



การศึกษาลักษณะการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของ  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวจุฑามาศ พวงสมบัติ

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บัญชีมหาบัณฑิต  
ภาควิชาการบัญชี สาขาบัญชี  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2558  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

การศึกษาลักษณะการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของ  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดย

นางสาวจุฑามาศ พวงสมบัติ



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บัญชีมหาบัณฑิต  
ภาควิชาการบัญชี สาขาบัญชี  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2558  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



TYPES OF DIVIDENDS PAYMENT AND FUTURE FIRM PERFORMANCE

BY

MISS JUTAMAD PUANGSOMBAT



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF ACCOUNTING

FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY

THAMMASAT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2015

COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวจุฑามาศ พวงสมบัติ

เรื่อง

การศึกษาลักษณะการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของ  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
บัญชีมหาบัณฑิต

เมื่อวันที่ 11 พ.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ไพลิน ตรงเมธีรัตน์)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.นนทวรรณ ยมจินดา)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	การศึกษาลักษณะการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานใน อนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่ง ประเทศไทย
ชื่อผู้เขียน	นางสาวจุฑามาศ พวงสมบัติ
ชื่อปริญญา	บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	บัญชี พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. นนทวรรณ ยมจินดา
ปีการศึกษา	2558

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้เป็นการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2550-2557 โดยมีวัตถุประสงค์ที่จะทดสอบแนวความคิดเกี่ยวกับการส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลประกอบการของบริษัทไปยังนักลงทุน ด้วยการจ่ายเงินปันผล โดยทำการศึกษาการจ่ายปันผลใน 2 ลักษณะ คือ การจ่ายเงินปันผล และการจ่ายหุ้นปันผลพร้อมเงินปันผล

ผลการศึกษาพบว่า การจ่ายปันผลของบริษัทไม่ว่าจะจ่ายเป็นเงินปันผล หรือการจ่ายหุ้นปันผลพร้อมเงินปันผล มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่วัดด้วยยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิของบริษัท นอกจากนี้ มูลค่าของเงินปันผลก็มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต และ แนวคิด Information content of dividends แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของหุ้นปันผลและเงินปันผลที่จ่ายพร้อมกัน กับผลการดำเนินงานในอนาคต

คำสำคัญ : เงินปันผล, หุ้นปันผล, ผลการดำเนินงานในอนาคต

Independent Study Title	TYPES OF DIVIDENDS PAYMENT AND FUTURE FIRM PERFORMANCE
Author	Miss Jutamad Puangsombat
Degree	Degree of Master of accounting
Department/Faculty/University	Accounting Commerce and accountancy Thammasat University
Advisor	Assistant. Professor.
Academic Year	Nontawan Yomchinda, Ph.D. 2015

### **ABSTRACT**

The aim of this study is to test the ability of the firm to signal its future performance through various types of dividend payments.

Empirical results show a significant positive association between dividend payout and future firm performance as measured by sales, EBIT and net profit. The amount of cash dividends appears to have a positive relationship with future firm performance. Consistent with prior studies on Information content of dividends, while no correlation between the amount of stock dividends and future firm performance is found.

Keywords : Cash dividend, Stock dividend, Firm performance

## กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความรู้และความช่วยเหลือจากหลายๆ ท่าน ผู้วิจัยขอขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. นนทวรรณ ยมจินดา ในฐานะอาจารย์ที่ปรึกษา ซึ่งท่านได้กรุณาให้คำปรึกษา คำแนะนำ และเสนอความคิดเห็นอันก่อให้เกิดประโยชน์แก่การศึกษา ครั้งนี้ และขอขอบพระคุณผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร. ไพลิน ตรงเมธีรัตน์ ที่ท่านกรุณามาเป็นกรรมการ สอบการค้นคว้าอิสระ ตลอดจนได้ให้คำแนะนำเพิ่มเติมที่ทำให้การศึกษาอิสระฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

นอกจากนี้ขอขอบพระคุณครอบครัว เพื่อน MAP 11 ธรรมศาสตร์ ตลอดจนทุกคนที่ ร่วมเป็นกำลังใจและให้ความช่วยเหลือในการจัดทำการศึกษาอิสระฉบับนี้ให้สำเร็จลุล่วงเป็นอย่างดี

อนึ่ง หากมีส่วนติหรือประโยชน์ใดที่ผู้อ่านได้รับจากการศึกษาอิสระฉบับนี้ ผู้วิจัยขอมอบ ความดีนี้แก่ทุกคนที่มีส่วนช่วยเหลือผู้วิจัย ตลอดจนสถาบันการศึกษา แต่หากมีข้อบกพร่อง ประการใดผู้วิจัยขอน้อมรับแต่เพียงผู้เดียว

จุฬามาศ พวงสมบัติ  
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
พ.ศ. 2558

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(6)
สารบัญภาพประกอบ	(7)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์งานวิจัย	3
1.3 ขอบเขตการศึกษา	3
1.4 ประโยชน์ที่ได้รับจากงานวิจัย	3
1.5 เค้าโครงของการนำเสนองานวิจัย	4
บทที่ 2 ทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 วิธีการจ่ายปันผล	5
2.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับลักษณะการจ่ายเงินปันผล	7
2.3 การส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลกำไรในอนาคตของบริษัทด้วยการจ่ายปันผล	8
2.4 ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท	10
2.5 กรอบแนวคิดในการศึกษา	10
2.6 สมมติฐานในการศึกษา	11



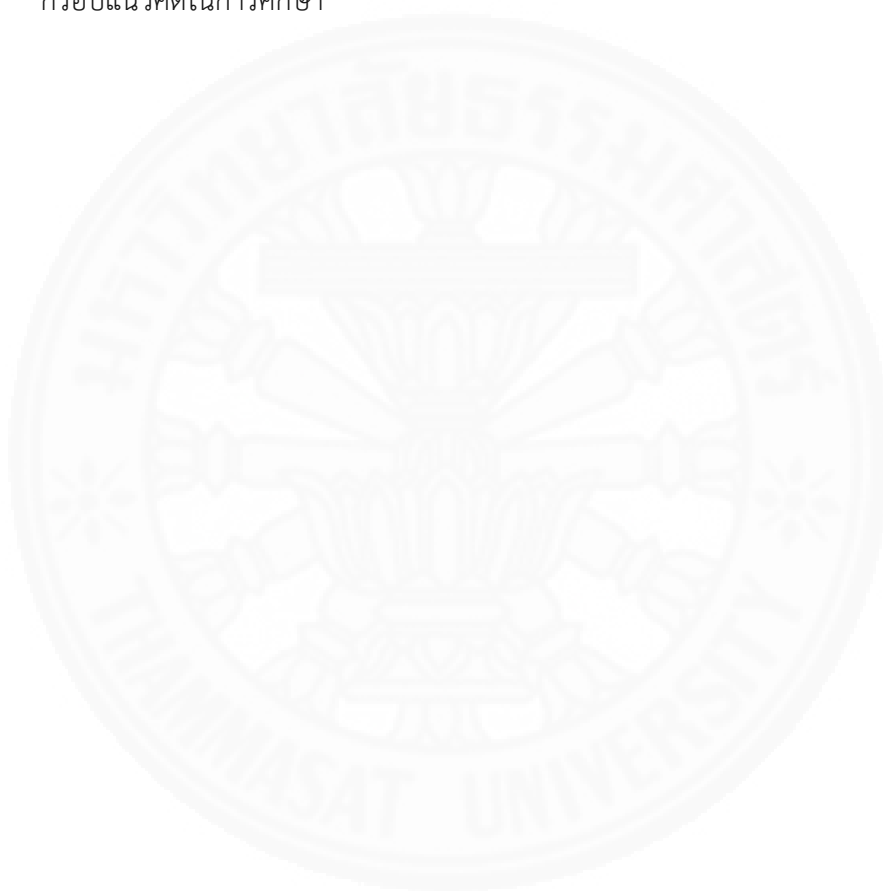
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย	13
3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา	13
3.2 วิธีการเก็บข้อมูล	13
3.3 ปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท	15
3.4 แบบจำลองที่ใช้ในการวิจัย	16
3.5 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้	18
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	20
4.1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	20
4.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	23
4.3 การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานในอนาคต	25
4.4 การหาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายปันผลกับผลกำไรในอนาคตของบริษัท	28
4.5 ผลการทดสอบสมมติฐาน	38
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	40
5.1 สรุปและอภิปรายผลการศึกษา	40
5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย	43
5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	43
รายการอ้างอิง	44
ประวัติการศึกษา	48

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.2 การเก็บข้อมูลของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	14
4.1.1 แสดงจำนวนบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่มีการจ่ายปันผลในช่วงปี 2550-2557	21
4.1.2 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาแยกประเภทตามลักษณะการจ่ายปันผล	22
4.1.3 ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร (Descriptive Statistics)	22
4.2.1 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรโดยใช้สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์	24
4.3.1 ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานในอนาคตของกลุ่มบริษัท ที่จ่ายปันผลกับกลุ่มที่ไม่จ่ายปันผล	26
4.3.2 ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานในอนาคตของกลุ่มบริษัท ที่จ่ายเงินปันผลกับกลุ่มที่จ่ายหุ้นปันผลพร้อมเงินปันผล	27
4.4.1 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายปันผลกับ ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท	29
4.4.2 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างวิธีการจ่ายปันผล กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท	31
4.4.3 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนของเงินปันผล กับหุ้นปันผลที่จ่ายพร้อมกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท	33
4.4.4 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าปันผล กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท	35
4.4.5 แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเงินปันผล มูลค่าหุ้นปันผลและเงินปันผล กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท	37
5.1.1 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1	40
5.1.2 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2	41
5.1.3 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2	41
5.1.4 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3	43

