

การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Concentration of Shareholders and Dividend Policy of Listed
Companies in the Stock Exchange of Thailand

กานต์ธนิศ พรหมโชติ

Karnthanit Phommachot

สาขาวิชาการบัญชีบริหาร บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต วิทยาลัยพาณิชยศาสตร์ มหาวิทยาลัยบูรพา

อีเมล: karndori_kp@hotmail.com

วันที่รับบทความ (Received) 30 พ.ค. 2562

วันที่ได้รับบทความฉบับแก้ไข (Revised) 10 ก.ค. 2562

วันที่ตอบรับบทความ (Accepted) 18 ก.ค. 2562

บทคัดย่อ

การศึกษาค้นคว้าครั้งนี้มีวัตถุประสงค์ คือ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประชากรที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประจำปี พ.ศ. 2560 โดยมีทั้งหมด 465 บริษัท (รวมบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market Alternative Investment: Mai และกองทุนรวม) และสถิติที่ใช้สถิติพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อบรรยายถึงลักษณะของกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษา การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) และใช้เทคนิค ML – Binary Logit (Quadratic hill climbing) ในการประมาณค่าพารามิเตอร์และค่าต่าง ๆ ทางสถิติโดยโปรแกรม EViews ผลการศึกษาพบว่า ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ในการอธิบายการแปรเปลี่ยนของอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถึงร้อยละ 39.24 และมีค่าคงที่ตัดแกน Y เท่ากับ 8.289661 โดยปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ ขนาดของธุรกิจ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร และอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุนเป็นปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05

คำสำคัญ: การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น, นโยบายการจ่ายเงินปันผล, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ABSTRACT

The objective of this study was to study the relationship between shareholder concentration and dividend policy of listed companies in the Stock Exchange of Thailand. The population used in this research consisted of a total of 465 listed companies in the

Stock Exchange of Thailand for the year 2017 and companies in the Market for Alternative Investment (Mai) and Mutual Funds were included, and the statistics used consisted of descriptive statistics to describe the characteristics of the studied sample. For the analysis of econometrics, multiple regression models were created and the ML-Binary Logit (Quadratic hill climbing) technique was used to estimate parameters and statistical values with the EViews program. It was found that the independent variables had a relation to explain the changes in the dividend payment rate of the listed companies in the Stock Exchange of Thailand by 39.24% and the Y-intercept constant was -8.289661. The factors that determined the dividend payment of listed companies in the Stock Exchange of Thailand were the proportion of shares of the top 5 major shareholders, the return on assets, business size, the debt to assets ratio, shareholding proportion of Directors and Executives, and the retained earnings to capital ratio. They were factors that had a significant effect on the dividend payment rate at the significance level of 0.05

Keywords: Concentration of Shareholders, Dividend Payment Policy, The Stock Exchange of Thailand

บทนำ

โครงสร้างการถือหุ้น (Ownership structure) นับได้ว่าเป็นส่วนสำคัญส่วนหนึ่งที่ส่งผลต่อทิศทางการบริหารงานของบริษัท ทั้งในด้านการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) และผลการดำเนินงาน ซึ่งจากการเกิดวิกฤตการณ์ทางเศรษฐกิจเอเชียในปี พ.ศ. 2540 ประเทศไทยประสบกับปัญหาทางการเงิน และการดำเนินงานในระดับที่รุนแรงมาก โดยมีการสันนิษฐานว่าสาเหตุของปัญหาดังกล่าว มาจากทั้งส่วนของการบริหารงานที่ขาดการกำกับดูแลที่ดี อันส่งผลให้ข้อมูลที่เปิดเผยแก่สาธารณชน มีไม่เพียงพอทำให้ขาดความน่าเชื่อถือ และไม่โปร่งใสเท่าที่ควรจะเป็น ซึ่งนำไปสู่สถานการณ์ที่ไม่สามารถประเมินความเสี่ยงของกิจการได้อย่างถูกต้อง นอกจากนี้ ยังมีสาเหตุอีกประการหนึ่ง คือ ลักษณะของธุรกิจที่มีกลุ่มผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Ownership concentration) หรือมีลักษณะการถือหุ้นเป็นครอบครัว (World Bank, 1998) นั้นเอง ในปัจจุบันหน่วยงานต่าง ๆ มีความพยายามที่จะส่งเสริมให้มีระบบการกำกับดูแลกิจการมากขึ้น ทั้งในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ก็ได้มีการกำหนดหลักการในการกำกับดูแลกิจการที่ดีทั้งหมด 5 หมวด ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, (ม.ป.ป.) และสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) ที่มีบทบาทสำคัญในการพัฒนาความเป็นมืออาชีพของกรรมการและส่งเสริมให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีในประเทศไทยโดยใช้การให้คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance Credit Rating) นอกจากนี้ ปัจจัยที่สำคัญอีกอย่างหนึ่งที่อาจมีความเกี่ยวข้องกับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทก็คือโครงสร้างการถือหุ้น

นโยบายเงินปันผล (Dividend Policy) เป็นการตัดสินใจที่สำคัญที่สุดประการหนึ่งของผู้บริหาร เพราะการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่เหมาะสม จะช่วยให้มูลค่ากิจการหรือราคาหุ้นปรับตัวสูงขึ้น และนโยบายเงินปันผลเป็นเรื่องที่สำคัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป้าหมายของนโยบายเงินปันผล (Dividend Policy) คือ การสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้นซึ่งหมายถึงว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นสัดส่วนของกำไรที่จะจ่ายออกไปเป็นเงินปันผลนั้นให้แก่ผู้ถือหุ้น (เริงรัก จำปาเงิน, 2544) และบริษัทจัดตั้งนโยบายที่เหมาะสม สามารถช่วยส่งเสริมการลดต้นทุนตัวแทน และจำกัดพฤติกรรมการกระทำของผู้บริหารที่นำเงินสดของบริษัทไปลงทุนในโครงการที่ไม่เหมาะสมมากเกินไป ทำให้บริษัทมีการเติบโตเพิ่มขึ้นในอนาคต (Chay & Suh, 2009) ก่อนการจัดตั้งนโยบายเงินปันผลควรพิจารณาปัจจัยต่าง ๆ เช่น บริษัทจะตัดสินใจการจ่ายเงินปันผลหรือไม่จ่ายเงินปันผล จ่ายเท่าไร จ่ายอย่างไร จะส่งผลต่อผลการดำเนินงานและความสามารถในการจัดหาเงินของบริษัทในอนาคตโดยตรง การจ่ายเงินปันผลทำให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนจากบริษัทผู้ถือหุ้น ที่มีลักษณะต่าง ๆ มีความต้องการในระดับการจ่ายเงินปันผลแตกต่างกันจะส่งผลต่อราคาหุ้นและการพัฒนาของบริษัทในอนาคตโดยตรง ซึ่งการกำหนดนโยบายเงินปันผลที่เหมาะสม เป็นปัญหาสำคัญของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (Wang, 1999) การศึกษาเรื่อง นโยบายเงินปันผลของบริษัท เป็นเรื่องที่มีการศึกษาอย่างกว้างขวาง ตามทฤษฎีของ Jensen (1986) กล่าวว่า เงินปันผลจะช่วยลดกระแสเงินสดในมือของผู้บริหาร ซึ่งผู้บริหารจะนำเงินสดไปใช้ประโยชน์ส่วนตัว ดังนั้น เงินปันผลจึงมีส่วนช่วยให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดี อย่างไรก็ตาม ผู้ที่จะมีอิทธิพลหรือมีส่วนช่วยในการควบคุมดูแลผู้บริหารและทำให้ผู้บริหารจ่ายเงินปันผลมากขึ้น จึงเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอิทธิพลซึ่งมีผลต่อนโยบายเงินปันผล

