่าเมื่อเทียบจากค่าเฉลี่ยกับกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผลที่มีค่า Marginal Effects ที่เป็นบวกโดยตัวแปรอื่นคงที่คือ 0.1370 กล่าวคือ หากกิจการมีมูลค่าเพิ่มของกิจการ (TQ) โดยมีค่าเฉลี่ย 1.1825 จะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น 13.70%

ความสามารถในการทำกำไรที่วัดจาก (ROA) ซึ่งเป็นตัววัดมูลค่าของกิจการทางด้านบัญชี สำหรับกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย สำหรับกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลมีค่า Marginal Effects ที่เป็นบวกโดยตัวแปรอื่นคงที่คือ 0.1739 กล่าวคือ หากกิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่วัดจาก (ROA) โดยมีค่าเฉลี่ย 12.1370 จะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น 17.39% ส่วนกลุ่มบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล พบว่ามีค่า Marginal Effects ที่เป็นลบซึ่งแตกต่างจากกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลโดยตัวแปรอื่นคงที่คือ  $-0.0407$  กล่าวคือ หากกิจการมีความสามารถในการทำกำไรที่วัดจาก (ROA) โดยมีค่าเฉลี่ย  $-1.9447$  จะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลลดลง 4.07%

การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (D\_lag1) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย สำหรับกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลมีค่า Marginal Effects ที่เป็นบวกโดยตัวแปรอื่นคงที่คือ 0.2017 กล่าวคือ หากกิจการมีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (D\_lag1) โดยมีค่าเฉลี่ย 0.9238 จะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น 20.17% ซึ่งมากกว่าเมื่อเทียบจากค่าเฉลี่ยกับกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผลที่มีค่า Marginal Effects ที่เป็นบวกโดยตัวแปรอื่นคงที่คือ 0.2813 กล่าวคือ หากกิจการมีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (D\_lag1) โดยมีค่าเฉลี่ย 0.4069 จะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น 28.13%

อัตราส่วนหนี้สิน (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล สำหรับกลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผลพบว่ามีค่า Marginal Effects ที่เป็นลบโดยตัวแปรอื่นคงที่คือ  $-0.1530$  กล่าวคือ หากกิจการมีอัตราส่วนหนี้สิน (LEV) โดยมีค่าเฉลี่ย 40.4671 จะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลลดลง 15.30% ซึ่งน้อยกว่ากลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผลที่มีค่า Marginal Effects ที่เป็นลบ โดยตัวแปรอื่นคงที่คือ  $-0.2960$  กล่าวคือ หากกิจการมีอัตราส่วนหนี้สิน (LEV) โดยมีค่าเฉลี่ย 53.6805 จะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลลดลง 29.60%



ตามทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory) สำหรับกลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผลและไม่จ่ายเงินปันผลพบผลที่สอดคล้องกันคือหากกิจการมีมูลค่าเพิ่มของกิจการ (TQ) และมีการจ่ายเงินปันในปีที่ผ่านมา ( $D_{lag1}$ ) จะมีแนวโน้มการตัดสินใจจ่ายและกำหนดปริมาณการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น แต่กลุ่มที่จ่ายเงินปันผลจะมีสัดส่วนมากกว่าตามค่าเฉลี่ย ส่วนกิจการที่มีความสามารถในการทำกำไรที่วัดจาก (ROA) ที่ติดลบ ซึ่งจะเป็นเฉพาะกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล จะมีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลลดลง ซึ่งตรงกันข้ามกับกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลที่มีค่าเป็นบวกจะมีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลมากขึ้น ทั้งนี้กิจการที่มีอัตราส่วนหนี้สิน (LEV) ที่สูงทั้งกลุ่มที่ไม่จ่ายและจ่ายเงินปันผลจะมีแนวโน้มการตัดสินใจจ่ายและปริมาณการจ่ายเงินปันผลที่ลดลง ซึ่งสามารถส่งสัญญาณไปยังผู้เกี่ยวข้องในการตัดสินใจได้

2. การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) จากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) สามารถสรุปตามผลการศึกษาดังนี้

กระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย สำหรับกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลพบว่า มีค่า Marginal Effects เป็นบวกโดยตัวแปรอื่นคงที่คือ 0.0359 กล่าวคือ หากกิจการมีกระแสเงินสดอิสระ (FCF) โดยมีค่าเฉลี่ย 9.5494 จะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น 3.59% ซึ่งมากกว่าเมื่อเทียบจากค่าเฉลี่ยกับกลุ่มบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล ที่มีค่า Marginal Effects เป็นบวกโดยตัวแปรอื่นคงที่คือ 0.0130 กล่าวคือ หากกิจการมีกระแสเงินสดอิสระ (FCF) โดยมีค่าเฉลี่ย 2.3720 จะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น 1.30%

สัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (VR1) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย สำหรับกลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผลพบว่า มีค่า Marginal Effects เป็นบวกโดยตัวแปรอื่นคงที่คือ 0.0791 กล่าวคือ หากกิจการมีสัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (VR1) จากการถือหุ้นอย่างน้อย 20% ขึ้นไป โดยมีค่าเฉลี่ย 40.1975 จะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น 7.91% ซึ่งมากกว่าเมื่อเทียบจากค่าเฉลี่ยกับส่วนกลุ่มบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล ที่มีค่า Marginal Effects เป็นบวกโดยตัวแปรอื่นคงที่คือ 0.0982 กล่าวคือ หากกิจการมีสัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (VR1) โดยมีค่าเฉลี่ย 34.1905 จะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น 9.82%

ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (TENURE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย ส่วนกลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผลพบว่า มีค่า Marginal Effects เป็นลบโดยตัวแปรอื่นคงที่คือ -0.0207 กล่าวคือ หากกิจการมีคณะกรรมการอิสระที่มีระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (TENURE) เท่ากับหรือมากกว่า 15 ปี โดยมีค่าเฉลี่ย 8.0433 จะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลลดลง 2.07% ซึ่ง



น้อยกว่าเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยกับกลุ่มบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผลที่มีค่า Marginal Effects เป็นลบ โดยตัวแปรอื่นคงที่คือ  $-0.0213$  กล่าวคือ หากกิจการมีคณะกรรมการอิสระที่มีระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (TENURE) เท่ากับหรือมากกว่า 15 ปี โดยมีค่าเฉลี่ย 5.6624 จะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลลดลง 2.13%

ในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) จากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) สำหรับกลุ่มบริษัทที่จ่ายและไม่จ่ายเงินปันผลพบผลที่สอดคล้องกันคือหากกิจการมีกระแสเงินสดอิสระ (FCF) สัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (VR1) จะมีแนวโน้มในการตัดสินใจจ่ายและกำหนดปริมาณการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นซึ่งสามารถลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ได้ ส่วนระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (TENURE) จะมีแนวโน้มในการตัดสินใจจ่ายและกำหนดปริมาณการจ่ายเงินปันผลที่น้อยลงซึ่งไม่สามารถลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ได้

### การทดสอบยืนยันผล (Robustness check)

เพื่อเป็นการยืนยันผลการวิเคราะห์ผลตามการประมาณค่าวิธี Panel Random-Effects Tobit ได้ทำการทดสอบ Robustness check ตามวัตถุประสงค์การศึกษาดังนี้

1. การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory) ซึ่งทำการทดสอบกับตัวแปร 2 ตัวแปรคือ อัตราการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่อง และการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา สามารถสรุปตามผลการศึกษาดังนี้

**ตารางที่ 12** ค่าความถี่ ร้อยละของกลุ่มตัวอย่างที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องและไม่ต่อเนื่อง

กลุ่ม	จ่าย	ไม่จ่าย	รวม
HD-Y	26 (100%)	0.00 (0.00%)	26 (100%)
HD-N	1,089 (70.21%)	462 (29.79%)	1,551 (100%)
รวม	1,115 (70.70%)	462 (29.30%)	1,577 (100%)

Pearson  $\chi^2(1) = 10.9537$  Pr = 0.001

HD-Y= บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่อง HD-N= บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่อง

จากตารางที่ 12 พบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องของกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลน้อยกว่ากลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผลคือมีเพียง 26 กลุ่มตัวอย่างจาก 1,577 ตัวอย่าง แต่เมื่อพิจารณา กลุ่มที่อยู่ใน HD-Y มีอัตราการจ่ายเงินปันผลคิดเป็น 100% ทำให้อาจตีความได้ว่าสามารถใช้เพื่อการส่งสัญญาณการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ได้อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติแต่ยังไม่สามารถยืนยันได้อย่างชัดเจน เนื่องจากมีผลตรงกันข้ามกับการประมาณค่าวิธี Panel Random-Effects Tobit ที่ไม่พบความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

**ตารางที่ 13** ค่าความถี่ ร้อยละของกลุ่มตัวอย่างที่มีจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมาและไม่จ่ายในปีที่ผ่านมา

กลุ่ม	จ่ายปีนี้	ไม่จ่ายปีนี้	รวม
D_lag1-Y	1,030 (84.56%)	188 (15.44%)	1,218 (100%)
D_lag1-N	85 (23.68%)	274 (76.32%)	359 (100%)
รวม	1,115 (70.70%)	462 (29.30%)	1,577 (100%)

Pearson chi2(1) = 496.2719 Pr = 0.000

D\_lag1-Y= บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา D\_lag1-N= บริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา

จากตารางที่ 13 พบว่า กลุ่มตัวอย่างจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมาของกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลในปีต่อไปสูงกว่ากลุ่มตัวอย่างที่ไม่จ่ายเงินปันผลถึง 84.56% ส่วนกลุ่มตัวอย่างที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมาจะมีแนวโน้มในการจ่ายปีต่อไปต่ำกว่าที่ 23.68% สามารถสรุปได้ว่าหากบริษัทที่ในปีที่ผ่านมามีการจ่ายเงินปันผลจะส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันในปีถัดไปมากขึ้นทำให้อาจตีความได้ว่าสามารถส่งสัญญาณการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ได้อย่างชัดเจนเช่นเดียวกับผลการประมาณค่าวิธี Panel Random-Effects Tobit ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล

2. การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency costs) จากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ตามตารางที่ 14

