

ผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินและการถือหุ้น โดยผู้บริหารที่มีต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ : หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

สวรส พนมอุปถัมภ์

บัญชีมหาบัณฑิต คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
ผู้ช่วยผู้สอบบัญชี บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิภาค ไทย สอบบัญชี จำกัด

ดร.กิตติมา อัครนพวงศ์

รองศาสตราจารย์ประจำกลุ่มวิชาการรายงานการเงินและการให้ความเชื่อมั่น
คณะบัญชี มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย
(ผู้ประสานงานหลัก)

วันที่ได้รับต้นฉบับบทความ : 27 มีนาคม 2566

วันที่แก้ไขปรับปรุงบทความ : 26 มิถุนายน 2566

วันที่ตอบรับตีพิมพ์บทความ : 13 กรกฎาคม 2566

บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินและการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่มีต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี การศึกษานี้จะถือว่า มีความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผล เมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผลติดต่อกันเป็นเวลา 5 ปี โดยศึกษาการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอของปี พ.ศ. 2558 ถึงปี พ.ศ. 2562 และปัจจัยที่คาดว่าจะส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอคือ อัตราส่วนทางการเงินและสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร โดยจะนำข้อมูลดังกล่าวมาเฉลี่ยเคลื่อนที่ย้อนหลัง 5 ปี ในการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ จึงต้องใช้ข้อมูลจากงบการเงินและรายงานประจำตั้งแต่ปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562 โดยเก็บข้อมูลจากฐานข้อมูล SETTRADE ฐานข้อมูล SETSMART และฐานข้อมูลของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) โดยมีกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา 120 ตัวอย่าง สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลคือ สถิติเชิงพรรณนา การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ของสเปียร์แมน (Spearman's Correlation) เพื่อใช้ในการคัดเลือกตัวแปรเข้าสมการ และการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ (Binary Logistic Regression) เพื่อใช้ในการทดสอบสมมติฐาน

ผลการศึกษาพบว่า อัตราส่วนที่วัดความสามารถในการทำกำไร (อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น) และ อัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ (อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร) มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 นอกจากนี้ สำหรับตัวแบบที่มีตัวแปรควบคุม ผลการศึกษาพบว่า ขนาดของบริษัทมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05

คำสำคัญ: อัตราส่วนทางการเงิน การถือหุ้นโดยผู้บริหาร การจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ กลุ่มอุตสาหกรรม เทคโนโลยี

The Effects of Financial Ratios and Managerial Ownership on the Regularity of Dividend Payment: Evidence from Listed Companies on the Stock Exchange of Thailand in the Technology Industry

Savaros Phanom-upatham

*Graduate, Master of Accountancy Program,
School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce
Senior Auditor, KPMG Phoomchai Audit Co., Ltd.*

Received: March 27, 2023

Revised: June 26, 2023

Accepted: July 13, 2023

Dr.Kittima Acaranupong

*Associate Professor of Financial Reporting and Assurance Group,
School of Accountancy, University of the Thai Chamber of Commerce
(Corresponding Author)*

ABSTRACT

The objective of this study is to examine the effects of financial ratios and managerial ownership on the regularity of dividend payment of listed companies on the Stock Exchange of Thailand in the Technology Industry. This study defines that there is a regularity of dividend payment when the company pays the dividend on five consecutive years. The research investigates the regularity of dividend payment from the year 2015 to 2019. In addition, the factors which are expected to affect the regularity of dividend payment are financial ratios and proportion of managerial ownership. This data is averaged by moving over the preceding 5 years. Therefore, the secondary data used for analysis is financial statements and annual reports from the year 2010 to 2019. The data is collected from the database of SETTRADE, SETSMART, and the Securities and Exchange Commission (SEC). The number of samples of this study is 120 firms-years. The statistical techniques for data analysis are descriptive statistics, Spearman's correlation for selecting variables into research models and binary logistic regression for testing research hypotheses.

The results indicate that profitability ratios (Return on Equity: ROE) and asset management efficiency ratios (Fixed Asset Turnover: FATO) are positively related to the regularity of dividend payment at statistical significance of 0.01 level and 0.05 level, respectively. In the opposite direction, proportion of managerial ownership is negatively related to the regularity of dividend payment at statistical significance of 0.05 level. Moreover, for the model with control variables, the firm's size is positively related to the regularity of dividend payment at statistical significance of 0.05 level.

Keywords: Financial Ratios, Managerial Ownership, Regularity of Dividend Payment, Technology Industry

ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ในการดำเนินกิจการของบริษัท แม้ว่าผู้บริหารจะมีระบบการควบคุมภายในที่ดี เพื่อให้บริษัทเจริญเติบโตได้อย่างมั่นคง แต่ปัจจัยภายนอกยังสามารถส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานขององค์กรได้เช่นกัน ตัวอย่างเช่น สงครามการค้าระหว่างสหรัฐอเมริกากับสาธารณรัฐประชาชนจีน ความไม่มั่นคงภายในประเทศ การลดการลงทุนในประเทศไทย หรือย้ายฐานการผลิตจากประเทศไทยสู่ประเทศเพื่อนบ้าน เป็นต้น เป็นเหตุให้เศรษฐกิจภายในประเทศชะลอตัว ส่งผลให้บริษัทในแต่ละอุตสาหกรรมแข่งขันกันรุนแรงมากขึ้น การลงทุนดังกล่าวต้องใช้เงินทุนค่อนข้างสูงและการจัดหาเงินทุนโดยการกู้ยืมอาจทำให้บริษัทมีความเสี่ยงในการขาดสภาพคล่อง หรือความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้ หลายบริษัทจึงลดความเสี่ยงด้วยการระดมทุนด้วยการออกหุ้นสามัญแทน ซึ่งการจ่ายเงินปันผล¹ เป็นนโยบายของบริษัท ซึ่งบริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลได้ก็ต่อเมื่อบริษัทมีกำไร และผู้บริหารจะพิจารณาถึงปัจจัยอื่นที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อผลการจ่ายเงินปันผลด้วย

การศึกษาในครั้งนี้มุ่งศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี เนื่องจากการทบทวนวรรณกรรมพบว่า มีงานวิจัยเกี่ยวกับปัจจัยที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี ในปริมาณน้อยมากเมื่อเทียบกับงานวิจัยในอุตสาหกรรมอื่น ประกอบกับจากการเก็บข้อมูลการจ่ายเงินปันผลพบว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีการประกาศจ่ายเงินปันผลค่อนข้างสม่ำเสมอ และมีการจ่ายเงินปันผลสูงเป็นอันดับที่ 3 เมื่อเทียบกับอุตสาหกรรมอื่นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand, 2020) อีกทั้งในปัจจุบัน การทำงานที่บ้าน (Work from Home) มากขึ้น ทำให้เทคโนโลยีรวมทั้งเครือข่ายการสื่อสารมีความสำคัญเพิ่มขึ้นและคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของอุตสาหกรรมเทคโนโลยีเป็นอย่างมาก อย่างไรก็ตามจากการศึกษางานวิจัยในอดีตพบว่า การกำหนดนโยบายจ่ายเงินปันผลของบริษัทขึ้นกับปัจจัยต่าง ๆ ทั้งที่บริษัทสามารถควบคุมได้และไม่สามารถควบคุมได้ เช่น อัตราส่วนทางการเงิน สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร ภาวะเงินเฟ้อ เป็นต้น (e.g., Inthapat, 2016; Udompon, 2017; Khemwong, 2017; Wongprachanukul & Suksonghong, 2019; Usajai & Fuengkasaem, 2020; Hemmaplardh & Fuengkasem, 2020; Nuanthawin & Dampitakse, 2020) นอกจากนี้ งานวิจัยนี้ต่างจากงานวิจัยในอดีตตรงประเด็นที่ว่า เป็นการศึกษาผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินและการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่มีต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอในระยะเวลา 5 ปี ซึ่งงานวิจัยในอดีตจำนวนมากมักศึกษาการจ่ายเงินปันผลในรูปของจำนวนเงินหรืออัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล (dividend payout ratio) โดยไม่ได้ศึกษาความสม่ำเสมอและความต่อเนื่องของการจ่ายเงินปันผล (e.g., Inthapat, 2016; Udompon, 2017; Khemwong, 2017; Sarasuwan, 2019) การจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอถือว่ามีความสำคัญ เนื่องจากทฤษฎีการส่งสัญญาณการจ่ายปันผล (Dividend Signaling Theory) ระบุว่า หากกิจการมีการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องและสม่ำเสมอถือเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวกว่ากิจการจะมีการเติบโตในอนาคต นอกจากนี้ ผู้ถือหุ้นจะมีความพึงพอใจต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอมากกว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลแบบผันผวน โดยการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอจะส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก (Chand, 2020) ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีลูกนกในกำมือ (Bird in Hand Theory) ของ Gordon (1960) และ Lintner (1962) ซึ่งระบุว่า นักลงทุนพึงพอใจกับเงินปันผลที่ได้รับอย่างสม่ำเสมอมากกว่ากำไรจากการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ไม่แน่นอน ซึ่งส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น โดยข้อดีของการจ่ายเงินปันผลแบบสม่ำเสมอคือ ลดความ

¹ การจ่ายเงินปันผลในบทความนี้ หมายถึง การจ่ายเงินสดปันผล (Cash Dividend) และการจ่ายหุ้นปันผล (Stock Dividend)

ไม่แน่นอนของนักลงทุน ไม่ว่าจะกิจการจะมีผลการดำเนินงานลดลงชั่วคราวหรือมีผลกำไรที่ลดลง บริษัทก็ยังคงมีการจ่ายเงินปันผล อีกทั้งการใช้นโยบายนี้ กิจการสามารถเพิ่มทุนจากบุคคลภายนอกได้ง่าย เนื่องจากราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น และความเชื่อมั่นที่มีต่อบริษัทของนักลงทุนก็เพิ่มขึ้นด้วย ผู้วิจัยจึงสนใจศึกษาถึงผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินและการถือหุ้น โดยผู้บริหารที่มีต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี โดยผลจากการศึกษานี้คาดว่าจะประโยชน์ต่อผู้บริหารให้สามารถบริหารจัดการสินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้สามารถสร้างกำไรของกิจการได้อย่างต่อเนื่องและสามารถจ่ายเงินปันผลได้อย่างสม่ำเสมอ และยังเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน เพื่อรับเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

วัตถุประสงค์การศึกษา

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินที่มีต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่มีต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

แนวคิดเกี่ยวกับเงินปันผล (Dividend)

เงินปันผล (Dividend) คือ ผลตอบแทนที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้ถือครองหลักทรัพย์นั้น ๆ โดยจ่ายจากกำไรของบริษัท (Udompon, 2017) ซึ่งหากบริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลได้อย่างสม่ำเสมอ โดยจ่ายเงินปันผลทุกปีติดต่อกัน เช่น 5–15 ปี เป็นต้น แสดงว่า บริษัทมีความมั่นคงและมีแหล่งรายได้ที่แน่นอน (The Stock Exchange of Thailand, 2019) ซึ่งเงินปันผลสามารถจำแนกได้ 2 ประเภทหลัก ประกอบด้วย การจ่ายปันผลเป็นเงินสด (Cash Dividend) และการจ่ายปันผลเป็นหุ้น (Stock Dividend) ทั้งนี้ การจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอจะช่วยดึงดูดนักลงทุนให้มาลงทุนกับบริษัท โดยบริษัทมีทางเลือกในการกำหนดนโยบายจ่ายเงินปันผลได้ 4 ประเภท (Baker & Weigand, 2015; Pattarabanjird, 2017) ดังนี้

1. นโยบายการจ่ายเงินปันผลปกติ (Regular Dividend Policy) นโยบายที่บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ปกติให้กับนักลงทุน และเป็นการจ่ายเงินปันผลแบบสม่ำเสมอ โดยมีการระบุไว้ล่วงหน้าและหากมีเงินสดเหลือเกินมือ สามารถจ่ายปันผลเพิ่มเติมได้ นโยบายนี้จะสร้างความแน่นอนให้กับผู้ถือหุ้นมากที่สุด และยังมีคามยืดหยุ่นในกรณีที่บริษัทมีกระแสเงินสดเหลือในปริมาณสูง

2. นโยบายการจ่ายเงินปันผลคงที่ (Stable Dividend Policy) นโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสดที่แน่นอน ประกอบด้วย

- 2.1 นโยบายการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นคงที่ (Stable Dividend per Share) มีการกำหนดจำนวนเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นแบบคงที่ เหตุผลของการจ่ายเงินปันผลคงที่เนื่องจากตลาดจะกำหนดมูลค่าของหลักทรัพย์สูงขึ้น หากบริษัทสามารถคาดการณ์การจ่ายเงินปันผลได้ในจำนวนที่แน่นอน

2.2 นโยบายการจ่ายเงินปันผลในอัตราเงินปันผลคงที่ (Stable Dividend Payout Ratio) นโยบายนี้ไม่ได้กำหนดจำนวนเงินปันผลที่คงที่ แต่กำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นร้อยละของกำไรที่กิจการทำได้ในแต่ละปี โดยกำหนดอัตราการจ่ายเงินปันผลไว้คงที่

3. นโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่คงที่ (Irregular Dividend Policy) นโยบายการจ่ายเงินปันผลขึ้นอยู่กับผลประกอบการประกอบด้วย

3.1 นโยบายการจ่ายเงินปันผลแบบคงที่และเพิ่มขึ้นในบางโอกาส (Stable and Occasionally Increasing Dividend) นโยบายนี้จะมีการจ่ายเงินปันผลในจำนวนที่คงที่นานเท่าที่ไม่มีการเพิ่มขึ้นของกำไรอย่างถาวร ผู้บริหารจะมีการเพิ่มเงินปันผลขึ้นในกรณีที่กิจการคาดการณ์ว่า จะสามารถรักษาระดับกำไรที่ทำได้สูงได้ในระยะเวลานาน

3.2 นโยบายการจ่ายเงินปันผลแบบผันผวน (Fluctuating Dividend Policy) เป็นการจ่ายเงินปันผลผันผวนตามกำไรที่กิจการทำได้ และความจำเป็นที่กิจการจะต้องถือครองเงินสดไว้ในแต่ละปี

4. นโยบายการไม่จ่ายเงินปันผล (No Dividend Policy) นโยบายที่บริษัทจะไม่มีจ่ายเงินปันผล แต่จะนำผลกำไรไปขยายการลงทุนเพื่อสร้างการเติบโตให้กับกิจการ

แนวคิดกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flows)

กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flows) หมายถึง กระแสเงินสดที่เหลือจากหักรายจ่ายลงทุนแล้ว (Jensen, 1986) หรืออาจคำนวณจากกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหักด้วยกระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน Jensen (1986) ได้อธิบายต้นทุนตัวแทนของกระแสเงินสดอิสระ (Agency Cost of Free Cash Flows) โดยระบุว่า การขัดแย้งระหว่างผลประโยชน์ของผู้บริหารกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล โดยความขัดแย้งดังกล่าวจะยิ่งมาก หากกิจการมีกระแสเงินสดอิสระสูง กล่าวคือ กิจการมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานมากกว่ากระแสเงินสดที่จ่ายไปในการลงทุนในมูลค่าที่สูง และการที่มีกระแสเงินสดอิสระสูงแสดงถึงการใช้ทรัพยากรที่ไม่มีประสิทธิภาพของกิจการในการลงทุน โดยได้ผลตอบแทนต่ำกว่าต้นทุนของเงินทุน ดังนั้นการจ่ายเงินปันผลจะเป็นการลดกระแสเงินสดอิสระ และเป็นการลดทรัพยากรที่อยู่ภายใต้การควบคุมของผู้บริหาร หรืออาจกล่าวว่าเป็นการลดอำนาจของผู้บริหารในการบริหารจัดการกระแสเงินสดอิสระ ซึ่งการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวจะช่วยลดการลงทุนในโครงการที่มีผลตอบแทนน้อยหรือโครงการที่สูญเปล่า ซึ่งจะทำให้การควบคุมกระแสเงินสดอิสระของผู้บริหารลดลงด้วย นอกจากนี้ผู้บริหารสามารถสัญญาว่าจะจ่ายเงินปันผลแบบเพิ่มขึ้นถาวร แต่คำสัญญาดังกล่าวอาจอ่อนลงจากการจ่ายเงินปันผลที่ลดลงได้ในอนาคต ซึ่งหากมีการจ่ายเงินปันผลลดลง ราคาหลักทรัพย์จะลดลงตามแนวคิดของต้นทุนตัวแทนของกระแสเงินสดอิสระ (Jensen, 1986)