ในปัจจุบันมีทางเลือกในการลงทุนหลายรูปแบบ เช่น การลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ ทองคำ ตราสารหนี้ สภาพคล่องที่แตกต่างกัน รูปแบบหนึ่งในการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนค่อนข้างสูง มีสภาพคล่องและได้รับความนิยมสำหรับคนทั่วไป คือ การลงทุนในตราสารทุนหรือการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์โดยการลงทุนในหลักทรัพย์ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนในสองรูปแบบ คือ 1) ได้รับผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นที่ซื้อ (Capital Gain) และ 2) ได้รับผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend) ที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยเงินปันผลที่จ่ายในแต่ละงวดจะเป็นจำนวนเท่าไร หรือจ่ายในลักษณะใดนั้น ขึ้นอยู่กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในแง่ของนโยบายการจ่ายเงินปันผลก็เป็นส่วนหนึ่งที่อาจจะได้รับผลกระทบจากโครงสร้างผู้ถือหุ้น เนื่องจากเงินปันผลเป็นเครื่องมือหนึ่งที่สามารถช่วยลดปัญหาตัวแทนได้ โดยการจ่ายเงินปันผลจะทำให้ปริมาณกระแสเงินสดในบริษัทซึ่งอยู่ภายใต้การดูแลของผู้บริหารลดลงเป็นการจำกัดอำนาจในการบริหารงานไม่ให้ผู้บริหารสามารถนำเงินไปใช้ในการแสวงหาผลประโยชน์ส่วนตัวในระดับหนึ่งสำหรับโครงสร้างของผู้ถือหุ้นอาจแบ่งได้เป็น 5 กลุ่ม คือ ผู้ถือหุ้นที่เป็นรัฐบาล, ผู้ถือหุ้นที่เป็นหน่วยงานต่างชาติ, ผู้ถือหุ้นสถาบัน, ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งผู้ถือหุ้นแต่ละกลุ่มอาจมีอำนาจในการเข้าถึงข้อมูลของบริษัทแตกต่างกันซึ่งน่าสนใจศึกษาว่าลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นแต่ละกลุ่มมีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทอย่างไร

ทุนเป็นแหล่งเงินทุนที่เปิดโอกาสให้ภาคธุรกิจที่ต้องการเงินทุนทั้งในระยะสั้นปานกลาง และระยะยาวได้ระดมเงินทุนเพื่อนำไปใช้ในการดำเนินกิจการอันเป็นประโยชน์ต่อสังคมและเศรษฐกิจของประเทศไทย ผู้ต้องการเงินทุนสามารถระดมเงินทุนได้จากประชาชนโดยตรง โดยการเสนอขายหลักทรัพย์ประเภทต่าง ๆ

ให้กับผู้ที่สนใจ ซึ่งการออกหลักทรัพย์เพื่อระดมเงินทุนมีต้นทุนต่ำกว่าการที่ต้องพึ่งพาตลาดเงินโดยการกู้ยืมเงินจากสถาบันการเงินทั้งในประเทศและต่างประเทศ เนื่องจากการกู้ยืมเงินผ่านสถาบันการเงินเป็นการกู้ยืมผ่านตัวกลางทางการเงินที่ต้องมีต้นทุนในการระดมเงินทุนที่สูงกว่า (วัชรพล บุระชาติ 2553)

นอกจากจะมีการให้ความสนใจทางด้านโครงสร้างเงินทุนที่แบ่งออกเป็นส่วนของเจ้าของ และส่วนของหนี้แล้วได้มีการให้ความสนใจทางด้านของสัดส่วนของโครงสร้างผู้ถือหุ้นในส่วนของเจ้าของด้วย ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็นในส่วนของผู้ถือหุ้นที่ไม่ได้มีส่วนในการบริหาร และส่วนของผู้ถือหุ้นที่มีส่วนในการบริหาร ซึ่งลักษณะโครงสร้างการถือหุ้นที่แตกต่างกัน มีส่วนทำให้ผลการดำเนินงานแต่ละบริษัทแตกต่างกัน ส่วนหนึ่งอาจเนื่องมาจากการที่มีผลประโยชน์ที่ไม่สอดคล้องในทิศทางเดียวกัน ผู้บริหารนั้นโดยทั่วไปจะให้ความสนใจในส่วนของการดำเนินงาน ทำให้ต้องเกี่ยวข้องกับลูกค้าคู่ค้า เจ้าหนี้ และพนักงานในบริษัทมากกว่าที่จะมีความเกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้น ทำให้การตัดสินใจในบางครั้ง ผู้บริหารคำนึงในผลประโยชน์ของส่วนอื่นๆ รวมทั้งผลประโยชน์ของผู้บริหารเอง อาจมากกว่าการคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นสูงสุดจึงทำให้เกิดปัญหาที่เรียกว่าปัญหาความขัดแย้งทางผลประโยชน์

อย่างไรก็ดี แม้ว่าในส่วนของผู้ถือหุ้นได้พยายามใช้เครื่องมือในการควบคุมการทำงานในด้านต่าง ๆ ในส่วนของผู้บริหารก็จะเลือกทำในสิ่งที่ให้ผลประโยชน์แก่ตนเองเป็นหลัก กล่าวคือผู้บริหารจะคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตัว ประกอบกับการอยู่รอดของบริษัทควบคู่กันไป ซึ่งจากสาเหตุนี้ทำให้อย่างไรก็ดี ผู้ถือหุ้นก็ไม่สามารถผลักดันให้ผู้บริหารดำเนินงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นได้ ทำให้ในความเป็นจริงแต่ละบริษัทก็ยังเผชิญปัญหาในเรื่องความขัดแย้งภายในองค์กร (Agency problem) และปัญหานี้ก็ส่งผลให้เกิดต้นทุนที่เกิดจากความขัดแย้งทางผลประโยชน์ของตัวแทนและเจ้าของ (Agency costs) ซึ่งเป็นต้นทุนที่มาจากความแตกต่างระหว่างมูลค่าของบริษัทที่เกิดขึ้นจริง และมูลค่าของบริษัทที่สมมติฐาน ให้ส่วนของการบริหาร และส่วนของผู้ถือหุ้น มีผลประโยชน์สอดคล้องกัน และจากการที่เกิดปัญหาความขัดแย้งนี้เอง ทำให้น่าจะเป็นปัจจัยหนึ่งในการกำหนดผลการดำเนินงานของบริษัท Rizqia and Sumiati (2013) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลและมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซียในช่วงปี ค.ศ. 2006-2011 พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม) ที่เป็นตัวแปรภายนอกไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนระหว่างเงินปันผลต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้น พบความสัมพันธ์ของเงินปันผลต่อหุ้นและความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมหรือสัดส่วนของกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมในทิศทางบวก จากการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี พ.ศ. 2550-2552 สอดคล้องกับนันทิชา ชลวณิชกุล (2556) ที่ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี พ.ศ. 2547-2555 พบว่า ตัวแปรควบคุมความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับเงินปันผลต่อหุ้น อย่างไรก็ตาม รณชัย ชูประสูตร (2556) ได้ศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันต่อโครงสร้างเงินทุน นโยบายเงินปันผลจ่าย และการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยช่วงปี พ.ศ. 2553-2555 และพบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมที่คำนวณจากสัดส่วนของกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้ต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย

3 ปี ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนของจำนวนเงินปันผลรวมต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้ (Ramli, 2010) จากความสำคัญดังกล่าว ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานของงานวิจัย

สมมติฐานที่ 1: สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหารมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2: สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

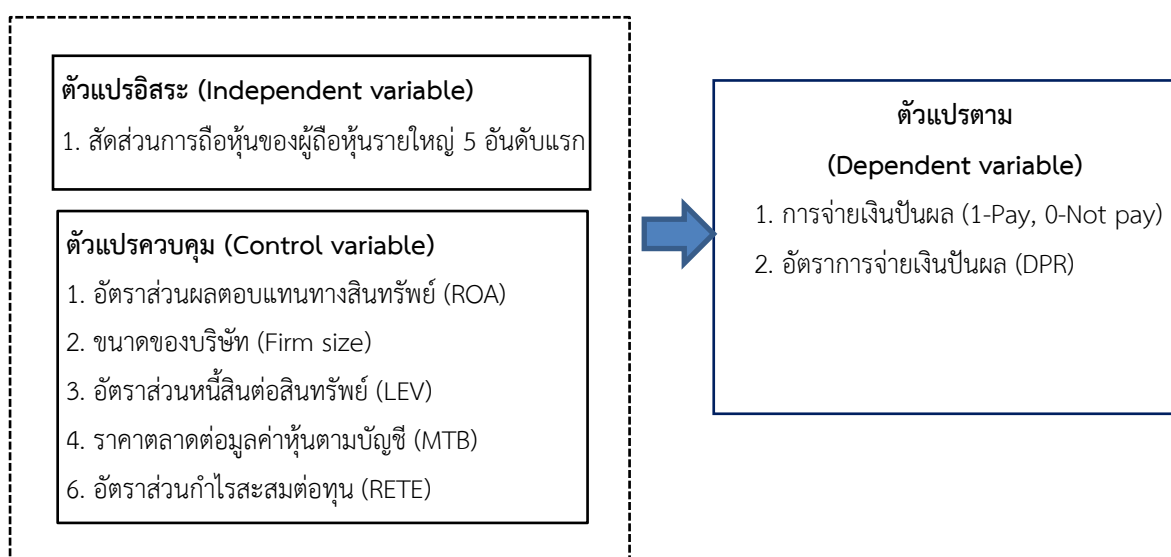
สมมติฐานที่ 3: อัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 4: อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 5: อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 6: ขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

กรอบแนวคิดในการวิจัย



วิธีดำเนินการวิจัย

งานวิจัยนี้ใช้รูปแบบการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) โดยวิธีการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Research) โดยมีแหล่งข้อมูลจากงบการเงินประจำปีของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ขอบเขตประชากรคือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประจำปี พ.ศ. 2560 โดยมีทั้งหมด 464 บริษัท (รวมบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market Alternative Investment: Mai และกองทุนรวม)

ขอบเขตของเนื้อหา คือ การวิจัยนี้จะทำการศึกษาร้อยละของอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (Dividend Payout Ratio) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Major Ownership) อัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (Retain Earning/Total Equities) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (Return on Assets) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt Ratio) และขนาดของธุรกิจ (Firm Size)

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร คือ บริษัทที่จดทะเบียนอยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยประจำปี พ.ศ. 2560 โดยมีทั้งหมด 464 บริษัท (รวมบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market Alternative Investment: Mai และกองทุนรวม) กลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษาในครั้งนี้คัดเลือกจากบริษัทที่จดทะเบียนที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ประจำปี พ.ศ. 2560 โดยจะต้องเป็นบริษัทที่มีข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครบถ้วน โดยการวิจัยจะใช้ข้อมูลในทุกอุตสาหกรรม ยกเว้นในส่วนของ ธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิต ประกันภัย กองทุนธุรกิจขนาดกลาง (MAI) บริษัทที่แก้ไขการดำเนินงานไม่ได้ตามกำหนด และบริษัทที่เข้าข่ายถูกเพิกถอน ซึ่งมีจำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างจำนวน 465 บริษัท โดยในการคัดเลือกข้อมูลจะเลือกบริษัทที่มีรอบระยะเวลาบัญชีสิ้นสุดวันที่ 31 ธันวาคม 2560 บริษัทที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผลในช่วงระหว่างปี 2559

ข้อมูลและแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) โดยการวิจัยนี้ใช้แหล่งข้อมูลจาก SET SMART ที่จัดทำขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย้อนหลัง 5 ปี ระหว่างปี 2556-2560

การเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษานี้ได้มาจากรฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยข้อมูลที่สำคัญสำหรับใช้ในการวิจัยครั้งนี้ประกอบไปด้วยข้อมูลงบการเงินรายงานการเงินอื่น แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี หรือแบบ 56-1 หรือ แบบ 56-2 และข้อมูลผู้ถือหุ้นที่มีส่วนในการบริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้แหล่งข้อมูลจาก SET SMART ที่จัดทำขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งตัวแปรที่ศึกษา คือนโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งประกอบด้วยอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัท และผู้บริหารสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุนอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และขนาดของธุรกิจ

สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลใช้สถิติพรรณนา (Descriptive Statistics) นำเสนอข้อมูลในรูปของตารางแจกแจงความถี่ (Frequency) ร้อยละ (Percentage) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Min) ค่าสูงสุด (Max) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) เพื่ออธิบายอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นสัดส่วนการถือหุ้น

ของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก อัตราส่วนกำไรสะสม ต่อทุนอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และขนาดของธุรกิจ และใช้สถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics) เป็นการนำข้อมูลที่ได้จากตัวอย่างมาศึกษาโดยอาจใช้สถิติเชิงพรรณนามาช่วยวิเคราะห์แล้วนำข้อมูลเท็จจริงที่ได้ไปอธิบายหรือสรุปผลลักษณะของกลุ่มประชากรเป้าหมายทั้งหมดและทดสอบสมมติฐานทางสถิติ (Testing of statistical hypothesis) เพื่อตรวจสอบว่าข้อมูลจากตัวอย่างสอดคล้องหรือขัดแย้งกับข้อสมมติฐานที่กำหนดไว้

ผู้วิจัยทำการวิเคราะห์ผลโดยใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลหาความสัมพันธ์ของตัวแปรและวิเคราะห์ความถดถอยแบบพหุคูณเชิงเส้น (Multiple regression analysis) โดยจะใช้เทคนิค Enter เพื่อเลือกตัวแปรที่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามเข้าสู่สมการและทำการตรวจสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระโดยพิจารณาจากค่า Tolerance ถ้าค่า Tolerance น้อยกว่า 0.1 แสดงว่ามีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น (Menaed, 1995) และพิจารณาจากค่า VIF (Variance inflation factor) ถ้าค่า VIF มากกว่า 10 แสดงว่ามีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น โดยทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นกับตัวแปรตามในสมการถดถอยโดยให้ตัวแปรต้นเป็นตัวแปรพยากรณ์และให้ตัวแปรตามเป็นตัวแปรเกณฑ์โดยการวิเคราะห์ความถดถอยชนิดหลายตัวแปร (Multiple regression analysis) โดยมีตัวแบบ (Model) ที่เป็นสมการในการพยากรณ์ความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนี้

$$DPR = \alpha + \beta_1 TOP5 + \beta_2 ROA + \beta_3 SIZE + \beta_4 LEV + \beta_5 MTB + \beta_6 RETE + \epsilon$$

$$PAY = \alpha + \beta_1 TOP5 + \beta_2 ROA + \beta_3 SIZE + \beta_4 LEV + \beta_5 MTB + \beta_6 RETE + \epsilon$$