**ตารางที่ 14** ค่าความถี่ ร้อยละของจำนวนกลุ่มตัวอย่างที่มีระดับกระแสเงินสดอิสระแตกต่างกันโดยจำแนกตามกลุ่มที่จ่ายและไม่จ่ายเงินปันผล

กลุ่ม	จ่าย	ไม่จ่าย	รวม
FCF-L	89 (51.15%)	85 (48.85%)	174 (100%)
FCF-M	859 (70.82%)	354 (29.18%)	1,213 (100%)
FCF-H	167 (87.89%)	23 (12.11%)	190 (100%)
รวม	1,115 (70.70%)	462 (29.30%)	1,577 (100%)

Pearson chi2(2) = 59.2361 Pr = 0.000

FCF-L= กระแสเงินสดระดับต่ำ FCF-M= กระแสเงินสดระดับปานกลาง FCF-H = กระแสเงินสดระดับสูง

จากตารางที่ 14 พบว่า ระดับกระแสเงินสดอิสระของกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงกว่ากลุ่มที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลที่ 70.70% และส่วนใหญ่มีกระแสเงินสดในระดับปานกลาง รองลงมา มีกระแสเงินสดอิสระระดับสูงและกระแสเงินสดอิสระระดับต่ำ และเมื่อพิจารณาจากระดับกระแสเงินสดในการจ่ายเงินปันผลตามสัดส่วนเปอร์เซ็นต์พบว่า FCF-H มีแนวโน้มการจ่ายถึง 87.89% ในขณะที่แนวโน้มการไม่จ่ายมีเพียง 12.11% และจะมีแนวโน้มลดลงเรื่อยๆ ตามระดับกระแสเงินสด FCF-M และ FCF-L ซึ่งแสดงว่าหากกิจการใดมีกระแสเงินสดอิสระในระดับสูงจะมีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลสูง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทำให้อาจตีความได้ว่าหากมีการจ่ายเงินปันผลจะทำให้กิจการมีกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ที่ลดลงส่งผลให้ต้นทุนตัวแทน (Agency costs) ลดลง เช่นเดียวกับผลการประมาณค่าวิธี Panel Random-Effects Tobit ที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล

## บทที่ 5

### สรุป อภิปรายผลการศึกษาวิจัยและข้อเสนอแนะ

การศึกษาเกี่ยวกับ การส่งสัญญาณ และการลดต้นทุนตัวแทนโดยใช้นโยบายเงินปันผลในประเทศไทยมีวัตถุประสงค์เพื่อ 1) เพื่อศึกษาแนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory) 2) เพื่อศึกษาแนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) จากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) โดยเก็บข้อมูลแบบ Panel Data ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทุกกลุ่มอุตสาหกรรมยกเว้นกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ระหว่างปี 2552-2556 โดยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็นสองลักษณะคือ สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistic) สถิติเชิงอนุมาน (Inference Statistic) โดยการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุโดยใช้การประมาณค่าด้วยวิธี Panel Random-Effects Tobit สามารถสรุปผลได้ดังนี้

#### สรุปผลการศึกษาวิจัย

##### 1. ลักษณะทั่วไปของตัวแปรที่ศึกษา

##### ลักษณะของกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษามีทั้งหมด 1,577 ตัวอย่างโดยไม่รวมกลุ่มที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนและมีอัตราการจ่ายเงินปันผลผิดปกติ กลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง และอยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรน้อยที่สุด โดยในปี 2553 มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างรวมมากที่สุด และปี 2552 มีจำนวนกลุ่มตัวอย่างรวมน้อยที่สุด เมื่อจำแนกตามประเภทของการจ่ายเงินปันผลแล้วพบว่าส่วนใหญ่มีการจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสดมากกว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้น ซึ่งเมื่อทดสอบค่าวิธี Panel Random-Effects Tobit โดยแยกเป็นกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลเป็นเงินสดดังภาคผนวก ข ตารางที่ 4 พบผลที่ใกล้เคียงกับการจ่ายเงินปันผลที่เป็นเงินสดและการจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้น ส่วนการจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้นดังภาคผนวก ข ตารางที่ 5 พบผลที่ตรงกันข้ามกันคือถ้ากิจการจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้นกระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล และอัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ได้ดำเนินการทดสอบจัดกลุ่มเป็นการจ่ายเงินปันผลที่สูง



กว่าค่ามัธยฐานและต่ำกว่าค่ามัธยฐาน ดังแสดงผลในภาคผนวก ค ตารางที่ 6 พบว่ายังไม่สามารถสรุปได้ ว่ามีความแตกต่างกันในการจ่ายเงินปันผล และเมื่อพิจารณาค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีอัตราการจ่ายเงินปันผลมากที่สุด ขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีอัตราการจ่ายเงินปันผลน้อยที่สุด

ตัวแปรที่เกี่ยวกับการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

จากกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาโดยมีการแบ่งออกเป็นกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลกับกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล มูลค่าเพิ่มของกิจการ (TQ) และความสามารถในการทำกำไร (ROA) ตัวแปรกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยของตัวแปรสูงกว่ากลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล และเป็นที่น่าสังเกตว่าความสามารถในการทำกำไรที่วัดจาก ROA ที่มีค่าเฉลี่ยติดลบเป็นกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล สรุปได้ว่ากลุ่มที่จ่ายเงินปันผลคือ กลุ่มที่มีมูลค่าเพิ่มของกิจการ (TQ) สูง และความสามารถในการทำกำไร (ROA) ไม่ติดลบ

บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง (HD) และการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (D\_lag1) มีค่าเฉลี่ยของตัวแปรสูงกว่ากลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล รวมทั้งอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ชัดเจน (L.DPR) และเมื่อพิจารณาตามกลุ่มตัวอย่างที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องและไม่ต่อเนื่องพบว่า มีกลุ่มบริษัทที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่อง (HD) น้อยกว่าบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลที่ไม่ต่อเนื่อง ตามการจัดอันดับจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 30 บริษัทแรกเท่านั้น แต่มีค่าเฉลี่ยสูงกว่าเล็กน้อย และเมื่อเทียบกับกลุ่มตัวอย่างที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องแต่ละอุตสาหกรรมพบว่ากลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรมีค่าเฉลี่ยสูงกว่าอุตสาหกรรมอื่น และในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีน้อยที่สุด แต่ไม่พบอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องของกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมเนื่องจากในปีที่ศึกษาไม่มีบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับ ส่วนการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (D\_lag1) มีจำนวนกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลมากกว่ากลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล โดยกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารมีจำนวนมากที่สุด และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างน้อยที่สุด ซึ่งเป็นกลุ่มที่สอดคล้องกับกระแสเงินสดอิสระ สรุปได้ว่ากลุ่มที่จ่ายเงินปันผลคือกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (D\_lag1) และมีอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ชัดเจน (L.DPR) โดยอาจไม่จัดอยู่ในบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง (HD) เนื่องจากข้อมูลน้อยทำให้วิเคราะห์ได้ไม่ชัดเจน

ตัวแปรที่เกี่ยวกับการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) จากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow)

จากกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาโดยมีการแบ่งออกเป็นกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลกับกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล พบว่าค่าเฉลี่ยของกระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีค่าเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล โดยเมื่อเทียบกระแสเงินสดของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมจะมีความใกล้เคียงกัน โดยจะมีกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารที่มีกระแสเงินสดมากที่สุด และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้างมีกระแสเงินสดน้อยที่สุด สรุปได้ว่ากลุ่มที่จ่ายเงินปันผลคือกลุ่มที่มีกระแสเงินสดอิสระ (FCF) ซึ่งจะแตกต่างกันไปตามประเภทของกลุ่มอุตสาหกรรม

สัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (VR1) สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (INST) และสัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ (FOREIGN) มีค่าเฉลี่ยของตัวแปรในกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลสูงกว่ากลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล โดยมีสัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (VR1) สูงสุด รองลงมาคือสัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (INST) และสัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ (FOREIGN) ตามลำดับซึ่งสามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผล จะมีโครงสร้างการถือหุ้นของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (VR1) ที่มีสัดส่วนในการถือหุ้นค่อนข้างสูง รวมถึงกลุ่มการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (INST) และการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ (FOREIGN) ที่มีค่าเฉลี่ยใกล้เคียงกัน

ส่วนระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (TENURE) การดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของคณะกรรมการอิสระ (BUSY) มีค่าเฉลี่ยของตัวแปรในกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลสูงกว่ากลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล แต่จำนวนของคณะกรรมการอิสระ (IND) ในกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยต่ำกว่ากลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผลเล็กน้อย สามารถสรุปได้ว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลจะมีระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (TENURE) และการดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของคณะกรรมการอิสระ (BUSY) มีค่าเฉลี่ยของตัวแปรสูง และมีจำนวนของคณะกรรมการอิสระ (IND) ที่มีค่าเฉลี่ยใกล้เคียงกับกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล

#### ตัวแปรควบคุม

จากกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาโดยมีการแบ่งออกเป็นกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลกับกลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล พบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สิน (LEV) ของกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลต่ำกว่ากลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล ส่วนอายุของกิจการ (AGE) ของกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลจะมีค่าเฉลี่ยสูงกว่ากลุ่มที่ไม่จ่ายเงินปันผล เช่นเดียวกับขนาดของกิจการ (SIZE) ส่วนกลุ่มอุตสาหกรรม (INDU) เมื่อเทียบกับฐานคือกลุ่มอุตสาหกรรมบริการแล้ว พบว่ามีกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากรกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอาหาร และกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลน้อยกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมบริการ สรุปได้ว่ากลุ่มที่จ่ายเงินปันผลคือกลุ่มที่มีหนี้สินน้อย อายุของกิจการมากและมีขนาดใหญ่ ซึ่งมีอัตราการจ่ายเงินปันผลน้อยกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

2. การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory) สามารถสรุปตามผลการศึกษาดังนี้

มูลค่าเพิ่มของกิจการ (TQ) ซึ่งเป็นตัววัดมูลค่าของกิจการทางด้านตลาดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย

ความสามารถในการทำกำไรที่วัดจาก (ROA) ซึ่งเป็นตัววัดมูลค่าของกิจการทางด้านบัญชีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย

บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง (HD) โดยการจัดอันดับของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย

การจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา (D<sub>lag1</sub>) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย

3. การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) จากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) สามารถสรุปตามผลการศึกษาดังนี้

กระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย

สัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (VR1) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย

สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (INST) ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย

สัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ (FOREIGN) ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย

จำนวนของคณะกรรมการอิสระ (IND) ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย

ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (TENURE) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย

การดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของคณะกรรมการอิสระ (BUSY) ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานการวิจัย



## อภิปรายผลการศึกษาวิจัย

จากวัตถุประสงค์การศึกษาและผลการศึกษสามารถอภิปรายผลการศึกษาดังนี้

1. เพื่อศึกษาแนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีสัญญาณ (Signaling Theory) ซึ่งสามารถอภิปรายผลการศึกษาดังนี้

เงินปันผลคือการส่งสัญญาณของความคาดหวังของบริษัทในอนาคตจากการศึกษาของ Lintner (1956) เพื่อศึกษาพฤติกรรมของบริษัทในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลพบว่าบริษัทส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับการรักษาระดับเงินปันผลให้คงที่ และพยายามจะไม่เปลี่ยนแปลงเพราะเชื่อว่านักลงทุนพร้อมที่จะตัดสินใจลงทุนหากบริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอ นอกจากนี้ความสามารถในการทำกำไรของกิจการยังเป็นปัจจัยสำคัญในการจ่ายเงินปันผลอีกด้วย ซึ่งจากผลการศึกษาสอดคล้องกับทฤษฎีดังกล่าว โดยมูลค่าเพิ่มของกิจการ (Firm Value) ที่วัดจาก TQ พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (Limpaphayom & Connolly, 2004; Villalonga & Belen, 2004) ซึ่งเป็นตัววัดทางการตลาดที่ช่วยให้กิจการลดปัญหาการลงทุนที่สูงเกินไปหรือต่ำเกินไปเนื่องจากตัวเลขจากการคำนวณได้รวมตัวเลขที่มีการคาดการณ์ของนักลงทุนกับโอกาสในการเติบโตในอนาคตด้วยโดยเมื่อพิจารณาจากบริษัทที่จ่ายเงินปันผลจะมีค่า Tobin's Q ที่สูงกว่าบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล เพราะเชื่อว่าการมีมูลค่ากิจการเพิ่มขึ้นก็จะมีจ่ายเงินปันผล และการจ่ายเงินปันผลของกิจการเป็นการเปิดเผยข้อมูลบางส่วนทำให้ปัญหาความไม่เท่าเทียมกันทางด้านข้อมูล (Asymmetric Information) ลดลงเนื่องจากการส่งสัญญาณให้นักลงทุนทราบว่า บริษัทจะมีกำไรที่เพิ่มขึ้นในอนาคต (Lintner, 1956; Watts, 1973) และแสดงถึงราคาหุ้นในตลาดที่มีแนวโน้มสูงขึ้น (Suwanna, 2012)

ผลการศึกษาดังกล่าวเป็นไปในทิศทางเดียวกับความสามารถในการทำกำไร (Profitability) ที่วัดจาก ROA ซึ่งมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล และจากข้อมูลพบว่ากลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลจะไม่มีความสามารถในการทำกำไรติดลบ อธิบายตามทฤษฎีสัญญาณ ว่ากำไรที่สามารถคาดการณ์ได้เป็นปัจจัยหนึ่งที่ผู้บริหารต้องคำนึงถึงในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลตาม (Scott et al, 1999 ; Nissim & Ziv, 2001) กล่าวคือ อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการคาดการณ์กำไรในอนาคตของกิจการ ถ้ากำไรมีความผันผวนมาก ผู้บริหารอาจไม่มั่นใจในความสามารถของบริษัทในการก่อให้เกิดเงินสดอย่างเพียงพอเพื่อตอบสนองความต้องการเงินสดในอนาคตได้ ดังนั้นเมื่อบริษัทมีกำไร ผู้บริหารจึงต้องจัดสรรกำไรส่วนใหญ่เก็บไว้เพื่อการใช้เงินในอนาคต ในทางกลับกันบริษัทที่มีแนวโน้มกำไรสม่ำเสมอจะจัดสรรกำไรเพื่อจ่ายเงินปันผลในสัดส่วนที่มากกว่า



ส่วนที่จะเก็บสำรองไว้ลงทุนในอนาคต เพราะผู้บริหารมั่นใจว่าจะสามารถทำกำไรเพื่อตอบสนองความต้องการเงินทุนในอนาคตได้

แต่จากผลการศึกษายังไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจนกับการที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้เริ่มทำการเผยแพร่ดัชนีใหม่ที่มีชื่อว่า ดัชนี SET High Dividend 30 Index หรือชื่อสั้น ๆ ว่า SETHD ซึ่งเป็นดัชนีที่อ้างอิงราคาของกลุ่มหุ้น 30 ตัวในดัชนี 100 ที่มีมูลค่าตามราคาตลาดสูง (Market Capitalization) มีสภาพคล่องสูงอย่างสม่ำเสมอ และมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงและต่อเนื่อง (Dividend Yield) ทั้งนี้เพื่อให้ตลาดหุ้นไทยได้มีการพัฒนาสินค้าและผลิตภัณฑ์ด้านดัชนีให้เพิ่มมากขึ้น และสร้างทางเลือกการลงทุนใหม่ ๆ ที่สามารถตอบสนองความต้องการของนักลงทุนได้อย่างหลากหลาย ซึ่งนักลงทุนจำนวนไม่น้อยมักให้ความสำคัญกับอัตราเงินปันผลและประวัติการจ่ายเงิน เพราะบริษัทไม่ต้องการเงินลงทุนจำนวนมากในการสร้างส่วนแบ่งตลาด กำไรที่ถูกลำไยไปจ่ายเป็นเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ที่จะอธิบายว่าทำไมบริษัทจึงจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) เนื่องจากไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลและไม่มีกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภคและกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรมเนื่องจากในปีที่ศึกษาไม่มีบริษัทที่ได้รับการจัดอันดับ แต่เมื่อทดสอบ Robustness check แล้วพบว่าเป็นกลุ่มที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงที่นำลงทุนสำหรับผู้ที่ต้องการถือหุ้นในระยะยาว นอกจากนี้การศึกษาของ Na-ranong (2013) ที่ได้ศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของประเทศไทยพบว่าบริษัทที่มีขนาดใหญ่และความสามารถในการทำกำไรที่ดีมีโอกาสจ่ายเงินปันผลสูง และการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา ( $D_{lag1}$ ) ก็จะมีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลเช่นเดียวกันโดยพบความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (ธัญวรรณ์ สุวรรณะ, สิทธิพร อินทวงศ์ และชาติรี จันทระโคติกา, 2557)

ส่วนในเรื่องอัตราส่วนหนี้สิน ที่วัดจากหนี้สินรวม ณ วันสิ้นปีหารด้วยสินทรัพย์รวม ณ วันสิ้นปี พบความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลว่าสัญญาการก่อหนี้จะมีผลต่อการจ่ายเงินปันผลลดลงเพราะต้องกันเงินไว้ชำระหนี้ก่อน (Jensen, 1983 ; Gugler & Yurtoglu, 2003 ; Guizani, 2012)

สรุปได้ว่าผลการดำเนินงานที่วัดจากมูลค่าเพิ่มของกิจการ (TQ) และความสามารถในการทำกำไร (ROA) สามารถส่งสัญญาณทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล เช่นเดียวกับการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา ( $D_{lag1}$ ) ที่สามารถส่งสัญญาณในเชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล แต่บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง (HD) ยังไม่สามารถสรุปได้อย่างชัดเจน

2. เพื่อศึกษาแนวโน้มของการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและปริมาณการจ่ายเงินปันผลในการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) จากกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ซึ่งสามารถอภิปรายผลการศึกษาดังนี้

ตามทฤษฎีวงจรชีวิต (The Life-Cycle Theory) กล่าวว่าบริษัทขนาดใหญ่และเติบโตเต็มที่มีแนวโน้มมีกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow) สูง จะมีการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าบริษัทขนาดเล็กที่เพิ่งเกิดใหม่ (Fama & French, 2001) จากข้อมูลการศึกษาของกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลคือกลุ่มที่มีอายุของกิจการมากและมีขนาดใหญ่ แต่ไม่พบความสัมพันธ์อายุของกิจการ (AGE) และขนาดของกิจการ (SIZE) กับอัตราการจ่ายเงินปันผล เมื่อพิจารณาในส่วนของผลการดำเนินงาน โดยการพิจารณาจากกระแสเงินสดอิสระ (FCF) ที่วัดจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหารสินทรัพย์รวม พบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (Thanatawee, 2013) นั้น ตาม Free Cash Flow Hypothesis (Jensen, 1986) ซึ่งอธิบายว่าเงินปันผลเป็นวิธีหนึ่งที่จะแก้ปัญหาตัวแทน (Agency Theory) เพื่อลดต้นทุนตัวแทน (Agency costs) ในการขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้น ทำให้ผู้ถือหุ้นสนใจว่าผู้จัดการจะสามารถนำทรัพยากรของบริษัทไปใช้ในทางที่เป็นประโยชน์เพื่อผู้ถือหุ้น (Jensen & Meckling, 1976) ผู้จัดการที่เห็นแก่ประโยชน์ของตัวเองอาจจะนำเงินไปใช้ในทางที่ไม่เป็นประโยชน์ หรือไปลงทุนในโครงการที่เป็น Negative NPV โครงการ ดังนั้นเพื่อลดปัญหาดังกล่าว (Easterbrook, 1984 ; Jensen, 1986) ได้เสนอว่ากิจการควรจะนำกระแสเงินสดส่วนเกินให้แก่ผู้ถือหุ้นโดยการจ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน เมื่อพิจารณาแล้วพบว่ากลุ่มตัวอย่างที่มีการจ่ายเงินปันผลมีกระแสเงินสดอิสระมากกว่าบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล และส่วนใหญ่มีระดับกระแสเงินสดอิสระในระดับปานกลาง กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีกระแสเงินสดมากที่สุดคือกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร เนื่องจากเป็นธุรกิจที่ต้องมีเงินทุนหมุนเวียนและกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีกระแสเงินสดน้อยที่สุดคือกลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง ต้องใช้เงินทุนไปในการลงทุนค่อนข้างมากในอสังหาริมทรัพย์ทำให้เงินทุนหมุนเวียนน้อย