## สารบัญญภาพประกอบ

ภาพที่		หน้า
1.1	ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเฉลี่ย และ ต่ำสุด ตั้งแต่ปี 2539 – 2557	2
1.2	กำไรสุทธิเฉลี่ยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2539-2557	2
2.5	กรอบแนวคิดในการศึกษา	10



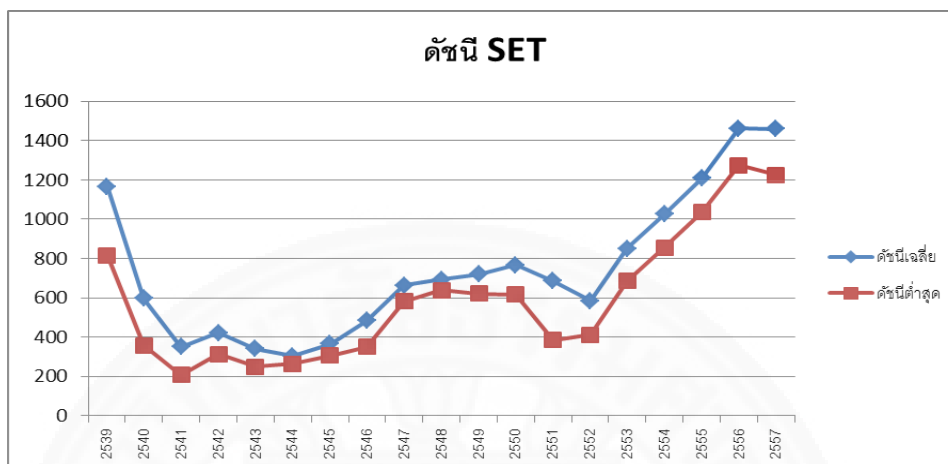
## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

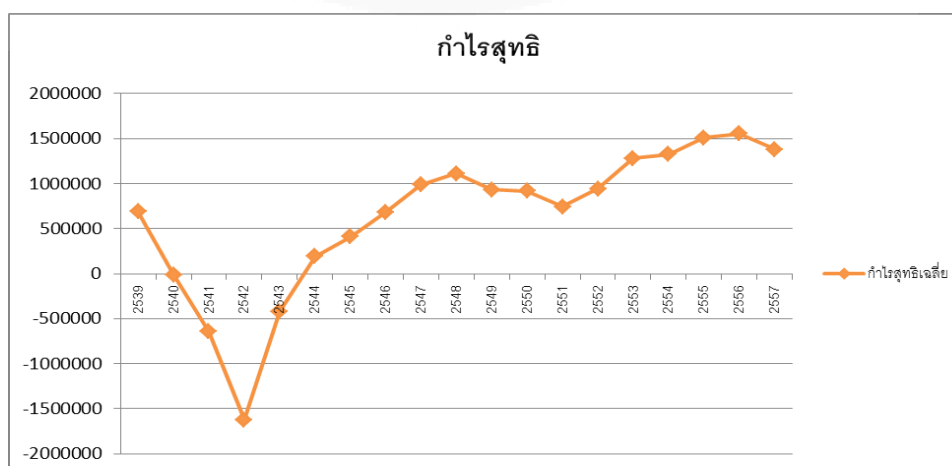
ประเทศไทยเคยประสบกับวิกฤตเศรษฐกิจที่รุนแรง 2 ครั้ง ในรอบ 20 ปี ที่ผ่านมา ซึ่งส่งผลให้ดัชนีในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยลดลงอย่างมาก วิกฤตครั้งแรกที่เกิดขึ้นในช่วงปี พ.ศ. 2540 หรือที่เรียกว่า วิกฤตต้มยำกุ้ง เป็นวิกฤตการณ์ทางการเงินที่เริ่มขึ้นในประเทศไทย ซึ่งเกิดจากการเติบโตเกินปกติของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ นักลงทุนจึงเข้ามาลงทุนเพื่อเก็งกำไรจำนวนมาก ส่งผลให้ ราคาอสังหาริมทรัพย์เพิ่มสูงกว่าที่ควรจะเป็น หรือที่เรียกว่า “ภาวะเศรษฐกิจฟองสบู่” และเกิดภาระหนี้สาธารณะตามมา ทำให้รัฐบาลในสมัยนั้นจำเป็นต้อง ลอยตัวค่าเงินบาท เพื่อรักษาระดับเงินสำรองคลังของประเทศ วิกฤตครั้งนี้ส่งผลให้ดัชนีตลาดหลักทรัพย์ปรับตัวลดลงอย่างรุนแรง ส่งผลไปยังประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ภายหลังจากนั้น เศรษฐกิจก็ค่อย ๆ ปรับตัวดีขึ้น จนกระทั่งประเทศไทยได้รับผลกระทบจากวิกฤตเศรษฐกิจ ครั้งที่ 2 ซึ่งเริ่มจากวิกฤตเศรษฐกิจในประเทศสหรัฐอเมริกา ตั้งแต่ช่วงกลางปี พ.ศ. 2550 และรุนแรงขึ้น ในปี พ.ศ. 2551 เรียกว่า วิกฤตการณ์แฮมเบอร์เกอร์ (Hamburger Crisis) โดยเกิดจากปัญหาการบริหารจัดการสินเชื่ออสังหาริมทรัพย์ผิดพลาด จนเกิดปัญหาขาดสภาพคล่อง ทำให้บริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกาหลายบริษัท ล้มละลาย และต้องปิดบริษัทลงจนส่งผลกระทบต่อเนื่องไปทั่วโลก ทำให้ดัชนีในตลาดหลักทรัพย์ทั่วโลกต่ำลงเป็นประวัติการณ์ ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ได้รับผลกระทบจากวิกฤตในครั้งนี้ ส่งผลให้ดัชนี SET ปรับตัวลดลงอย่างมาก ดังแสดงในภาพ 1.1 จะเห็นได้ว่าช่วงปี 2550-2552 ดัชนี SET ปรับตัวลดลง โดยในปี 2552 ดัชนี SET เฉลี่ยต่ำสุด เท่ากับ 584.58 จุด และดัชนีลดลงต่ำสุดในปี 2551 เท่ากับ 384.15 จุด

ภาพที่ 1.1  
ดัชนีตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเฉลี่ย และ ต่ำสุด ตั้งแต่ปี 2539 – 2557



ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์มีความผันผวน บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็มีสัดส่วนกำไรสุทธิเฉลี่ยไปในทิศทางเดียวกันกับดัชนี SET (ดังแสดงในภาพ 1.2) แสดงให้เห็นว่ากำไรสุทธิเฉลี่ยของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจได้รับผลกระทบจากปัจจัยเชิงเศรษฐกิจจากภายนอก รวมถึงการรับรู้ข่าวสารต่างๆ ที่จะส่งผลกระทบต่อกำไรในอนาคตของบริษัท

ภาพที่ 1.2  
กำไรสุทธิเฉลี่ยของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงปี 2539-2557  
(หน่วย : ล้านบาท)



ดังนั้น นักลงทุนที่ลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ ต้องใช้ความระมัดระวังในการลงทุนอย่างมาก ซึ่งนอกเหนือจากการพิจารณาข้อมูลในงบการเงิน และการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงิน ประกอบการวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของบริษัทแล้ว ยังอาจใช้แนวคิด Information content of dividends hypothesis ที่เสนอโดย Miller and Modigliani (1961) ในการพิจารณาการลงทุน โดยมองว่า การประกาศจ่ายปันผลที่สูงขึ้น เป็นการส่งสัญญาณไปยังนักลงทุน เมื่อผู้บริหารคาดการณ์ว่า บริษัทจะมีรายได้เพิ่มขึ้นในอนาคต โดยผลงานวิจัยของ Aharony and Dotan (1994) Arnott and Asness (2003) และ Zhou and Ruland (2006) ให้ข้อสรุปที่สนับสนุนแนวคิดนี้

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้กำหนดให้บริษัทสามารถเลือกจ่ายปันผล ได้ 2 ลักษณะ คือ 1. การจ่ายปันผลเป็นเงินสด หรือเรียกว่า เงินปันผล ซึ่งจะจ่ายเมื่อบริษัทมีกำไรหรือเงินสดส่วนเกิน และ 2. การจ่ายปันผลในรูปหุ้นปันผล ในกรณีที่บริษัท มีความจำเป็นต้องรักษาสภาพคล่อง เพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน หรือ มีความต้องการที่เก็บเงินสำรองไว้ใช้สำหรับการลงทุนในอนาคต

