

การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการจ่าย เงินปันผลและโครงสร้างผู้ถือหุ้น Examination of The Linkage Between Dividend Policy and Ownership Structure

วราภรณ์ ว่องประชาณุกุล (Waraporn Wongprachanukul)¹

การุณ สุขสองห้อง (Karoon Suksonghong)²

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยมุ่งเน้นที่โครงสร้างผู้ถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผลประเภทผู้ถือหุ้นสถาบัน และผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร อีกทั้งได้พิจารณาถึงความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิจากการดำเนินงานกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลในการพัฒนาตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา โดยใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึง พ.ศ. 2559 จากระบบฐานข้อมูลออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์ ซึ่งเก็บรวบรวมข้อมูลในรูปแบบพาแนลมีจำนวนตัวอย่างทั้งสิ้น 896 ปีบริษัท สำหรับการทดสอบความสัมพันธ์ของตัวแปรผู้วิจัยเลือกใช้แบบจำลองสามแบบ ได้แก่ Full Adjustment Model (FAM) (Lintner, 1956), Partial Adjustment Model (PAM) (Waud, 1966), และ Earnings Trend Model (ETM) (Fama & Babiak, 1968) ในการศึกษาเนื่องจากแบบจำลองแต่ละแบบถูกพัฒนาจากสมมติฐานที่ต่างกัน การเลือกใช้ทั้งสามแบบจำลองจึงมีประโยชน์ในแง่ของการยืนยันผลการศึกษาให้มีความน่าเชื่อถือมากขึ้น โดยการศึกษาครั้งนี้ใช้วิธีประมาณค่าสัมประสิทธิ์ของแต่ละแบบจำลองด้วยวิธี Fixed-effect Panel Least Square ผลการวิจัยพบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นที่เป็น

¹นิสิตบัณฑิตศึกษา หลักสูตรบัญชีมหาบัณฑิต คณะการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา ปีการศึกษา 2560

²ประธานสาขาวิชาการบัญชีและการเงิน คณะการจัดการและการท่องเที่ยว มหาวิทยาลัยบูรพา

ผู้บริหารมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ในขณะที่แม้ว่าผู้ถือหุ้นประเภทผู้ถือหุ้นสถาบันมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล แต่ความสัมพันธ์ดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ดังนั้น อาจกล่าวเป็นนัยได้ว่าในตลาดทุนไทยนั้น ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

คำสำคัญ : นโยบายการจ่ายเงินปันผล โครงสร้างผู้ถือหุ้น

Abstract

This paper examined the relationship between dividend policy and ownership structure by focusing on two types of ownership structure, namely, institutional ownership and managerial ownership. In addition, impact of net income from operation on dividend policy was considered and incorporated into the investigated model. The sample of companies listed in the Stock Exchange of Thailand during 2012 and 2016 was collected from online database provided by Stock Exchange of Thailand. Our panel data used in this study consists of 896 observations (firm-year). In this study, three well-established models were selected including Full Adjustment Model (FAM) (Lintner, 1956), Partial Adjustment Model (PAM) (Waud, 1966), and Earnings Trend Model (ETM) (Fama & Babiak, 1968), for examining relationship among variables. The major advantage of adopting three models in this study can be used to ensure the robustness of the findings. In the analysis, the Fixed-effect Panel Least Square was employed for estimation coefficients. The results revealed that managerial ownership was positively and significantly associated with dividend policy. Although relationship between institutional ownership and dividend policy was positive, the result was statistically insignificant. The result implied that, in Thai stock market, managerial ownership had influential power on manipulating dividend policy of a firm.

Keywords : dividend policy, ownership structure

บทนำ

โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากโครงสร้างของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลในการบริหารงานของกิจการนั้น ซึ่งโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบ่งออกได้เป็นหลายประเภท และมีงานวิจัยในอดีตพบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นแต่ละประเภทนั้นส่งผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในรูปแบบที่แตกต่างกัน เนื่องจากบริบทในการบริหารงานของโครงสร้างผู้ถือหุ้นแต่ละประเภทนั้น มีอำนาจหน้าที่ซึ่งแตกต่างกันไป ในลำดับแรกผู้วิจัยจะกล่าวถึงลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ซึ่งเป็นโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพล และมีความสัมพันธ์ต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลสูง เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่นั้นมีสิทธิในการออกเสียง มีบทบาทในการดูแลควบคุมคุณภาพของการกำกับดูแลกิจการ และการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหารได้มากกว่าผู้ถือหุ้นประเภทอื่น ดังนั้นการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จึงส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกิจการ และอัตราการจ่ายเงินปันผล หมายความว่าเมื่อสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่สูงขึ้น จะส่งผลให้นโยบายการจ่ายเงินปันผลมีอัตราที่สูงขึ้นเช่นเดียวกัน จากผลการวิจัยในอดีตที่ผ่านมาพบว่าการที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งมีงานวิจัยที่สนับสนุนความสัมพันธ์นี้โดยพบหลักฐานเชิงประจักษ์ในประเทศญี่ปุ่น ในช่วงระหว่างปี 1995-2007 (Harada & Nguyen, 2011) สอดคล้องกับการศึกษาในประเทศเกาหลี (Shin ae Kang, 2010) รวมถึงการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศไทย ที่ใช้ข้อมูลในการศึกษาปี 2002 – 2010 (Thanatawee, 2013) นอกจากนี้ Thanatwee (2014) ยังทำการศึกษาในประเทศจีน และพบความสัมพันธ์เชิงบวกเช่นเดียวกันกับงานวิจัยของ Gungor (2015) ซึ่งเป็นการเก็บข้อมูลในช่วงเวลาเดียวกัน ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของเมืองอิสตันบูล ประเทศตุรกี งานวิจัยดังกล่าวข้างต้นพบงานวิจัยจากหลายประเทศใช้ข้อมูลในการศึกษาที่มีช่วงระยะเวลาใกล้เคียงกัน เป็นข้อมูลระหว่างปี 1995-2011 ในทางตรงกันข้ามมีงานวิจัยที่ขัดแย้งกันกับงานวิจัยดังกล่าวข้างต้นที่พบความสัมพันธ์เชิงลบจากการศึกษาอำนาจหน้าที่ของผู้ถือหุ้น ปัญหาตัวแทน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศฟินแลนด์