ในมุมมองของกลไกการกำกับกิจการที่ดี ส่วนของการเป็นตัวแทนในตรวจสอบผู้บริหารเพื่อลดต้นทุนจากตัวแทน (Agency costs) เรื่องจำนวนของคณะกรรมการอิสระ (IND) การดำรงตำแหน่งในบริษัทอื่นของคณะกรรมการอิสระ (BUSY) แต่ไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาของ Sharma (2011) ที่ศึกษาความเป็นไปได้ในการจ่ายเงินปันผลอาจเนื่องมาจากลักษณะของแต่ละประเทศที่แตกต่างกันและส่วนของประเทศไทยได้มีการกำหนดโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำให้แต่ละบริษัทดำเนินการที่ไม่แตกต่างกันจึงไม่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล แต่ในส่วนขอระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (TENURE) พบความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งให้ผลที่ตรงกันข้ามกับ Sharma (2011) เนื่องจากเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2555 ได้ระบุถึงการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระควรมีการดำรง

ตำแหน่งต่อเนื่องไม่เกิน 9 ปี ถ้าเกินควรมีเหตุผลเหมาะสมจากค่าเฉลี่ยกลุ่มที่จ่ายเงินปันผลมีไม่เกิน 8 ปี ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ NACD (1996) , U.S. Senate (2002) และ Vafeas (2003a ,2003b) ที่ศึกษาเกี่ยวกับการดำรงตำแหน่งของกรรมการ ว่าการดำรงตำแหน่งที่นานไม่เป็นผลดีสำหรับการจัดการและการตรวจสอบชี้ให้เห็น ข้อจำกัดในการดำรงตำแหน่งไม่ควรเกิน 15 ปี เพราะจะไม่มีความคิดใหม่ ๆ ในการทำงาน U.S Senate (2002) ซึ่งตามกฎระเบียบของกฎหมายบังคับใช้กับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา Sarbanes-Oxley Act (2002) ที่สนับสนุนมุมมองนี้มีรายงานว่ากรรมการที่ดำรงตำแหน่งนาน จะไม่มีประสิทธิภาพในการตรวจสอบ ส่วนการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นใหญ่ (VR1) ที่วัดจากผู้ถือการถือหุ้นอย่างน้อย 20% ขึ้นไปจากผู้ถือหุ้นทั้งหมดจากผู้ถือหุ้นทั้งหมดพบว่ามีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล นั่นอธิบายได้ว่า ประเทศไทยส่วนใหญ่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบกระจุกตัว มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจการตัดสินใจที่กระทบต่อผู้บริหาร (La Porta et.al., 1999 ; Holderness, 2003) ทำให้มีแรงจูงใจที่จะตรวจสอบการทำงานอย่างใกล้ชิด โครงสร้างการถือหุ้นเช่นนี้จะมีความคล่องตัวในการบริหารงานและมีแนวโน้มคำนึงถึงประโยชน์และความอยู่รอดของกิจการ (ศิลปพร ศรีจันเพชร, 2551) แต่ไม่พบความสัมพันธ์สัดส่วนการถือหุ้นโดยนักลงทุนสถาบัน (INST) กับอัตราการจ่ายเงินปันผล ดังเช่นในงานวิจัยในอดีตที่พบว่า นักลงทุนสถาบันช่วยตรวจสอบการทำงานของผู้จัดการให้มีการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นเพื่อลด Free Cash Flow และส่งผลต่อการลด Agency Costs (Brickley et al., 1988 ; Karpavicius & Yu, 2012; ศุภลักษณ์ อังคสุโข, ภาติกา ตันวิเชียร, ตระการตา สงวนศักดิ์โยธิน และปิยภัสร ธาระวานิช, 2555) ทำให้ไม่สามารถสรุปตามทฤษฎี Clientele Effects ว่านักลงทุนแต่ละกลุ่มจะชอบนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกันบริษัทที่มีผลการดำเนินการดีจะเป็นที่สนใจของนักลงทุนสถาบันเพราะคาดการณ์ถึงการจ่ายเงินปันผล เพราะสถาบันมีข้อมูลที่ดีกว่านักลงทุนรายย่อยและมีความสามารถในการตรวจสอบ (Allen et al., 2000) เช่นเดียวกับที่ไม่พบความสัมพันธ์สัดส่วนของการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ (FOREIGN) กับอัตราการจ่ายเงินปันผลซึ่งแตกต่างจากการศึกษาที่ผ่านมา (Baba, 2009 ; Thanatawee, 2013)

สรุปได้ว่าการจ่ายเงินปันผลกรณีที่กิจการมีกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) จะสามารถแก้ปัญหาตัวแทน (Agency Theory) เพื่อลดต้นทุนตัวแทน (Agency Costs) ได้ เช่นเดียวกับกลไกการกำกับกิจการที่ดีจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นผู้ถือหุ้นที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นใหญ่ (VR1) ที่มีส่วนช่วยตรวจสอบการทำงานซึ่งมีผลต่อการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น แต่คณะกรรมการอิสระที่มีระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งของคณะกรรมการอิสระ (TENURE)



เท่ากับหรือมากกว่า 15 ปีจะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลลดลงซึ่งไม่ได้แก้ปัญหาดั้วแทน (Agency Costs)

### ข้อเสนอแนะ

1. สำหรับผู้บริหาร เพื่อใช้ในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่จะตอบสนองความต้องการของนักลงทุนที่แตกต่างกัน จากผลการศึกษาพบว่าหากมีมูลค่าเพิ่มของกิจการ (TQ) และความสามารถในการทำกำไรที่วัดจาก (ROA) จะเป็นการส่งสัญญาณถึงการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น หากประกาศจ่ายเงินปันผลที่มากกว่าที่นักลงทุนคาดไว้ ก็จะเป็นการส่งสัญญาณว่าผู้บริหารคาดว่ากำไรในอนาคตจะสูงขึ้น เพียงพอที่จะทำให้บริษัทเติบโตได้ในระยะยาว ดังนั้น ตลาดก็จะตอบสนองกับสัญญาณนี้ในทิศทางที่เป็นบวก ทำให้ราคาหุ้นสามัญเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งการเพิ่มสูงขึ้นของราคาหุ้นสามัญนี้ เกิดจากการที่นักลงทุนทราบถึงข้อมูลนี้ มิใช่ความพึงพอใจในการที่ได้รับเงินปันผลซึ่งตรงกับผลการศึกษาเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา ( $D_{lag1}$ ) เป็นการส่งสัญญาณที่อาจไม่ได้ขึ้นอยู่กับผลการดำเนินงานที่ดีก็ได้ อย่างไรก็ตาม หากการเพิ่มการจ่ายเงินปันผลนี้ เป็นผลสืบเนื่องมาจากการที่บริษัทไม่มีโครงการที่นำลงทุนแล้ว ตลาดก็อาจจะตอบสนองในทิศทางตรงกันข้าม กล่าวคือ ราคาหุ้นสามัญก็อาจจะลดลงภายหลังการประกาศจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นก็เป็นได้ ดังนั้น นโยบายเงินปันผลที่เหมาะสมที่สุดคือ จะต้องสร้างความสมดุลระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับอัตราการเจริญเติบโตของธุรกิจ เนื่องจาก การทำธุรกิจนั้นมีความเสี่ยง กำไรและกระแสเงินของกิจการจะมีการเปลี่ยนแปลงตลอดเวลา เช่นเดียวกับโอกาสในการลงทุน ดังนั้น บริษัทจึงควร พิจารณาเพิ่มเงินปันผลในช่วงที่เงินสดของกิจการเพิ่มขึ้นคือการที่มีกระแสเงินสดอิสระ (FCF) คงเหลือตามที่ผลการศึกษาได้พบว่าสัมพันธ์กัน หรือเมื่อมีโอกาสการลงทุนน้อย เช่นเดียวกับการลดเงินปันผล ในช่วงที่กระแสเงินสดลด โอกาสลงทุนเพิ่ม (สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2549)

2. สำหรับนักลงทุน เพื่อประกอบในการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์โดยจะให้ความสนใจใน 2 ส่วนกล่าวคือต้องการกำไรจากการขายหลักทรัพย์หรือเงินปันผล จากผลการศึกษาหากต้องการกำไรจากการขายหลักทรัพย์สามารถพิจารณากระแสเงินสดอิสระ (FCF) มูลค่าเพิ่มของกิจการ (TQ) และความสามารถในการทำกำไรที่วัดจาก (ROA) จะเป็นการส่งสัญญาณถึงการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะทำให้ราคาหุ้นสามัญเพิ่มขึ้นจนระดับที่พอใจก็จะขายหุ้นออกไป ยกเว้นกิจการที่มีอัตราส่วนหนี้สิน (LEV) ทำให้มีภาระไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ ราคาหุ้นก็อาจลดลง แต่ถ้าหากต้องการเงินปันผลและไม่มีเวลาในการศึกษาข้อมูลมากนักก็สามารถใช้ดัชนี SET High Dividend 30 Index คือบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลสูงต่อเนื่อง



(HD) เพราะผลการศึกษาพบว่าหุ้นในกลุ่มนี้จ่ายเงินปันผลสูงกว่าหลักทรัพย์อื่นอย่างต่อเนื่อง จากสัดส่วน Robustness check แม้จะไม่พบความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล แต่บริษัทที่จัดในกลุ่มนี้ก็จ่ายต่อเนื่อง 100% รวมทั้งการเปิดเผยข้อมูลของหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลในปีที่ผ่านมา ( $D_{lag1}$ ) ก็พอนำมาตัดสินใจเลือกลงทุนได้ซึ่งอาจไม่เกี่ยวข้องกับผลการดำเนินงานของบริษัทโดยตรง อีกส่วนหนึ่งที่ช่วยประกอบการตัดสินใจนั้นคือโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (VR1) ซึ่งจากผลการศึกษาพบว่าหากมีผู้ถือหุ้นประเภทนี้จะมีการจ่ายเงินปันผลที่มาก