ในช่วงปี 2550-2556 บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง โดยมีอัตราการจ่ายเงินปันผลเฉลี่ยสูงถึง 52.4% ของกำไรสุทธิรวม และบริษัทมีแนวโน้มจ่ายปันผลเป็นหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น (สมิตรา ตั้งสมวรวงษ์, 2557) ดังนั้น จึงเป็นเรื่องที่น่าสนใจว่าการจ่ายปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทั้ง 2 ลักษณะ จะใช้เป็นเครื่องมือในการส่งสัญญาณถึงผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทได้หรือไม่

## 1.2 วัตถุประสงค์งานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้มีวัตถุประสงค์ ที่จะทดสอบแนวความคิดเกี่ยวกับการส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลประกอบการของบริษัทไปยังนักลงทุนด้วยการจ่ายปันผล โดยศึกษาว่าการจ่ายปันผลในลักษณะต่างๆ มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือไม่ ทั้งนี้เพื่อให้นักลงทุนสามารถใช้แนวคิดดังกล่าวเป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์และตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์นั้นๆ

## 1.3 ขอบเขตการศึกษา

งานวิจัยนี้ศึกษาลักษณะการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยรวบรวมข้อมูล ตั้งแต่ พ.ศ. 2550-2557 รวมระยะเวลา 8 ปี

#### 1.4 ประโยชน์ที่ได้รับจากงานวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่าง การจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ซึ่งถ้าพบว่ามีความสัมพันธ์กันจะเป็นการยืนยันแนวความคิดเกี่ยวกับการส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลประกอบการของบริษัทไปยังนักลงทุนด้วยการจ่ายปันผล ซึ่งช่วยให้นักลงทุนสามารถใช้ลักษณะการจ่ายปันผล เป็นเครื่องมือในการวิเคราะห์เพื่อการลงทุนในหลักทรัพย์นั้นๆ

#### 1.5 เค้าโครงของการนำเสนองานวิจัย

เนื้อหาของงานวิจัยฉบับนี้ประกอบไปด้วย 5 ส่วน สรุปได้ดังนี้

บทที่ 1 กล่าวถึง ที่มาและความสำคัญของการศึกษา วัตถุประสงค์ของการศึกษา ขอบเขตการศึกษา และ ประโยชน์ที่ได้รับจากงานวิจัย

บทที่ 2 กล่าวถึง ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องและการทบทวนวรรณกรรมและสมมติฐานในการศึกษา

บทที่ 3 กล่าวถึง วิธีการดำเนินงานวิจัย ซึ่งจะอธิบายถึง ลักษณะประชากรที่ใช้ในการศึกษา วิธีการเก็บข้อมูล เครื่องมือที่ใช้ในการศึกษา รวมถึง การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้

บทที่ 4 แสดง ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของกลุ่มตัวอย่าง ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ย ผลการวิเคราะห์สหสัมพันธ์ และ ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ

บทที่ 5 กล่าวถึง สรุปผลการวิจัย ข้อจำกัดของงานวิจัย และข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

## บทที่ 2

### ทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในการศึกษาลักษณะการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิด ทฤษฎี และผลงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง เพื่อใช้เป็นแนวทางในการศึกษา ดังต่อไปนี้

#### 2.1 วิธีการจ่ายปันผล

ปันผล (Dividend) เป็นผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นสามัญและหุ้นบุริมสิทธิจะได้รับ โดยการจ่ายปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นเป็นนโยบายของกิจการที่ขึ้นอยู่กับการตัดสินใจของฝ่ายบริหาร ซึ่งต้องคำนึงถึงผลการดำเนินงาน กำไร สภาพคล่อง ฐานะทางการเงิน ภาระผูกพันในการชำระหนี้ ความจำเป็นในการใช้เงิน รวมทั้งแผนงานในอนาคตของกิจการ นอกจากนี้พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 มาตรา 115 ยังกำหนดว่า “การจ่ายเงินปันผลจากเงินประเภทอื่นนอกจากเงินกำไรจะกระทำมิได้ ในกรณีที่บริษัทยังมียอดขาดทุนสะสมอยู่ ห้ามมิให้จ่ายเงินปันผล” ดังนั้น ถึงแม้บางปีบริษัทจะมีกำไรสุทธิ แต่ยังมีผลขาดทุนสะสมค้างอยู่ บริษัทก็ไม่สามารถจ่ายปันผลได้

วิธีการจ่ายปันผล สามารถแบ่งได้เป็นประเภท 2 ประเภทหลักๆ ได้แก่

##### (1) จ่ายปันผลเป็นเงินสด (Cash dividend)

กิจการจะจ่ายปันผลเป็นเงินสด โดยกำหนดเป็นอัตราการจ่ายเงินปันผลจากกำไรต่อหุ้น จะทำให้กำไรสะสมและเงินสดของบริษัทลดลง ดังนั้น การจ่ายเงินสดปันผลต้องระวังไม่ให้จ่ายมากเกินไป จนทำให้กระทบเงินทุนหมุนเวียนและสภาพคล่องของบริษัทได้

##### (2) จ่ายปันผลเป็นหุ้น (Stock dividend)

สำหรับกิจการที่มีผลประกอบการดี แต่มีความจำเป็นต้องรักษาสภาพคล่องเพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน หรือ กิจการมีความต้องการที่จะใช้เงินสำหรับการลงทุนในอนาคต ซึ่งนำมาสู่กำไรที่เพิ่มขึ้นในอนาคตได้ กิจการอาจเลือกจ่ายปันผล ในรูปหุ้นปันผล แทนที่จะต้องไปกู้เงินจากธนาคาร และเสียดอกเบี้ย (ศิริยศ จุฑานนท์, 2556) โดยจ่ายหุ้นปันผลให้ผู้ถือหุ้น ตามอัตราส่วนของจำนวนหุ้นที่ผู้ถือหุ้นแต่ละคนถืออยู่ ซึ่งการจ่ายปันผลเป็นหุ้นนั้นจะส่งผลให้จำนวนหุ้นในมือของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น แต่สัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทของผู้ถือหุ้นแต่ละคนไม่เปลี่ยนแปลง (Shim & Siegel, 2000)

การจ่ายปันผลเป็นหุ้น เป็นประโยชน์ทั้งสำหรับบริษัทและผู้ถือหุ้น ในส่วนของบริษัท การจ่ายปันผลเป็นหุ้น ทำให้บริษัทสามารถรักษาสภาพคล่องโดยเก็บเงินสดไว้สำหรับการลงทุนและขยาย



กิจการ โดยไม่ต้องหาเงินทุนเพิ่มจากแหล่งเงินทุนข้างนอก ซึ่งอาจมีต้นทุนสูงกว่า นอกจากนี้การจ่ายหุ้นปันผล ยังเป็นการดึงดูดให้นักลงทุนสนใจถึงแม้จะไม่ได้จ่ายปันผลเป็นเงินสดก็ตาม

ในส่วนของนักลงทุนเมื่อได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนเป็นในรูปของหุ้นปันผล อาจนำหุ้นที่ได้รับไปขายเพื่อเปลี่ยนเป็นเงินสด หรือ ถือหุ้นนั้นไว้เพื่อผลตอบแทนในระยะยาว

ช่วงก่อนปี พ.ศ. 2557 ประเทศไทยไม่ได้มีการกำหนดหลักการบัญชีสำหรับการจ่ายหุ้นปันผลไว้ในมาตรฐานการรายงานทางการเงินของไทยรวมถึงมาตรฐานการรายงานทางการเงินระหว่างประเทศ (International Financial Reporting Standards : IFRS) แต่สหรัฐอเมริกาซึ่งเป็นประเทศที่มีมาตรฐานการบัญชีเป็นของตนเอง (US Generally Accepted Accounting Principles : US GAAP) ได้กำหนดแนวทางในการคำนวณมูลค่าหุ้นปันผลโดย (Accounting Research Bulletins ฉบับที่ 43) แบ่งเป็น 2 กรณี ขึ้นกับ จำนวนหุ้นปันผล ดังนี้

- หุ้นปันผลขนาดเล็ก (small stock dividend) กรณีบริษัทจ่ายหุ้นปันผลน้อยกว่า 20-25% เมื่อเทียบกับจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายและอยู่ในมือผู้ถือหุ้น (outstanding shares) ก่อนที่จะจ่ายหุ้นปันผล บริษัทจะบันทึกบัญชีในวันประกาศจ่ายเงินปันผลด้วยราคาตลาด ณ วันที่ประกาศจ่ายปันผล
- หุ้นปันผลขนาดใหญ่ (large stock dividend) กรณีบริษัทจ่ายหุ้นปันผลมากกว่า 20-25% ของจำนวนหุ้นที่ออกจำหน่ายและอยู่ในมือผู้ถือหุ้นก่อนที่จะจ่ายหุ้นปันผล บริษัทจะบันทึกบัญชีในวันประกาศจ่ายปันผล ด้วยมูลค่าที่ตราไว้ (par value)

แต่อย่างไรก็ตาม สภาวิชาชีพบัญชีได้กำหนดแนวทางปฏิบัติสำหรับการบันทึกบัญชีหุ้นปันผล และ ให้ถือปฏิบัติ<sup>1</sup> กับการจ่ายหุ้นปันผลที่เกิดขึ้นในหรือหลังวันที่ 1 มกราคม 2557 เป็นต้นไป โดยไม่ต้องปรับปรุงย้อนหลังตามมาตรฐานบัญชีฉบับนี้ เมื่อบริษัทประกาศจ่ายปันผล บริษัทต้องบันทึกเพิ่มบัญชีทุนจดทะเบียนและชำระแล้วด้วย มูลค่าที่ตราไว้ (par value) ของหุ้นสามัญ คุณจำนวนหุ้นปันผลที่ออกให้ และบันทึกลดบัญชีกำไรสะสมด้วยจำนวนเดียวกัน<sup>2</sup>

บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนใหญ่เลือกจ่ายหุ้นปันผลพร้อมกับการจ่ายเงินสด เนื่องจากบริษัทที่เป็นผู้จ่ายปันผล มีหน้าที่หักภาษี ณ ที่จ่าย ในอัตราร้อยละ 10

<sup>1</sup> ประกาศในราชกิจจานุเบกษา เมื่อวันที่ 23 กุมภาพันธ์ 2557

<sup>2</sup> ในการศึกษาี้จากการเก็บข้อมูลปี พ.ศ. 2550-2557 พบว่า บริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนใหญ่จ่ายหุ้นปันผลขนาดเล็ก ดังนั้น จึงคำนวณมูลค่าหุ้นปันผลด้วย ราคาตลาด ณ วันที่บริษัทประกาศจ่ายปันผล

ของมูลค่าปันผลที่จ่าย ไม่ว่าจะจ่ายปันผลเป็นเงินสด หรือ จ่ายปันผลเป็นหุ้น ในการนี้บริษัทจึงจ่ายหุ้นปันผลพร้อมกับเงินสดเพื่อรองรับการหัก ภาษี ณ ที่จ่าย

ตัวอย่าง ในปี 2557 โสม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) ประกาศจ่ายหุ้นปันผลในอัตรา 7:1 และเงินปันผล 0.0159 บาทต่อหุ้น เมื่อวันที่ 25 กุมภาพันธ์ 2557 โดยราคาพาร์ของบริษัทเท่ากับ 1 บาท ดังนั้น มูลค่าของหุ้นปันผลที่ผู้ถือหุ้นต้องเสียภาษีเท่ากับ  $1/7$  หรือคิดเป็นเงินปันผลเท่ากับ 0.14285714 บาทต่อหุ้น รวมกับเงินปันผลที่จ่ายออกมาพร้อมกันอีก 0.0159 รวมเป็น 0.15875714 บาทต่อหุ้น ซึ่งบริษัทต้องหักภาษี ณ ที่จ่าย ร้อยละ 10 หรือคิดเป็น 0.01587571 บาทต่อหุ้น ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจะได้ปันผลทั้งสิ้น 0.14288143 บาทต่อหุ้น หรือ เท่ากับมูลค่าของหุ้นปันผลที่ผู้ถือหุ้นได้รับ

## 2.2 แนวคิดและทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับลักษณะการจ่ายเงินปันผล

แนวคิดเกี่ยวกับการส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลประกอบการในอนาคตของบริษัท เริ่มพัฒนาจากงานของ Lintner (1956) ที่ทำการศึกษาปัจจัยที่ส่งผลต่อการตัดสินใจในการจ่ายเงินปันผล โดยการสัมภาษณ์ผู้บริหารจากหลายบริษัทในประเทศสหรัฐอเมริกา ซึ่งผลการศึกษาพบว่า ผู้บริหารจะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อเชื่อว่าบริษัทสามารถรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นได้ต่อไปในอนาคต ดังนั้น ปัจจัยที่ผู้บริหารให้ความสำคัญในการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล คือ ผลกำไรในอนาคตของบริษัท ต่อมา Miller and Modigliani (1961) ได้เสนอแนวคิด Information content of dividends hypothesis โดยเชื่อว่า การเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลเป็นสัญญาณที่บอกถึงผลกำไรในอนาคตของบริษัท พวกเขาเชื่อว่า นักลงทุนมีข้อมูลเกี่ยวกับแนวโน้มของบริษัทในอนาคต ไม่แตกต่างไปจากผู้บริหารของบริษัท แต่ในความเป็นจริงแล้ว ผู้บริหารมีข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับแนวโน้มของบริษัท มากกว่าผู้ลงทุนภายนอก เนื่องจากผู้บริหารไม่สามารถที่จะประกาศข้อมูลทั้งหมดเกี่ยวกับบริษัทให้ตลาดทราบได้ เนื่องจากคู่แข่งอาจใช้ประโยชน์ของข้อมูลในการแข่งขันกับบริษัท จึงก่อให้เกิดความไม่สมมาตรกันของข้อมูลระหว่างผู้บริหาร และนักลงทุน (Asymmetric information) เมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผลมากกว่าที่นักลงทุนคาดไว้ จะเป็นการส่งสัญญาณว่าผู้บริหารคาดว่ากำไรในอนาคตจะสูงขึ้น นักลงทุนมองว่า เมื่อผู้บริหาร คาดการณ์ว่าบริษัทจะมีผลกำไรในอนาคตที่สูงขึ้นเพียงพอที่จะทำให้บริษัทเติบโตต่อไปได้ในระยะยาว จะส่งสัญญาณไปให้นักลงทุนรับรู้ โดยผ่านการประกาศจ่ายปันผลที่สูงขึ้น เนื่องจากการประกาศจ่ายปันผล จะช่วยสร้างภาพลักษณ์ที่ดีต่อผลประกอบการของบริษัทในอนาคตในทางตรงกันข้าม หากมีการประกาศจ่ายปันผลลดลง นักลงทุนอาจมองว่าเป็นสัญญาณจากผู้บริหาร ว่ากำไรในอนาคตจะลดลง ซึ่งตลาดก็จะตอบสนองกับสัญญาณนี้

เมื่อมีการจ่ายปันผลมากกว่าที่นักลงทุนคาดไว้ นักลงทุนรับรู้ถึงสัญญาณการคาดการณ์กำไรที่อาจสูงขึ้นในอนาคต ราคาหุ้นสามัญก็จะเพิ่มขึ้น แต่ราคาก็อาจลดลงได้ หากนักลงทุนรู้ภายหลังว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นนั้น เป็นผลมาจากการที่บริษัทไม่มีโครงการนำลงทุนแล้ว

Black (1976) พบว่า การที่บริษัทจ่ายปันผลให้ผู้ถือหุ้น อาจเป็นเพราะต้องการให้ผลตอบแทนกับผู้ถือหุ้นที่ยังถือหุ้นอยู่ และต้องการกระตุ้นให้นักลงทุนซื้อหุ้นของบริษัท และ ผู้บริหารส่วนใหญ่ต้องการบอกข่าวดีกับผู้ถือหุ้น จึงไม่ชอบที่จะประกาศลดการจ่ายปันผล ผู้บริหารจะจ่ายปันผลเพิ่มขึ้น เมื่อผู้บริหารรู้สึกมั่นใจต่อผลประกอบการในอนาคตที่เพียงพอสำหรับการจ่ายปันผลที่เพิ่มขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดที่เกี่ยวข้องกับงานวิจัยนี้

นอกจากนี้ยังมีงานศึกษาเชิงประจักษ์หลายงาน ที่ทดสอบการส่งสัญญาณของปันผลกับผลกำไรในอนาคตของบริษัท (Aharony & Dotan, 1994 , Nissim & Ziv, 2001 และ Zhou & Ruland, 2006) และราคาหุ้นสามัญ (Eddy & Seifert, 1992 และ Aharony & Swary, 1980 ) แต่ในงานนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปันผลกับผลการดำเนินงานของบริษัทเบื้องต้น ที่วัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และ กำไรสุทธิของบริษัท ในปีถัดจากการประกาศจ่ายปันผล

## 2.3 การส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลกำไรในอนาคตของบริษัทด้วยการจ่ายปันผล

นักลงทุนส่วนใหญ่เข้าใจว่าการจ่ายเงินปันผลจะทำให้เงินทุนของบริษัทลดลง เงินสำหรับการลงทุนในอนาคตน้อยลง ซึ่งส่งผลให้ผลกำไรในอนาคตของบริษัทไม่ดี แต่ภายหลังการเกิดแนวคิด Information content of dividends hypothesis พบว่ามีทั้งงานวิจัยที่สนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายปันผลกับผลกำไรในอนาคตของบริษัท และงานวิจัยที่พบความสัมพันธ์ที่ขัดแย้ง

งานวิจัยในอดีตที่สนับสนุนความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายปันผลกับผลกำไรในอนาคตของบริษัท ได้แก่งานของ Healy and Palepu (1988) ซึ่งศึกษากลุ่มบริษัท ที่เริ่มจ่ายปันผลครั้งแรก พบว่า ผลกำไรของบริษัทเพิ่มขึ้น 2 ปี ภายหลังจากการจ่ายปันผล Aharony and Dotan (1994) ศึกษาการใช้เงินปันผลเป็นสัญญาณคาดการณ์กำไรที่จะเปลี่ยนแปลงในอนาคต พบว่าการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีถัด ๆ ไป บริษัทที่จ่ายเงินปันผลมาก จะมีผลต่อการเปลี่ยนแปลงของกำไรที่มากในปีต่อไป เมื่อเทียบกับบริษัทที่ไม่ได้เปลี่ยนแปลงการจ่ายปันผล Arnott and Asness (2003) พบว่า อาจเกิดจากการที่ผู้บริหารไม่ต้องการที่จะปรับลดการจ่ายปันผล การจ่ายปันผลในอัตราที่สูงนั้น เนื่องจากผู้บริหารมีความมั่นใจต่อผลการดำเนินงานและผลกำไรของบริษัทในอนาคต ซึ่งในทางตรงกันข้าม ถ้าผู้บริหารไม่มั่นใจในผลการดำเนินงานของบริษัทในอนาคต ก็จะเลือกจ่ายปันผลในอัตราที่ต่ำ เพื่อหลีกเลี่ยงการปรับลด หรือไม่