อัตราส่วนทางการเงิน (Financial Ratios)

การนำตัวเลขที่อยู่ในงบการเงินมาคำนวณ เพื่อเปรียบเทียบระหว่างการดำเนินงานของบริษัท และการดำเนินงานของบริษัทอื่น หรือเปรียบเทียบผลการดำเนินงานปัจจุบันกับผลการดำเนินงานในอดีตของบริษัท โดยอัตราส่วนทางการเงินสามารถแบ่งได้ 4 กลุ่ม (The Stock Exchange of Thailand, 2013) ดังนี้

อัตราส่วนวัดสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) หมายถึง อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการประเมินความสามารถในการชำระหนี้ระยะสั้นของบริษัท โดยประเมินได้จากอัตราส่วนทุนหมุนเวียน หรืออัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว

อัตราส่วนวัดภาระหนี้สินและความสามารถในการชำระค่าใช้จ่ายทางการเงิน (Leverage Ratio) หมายถึง อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการประเมินสัดส่วนภาระหนี้สินเมื่อเทียบกับสินทรัพย์ของบริษัท และประเมินความสามารถในการชำระดอกเบี้ยและจ่ายชำระคืนเงินต้นของบริษัท โดยประเมินได้จากอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ หรืออัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย

อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio) หมายถึง อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการประเมินผลการดำเนินงานของบริษัท โดยประเมินได้จากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น อัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรสุทธิ หรืออัตรากำไรจากการดำเนินงาน

อัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ (Asset Efficiency Ratio) หมายถึง อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการประเมินความคุ้มค่าในการใช้ประโยชน์ของสินทรัพย์ของบริษัท โดยประเมินได้จากอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร อัตราหมุนเวียนของลูกหนี้ หรืออัตราหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ

อัตราส่วนทางการเงินถือเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์ฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของกิจการ โดยใช้เป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์สภาพคล่อง ภาระหนี้สินและความสามารถในการจ่ายชำระค่าใช้จ่ายทางการเงิน วัดความสามารถในการทำกำไรและวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ ซึ่งงานวิจัยในอดีตจำนวนมากใช้อัตราส่วนทางการเงินเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (e.g. Rozeff, 1982; Jensen et al., 1992; Gugler & Yurtoglu, 2003; Inthapat, 2016; Udompon, 2017; Khemwong, 2017; Wongprachanukul & Suksonghong, 2019; Usajai & Fuengkasaem, 2020; Hemmaplardh & Fuengkasem, 2020; Nuanthawin & Dampitakse, 2020)

การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (Managerial Ownership)

โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Shareholder Structure) หมายถึง ลักษณะการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นแต่ละประเภทที่ไม่เหมือนกัน รวมถึงการแบ่งสัดส่วนการเป็นเจ้าของ และสัดส่วนในการออกเสียงหรืออำนาจในการตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ ของผู้ถือหุ้น เริ่มตั้งแต่ผู้ก่อตั้งบริษัท (Founder) จนถึงผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น นักลงทุนตามลำดับ โดยผู้ถือหุ้นแต่ละประเภทมีอำนาจในการควบคุมกิจการและมีแรงจูงใจในการควบคุมการบริหารงานของบริษัทและการใช้ทรัพยากร เพื่อก่อให้เกิดประโยชน์ต่อองค์กรแตกต่างกัน โดยสามารถแบ่งประเภทของการถือหุ้นได้ 5 ประเภท ดังนี้ การถือหุ้นโดยต่างชาติ (Foreign Ownership) การถือหุ้นโดยสถาบัน (Institutional Ownership) การถือหุ้นโดยรัฐบาล (Government Ownership or Public Ownership) การถือหุ้นโดยผู้บริหาร (Managerial Ownership) และการถือหุ้นโดยครอบครัว (Family Ownership) (Henryani & Kusumastuti, 2013)

การจ่ายเงินปันผลมีบทบาทในการควบคุมความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Large Shareholders) และผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจในการควบคุม (Minority Interest Shareholders) การจ่ายเงินปันผลเป็นการกระจายผลตอบแทนไปให้กับผู้ถือหุ้นทุกคนและเป็นการจำกัดความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เงินปันผลสามารถถูกใช้เป็นเครื่องมือเพื่อชดเชยให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อยในสภาพแวดล้อมที่มีการควบคุมสิทธิประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้น (Faccio et al., 2001) อย่างไรก็ตาม ในสถานการณ์ที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพียงไม่กี่รายและการจ่ายเงินปันผลของบริษัทลดลง การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวจึง

ไม่จำเป็นต้องถูกใช้ เป็นเครื่องมือในการควบคุมตัวแทนเสมอไป (Goergen et al., 2005) เงินปันผลจะถูกพิจารณาว่าเป็นกลไกที่ใช้ในทดแทนการมีผู้ถือหุ้นขนาดใหญ่ เพื่อลดปัญหาความขัดแย้งของตัวแทน นอกจากการวิเคราะห์ของผลกระทบของการมีผู้ถือหุ้นขนาดใหญ่ในมุมมองของตัวแทนแล้ว ผู้ถือหุ้นรายใหญ่รายอื่นอาจร่วมมือกับผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจในการควบคุมในการยึดทรัพยากรขององค์กร เพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวก็เป็นได้ ดังนั้นตามแนวคิดนี้จึงสนับสนุนว่า การมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือการถือหุ้นโดยผู้บริหารจะสามารถลดผลกระทบของกิจกรรมตรวจสอบ และส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลสูงขึ้น (Faccio et al., 2001) อย่างไรก็ตาม ยังมีแนวคิดที่โต้แย้งแนวคิดข้างต้น เมื่อบริษัทมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนที่สูง ย่อมมีปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนน้อย เพราะผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถตรวจสอบการบริหารจัดการได้ง่าย และไม่มีภาระที่ต้องจ่ายเงินปันผลเมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนมาก การมีผู้ถือหุ้นจำนวนมากและเป็นผู้ถือหุ้นรายย่อยมักมีปัญหาตัวแทน ซึ่งไม่สามารถตรวจสอบการบริหารจัดการของตัวแทนได้ง่าย ทำให้ผู้ถือหุ้นต้องการให้ผู้บริหารจ่ายเงินปันผลสูง (Angkasukho et al., 2012)

อัตราเงินเฟ้อ (Inflation Rate)

อัตราเงินเฟ้อเป็นตัวเลขที่สะท้อนราคาสินค้าและบริการในประเทศ เพื่อให้ทราบถึงระดับราคาที่สูงขึ้น ซึ่งหากระดับราคาสูงเกินไปจะทำให้ค่าครองชีพของประชาชนเพิ่มมากขึ้น หรือหากมีความผันผวนมากเกินไปจะทำให้ภาคธุรกิจวางแผนธุรกิจและตั้งราคาสินค้าได้ยากมากขึ้น ธนาคารแห่งประเทศไทยจึงดำเนินนโยบายการเงินภายใต้กรอบเป้าหมายเงินเฟ้อแบบยืดหยุ่น (The Bank of Thailand, 2021) โดยให้ความสำคัญกับการรักษาเสถียรภาพด้านราคาผ่านการกำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อ (เป้าหมายของนโยบายการเงิน) ควบคู่ไปกับการดูแลการขยายตัวทางเศรษฐกิจและการรักษาเสถียรภาพของระบบการเงิน เพื่อช่วยให้ประชาชนสามารถวางแผนการบริโภค การออม และการลงทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยงานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่พบว่า ในภาวะเงินเฟ้อสูง บริษัทจะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้น เพื่อชดเชยให้กับผู้ถือหุ้น ดังนั้นอัตราเงินเฟ้อจึงมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจ่ายเงินปันผล (e.g., Khan et al., 2013)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) กล่าวถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวการหรือผู้ถือหุ้น ซึ่งเป็นเจ้าของบริษัท และตัวแทนหรือผู้บริหาร ซึ่งเป็นผู้ได้รับการว่าจ้างจากตัวการในการบริหารบริษัทเพื่อประโยชน์สูงสุด แต่หากผลประโยชน์ระหว่างตัวการและตัวแทนไม่สอดคล้องกัน จึงอาจเกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) ได้ 3 ลักษณะ คือ 1) การขัดแย้งของผลประโยชน์ (Conflict of Interests) หมายถึง การเห็นแก่ผลประโยชน์ส่วนตนจนไปขัดแย้งกับหน้าที่ที่ได้รับมอบหมาย 2) Moral Hazard Problem คือ ปัญหาที่ตัวการหรือเจ้าของกิจการไม่สามารถแน่ใจว่า ตัวแทนหรือผู้บริหารที่เลือกเข้ามาแล้วนั้นได้ใช้ความพยายามสูงสุดในการทำงานหรือไม่หรือทำงานเต็มความสามารถหรือไม่ และ 3) Adverse Selection Problem คือ ปัญหาที่ตัวการหรือเจ้าของกิจการไม่สามารถแน่ใจว่า ตัวแทนหรือผู้บริหารที่เลือกเข้ามาแล้วนั้นจะมีความสามารถในการบริหารงานได้สอดคล้องกับผลตอบแทนที่ได้รับหรือไม่ (Srijunpetch, 2008) ทั้งนี้ ในการป้องกันปัญหาดังกล่าว ผู้ถือหุ้นอาจหาสิ่งจูงใจผู้บริหาร เพื่อให้ผู้บริหารสามารถบริหารบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพ ส่งผลให้บริษัทสามารถดำเนินการต่อไปได้อย่างมั่นคง

ความขัดแย้งระหว่างนักลงทุนกับผู้บริหาร เกิดจากนักลงทุนต้องการให้บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง ในขณะที่ผู้บริหารต้องการเก็บกำไรสะสมไว้ เพื่อให้แน่ใจว่า จะมีเงินทุนเพียงพอสำหรับการลงทุนหรือการขยายโอกาสการเติบโตในอนาคตของกิจการ ก่อให้เกิดความขัดแย้งของผลประโยชน์ระหว่างนักลงทุนกับผู้บริหาร (Jensen, 1986; Kanakriyah, 2020) ทฤษฎีตัวแทนมีความเกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล โดยการจ่ายเงินปันผลช่วยลดปัญหาตัวแทนหรือการทุจริตของผู้บริหารได้ เพราะการจ่ายปันผลทำให้กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flows) ซึ่งอยู่ภายใต้การบริหารจัดการของผู้บริหารลดลง อีกทั้งการจ่ายเงินปันผลยังสามารถใช้เป็นเครื่องมือหรือกลไกของการกำกับดูแล (Corporate Governance) ในการแก้ไขปัญหาความขัดแย้งของตัวการและตัวแทน (Ramili, 2010) อีกทั้ง Rozeff (1982) ได้มีการพัฒนาตัวแบบการจ่ายเงินปันผลที่เหมาะสม (Optimal Dividend Payout) และมีการระบุว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นส่วนหนึ่งของเครื่องมือในการตรวจสอบ และยังสามารถช่วยลดความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน อีกทั้งการจ่ายเงินปันผลจะมีการตรวจสอบโดยนักลงทุนหรือตลาดหลักทรัพย์อีกทางหนึ่งด้วย (Capital Market Monitoring) (Easterbrook, 1984)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณเป็นทฤษฎีที่ระบุว่า ผู้บริหารทราบข้อมูลมากกว่านักลงทุน ผู้บริหารหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่จึงสามารถส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นรายย่อยเกี่ยวกับการตัดสินใจในเรื่องต่าง ๆ ซึ่งการตัดสินใจดังกล่าวจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์เพิ่มขึ้นหรือลดลง เช่น การตัดสินใจเรื่องโครงสร้างเงินทุนเป็นการส่งสัญญาณให้นักลงทุนทราบว่าผู้บริหารมีความเห็นอย่างไรต่อทิศทางของบริษัทในอนาคต ในกรณีที่ผู้บริหารคาดว่า กิจการจะขาดทุน กิจการจะเลือกวิธีการเพิ่มทุนโดยการออกหุ้นสามัญ เพื่อดึงนักลงทุนรายใหม่เข้าร่วมรับผลขาดทุน แต่หากเป็นการเพิ่มทุนโดยการก่อหนี้แบบมีภาระดอกเบี้ยคงที่ หากกิจการไม่สามารถจ่ายชำระดอกเบี้ยได้ กิจการจะเข้าสู่ภาวะล้มละลาย หมายความว่านักลงทุนจะเชื่อว่าหากบริษัทมีการก่อหนี้ บริษัทย่อมมีความมั่นใจในผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทว่าจะเป็นไปได้ ในทิศทางที่ดี หรือการส่งสัญญาณในเรื่องอื่น ๆ เช่น การส่งสัญญาณเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flows) การที่บริษัทมีกระแสเงินสดอิสระที่เป็นบวก ถือเป็นสัญญาณที่ดี ซึ่งแสดงว่า กิจการมีกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่สูงกว่ากระแสเงินสดที่จ่ายไปในการลงทุนและสามารถนำไปจ่ายคืนเงินกู้หรือเงินปันผลได้ (Spence, 1973) นอกจากนี้การส่งสัญญาณยังให้นักลงทุนทราบถึงศักยภาพของบริษัท การส่งสัญญาณประกอบด้วย การจ่ายชำระหนี้ การจ่ายเงินปันผล การกู้ยืม การก่อหนี้ การประกาศควบรวมกิจการ การประกาศซื้อหุ้นคืนจากนักลงทุน การประกาศแยกตัวของบริษัทรวมหรือบริษัทย่อย (Ross, 1977)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผล (Dividend Signaling Theory)

ทฤษฎีนี้อยู่ภายใต้สมมติฐานที่ว่า ตลาดหลักทรัพย์มีประสิทธิภาพระดับต่ำหรือปานกลาง ดังนั้นการรับรู้ข่าวสารระหว่างนักลงทุนทั่วไปกับผู้บริหารของบริษัทจึงมีความไม่เท่าเทียมกัน โดยเฉพาะผู้บริหารของบริษัทจะทราบข้อมูลมากกว่านักลงทุน โดยการจ่ายเงินปันผลถือเป็นการสะท้อนข่าวสารอย่างหนึ่งที่เกิดขึ้นล่วงหน้าของบริษัท โดยมีงานวิจัยที่พบว่า การจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำแสดงถึงการส่งสัญญาณกำไรที่สูงในอนาคต เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำทำให้บริษัทมีกระแสเงินสดสูงขึ้นในอนาคต สามารถนำเงินสดไปลงทุนได้ในอนาคต ซึ่งจะเป็นการขยายโอกาสในการลงทุน เพิ่มโอกาส

ในการทำกำไรให้สูงขึ้นในอนาคต (Zhou & Rutland, 2006) อย่างไรก็ตาม บางงานวิจัยกลับระบุว่า การจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอและต่อเนื่องถือเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวก แสดงว่า บริษัทมีการคาดการณ์ว่าจะมีกำไรเติบโตอย่างต่อเนื่องในอนาคต (Hussain et al., 2017) หรือหากบริษัทมีการจ่ายเงินปันผลในมูลค่าที่มากกว่าที่ตลาดคาดหวัง จะสามารถตีความได้ว่า เป็นสัญญาณที่แสดงถึงฐานะการเงินที่ดีกว่าที่คาดหวัง สถานการณ์นี้แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารมีความคาดหวังว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องในอนาคต ในสถานการณ์ตรงกันข้าม หากผู้บริหารบริษัทมีความลังเลที่จะจ่ายเงินปันผล แสดงว่า ผู้บริหารคาดการณ์ว่าฐานะการเงินของบริษัทจะแย่ลงในอนาคต ซึ่งจะส่งผลให้ราคาหลักทรัพย์ลดลงด้วย (Bhattacharya, 1979)