ระหว่างปี 1995-1999 (Pajuste, 2002) สอดคล้องกับช่วงระยะเวลาเดียวกัน พบการศึกษาการกำกับดูแลกิจการและนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศเยอรมนี ระหว่างปี 1992-1998 (Klaus Gugler, 2003) และงานวิจัยที่ศึกษาความขัดแย้งทางผลประโยชน์หรือแรงจูงใจ รวมถึงการเป็นเจ้าของเงินปันผลและมูลค่าของกิจการ ในสหรัฐอเมริกาและยุโรป (Thomsen, 2005)

นอกจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นรายใหญ่แล้ว งานวิจัยในวรรณกรรมยังพบว่า ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีผลต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลเช่นเดียวกัน เนื่องจากผู้บริหารเป็นตัวแทนของการควบคุมการบริหารงานของบริษัทให้บรรลุวัตถุประสงค์ และเป้าหมายที่บริษัทกำหนดไว้ ดังนั้นโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารนั้นจึงมีอิทธิพลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากอัตราการจ่ายเงินปันผลนั้นเป็นสิ่งที่เกิดขึ้นจากการบริหารจัดการของผู้บริหาร การเป็นผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารนั้นมีอิทธิพลต่อการบริหารจัดการ และการควบคุมกิจการ ซึ่งมีงานวิจัยที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี 1979 – 1983 (Anup Agrawal & Jayaraman, 1994) และการศึกษาการจัดการรายได้และสัญญาการจ่ายเงินปันผลกับการลงทุนด้านอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา ระหว่างปี 2000-2005 (Robert H. Edelstein, 2008) สอดคล้องกับการวิเคราะห์ความเสี่ยง เงินปันผล และนโยบายของผู้บริหารในประเทศอินโดนีเซีย (Hardjopranoto, 2006) ต่อมาในปี 2002-2007 ในประเทศกานาทำการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น การกำกับดูแลกิจการ และโครงสร้างเงินทุน (Godfred A. Bokpin, 2009) และเช่นเดียวกับประเทศเวียดนาม ที่ทำการศึกษาการบริหารจัดการของผู้บริหาร ความเสี่ยง และนโยบายการจ่ายเงินปันผล (Duc Hong Vo, 2014) รวมถึงงานวิจัยในประเทศไทยที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกเช่นเดียวกัน ในการศึกษากลุ่มบริษัทในประเทศไทยเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล (Thanatawee, 2013; Wiwattanakantang, 1999) นอกจากงานวิจัยที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกแล้วยังพบงานวิจัยที่ขัดแย้งกัน ซึ่งเป็นงานวิจัยที่มีความสัมพันธ์เชิงลบที่ทำการศึกษากลุ่มบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ลอนดอน ประเทศอังกฤษ ระหว่างปี 1998-1992 (Short Helen, 2002) สอดคล้องกับงานวิจัยผลกระทบของโครงสร้างความเป็นเจ้าของต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ของบริษัทที่มีปัญหาด้านกระแสเงินสดอิสระในประเทศญี่ปุ่น ระหว่างปี 1992-2000 (Stouraitis & Wu, 2004) และการศึกษาความเป็นเจ้าของ ผลการดำเนินงาน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศฮ่องกง (Chen, Cheung, Stouraitis, & Wong, 2005)

สำหรับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นสถาบันก็มีอิทธิพลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากเป็นผู้ถือหุ้นที่อยู่ในสถานะของการเป็นบริษัทกิจการธนาคาร กิจการประกันภัย ซึ่งความเป็นผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบันนั้นมีความสัมพันธ์ต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล เพราะความเป็นผู้ถือหุ้นสถาบันนั้นมีผลกระทบต่อ การเติบโตของดอกเบี้ย และการเติบโตของเศรษฐกิจภายในประเทศ จากงานวิจัยที่ผ่านมาพบความสัมพันธ์ที่โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีผลต่อการเพิ่มขึ้นของนโยบายการจ่ายเงินปันผล เช่น งานวิจัยในประเทศอังกฤษทำการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นสถาบันกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล (Khan, 2006; Short Helen, 2002) สอดคล้องกับการเก็บข้อมูลจาก Korean Stock Market ที่ทำการศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล (Shin ae Kang, 2010) และมีความสัมพันธ์เช่นเดียวกับช่วงเวลาใกล้เคียงกันในปี 2001-2009 ประเทศเนเธอร์แลนด์ (Hommel, 2011) รวมถึงการศึกษาค้นคว้าความสัมพันธ์นี้ในประเทศไทยด้วย ซึ่งการเก็บข้อมูลเกิดขึ้นระหว่างปี 2002-2010 (Thanatawee, 2013) และในทางตรงกันข้ามมีงานวิจัยที่พบว่าโครงสร้างของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล ในงานวิจัยของ Mondher Kouki (2009) เกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศตูนิเซีย ระหว่างปี 1995-2001 และสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศอิหร่าน (Sasan Mehrani, 2011) หลังจากนั้นพบว่างานวิจัยที่สนับสนุนความสัมพันธ์นี้ในการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศจีน ระหว่างปี 2007-2011 (Thanatawee, 2014)

นอกเหนือจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่กล่าวมาข้างต้นแล้วนั้นผู้ถือหุ้นที่มีอิทธิพลกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลยังรวมถึงผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นต่างชาติด้วย ซึ่งในส่วนของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นต่างชาติในอดีตมีผลการศึกษาค้นคว้าว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นต่างชาติมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล

ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศไทย ระหว่างปี 1998-2003 (Chai, 2010) และในประเทศไทยพบความสัมพันธ์เช่นเดียวกัน (Shin ae Kang, 2010) ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษา Emerging Market KSE-100 Index ประเทศปากีสถาน (Ullah, 2012) และการศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซีย (Setiawan, Bandi, Phua, & Trinugroho, 2016) และในทางตรงกันข้ามผลการศึกษายังพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นต่างชาติกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศตุรกี ระหว่างปี 2003-2012 (Al-Najjar & Kilincarslan, 2016) ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศจีน ระหว่างปี 2007-2011 (Thanatawee, 2014)

ลักษณะโครงสร้างของผู้ถือหุ้นที่จะกล่าวถึงในประเภสุดท้ายนี้ ขอกล่าวถึงผู้ถือหุ้นที่เป็นแบบครอบครัว เนื่องจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวก็มีผลต่อนโยบายจ่ายเงินปันผล เพราะการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวนั้นเป็นการบริหารงานแบบบุคคลในครอบครัวเดียวกัน ซึ่งงานวิจัยในอดีตมีผลการศึกษาพบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นแบบครอบครัวที่ส่งผลต่อการเพิ่มการจ่ายเงินปันผลของของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทย (Michael Carney, 2002) และในทางตรงกันข้ามพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นแบบครอบครัวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศอินโดนีเซีย ปี 2006-2012 (Setiawan et al., 2016) สอดคล้องกับบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของเมืองอิสตันบูลในประเทศตุรกี (Al-Najjar & Kilincarslan, 2016)

นอกจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นแล้วยังมีปัจจัยหนึ่งที่มีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล คือ กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน เนื่องจากในทางบัญชีแล้วกำไรสุทธิจากการดำเนินงานมีผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล มีงานวิจัยที่ระบุว่ากิจการที่มีกำไรสุทธิจากการดำเนินงานสูงจะมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลสูง สอดคล้องกับงานวิจัยที่ผ่านมาพบว่ากิจการที่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลสูง จะมีการเติบโตของกำไรที่เกิดขึ้นจริงในภายหลังสูงขึ้นด้วย ซึ่งผลการวิจัยนั้นสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Ping Zhou, 2006) รวมถึงงานวิจัยที่สนับสนุนความสัมพันธ์นี้ได้แก่ งานวิจัยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยอังกฤษ

ระหว่างปี 1970-1990 (Stephen Bond, 1994) และเช่นเดียวกันงานวิจัยในประเทศอังกฤษ ที่ทำการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผู้ถือหุ้นสถาบันในปี 1988-1992 (Short Helen, 2002) สอดคล้องกันกับงานวิจัยของประเทศไนจีเรีย (Kabiru Isa Dandago, 2015) รวมถึงการสนับสนุนความสัมพันธ์นี้จากงานวิจัยของประเทศไทย (Thanatawee, 2013)

จากลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่กล่าวมาข้างต้นแล้วนั้น ผู้วิจัยมีความสนใจศึกษาลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น 2 ประเภท คือโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร และโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นสถาบัน รวมถึงกำไรสุทธิจากการดำเนินงาน เนื่องจากงานวิจัยที่ผ่านมาพบความสัมพันธ์ในเชิงบวก ของตัวแปรดังกล่าว ที่มีอิทธิพลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลในระดับที่สูง ดังนั้น การศึกษาในครั้งนี้ แสดงให้เห็นความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้าง ผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล ในปัจจุบันสะท้อนว่าในสภาพการณ์ที่เปลี่ยนแปลงไปนั้นมีความสัมพันธ์ดังกล่าวหรือไม่ และให้ผลการศึกษาในครั้งนี้เป็นประโยชน์สำหรับผู้ที่ต้องการศึกษาในเรื่องของโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล รวมถึงเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนสำหรับการลงทุนในหลักทรัพย์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

จากความเป็นมาและปัญหางานวิจัยข้างต้น จึงกำหนดวัตถุประสงค์เพื่อให้สอดคล้องกับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล และความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลนั้น การศึกษาเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ดังกล่าวในครั้งนี้สามารถกำหนดวัตถุประสงค์ได้ดังนี้

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล
2. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิจากการดำเนินงานกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล

เอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องและสมมติฐานของการวิจัย

จากการวิจัยในประเทศไทยที่ผ่านมาพบความสัมพันธ์ของทั้งโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร และโครงสร้างผู้ถือหุ้นสถาบัน มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับนโยบายการรับเงินปันผล กล่าวคือ หากบริษัทมีการกระจุกตัวที่สูงของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร และผู้ถือหุ้นที่เป็นสถาบัน จะส่งผลให้บริษัทมีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลที่สูง รวมถึงหากบริษัทที่มีกำไรสุทธิจากการดำเนินงานสูง ก็มีโอกาสที่จะจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นเช่นเดียวกัน แต่อย่างไรก็ดี การศึกษาความสัมพันธ์ในมุมมองนี้ยังคงมีจำกัด เนื่องจากในบริบทของประเทศไทยส่วนใหญ่ใช้การประมาณค่าสมการด้วยวิธีการวิเคราะห์แบบ Pooled OLS (Pooled Ordinary Least Square) ซึ่งวิธีการประมาณค่านี้มีข้อจำกัด คือ เป็นการประมาณค่าโดยใช้วิธีวัดค่าที่มีสมมติฐานว่าทุกบริษัทมีคุณลักษณะจำเพาะเหมือนกัน ซึ่งข้อสมมติฐานดังกล่าวนี้ค่อนข้างที่จะขัดแย้งกับความเป็นจริง เนื่องจากบริบทของแต่ละบริษัทนั้นมีความแตกต่างกัน ดังนั้น การศึกษาครั้งนี้จึงใช้วิธีการประมาณค่าที่พิจารณาถึงความแตกต่างของคุณลักษณะของบริษัทแต่ละบริษัท โดยผู้วิจัยใช้การวิเคราะห์แบบ Panel Least Square เพื่อทดสอบสมมติฐานดังกล่าว