จ่ายปันผลหากบริษัทขาดทุน Kao and Wu (1994) พบว่า การจ่ายปันผลเพิ่มขึ้นเป็นการส่งสัญญาณถึงผลกำไรในอนาคต ซึ่งประสิทธิภาพของการส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผลขึ้นอยู่กับลักษณะเฉพาะของบริษัท ผลการศึกษาของ Carroll (1995), Zhou and Ruland (2006) และ Huang, You, and Lin (2009) ก็สนับสนุนความสัมพันธ์ในเชิงบวกนี้ โดยพบว่า อัตราส่วนการจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการเติบโตของผลกำไรในอนาคตของบริษัท Nissim and Ziv (2001) พบว่าการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการเปลี่ยนแปลงของกำไรในปีที่ 1 และ ปีที่ 2 ถัดจากปีที่มีการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ Huang et al. (2009) ก็ยังพบว่า ในได้หวั่น การจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงส่งผลให้ agency cost ลดลง โดยศึกษาลักษณะการจ่ายปันผล 2 ลักษณะ คือ การจ่ายเงินปันผล และ การจ่ายหุ้นปันผล

แต่อย่างไรก็ตามมีงานวิจัยที่ขัดแย้ง ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายปันผลกับผลกำไรในอนาคตของบริษัทโดย Farsio, Geary and Moser (2004) พบว่า ความสัมพันธ์นี้เป็นเพียงความสัมพันธ์ระยะสั้น ซึ่งส่งผลให้นักลงทุนเข้าใจผิดพลาด การจ่ายเงินปันผลในอัตราที่เพิ่มขึ้น อาจทำให้บริษัทไม่มีเงินทุนเพียงพอสำหรับการลงทุน ดังนั้น บริษัทที่จ่ายปันผลในอัตราที่สูงโดยไม่ได้พิจารณาถึงการลงทุนในอนาคต จะส่งผลให้ผลกำไรในอนาคตลดลง นอกจากนี้ การจ่ายปันผลระหว่างกาล เป็นผลจากนโยบายของผู้บริหารที่ต้องการรักษาความพึงพอใจของนักลงทุนต่อหุ้นของบริษัท และไม่ขายหุ้นในช่วงเวลาที่บริษัทคาดว่าผลกำไรจะลดลง และ Chin-Bun Tse (2005) ก็พบว่า ไม่ใช่ทุกบริษัทที่ส่งสัญญาณโดยใช้การจ่ายปันผล ขึ้นกับเจตนาของผู้บริหารแต่ละบริษัท และขึ้นอยู่กับสถานการณ์ของแต่ละบริษัท นอกจากนี้ งานวิจัยของ Benartzi, Michaely and Thaler (1997), Gonedes (1978), Penman (1983), DeAngelo, DeAngelo, and Skinner (1996), และ Grullon, Michaely, and Swaminathan (2002) ก็ขัดแย้งกับแนวคิด Information content of dividends hypothesis โดยไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างการประกาศจ่ายเงินปันผล กับผลกำไรในอนาคต การจ่ายปันผลที่เพิ่มขึ้นในปีนั้น เป็นผลมาจากกำไร หรือเงินสดส่วนเกิน จากผลการดำเนินงานปีก่อนและ และปีปัจจุบัน ที่สูงกว่าที่คาดไว้ ไม่ได้มีผลต่อกำไรในอนาคตของบริษัท

จะเห็นได้ว่ายังไม่มีข้อสรุปสำหรับแนวคิดการส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลประกอบการในอนาคตของกิจการจากการจ่ายปันผล สำหรับงานวิจัยนี้ จึงมีวัตถุประสงค์ที่จะทดสอบแนวคิดดังกล่าว อีกครั้งหนึ่ง โดยเลือกใช้ผลการดำเนินงาน ซึ่งวัดด้วย ยอดขายสุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิของบริษัท ในการทดสอบความสัมพันธ์ตามแนวคิดนี้

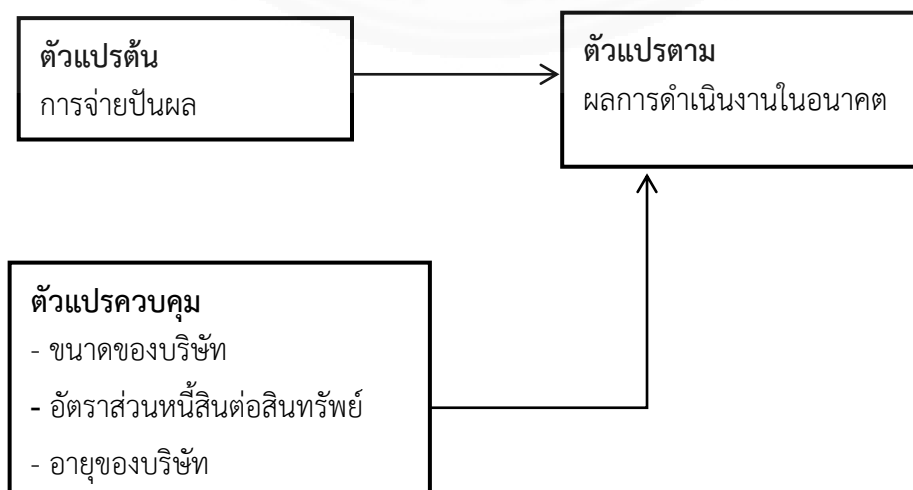
## 2.4 ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

งานวิจัยที่ผ่านมา ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานของบริษัทในอนาคต ซึ่งวัดในรูปของความสามารถในการทำกำไร เช่น อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น และ อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Benartzi et al., 1997) แต่ในงานวิจัยนี้จะพิจารณาถึงผลการดำเนินงานของบริษัทในเบื้องต้น เพื่อทดสอบแนวคิด information content of dividend hypothesis ซึ่งสามารถพิจารณาได้จาก 3 ส่วน คือ 1. รายได้ หรือ ยอดขาย (Sales) คือ รายได้จาก การขายสินค้าหรือบริการ 2. กำไรจากการดำเนินงาน (Earnings before Interest and Tax : EBIT) คือ รายได้ ภายหลังจากหักต้นทุนในการขายสินค้าหรือต้นทุนในการให้บริการ ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ซึ่งจะได้กำไร (ขาดทุน) ก่อนต้นทุนทางการเงิน และภาษีเงินได้ 3. กำไรสุทธิ (Net income) (Nissim et al., 2001)

## 2.5 กรอบแนวคิดในการศึกษา

สำหรับการวิจัยในครั้งนี้ ผู้วิจัยต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จากการ ทบทวนวรรณกรรมข้างต้น สามารถสรุปเป็นกรอบแนวคิดในการวิจัย ได้ดังนี้

ภาพที่ 2.5  
กรอบแนวคิดในการศึกษา



## 2.6 สมมติฐานในการศึกษา

จากกรอบแนวคิดการวิจัยที่ได้กล่าวไว้ในบทที่ 2 จะเป็นการศึกษาลักษณะการจ่ายปันผล โดยแบ่งเป็นการ 2 ส่วน คือ การจ่ายเงินปันผล และการจ่ายเงินปันผลและหุ้นปันผล ซึ่งมีสมมติฐานในการศึกษาวิจัย ดังนี้

### 1) ลักษณะการจ่ายปันผล

การจ่ายปันผลในรูปแบบเงินปันผล จะทำได้ในกรณีที่บริษัทมีเงินสดเพียงพอเท่านั้น ดังนั้น การจ่ายเงินปันผลน่าจะแสดงถึงการบริหารงานอย่างมีประสิทธิภาพ มีการเตรียมความพร้อมของทรัพยากรของบริษัท ในช่วงก่อนที่จะมีการประกาศจ่ายเงินปันผล

สมมติฐานที่ 1 : ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะการจ่ายปันผล กับ ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

$H_1$  : การจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานอนาคตของบริษัท

สมมติฐานที่ 2 : ทดสอบความแตกต่างระหว่างการจ่ายปันผล กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

$H_2$  : ผลการดำเนินงานของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลมีความแตกต่างจากผลการดำเนินงานของบริษัทที่จ่ายปันผลในรูปแบบอื่น

### 2) มูลค่าปันผล

จำนวนเงินจ่ายเงินปันผล คาดว่าจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท เนื่องจากเมื่อผู้บริหารมีความมั่นใจต่อผลการดำเนินงานและผลการดำเนินงานของบริษัทในอนาคตก็จะจ่ายปันผลในอัตราที่สูง (Arnott & Asness, 2003)