3. สำหรับผู้จัดการกองทุน ซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือกองทุนรวมต่าง ๆ ที่ผ่านการอบรมคุณสมบัติตามที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนด เพื่อดูแลผลประโยชน์ที่นักลงทุนไม่ต้องการลงทุนด้วยตัวเอง ซึ่งในการใช้ข้อมูลเพื่อประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ไม่ได้แตกต่างจากนักลงทุนทั่วไปยังคงให้ความสนใจใน 2 ส่วนกล่าวคือต้องการกำไรจากการขายหลักทรัพย์หรือเงินปันผล และอาจศึกษาเพิ่มเติมในส่วนของการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่จะช่วยให้ผู้ลงทุนเกิดความมั่นใจมากยิ่งขึ้น

4. สำหรับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นหน่วยงานที่กำกับดูแลบริษัทจดทะเบียน ให้แสดงข้อมูลที่เป็นประโยชน์แก่ผู้เกี่ยวข้องในการให้ข้อมูลที่ถูกต้องเชื่อถือได้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากผลการศึกษาในเรื่องกระแสเงินสดอิสระ (FCF) มูลค่าเพิ่มของกิจการ (TQ) และความสามารถในการทำกำไรที่วัดจาก (ROA) เพราะเป็นตัวส่งสัญญาณถึงการจ่ายเงินปันผลและราคาหุ้นที่จะมีการเปลี่ยนแปลงภายหลังการประกาศจ่ายเงินปันผล รวมทั้งการสนับสนุนให้นักลงทุนได้ใช้ดัชนี SET High Dividend 30 Index ที่ตลาดหลักทรัพย์ได้มีการประกาศซึ่งเป็นประโยชน์กับกลุ่มผู้ลงทุนที่ต้องการเงินปันผลสูงอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ควรปรับปรุงการออกเกณฑ์ระเบียบหรือข้อบังคับต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับกลไกการกำกับดูแลกิจการในแง่องค์ประกอบ และการทำงานของคณะกรรมการอิสระเพื่อสอบทานการบริหารงานของฝ่ายบริหารที่จะบริหารงานให้เกิดประโยชน์แก่กิจการ

5. สำหรับนักวิชาการ ผู้ที่ต้องการข้อมูลจากการศึกษาไปใช้ประโยชน์ในวงวิชาการ เนื่องจากการศึกษานี้มีการศึกษาเพียง 5 ปีอาจมีการขยายให้มากขึ้นเพื่อทดสอบตัวแปรที่ยังไม่สามารถสรุปได้ รวมทั้งกลุ่มตัวอย่างไม่ได้เก็บข้อมูลในกลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ซึ่งคาดว่าจะได้ข้อมูลเชิงเปรียบเทียบที่เป็นประโยชน์ รวมทั้งเปลี่ยนตัวแปรเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีในแง่มุมอื่นเพื่อหาผลสรุปเพิ่มเติม

## ข้อจำกัดในการศึกษาและข้อเสนอแนะสำหรับงานศึกษาในอนาคต

### 1. ข้อจำกัดในการศึกษา

1.1 การคำนวณหุ้นปันผลใช้โปรแกรมการคำนวณจากเว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [www.tsd.co.th](http://www.tsd.co.th) จะมีข้อมูลย้อนหลังเพียง 3 งวดสุดท้ายที่มีการจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้น จึงนำข้อมูลไปประกอบกับการอนุมัติการจ่ายเงินปันจากมติที่ประชุมโดยจะมีข้อมูลย้อนหลังเพียง 2 ปีนับจากปีปัจจุบัน แต่เมื่อรวมเป็นกลุ่มตัวอย่างแล้วมีเพียงพอในการวิเคราะห์ผลเพราะมีบริษัทที่จ่ายเงินปันผลเป็นหุ้นจำนวนน้อยมากจากฐานข้อมูล SETSMART

1.2 การวิเคราะห์ผลไม่ได้แยกวิเคราะห์เป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม เนื่องจากในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมมีจำนวนข้อมูลไม่เพียงพอ

### 2. ข้อเสนอแนะสำหรับงานศึกษาในอนาคต

2.1 การศึกษานี้เป็นการทดสอบตามทฤษฎีการส่งสัญญาณซึ่งผลออกมาเป็นการส่งสัญญาณในเชิงบวกที่สัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลโดยพิจารณาจากการผลการดำเนินงานและการจ่ายเงินปันผลในอดีต อาจศึกษาเพิ่มเติมในแง่ที่กิจการอาจมีผลการดำเนินงานที่ไม่ดีแต่มีการจ่ายเงินปันผลซึ่งอาจเป็นการส่งสัญญาณอีกด้านหนึ่งที่จะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจกับนักลงทุน

2.2 ในการลดต้นทุนตัวแทนอาจมีหลายแนวทางเงินปันผลถือเป็นแนวทางในด้านการตรวจสอบผู้บริหาร (Monitoring) อาจศึกษาเพิ่มเติมในด้านการสร้างภาระผูกพันกับผู้บริหาร (Bonding) ในการสร้างแรงจูงใจในการมีส่วนร่วมได้เสียร่วมกับกิจการ ว่าจะมีส่วนช่วยลดต้นทุนตัวแทนได้หรือไม่

2.3 ตัวแปรของการกำกับดูแลกิจการที่ดีของคณะกรรมการอิสระบางตัวแปร ควรเปลี่ยนวิธีการวัดค่าที่แตกต่างจากเกณฑ์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพื่อยืนยันผลว่าคณะกรรมการอิสระมีส่วนช่วยตรวจสอบแทนผู้ถือหุ้นได้ หรือใช้ตัวแปรอื่นเป็นตัวแทนการกำกับดูแลกิจการที่ดีเพื่อเป็นข้อมูลในการปรับปรุงหลักเกณฑ์ที่เหมาะสมต่อไป

ภาคผนวก ก

ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์

ตารางที่ 1 แสดงค่าสหสัมพันธ์ของ Pearson 's correlation matrix

Variable	DPR	FCF	TQ	ROA	VR1	INST	FOREIGN	IND	TENURE	BUSY	LEV	AGE	SIZE	HD	D_lag1
DPR	1														
FCF	0.3134	1													
TQ	0.1324	0.1002	1												
ROA	0.2315	0.2761	0.0629	1											
VR1	0.4454	0.3705	0.1023	0.3519	1										
INST	-0.0215	-0.0191	-0.0567	0.0293	-0.0121	1									
FOREIGN	0.0356	0.0798	-0.0257	-0.0493	0.0856	-0.0639	1								
IND	0.0708	0.0397	0.0437	0.1423	0.0820	-0.0253	-0.0310	1							
TENURE	0.0809	0.0546	0.1013	-0.0060	0.0181	-0.0889	-0.0079	0.0530	1						
BUSY	0.1279	0.1465	0.1416	0.1022	0.0971	-0.0177	-0.0528	0.0652	0.1568	1					
LEV	0.0509	0.0749	0.0353	0.0626	0.0586	-0.1490	0.0905	0.0876	0.0103	-0.0348	1				
AGE	0.0776	0.0187	0.0202	0.0796	0.1591	0.0847	-0.0497	0.2422	0.3133	0.2102	-0.0125	1			
SIZE	-0.2596	-0.1998	-0.1121	0.0135	-0.2587	0.0914	-0.1583	0.0673	-0.0466	-0.0503	-0.1248	0.2045	1		
HD	0.0499	-0.0449	-0.0474	-0.0052	0.0332	0.0485	0.0419	0.0694	0.0918	0.0017	0.0069	0.2154	0.0130	1	
D_lag1	0.4718	0.2487	0.1062	0.0710	0.3315	-0.0264	0.0757	0.0955	0.0746	0.1019	0.0472	0.1777	-0.2224	0.0703	1

ตารางที่ 2 แสดงค่าสหสัมพันธ์ของ spearman's correlation matrix

Variable	DPR	FCF	TQ	ROA	VR1	INST	FOREIGN	IND	TENURE	BUSY	LEV	AGE	SIZE	HD	D_lag1
DPR	1														
FCF	0.3134	1													
TQ	0.1324	0.1002	1												
ROA	0.2315	0.2761	0.0629	1											
VR1	0.4454	0.3705	0.1023	0.3519	1										
INST	-0.0215	-0.0191	-0.0567	0.0293	-0.0121	1									
FOREIGN	0.0356	0.0798	-0.0257	-0.0493	0.0856	-0.0639	1								
IND	0.0708	0.0397	0.0437	0.1423	0.0820	-0.0253	-0.0310	1							
TENURE	0.0809	0.0546	0.1013	-0.0060	0.0181	-0.0889	-0.0079	0.0530	1						
BUSY	0.1279	0.1465	0.1416	0.1022	0.0971	-0.0177	-0.0528	0.0652	0.1568	1					
LEV	0.0509	0.0749	0.0353	0.0626	0.0586	-0.1490	0.0905	0.0876	0.0103	-0.0348	1				
AGE	0.0776	0.0187	0.0202	0.0796	0.1591	0.0847	-0.0497	0.2422	0.3133	0.2102	-0.0125	1			
SIZE	-0.2596	-0.1998	-0.1121	0.0135	-0.2587	0.0914	-0.1583	0.0673	-0.0466	-0.0503	-0.1248	0.2045	1		
HD	0.0499	-0.0449	-0.0474	-0.0052	0.0332	0.0485	0.0419	0.0694	0.0918	0.0017	0.0069	0.2154	0.0130	1	
D_lag1	0.4718	0.2487	0.1062	0.0710	0.3315	-0.0264	0.0757	0.0955	0.0746	0.1019	0.0472	0.1777	-0.2224	0.0703	1



ตารางที่ 3 แสดงค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Pairwise Correlation)