ทฤษฎีที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล (Theories Related to Dividend Payment)

ทฤษฎีที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล สามารถสรุปได้ดังนี้

1. ทฤษฎีนโยบายเงินปันผลที่ไม่แตกต่างกัน (Dividend Irrelevance Theory) เป็นทฤษฎีที่พัฒนาโดย Merton Miller and Franco Modigliani (1961) (MM Theory) ซึ่งระบุว่า การจ่ายเงินปันผลไม่ได้เกี่ยวข้องหรือมีผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ของบริษัท นักลงทุนไม่ได้สนใจว่าบริษัทจะมีการจ่ายเงินปันผลหรือไม่ เนื่องจากนักลงทุนเชื่อว่ามูลค่าของกิจการหรือราคาหลักทรัพย์ขึ้นกับผลการดำเนินงานหรือความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ไม่ได้ขึ้นอยู่กับส่วนแบ่งกำไรหรือเงินปันผลที่ได้รับ ตามทฤษฎีนี้การจ่ายเงินปันผลไม่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์

2. ทฤษฎีลูกนกในกำมือ (Bird in Hand Theory) หรือทฤษฎีความเกี่ยวข้องของเงินปันผล (Dividend Relevance Theory) เป็นทฤษฎีที่พัฒนาโดย Myron Gordon (1960) และ John Lintner (1962) ซึ่งเป็นทฤษฎีที่มีความเห็นตรงกันข้ามกับ MM Theory โดยระบุว่า นักลงทุนจะพอใจกับเงินปันผลที่ได้รับอย่างแน่นอนและสม่ำเสมอมากกว่ากำไรจากการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ได้รับผลตอบแทนที่ไม่แน่นอน นโยบายการจ่ายเงินปันผลนั้นมีผลโดยตรงต่อมูลค่าของกิจการ เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะทำให้มูลค่าของกิจการเพิ่มสูงขึ้น โดยราคาหลักทรัพย์จะเท่ากับมูลค่าปัจจุบันของเงินปันผลในปัจจุบันและเงินปันผลในอนาคต ซึ่งถือว่าการจ่ายเงินปันผลไม่มีระยะเวลาสิ้นสุด โดยนักลงทุนที่ได้รับเงินปันผลจะมีความพึงพอใจในผลการดำเนินงานของบริษัทที่มากกว่าผลตอบแทนที่ไม่แน่นอนจากผลต่างของราคาหุ้นที่สูงขึ้นในอนาคต

3. ทฤษฎีความแตกต่างทางภาษี (Tax Preference Theory) เป็นทฤษฎีที่พัฒนาโดย Litzenger and Ramaswamy (1982) ทฤษฎีนี้พิจารณาภาษีที่ต้องชำระในสหรัฐอเมริกา โดยระบุว่า การรับเงินปันผลทำให้ผู้ถือหุ้นที่ได้รับประโยชน์จากเงินปันผลซึ่งเสียภาษีทันทีในปัจจุบัน ในขณะที่ส่วนต่างของราคาหุ้นจะต้องเสียภาษีก็ต่อเมื่อกิจการมีการจำหน่ายหลักทรัพย์ อัตราภาษีที่จ่ายจากเงินปันผลสูงกว่าอัตราภาษีที่จ่ายจากกำไรจากการจำหน่ายหลักทรัพย์ ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงยินดีให้บริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตรามากกว่าอัตราสูง เพื่อประหยัดภาษีที่เกิดจากรับเงินปันผล

งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินที่มีต่อการจ่ายเงินปันผล

จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินที่มีต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการศึกษาเรื่องดังกล่าวในหลากหลายอุตสาหกรรม เช่น บริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม SET100 (Khemwong, 2017) กลุ่มหุ้นสามัญขนาดใหญ่ (Udompon, 2017) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร (ICT) (Sarasuwan, 2019) กลุ่มอุตสาหกรรมขนส่งและโลจิสติกส์ (Usajai & Fuengkasem, 2020) กลุ่มธุรกิจการแพทย์ (Hemmaplardh & Fuengkasem, 2020) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ (Inthapat, 2016) กลุ่มดัชนี sSET (Nuanthawin & Dampitakse, 2020) และมีการศึกษาทั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (Puangsombat, 2015; Wongprachanukul and Suksonghong, 2019) รวมทั้งมีการศึกษาจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ ซึ่งเป็นตลาดหลักทรัพย์ที่เพิ่งเกิดใหม่ เช่น อินโดนีเซีย (Azmal et al., 2019) ปากีสถาน (Ahmed & Murtaza, 2015)

ผลการศึกษาจากงานวิจัยในอดีตพบว่า สภาพคล่องซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนหมุนเวียน (Komrattanapanya & Santraruk, 2014; Nuanthawin & Dampitakse, 2020) อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Puangsombat, 2015) กระแสเงินสดอิสระ (Khemwong, 2017) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งมีการวัดทั้งในรูปจำนวนเงินและอัตราเงินปันผลตอบแทน ในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศพบว่า สภาพคล่องถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล (Ahmed & Javid, 2008; Ahmed & Murtaza, 2015) เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะส่งผลต่อกระแสเงินสดไหลออกของกิจการ

นอกจากสภาพคล่องแล้ว อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ เช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลเป็นบวก (Usajai & Fuengkasem, 2020; Nuanthawin & Dampitakse, 2020) บริษัทที่มีความเสี่ยงในการก่อหนี้สูง บริษัทมักต้องการป้องกันหรือรักษาผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้น จึงลดความเสี่ยงจากการก่อหนี้โดยการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น (Ahmed & Murtaza, 2015) อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยในอดีตอีกส่วนหนึ่งที่พบความสัมพันธ์เป็นลบระหว่างความเสี่ยงในการก่อหนี้กับการจ่ายเงินปันผล (Rozeff, 1982; Jensen et al., 1992; Gugler & Yurtoglu, 2003)

นอกจากนี้ ผลการดำเนินงานของกิจการส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล ซึ่งมีการวัดผลการดำเนินงานจากตัวเลขในงบกำไรขาดทุนโดยตรง เช่น กำไรจากการดำเนินงานและกำไรสุทธิ (Puangsombat, 2015) หรือมีการวัดผลการดำเนินงานจากอัตราส่วนทางการเงิน (Inthapat, 2016; Udompon, 2017; Sarasuwan, 2019) และมีการวัดการจ่ายเงินปันผลทั้งในรูปจำนวนเงิน (Puangsombat, 2015; Usajai & Fuengkasem, 2020; Hemmaplardh & Fuengkasem, 2020) หรืออัตราเงินปันผลตอบแทน (Inthapat, 2016; Udompon, 2017; Khemwong, 2017; Sarasuwan, 2019; Nuanthawin & Dampitakse, 2020) Puangsombat (2015) พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลประกอบการของบริษัทไปยังนักลงทุนด้วยการจ่ายเงินปันผล โดยพบว่า กำไรจากการดำเนินงานและกำไรสุทธิมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ไม่ว่าจะเป็นการจ่ายเงินปันผล หรือการจ่ายหุ้นปันผลพร้อมเงินปันผล นอกจากนี้งานวิจัยในอดีตส่วนใหญ่พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) ซึ่งเป็นอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร มีความ

สัมพันธ์เชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลหรืออัตราเงินปันผลตอบแทน (Inthapat, 2016; Udompon, 2017; Sarasuwan, 2019; Usajai & Fuengkasem, 2020; Hemmaplardh & Fuengkasem, 2020; Nuanthawin & Dampitakse, 2020) ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยในต่างประเทศที่พบความสัมพันธ์เป็นบวกระหว่างความสามารถในการทำกำไรและการจ่ายเงินปันผล (e.g., Han et al., 1999; Fama & French, 2001; Pandey, 2001) งานวิจัยในอดีตยังพบความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์กับนโยบายในการจ่ายเงินปันผล เช่น พบความสัมพันธ์เป็นลบระหว่างวงจรเจ้าหนี้การค้า (Net Trade Payable Cycle) กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (Bhatia et al., 2021) สำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินเดีย และพบความสัมพันธ์เป็นบวกระหว่างอัตราหมุนของสินค้าคงเหลือกับอัตราเงินปันผลตอบแทนสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (Azmal et al., 2019).

ผลกระทบของการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่มีต่อการจ่ายเงินปันผล

จากการทบทวนวรรณกรรมทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศพบว่า มีผลการศึกษาที่ขัดแย้งกัน งานวิจัยในอดีตบางงานวิจัยระบุว่า เงินปันผลถูกใช้เป็นกลไกในการลดต้นทุนตัวแทนของกระแสเงินสดอิสระ (Agency Cost of Free Cash Flows) โดยพบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น เมื่อมีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นหรือมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่เป็นสถาบัน (Thanatawee, 2013) นอกจากนี้ งานวิจัยในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศ เช่น ตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกง ระบุว่า เงินปันผลจะลดลงเมื่อสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารเพิ่มขึ้น เนื่องจากผู้บริหารสามารถควบคุมกิจการ เมื่อผู้บริหารมีอำนาจในการออกเสียงอย่างสมบูรณ์ กิจการไม่จำเป็นต้องจ่ายเงินปันผล กล่าวคือ พบความสัมพันธ์เป็นลบระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล (Eckbo & Verma, 1994; Chen et al., 2005) นอกจากงานวิจัยในตลาดหลักทรัพย์ฮ่องกงแล้ว งานวิจัยในตลาดหลักทรัพย์อื่น ก็พบความสัมพันธ์ที่เป็นลบระหว่างการถือหุ้นโดยฝ่ายบริหารและนโยบายการจ่ายเงินปันผลสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เยอรมนี (Gugler & Yurtoglu, 2003) ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศฟินแลนด์ (Maury & Pajuste, 2002) ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอิตาลี (Mancinelli & Ozkan, 2006) ตลาดหลักทรัพย์ในประเทศเนเธอร์แลนด์ (Renneboog & Szilagyi, 2006) และตลาดหลักทรัพย์ในสหราชอาณาจักร (Renneboog & Trojanowski, 2007) อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในตลาดหลักทรัพย์ต่างประเทศบางงานกลับพบผลที่ขัดแย้งกัน โดยพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารและอัตราการจ่ายปันผลตอบแทนเป็นบวก ซึ่งเป็นการศึกษาเปรียบเทียบทั้งหมด 37 ประเทศ (e.g., Truong & Heaney, 2007) ผลการวิจัยดังกล่าวสอดคล้องกับผลการศึกษาจากงานวิจัยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลหรืออัตราเงินปันผลในเชิงบวก (Khemwong, 2017; Wongprachanukul & Suksonghong, 2019)

ปัจจัยอื่นที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล

ปัจจัยอื่นที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล ซึ่งเป็นผลการศึกษาทั้งจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศ เช่น ขนาดกิจการมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล (Barclay et al., 1995; Redding, 1997; Fama & French, 2001; Khemwong, 2017; Barros et al., 2020) เนื่องจากกิจการขนาดใหญ่จะสามารถเข้าถึงเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่ง่ายกว่าด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่าและข้อจำกัดที่น้อยกว่ากิจการขนาดเล็ก และมีการระบุว่า การพึ่งพา

เงินทุนจากภายในจะลดลง เมื่อกิจการมีขนาดใหญ่ขึ้น กล่าวคือ บริษัทขนาดใหญ่จะมีการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก นอกจากนี้ อัตราเงินเฟ้อถือเป็นปัจจัยระดับมหภาคที่ส่งผลกระทบต่อการจ่ายเงินปันผล งานวิจัยในอดีตพบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราเงินเฟ้อกับการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกัน เช่น Basse (2009) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราเงินเฟ้อกับอัตราเงินเฟ้อในประเทศออสเตรเลีย โดยใช้การทดสอบ Cointegration ระหว่าง 2 ตัวแปรพบว่า อัตราเงินเฟ้อส่งผลกระทบต่อการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกัน Basse and Reddemann (2011) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการจ่ายเงินปันผลกับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจ โดยพิจารณาจากเงินเฟ้อและอัตราการเติบโตที่แท้จริงของประเทศสหรัฐอเมริกา ผลการศึกษาพบว่า อัตราเงินเฟ้อมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ ผลการศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์ที่เกิดขึ้นใหม่ เช่น ตลาดหลักทรัพย์ปากีสถานพบว่า อัตราเงินเฟ้อมีผลกระทบทางบวกต่อการจ่ายเงินปันผล (Khan et al., 2013) ซึ่งเป็นผลที่สอดคล้องกับผลการศึกษาจากตลาดหลักทรัพย์อเมริกา

การพัฒนาสมมติฐานในการวิจัย

จากแนวคิด ทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้น สามารถเชื่อมโยงแนวคิด ทฤษฎีต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผลและผลการศึกษาจากงานวิจัยในอดีต สามารถนำมาพัฒนาเป็นสมมติฐานในการวิจัยได้ดังนี้

สภาพคล่องกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ (Liquidity and Regularity of Dividend Payment)

ตามแนวคิดของ Miller and Modigliani (1961) ระบุว่า ในโลกที่มีความไม่แน่นอนมีผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลถือเป็นการส่งสัญญาณหรือสื่อสารข้อมูลข่าวสารจากผู้ถือหุ้นไปยังนักลงทุน ซึ่งเป็นตามทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผล (Dividend Signaling Theory) ดังนั้นการที่กิจการไม่ได้จ่ายเงินปันผลตามเป้าหมาย สามารถตีความได้ว่า มีการเปลี่ยนแปลงในกำไรในอนาคตที่ไม่เป็นไปตามความคาดหวังของผู้บริหาร ซึ่งการประกาศจ่ายเงินปันผลถือเป็นการแจ้งนักลงทุนและผู้ถือหุ้นส่วนอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องเกี่ยวกับวิสัยทัศน์ในอนาคตของบริษัท ดังนั้นตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) การที่บริษัทบริหารงานได้ดีกว่าที่คาดหวัง เช่น มีกำไรหรือมีสภาพคล่องส่วนเกินที่มากกว่าที่ต้องการ บริษัทสามารถนำไปจ่ายเงินปันผลได้ (Lawson & Stark, 1981) และการจ่ายเงินปันผลจะส่งผลให้สภาพคล่องของกิจการลดลง (Dalton & Pointon, 1997) นอกจากนี้ ผลจากงานวิจัยในอดีตพบว่า สภาพคล่องซึ่งวัดด้วยอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Nuanthawin & Dampitakse, 2020) อัตราส่วนกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงาน (Puangsombat, 2015) กระแสเงินสดอิสระ (Khemwong, 2017) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลสำหรับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีการวัดทั้งในรูปจำนวนเงินและอัตราเงินปันผลตอบแทน ดังนั้นผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานเกี่ยวกับสภาพคล่องและการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ (สมมติฐานที่ 1) ได้ดังนี้

H1: อัตราส่วนวัดสภาพคล่องมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ

ภาระหนี้สินและความสามารถในการชำระค่าใช้จ่ายทางการเงินกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ (Leverage and Regularity of Dividend Payment)

โดยปกติ โครงสร้างเงินทุนของกิจการ ประกอบด้วยการก่อหนี้และการจัดหาเงินทุนจากส่วนของเจ้าของ การจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้ทำให้กิจการมีความเสี่ยงทางการเงิน (Financial Leverage) ประโยชน์ของการก่อหนี้คือ จะทำให้

อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงขึ้น แต่มีความเสี่ยงในรูปของภาระดอกเบี้ยหรือต้นทุนของเงินทุนที่คงที่ในระยะยาว และมีความเสี่ยงที่กิจการจะผิมนัดชำระหนี้หรือผิมนัดชำระภาระผูกพัน ซึ่งอาจส่งผลให้บริษัทล้มละลายได้ นอกจากนี้ ตามแนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล ระบุว่า บริษัทที่มีความเสี่ยงในการก่อหนี้สูง (High Leverage Firm) จะมีการจ่ายเงินปันผลลดลง เพื่อเป็นการรักษากระแสเงินสดในการชำระภาระผูกพันแทนที่จะนำเงินสดไปจ่ายเงินปันผลในอนาคต

จากงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยงในการก่อหนี้กับการจ่ายเงินปันผล ให้ผลการศึกษที่แตกต่างกัน กล่าวคือ พบความสัมพันธ์เป็นลบระหว่างภาระผูกพันที่เกิดจากการก่อหนี้และการจ่ายเงินปันผล (Rozeff, 1982; Jensen et al., 1992; Gugler & Yurtoglu, 2003) กล่าวคือ หากบริษัทมีภาระหนี้สินสูง บริษัทจะมีการจ่ายเงินปันผลน้อย เพื่อลดต้นทุนของการทำรายการที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาเงินทุนจากภายนอก อย่างไรก็ตาม ยังมีงานวิจัยอีกจำนวนหนึ่งที่พบว่า นักลงทุนต้องการเงินปันผลที่สูง เพื่อมาชดเชยกับความเสี่ยงทางการเงินที่เพิ่มสูงขึ้นจากการจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินกู้ (Chang & Rhee, 1990) ผลการศึกษาในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า อัตราส่วนแสดงสภาพหนี้ เช่น อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลเป็นบวก (Usajai & Fuengkasem, 2020; Nuanthawin & Dampitakse, 2020) เนื่องจากมีแนวคิดที่ขัดแย้งกันระหว่างความเสี่ยงในการก่อหนี้และการจ่ายเงินปันผล อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยเชื่อว่า ความเสี่ยงในการก่อหนี้และความสามารถในการชำระค่าใช้จ่ายทางการเงินกับการจ่ายเงินปันผลน่าจะสัมพันธ์กัน เนื่องจากหากบริษัทมีภาระผูกพันที่จะต้องจ่ายชำระหนี้สินมาก สภาพคล่องของกิจการจะน้อย และความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจะลดลงจากภาระดอกเบี้ยหรือค่าใช้จ่ายทางการเงิน เนื่องจากอัตราส่วนในหมวดนี้มีทั้งอัตราส่วนวัดภาระหนี้สินและอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย ซึ่งทั้ง 2 อัตราส่วนนี้จะส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลในทิศทางที่ตรงข้ามกัน ดังนั้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานเกี่ยวกับภาระหนี้สินและความสามารถในการชำระค่าใช้จ่ายทางการเงินกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ โดยไม่สามารถคาดการณ์ทิศทางความสัมพันธ์ (สมมติฐานที่ 2) ได้ดังนี้

H2: อัตราส่วนวัดภาระหนี้สินและความสามารถในการชำระค่าใช้จ่ายทางการเงินมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ

ความสามารถในการทำกำไรกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ (Profitability and Regularity of Dividend Payment)

จากทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) (Spence, 1973) และ Pecking Order Hypothesis ที่พัฒนาโดย Myers (1984) ระบุว่า บริษัทจะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน (Internal Financing) และหากกิจการมีความจำเป็นที่จะต้องจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก กิจการมักจะก่อหนี้มากกว่าการออกหุ้น เพื่อลดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) และต้นทุนในการทำรายการอื่น ๆ ลำดับขั้นของการจัดหาเงินทุนส่งผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล ดังนั้นบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรน้อย มักจะพบว่า เป็นการไม่เหมาะสมที่จะจ่ายเงินปันผลในทางตรงกันข้าม หากบริษัทที่มีกำไรสูง จะสามารถจ่ายเงินปันผลได้สูงกว่า โดยในขณะเดียวกันก็สามารถสร้างกำไรสะสมเพื่อการลงทุนในอนาคต ตามแนวคิดของ Pecking Order Hypothesis ระบุว่า มีความสัมพันธ์เป็นบวกระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ Fama and French (2001) ยืนยันความสัมพันธ์ที่เป็นบวก

ระหว่างความสามารถในการทำกำไรกับการจ่ายเงินปันผล อีกทั้ง ระดับกำไรที่กิจการสามารถทำได้ถือเป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดที่ส่งผลกระทบต่อ การจ่ายเงินปันผล (Lintner, 1956) จากทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผลก็สนับสนุนว่าการจ่ายเงินปันผลมากหรือน้อยขึ้นกับผลกำไรประจำปี (Masry et al., 2018) และงานวิจัยในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยพบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลหรืออัตราเงินปันผลตอบแทน (Inthapat, 2016; Udompon, 2017; Sarasuwan, 2019; Usajai & Fuengkasem, 2020; Hemmaplardh & Fuengkasem, 2020; Nuanthawin & Dampitakse, 2020) เช่นเดียวกับงานวิจัยจากตลาดหลักทรัพย์ในต่างประเทศทั้งในตลาดหลักทรัพย์ที่พัฒนาแล้วและตลาดหลักทรัพย์ที่เพิ่งเกิดขึ้นใหม่พบว่า ความสามารถในการทำกำไรและการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงบวกเช่นกัน (Han et al., 1999; Fama & French, 2001; Pandey, 2001) ดังนั้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไรและการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ (สมมติฐานที่ 3) ได้ดังนี้

H3: อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ

ประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์กับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ (Asset Management Efficiency and Regularity of Dividend Payment)

งานวิจัยในอดีตที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์กับการจ่ายเงินปันผลมีค่อนข้างน้อย อย่างไรก็ตาม มีงานวิจัยที่สนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไร งานวิจัยในอดีตพบความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์กับความสามารถในการทำกำไรเป็นบวก กล่าวคือ หากอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์เพิ่มขึ้น จะทำให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรดีขึ้น (Boonpongtha, 2019; Singhawaratch, 2019) และงานวิจัยในอดีตยังสนับสนุนว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (Han et al., 1999; Fama & French, 2001; Pandey, 2001) มีงานวิจัยที่ระบุถึงความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์กับการจ่ายเงินปันผลน้อยมาก เช่น พบความสัมพันธ์เป็นบวกระหว่างอัตราหมุนของสินค้าคงเหลือกับการจ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์อินโดนีเซีย (e.g., Azamal et., 2019) อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยเชื่อว่า หากประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ของกิจการสูงขึ้น กิจการจะสามารถทำกำไรได้ดีและสามารถจ่ายเงินปันผลได้อย่างสม่ำเสมอ ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานเกี่ยวกับประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ (สมมติฐานที่ 4) ได้ดังนี้

H4: อัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ

สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ (Proportion of Managerial Ownership and Regularity of Dividend Payment)

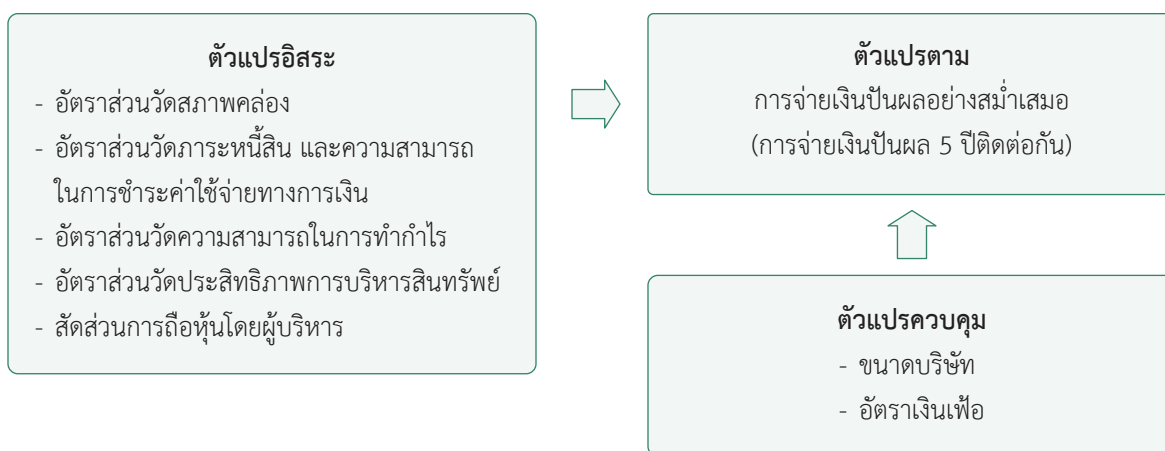
งานวิจัยในอดีตในประเทศไทยและต่างประเทศให้ผลที่ขัดแย้งกันในส่วน of ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล โดยส่วนมากงานวิจัยในประเทศไทยพบความสัมพันธ์เป็นบวกระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล (e.g., Khemwong, 2017; Wongprachanukul & Saksonghong, 2019) งานวิจัยในต่างประเทศที่ศึกษาในประเทศที่แตกต่างกันกลับพบความสัมพันธ์ที่เป็นลบระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล (e.g., Gugler & Yurtoglu, 2003; Maury & Pajuste, 2002; Mancinelli & Ozkan, 2006) เมื่อบริษัทมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนที่สูง ย่อมมีปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนน้อย เพราะผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถตรวจสอบ

การบริหารจัดการได้ง่าย และไม่มีภาระจำเป็นที่ต้องจ่ายเงินปันผล เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนมาก การมีผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนมากมักมีปัญหาตัวแทนสูงและไม่สามารถตรวจสอบการบริหารจัดการได้ง่าย ทำให้ผู้ถือหุ้นต้องการให้ผู้บริหารจ่ายเงินปันผลสูง (Angkasukho et al., 2012) หรืออาจกล่าวได้ว่า การมีผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารในสัดส่วนสูงจะมีการจ่ายเงินปันผลลดลง แม้ผลการวิจัยในอดีตจะให้ผลขัดแย้งกัน แต่ผู้วิจัยเชื่อว่า หากการถือหุ้นโดยผู้บริหารสูงขึ้นจะช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทน ทำให้การจ่ายเงินปันผลลดลง ดังนั้นจึงตั้งสมมติฐานเกี่ยวกับสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ (สมมติฐานที่ 5) ได้ดังนี้

H5: สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีความสัมพันธ์เป็นลบกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ

จากการทบทวนวรรณกรรมข้างต้น จึงสามารถเขียนกรอบแนวคิดในการวิจัยได้ดังนี้

กรอบแนวคิดในการวิจัย



ระเบียบวิธีการศึกษา

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษาครั้งนี้คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง (Purposive Sampling) โดยกลุ่มตัวอย่างต้องมีคุณลักษณะดังนี้

1. เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี และเป็นบริษัทที่อยู่ตลอดช่วงระยะเวลาที่ศึกษาคือ ปี พ.ศ. 2553 ถึงปี พ.ศ. 2562 เนื่องจากผู้วิจัยได้ศึกษาการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่อง 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2558 ถึงปี พ.ศ. 2562 ดังนั้นจึงจำเป็นต้องคำนวณอัตราส่วนทางการเงิน ตัวแปรควบคุมจากข้อมูลย้อนหลังแบบเคลื่อนที่ (Rolling Windows) เช่น หากเป็นการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่องในปี พ.ศ. 2558 จะต้องใช้ข้อมูลย้อนหลังตั้งแต่ปี $t-1$ ถึงปี $t-5$ ดังนั้นข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์จึงจะต้องย้อนหลังจากปี พ.ศ. 2557 ($t-1$) ย้อนถึงปี พ.ศ. 2553 ($t-5$) ดังนั้นบริษัทจดทะเบียนที่จะเป็นตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้จึงต้องอยู่ตลอดช่วงระยะเวลาที่ศึกษา

2. บริษัทมีรอบระยะเวลาบัญชีระหว่างวันที่ 1 มกราคม ถึงวันที่ 31 ธันวาคม
 3. ไม่เป็นบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ
 4. ไม่เป็นบริษัทที่จัดตั้งในรูปกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน
- จากเกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่างข้างต้น สามารถแสดงจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้ได้ตามตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

เกณฑ์การเลือกตัวอย่าง	จำนวนตัวอย่าง
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี	39 บริษัท
หัก บริษัทจดทะเบียนที่มีคุณสมบัติไม่ครบตามเกณฑ์การเลือกตัวอย่าง	(11) บริษัท
หัก บริษัทที่มีค่าตัวแปรเป็นค่าสูงสุดและต่ำสุด (Extreme values)	(4) บริษัท
จำนวนบริษัทที่เป็นตัวอย่าง	24 บริษัท
ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา	5 ปี
จำนวนตัวอย่างทั้งหมด	120 ตัวอย่าง

จากการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างด้วยคุณลักษณะข้างต้น และมีการตัดค่าสูงสุดและต่ำสุดออก (Extreme Values) ของทุกตัวแปรคือ อัตราส่วนทางการเงินและสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร (ยกเว้นการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอและอัตราเงินเฟ้อ) เนื่องจากบางบริษัทมีค่าสูงสุดและต่ำสุดซ้ำกัน จึงมีบริษัทที่มีค่าสูงสุดและต่ำสุดของตัวแปรทุกตัวแปรอยู่ 4 บริษัท ทำให้เหลือจำนวนตัวอย่างเท่ากับ 24 บริษัท จากการศึกษาข้อมูลทั้ง 24 บริษัทพบว่า มีการจ่ายปันผลเป็นเงินสดจำนวน 22 บริษัทและมีการจ่ายปันผลเป็นหุ้นปันผลจำนวน 2 บริษัท โดยการศึกษาที่ใช้ข้อมูล 5 ปี จึงมีจำนวนตัวอย่างทั้งหมดในการศึกษาครั้งนี้เท่ากับ 120 ตัวอย่าง

การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้ใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับอัตราส่วนวัดสภาพคล่อง อัตราส่วนวัดภาระหนี้สินและความสามารถในการชำระค่าใช้จ่ายทางการเงิน อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร อัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ และสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร ขนาดของบริษัทและอัตราเงินเฟ้อ โดยวิเคราะห์ข้อมูลด้วยค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)
2. การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) โดยใช้การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson’s Correlation) หรือค่าสหสัมพันธ์สเปียร์แมน (Spearman’s Correlation) ก่อนวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ ผู้วิจัยต้องนำข้อมูลมาทดสอบว่า มีการกระจายปกติหรือไม่ โดยใช้การทดสอบ Kolmogorov-Smirnov (KS Test) หากข้อมูลกระจายปกติ

จะใช้สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation) หากข้อมูลกระจายไม่ปกติจะใช้สหสัมพันธ์สเปียร์แมน (Spearman's Correlation) เพื่อคัดเลือกตัวแทนอัตราส่วนทางการเงินในแต่ละด้านเข้าสู่สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ โดยวิเคราะห์ความสัมพันธ์เป็นคู่ระหว่างการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอและอัตราส่วนทางการเงินด้านนั้น ๆ เพื่อลดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Multicollinearity)

3. การวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ (Binary Logistic Regression) เพื่อวิเคราะห์หาปัจจัยที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ โดยศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ อัตราส่วนทางการเงินสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร และตัวแปรควบคุม ซึ่งประกอบด้วย ขนาดของบริษัท และอัตราเงินเฟ้อ

ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

การวิจัยนี้จะศึกษาผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินและการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่มีต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี โดยสมการที่ใช้ศึกษาเป็นดังนี้

$$DPR_{it} = \beta_0 + \beta_1 LIQ_{it-1 \rightarrow t-5} + \beta_2 LEV_{it-1 \rightarrow t-5} + \beta_3 PROF_{it-1 \rightarrow t-5} + \beta_4 AME_{it-1 \rightarrow t-5} + \beta_5 SH_{it-1 \rightarrow t-5} + e \quad (1)$$

$$DPR_{it} = \beta_0 + \beta_1 LIQ_{it-1 \rightarrow t-5} + \beta_2 LEV_{it-1 \rightarrow t-5} + \beta_3 PROF_{it-1 \rightarrow t-5} + \beta_4 AME_{it-1 \rightarrow t-5} + \beta_5 SH_{it-1 \rightarrow t-5} + \beta_6 SIZE_{it-1 \rightarrow t-5} + \beta_7 INF_{it-1 \rightarrow t-5} + e \quad (2)$$