จำนวนเงินปันผลและมูลค่าหุ้นปันผล คาดว่าจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท เนื่องจากเป็นนโยบายการจ่ายปันผลที่มีความสมดุล (Huang, You, & Lin, 2009) ถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลมากเกินไป จะทำให้บริษัทอาจขาดเงินทุนสำรอง ในขณะเดียวกัน ถ้าบริษัทเลือกจ่ายหุ้นปันผลมากเกินไป อาจนำไปสู่การควบรวมกิจการโดยนักลงทุนที่ต้องการหุ้นของบริษัท

สมมติฐานที่ 3 : ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของปันผล กับผลการดำเนินงานใน  
อนาคตของบริษัท

$H_3$  : มูลค่าของปันผลในปีที่  $t$  มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานใน  
อนาคตของบริษัท (ปีที่  $t+1$ )





### บทที่ 3

#### วิธีการดำเนินการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายปันผลในลักษณะต่างๆกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ตามแนวคิดการส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลประกอบการ (Information content of dividends hypothesis) โดยเนื้อหาที่กล่าวในบทนี้มีดังต่อไปนี้

- 3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา
- 3.2 วิธีการเก็บข้อมูลและการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ทำการศึกษา
- 3.3 ปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท
- 3.4 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา
- 3.5 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้

#### 3.1 กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาลักษณะการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท จะศึกษาบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลในช่วงปี 2550-2557 จำนวน 8 ปี สำหรับสาเหตุที่ใช้ข้อมูลในช่วงนี้ เนื่องจากเป็นช่วงหลังจากเศรษฐกิจทั่วโลกประสบกับวิกฤตเศรษฐกิจ ซึ่งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยก็ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ดังกล่าว ดังนั้น การศึกษาในช่วงปี 2550-2557 จะทำให้ได้ข้อมูลการจ่ายปันผลในทั้งช่วงเวลาที่ตลาดได้รับผลกระทบและผ่านพ้นวิกฤตเศรษฐกิจแล้ว ทั้งนี้กลุ่มตัวอย่างไม่รวมบริษัทที่จ่ายปันผลหลายครั้งแต่แตกต่างกันวิธีการจ่ายในปีเดียวกัน เพื่อให้การทดสอบทางสถิติได้ผลที่ชัดเจนยิ่งขึ้น

#### 3.2 วิธีการเก็บข้อมูลและการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ทำการศึกษา

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จะเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ประกอบไปด้วยข้อมูลจากรายงานทางการเงินของบริษัท ได้แก่ การจ่ายเงินปันผล หุ้นปันผล



ยอดขายสุทธิ กำไรสุทธิ และอายุของบริษัท ซึ่งเก็บรวบรวมจาก ฐานข้อมูล SETSMART และ Data streaming

ทั้งนี้ ตัวแปรตามที่มีการวัดค่าเป็นตัวเงิน และอาจได้รับผลกระทบจากความแตกต่างของขนาดกิจการ ได้แก่ ยอดขายสุทธิ กำไรจากการดำเนินงาน และ กำไรสุทธิ จะถูกปรับค่าโดยใช้มูลค่าสินทรัพย์ ณ วันต้นปีของกิจการ ดังแสดงในตารางที่ 3.2 ดังนี้

ตารางที่ 3.2  
การเก็บข้อมูลของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่าตัวแปร	แหล่งข้อมูล
<u>ตัวแปรตาม</u> 1. ยอดขายสุทธิ (Net Sales) 2. กำไรจากการดำเนินงาน (Earnings before interest and tax) 3. กำไรสุทธิ (Net profit)	$Sales_{t+1}$ $EBIT_{t+1}$ $NI_{t+1}$	$Sales_{t+1} / Asset_t$ $EBIT_{t+1} / Asset_t$ $Net\ income_{t+1} / Asset_t$	Data Streaming
<u>ตัวแปรอิสระ</u> 1. มูลค่าเงินปันผลต่อหุ้น (Cash dividend per share) (บาท/หุ้น) 2. มูลค่าเงินปันผลและมูลค่าหุ้นปันผล ต่อหุ้น (Cash and share dividend per share) (บาท/หุ้น) 3. มูลค่าปันผลทั้งหมด (บาท/หุ้น) 4. การจ่ายเงินปันผล 5. วิธีการจ่ายปันผล	$Cash_t$ $Cash\&\;Share_t$ $DIV_t$ $D\_Div_t$ $DA_t$	$Cash\ dividend / Shares$ $(Cash\ dividend + Share\ dividend) / Shares$ เงินปันผล + มูลค่าหุ้นปันผลและเงินปันผลที่จ่ายพร้อมกัน ตัวแปรหุ่นมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทไม่จ่ายเงินปันผล และมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผล แบบใดแบบหนึ่งหรือทั้งสองแบบ ตัวแปรหุ่นมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผล และมีค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทจ่ายหุ้นปันผลพร้อมเงินปันผล)	SETSMART

ตัวแปร	สัญลักษณ์	การวัดค่าตัวแปร	แหล่งข้อมูล
<u>ตัวแปรอิสระ (ต่อ)</u> 6. อัตราส่วนระหว่างเงินปันผลกับ หุ้นปันผลที่จ่ายพร้อมกัน	Cash2Share <sub>t</sub>	มูลค่าเงินปันผลหารด้วยมูลค่าหุ้นปัน ผล	
<u>ตัวแปรควบคุม</u> 1. ขนาดของบริษัท(Firm size)	Size <sub>t</sub>	Natural log (Market Capitalization = ราคาปิดของหุ้น X ปริมาณหุ้นจดทะเบียนกับตลาด หลักทรัพย์)	SETSMART
2. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt to total asset)	Leverage <sub>t</sub>	Debt <sub>t</sub> / total asset <sub>t</sub>	Data streaming
3. อายุของบริษัท (Age)	Age <sub>t</sub>	อายุของบริษัทนับแต่ปีที่จดทะเบียน เข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	SETSMART

### 3.3 ปัจจัยอื่นที่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

นอกจากความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทแล้ว จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องยังพบว่ามีปัจจัยอื่นๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท จึงนำตัวแปรเหล่านี้มาใช้เป็นตัวแปรควบคุมในการวิจัยนี้ ซึ่งประกอบด้วย

#### (1) ขนาดของบริษัท (Firm size)

คำนวณได้จาก Natural Logarithm ของ มูลค่าตามตลาดของบริษัท (Market Capitalization) ซึ่งเป็นตัวแปรที่สะท้อนถึงมูลค่าของบริษัทตามความคาดหวังของนักลงทุน บริษัทที่มีมูลค่าตามตลาดสูงย่อมสะท้อนว่านักลงทุนเชื่อมั่นว่าบริษัทนั้นมีความมั่นคง และสามารถสร้างผลตอบแทนได้ตามความต้องการของนักลงทุนมากกว่าบริษัทที่มีมูลค่าตามตลาดต่ำ (Mladjenovic, 2006) จึงคาดการณ์ว่าขนาดของบริษัท ซึ่งวัดด้วยมูลค่าตามตลาดของบริษัท จะมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของผลการดำเนินงานของบริษัทในทิศทางบวก

$$\text{Size} = \text{Natural log (Market Capitalization)}$$

## (2) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Leverage)

คำนวณจาก อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท เป็นอัตราส่วนที่บ่งบอกถึงความสามารถในการก่อหนี้และความเสี่ยงทางการเงินของบริษัท บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์สูง มีแนวโน้มที่บริษัทจะมีการลงทุนขนาดใหญ่ (Zhou & Ruland, 2006) ซึ่งส่งผลให้บริษัทมีการเติบโตของกำไรในอนาคตสูงขึ้น ดังนั้นจึงคาดการณ์ว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์จะมีความสัมพันธ์กับการเติบโตของกำไรของบริษัทในทิศทางบวก

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Debt}}{\text{Total asset}}$$

## (3) อายุของบริษัท (Age)

คำนวณจากจำนวนปีของบริษัทนับจากวันจดทะเบียนเข้าเป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจนถึงปี 2557 โดยเศษของปีคิดเป็นหนึ่งปี ซึ่งคาดว่าบริษัทที่ดำเนินกิจการเป็นระยะเวลานานจะมีประสบการณ์ในการบริหารงาน มีความเชี่ยวชาญในการหาวิธีการที่จะสร้างมาตรฐานในการประสานงานและเพิ่มประสิทธิภาพในกระบวนการผลิต (Arrow, 1962, Jovanovic, 1982 และ Ericson & Pakes, 1995) ซึ่งอาจส่งผลให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทที่เพิ่งจดทะเบียน

## 3.4 แบบจำลองที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยนี้มีจุดประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายปันผลในลักษณะต่างๆ กับการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทโดยปรับใช้แบบจำลองของ Zhou and Ruland (2006) และ Huang, You, and Lin (2009) เป็นแนวทางในการศึกษา โดยใช้ยอดขายสุทธิ (Sales) กำไรจากการดำเนินงาน (EBIT) และ กำไรสุทธิ (Net income) ปรับสัดส่วน (scale) ด้วยสินทรัพย์รวมเป็นตัวแปรที่ใช้ทดสอบ และใช้จำนวนเงินปันผล จำนวนเงินปันผลและมูลค่าหุ้นปันผล เป็นตัวแปรอิสระ ที่ต้องการทดสอบ และมีตัวแปรควบคุม 3 ตัวแปร คือ ขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม และ อายุของบริษัท ดังนี้