Variable	DPR	FCF	TQ	ROA	VR1	INST	FOREIGN	IND	TENURE	BUSY	LEV	AGE	SIZE	HD	D_lag1
DPR	1														
FCF	0.3011	1													
	0.0000														
TQ	0.2388	0.2761	1												
	0.0000	0.0000													
ROA	0.4517	0.3705	0.3519	1											
	0.0000	0.0000	0.0000												
VR1	0.1300	0.1002	0.0629	0.1023	1										
	0.0000	0.0001	0.0125	0.0000											
INST	0.1190	0.1465	0.1022	0.0971	0.1416	1									
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000										
FOREIGN	0.0702	0.0546	-0.0060	0.0181	0.1013	0.1568	1								
	0.0053	0.0302	0.8111	0.4729	0.0001	0.0000									
IND	-0.0175	-0.0191	0.0293	-0.0121	-0.0567	-0.0177	-0.0889	1							
	0.4878	0.4494	0.2443	0.6316	0.0243	0.4823	0.0004								
TENURE	0.0286	0.0798	-0.0493	0.0856	-0.0257	-0.0528	-0.0079	-0.0639	1						
	0.2570	0.0015	0.0501	0.0007	0.3077	0.0361	0.7548	0.0111							
BUSY	0.0661	0.0397	0.1423	0.0820	0.0437	0.0652	0.0530	-0.0253	-0.0310	1					
	0.0086	0.1147	0.0000	0.0011	0.0828	0.0096	0.0352	0.3150	0.2184						

ตารางที่ 3 แสดงค่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Pairwise Correlation) (ต่อ)

Variable	DPR	FCF	TQ	ROA	VR1	INST	FOREIGN	IND	TENURE	BUSY	LEV	AGE	SIZE	HD	D_lag1
LEV	-0.2460	-0.1998	0.0135	-0.2587	-0.1121	-0.0503	-0.0466	0.0914	-0.1583	0.0673	1				
	0.0000	0.0000	0.5927	0.0000	0.0000	0.0458	0.0644	0.0003	0.0000	0.0075					
AGE	0.0426	0.0749	0.0626	0.0586	0.0353	-0.0348	0.0103	-0.1490	0.0905	0.0876	-0.1248	1			
	0.0911	0.0029	0.0129	0.0199	0.1613	0.1668	0.6842	0.0000	0.0003	0.0005	0.0000				
SIZE	0.0799	0.0187	0.0796	0.1591	0.0202	0.2102	0.3133	0.0847	-0.0497	0.2422	0.2045	-0.0125	1		
	0.0015	0.4589	0.0016	0.0000	0.4233	0.0000	0.0000	0.0008	0.0485	0.0000	0.0000	0.6189			
HD	0.0450	-0.0449	-0.0052	0.0332	-0.0474	0.0017	0.0918	0.0485	0.0419	0.0694	0.0130	0.0069	0.2154	1	
	0.0743	0.0744	0.8374	0.1871	0.0599	0.9477	0.0003	0.0542	0.0962	0.0058	0.6046	0.7853	0.0000		
d_lag1	0.4806	0.2487	0.0710	0.3315	0.1062	0.1019	0.0746	-0.0264	0.0757	0.0955	-0.2224	0.0472	0.1777	0.0703	1
	0.0000	0.0000	0.0048	0.0000	0.0000	0.0001	0.0030	0.2940	0.0026	0.0001	0.0000	0.0608	0.0000	0.0052	

ภาคผนวก ข

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ตามประเภทการจ่ายเงินปันผล

ตารางที่ 4 ผลการประมาณค่าวิธี Panel Random-Effects Tobit กรณีจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด

	Tobit		Two Step	
	(1)	(2)	(3)	(4)
FCF	0.1746 ***	0.1744 ***	0.0139 **	0.0990
TQ	2.4841 ***	2.4851 ***	0.0179	5.9177 ***
ROA	0.5558 ***	0.5584 ***	0.1335 ***	-0.6634 ***
VR1	0.0805 **	0.0858 **	0.0067 **	0.0146
INST	0.0355			
FOREIGN	0.0476			
IND	-0.0060			
TENURE	-0.1015 *	-0.0961 *	0.0003	-0.0689
BUSY	-0.0112			
LEV	-0.1554 ***	-0.1542 ***	-0.0130 ***	-0.1663 ***
AGE	-0.0057			
SIZE	0.2833			
HD	7.2077			
D_lag1	10.3968 ***	10.5895 ***	1.1510 ***	
L.DPR				0.2382 ***
Ind1	2.8142	3.2693	0.0699	4.0645
Ind2	-6.9713	-5.7308	0.2272	-7.4562 *
Ind3	-4.0599	-4.5504	0.0131	-6.6304 *
Ind4	1.1380	0.8268	0.3289	-3.6362
Ind5	-6.8505 **	-7.1361 **	0.2168	-6.6674 **
Ind7	-3.4474	-3.4736	-0.0403	-0.5320
_cons	21.0026 *	25.5205 ***	-0.8742 ***	46.9581 ***
sigma_u	15.8228 ***	15.9378 ***		
sigma_e	19.8027 ***	19.8078 ***		
lnsig2u			-0.3406	
N	1577	1577	1577	822
N_g	377	377	377	284
ll	-7186.581	-7188.86	-466.1489	
chi2	251.7354 ***	242.8216 ***	296.9718 ***	161.8907 ***

\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

ตารางที่ 5 ผลการประมาณค่าวิธี Panel Random-Effects Tobit กรณีจ่ายเงินปันผลเป็นหุ้น

	Tobit		Two Step	
	(1)	(2)	Probit (3)	Reg (4)
FCF	-0.0355 **	-0.0368 **	-0.0139 *	-0.1177
TQ	0.4015	0.3603	0.0598	15.6242 **
ROA	0.0318	0.0309	0.0366 ***	-1.1706 **
VR1	-0.0008	-0.0025	-0.0002	0.0036
INST	-0.0076			
FOREIGN	-0.0117			
IND	-0.0013			
TENURE	-0.0091	-0.0094	-0.0021	-0.0947
BUSY	-0.0088			
LEV	0.0173 *	0.0176 *	0.0131 ***	0.0611
AGE	-0.0171			
SIZE	0.0362			
HD	-1.3308			
D_lag1	1.1218 **	1.0146 **	0.3774 *	-0.1177
L.DPR				0.1275
Ind1	-0.8625	-0.7662	-0.3095	-0.6682
Ind2	-0.9069	-0.7296	-0.2922	15.8443
Ind3	-0.7427	-0.6066	-0.6476	-15.7060
Ind4	0.2412	0.2871	-0.0183	16.0941
Ind5	0.7845	1.0099	0.4488	21.4940
Ind7	-0.3139	-0.1459	0.1261	8.4630
_cons	-0.2670	-0.7209	-3.5935 ***	2.2767
sigma_u	1.7547 ***	1.8219 ***		
sigma_e	7.0523 ***	7.0522 ***		
lnsig2u			-0.5405	
N	1577	1577	1577	50
N_g	377	377	377	41
ll	-5361.2110	-5364.1450	-214.1499	
chi2	33.1796 ***	26.9388 ***	28.8929 ***	15.8623 ***

\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$



ภาคผนวก ค

ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ตามค่าเฉลี่ยของตัวแปร

ตารางที่ 6 ผลการประมาณค่าวิธี Panel Random-Effects Tobit ตามค่าเฉลี่ยของตัวแปร

	Tobit		Two Step	
	(1)	(2)	Probit (3)	Reg (4)
FCF	-0.0115	0.0047	-0.0215	-0.1625
TQ	-0.0705	0.2996	0.4176	2.1417
ROA	1.1145 ***	1.1299 ***	0.5409 ***	-0.1292
VR1	0.0497	0.0662	0.0097	0.0592
INST	0.0861			
FOREIGN	-0.0057			
IND	0.1371			
TENURE	-0.1641 **	-0.1599 **	-0.0058	-0.1442 **
BUSY	-0.0486			
LEV	-0.1326 **	-0.1287 **	-0.0330 ***	-0.1133 *
AGE	0.1277			
SIZE	1.5856			
HD	3.9754	3.5422	7.0176	-3.5775
D_lag1	4.8386	5.8831 *	1.3772 **	
L.DPR				0.2386 ***
Ind1	5.5016	5.3887	0.8142	1.5606
Ind2	-5.8539	-4.0483	0.7705	-8.7598 **
Ind3	-0.2148	-1.0259	0.7313	-8.0581 **
Ind4	4.9041	4.2579	0.9788 *	-3.8542
Ind5	-5.5601	-5.6304	0.5951	-5.8651 **
Ind7	-2.4228	-2.9782	0.2615	-0.9869
FCF_m	0.1605 *	0.1363	0.0482 **	0.2477 *
TQ_m	2.3112 *	1.9869	-0.4560	5.8915 ***
ROA_m	-0.8713 ***	-0.8671 ***	-0.4248 ***	-0.5785 ***
VR1_m	0.0309	0.0225	0.0060	-0.0763 *
INST_m	-0.0865			
FOREIGN_m	0.0558 *			
IND_m	-0.1835 *			
TENURE_m	0.1191 **	0.1196 **	0.0112	0.1411 **
BUSY_m	0.0637 *			

ตารางที่ 6 ผลการประมาณค่าวิธี Panel Random-Effects Tobit ตามค่าเฉลี่ยของตัวแปร (ต่อ)

	Tobit		Two Step	
	(1)	(2)	Probit (3)	Reg (4)
LEV_m	0.0023	0.0130	0.0154	0.0005
AGE_m	-0.1431 **			
SIZE_m	-0.3213			
HD_m	-0.0719	0.8253	2.1629	4.1102
D_lag1_m	2.2650	1.5479	-0.3109	
Dummy_median	36.6578 ***	22.3911 ***	3.2475 ***	13.8682 ***
_cons	-19.0684	12.0988 **	-3.7627 ***	36.5356 ***
sigma_u	22.0791 ***	22.1524 ***		
sigma_e	15.4879 ***	15.6046 ***		
lnsig2u			1.1492 ***	
N	1577	1577	1577	822
N_g	377	377	377	284
ll	-6974.9340	-6985.3840	-382.2193	
chi2	812.1204 ***	779.5865 ***	178.7345 ***	416.2928 ***