โดย

DPR_{it} = ตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) ของบริษัท i ปีที่ t โดยให้ค่าเป็น 1 เมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ (จ่ายเงินปันผล 5 ปีติดต่อกัน) และให้ค่าเป็น 0 เมื่อบริษัทไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้อย่างสม่ำเสมอ

β_0 = ค่าคงที่

β_i = ค่าสัมประสิทธิ์, $i = 1, 2, \dots, n$

$LIQ_{it-1 \rightarrow t-5}$ = ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนวัดสภาพคล่องของบริษัท i ปีที่ $t-1$ ถึง $t-5$

$LEV_{it-1 \rightarrow t-5}$ = ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนวัดภาระหนี้สินและและความสามารถในการชำระค่าใช้จ่ายทางการเงินของบริษัท i ปีที่ $t-1$ ถึง $t-5$

$PROF_{it-1 \rightarrow t-5}$ = ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัท i ปีที่ $t-1$ ถึง $t-5$

$AME_{it-1 \rightarrow t-5}$ = ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ของบริษัท i ปีที่ $t-1$ ถึง $t-5$

$SH_{it-1 \rightarrow t-5}$ = ค่าเฉลี่ยของร้อยละการถือครองหุ้นโดยผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารของบริษัท i ปีที่ $t-1$ ถึง $t-5$

$SIZE_{it-1 \rightarrow t-5}$ = ขนาดบริษัทวัดจากล็อกการิทึมของค่าเฉลี่ยสินทรัพย์รวมของบริษัท i ปีที่ $t-1$ ถึง $t-5$

$INF_{it-1 \rightarrow t-5}$ = ค่าเฉลี่ยอัตราเงินเฟ้อปีที่ $t-1$ ถึง $t-5$

e = ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Term)

ตารางที่ 2 การวัดค่าตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม

ตัวแปร	นิยามของตัวแปร	การวัดค่า
ตัวแปรตาม		
การจ่ายเงินปันผล อย่างสม่ำเสมอ	พิจารณาว่าบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล อย่างสม่ำเสมอและติดต่อกันเป็นระยะเวลา 5 ปี	ตัวแปรหุ่น (Dummy Variables) ของ บริษัท i ปีที่ t โดย ให้ค่าเป็น 1 เมื่อบริษัท จ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ (จ่ายเงินปันผล 5 ปีติดต่อกัน) และให้ค่าเป็น 0 เมื่อบริษัท ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้อย่างสม่ำเสมอ
ตัวแปรอิสระ		
อัตราส่วนวัดสภาพคล่อง (Liquidity Ratios)	อัตราส่วนหมุนเวียน (Current Ratio) หรือ อัตราส่วนหมุนเวียนเร็ว (Quick Ratio)	สินทรัพย์หมุนเวียน/หนี้สินหมุนเวียน (เท่า) สินทรัพย์หมุนเวียน-สินค้าคงเหลือ/ หนี้สินหมุนเวียน (เท่า)
อัตราส่วนวัดภาระหนี้สิน และความสามารถในการ ชำระค่าใช้จ่ายทางการเงิน (Leverage Ratios)	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ หรือ อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย	หนี้สินรวม/สินทรัพย์รวม (เท่า) กำไรจากการดำเนินงาน/ดอกเบี้ยจ่าย (เท่า)
อัตราส่วนความสามารถ ในการทำกำไร (Profitability Ratios)	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (ROA) หรือ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) หรือ อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Profit Margin) หรือ อัตรากำไรสุทธิ (Net Profit Margin) หรือ อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (Operating Profit Margin)	กำไรสุทธิ/สินทรัพย์รวมเฉลี่ย*100 (ร้อยละ) กำไรสุทธิ/ส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย*100 (ร้อยละ) กำไรขั้นต้น/ขายสุทธิ*100 (ร้อยละ) กำไรสุทธิ/ขายสุทธิ*100 (ร้อยละ) กำไรจากการดำเนินงาน/ขายสุทธิ*100 (ร้อยละ)

ตารางที่ 2 การวัดค่าตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม (ต่อ)

ตัวแปร	นิยามของตัวแปร	การวัดค่า
อัตราส่วนวัดประสิทธิภาพ การบริหารสินทรัพย์ (Asset Efficiency Management Ratios)	อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (Total Asset Turnover) หรือ อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Turnover) หรือ อัตราหมุนเวียนของลูกหนี้ (Account Receivable Turnover) หรือ อัตราหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (Inventory Turnover)	ขายสุทธิ/สินทรัพย์รวมเฉลี่ย (เท่า) ขายสุทธิ/สินทรัพย์ถาวรเฉลี่ย (เท่า) ขายสุทธิ/ลูกหนี้การค้าเฉลี่ย (เท่า) ต้นทุนขาย/สินค้าคงเหลือเฉลี่ย (เท่า)
สัดส่วนการถือหุ้นโดย ผู้บริหาร (Proportion of Managerial Ownership)	ร้อยละของการถือครองหุ้นโดยผู้บริหาร เมื่อเทียบกับหุ้นที่ชำระแล้ว	การคำนวณผลรวมร้อยละของการถือครองหุ้น พิจารณาจากรายชื่อและร้อยละการถือครองหุ้น โดยผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก
ตัวแปรควบคุม		
ขนาดของบริษัท (Size)	สินทรัพย์รวม	ล็อกการิทึมของสินทรัพย์รวม
อัตราเงินเฟ้อ (Inflation Rate)	อัตราเงินเฟ้อของประเทศ	อัตราเงินเฟ้อเฉลี่ยที่เกิดขึ้นในปีนั้น ๆ

หมายเหตุ : การคำนวณค่าอัตราส่วนทางการเงินเป็นตามสูตรการคำนวณของ The Stock Exchange of Thailand (2013) และ
ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทุกตัวมีการถ่วงเฉลี่ยเคลื่อนที่ย้อนหลัง 5 ปี

ผลการศึกษา

ในส่วนของผลการศึกษาแบ่งออกเป็น 3 ส่วนคือ การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation) และการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ (Binary Logistics Regression)

ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตาม แสดงได้ในตารางที่ 3 เนื่องจากตัวแปรตามเป็นตัวแปรที่มีค่าไม่ต่อเนื่อง (1 หรือ 0) จึงแสดงสถิติเชิงพรรณนาในรูปของความถี่และร้อยละ ส่วนผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม ซึ่งแสดงค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน แสดงได้ในตารางที่ 4

ตารางที่ 3 จำนวนตัวอย่างที่จ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอและไม่สม่ำเสมอ

ตัวแปรตาม	จำนวน	ร้อยละ
1 = บริษัทจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ	82	68.33
0 = บริษัทจ่ายเงินปันผลไม่สม่ำเสมอ	38	31.67
รวม	120	100

จากตารางที่ 3 พบว่า อุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีบริษัทที่จ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ เท่ากับ 82 ตัวอย่าง หรือร้อยละ 68.33 และมีบริษัทที่จ่ายเงินปันผลอย่างไม่สม่ำเสมอ เท่ากับ 38 ตัวอย่าง หรือร้อยละ 31.67

ตารางที่ 4 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (เท่า)	0.59	4.94	1.68	0.90
อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็ว (เท่า)	0.36	3.71	1.14	0.78
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (เท่า)	0.16	0.87	0.52	0.17
อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (เท่า)	-10.59	624.63	33.98	84.16
อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (ร้อยละ)	-8.79	31.42	7.65	6.85
อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ร้อยละ)	-73.69	65.40	10.49	17.25
อัตรากำไรขั้นต้น (ร้อยละ)	1.66	57.54	19.51	12.12
อัตรากำไรสุทธิ (ร้อยละ)	-72.61	195.99	9.82	38.33
อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (ร้อยละ)	-62.77	36.24	3.16	13.00

ตารางที่ 4 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม (ต่อ)

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน
อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (เท่า)	0.08	4.32	1.35	0.98
อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (เท่า)	0.44	259.30	27.09	52.70
อัตราหมุนเวียนของสินค้าคงเหลือ (เท่า)	2.83	73.25	12.47	12.95
อัตราหมุนเวียนของลูกหนี้ (เท่า)	0.44	14.93	5.41	2.54
สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร (ร้อยละ)	0.00	50.57	10.77	13.93
ขนาดบริษัท (ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม)	2.84	5.59	3.86	0.61
อัตราเงินเฟ้อ (ร้อยละ)	0.58	2.84	1.50	0.83

หมายเหตุ : ตัวแปรคำนวณจากค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ย้อนหลัง 5 ปี

ผลการศึกษาในตารางที่ 4 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหมุนเวียนและอัตราส่วนหมุนเวียนเร็วกว่า 1 แสดงว่า บริษัทมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าหนี้สินหมุนเวียน ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เท่ากับ 0.52 เท่า แสดงว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีการจัดหาเงินทุนจากการก่อหนี้มากกว่าการจัดหาเงินทุนโดยส่วนของผู้ถือหุ้น กล่าวคือ หากกิจการมีการลงทุนในสินทรัพย์ 1 บาทจะมาจากการจัดหาเงินทุนโดยการก่อหนี้ 0.52 บาทและการจัดหาเงินทุนโดยส่วนของผู้ถือหุ้น 0.48 บาท ค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดของอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยมีค่าต่างกันมากคือ -10.59 เท่า และ 624.63 เท่าตามลำดับ ทำให้ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของอัตราส่วนนี้ค่อนข้างสูง เกิดจากบางบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างมีขาดทุนจากการดำเนินงานซึ่งมีค่าติดลบทำให้อัตราส่วนนี้มีค่าต่ำสุดติดลบ อย่างไรก็ตาม บางบริษัทมีดอกเบี้ยจ่ายน้อยมากส่งผลให้อัตราส่วนนี้มีค่าสูง ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไรเป็นบวกในทุกร้อยปี ไม่ว่าจะปีไหนก็ตาม อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด อัตราผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น อัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรสุทธิ และอัตรากำไรจากการดำเนินงาน อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวรมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานค่อนข้างสูงเช่นกัน ซึ่งเกิดจากค่าต่ำสุด (0.44 เท่า) และค่าสูงสุด (259.30 เท่า) ของอัตราส่วนนี้ต่างกันค่อนข้างมาก อาจเกิดจากบางบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ลงทุนในสินทรัพย์ถาวรมาก จึงทำให้อัตราส่วนนี้สูง ในขณะที่บางบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ลงทุนในสินทรัพย์ถาวรสูงมาก จึงทำให้อัตราส่วนนี้ต่ำ สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีค่าสูงสุดถึงร้อยละ 50.57 แสดงว่า บริษัทมีการกระจุกตัวของการถือหุ้น โดยมีการถือหุ้นรายใหญ่ใน 5 อันดับแรกเกินกว่าครึ่งหนึ่งของการถือหุ้นทั้งหมด อย่างไรก็ตาม ค่าเฉลี่ยของสัดส่วนของการถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้ เท่ากับร้อยละ 10.77

ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

ก่อนที่จะทำการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ ผู้วิจัยได้นำตัวแปรทุกตัวแปรมาทดสอบการกระจายของข้อมูลว่ากระจายปกติหรือไม่ โดยใช้ Kolmogorov-Smirnov Test (KS Test) ผลการทดสอบพบว่า การกระจายของทุกตัวแปรกระจายไม่ปกติ ยกเว้นอัตราหมุนเวียนของลูกหนี้ ดังนั้นผู้วิจัยจึงเลือกใช้สถิติแบบนอนพารามेटริกซ์ (Non-parametric Statistics) โดยใช้ค่าสหสัมพันธ์สเปียร์แมนในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน และการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์สเปียร์แมน (Spearman's Correlation) แสดงในตารางที่ 5

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์สเปียร์แมนระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ เพื่อคัดเลือกตัวแปรเข้าสู่สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ (Binary Logistic Regression)

กลุ่มอัตราส่วนทางการเงิน	อัตราส่วนทางการเงิน	ค่าสหสัมพันธ์	
		Correlation (r)	ระดับนัยสำคัญ (Sig.)
สภาพคล่อง (LIQ)	อัตราส่วนหมุนเวียน (เท่า)	0.190**	0.037
	อัตราส่วนหมุนเวียนเร็ว (เท่า)	0.048	0.606
ภาระหนี้สินและความสามารถในการจ่ายชำระค่าใช้จ่ายทางการเงิน (LEV)	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (เท่า)	0.057	0.533
	อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (เท่า)	0.414***	0.000
ความสามารถในการทำกำไร (PROF)	อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (ร้อยละ)	0.654***	0.000
	อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ร้อยละ)	0.705***	0.000
	อัตรากำไรขั้นต้น (ร้อยละ)	-0.008	0.929
	อัตรากำไรสุทธิ (ร้อยละ)	0.619***	0.000
	อัตรากำไรจากการดำเนินงาน (ร้อยละ)	0.417***	0.000
ประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ (AME)	อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม (เท่า)	0.305***	0.001
	อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (เท่า)	0.361***	0.000
	อัตราหมุนเวียนของสินค้างเหลือ (เท่า)	-0.279***	0.002
	อัตราหมุนเวียนของลูกหนี้ (เท่า)	-0.158*	0.085

*** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (2 ทาง); ** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 (2 ทาง); * ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 (2 ทาง)

จากตารางที่ 5 แสดงให้เห็นว่า อัตราส่วนทางการเงินในแต่ละด้านสามารถวิเคราะห์ได้จากหลายตัวแปร ดังนั้น เพื่อลดปัญหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร (Multicollinearity) ผู้วิจัยจึงคัดเลือกตัวแทนอัตราส่วนทางการเงินแต่ละด้าน ด้วยการทดสอบค่าสหสัมพันธ์สเปียร์แมน (Spearman's Correlation) โดยเลือกจากค่าสหสัมพันธ์สหสัมพันธ์ของตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กรณีที่อัตราส่วนทางการเงินมีค่าสหสัมพันธ์ที่มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับเดียวกัน เช่น มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 เท่ากันในหลายอัตราส่วน ผู้วิจัยจะเลือกอัตราส่วนทางการเงินที่มีค่าสหสัมพันธ์สหสัมพันธ์ (r) สูงสุดในการคัดเลือกตัวแปรเข้าสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ (Binary Logistic Regression) เนื่องจากโดยปกติค่าสหสัมพันธ์ (Correlation หรือค่า r) และค่า Sig. จะให้ผลการตีความที่สอดคล้องกัน จากตารางที่ 5 สรุปผลการคัดเลือกตัวแปรเข้าสมการ ได้ดังนี้

1. อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio: CR) เป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดสภาพคล่อง (LIQ) เนื่องจากอัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ($r=0.190$) ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.05

2. อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (Time Interest Earned: TIME) เป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดภาระหนี้สินและความสามารถในการชำระค่าใช้จ่ายทางการเงิน (LEV) เนื่องจากความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ($r=0.414$) ณ ระดับนัยสำคัญที่ 0.01

3. อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE) เป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร (PROF) ในกลุ่มอัตราส่วนทางการเงินนี้มีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น อัตรากำไรสุทธิและอัตรากำไรจากการดำเนินงาน มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมออย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 เท่ากันทั้ง 4 อัตราส่วน การคัดเลือกตัวแปรเพื่อเข้าเป็นตัวแปรอิสระจึงเลือกจากอัตราส่วนที่มีค่าสหสัมพันธ์สูงสุด ($r=0.705$) คือ อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น

4. อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (Fixed Asset Turnover: FATO) เป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ (AME) ในกลุ่มอัตราส่วนทางการเงินนี้มีอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์รวม อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมออย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.01 อัตราหมุนเวียนของสินค้างเฉลี่ยมีความสัมพันธ์เป็นลบกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 การเลือกตัวแปรเพื่อเข้าเป็นตัวแปรอิสระจึงเลือกจากอัตราส่วนที่มีค่าสหสัมพันธ์สูงสุด ($r = 0.361$) คือ อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร

ทั้งนี้ เพื่อให้ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่จะนำมาใช้วิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ ซึ่งประกอบด้วย อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (TIME) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FATO) สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร (SH) ขนาดบริษัท (SIZE) และอัตราเงินเฟ้อ (INF) ไม่เกิดปัญหาที่มีความสัมพันธ์ระหว่างกันเอง (Multicollinearity) กล่าวคือ ตัวแปรจะไม่มีปัญหาสัมพันธ์กันเอง หากค่าสหสัมพันธ์ (r) ไม่เกิน 0.80 (Judge et al., 1980) ดังนั้นจึงต้องทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรดังกล่าวด้วยการวิเคราะห์ความสัมพันธ์สหสัมพันธ์สเปียร์แมน (Spearman's Correlation) ตามตารางที่ 6

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์สเปียร์แมน (Spearman’s Correlation)

ตัวแปรอิสระ:		CR	TIME	ROE	FATO	SH	SIZE	INF
CR	Correlation (r)	1.000	0.475***	0.108	0.360***	-0.080	-0.264***	-0.044
(LIQ)	ระดับนัยสำคัญ (Sig.)	.	0.000	0.240	0.000	0.388	0.004	0.631
TIME	Correlation (r)		1.000	0.665***	0.064	-0.072	-0.062	0.050
(LEV)	ระดับนัยสำคัญ (Sig.)		.	0.000	0.486	0.438	0.498	0.589
ROE	Correlation (r)			1.000	0.055	-0.077	0.111	0.134
(PROF)	ระดับนัยสำคัญ (Sig.)			.	0.554	0.405	0.229	0.145
FATO	Correlation (r)				1.000	-0.012	-0.224**	0.102
(AME)	ระดับนัยสำคัญ (Sig.)				.	0.893	0.014	0.268
	Correlation (r)					1.000	-0.517***	0.075
SH	ระดับนัยสำคัญ (Sig.)					.	0.000	0.414
	Correlation (r)						1.000	-0.079
SIZE	ระดับนัยสำคัญ (Sig.)						.	0.389
	Correlation (r)							1.000
INF	ระดับนัยสำคัญ (Sig.)							.

นิยามของตัวแปรเป็นดังนี้

CR = Current Ratio หรืออัตราส่วนทุนหมุนเวียนเป็นตัวแทนของอัตราส่วนสภาพคล่อง (LIQ)

TIME = Time Interest Earned หรืออัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย เป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดภาระหนี้สินและความสามารถในการชำระค่าใช้จ่ายทางการเงิน (LEV)

ROE = Return on Equity หรืออัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร (PROF)

FATO = Fixed Asset Turnover หรืออัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร เป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ (AME)

SH = สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร

SIZE = ขนาดของบริษัท

INF = อัตราเงินเฟ้อ

*** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (2 ทาง); ** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 (2 ทาง); * ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 (2 ทาง)

จากตารางที่ 6 พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย ($r = 0.475$) และอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร ($r = 0.360$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และมีความสัมพันธ์เป็นลบกับขนาดของบริษัท ($r = -0.264$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น ($r = 0.665$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์เป็นลบกับขนาดของบริษัท ($r = -0.224$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 และสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีความสัมพันธ์เป็นลบกับขนาดของบริษัท ($r = -0.517$) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 อย่างไรก็ตาม ค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรน้อยกว่า 0.8 ในทุกคู่ ($r < 0.8$) แสดงว่า ไม่เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Judge et al., 1980)

ส่วนที่ 3 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ (Binary Logistic Regression)

การศึกษานี้ใช้สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ 2 ตัวแบบคือ ตัวแบบที่ (1) สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ซึ่งไม่มีตัวแปรควบคุม และตัวแบบที่ (2) สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารและตัวแปรควบคุมกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ โดยสามารถแสดงผลการวิเคราะห์ได้ตามตารางที่ 7

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ (Binary Logistic Regression)

ตัวแปรอัตราส่วนทางการเงิน สัดส่วนการถือหุ้น โดยผู้บริหาร และตัวแปรควบคุม	ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ (Binary Logistic Regression)					
	ตัวแบบที่ 1			ตัวแบบที่ 2		
	B	Sig.	EXP (B)	B	Sig.	EXP(B)
ค่าคงที่ (Constant)	-2.549*	0.053	0.078	-17.004**	0.013	0.000
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) (เป็นตัวแทนของอัตราส่วน LIQ)	0.329	0.614	1.389	1.790	0.098	5.991
อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (TIME) (เป็นตัวแทนของอัตราส่วน LEV)	-0.002	0.681	0.998	-0.005	0.401	0.995
อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) (เป็นตัวแทนของอัตราส่วน PROF)	0.444***	0.000	1.559	0.541***	0.000	1.718
อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FATO) (เป็นตัวแทนของอัตราส่วน AME)	0.020**	0.023	1.020	0.031***	0.008	1.032
สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร (SH)	-0.066**	0.039	0.936	0.025	0.631	1.026
ขนาดบริษัท (SIZE)	-	-	-	2.744**	0.019	15.552
อัตราเงินเฟ้อ (INF)	-	-	-	-0.226	0.642	0.797

ตารางที่ 7 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ (Binary Logistic Regression) (ต่อ)

	ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ (Binary Logistic Regression)	
	ตัวแบบที่ 1	ตัวแบบที่ 2
การวิเคราะห์ความเหมาะสมของสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ		
Omnibus Tests of Model Coefficients	Chi-square = 98.215***, df: 5, Sig: 0.000	Chi-square = 106.209***, df: 7, Sig: 0.000
-2 Log likelihood	51.625	43.631
Cox & Snell R ²	0.559	0.587
Nagelkerke R ²	0.784	0.824
ความถูกต้องในการทำนาย (ร้อยละ)	91.7	90.8

*** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (2 ทาง); ** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 (2 ทาง); * ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 (2 ทาง)

ผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 7 พบว่า สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอตามตัวแบบที่ 1 ซึ่งไม่มีตัวแปรควบคุม มีค่าไคสแควร์ (Chi Square) เท่ากับ 98.215 ซึ่งมีค่าระดับนัยสำคัญทางสถิติเท่ากับ 0.000 (Sig. < 0.01) แสดงว่า สมการที่มีตัวแปรอิสระทั้ง 5 ตัวแปร ซึ่งประกอบด้วยอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (TIME) อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FATO) สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร (SH) สามารถทำนายโอกาสในการเกิดการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ อีกทั้งเมื่อวิเคราะห์ความสอดคล้องของสมการด้วยค่า Cox & Snell R² และ Nagelkerke R² พบว่า สมการสามารถอธิบายโอกาสในการเกิดการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ เท่ากับร้อยละ 55.90 เมื่อวิเคราะห์ด้วย Cox & Snell R² และ เท่ากับร้อยละ 78.40 เมื่อวิเคราะห์ด้วย Nagelkerke R² ทั้งนี้ ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิพบว่า สมการจะสามารถทำนายเหตุการณ์ได้ถูกต้องถึงร้อยละ 91.7 ผลการทดสอบสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน และสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ตามตัวแบบที่ (1) ในตารางที่ 7 สามารถนำมาเขียนสมการได้ดังนี้

$$DPR = -2.549 + 0.444(ROE) + 0.020(FATO) - 0.066(SH)$$

โอกาสในการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$Prob (DPR) = \frac{1}{1 + e^{-(-2.549 + 0.444(ROE) + 0.020(FATO) - 0.066(SH))}}$$

ผลการวิเคราะห์ตามตารางที่ 7 ยังแสดงว่า สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารและตัวแปรควบคุมกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอตามตัวแบบที่ 2 มีค่าไคสแควร์ (Chi Square) เท่ากับ 106.209 ซึ่งมีค่าระดับนัยสำคัญทางสถิติ เท่ากับ 0.000 (Sig < 0.01) แสดงว่า ตัวแปรอิสระที่ถูกนำเข้าสมการ ทั้ง 7 ตัวแปร ซึ่งประกอบด้วยอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (TIME) อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FATO) สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร (SH) ขนาดของกิจการ (SIZE) และอัตราเงินเฟ้อ (INF) สามารถทำนายโอกาสในการเกิดการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ อีกทั้งเมื่อวิเคราะห์ความสอดคล้องของสมการด้วยค่า Cox & Snell R² และ Nagelkerke R² พบว่า สมการสามารถอธิบายโอกาสในการเกิดการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ เท่ากับร้อยละ 58.70 เมื่อวิเคราะห์ด้วย Cox & Snell R² และเท่ากับร้อยละ 82.40 เมื่อวิเคราะห์ด้วย Nagelkerke R² ทั้งนี้ ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิพบว่า สมการจะสามารถทำนายเหตุการณ์ได้ถูกต้องถึงร้อยละ 90.8 และเมื่อพิจารณาค่า -2 Log likelihood พบว่า ตัวแบบที่ 2 ที่มีตัวแปรควบคุม มีค่า -2 Log likelihood น้อยกว่าค่า -2 Log likelihood ของตัวแบบที่ 1 ซึ่งไม่มีตัวแปรควบคุม จึงสามารถอธิบายได้ว่า ตัวแปรควบคุมมีส่วนช่วยเพิ่มความแม่นยำในการทำนายโอกาสที่จะเกิดการจ่ายปันผลอย่างสม่ำเสมอ

ผลการทดสอบสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิระหว่างอัตราส่วนทางการเงิน สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารและตัวแปรควบคุมกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอตามตัวแบบที่ 2 ในตารางที่ 7 สามารถนำมาเขียนสมการได้ดังนี้

$$DPR = -17.004 + 0.541(ROE) + 0.031(FATO) + 2.744(SIZE)$$

โอกาสในการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ สามารถคำนวณได้ดังนี้

$$\text{Prob (DPR)} = \frac{1}{1 + e^{-(-17.004 + 0.541(ROE) + 0.031(FATO) + 2.744(SIZE))}}$$

นอกจากนี้ จากตารางที่ 7 พบว่า ผลการศึกษาที่ได้จากสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ ตัวแบบที่ (1) ซึ่งไม่มีตัวแปรควบคุม และผลที่ได้จากตัวแบบที่ (2) ซึ่งมีตัวแปรควบคุมมีผลการวิเคราะห์ที่ค่อนข้างสอดคล้องกัน ดังนี้

อัตราส่วนวัดสภาพคล่อง (LIQ) ซึ่งวัดจากอัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) ได้ค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ และอัตราส่วนวัดภาระหนี้สินและความสามารถในการจ่ายชำระค่าใช้จ่ายทางการเงิน (LEV) ซึ่งวัดจากอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (TIME) ได้ค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 จึงปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 (H1) และปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 (H2) หรืออาจกล่าวได้ว่า อัตราส่วนวัดสภาพคล่องและอัตราส่วนวัดภาระหนี้สินและความสามารถในการจ่ายชำระค่าใช้จ่ายทางการเงินไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ

อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร (PROF) ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ทั้งตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 จึงสามารถทำนายได้ว่า หากอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้นจะทำให้มีโอกาสเกิดความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น เนื่องจากการทดสอบสมมติฐานที่ 3 เป็นแบบมีทิศทางหรือการทดสอบแบบทางเดียว (One-Tailed Test) ค่านัยสำคัญทางสถิติของค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น เมื่อนำมาหาร 2 จะได้

ค่า $Sig/2 = 0.000$ ซึ่งน้อยกว่า 0.01 ทั้งตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 3 (H3) ที่ระบุว่า อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ

สำหรับอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ (AME) ซึ่งวัดจากอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FATO) มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอเป็นบวกอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 สำหรับตัวแบบที่ (1) และที่ระดับ 0.01 สำหรับตัวแบบที่ (2) จึงสามารถทำนายได้ว่า หากอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FATO) เพิ่มขึ้นจะทำให้มีโอกาสเกิดความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น เนื่องจากสมมติฐานที่ 4 เป็นการทดสอบเป็นแบบมีทิศทางหรือแบบทางเดียว (One-Tailed Test) จากตัวแบบที่ 1 ค่านัยสำคัญทางสถิติของค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร เมื่อนำมาหาร 2 จะได้ค่า $Sig. = 0.023/2 = 0.0115$ ซึ่งน้อยกว่า 0.05 และจากตัวแบบที่ 2 ค่านัยสำคัญทางสถิติของค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร เมื่อนำมาหาร 2 จะได้ค่า $Sig. = 0.008/2 = 0.004$ ซึ่งน้อยกว่า 0.01 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 4 (H4) ที่ระบุว่า อัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ

อย่างไรก็ตาม สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร (SH) มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ในตัวแบบที่ 1 จึงสามารถทำนายได้ว่า หากสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้โอกาสในการเกิดการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอลดลง การทดสอบสมมติฐานที่ 5 เป็นการทดสอบสมมติฐานแบบมีทิศทางหรือแบบทางเดียว (One-Tailed Test) จากตัวแบบที่ 1 ค่านัยสำคัญทางสถิติของค่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร เมื่อนำมาหาร 2 จะได้ค่า $Sig. = 0.039/2 = 0.018$ ซึ่งน้อยกว่า 0.05 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 5 (H5) ที่ระบุว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีความสัมพันธ์เป็นลบกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ แต่สำหรับตัวแบบที่ (2) ซึ่งมีตัวแปรควบคุม กลับพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอมีความสัมพันธ์เป็นบวก แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ผลที่ได้จากตัวแบบที่ 1 ได้ค่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่เป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ผลที่ได้จากตัวแบบที่ 2 ได้ค่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่เป็นบวก แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้นผลการวิจัยสำหรับตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารของ 2 ตัวแบบจึงขัดแย้งกัน

ทั้งนี้ ผลการศึกษาตัวแปรควบคุมในตัวแบบที่ 2 พบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 จึงสามารถทำนายได้ว่า หากขนาดของบริษัทเพิ่มขึ้น จะทำให้โอกาสเกิดความสม่ำเสมอในการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ส่วนอัตราเงินเฟ้อ (INF) ไม่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ

การทดสอบเพิ่มเติม: การทดสอบเพื่อยืนยันผลการศึกษา (Additional Test: Robustness Test)

เนื่องจากผลของการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาพบว่า อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยซึ่งเป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดภาระหนี้สินและความสามารถในการชำระค่าใช้จ่ายทางการเงิน และอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร ซึ่งเป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์มีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานค่อนข้างสูง แสดงว่า ทั้งสองตัวแปรมีการกระจายของข้อมูลสูงและมีค่าความแปรปรวนที่สูงเช่นกัน ผลของค่าความแปรปรวนของข้อมูลที่สูงอาจกระทบกับผลของการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ (Binary Logistic Regression) ซึ่ง Greene (1993) ได้ระบุว่า

สมการถดถอยแบบโลจิสติกส์อาจให้ผลที่ไม่ถูกต้อง ในกรณีที่มีผลกระทบจากค่าความแปรปรวนที่ไม่คงที่ (Effects of Heteroskedasticity) ในกรณีดังกล่าว สามารถใช้ผลจากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) แบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square: OLS) ในการวิเคราะห์สมการที่มีตัวแปรตามเป็นตัวแปรไม่ต่อเนื่อง แทนได้ (Barth et al., 2008)

ดังนั้นในการศึกษาคั้งนี้จึงทำการวิเคราะห์ตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 โดยการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ แบบกำลังสองน้อยที่สุด เพื่อยืนยันผลการศึกษาของสมการถดถอยแบบโลจิสติกส์แบบทวี ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุของตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 แสดงได้ตามตารางที่ 8