จากที่กล่าวมาข้างต้นแล้วนั้น นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทนั้นมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างผู้ถือหุ้น เนื่องจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นเป็นผู้กำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล หากมีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นสูงจะมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลสูงตามไปด้วย และการที่บริษัทมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลสูงนั้นสะท้อนถึงการมีผลการดำเนินงานที่ดีของบริษัทโดยเฉพาะในแง่มุมมองการมีกระแสเงินสดอิสระจำนวนมาก อันส่งผลถึงความน่าเชื่อถือ และโอกาสในการเพิ่มมูลค่าให้กับกิจการในอนาคต (Lintner, 1962; Gordon, 1963) โดยความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันระหว่างเงินปันผลจ่ายกับผลประกอบการของกิจการ ได้มีงานวิจัยในหลายประเทศสนับสนุนแนวคิดดังกล่าวเช่นงานวิจัยของ Short Helen (2002) ที่ทำการศึกษาในประเทศอังกฤษ งานวิจัยของ Thanatawee (2013) ที่ทำการศึกษาในประเทศไทย และงานวิจัยของ Kabiru Isa Dandago (2015) ที่ทำการศึกษาในประเทศไนจีเรีย การศึกษาในครั้งนี้นำข้อมูลที่เป็นปัจจุบันมาใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการจ่ายเงินปันผลและโครงสร้าง

ของผู้ถือหุ้น โดยกำหนดสมมติฐานว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งพบว่ามีการวิจัยในอดีตที่สนับสนุนสมมติฐานนี้ได้แก่ การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นสถาบันกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศอังกฤษ (Khan, 2006; Short Helen, 2002) สอดคล้องกับการเก็บข้อมูลในประเทศเกาหลี ซึ่งเป็นการเก็บข้อมูลจาก Korean Stock Market เพื่อศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล (Shin ae Kang, 2010) และงานวิจัยผลกระทบโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของ Emerging Markets KSE-100 Index ในประเทศปากีสถาน (Ullah, 2012) กลุ่มบริษัทของ Amman Stock Exchange ในประเทศจอร์แดน (Mohammad Al- Gharaibeh, 2013) รวมทั้งงานวิจัยด้านผลกระทบและความสัมพันธ์โครงสร้างของผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของ Istanbul Stock Exchange ในประเทศตุรกี (Al-Najjar & Kilincarslan, 2016; Sakinc & Gungor, 2015) ในขณะที่สมมติฐานที่สองของการศึกษานี้กำหนดไว้ว่ากำไรสุทธิจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยงานวิจัยในอดีตที่สนับสนุนสมมติฐานนี้ได้แก่ งานวิจัยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอังกฤษ (Stephen Bond, 1994) และงานวิจัยเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศอังกฤษ (Short Helen, 2002) สอดคล้องกับงานวิจัยของประเทศไนจีเรียในอุตสาหกรรมเคมีภัณฑ์ (Kabiru Isa Dandago, 2015) รวมถึงการสนับสนุนความสัมพันธ์นี้จากงานวิจัยของประเทศไทย ที่มีการเก็บรวบรวมข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี 2002-2010 (Thanatawee, 2013)

ดังนั้น จากงานวิจัยในอดีตพบว่า มีตัวแบบจำลองจำนวนมากที่ใช้ในการศึกษาหาความสัมพันธ์ และการศึกษานี้จึงมีจุดมุ่งหมายที่จะต่อยอดงานวิจัยที่ผ่านมา จึงได้ทำการศึกษาโดยทดสอบความสัมพันธ์โดยใช้ตัวแบบจำลอง 3 แบบ ประกอบด้วย Full Adjustment Model (FAM) Partial Adjustment Model (PAM) และ Earnings Trend Model (ETM) ซึ่งมีสมมติฐานทางกำไรสุทธิจากการดำเนินงานที่ต่างกันไป เพื่อเป็นการทดสอบความสมบูรณ์ (Robustness) ของผลการวิจัย

วิธีการวิจัย

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาเป็นข้อมูลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประกอบด้วยข้อมูลจากงบการเงินประจำปี และแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) ระหว่างปี พ.ศ. 2555 ถึงปี พ.ศ. 2559 โดยรวบรวมจากระบบฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์ออนไลน์ (SET Market Analysis and Reporting Tool หรือ SETSMART) ซึ่งในการศึกษครั้งนี้บริษัทที่อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรมประเภทธุรกิจการเงินซึ่งเกี่ยวข้องกับผู้ให้บริการทางการเงินประเภทต่างๆ ได้แก่ กลุ่มธนาคาร สถาบันการเงิน กลุ่มเงินลงทุนหลักทรัพย์ หน่วยลงทุน กลุ่มประกันภัยและประกันชีวิต ไม่ได้ถูกนำมาศึกษาเนื่องจากกลุ่มธุรกิจดังกล่าว มีกฎหมาย และหน่วยงานที่กำกับดูแลโดยเฉพาะ ดังนั้นการนำเสนอ งบการเงินของอุตสาหกรรมประเภทธุรกิจการเงินจะมีการรายงานงบการเงินที่มีความแตกต่างกันในด้านการเปิดเผยข้อมูลเมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมประเภทอื่นๆ นอกจากนั้นบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ (MAI) ก็ไม่ถูกนำมารวมในกลุ่มตัวอย่างสำหรับการศึกษาครั้งนี้ด้วย ดังนั้นในการศึกษครั้งนี้ซึ่งการเก็บรวบรวมข้อมูลจัดอยู่ในรูปแบบข้อมูลแบบพาแนล จึงมีกลุ่มตัวอย่างจำนวนทั้งสิ้น 896 บริษัท