\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$



## บรรณานุกรม

- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *คู่มือบริษัทจดทะเบียน 2557*. เข้าถึงได้จาก :  
[http://www.set.or.th/th/regulations/supervision/files/SET\\_Manual\\_2014.pdf](http://www.set.or.th/th/regulations/supervision/files/SET_Manual_2014.pdf),  
11 กุมภาพันธ์ 2557.
- \_\_\_\_\_. *ดัชนีราคา SET High Dividend 30 index 2556*. เข้าถึงได้จาก :  
<http://www.set.or.th/th/products/index/files/2013-01-SETHD-IndexRule-TH.pdf>,  
27 พฤศจิกายน 2557.
- ธนิดา หวังวิวัฒน์ศิลป์. (2543). *การลดต้นทุนที่เกิดจากปัญหาตัวแทนโดยใช้นโยบายเงินปันผลและการถือหุ้นของผู้บริหารในประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต) สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- ธัญวรัตน์ สุวรรณะ, สิทธิพร อินทุวงศ์ และชาติรี จันทระโคสิกา. (2557). *นโยบายการจ่ายเงินปันผลและผลกระทบต่อบริษัทจดทะเบียน*. วารสารวิชาชีพบัญชีมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 10 (29), 24-34.
- ธีรวุฒิ ธีรโชติมงคล. (2553). *โครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายเงินปันผลของบริษัทไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต) สาขาวิชาการเงิน คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- วัชรวิ อัครยิ่งเจริญ. (2548). *ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับกำไรของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. (วิทยานิพนธ์ปริญญาบัญชียามหาบัณฑิต) สาขาวิชาการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2549). *การเงินธุรกิจ*. กรุงเทพฯ: อัมรินทร์พรินต์ติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง.
- สภาวิชาชีพบัญชี. *มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 7 (ปรับปรุง 2557)*. เข้าถึงได้จาก :  
[http://www.fap.or.th/images/column\\_1412565962/TAS%207-web.pdf](http://www.fap.or.th/images/column_1412565962/TAS%207-web.pdf),  
9 เมษายน 2558.
- \_\_\_\_\_. *มาตรฐานการบัญชีฉบับที่ 18 (ปรับปรุง 2557)*. เข้าถึงได้จาก :  
[http://www.fap.or.th/images/column\\_1412565962/TAS%2018-web.pdf](http://www.fap.or.th/images/column_1412565962/TAS%2018-web.pdf),  
11 กุมภาพันธ์ 2557.
- เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์. (2554). *การบริหารการเงินธุรกิจ*. กรุงเทพฯ: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

- คิลปพร ศรีจันทเพชร. *ความรับผิดชอบต่อสังคมของคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์*. วารสารวิชาชีวะบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์, 4 (10), 26-39.
- ศุภลักษณ์ อังคสุโข, ผาดิกา ตันวิเชียร, ตระการตา สงวนศักดิ์โยธิน และปิยภัทร ธาระวานิช. (2555). *นโยบายการจ่ายเงินปันผลกับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด*. จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย, 34 (131), 107-144.
- Adjaoud, F., Ben-Amar, W. (2010). *Corporate governance and dividend policy : Shareholders' protection or expropriation?*. Journal of Business Finance and Accounting, 37, 648-667.
- Agrawal, A., Jayaraman, N. (1994). *The dividend policies of all-equity firms : a direct test of the free cash flow theory*. Managerial and Decision Economics, 15, 139-148.
- Aharony, Joseph, and Itzhak Swary. (1980). *Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis*. Journal of Finance, 35, 1-12.
- Allen, Franklin, Antonio E. Bernanrdo, and Ivo Welch. (2000). *A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles*. Journal of Finance, 55, 2499-2536.
- Allen, F. and Michaely, R. (2003). "Payout Policy" in G. Constantinides, M. Harris, And R. Stulz, eds., *Handbook of the Economics of Finance*. North-Holland : Elsevier.
- Alli, Kasim L., A.Qayyum Khan, and Gabriel G. Ramirez. (1993). *Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis*. The Financial Review, 28, 523-547.
- Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar. (2005). *"Dividend Policy of Publicly Quoted Companies in Emerging Markets: The Case of Jordan"*. Doctoral Thesis, School of Economics and Finance (University of Western Sydney, Sydney).
- Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar., Rafferty, Michael., Pillai, Rekha. (2010). *"Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence"*. International Bulletin of Business Administration, 9, 171-200.
- Amihud, Yakov, and Maurizio Murgia. (1997). *Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence From Germany*. Journal of Finance, 52, 397-408.
- Anderson, R., Reeb, D.(2003). *Founding-Family Ownership and Firm Performance : Evidence from the S&P 500*. Journal of Finance, 3, 1301-1328.



- Ang, James S., ed. (1987). *Do Dividends Matter? A Review of Corporate Dividend Theories and Evidence*. (Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions and the Graduate Schools of Business Administration of New York University, New York).
- Asquith, Paul, and David W. Mullins, Jr. (1983). *The impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth*. *Journal of Business*, 56, 77–96.
- Barclay, M. J., Smith C. W., Watts, R. L. (1995). *The determinants of corporate leverage and dividend policies*. *Journal of Applied Corporate Finance* , 7(4), 4–19.
- Baba, N. (2009). *Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms*. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17, 163–174.
- Bali, Rakesh, (2003). *An Empirical Analysis of Stock Returns Around Dividend Changes*. *Applied Economics*, 35, 51–61.
- Baskin, Jonathan B. (1988). *The Development of Corporate Financial Markets in Britain And the United States, 1600–1914: Overcoming Asymmetric Information*. *The Business History Review*, 62, 199–237.
- Benartzi, S., Michaely, R., Thaler, R. (1997). *Do changes in dividends signal the future or the past?*. *Journal of Finance*, 52, 1007–1034.
- Bhattacharya, S. (1979). *Imperfect information, dividend policy, and “the bird in hand fallacy”*. *Bell Journal of Economics*, 10, 259–270.
- Boeker, W., Goodstein, J. (1993). *Performance and successor choice : the moderating effects of governance and ownership*. *Acad. Manage.*, 36, 403–423.
- Brickley, J.A., Lease, R. C., Smith, C. W. (1988). *Ownership structure and voting on antitakeover amendments*. *Journal of Financial Economics*, 20, 267–291.
- Buchanan, B. (1974). *Building organizational commitment : the socialization of managers in work organizations*. *Adm. Sci. Q*, 19, 533–546.
- Byrd, J. W., Hickman, K. A. (1992). *Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids*. *Journal of Financial Economics*, 32, 195–222.
- Carpenter, M.A., Westphal, J.D. (2001). *The strategic context of external network ties:examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making*. *Acad. Manage. J.*, 44, 639–660.

- Chay, J.B., & Suh, J. (2009). *Payout policy and Cash-flow uncertainty*. Journal of Financial Economics, 93 (1), 88–107.
- Chung., Pruitt. (1994). *A simple approximation of Tobin 's q*. Financ. Manage., 23(3), 70–74.
- Core, J. E., Holthausen, R.W., Larcker, D.F. (1999). *Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*. J. Financ. Econ., 51, 371–406
- Daily, C. M., Johnson, A.E., Dalton, D.R. (1998). *Compensation committee composition as a determinant of CEO compensation*. Acad. Manage.J., 41, 209–220.
- DeAngelo, H., DeAngelo. L., Skinner, D.J. (1996). *Reversal of fortune : Dividend signaling And the disappearance of sustained earnings growth*. Journal of Financial Economics, 40, 341–371.
- DeAngelo, H., DeAngelo. L., Stulz, R.M. (2004). *Dividend policy, Agency costs and earned equity*. Working Paper, University of Southern California.
- \_\_\_\_\_. (2006). *Dividend policy and the earned/contributed capital mix : A test of the life-cycle theory*. Journal of Financial Economics, 81, 227–254.
- Dempsey, Stephen J., and Gene Lober. (1992). *Effects of Agency and Transaction Costs On Dividend Payout Ratios: Further Evidence of the Agency-Transaction Cost Hypothesis*. Journal of Financial Research, 15, 317–321.
- Denis, D.J., Osobov, I.V. (2008). *Why do firm pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy*. Journal of Financial Economics, 89, 62–82.
- Esterbrook, F. (1984). *Two agency-cost explanations of dividends*. Am. Econ. Rev., 74, 650–659.
- Fama, E., French, K. (2001). *Disappearing dividends : changing firm characteristics or Lower propensity to pay*. J. Financ. Econ., 60, 3–43.
- Fama, E., F., Jensen, M.N. (1983). *Separation of ownership and control*. J. Law Econ., 26, 301–325.
- Farinha, J. (2003). *Dividend policy, corporate governance and the managerial Entrenchment hypothesis : an empirical analysis*. J. Bus. Finance Account., 30, 1173–1209.
- Fenn, G. W., Liang, N. (2001). *Corporate payout policy and managerial stock incentives*. J. Financ. Econ., 60, 45–72.

- Ferris, S.P., Jagannathan, M., Pritchard, A.C. (2003). *Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments*. *J. Finance.*, 58, 1087–1111.
- Fich E. M., Shivdasain A. (2006). *Are busy boards effective monitors?*. *The Journal of Finance*, 2, 689–724.
- Frankfurter, George M., and Bob G. Wood, Jr. (1997). *The Evolution of Corporate Dividend Policy*. *Journal of Financial Education*, 23, 16–33.
- Gonedes, Nicholas J. (1978). *Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items*. *Journal of Accounting Research*, 16, 26–79.
- Grinstein, Y., & Michaely, R. (2005). *Institutional holdings and payout policy*. *Journal of Finance*, 60, 1389–1426.
- Gruillon, G., Michaely, R., Benartzi, S., Thaler, R. (2005). *Dividend changes do not signal changes in future profitability*. *Journal of Business*, 78, 1659–1682.
- Gugler, K., Yurtoglu, B. (2003). *Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany*. *European economic Review*, 47, 731–758.
- Guizani, M. (2012). *Ownership control discrepancy and dividend policy : Evidence from Tunisia*. *International Business Research*, 5(1), 127–139.
- Harada, K., Nguyen, P. (2005). *Dividend change context and signaling efficiency in Japan*. *Pacific Basin finance Journal*, 13, 504–522.
- Harris, D.A., Helfat, C.E. (2007). *The board of directors as a social network : a new perspective*. *J. Manag.Inq.*, 16, 228–237.
- Hodgson, A., Lhaopadchan, S., & Buakes, S. (2011). *How informative is the Thai corporate governance index? A financial approach*. *International Journal of Accounting & Information Management*, 19(1), 53–79.
- Holder, Mark E., Frederick W. Langrehr, and J Lawrence Hexter. (1998). *Dividend Policy Determinants : An Investigation of the influences of Stakeholder Theory*. *Financial Management*, 27, 73–82.
- Holderness, C. G. (2003). *A survey of blockholders and corporate control*. *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, Policy Review, 9(1), 51–64.