โดยที่

DPR	คือ อัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น
PAY	คือ การจ่ายเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (จ่ายหรือไม่จ่าย)
a	คือ ค่าคงที่ของสมการถดถอย
$\beta_1, \beta_2 \dots \beta_k$	คือ ค่าสัมประสิทธิ์การถดถอย (Regression coefficient)
TOP5	คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก
ROA	คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์
SIZE	คือ ขนาดของธุรกิจ
LEV	คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์
MTB	คือ ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี
RETE	คือ อัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน
ϵ	คือ ค่าความคลาดเคลื่อน

ผลการวิจัย

การศึกษาความสัมพันธ์การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในครั้งนี้ ผู้วิจัยได้นำข้อมูลตัวแปรทั้งหมดจาก SET SMART ที่

จัดทำขึ้นโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยย้อนหลัง 5 ปี ระหว่างปี 2556-2560 โดยกลุ่มตัวอย่างของการวิจัยในครั้งนี้มีจำนวนทั้งสิ้น 465 บริษัทจำนวน 1,921 ข้อมูล ซึ่งในการเก็บรวบรวมข้อมูลดังกล่าวจะไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลที่ไม่สมบูรณ์หลังจากนั้นนำมาวิเคราะห์โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูป SPSS และ EViews วิเคราะห์สมมติฐานของการวิจัยโดยเนื้อหาในบทนี้ผู้วิจัยนำเสนอผลการวิจัยดังนี้

1. การวิเคราะห์ข้อมูลตามสถิติพื้นฐานโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive analysis)
2. การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation analysis)
3. ผลการทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์ แบบ Logistic Regression
4. ผลการทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์ แบบ Tobit Regression

1. การวิเคราะห์ข้อมูลตามสถิติพื้นฐานโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive analysis)

ในการวิเคราะห์ข้อมูลที่ได้จากการศึกษาในภาพรวมการนำเสนอข้อมูลของตัวแปรอิสระและตัวแปรตามสำหรับค่าสถิติพื้นฐานที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูลประกอบด้วยค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation)

ตารางที่ 1 จำนวนบริษัทที่ใช้วิเคราะห์แยกตามอุตสาหกรรม ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556 - พ.ศ. 2560

ประเภทอุตสาหกรรม	จำนวน(บริษัท)	เปอร์เซ็นต์(%)
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	50	10.78
เทคโนโลยี	48	10.34
ทรัพยากร	42	9.05
บริการ	103	22.20
สินค้าอุตสาหกรรม	87	18.75
สินค้าอุปโภคบริโภค	41	8.84
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	93	20.04
รวม	464	100

จากตารางที่ 1 แสดงจำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีข้อมูลครบสมบูรณ์ ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2556 – 2560 โดยจำแนกตามอุตสาหกรรม ที่ใช้ในการศึกษา มีจำนวนทั้งสิ้น 464 บริษัท 1921 ข้อมูล ซึ่งพบว่า อันดับแรก คือ อุตสาหกรรมประเภทบริการ มีจำนวนข้อมูล เท่ากับ 103 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 22.20 ลำดับที่สอง อุตสาหกรรมประเภท อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง มีจำนวนข้อมูล เท่ากับ 93 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 20.04 ลำดับที่สาม อุตสาหกรรมประเภทสินค้าอุตสาหกรรม มีจำนวนข้อมูล เท่ากับ 87 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 18.75 ลำดับที่สี่ อุตสาหกรรมประเภทเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร มีจำนวนข้อมูล เท่ากับ 50 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 10.78 ลำดับที่ห้า อุตสาหกรรมประเภทเทคโนโลยี มีจำนวนข้อมูล เท่ากับ 48 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 10.34 ลำดับที่หก อุตสาหกรรมประเภททรัพยากร มีจำนวนข้อมูล เท่ากับ 42 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 9.05 และ ลำดับสุดท้าย คือ อุตสาหกรรมประเภทสินค้าอุปโภคบริโภค 41 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 8.84

ตารางที่ 2 ค่าสถิติพื้นฐานของข้อมูลตัวแปรโดยรวมของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

	n	Mean	Minimum	Maximum	Std. Dev.
DPR	1,921	0.2834	0.0000	1.0000	0.2620
PAY	1,921	0.6933	0.0000	1.0000	0.4612
TOP5	1,921	54.6683	0.0000	98.6400	20.8045
ROA	1,921	0.0790	-0.8900	0.9700	0.1079
SIZE	1,921	15.5088	9.9600	21.5300	1.5189
LEV	1,921	0.4204	0.0000	0.9700	0.2128
MTB	1,921	2.1564	0.0000	19.1000	2.3565
RETE	1,921	0.0038	-0.0100	0.1600	0.0097

จากตารางที่ 2 สามารถแสดงค่าสถิติพื้นฐานของข้อมูลตัวแปรโดยรวม ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,921 ข้อมูล ได้ดังนี้ อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) หน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์ (%) พบว่า มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.2534 ค่าสูงสุดเท่ากับ 1 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0 การจ่ายเงินปันผล (PAY) หน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์ (%) พบว่า มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.6933 ค่าสูงสุดเท่ากับ 1 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0 ผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก (TOP5) หน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์ (%) พบว่า มีเฉลี่ยเท่ากับ 54.6683% ค่าสูงสุดเท่ากับ 98.64 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0 หมายถึง อัตราส่วนผลตอบแทนทางสินทรัพย์ (ROA) หน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์ (%) พบว่า มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0790 และค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.89 ขนาดของธุรกิจ (SIZE) หน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์ (%) พบว่า มีค่าเฉลี่ย 15.5088 ค่าสูงสุดเท่ากับ 21.53 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 9.96 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) หน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์ (%) พบว่า มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.4204 ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.97 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0 ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (MTB) หน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์ (%) พบว่า มีค่าเฉลี่ย 2.1564 ค่าสูงสุดเท่ากับ 19.1 และค่าต่ำสุดเท่ากับ 0 อัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) หน่วยเป็นเปอร์เซ็นต์ (%) พบว่า มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0038 ค่าสูงสุดเท่ากับ 0.16 และค่าต่ำสุดเท่ากับ -0.01

4.2 การวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation analysis)

เพื่อตรวจสอบอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นว่ามีความสัมพันธ์กับตัวแปรใดบ้างโดยการหาค่าสหพันธ์เชิงเส้นด้วยวิธีของเพียร์สันโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติช่วยในการวิเคราะห์ข้อมูล

ตารางที่ 3 เมตริกค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์เพียร์สันในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

(Pearson's Correlations)

	DPR	PAY	TOP5	ROA	SIZE	LEV	MTB	RETE
DPR	1							
PAY	0.719** (0.0000)	1						
TOP5	0.139** (0.0000)	0.154** (0.0000)	1					
ROA	0.295** (0.0000)	0.464** (0.0000)	0.025 (0.2740)	1				
SIZE	0.064** (0.0050)	0.234** (0.0000)	0.049* (0.0330)	0.065** (0.0050)	1			
LEV	-0.193** (0.0000)	-0.137** (0.0000)	-0.081** (0.0000)	-0.154** (0.0000)	0.371** (0.0000)	1		
MTB	0.094** (0.0000)	.166** (0.0000)	0.142** (0.0000)	0.343** (0.0000)	0.070** (0.0020)	0.090** (0.0000)	1	
RETE	0.073** (0.0010)	0.213** (0.0000)	0.071** (0.0020)	0.104** (0.0000)	0.294** (0.0000)	-0.121** (0.0000)	-0.022 (0.3440)	1