การศึกษาในครั้งนี้ผู้วิจัยได้กำหนดตัวแปรต้นตามแบบจำลองที่นำมาใช้ในการศึกษา ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมพบว่าแบบจำลองแต่ละแบบจำลอง จะมีสมมติฐานด้านกำไรสุทธิจากการดำเนินงานที่ต่างกันไป โดยแบบจำลองที่เป็นที่นิยมใช้ในวรรณกรรมได้แก่ Full Adjustment Model (FAM) (Lintner, 1956) ซึ่งแบบจำลองนี้มีสมมติฐานว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับกำไรสุทธิจากการดำเนินงานที่มีการเปลี่ยนแปลงในทุกๆ ปี หลังจากนั้น Waud (1966) ได้พัฒนาแบบจำลองใหม่ขึ้นมาโดยให้เหตุผลว่าการใช้ตัวแบบจำลอง FAM กับกลุ่มตัวอย่างที่มีขนาดเล็กจะพบว่ามีความคลาดเคลื่อนไปมาก จึงได้พัฒนาแบบจำลอง Partial Adjustment Model (PAM) (Waud, 1966) ขึ้นโดยกำหนดสมมติฐานว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลในปีใดๆ จะมีความสัมพันธ์กับกำไรสุทธิจากการดำเนินงานในปีนั้นๆ ในขณะที่แบบจำลอง Earnings Trend Model (ETM) (Fama & Babiak, 1968) ได้ถูกพัฒนาขึ้นภายหลังโดยมีสมมติฐานว่า

นโยบายการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับกำไรสุทธิจากการดำเนินงานที่มีการเติบโตในอัตราที่คงที่ ดังนั้นเพื่อการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล งานวิจัยนี้จึงเลือกใช้แบบจำลองทั้ง 3 รูปแบบดังกล่าวเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร ซึ่งนอกจากจะไม่ต้องกำหนดสมมติฐานด้านกำไรสุทธิจากการดำเนินงานแล้ว ยังเป็นการทดสอบ Robustness ของผลการศึกษาก็ด้วย

การวิเคราะห์ข้อมูลทางเศรษฐมิติสำหรับการศึกษาค้างนี้ ผู้วิจัยใช้โปรแกรม R ในการวิเคราะห์ โดยเริ่มจากการทดสอบวิธีการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ที่เหมาะสมด้วยการทดสอบ Hausman Test เพื่อบ่งชี้ว่าข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ควรจะถูกประมาณค่าสัมประสิทธิ์ด้วยวิธี Panel Least Square ในรูปแบบใดระหว่าง Pooled OLS, Fixed effect หรือ Random effect โดยตัวแบบจำลองที่ใช้ในการศึกษาทั้ง 3 แบบจำลองสามารถเขียนเป็นสมการได้ดังนี้

1. Full Adjustment Model (FAM) (Lintner, 1956)

$$D_{i,t} - D_{i,t-1} = \alpha + r(E_{i,t} - E_{i,t-1}) + r_I(E_{i,t} - E_{i,t-1}) * Inst + r_M(E_{i,t} - E_{i,t-1}) * Mgt + \mu_{i,t}$$

2. Partial Adjustment Model (PAM) (Waud, 1966)

$$D_{i,t} - D_{i,t-1} = \alpha + crE_{i,t} + cr_I E_{i,t} * Inst + cr_M E_{i,t} * Mgt - cD_{i,t-1} + \mu_{i,t}$$

3. Earnings Trend Model (ETM) (Fama & Babiak, 1968)

$$D_{i,t} - D_{i,t-1} = \alpha + rcE_{i,t} + rj(1 - c)E_{i,t-1} + rj_I(1 - c)E_{i,t-1} * Inst + rj_M(1 - c)E_{i,t-1} * Mgt - cD_{i,t-1} + \mu_{i,t}$$

โดยที่

$D_{i,t}$ คือ เงินปันผลในปีปัจจุบัน

$D_{i,t-1}$ คือ เงินปันผลในปีก่อนหน้า

$E_{i,t}$ คือ กำไรจากการดำเนินงานในปีปัจจุบัน

$E_{i,t-1}$ คือ กำไรจากการดำเนินงานในปีก่อนหน้า

<i>Inst</i>	คือ ตัวแปรหุ่นซึ่งมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อร้อยละของผู้ถือหุ้นสถาบัน มีจำนวนมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 5 และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อเป็นอย่างอื่น
<i>Mgt</i>	คือ ตัวแปรหุ่นซึ่งมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อร้อยละของผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร มีจำนวนมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 5 และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อเป็นอย่างอื่น
$\alpha, r, r_I, r_M, cr, cr_I, cr_M, c, rc, rj, rj_I, rj_M$	คือ ค่าสัมประสิทธิ์

การทดสอบตัวแบบจำลองนี้กำหนดค่าของตัวแปรโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นสถาบัน (Institutional Ownership : *Inst*) ซึ่งหมายถึงผู้ถือหุ้นที่เป็นนิติบุคคล โดยใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) ซึ่งกำหนดให้มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อร้อยละของผู้ถือหุ้นสถาบันมีจำนวนมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 5 และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อเป็นอย่างอื่น ในขณะที่ตัวแปรด้านผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหาร (Management Ownership : *Mgt*) ซึ่งหมายถึงผู้ถือหุ้นรายบุคคลที่เป็นคณะกรรมการบริหาร เก็บข้อมูลจากการถือครองหุ้นโดยใช้ตัวแปรหุ่น (Dummy Variable) โดยกำหนดให้มีค่าเท่ากับ 1 เมื่อร้อยละของผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีจำนวนมากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 5 และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อเป็นอย่างอื่น สำหรับเงินปันผล (Dividend : *D*) เก็บข้อมูลจากบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเท่านั้น ซึ่งคำนวณจากจำนวนเงินปันผลจ่ายปกติ รวมถึงการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล และกำหนดให้กำไรสุทธิ (Earning : *E*) คำนวณจากบริษัทที่มีกำไรสุทธิจากการดำเนินงาน