## 1) ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

$$1.1 \text{ Sales}_{t+1} = \alpha + \beta_1 D\_div_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t \quad (3.1)$$

$$1.2 \text{ EBIT}_{t+1} = \alpha + \beta_1 D\_div_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t \quad (3.2)$$

$$1.3 \text{ NI}_{t+1} = \alpha + \beta_1 D\_div_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t \quad (3.3)$$

โดยที่

$D\_div_t$  คือ ตัวแปรหุ่น ที่กำหนดค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทมีการจ่ายปันผลแบบใดแบบหนึ่ง และค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทไม่จ่ายปันผล

2) ความสัมพันธ์ระหว่างวิธีการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

$$2.1 \text{ Sales}_{t+1} = \alpha + \beta_1 DA_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t \quad (3.4)$$

$$2.2 \text{ EBIT}_{t+1} = \alpha + \beta_1 DA_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t \quad (3.5)$$

$$2.3 \text{ NI}_{t+1} = \alpha + \beta_1 DA_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t \quad (3.6)$$

โดยที่

$DA_t$  คือ ตัวแปรหุ่น ที่กำหนดค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทมีการจ่ายหุ้นปันผลพร้อมเงินปันผล และค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผล

3) ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนของเงินปันผลกับหุ้นปันผลที่จ่ายพร้อมกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

$$3.1 \text{ Sales}_{t+1} = \alpha + \beta_1 Cash2Share_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t \quad (3.7)$$

$$3.2 \text{ EBIT}_{t+1} = \alpha + \beta_1 Cash2Share_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t \quad (3.8)$$

$$3.3 \text{ NI}_{t+1} = \alpha + \beta_1 Cash2Share_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t \quad (3.9)$$

โดยที่

$Cash2Share_t$  คือ อัตราส่วนของเงินปันผลกับหุ้นปันผลที่จ่ายพร้อมกัน

4) ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าปันผลโดยรวมกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

$$4.1 \text{ Sales}_{t+1} = \alpha + \beta_1 DIV_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t \quad (3.10)$$

$$4.2 \text{ EBIT}_{t+1} = \alpha + \beta_1 DIV_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t \quad (3.11)$$

$$4.3 \text{ NI}_{t+1} = \alpha + \beta_1 DIV_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t \quad (3.12)$$

โดยที่

$DIV_t$  คือ มูลค่าเงินปันผล รวมกับ มูลค่าหุ้นปันผลและเงินปันผล

5) ความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเงินปันผล, มูลค่าหุ้นปันผลและเงินปันผล, กับผลการดำเนินงาน  
ในขนาดของบริษัท

$$5.1 \text{Sales}_{t+1} =$$

$$\alpha + \beta_1 \text{Cash}_t + \beta_2 \text{Cash \& Share}_t + \beta_3 \text{Size}_t + \beta_4 \text{Leverage}_t + \beta_5 \text{Age}_t + e_t \quad (3.13)$$

$$5.2 \text{EBIT}_{t+1} =$$

$$\alpha + \beta_1 \text{Cash}_t + \beta_2 \text{Cash \& Share}_t + \beta_3 \text{Size}_t + \beta_4 \text{Leverage}_t + \beta_5 \text{Age}_t + e_t \quad (3.14)$$

$$5.3 \text{NI}_{t+1} =$$

$$\alpha + \beta_1 \text{Cash}_t + \beta_2 \text{Cash \& Share}_t + \beta_3 \text{Size}_t + \beta_4 \text{Leverage}_t + \beta_5 \text{Age}_t + e_t \quad (3.15)$$

โดยที่

$\text{Cash}_t$  คือ มูลค่าเงินปันผล

$\text{Cash \& Share}_t$  คือ มูลค่าของหุ้นปันผลและเงินปันผล ที่จ่ายพร้อมกัน

### 3.5 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้

#### 3.5.1 การวิเคราะห์โดยใช้สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตัวแปรที่ใช้ในการวิเคราะห์มี 2 ตัวแปร คือ การจ่ายปันผล และ ผลการดำเนินงานของบริษัท โดยจะนำค่าตัวแปรทั้ง 2 ตัวแปร มาแยกประเภทของข้อมูล ประกอบด้วย ค่าเฉลี่ยของข้อมูล (Mean) ค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum) ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum) และ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation)

#### 3.5.2 การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient)

เพื่อใช้วิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่าง 2 ตัวแปร ว่ามีความสัมพันธ์กันหรือไม่ หรือมีความสัมพันธ์ไปในทิศทางเดียวกัน หรือ ทิศทางตรงกันข้าม โดยจะมีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง +1 ถ้าหากตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม มีค่าเพิ่มขึ้นหรือลดลงไปในทิศทางเดียวกัน ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะมีค่าเป็น บวก แต่ถ้าหากมีค่าเพิ่มขึ้นหรือลดลงไปในทิศทางตรงกันข้าม ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะมีค่าเป็นลบ

### 3.5.3 การทดสอบความแตกต่างระหว่างประชากร 2 กลุ่ม (Independent-Sample T-Test)

เพื่อใช้ในการทดสอบสมมติฐานกรณีที่ต้องการหาความแตกต่างของค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่างกลุ่มหนึ่งว่าแตกต่างจากอีกกลุ่มหนึ่งหรือไม่ ดังนั้นในงานวิจัยนี้จะใช้เทคนิคนี้ในการทดสอบความแตกต่างของผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทระหว่างกลุ่มบริษัทที่จ่ายปันผล และกลุ่มของบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล และทดสอบความแตกต่างระหว่างกลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผล และกลุ่มบริษัทที่จ่ายปันผลในรูปแบบอื่น

### 3.5.4 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุเชิงเส้น (Multiple Linear Regression Analysis)

การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ ใช้ในการวิเคราะห์เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม 1 ตัว และตัวแปรอิสระ ตั้งแต่ 2 ตัวขึ้นไป ดังนั้นในงานวิจัยนี้จะใช้เทคนิคนี้ในการทดสอบสมมติฐาน และทำนายความสัมพันธ์ของการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แบ่งผลการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 4 ส่วน ได้แก่

- 4.1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)
- 4.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient)
- 4.3 ผลการทดสอบความแตกต่างระหว่างประชากร 2 กลุ่ม (Independent-Sample T-Test)
- 4.4 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยพหุ (Multiple Regression Analysis)
- 4.5 ผลการทดสอบสมมติฐาน

#### 4.1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ตารางที่ 4.1.1 แสดงจำนวนบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยแบ่งตามลักษณะการจ่ายปันผล ในแต่ละปี ตั้งแต่ปี 2550-2557 บริษัทที่ไม่จ่ายปันผลเลย มีจำนวน 1375 บริษัท บริษัทที่จ่ายเฉพาะเงินปันผล มีจำนวนทั้งหมด 2401 บริษัท โดยมีจำนวนใกล้เคียงกันในทุกปี ส่วนบริษัทที่จ่ายปันผลประเภท หุ้นปันผลพร้อมเงินปันผล มีจำนวน 133 บริษัท ซึ่งมีจำนวนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และบริษัทที่มีการจ่ายปันผลทั้งแบบเงินปันผล และจ่ายเงินปันผลพร้อมหุ้นปันผล จำนวน 42 บริษัท รวมทั้งหมด 3951 บริษัท

## ตารางที่ 4.1.1

แสดงจำนวนบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีการจ่ายปันผลในช่วงปี 2550-2557

หน่วย : จำนวนบริษัท

ปี	บริษัทที่ไม่จ่ายปันผล	บริษัทที่จ่ายเงินปันผล	บริษัทที่จ่ายหุ้นปันผลและเงินปันผล	บริษัทที่จ่ายทั้ง 2 ลักษณะ	รวม
2550	203	275	9	3	490
2551	185	296	4	0	485
2552	209	270	7	3	489
2553	182	297	8	4	491
2554	159	313	15	4	491
2555	158	308	22	5	493
2556	143	312	39	12	506
2557	136	330	29	11	506
รวม	1375	2401	133	42	3951

แต่ในการศึกษาครั้งนี้ ใช้ข้อมูลการจ่ายปันผลตั้งแต่ปี 2550-2556 เนื่องจากเป็นการหาความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานปีที่  $t+1$  และช่วงปี 2550-2556 กับ ปี 2557 มาตรฐานการบัญชีสำหรับการบันทึกปันผลที่จ่ายเป็นหุ้นต่างกัน ประกอบกับข้อมูลทุกตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาต้องมีความครบถ้วนในแต่ละปี ดังนั้น หลังจากการตัดบริษัทที่จ่ายปันผลทั้งสองลักษณะในปีเดียวกันออกไปแล้ว กลุ่มตัวอย่างการจ่ายปันผล จึงเท่ากับ 2849 บริษัท โดยแบ่งเป็น กลุ่มที่ไม่จ่ายปันผล 748 บริษัท กลุ่มจ่ายเฉพาะเงินปันผล 2028 บริษัท กลุ่มที่จ่ายเฉพาะหุ้นปันผลพร้อมเงินปันผลเท่ากับ 73 บริษัท ดังแสดงในตารางที่ 4.1.2