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (P-value $\leq$ 0.05)

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (P-value $\leq$ 0.01)

จากตารางที่ 3 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนเงินปันผลต่ออัตราส่วนผู้ถือหุ้น และตัวแปรอิสระ สามารถสรุปความสัมพันธ์ได้ดังนี้ อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีค่าสัมประสิทธิ์สหพันธ์ของเพียร์สันที่แสดงความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผล (PAY) ผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก (TOP5) ผลตอบแทนทางสินทรัพย์ (ROA) ขนาดของธุรกิจ (SIZE) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (MTB) และอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) ได้ค่าจากการทดสอบเท่ากับ 0.719, 0.139, .295, 0.064, -0.193, 0.094 และ 0.073 ตามลำดับ สรุปว่า การจ่ายเงินปันผล (PAY) สัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก (TOP5) ผลตอบแทนทางสินทรัพย์ (ROA) ขนาดของธุรกิจ (SIZE) ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (MTB) และอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ในระดับนัยสำคัญที่ 0.01 แสดงให้เห็นว่าเมื่อการจ่ายเงินปันผล (PAY) สัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก (TOP5) ผลตอบแทนทางสินทรัพย์ (ROA) ขนาดของธุรกิจ (SIZE) ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (MTB) และอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) เพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) เพิ่มขึ้นไปด้วย แต่อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ในระดับนัยสำคัญที่ 0.01 หมายความว่าเมื่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) เพิ่มขึ้นแต่อัตราการจ่ายเงินปันผล

(DPR)จะลดลง ในขณะที่เดียวกันเมื่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) ลดลง อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR)จะเพิ่มขึ้น

4.3 ผลการทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์สมการ แบบ Logistic Regression

จากสมการในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) แบบ Logistic Regression

$$PAY = \alpha + \beta_1 TOP5 + \beta_2 ROA + \beta_3 SIZE + \beta_4 LEV + \beta_5 MTB + \beta_6 RETE + \epsilon$$

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ แบบ Logistic Regression ของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม

Dependent Variable: PAY				
Method: ML - Censored Logistic (Quadratic hill climbing)				
Sample: 1 1921				
Included observations: 1921				
Left censoring (value) at zero				
Convergence achieved after 5 iterations				
Covariance matrix computed using second derivatives				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-1.2808**	0.1407	-9.0975	0.0000
TOP5	0.0037**	0.0006	5.9208	0.0000
ROA	3.8173**	0.1820	20.9637	0.0000
SIZE	0.1020**	0.0094	10.7896	0.0000
LEV	-0.3130**	0.0721	-4.3420	0.0000
MTB	-0.0263**	0.0063	-4.1363	0.0000
RETE	2.7307*	1.3244	2.0619	0.0392
McFadden R-Squared	0.3924			
LR statistic	929.2375			
Prob(LR statistic)	0.0000			

* มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (P-value ≤ 0.05)

** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 (P-value ≤ 0.01)

การทดสอบค่าสถิติ

การที่จะนำเอาค่าประมาณที่ได้จากการวิเคราะห์ไปใช้งานจำเป็นที่จะต้องทดสอบนัยสำคัญทางสถิติเพื่อยืนยันความน่าเชื่อถือของสมการที่ได้จากการประมาณค่าข้างต้นซึ่งต้องทดสอบค่าดังต่อไปนี้

1. ค่า z-Statistic เพื่อทดสอบนัยสำคัญของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระของสมการซึ่งความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามและตัวแปรอิสระสามารถดูได้จากค่า Prob. ของตัวแปรซึ่งค่า Prob. ยิ่งน้อยแสดงว่าค่าสัมประสิทธิ์นั้นใช้ได้

2. Prob (LR statistic) เพื่อทดสอบนัยสำคัญของตัวแปรทุกตัวในสมการถ้าค่า Prob(LR statistic) ที่ได้มีค่าเท่ากับ 0.0000 ซึ่งเข้าใกล้ 0 หมายถึงการมีนัยสำคัญโดยการประมาณจะให้ผลใกล้เคียงประชากร

3. ค่า McFadden R-Squared เป็นค่าสถิติที่แสดงสัดส่วนที่แบบจำลองสามารถอธิบายได้จากสมการที่ประมาณการถ้าค่า R-Squared มีค่าเข้าใกล้ 1 หมายความว่าสมการที่ประมาณได้เป็นตัวแทนที่ดีของประชากรทั้งหมด

จากตารางผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) แบบ Logistic Regression ด้วยสถิติ Eviews ข้างต้นสามารถแปลงเป็นผลการศึกษา คือ เมื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม คือ การจ่ายเงินปันผล (PAY) กับตัวแปรอิสระ คือ สัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก (TOP5) อัตราส่วนผลตอบแทนทางสินทรัพย์ (ROA) ขนาดของธุรกิจ (SIZE) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) ผู้ถือหุ้นที่เป็นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร (MTB) และอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) ผลทดสอบค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ (McFadden R-Squared) เท่ากับ 0.3924 หรือสมการมีอำนาจในการพยากรณ์ได้ถึงร้อยละ 39.24 ซึ่งหมายความว่า ตัวแปรอิสระที่ใช้สามารถทำนายการเปลี่ยนแปลงของการจ่ายเงินปันผล (PAY) โดยวิเคราะห์การทดสอบด้วยค่าสถิติ z-Statistic ได้ดังนี้

1. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก (TOP5) กับการเงินปันผล (PAY) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก (TOP5) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเงินปันผล (PAY) ที่ค่า z-Statistic = 5.9208 ค่า Prob. = 0.000 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก เท่ากับ 0.0037 อธิบายได้ว่า ถ้าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีมูลค่าเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มีแนวโน้มจะส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลเพิ่มสูงขึ้นเท่ากับ 0.0037 หน่วย เมื่อกำหนดให้ตัวแปรอื่นคงที่

2. อัตราส่วนผลตอบแทนทางสินทรัพย์ (ROA) กับการเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (PAY) อัตราส่วนผลตอบแทนทางสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเงินปันผล (PAY) ที่ค่า z-Statistic = 20.9637 ค่า Prob. = 0.0000 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราส่วนผลตอบแทนทางสินทรัพย์ (ROA) เท่ากับ 3.8173 อธิบายได้ว่า ถ้าอัตราส่วนผลตอบแทนทางสินทรัพย์ (ROA) มีมูลค่าเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มีแนวโน้มจะส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลเพิ่มสูงขึ้นเท่ากับ 3.8173 หน่วย เมื่อกำหนดให้ตัวแปรอื่นคงที่

3. ขนาดของธุรกิจ (SIZE) กับการเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (PAY) ขนาดของธุรกิจ (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเงินปันผล (PAY) ที่ค่า z-Statistic = 10.7896 ค่า Prob. = 0.0000 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของขนาดของธุรกิจ (SIZE) เท่ากับ 0.1020 อธิบายได้ว่า ถ้าขนาดของธุรกิจมีมูลค่าเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มีแนวโน้มจะส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลเพิ่มสูงขึ้นเท่ากับ 0.1020 หน่วย เมื่อกำหนดให้ตัวแปรอื่นคงที่

4. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) กับการเงินปันผล (PAY) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเงินปันผล (PAY) ที่ค่า z-Statistic = -4.3420 ค่า Prob. = 0.0000 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) เท่ากับ -0.3130 อธิบายได้ว่า ถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อ