ผลการวิจัย

1. ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลทางสถิติจากการเก็บรวบรวมจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ. 2556 ถึงปี พ.ศ. 2559 จำนวนทั้งสิ้น 896 บริษัท ผลการศึกษพบว่าอัตราส่วนเงินปันผลจ่ายต่อสินทรัพย์

รวมในภาพรวมมีค่าเฉลี่ย 0.0435 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.0458 ในขณะที่อัตราส่วนระหว่างกำไรสุทธิจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมในภาพรวมมีค่าเฉลี่ย 0.0744 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.0540 นอกจากนั้นจากการเก็บรวบรวมข้อมูลที่นำมาใช้ในการวิจัยครั้งนี้จำนวนทั้งสิ้น 896 ปีบริษัท พบว่ากลุ่มตัวอย่างที่ผู้ถือหุ้นสถาบันถือหุ้นในอัตรามากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 5 ($Inst = 1$) มีจำนวน 756 ปีบริษัท คิดเป็นร้อยละ 84.38 และกลุ่มตัวอย่างที่ผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารถือหุ้นในอัตรามากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 5 ($Mgt = 1$) จำนวน 444 ปีบริษัท คิดเป็นร้อยละ 49.55 จึงกล่าวได้ว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นสถาบันอยู่เป็นส่วนใหญ่

2. จากตารางที่ 2 ผลการศึกษาด้วยแบบจำลอง Full Adjustment Model (FAM) โดยการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Panel Least Squares แบบ Fixed effect พบว่า ตัวแปร $(E_{i,t} - E_{i,t-1}) * Inst$ และ $(E_{i,t} - E_{i,t-1}) * Mgt$ มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก อย่างไรก็ตามมีเพียงตัวแปร $(E_{i,t} - E_{i,t-1}) * Mgt$ ที่มีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 95 ในขณะที่ตัวแปร $E_{i,t} - E_{i,t-1}$ มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ โดยตัวแปร $(E_{i,t} - E_{i,t-1}) * Mgt$ เป็น Interaction term จึงกล่าวได้ว่าบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นและมีผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารถือหุ้นในอัตรามากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 5 ตัวแปร $D_{i,t} - D_{i,t-1}$ ก็จะมีค่าสูงขึ้นซึ่งหมายความว่าบริษัทนั้นๆ มีแนวโน้มที่จะจ่ายปันผลสูงขึ้นกว่าปีก่อน ผลการศึกษาที่พบนี้สอดคล้องกับสมมติฐานที่กำหนดไว้ว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารในสัดส่วนที่สูงจะส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลของบริษัทสูงขึ้นด้วย อย่างไรก็ตามแบบจำลอง FAM ให้ค่า Adjusted R square เป็นค่าติดลบ ซึ่งหากพิจารณาจากค่า R square (ไม่ได้รายงานมา ณ ที่นี้) แบบจำลองดังกล่าวมีค่า R square น้อยกว่าร้อยละ 1 ซึ่งอาจกล่าวได้ว่าแบบจำลอง FAM มีความสามารถเพียงเล็กน้อยในการอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามได้

3. จากตารางที่ 3 ผลการศึกษาด้วยแบบจำลอง Partial Adjustment Model (PAM) โดยการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Panel Least Squares แบบ Fixed effect พบว่าตัวแปร $E_{i,t}$, $E_{i,t} * Inst$ และ $E_{i,t} * Mgt$ มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวก ในขณะที่ตัวแปร $D_{i,t}$ มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบ โดยที่ตัวแปร $E_{i,t}$ และ $E_{i,t} * Mgt$

มีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 95 และตัวแปร $D_{i,t}$ มีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 99 ซึ่งผลที่ได้สอดคล้องกับผลที่ได้จากแบบจำลอง FAM คือบริษัทที่มีการเปลี่ยนแปลงของกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นและมีผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารถือหุ้นในอัตรามากกว่าหรือเท่ากับร้อยละ 5 จะมีแนวโน้มที่จะจ่ายปันผลสูงขึ้นกว่าปีก่อนหน้า ในขณะที่กำไรสุทธิและเงินปันผลจ่ายในปีก่อนหน้ามีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลจ่าย กล่าวคือหากบริษัทมีกำไรสุทธิในปัจจุบันมาก ก็มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจากปีก่อน และหากบริษัทมีเงินปันผลจ่ายในปีก่อนหน้าสูงขึ้น เงินปันผลจ่ายในปีถัดไปก็จะสูงขึ้นด้วย

4. จากตารางที่ 3 ผลการศึกษาด้วยแบบจำลอง Earnings Trend Model (ETM) โดยการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยวิธี Panel Least Squares แบบ Fixed effect พบว่าทั้งตัวแปร $(E_{i,t} - E_{i,t-1}) * Inst$ และ $(E_{i,t} - E_{i,t-1}) * Mgt$ ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติแม้ว่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร จะเป็นไปตามสมมติฐานก็ตาม โดยตัวแปร, $E_{i,t} - E_{i,t-1}$ และ $D_{i,t-1}$ มีระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 99 ผลการศึกษานี้สนับสนุนสมมติฐานที่กำหนดไว้ว่ากำไรสุทธิจากการดำเนินงานมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล หากกำไรสุทธิจากการดำเนินงานของบริษัทสูงขึ้นจะทำให้การจ่ายเงินปันผลสูงขึ้นด้วยเช่นกัน ในขณะที่บริษัทที่มีเงินปันผลจ่ายในปีก่อนหน้ามากขึ้น เงินปันผลจ่ายในปีถัดไปก็จะสูงขึ้นด้วย