ตารางที่ 8 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)

ตัวแปรอัตราส่วนทางการเงิน สัดส่วนการถือหุ้น โดยผู้บริหาร และตัวแปรควบคุม	ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis)					
	ตัวแบบที่ 1			ตัวแบบที่ 2		
	Unstd. Coefficient	t	Sig.	Unstd. Coefficient	t	Sig.
ค่าคงที่ (Constant)	0.396***	4.460	0.000	-0.189	-0.648	0.519
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) (เป็นตัวแทนของอัตราส่วน LIQ)	0.041	1.000	0.320	0.058	1.423	0.158
อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย (TIME) (เป็นตัวแทนของอัตราส่วน LEV)	0.000	0.809	0.420	0.000	0.599	0.550
อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (เป็นตัวแทนของอัตราส่วน PROF)	0.016***	8.055	0.000	0.016***	8.071	0.000
อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FATO) (เป็นตัวแทนของอัตราส่วน AME)	0.001**	2.219	0.028	-0.002***	2.725	0.007
สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร (SH)	0.000	-0.093	0.926	0.003	0.938	0.350
ขนาด (SIZE)				0.141**	2.256	0.026
อัตราเงินเฟ้อ (INF)				-0.017	-0.417	0.678
F statistics (Sig. F)	15.108*** (0.000)			11.862*** (0.000)		
R ²	0.399			0.426		
Adjusted R ²	0.372			0.390		
Durbin Watson	1.184			1.199		

*** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 (2 ทาง); ** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 (2 ทาง); * ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 (2 ทาง)

จากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 มีค่า F statistics (Sig. F) เท่ากับ 15.108 (0.000) และ 11.862 (0.000) ตามลำดับ แสดงว่า มีตัวแปรอิสระอย่างน้อย 1 ตัวในตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 สามารถอธิบายการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่าเสมอได้ โดยมี Adjusted R² เท่ากับ 0.372 และ 0.390 ตามลำดับ หมายความว่า อัตราส่วนทางการเงินและสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารสามารถอธิบายการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่าเสมอได้เท่ากับร้อยละ 37.2 ในตัวแบบที่ 1 อัตราส่วนทางการเงิน สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร ขนาดและอัตราเงินเฟ้อ สามารถอธิบายการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่าเสมอได้เท่ากับร้อยละ 39 ผลที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุค่อนข้างสอดคล้องกับผลจากการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ กล่าวคือ อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก แต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติทั้งสองตัวแบบ หมายความว่า อัตราส่วนนี้ไม่มีผลกระทบต่อกรจ่ายเงินปันผลอย่างสม่าเสมอ ซึ่งเป็นการปฏิเสธสมมติฐานที่ 1 (H1) ส่วนอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย ผลที่ได้จากสมการถดถอยเชิงพหุได้ค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิได้ค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงเป็นการปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 (H2) อย่างไรก็ตาม อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวรมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติทั้งสองตัวแบบ เป็นการยืนยันผลของสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิที่พบว่า ความสามารถในการทำกำไรและประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่าเสมอ ซึ่งเป็นการยอมรับสมมติฐานที่ 3 (H3) และสมมติฐานที่ 4 (H4)

ผลของการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุที่ต่างจากสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิคือ สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหาร เฉพาะผลที่ได้จากสมการถดถอยเชิงพหุในตัวแบบที่ 1 พบค่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารที่เป็นลบ (ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารน้อยมาก เท่ากับ 0.000 และพิจารณาจากค่า t ที่เป็นลบ) และไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ในสมการสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ ค่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารพบว่า เป็นลบและมีนัยสำคัญทางสถิติในตัวแบบที่ 1 ส่วนในตัวแบบที่ 2 ผลที่ได้จากสมการถดถอยเชิงพหุและสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ ให้ผลเหมือนกันคือ เป็นบวกและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ส่วนผลจากตัวแปรควบคุมคือ ขนาดและอัตราเงินเฟ้อ ให้ผลที่สอดคล้องกันระหว่างสมการถดถอยเชิงพหุและสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ ได้ค่าสัมประสิทธิ์ของขนาดเป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ และได้ค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราเงินเฟ้อเป็นลบและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ในส่วนของผลการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุที่ต่างจากสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ เกิดจากการที่ตัวแปรตามอยู่ในมาตราวัดนามบัญญัติ (Nominal Scale) คือ เป็นการวัดแบบให้ค่า 1 หากเป็นการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่าเสมอและให้ค่า 0 หากเป็นการจ่ายเงินปันผลไม่สม่าเสมอ ซึ่งไม่เหมาะกับการใช้สมการถดถอยเชิงพหุมากนัก (Hair et al., 2018) เนื่องจากสมการดังกล่าวไม่ผ่านข้อสมมติของการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ 2 ข้อคือ ค่าคลาดเคลื่อนไม่เป็นอิสระจากกัน (ค่า Durbin Watson ได้น้อยกว่า 1.5 ทั้งสองตัวแบบ) และค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่คงที่ อย่างไรก็ตาม การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุในส่วนนี้ทำขึ้นเพื่อยืนยันการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิเท่านั้น

สรุปผลการศึกษาและอภิปรายผล

ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาพบว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ (ร้อยละ 68.33) สูงกว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลไม่สม่ำเสมอ (ร้อยละ 31.67) ซึ่งเป็นผลมาจากบริษัทในกลุ่มนี้มีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนสภาพคล่องมากกว่า 1 ซึ่งแสดงว่าสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าหนี้สินหมุนเวียน การจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้สอดคล้องกับทฤษฎีลูกนกในกำมือ (Bird in Hand Theory) หรือทฤษฎีความเกี่ยวข้องของเงินปันผล (Dividend Relevance Theory) ของ Gordon (1960) และ Lintner (1962) ที่ระบุว่า นักลงทุนมีความพึงพอใจกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ซึ่งถือเป็นผลตอบแทนที่แน่นอนมากกว่ากำไรจากการจำหน่ายหลักทรัพย์ที่ไม่แน่นอน อีกทั้งค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนแสดงความสามารถในการทำกำไร ไม่ว่าจะเป็นอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ทั้งหมด (ROA) อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตรากำไรขั้นต้น อัตรากำไรสุทธิ และอัตรากำไรจากการดำเนินงานเป็นบวกทั้งหมด หมายความว่า บริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีความสามารถในการทำกำไรดี จึงสามารถจ่ายเงินปันผลได้อย่างสม่ำเสมอ

ผลจากการคัดเลือกตัวแปรเข้าสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิโดยใช้ค่าสหสัมพันธ์สเปียร์แมน (Spearman's Correlation) พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนเป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดสภาพคล่อง อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยเป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดภาระหนี้สินและความสามารถในการชำระค่าใช้จ่ายทางการเงิน อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวแทนอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร และอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวรเป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์

ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ จากตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 พบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนไม่ส่งผลกระทบต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ผลดังกล่าวขัดแย้งกับงานวิจัยของ Dalton and Pointon (1997), Hemmaplardh and Fuengkasem (2020) และ Nuanthawin and Dampitakse (2020) ซึ่งพบว่า อัตราส่วนทุนหมุนเวียนและอัตราส่วนทุนหมุนเวียนเร็วมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลในทิศทางบวกอย่างมีนัยสำคัญ และไม่เป็นตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่ระบุว่า การที่บริษัทบริหารงานได้ดีกว่าที่คาดหวัง เช่น มีกำไรหรือมีสภาพคล่องส่วนเกินที่มากกว่าที่ต้องการ บริษัทสามารถนำไปจ่ายเงินปันผลได้ (Lawson & Stark, 1981) สาเหตุที่ผลการศึกษาขัดแย้งกับงานวิจัยในอดีตและทฤษฎี เป็นผลมาจากบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยีมีสภาพคล่องใกล้เคียงกันทั้งบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอและไม่สม่ำเสมอ และมีค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนทุนหมุนเวียนที่มากกว่า 1 ทั้งสองกลุ่ม อัตราส่วนสภาพคล่องที่ไม่แตกต่างกันใน 2 กลุ่ม จึงทำให้สภาพคล่องไม่ส่งผลกระทบต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ซึ่งไม่เป็นตามสมมติฐานที่ตั้งเอาไว้

ผลการศึกษายังพบว่า อัตราส่วนวัดภาระหนี้สินและความสามารถในการชำระค่าใช้จ่ายทางการเงิน ซึ่งวัดจากอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ย มีความสัมพันธ์เป็นลบกับการจ่ายปันผลอย่างสม่ำเสมอแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Usajai and Fuengkasem (2020) และ Nuanthawin and Dampitakse (2020) ที่พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ต่อการจ่ายเงินปันผลในทิศทางเดียวกันอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ผลวิจัยได้ความสัมพันธ์เป็นลบ แม้ว่าจะไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งเอาไว้ ผลดังกล่าวถือว่าสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่าหากบริษัทมีภาระหนี้สินสูง ทำให้บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรต่ำ ความสามารถในการจ่าย

ดอกเบี้ยต่ำ บริษัทจะมีการจ่ายเงินปันผลน้อย เพื่อลดต้นทุนของการทำรายการที่เกี่ยวข้องกับการจัดหาเงินทุนจากภายนอก (Rozeff, 1982; Jensen et al., 1992; Gugler & Yurtoglu, 2003)

ในส่วนของความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดจากอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งจากตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้และสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Han et al. (1999), Fama & French (2001), Pandey (2001), Udompon (2017), Sarasuan (2019), Usajai and Fuengkasem (2020), Hemmaplardh and Fuengkasem (2020) และยังสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) และทฤษฎีการส่งสัญญาณเงินปันผล (Dividend Signaling Theory) ที่ระบุว่า การจ่ายเงินปันผลถือเป็นการส่งสัญญาณเชิงบวก และผู้บริหารมีความคาดหวังว่า ผลการดำเนินงานของบริษัทจะมีการเติบโตอย่างต่อเนื่องจึงมีการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ และ Pecking Order Hypothesis ที่พัฒนาโดย Myers (1984) ซึ่งระบุว่าบริษัทจะจัดหาเงินทุนจากแหล่งเงินทุนภายในก่อน (Internal Financing) และหากกิจการมีความจำเป็นที่จะต้องจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอก กิจการมักจะก่อหนี้มากกว่าการออกหุ้น เพื่อลดความไม่สมมาตรของข้อมูล (Information Asymmetry) และต้นทุนในการทำรายการอื่น ๆ ลำดับขั้นของการจัดหาเงินทุนส่งผลต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล ดังนั้นบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรน้อย จึงไม่จ่ายเงินปันผล ในทางตรงกันข้ามบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรสูง จะมีการจ่ายเงินปันผลได้สูงกว่า

นอกจากนี้ ผลการศึกษายังพบว่า อัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FATO) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในตัวแบบที่ 1 และในตัวแบบที่ 2 ผลการศึกษานี้เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้และสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่า หากอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์เพิ่มขึ้น จะทำให้กิจการมีความสามารถในการทำกำไรดีขึ้น (Boonpongtha, 2019; Singhawaratch, 2019) และงานวิจัยในอดีตยังสนับสนุนว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (Han et al., 1999; Fama & French, 2001; Pandey, 2001) ดังนั้นในงานวิจัยนี้พบว่า ความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล และประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลจึงมีความสอดคล้องกัน อีกทั้ง ผลดังกล่าวยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Azmal et al. (2019) ที่พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์กับการจ่ายเงินปันผลเป็นบวก

ในขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีความสัมพันธ์เป็นลบกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมออย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งไว้ แต่เมื่อนำตัวแปรควบคุมมาพิจารณาร่วมด้วย กลับพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ซึ่งไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่ตั้งเอาไว้ อย่างไรก็ตาม ผลจากตัวแบบที่ 1 ซึ่งไม่มีตัวแปรควบคุมที่พบความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นโดยผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผลเป็นลบสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตในต่างประเทศ (e.g., Maurry & Pajuste, 2002; Gugler & Yurtoglu, 2003; Mancinelli & Ozkan, 2006) และสอดคล้องกับแนวคิดที่ว่า เมื่อสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารเพิ่มขึ้น กล่าวคือ ผู้บริหารสามารถควบคุมกิจการเมื่อผู้บริหารมีอำนาจในการออกเสียงอย่างสมบูรณ์ กิจการไม่จำเป็นต้องจ่ายเงินปันผลก็ได้ (Faccio et al., 2001) และเมื่อบริษัทมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนที่สูง ย่อมมีปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนน้อย เพราะผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถตรวจสอบการบริหารจัดการได้ง่าย จึงไม่จำเป็นต้องจ่ายเงินปันผล ในทางตรงกันข้าม หากบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายย่อยจำนวนมาก มักมีปัญหาความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนสูงและไม่สามารถตรวจสอบการ

บริหารจัดการได้ง่าย ทำให้ผู้ถือหุ้นต้องการให้ผู้บริหารจ่ายเงินปันผลสูง (Angkasukho et al., 2012) ซึ่งในประเด็นนี้จะสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ที่ระบุว่า การจ่ายเงินปันผลจะช่วยลดปัญหาตัวแทน โดยการจ่ายเงินปันผลจะทำให้กระแสเงินสดอิสระที่อยู่ภายใต้การควบคุมของผู้บริหารลดลง ซึ่งช่วยลดความขัดแย้งระหว่างตัวการและตัวแทนได้

ทั้งนี้ ผลการศึกษายังพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจ่ายปันผลอย่างสม่ำเสมออย่างน้อยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Barclay et al. (1995), Redding (1997), Fama and French (2001), Khemwong (2017), Barros et al. (2020) เนื่องจากกิจการขนาดใหญ่จะสามารถเข้าถึงเงินทุนในตลาดหลักทรัพย์ที่ง่ายกว่าด้วยต้นทุนที่ต่ำกว่าและข้อจำกัดที่น้อยกว่ากิจการขนาดเล็ก แต่อัตราเงินเพื่อไม่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Basse and Reddemann (2011) และ Khan et al. (2013)

ผลจากการทดสอบเพื่อยืนยันผลการศึกษา (Robustness Test) จากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ให้ผลส่วนใหญ่ที่สอดคล้องกับสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ (Binary Logistics Regression) กล่าวคือ อัตราส่วนทุนหมุนเวียนและอัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยไม่ส่งผลกระทบต่อจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ในขณะที่อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นและอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวรมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ ทั้งตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษาขัดแย้งกันในส่วนของการถือหุ้นของผู้บริหาร ผลจากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารไม่สัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอทั้งตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 แต่ผลจากสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิกลับพบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอสัมพันธ์กันเป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในตัวแบบที่ 1 และไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอในตัวแบบที่ 2 ผลที่ขัดแย้งกันดังกล่าวอาจเกิดจากสมการถดถอยเชิงพหุไม่เหมาะสมกับตัวแปรตามที่อยู่ในมาตรวัดนามบัญญัติ และสมการถดถอยเชิงพหุควรมีตัวแปรตามในมาตรวัดอันดับและมาตรวัดอัตราส่วน (Hair et al., 2018) อีกทั้งสมการถดถอยเชิงพหุ ตัวแบบที่ 1 และตัวแบบที่ 2 ไม่ผ่านข้อสมมติของการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ (Assumption of Multiple Regression Analysis) คือ มีค่าคลาดเคลื่อนไม่เป็นอิสระจากกันและค่าความแปรปรวนของค่าคลาดเคลื่อนไม่คงที่

ข้อจำกัดในการศึกษา

การศึกษานี้มีข้อจำกัดคือ จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาค่อนข้างน้อย เกิดจากการศึกษากลุ่มตัวอย่างเพียงอุตสาหกรรมเดียว และตัวแปรอัตราส่วนทางการเงินและตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้บริหารมีการกระจายที่ไม่ปกติ (Non-normality) อย่างไรก็ตาม ผู้ศึกษาได้ใช้สถิติแบบนอนพาราเมตริกซ์ (Non-parametric Statistics) เพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าวเพิ่มเติม โดยใช้การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์สเปียร์แมน (Spearman's Correlation) ในการคัดเลือกตัวแปรเพื่อเข้าสู่สมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ

ข้อจำกัดอีกประการหนึ่งคือ อัตราส่วนความสามารถในการจ่ายดอกเบี้ยและอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวรมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานค่อนข้างสูง ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการวิจัยที่ได้จากสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิได้ (Greene, 1993) อย่างไรก็ตาม ผู้วิจัยได้ทำการทดสอบเพื่อยืนยันผลการศึกษา (Robustness Test) โดยการใช้การวิเคราะห์สมการถดถอย

เชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) จากวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square) ซึ่งผลจากการทดสอบสมการถดถอยเชิงพหุ ส่วนใหญ่ให้ผลสอดคล้องกับสมการถดถอยโลจิสติกส์แบบทวิ

นอกจากนี้ ในส่วนของอัตราหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์ ได้รวมเจ้าหนี้การค้าไว้ในหนี้สินรวม ซึ่งเจ้าหนี้การค้าไม่มีดอกเบี้ย ทำให้ไม่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล อย่างไรก็ตาม เนื่องจากงานวิจัยใช้อัตราส่วนทุกตัวตามสูตรการคำนวณและเก็บข้อมูลมาจาก SETSMART จึงไม่สามารถปรับเอาเจ้าหนี้การค้าออกได้

ข้อเสนอแนะ

จากผลการศึกษาในงานวิจัยนี้ที่พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) และอัตราหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (FATO) มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลในทิศทางที่เป็นบวก สามารถนำผลการศึกษาดังกล่าวให้ข้อเสนอแนะแก่ผู้บริหาร ผู้บริหารควรมีนโยบายในการใช้งานสินทรัพย์ โดยเฉพาะการบริหารสินทรัพย์ถาวร เพื่อบริษัทสามารถใช้ประโยชน์และได้รับผลตอบแทนจากสินทรัพย์ถาวรได้อย่างสูงสุด และสามารถนำสินทรัพย์ถาวรไปสร้างกำไรได้อย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้กิจการสามารถจ่ายเงินปันผลได้อย่างสม่ำเสมอ

ในการศึกษาในอนาคต ควรศึกษาถึงปัจจัยอื่นที่คาดว่าจะส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอเพิ่มเติม เพื่อให้การทำนายโอกาสในการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอมีความแม่นยำมากขึ้น เช่น การใช้ข้อมูลจากรายงานการประชุมผู้ถือหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล อัตราการเติบโตของธุรกิจ อัตราการเติบโตของยอดขาย หรือปัจจัยภายนอกอื่น เช่น ภาวะการตลาด ผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (Gross Domestic Product: GDP) มาเป็นตัวแปรที่ช่วยในการคาดการณ์โอกาสในการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอให้ถูกต้องมากขึ้น หรืออาจเปลี่ยนตัวแปรตาม จากการวัดค่าแบบ 1 (หากจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ) หรือ 0 (หากจ่ายเงินปันผลไม่สม่ำเสมอ) มาเป็นจำนวนเงินปันผลจ่ายต่อหุ้นหรืออัตราการจ่ายเงินปันผลแทน

REFERENCES

- Ahmed, H., & Javid, A.Y. (2008). Dynamics and determinants of dividend policy in Pakistan (evidence from Karachi stock exchange non-financial listed firms). *MPRA Paper*, University of Library Munich, Germany. Retrieved from <https://ideas.repec.org/p/pru/mprapa/37342.html>
- Ahmed. S., & Murtaza, H. (2015). Critical analysis of the factors affecting the dividend payout: Evidence from Pakistan, *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 3(3), 204–212. Retrieved from <https://article.sciencepublishinggroup.com/html/10.11648/j.ijefm.20150303.17.html>
- Angkasukho, S., Tunvicheun, P., Sakuansakyothin, T., Tharavanich, P. (2012). Dividend policy, cash-flow uncertainty, and ownership structure: Evidence from Thai listed companies. *Chulalongkorn Business Review*, 34(131), 107–144.
- Azmal, R., Negoro, D.A., Syah, T.Y.R. (2019). The influence cash position analysis over debt to equity ratio, return on assets and inventory turnover on dividend payout ratio: Consumers goods companies in Indonesia Stock Exchange 2012–2017 case study. *Journal of Multidisciplinary Academic*, 3(4), 76–81.

- Baker, H.K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126–144.
DOI: 10.1108/MF-03-2014-0077
- 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. DOI: 10.1111/j.1745-6622.1995.tb00259.x
- Barros, V., Matos, P.V., Sarmiento, J.M. (2020). What firm’s characteristics drive the dividend policy? A mixed-method study on the Euronext Stock Exchange. *Journal of Business Research*, 115, 365–377.
DOI: 10.1016/j.busres.2019.11.042
- Barth, M.E., Landsman, W.R., & Lang, M.H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467–498. DOI: 10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x
- Basse, T. (2009). Dividend policy and inflation in Australia: Results from Cointegration tests. *International Journal of Business and Management*, 4(6), 13–16.
- Basse, T. & Reddemann. (2011). Inflation and the dividend policy of US Firms. *Managerial Finance*, 37(1), 34–46. DOI: 10.1108/03074351111092139
- Bhatia, P., & Sivasankaran, N., Banerjee, A., Chattopadhyay, S. (2021). Does firms’ working capital efficiency matter in dividend payout: Empirical evidence from India. *Vision: The Journal of Business Perspective*.
DOI: 10.1177/09722629211063542
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy and the “bird in the hand” fallacy, *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270. DOI: 10.2307/3003330
- Boonpongtha, S. (2019) *Factors affecting the profitability of companies listed in the Information Technology and Communication Industry in the Stock Exchange of Thailand*. (Master’s Independent Study). University of the Thai Chamber of Commerce. Retrieved from <https://scholar.utcc.ac.th/server/api/core/bitstreams/74355721-7cd1-446f-b7e1-d24523ab3767/content>
- Chand, S. (2020). *Dividend polices: Advantages and disadvantages of stability of dividends*. Retrieved from <https://www.yourarticlelibrary.com/financial-management/dividend-policies-advantages-and-disadvantages-of-stability-of-dividends/29424>
- Chang, R.P., & Rhee, S.G. (1990). The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions, *Financial Management*, 19(2), 21–31. DOI: 10.2307/3665631
- Chen, Z.H., Cheung, Y.L., Stouraitis, A., & Wong, A. (2005). Ownership concentration, and firm performance and dividend policy in Hong Kong, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 431–449. DOI: 10.1016/j.pacfin.2004.12.001
- Dalton, F., & Pointon, J. (1997). An international study of dividend policy: Some preliminary results: *Issues in Accounting and Finance* (pp.241–256). London: Ashgate Publishing Ltd.

- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650–659.
- Eckbo, B.E., & Verma, S. (1994). Managerial shareownership, voting power, and cash dividend policy, *Journal of Corporate Finance*, 1(1), 33–62. DOI: 10.1016/0929-1199(94)90009-4
- Faccio, M., Lang, L.H.P., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *The American Accounting Review*, 91(1), 54–78. DOI: 10.1257/aer.91.1.54
- Fama, E.F., & French, K.R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–43.
- Goergen, M., Renneboog, L., & Silva, L.C. (2005). When do German firms change their dividends? *Journal of Corporate Finance*, 11(1–2), 375–399. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2003.09.001
- Gordon, M. J., (1960). Security and a financial theory of investment. *The Quarterly Journal of Economics*. 74(3), 472–492. DOI: 10.2307/1883602
- Greene, W.H. (1993). *Econometric Analysis*. New York: Macmillan Publishing.
- Gugler, K., & Yurtoglu, B. (2003). Corporate governance and dividend-payout policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731–758. DOI: 10.1016/S0014-2921(02)00291-X
- Hair. J.F., William, C.B., Babin. B.J., & Anderson, R.E. (2018). *Multivariate Data Analysis*. London: Cengage Learnings.
- Han, K.C., Lee, S.H., & Suk, D.Y. (1999). Institutional shareholders and dividends. *Journal of Financial and Strategics Decisions*, 12(1), 53–62.
- Hemmaplardh, B., & Fuengkasem, R. (2020). Determinants of dividend yield: Evidence from healthcare business in Thailand. *Proceedings of the 11th National Conference and International Conference Global Goals, Local Actions: Looking Back and Moving Forward 2020*, Bangkok, Thailand, 689–698.
- Henryani, F.F. & Kusumastuti, R. (2013). Analysis of ownership structure effect on economic value added. *International Journal of Administrative Science & Organization*, 20(3), 171–178. DOI: 10.20476/jbb.v20i3.3206
- Hussain, H., Md-Rus, R., & Al-Jaifi, H.A.A. (2017). Board size and dividend policy: A review. *International Journal of Business & Administrative Studies*, 3(5), 197–201. DOI: 10.20469/ijbas.3.1005-5
- Inthapat, O. (2016). *The determinants of dividend payment of listed companies in the Market for Alternative Investment*. (Master’s independent study). Bangkok University, Faculty of Business Administration. Retrieved from <http://dspace.bu.ac.th/handle/123456789/2190>
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.

- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. Doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Jensen, G.R., Solberg, D.P., & Zorn, T.S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 27(2), 247–259. DOI: 10.2307/2331370
- Judge, G., Griffiths, W., Hill, R., Lutkepohl, H. & Lee, T. (1980). *The Theory and Practice of Econometrics*. New York: Wiley.
- Kanakriyah, R. (2020). Dividend policy and companies' financial performance. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 531–541. DOI:10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.531
- Khan, M. I., Mether, M.A.K., & Kashif, S.M. (2013). Impact of inflation on dividend policy: Synchronization of capital gain and interest rate. *Pensee Journal*, 75(11), 384–393.
- Khemwong, W. (2017). *Managerial ownership, family ownership, and dividend policy*. (Master's independent study). Thammasat University, Faculty of Commerce and Accountancy. Retrieved from http://ethesisarchive.library.tu.ac.th/thesis/2017/TU_2017_5902112746_7818_6905.pdf
- Komrattanapanya, P., & Suntrarak, P. (2014). Factors influencing dividend payout in Thailand: A tobit regression analysis. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 3(2), 255–268. DOI:10.5296/ijafr.v3i2.4443
- Lawson, G.H., & Stark, A.W. (1981). Equity values and inflation: Dividends & debt financing, *Lloyd's Bank Review*, 139 (June), 40–54.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243–269. DOI: 10.2307/1926397
- Litzenberger, R.H., & Ramaswamy, K. (1982). The effects of dividends on common stock prices tax effects or information effects? *The Journal of Finance*, 37(2), 429–443. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1982.tb03565.x
- Mancinelli, L., & Ozkan, A. (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *The European Journal of Finance*, 12(3), 265–282. DOI: 10.1080/13518470500249365
- Masry, M., Sakr, A., & Amer, M. (2018). Factors affecting dividend policy in an emerging markets (ECM's) country: Theoretical and empirical study. *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 6(4), 139–152.
- Maury, B., & Pajuste, A. (2002). Controlling shareholders, agency problems and dividend policy in Finland. *Working Paper*. Retrieved from http://njb.fi/wp-content/uploads/2015/05/lta_2002_01_a1.pdf
- Miller, M.H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433. DOI: 10.1086/294442

- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x
- Nuanthawin, S. & Dampitakse, K. (2020). The effect of financial ratio on dividend payment of the listed companies on Stock Exchange of Thailand in sSET index. *Pathumthani University Academic Journal*, 12(1), 304–318.
- Pandey, I.M. (2001). The expected stock returns of Malaysian firms: A panel data analysis. *IIMA Working Paper No.2001-09-01*. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=299913
- Pattarabanjird, S. (2017). Dividend policy for SMES entrepreneurs in economic crisis situation. *Modern Management Journal*, 15(1), 23–34.
- Puangsoombat, J. (2015). *Types of dividends payment and future firm performance*. (Master's independent study). Thammasat University, Faculty of Commerce and Accountancy. Retrieved from http://digital.library.tu.ac.th/tu_dc/frontend/Info/item/dc:93788
- Ramili, N.M. (2010). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Malaysian companies. *International Review of Business Research Papers*, 6(1), 170–180.
- Redding, L.S. (1997). Firm size and dividend payouts. *Journal of Financial Intermediation*, 6(3), 224–248.
- Renneboog, L., & Szilagyi, P.G. (2006). How relevant is dividend policy under low shareholder protection? *Working Paper*. Retrieved from <https://core.ac.uk/download/pdf/6635535.pdf>
- Renneboog, L & Trojanowski, G. (2007). Control structures and payout policy. *Managerial Finance*, 33(1), 43–64. DOI: 10.1108/03074350710715809
- Ross, S.A. (1977). The determinants of financial structure: The incentive signaling-approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. DOI: 10.2307/3003485
- Rozeff, M.S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios, *Journal of Financial Research*, 5(3), 249–259. DOI: 10.1111/j.1475-6803.1982.tb00299.x
- Sarasuwan, P. (2019). *Dividend yield ratio and performance of listed companies in the Stock Exchange of Thailand, Group of Information and Communication Technology*, (Master's Independent Study). Dhurakij Pundit University, College of Innovation and Business Administration. Retrieved from <http://libdoc.dpu.ac.th/thesis/Piyaporn.San.pdf>
- Singhwaratch, S. (2019). *The effects of operating efficiency ratios on profitability of listed companies in Thailand: SET100*. (Master's Independent Study). DhurakijPundit University, College of Innovative Business and Accountancy. Retrieved from <https://ciba.dpu.ac.th/wp-content/plugins/ciba-article/article/47.pdf>
- Spence, M. (1973). Job marketing signaling. *The Quarterly Journal of Economics*. 87(3), 353–374. DOI: 10.2307/1882010

- Srijunpetch, S. (2008). Corporate governance: Corporate governance theory. *Journal of Business Administration*, 31(120), 1–4.
- Thanatawee, Y. (2013). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*, 5(1), 121–132. DOI: 10.5539/ijef.v5n1p121
- The Bank of Thailand. (2021). *Financial Policy*. Retrieved from <https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/MonetPolicyKnowledge/Pages/default.aspx>
- The Stock Exchange of Thailand. (2013). *Financial Statement Analysis*. Retrieved from https://weblink.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile_1472551305959.pdf
- The Stock Exchange of Thailand. (2019). *Twenty stocks for regularity of twenty-eight years dividend payment continuously*. Retrieved from <https://www.set.or.th/set/education/knowledgedetail.do?contentId=7337&type=article>
- The Stock Exchange of Thailand. (2020). *Which industry pay the maximum dividend?* Retrieved from <https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/article/235-investhow-topdividendstock-2563>
- Truong, T., & Heaney, R. (2007). Largest shareholder and dividend policy around the world. *The Quarterly Review of Economic and Finance*, 47(5), 667–687. DOI: 10.1016/j.qref.2007.09.002
- Udompon, P. (2017). *Factors influencing dividend payout in the Stock Exchange of Thailand: Evidence from Large capitalization stock*. (Master's independent study). Bangkok University, Faculty of Business Administration. Retrieved from <http://dspace.bu.ac.th/jspui/handle/123456789/2957>
- Usajai, O., & Fuengkasem, R. (2020). The determinants of dividend payout of listed companies in Stock Exchange of Thailand: Evidence from Transportation and Logistics Industry. *Proceedings of the 11th National Conference and International Conference Global Goals, Local Actions: Looking Back and Moving Forward 2020*, Bangkok, Thailand, 645-655.
- Wongprachanukul, W. & Suksonghong, K. (2019). Examination of the linkage between dividend policy and ownership structure. *MBA-KKU Journal*, 12(1), 87–107.
- Zhou, P. & Ruland, W. (2006). Dividend payout and future earnings growth. *Financial Analysts Journal*, 62(3), 58–69. Retrieved from <https://www.jstor.org/stable/27651705>