สินทรัพย์มีมูลค่าเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มีแนวโน้มจะส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลลดลงเท่ากับ -0.3130 หน่วย เมื่อกำหนดให้ตัวแปรอื่นคงที่

5. ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (MTB) กับการเงินปันผล (PAY) ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (MTB) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการเงินปันผล (PAY) ที่ค่า z-Statistic = -4.1363 ค่า Prob. = 0.0000 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (MTB) เท่ากับ -0.0263 อธิบายได้ว่า ถ้าสัดส่วนราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี มีมูลค่าเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มีแนวโน้มจะส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลลดลงเท่ากับ -0.0263 หน่วย เมื่อกำหนดให้ตัวแปรอื่นคงที่

6. อัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) กับการเงินปันผล (PAY) อัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการเงินปันผล (PAY) ที่ค่า z-Statistic = 2.0619 ค่า Prob. = 0.0392 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) เท่ากับ 2.7307 อธิบายได้ว่า ถ้าอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุนมีมูลค่าเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มีแนวโน้มจะส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลเพิ่มสูงขึ้นเท่ากับ 2.7307 หน่วย เมื่อกำหนดให้ตัวแปรอื่นคงที่

ซึ่งสามารถแสดงสมการความสัมพันธ์ของการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{PAY} = & -1.2808 + 0.0037 (\text{TOP5}) + 3.8173 (\text{ROA}) + 0.1020 (\text{SIZE}) - 0.3130 (\text{LEV}) \\ & (0.0000)^* \quad (0.0000)^* \quad (0.0000)^* \quad (0.0000)^* \quad (0.0000)^* \\ & -0.0263 (\text{MTB}) + 2.7307 (\text{RETE}) \\ & (0.0000)^* \quad (0.8559) \end{aligned}$$

หมายเหตุ : ค่าในวงเล็บคือ Prob.

**หมายถึงค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99 %

*หมายถึงค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 %

4.4 ผลการทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์สมการการถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) แบบ Tobit Regression

จากสมการในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) แบบ Tobit Regression

$$\text{DPR} = \alpha + \beta_1 \text{TOP5} + \beta_2 \text{ROA} + \beta_3 \text{SIZE} + \beta_4 \text{LEV} + \beta_5 \text{MTB} + \beta_6 \text{RETE} + \varepsilon$$

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression) แบบ Tobit Regression ของตัวแปรอิสระกับตัวแปรตาม

Dependent Variable: DPR

Method: ML - Censored Normal (TOBIT) (Quadratic hill climbing)

Sample: 1 1921

Included observations: 1921

Left censoring (value) at zero

Convergence achieved after 5 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.5363**	0.0901	-5.9519	0.0000
TOP5	0.0023**	0.0003	6.0156	0.0000
ROA	1.3528**	0.0965	14.0193	0.0000
SIZE	0.0429**	0.0061	7.0181	0.0000
LEV	-0.3316**	0.0439	-7.5525	0.0000
MTB	-0.0086*	0.0038	-2.2259	0.0260
RETE	-0.1523**	0.8391	-0.1815	0.8559
Avg. log likelihood -0.440372				
Left censored obs	589	Right censored obs	0	
Uncensored obs	1332	Total obs	1921	

จากตารางผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression) แบบ Tobit Regression ด้วยสถิติ EViews ข้างต้นสามารถแปลงเป็นผลการศึกษา คือ เมื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรอิสระ พบว่าอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DPR) มีความสัมพันธ์กับ สัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก (TOP5) อัตราส่วนผลตอบแทนทางสินทรัพย์ (ROA) ขนาดของธุรกิจ (SIZE) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (MTB) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 ส่วนอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) พบว่าไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DPR) ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 โดยวิเคราะห์การทดสอบด้วยค่าสถิติ z-Statistic ได้ดังนี้

1. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก (TOP5) กับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DPR) สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก (TOP5) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DPR) ที่ค่า z-Statistic = 6.0156 ค่า Prob. = 0.000 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก เท่ากับ 0.0023อธิบายได้ว่า ถ้าสัดส่วนการถือหุ้นของ

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีมูลค่าเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มีแนวโน้มจะส่งผลให้อัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นเพิ่มสูงขึ้นเท่ากับ 0.0023 หน่วย เมื่อกำหนดให้ตัวแปรอื่นคงที่

2. อัตราส่วนผลตอบแทนทางสินทรัพย์ (ROA) กับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DPR) อัตราส่วนผลตอบแทนทางสินทรัพย์ (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DPR) ที่ค่า z -Statistic = 14.019 ค่า Prob. = 0.000 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (ROA) เท่ากับ 1.3528 อธิบายได้ว่า ถ้าอัตราส่วนผลตอบแทนทางสินทรัพย์ (ROA) มีมูลค่าเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มีแนวโน้มจะส่งผลให้อัตราส่วนผลตอบแทนทางสินทรัพย์เพิ่มสูงขึ้นเท่ากับ 1.3528 หน่วย เมื่อกำหนดให้ตัวแปรอื่นคงที่

3. ขนาดของธุรกิจ (SIZE) กับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DPR) ขนาดของธุรกิจ (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DPR) ที่ค่า z -Statistic = 7.0181 ค่า Prob. = 0.000 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของขนาดของธุรกิจ (SIZE) เท่ากับ 0.042930 อธิบายได้ว่า ถ้าขนาดของธุรกิจมีมูลค่าเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มีแนวโน้มจะส่งผลให้อัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นเพิ่มสูงขึ้นเท่ากับ 0.0429 หน่วย เมื่อกำหนดให้ตัวแปรอื่นคงที่

4. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) กับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DPR) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DPR) ที่ค่า z -Statistic = -7.5525 ค่า Prob. = 0.000 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) เท่ากับ -0.3316 อธิบายได้ว่า ถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีมูลค่าเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มีแนวโน้มจะส่งผลให้อัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นลดลงเท่ากับ -0.3316 หน่วย เมื่อกำหนดให้ตัวแปรอื่นคงที่

5. ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (MTB) กับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DPR) ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (MTB) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DPR) ที่ค่า z -Statistic = -2.2259 ค่า Prob. = 0.000 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ของราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (MTB) เท่ากับ -0.0086 อธิบายได้ว่า ถ้าราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชีมีมูลค่าเพิ่มขึ้น 1 หน่วย มีแนวโน้มจะส่งผลให้อัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นลดลงเท่ากับ -0.0086 หน่วย เมื่อกำหนดให้ตัวแปรอื่นคงที่

6. อัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) กับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DPR) อัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น (DPR) ที่ค่า z -Statistic = -0.1815 ค่า Prob. = 0.8559

ซึ่งสามารถแสดงสมการความสัมพันธ์ของอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ดังนี้

$$\begin{aligned} \text{DPR} = & -0.5363 + 0.0023(\text{TOP5}) + 1.3528(\text{ROA}) + 0.0429(\text{SIZE}) - 0.3316(\text{LEV}) - 0.0086(\text{MTB}) - \\ & (0.0000)^* \quad (0.0000)^* \quad (0.0000)^* \quad (0.0000)^* \quad (0.0000)^* \quad (0.0000)^* \\ & 0.1523(\text{RETE}) \\ & (0.8559) \end{aligned}$$

หมายเหตุ: ค่าในวงเล็บคือ Prob.