- Hu, A., Kumar, P. (2004). *Managerial entrenchment and payout policy*. J. Financ. Quant. Anal., 39, 759–790.
- Jensen, G., Solbery, D., Zoun, T. (1992). *Simultaneous Determination of Insider ownership, debt and dividend policies*. Journal of Financial and quantitative Analysis, 27, 73–82.
- Jensen, M. (1986). *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeover*. American Economic Review, 76, 323–329.
- Jensen, M.C., Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure*. J. Finance. Econ., 3, 305–360.
- Jeon, J. Q., Lee, C., Moffett, C. M. (2010). *Effects of foreign ownership on payout policy: Evidence from the Korean market*. Journal of Financial Markets, 14 (2), 344–375.
- John, Kose, and Joseph Williams. (1985). *Dividends, Dillution, and Taxes: A Signaling Equilibrim*, Journal of Finance, 40, 1053–1070.
- Kahle, K. M. (2002). *When a buyout isn't a buyback : open market repurchases and employee options*. J. Financ. Econ., 20, 317–346.
- Kaplan, S., Reishus, D. (1990). *Outside directorship and corporate performance*. J. Financ. Econ., 389–410.
- Karpavicius, S., Yu, F. (2012). *A test of the free cash flow hypothesis : the impact of increased institutional holdings on firm characteristics*. SSRN Working Paper.
- Kato, H.K., Loewenstein, U., Tsay, W. (2002). *Dividend policy, cash flow and investment In Japan*. Pacific–Basin Finance Journal, 10, 443–473.
- Kesner, I.F., Victor, B., Lamont, B. T. (1986). *Board composition and the commission of Illegal acts : an investigation of Fortune 500 companies*. Acad. Manage. J., 29, 789–799.
- Khan, T. (2006). *Company dividends and ownership structure : Evidence from UK panel data*. The Economic Journal, 116, 172–189.
- Koch, Paul D., and Catherine Shenoy. (1999). *The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies*. Financial Management, 28, 16–35.
- Kouki, M., Guizani, M. (2009). *Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from The Tunisian Stock Market*. European Journal of Scientific Research, 25(1), 42–53.



- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). *Corporate ownership around the world*. *Journal of Finance*, 54, 471–517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (2000). *Agency problems And dividend policies around the world*. *Journal of Finance*, 55, 1–33.
- Lang, L.H., Litzenberger, R.H. (1989). *Dividend announcements : cash flow signaling vs. Free cash flow hypothesis?*. *Journal of Financial Economics*, 24, 181–191.
- Laub, P. Michael. (1976). *On the Informational Content of Dividends*. *Journal of Business*, 49, 73–80.
- Limpaphayom, Piman and Connelly J. T. (2004). *Corporate Governance in Thailand*. Working Paper, Thai Institute of Directors Association, 1–54.
- Linck, J.S., Netter, J.M., Yang, T. (2008) *The determinants of board structure*. *J. Financ. Econ.*, 87, 308–328.
- \_\_\_\_\_. (2009). *The effects and unintended consequences of The Sarbanes–Oxley Act on the supply and demand for directors*. *Rev. Financ. Stud.*, 22, 3287–3328.
- Lindenberg, E.B. and Ross, S.A. (1981). *Tobin's q Ratio and Industrial Organization*. *Journal of Business*, 54, No. 1, 1–32.
- Lintner, J. (1956). *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*. *American Economic Review*, 46, 97–113
- Lipson, Marc L, Maquieira Carlos P., and William Megginson. (1998). *Dividend Initiations and Earnings Surprises*, *Financial Management*, 27, 36–45.
- McConnell, John J., and Henri Servaes. (1990). *Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value*. *Journal of Financial Economics*, 27, 595–612.
- Michaely, Roni, Richard H. Thaler, and Kent L. Womack. (1995). *Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?*. *Journal of Finance*, 50, 573–608.
- Miller, Merton H., and Kevin Rock. (1985). *Dividend Policy Under Asymmetric Information*, *Journal of Finance*, 40, 1031–1051.
- Miller M., Modigliani, F. (1961). *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*. *Journal of Business*, 34, 411–433.
- Mitton, T. (2005). *Corporate governance and dividend policy in emerging markets*. *Emerging Markets Review*, 5, 409–426.

- Monks, R., Minow, N. (1996). *Watching the Watchers : Corporate Governance in the 21st Century*. Blackwell, Cambridge, MA.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1988). *Management ownership and market valuation : An empirical analysis*. Journal of financial Economics, 20, 293–315.
- Na Ranong, N. (2013). *Factors influencing corporate in set high dividend 30 Index dividend decision : Evidence from Thailand panel data*. An independent study submitted in partial fulfillment of the requirements for the Degree of Master of Business Administration Graduate School, Kasetsart University.
- National Association of Corporate Director. (1996) *Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism*.
- Nissim, D., Ziv, A. (2001). *Dividend changes and future profitability*. Journal of Finance, 56, 2111–2133.
- Pettit, R. Richardson. (1972). *Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency*. Journal of Finance, 27, 993–1007.
- \_\_\_\_\_. (1976). *The Impact of Dividend and Earnings Announcements: A Reconciliation*. Journal of Business, 49, 89–96.
- Prowse, S.D. (1990). *Institutional investment patterns and corporate behavior in the United States and Japan*. Journal of Financial Economics, 27, 43–66.
- Ramli, N. M. (2010). *Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from Malaysian companies*. International Review of Business Research Papers, 6(1), 170–180.
- Renneboog, L., & Rimbey, J. (2007). *Control structures and payout policy*. Managerial Finance, 33, 43–64.
- Rosenstein, S., Wyatt, J.G. (1990). *Outside directs, board independence, and shareholder wealth*. Journal of Financial Economics, 26, 175–191.
- Rozeff, Michael S. (1982). *Growth, Beta and Agency costs as Determinants of Dividend payout Ratios*. The Journal of Financial Research, 5, 249–259.
- Scott, D. F., Jr., Martin, J. D., Petty, J. W., and Keown, A. J. (1999). *Basic Financial Management*. New Jersey : Prentice Hall International.
- Sharma, V. (2011) *Independent directors and the propensity to pay dividends*. Journal of Corporate finance, 17, 1001–1015.

- Salancik, G. (1977). *Commitment and control of organizational behavior and belief*. In : Staw, B.M., Salancik, (Eds.) *New directions in organizational behavior*. St. Claire Press, Chicago, 1–54.
- Sarbanes–Oxley Act. (2002). *One Hundred Seventh congress of the United States of America*, Second Session.
- Saxena, Atul K. (1999). *Determinants of Dividend Payout Policy: Regulated Versus Unregulated Firms*. Working Paper, (State University of West Georgia).
- Shim, J. K., and Siegel, J. G. (2000). *Financial Management*. 2nd ed. New York :Barron’s Business Library.
- Shivdasani, A. (1993). *Board composition, ownership structure and hostile takeovers*. *J. Account. Econ.*, 60, 167–198.
- Stulz, R. (1988). *Managerial control of voting rights : Financing policies and the market for corporate control*. *Journal of Financial Economics*, 20, 25–54.
- Suwanna, T. (2012). *Impacts of Dividend Announcement on Stock Return*. *Procedia–Social and Behavioral Sciences*, 40, 721–725.
- Thanatawee, Y. (2013). *Ownership structure and dividend policy : Evidence from Thailand*. *International Journal of Economics and Finance*, 5 (1), 121–132.
- Travlos, Nickoas, Leons Trigeorgis, and Nikos Vafeas. (2001). *Shareholder Wealth Effects of Dividend Policy Changes in an Emerging Stock Market: The Case of Cyprus*. *Multinational Finance Journal*, 5, 87–112.
- Truong, Tl., & Heaney, R. (2007). *Largest shareholder and dividend policy around the world*. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47, 667–687.
- U.S.Senate. (2002). *The role of the board of directors’ in Enron’s collapse*. Report prepared By the Permanent Subcommittee on investigations of the senate of the United States.
- Vafeas, N. (2003a). *Length of board tenure and outside director independence*. *J. Bus.Finance Account.*, 30, 1043–1064.
- \_\_\_\_\_. (2003b). *Further evidence on compensation committee composition as a determinant of CEO compensation*. *Financ. Manage.*, 32, 53–70.
- Vance. S. (1983). *Corporate Leadership : Boards Directors and strategy*. McGraw–Hill New York.

- Villalonga , Belen. (2004). *Intangible Resources, Tobin's Q, and Sustainability of Performance Differences*. Journal of Economic Behavior & Organization, 54, 205–203.
- Watts, R. (1973). *The information content of dividends*. Journal of Business, 46, 191–211.
- Wade, J., O'Reilly, C.A. Chanratat, I. (1990). *Golden parachutes : CEOs and the exercise of social influence*. Adm. Sci. Q., 35, 587–603.
- Walker, C. E. (1931). *The History of the Joint Stock Company*. The Accounting Review, 6, 97– 105.
- Weisbach, M.S. (1988). *Outside directors and CEO turnover*. J. Financ. Econ., 20, 431–460.
- White, L. (1996). *Executive compensation and dividend policy*. J. Corp. Finance., 2, 335–358.
- Wiwattanakantang, Y. (2001). *Controlling shareholders and corporate value : Evidence from Thailand*. Pacific–Basin Finance Journal, (9), 323–362.
- Woolridge, J. Randall. (1983). *Dividend Changes and Security Prices*, Journal of Finance, 38, 1607–1615.
- Yoon, Pyung Sig, and Starks T. Laura. (1995). *Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements*. Review of Financial Studies, 8, 995–1018





## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ ชื่อสกุล	นางสาวดารารัตน์ สุขแก้ว
วัน เดือน ปีเกิด	2 สิงหาคม 2518
สถานที่เกิด	จังหวัดสุพรรณบุรี
วุฒิการศึกษา	สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาตรีบริหารธุรกิจบัณฑิต จากสถาบันเทคโนโลยีราชมงคล ปีการศึกษา 2539 สำเร็จการศึกษาระดับปริญญาโทบัญชีมหาบัณฑิต จากมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ปีการศึกษา 2546
ตำแหน่งปัจจุบัน	อาจารย์ประจำสาขาวิชาการบัญชี คณะบริหารธุรกิจ
สถานที่ทำงาน	มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลรัตนโกสินทร์ 96 หมู่ 3 ตำบลศาลายา อำเภอพุทธมณฑล จังหวัดนครปฐม 73170