สรุปผลการวิจัยและการอภิปรายผล

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการจ่ายเงินปันผลและโครงสร้างผู้ถือหุ้นพบว่า ในแบบจำลอง FAM และ PAM โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีผู้บริหารในสัดส่วนที่สูงมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศสหรัฐอเมริกา (Anup Agrawal & Jayaraman, 1994) และการศึกษาการจัดการรายได้และสัญญาณการจ่ายเงินปันผลกับการลงทุนด้านอสังหาริมทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา (Robert H. Edelstein, 2008) สอดคล้องกับการวิเคราะห์ความเสี่ยง เงินปันผล และนโยบายของผู้บริหารในประเทศอินโดนีเซีย (Hardjopranoto, 2006) และในประเทศกาน่าที่ทำการศึกษา

โครงสร้างผู้ถือหุ้น การกำกับดูแลกิจการ และโครงสร้างเงินทุน (Godfred A. Bokpin, 2009) การศึกษาการบริหารจัดการของผู้บริหาร ความเสี่ยง และนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศเวียดนาม (Duc Hong Vo, 2014) รวมถึงงานวิจัยในประเทศไทย (Thanatawee, 2013; Wiwattanakantang, 1999) ในขณะที่ แบบจำลอง FAM และ PAM แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นสถาบันในสัดส่วนที่สูงมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผลแม้ว่าจะไม่นัยสำคัญทางสถิติ อย่างไรก็ตามการศึกษานี้ยังพบอีกว่ากำไรสุทธิจากการดำเนินงานก็มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล และนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตเนื่องจากกำไรจากการดำเนินงานเป็นปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกิจการ หากกิจการมีกำไรจากการดำเนินงานสูงก็มีแนวโน้มที่นโยบายการจ่ายเงินปันผลสูงตามไปด้วย สอดคล้องกับงานวิจัยที่ทำการศึกษาก่อนหน้านี้ พบว่าบริษัทที่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลสูง จะมีการเติบโตของกำไรที่เกิดขึ้นจริงในภายหลังสูงขึ้นด้วย ซึ่งมีงานวิจัยในอดีตที่สนับสนุนความสัมพันธ์นี้ ได้แก่ งานวิจัยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอังกฤษ (Stephen Bond, 1994) และงานวิจัยในประเทศอังกฤษเช่นเดียวกันกับการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับผู้ถือหุ้นสถาบัน (Short Helen, 2002) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของประเทศไนจีเรีย (Kabiru Isa Dandago, 2015) รวมถึงจากงานวิจัยของประเทศไทยที่สนับสนุนความสัมพันธ์นี้เช่นเดียวกัน (Thanatawee, 2013) จากผลการศึกษาและงานวิจัยที่สอดคล้องดังที่กล่าวมาแล้วข้างต้น สามารถอธิบายได้ว่าตลาดการลงทุนในประเทศไทยนั้น โครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้บริหารมีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท มากกว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นผู้ถือหุ้นสถาบัน และการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลก็มีความสัมพันธ์กับกำไรสุทธิจากการดำเนินงานของบริษัท ดังนั้น การหาความสัมพันธ์ดังกล่าวนี้ จะเป็นประโยชน์สำหรับผู้สนใจ และผู้ใช้งบการเงินทำให้ทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผล รวมทั้งทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างกำไรสุทธิจากการดำเนินงานและนโยบายการจ่ายเงินปันผล เพื่อเป็นประโยชน์สำหรับผู้สนใจผู้ใช้งบการเงิน และผู้ที่ต้องการลงทุนในการเลือกรับผลตอบแทนในรูปแบบของ

เงินปันผล สามารถนำผลการวิจัยมาใช้ในการประกอบการศึกษาในเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผล รวมทั้งนำผลการวิจัยนั้นมาใช้ในการพิจารณาการตัดสินใจลงทุนเลือกรับผลตอบแทนจากเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต่อไป

เอกสารอ้างอิง

- Al-Najjar Basil & Kilincarslan Erhan. (2016). The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. **Corporate Governance: The international journal of business in society**. 16(1), 135-161.
- Anup Agrawal & Jayaraman Narayanan. (1994). The dividend policies of all-equity firms: A direct test of the free cash flow theory. **Managerial and Decision Economics**. 15(2), 139-148.
- Chai Dominic H. (2010). **Foreign Corporate Ownership and Dividends**. Centre for Business Research University of Cambridge.
- Chen Zhilan, Cheung Yan-Leung, Stouraitis Aris & Wong Anita W. S. (2005). Ownership concentration firm performance and dividend policy in Hong Kong. **Pacific-Basin Finance Journal**. 13(4), 431-449.
- Duc Hong Vo & Van Thanh-Yen Nguyen. (2014). Managerial Ownership Leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam's Listed Firms. **International Journal of Economics and Finance**. 6(5), 274-284.
- Eugene F. Fama & Hervey Babiak. (1968). Dividend analysis: an empirical analysis. **Journal of the American Statistical Association**. 63(324), 1132-1161.
- Godfred A. Bokpin & Anastacia C. Arko. (2009). Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms: Empirical evidence from Ghana. **Studies in Economics and Finance**. 26(4), 246-256.