**หมายถึงค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 99 %

*หมายถึงค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95 %

เมื่อทำการวิเคราะห์ปัจจัยที่อธิบายขนาดหรือปริมาณการจ่ายเงินปันผล แนวโน้มการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดในประเทศไทย พบว่า การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมีผลเชิงบวกต่อแนวโน้มการจ่ายเงินปันผล ซึ่งอธิบายได้ว่า บริษัทที่มีการกระจุกตัวสูงมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลมากขึ้น เนื่องจากการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นสูงจะมีการตัดสินใจในการจ่ายเงินปันผลสูง นอกจากนี้ยังพบว่า อัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) ที่สูงขึ้นก็ทำให้บริษัทมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลสูงขึ้น ซึ่งตรงกันข้ามกับทฤษฎีทั่วไปที่กล่าวว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย แสดงว่า ในประเทศไทย ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ไม่ได้เอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย

ตารางที่ 6 สรุปสมมติฐาน

	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ
สมมติฐานที่ 1	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	จ่ายเงินปันผล
สมมติฐานที่ 2	อัตราส่วนผลตอบแทนทางสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	จ่ายเงินปันผล
สมมติฐานที่ 3	ขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	จ่ายเงินปันผล
สมมติฐานที่ 4	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	จ่ายเงินปันผล
สมมติฐานที่ 5	ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	จ่ายเงินปันผล
สมมติฐานที่ 6	อัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุนมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ไม่จ่ายเงินปันผล

ตารางที่ 7 สรุปสมมติฐาน

สมมติฐาน	สมมติฐาน	ผลการทดสอบ
สมมติฐานที่ 1	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ยอมรับสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 2	อัตราส่วนผลตอบแทนทางสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ยอมรับสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 3	ขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ยอมรับสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 4	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ยอมรับสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 5	ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ยอมรับสมมติฐาน
สมมติฐานที่ 6	อัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุนมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	ปฏิเสธสมมติฐาน

สรุปและอภิปรายผลการวิจัย

จากการวิเคราะห์ข้อมูลโดยใช้สถิติพรรณนาในการศึกษาค่าสถิติพื้นฐานของข้อมูลตัวแปรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยของกลุ่มตัวอย่างมีทั้งหมดจำนวน 1,921 ข้อมูล พบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีค่าเฉลี่ย 0.25% และมีบางข้อมูลที่มีค่าสูงถึง 1% ส่วนของผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก (TOP5) มีค่าเฉลี่ย 54.66% และมีบางข้อมูลที่มีค่าสูงถึง 98.64% ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (ROA) มีค่าเฉลี่ย 0.079% และมีบางข้อมูลที่มีค่าสูงถึง 0.97% และต่ำสุดถึง 0.89% ในส่วนของขนาดของธุรกิจ (SIZE) มีค่าเฉลี่ย 15.50% และพบว่ามีบางข้อมูลมีค่าสูงถึง 21.53% และต่ำสุดถึง 9.96% ส่วนของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.42% และพบว่ามีบางข้อมูลที่มีค่าสูงถึง 0.97% ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (MTB) มีค่าเฉลี่ย 2.15% และพบว่ามีบางข้อมูลที่มีค่าสูงถึง 19.10% และในส่วนของอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0038% และมีบางข้อมูลที่มีค่าสูงถึง 0.16% และต่ำสุดถึง -0.01%

ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นกับตัวแปรอิสระ พบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก (TOP5) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (ROA) ขนาดของธุรกิจ (SIZE) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (MTB) และอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ในระดับนัยสำคัญที่ 0.01 กล่าวคือเมื่อสัดส่วน

ผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก (TOP5) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (ROA) ขนาดของธุรกิจ (SIZE) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (MTB) และอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) เพิ่มขึ้น อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ก็เพิ่มขึ้นตามแต่อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) มีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ในระดับนัยสำคัญที่ 0.01 กล่าวคือเมื่ออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) เพิ่มขึ้นอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) จะลดลง

ผลการทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์สมการการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) แบบ Linear พบว่า ค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ (Adj. R Square) เท่ากับ 0.135 หรือสมการมีอำนาจในการพยากรณ์ได้ถึง 13.50% ซึ่งหมายความว่าตัวแปรอิสระที่ใช้สามารถทำนายการเปลี่ยนแปลงของอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) และผลการวิเคราะห์การทดสอบด้วยค่าสถิติ t-test ได้ดังนี้ อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีความสัมพันธ์กับสัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก (TOP5) ที่ค่า $t = 5.2240$ ค่า P-value = 0.0000 อธิบายได้ว่าถ้าค่าสัดส่วนผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก (TOP5) เพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้ค่าของอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) เพิ่มขึ้น 0.0010 หน่วยที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (ROA) ที่ค่า $t = 11.0690$ ค่า P-value = 0.0000 อธิบายได้ว่าถ้าค่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (ROA) เพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้ค่าของอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) เพิ่มขึ้น 0.6280 หน่วยที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีความสัมพันธ์กับขนาดของธุรกิจ (SIZE) ที่ค่า $t = 4.7600$ ค่า P-value = 0.0000 อธิบายได้ว่าถ้าค่าขนาดของธุรกิจ (SIZE) เพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้ค่าของอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) เพิ่มขึ้น 0.2020 หน่วยที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) ที่ค่า $t = -7.7750$ ค่า P-value = 0.0000 อธิบายได้ว่าถ้าค่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) เพิ่มขึ้น 1 หน่วยจะทำให้ค่าของอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ลดลง 0.2340 หน่วยที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีความสัมพันธ์กับราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชี (MTB) ที่ค่า $t = -0.1090$ ค่า P-value = 0.9130 อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน (RETE) ที่ค่า $t = -0.8400$ ค่า P-value = 0.4010

ผลการทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์สมการการถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) แบบ Logistic Regression พบว่า ตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์ในการอธิบายการแปรเปลี่ยนของอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยถึงร้อยละ 39.24 และมีค่าคงที่ตัดแกน Y เท่ากับ -8.2896 โดย ปัจจัยที่เป็นตัวกำหนดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ขนาดของธุรกิจอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์สัดส่วนการถือหุ้นของกรรมการบริษัทและผู้บริหาร และอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุนเป็นปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยตัวแปรแต่ละตัวแปรมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นดังนี้

1. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกจากการศึกษาพบว่า เป็นปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น

2. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์จากการศึกษาพบว่า เป็นปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นมาก และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น
3. ขนาดของธุรกิจจากการศึกษาพบว่า เป็นปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น
4. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์จากการศึกษาพบว่า เป็นปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นมากที่สุด แต่มีความสัมพันธ์ไปในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น
5. ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชีจากการศึกษาพบว่า เป็นปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น
6. อัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุน จากการศึกษพบว่า เป็นปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้นมาก และมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น

อภิปรายผลการวิจัย

1. สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.0169 หมายความว่า ถ้าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีมูลค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 มีแนวโน้มจะทำให้บริษัทมีอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นเพิ่มสูงขึ้นร้อยละ 0.0169 เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นผู้กำหนดนโยบายในการจ่ายเงินปันผลของบริษัท มีความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยแห่งสาธารณประชาชนจีน ที่พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่อันดับแรก การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น 5 อันดับแรก มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการตัดสินใจการจ่ายเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ

2. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์กับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 20.8116 หมายความว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีมูลค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 มีแนวโน้มจะทำให้บริษัทมีอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นเพิ่มสูงขึ้นร้อยละ 20.8117 เนื่องจากเมื่อบริษัทมีรายได้สุทธิมากก็จะจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นเช่นกันเพื่อเป็นการสร้างความมั่นใจให้กับผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับผลการศึกษาของสิทธิพงษ์ รินวิไลรักษ์ (2547) ได้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผล และเปรียบเทียบผลการประกอบการของกลุ่มบริษัทที่ดำเนินนโยบายปัญหาที่เกิดจากตัวแปรที่ต่างกัน สรุปได้ว่า ปัจจัยหลักที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลคือปัจจัยด้านรายได้ ทั้งรายได้ในอดีตและการคาดการณ์รายได้ ในอนาคตโดยกลุ่มบริษัทที่มีรายได้และผลประกอบการที่สูงจะมีศักยภาพในการจ่ายเงินปันผลได้สูงกว่า

3. ขนาดของธุรกิจกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นขนาดของธุรกิจมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.4813 หมายความว่า ขนาดของธุรกิจมีมูลค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 มีแนวโน้มจะทำให้บริษัทมีอัตราส่วนเงินปันผล

ต่อส่วนผู้ถือหุ้นเพิ่มสูงขึ้นเท่ากับร้อยละ 0.4813 ทั้งนี้เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่มีกำไรมาก ในขณะที่บริษัทขนาดเล็กจำเป็นต้องนำเงินที่เป็นกำไรบางส่วนไปลงทุนเพื่อขยายกิจการของตนเอง

4. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์กับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นแสดงถึงปัจจัยอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นอย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -2116 หมายความว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีมูลค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 จะมีแนวโน้มทำให้บริษัทมีอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นลดลงร้อยละ -2116 เนื่องจากเมื่อบริษัทมีหนี้สินจำนวนมากบริษัทก็จำเป็นต้องนำผลกำไรส่วนหนึ่งไปชำระหนี้สินที่มีอยู่

5. ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชีกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชีมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.1155 หมายความว่า ราคาตลาดต่อมูลค่าหุ้นตามบัญชีมีมูลค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 มีแนวโน้มจะทำให้บริษัทมีอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นเพิ่มสูงขึ้นร้อยละ 0.1155 สอดคล้องกับผลการศึกษาของ รัฐชิตา กุฎีศรี (2559) ศึกษาผลกระทบของบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบครอบครัวต่อการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทย พบว่า บริษัทที่มีการถือหุ้นแบบเป็นครอบครัวจะมีความระมัดระวังในการบริหารงานให้เป็นไปอย่างโปร่งใสเพื่อรักษาผลประโยชน์ที่ตนและครอบครัวมีส่วนได้เสียอยู่มากกว่าการหาผลประโยชน์ส่วนตนจากอำนาจการออกเสียงของตนเอง ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎี Alignment Effect

6. อัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุนกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้น อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับ 0.05 โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 159.5400 หมายความว่า ถ้าอัตราส่วนกำไรสะสมต่อทุนมีมูลค่าเพิ่มขึ้นร้อยละ 1 มีแนวโน้มจะทำให้บริษัทมีอัตราส่วนเงินปันผลต่อส่วนผู้ถือหุ้นเพิ่มสูงขึ้นร้อยละ 159.5400 เนื่องจากบริษัทที่มีกำไรสะสมเพิ่มขึ้นทุกปี จะนำผลกำไรที่เพิ่มขึ้นนั้นไปจ่ายเป็นเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น และเป็นการสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนถึงความมั่นคงของบริษัท ในอีกทางหนึ่งการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นก็เป็นการเพิ่มราคาของหุ้นของบริษัทด้วย

ข้อเสนอแนะ

จากผลการศึกษาการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผู้ศึกษามีข้อเสนอแนะเพิ่มเติมดังนี้

ข้อเสนอแนะเชิงปฏิบัติการ

1. จากการศึกษาพบว่า ตัวแปรทั้ง 6 ตัวแปรมีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ดังนั้นนักลงทุนที่ต้องการลงทุนในบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จึงควรมีการพิจารณาในปัจจุบันดังกล่าวด้วย

2. การลงทุนในบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนักลงทุนควรมีการศึกษานโยบายในการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัทมาพิจารณาเพิ่มเติมด้วย

ข้อเสนอแนะเชิงวิชาการ

การศึกษาครั้งนี้เป็นการศึกษาการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งด้านการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นยังไม่มีผลต่อนโยบายเงินปันผล ซึ่งงานวิจัยครั้งต่อไปผู้วิจัยขอเสนอให้ศึกษาปัจจัยในส่วนที่คาดว่าจะมีผลต่อนโยบายเงินปันผล เช่น ความสามารถในการทำกำไร สภาพคล่องของบริษัท ความสามารถในการจัดหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกกิจการ และข้อกำหนดตามกฎหมายเกี่ยวกับเงินปันผล เป็นต้น ซึ่งผู้วิจัยคาดว่าปัจจัยดังกล่าวน่าจะมีผลต่อนโยบายจ่ายเงินปันผล

เอกสารอ้างอิง

- เจียพิงกัว. (2556). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เชียงใหม่. (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยบูรพา).
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2555). หลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีสำหรับบริษัทจดทะเบียนปี 2555. สืบค้นเมื่อ 15 มิถุนายน 2562. จาก https://www.set.or.th/sustainable_dev/th/cg/files/2013/CGPrinciple2012Thai-Eng.pdf.
- นันทิชา ชลวณิชกุล. (2556). ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อนโยบายเงินปันผลของบริษัทในประเทศไทย. (การศึกษาค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- รณชัย ชูประสูตร. (2556). ผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันต่อโครงสร้างเงินทุน นโยบายเงินปันผลจ่าย และการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัท. (การศึกษาค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- รัชชิตา กุฎีศรี. (2559). ผลกระทบของบริษัทที่มีโครงสร้างการถือหุ้นแบบครอบครัวต่อการกำกับดูแลกิจการที่ดีในกลุ่มตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน การประชุมวิชาการระดับชาติราชภัฏเพชรบุรี วิจัยเพื่อแผ่นดินที่ยั่งยืนครั้งที่ 6 (หน้าที่ 1-7). สืบค้นจาก <https://www.journal.pbru.ac.th>.
- เริงรัก จำปาเงิน. (2544). การจัดการการเงิน (พิมพ์ครั้งที่ 2). กรุงเทพฯ: บุคเน็ท.
- วัชรพล บุระชาติ. (2553). การศึกษาอัตราผลตอบแทน ความเสี่ยง และผลการดำเนินงานของหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์ MAI ปี พ.ศ. 2550-2552. (วิทยานิพนธ์เศรษฐศาสตรมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์).
- สุทธิพงษ์ รินวิไลรักษ์. (2547). ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผลและเปรียบเทียบผลประกอบการของกลุ่มบริษัทที่ดำเนินนโยบายปัญหาที่เกิดจากตัวแปรที่ต่างกัน. (วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย).
- Chay, J. B., & Suh, J. (2009). Payout policy and cash-flow uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 88-107.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers.

American Economic Review, 76, 323-329.

Menard, S. (1995). *Applied logistic regression analysis*. Thousand Oaks, CA: Sage.

Ramli, N. M. (2010). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Malaysian companies. *International Review of Business Research Papers*, 6(1), 170-180.

Rizqia, D. A., & Sumiati, S. A. (2013). Effect of managerial ownership, financial leverage, profitability, firm size, and investment opportunity on dividend policy and firm value. *Journal of Finance and Accounting*, 4(11), 120-130.

Wang, D. (1999). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44(3), 619-656.