- Harada Kimie & Nguyen Pascal. (2011). Ownership concentration and dividend policy in Japan. **Managerial Finance**. 37(4), 362-379.
- Hardjopranoto Wibisono. (2006). Interdependent analysis of leverage dividend and managerial ownership policies. **Gadjah Mada International Journal of Business**. 8(2), 179-199.
- Hommel Maikel. (2011). **Dividend policy and ownership structure in the Netherlands**. Master thesis financial management Department of finance Tiburg University.
- Ilker Sakinc & Selim Gungor. (2015). The Relationship between Ownership Structure and Dividend: An Application in Istanbul Stock Exchange. **Journal of Economics and Development Studies**. 3(4), 19-30.
- Kabiru Isa Dandago, Musa Adeiza Farouk & Latifat Muhibudeen. (2015). Corporate Shareholding Structure and Dividend Payout Ratio of Listed Chemical and Paints Companies in Nigeria. **Applied Finance and Accounting**. 1(2), 47-54
- Khan Tehmina. (2006). Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data. **The Economic Journal**. 116(510), 172-189
- Klaus Gugler & B.Burcin Yurtoglu. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. **European Economic Review**. 47(4) 731-758
- Lintner John. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends. Retained earnings and taxes. **American Economic Review**. 46(2), 97-113
- Michael Carney & Eric Gedajlovic. (2002). The Coupling of Ownership and Control and the Allocation of Financial Resources: Evidence from Hong Kong. **Journal of Management Studies**. 39(1), 123-146.

- Mohammad Al- Gharaibeh, Ziad Zurigat & Khaled Al-Harabsheh. (2013). The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies. **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business**. 4(9), 769-796
- Mondher Kouki & Moncef Guizani (2009). Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market European. **Journal of Scientific Research**. 25(1), 42-53
- Pajuste, C. Benjamin Maury & Anete. (2002). Controlling Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland. 1(2), 15-45
- Ping Zhou, CFA & William Ruland. (2006). Dividend Payout and Future Earnings Growth. **Financial Analysts Journal**. 62(3), 58-69
- Robert H. Edelstein, Peng Liu & Desmond Tsang. (2008). **Real Earnings Management and Dividend Payout Signals: A Study for U.S. Real Estate Investment Trusts**. Desautels Faculty of Management McGill University.
- Roger N.Waud. (1966). Small sample bias due to misspecification in the partial adjustment and adaptive expectations models. **Journal of the American Statistical Association**. 61(316), 1130-1152
- Sasan Mehrani, Mohammad Moradi & Hoda Eskandar. (2011). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Iran. **African Journal of Business Management**. 5(17), 7516-7525
- Setiawan Doddy, Bandi Bandi, Phua Lian Kee & Trinugroho Irwan. (2016). Ownership structure and dividend policy in Indonesia. **Journal of Asia Business Studies**. 10(3), 230-252.
- Shin ae Kang, Wonsik Sul & Soojung Kim. (2010). Impact of Foreign Institutional Investors on Dividend Policy in Korea: A Stock Market Perspective. **Journal of Financial Management and Analysis**. 23(1) 10-26.

- Short Helen, Zhang Hao & Keasey Kevin. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. **Journal of Corporate Finance**. 8(2), 105-122.
- Stephen Bond & Costas Meghir. (1994). Financial Constraints and Company Investment. **The journal of applied public economics**. 15(2), 1-18
- Stouraitis Aristotelis & Wu Lingling. (2004). **The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem**. Department of Economics and Finance City University of Hong Kong.
- Thanatawee Yordying. (2013). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand. **International Journal of Economics and Finance**. 5(1), 121-132
- Thanatawee Yordying. (2014). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from China. **International Journal of Economics and Finance**. 6(8), 197-204
- Thomsen Steen. (2005). Conflicts of Interest or Aligned Incentives? Blockholder Ownership, Dividends and Firm Value in the US and the EU. **European Business Organization Law Review**. 6(2), 201-225
- Ullah Hamid, Asma Fida & Khan Shafiullah. (2012). The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan. **International Journal of Business and Social Science**. 3(9), 298-307
- Wiwattanakantang Yupana. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. **Pacific-Basin Finance Journal**. 7(3-4), 371-403

ตารางที่ 1 สรุปข้อมูลทางสถิติ

Variable	Year				Period
	2556	2557	2558	2559	2556-2559
Dividend/Total asset (D)					
Mean	0.0435	0.0462	0.0429	0.0413	0.0435
SD	0.0452	0.0494	0.0457	0.0430	0.0458
Earning/Total asset (E)					
Mean	0.0814	0.0719	0.0718	0.0724	0.0744
SD	0.0554	0.0502	0.0559	0.0538	0.0540

ตารางที่ 2 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูล The full adjustment model (FAM) แบบ Panel Least Squares

Variable	Coefficient	t-Statistic
$E_{i,t} - E_{i,t-1}$	-0.0076	-0.0819
$(E_{i,t} - E_{i,t-1}) * Inst$	0.0616	0.7378
$(E_{i,t} - E_{i,t-1}) * Mgt$	0.1529	2.4335**
Fixed effects significant?	Yes**	
Adjust R square	-0.0559	

** Indicates statistical significance at the 5 level.

ตารางที่ 3 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูล The partial adjustment model (PAM) แบบ Panel Least Squares

Variable	Coefficient	t-Statistic
$E_{i,t}$	0.1452	2.4087**
$E_{i,t} * Inst$	0.0754	1.4704
$E_{i,t} * Mgt$	0.1041	2.3962**
$D_{i,t-1}$	-0.8701	-28.9629*
Fixed effects significant? Yes *, **		
Adjust R square	0.5472	

* Indicates statistical significance at the 1 level.

** Indicates statistical significance at the 5 level.

ตารางที่ 4 ตารางแสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูล The earnings trend model (ETM) แบบ Panel Least Squares

Variable	Coefficient	t-Statistic
$E_{i,t}$	0.2442	9.9325*
$E_{i,t-1}$	0.2376	4.3355*
$E_{i,t-1} * Inst$	-0.0145	-0.3049
$E_{i,t-1} * Mgt$	0.0175	0.4783
$D_{i,t-1}$	-0.9621	-32.3410*
Fixed effects significant? Yes*		
Adjust R square	0.5970	

*Indicates statistical significance at the 1 level.