ตารางที่ 4.1.2

จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาแยกประเภทตามลักษณะการจ่ายปันผล

ลักษณะการจ่ายเงินปันผล	จำนวน (n)
กลุ่มไม่จ่ายปันผล	748
กลุ่มจ่ายเฉพาะเงินปันผล	2028
กลุ่มที่จ่ายเฉพาะหุ้นปันผลพร้อมเงินปันผล	73
รวม	2849

ตารางที่ 4.1.3

ข้อมูลทางสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร (Descriptive Statistics)

ตัวแปร	จำนวน (n)	ค่าต่ำสุด (Min)	ค่าสูงสุด (Max)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ส่วนเบี่ยงเบน (S.D.)
Sale <sub>t+1</sub>	2849	0.0025	30.4295	1.0009	1.1584
EBIT <sub>t+1</sub>	2849	-1.3771	2.4865	0.0829	0.1245
NI <sub>t+1</sub>	2849	-1.6214	2.0551	0.0532	0.1121
Cash <sub>t</sub>	2849	0.0000	43.0000	1.2270	2.9145
Cash&Share <sub>t</sub>	2849	0.0000	91.8100	0.1035	2.0044
DIV <sub>t</sub>	2849	0.0000	91.8100	1.3305	3.5012
Cash2Share <sub>t</sub>	2849	0.0000	10.0000	0.0138	0.2707
Size <sub>t</sub>	2849	17.2559	27.6885	21.7274	1.7647
Leverage <sub>t</sub>	2849	0.0001	6.7831	0.2910	0.2836
Age <sub>t</sub> (Year)	2849	1.0000	39.0000	16.1481	8.4990

ตารางที่ 4.1.3 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของตัวแปรตามตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม โดยแสดงค่าต่ำสุด (Min) ค่าสูงสุด (Max) ค่าเฉลี่ย (Mean) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (SD) โดยผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย (Sales) ผลกำไรจากการดำเนินงาน (EBIT) และ กำไรสุทธิ (Net income) ปรับสัดส่วน (scale) ด้วยสินทรัพย์รวม (Total asset) มีค่าเฉลี่ย 1.0009 0.0829 และ 0.0532 ตามลำดับ การจ่ายปันผล ซึ่งประกอบ

ไปด้วย จำนวนเงินปันผลเฉลี่ย 1.2270 บาทต่อหุ้น จำนวนเงินปันผลและมูลค่าหุ้นปันผล เฉลี่ย 0.1035 บาทต่อหุ้น

ในส่วนของตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของบริษัท มีค่าเฉลี่ย 21.7274 และ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ย 0.2910 เท่า หมายถึง บริษัทมีสัดส่วนหนี้สินเฉลี่ยเป็น 0.2910 เท่าของสินทรัพย์รวม นอกจากนี้ อายุของบริษัทนับตั้งแต่จดทะเบียนเข้าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เฉลี่ย 16.1481 ปี

#### 4.2 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient)

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ เป็นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร เพื่อตรวจสอบระดับและทิศทางความสัมพันธ์ จากการทดสอบ พบว่า

1. มูลค่าเงินปันผล และมูลค่าของปันผลทุกแบบ มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับ ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่วัดด้วย กำไรจากการดำเนินงาน และ กำไรสุทธิในปีที่  $t+1$  ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 99

2. ลักษณะการจ่ายปันผล มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่วัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และ กำไรสุทธิ ในปีที่  $t+1$  ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 99

3. ตัวแปรควบคุม ขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับ ยอดขาย ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 95 และมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับ กำไรจากการดำเนินงาน และ กำไรสุทธิ ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 99 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก กับยอดขาย เท่านั้น ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 99 ส่วนอายุของบริษัท พบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับยอดขาย เท่านั้น ณ ระดับความเชื่อมั่น ร้อยละ 99

ดังแสดงในตารางที่ 4.2.1

ตารางที่ 4.2.1

แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยใช้สมประสิทธิ์สหสัมพันธ์

n = 2849	EBIT <sub>t+1</sub>	NI <sub>t+1</sub>	Cash <sub>t</sub>	Cash&Share <sub>t</sub>	DIV <sub>t</sub>	D_Div <sub>t</sub>	DA <sub>t</sub>	Cash2Share <sub>t</sub>	Size <sub>t</sub>	Leverage <sub>t</sub>	Age <sub>y<sub>t</sub></sub>
Sale <sub>t+1</sub>	0.382** (0.000)	0.324** (0.000)	0.019 (0.320)	0.017 (0.357)	0.025 (0.176)	0.061** (0.001)	-0.004 (0.834)	0.000 (0.991)	-0.046* (0.013)	0.124** (0.000)	-0.121** (0.000)
EBIT <sub>t+1</sub>		0.952** (0.000)	0.169** (0.000)	0.026 (0.161)	0.156** (0.000)	0.234** (0.000)	-0.015 (0.429)	0.008 (0.669)	0.188** (0.000)	-0.012 (0.545)	-0.031 (0.098)
NI <sub>t+1</sub>			0.167** (0.000)	0.022 (0.241)	0.152** (0.000)	0.244** (0.000)	-0.013 (0.496)	0.005 (0.804)	0.178** (0.000)	-0.009 (0.644)	0.000 (0.996)
Cash <sub>t</sub>				-0.022 (0.246)	0.820** (0.000)	0.252** (0.000)	-0.068** (0.000)	-0.011 (0.552)	0.263** (0.000)	-0.121** (0.000)	0.236** (0.000)
Cash&Share <sub>t</sub>					0.554** (0.000)	0.030 (0.108)	0.318** (0.000)	0.849** (0.000)	0.037 (0.050)	-0.009 (0.666)	-0.002 (0.923)
DIV <sub>t</sub>						0.227** (0.000)	0.125** (0.000)	0.477** (0.000)	0.240** (0.000)	-0.103** (0.000)	0.195** (0.000)
D_Div <sub>t</sub>							0.082** (0.000)	0.014 (0.446)	0.322** (0.000)	-0.179** (0.000)	0.054** (0.004)
DA <sub>t</sub>								0.163** (0.000)	0.007 (0.693)	0.019 (0.358)	-0.037* (0.046)
Cash2Share <sub>t</sub>									0.001 (0.966)	-0.003 (0.874)	0.014 (0.466)
Size <sub>t</sub>										-0.126** (0.000)	0.092** (0.000)
Leverage <sub>t</sub>											-0.099** (0.000)

\*\* , \* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

#### 4.3 ผลการทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานในอนาคต และตัวแปรควบคุมของกลุ่มบริษัทที่จ่ายปันผลกับบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล

การทดสอบนี้ ได้นำข้อมูลทั้งหมดมาวิเคราะห์โดยใช้การทดสอบความแตกต่างระหว่างประชากร 2 กลุ่ม (Independent-Sample t-test) เพื่อใช้ในการทดสอบความแตกต่างของผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทระหว่างกลุ่มบริษัทที่จ่ายปันผล และกลุ่มของบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล รวมทั้งใช้ในการทดสอบความแตกต่างของผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทระหว่างกลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผล และกลุ่มของบริษัทที่จ่ายปันผลรูปแบบอื่น ดังนี้

1) การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานในอนาคตของกลุ่มบริษัทที่จ่ายปันผลกับบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล พบว่า ค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานในอนาคตของกลุ่มบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ เท่ากับ 0.8827 0.0343 และ 0.0077 ตามลำดับ และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลการดำเนินงานในอนาคต เท่ากับ 1.6156 0.1690 และ 0.1613 ตามลำดับ

ค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานในอนาคตของกลุ่มบริษัทที่จ่ายปันผล ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ เท่ากับ 1.0431 0.1002 และ 0.0694 ตามลำดับ และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.9404 0.0985 และ 0.0823 ตามลำดับ จากการทดสอบด้วยสถิติทดสอบ t-test พบว่า ค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานในปีถัดจากปีที่จ่ายเงินปันผล สำหรับกลุ่มบริษัทที่จ่ายปันผล กับผลบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ดังแสดงในตารางที่ 4.3.1

2) การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรควบคุม พบว่า กลุ่มบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล ขนาดของบริษัท มีค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 20.7794 และ 1.4873 ตามลำดับ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.3737 และ 0.4304 ตามลำดับ อายุของบริษัท มีค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 15.3864 และ 7.7002 ตามลำดับ

ส่วนกลุ่มบริษัทที่จ่ายปันผล ขนาดของบริษัท มีค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 22.0649 และ 1.7328 ตามลำดับ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.2597 และ 0.1930 ตามลำดับ อายุของบริษัท มีค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 16.4193 และ 8.7516 ตามลำดับ จากการทดสอบด้วยสถิติทดสอบ t-test พบว่า ค่าเฉลี่ยของขนาดของบริษัท อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และ อายุของบริษัท สำหรับกลุ่มบริษัทที่จ่ายปันผล กับผล

บริษัทที่ไม่จ่ายปันผล มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 ดังแสดงในตารางที่ 4.3.1

ตารางที่ 4.3.1

ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานในอนาคตของกลุ่มบริษัทที่จ่ายปันผล  
กับกลุ่มที่ไม่จ่ายปันผล (n=2849)

ตัวแปร	กลุ่มไม่จ่ายปันผล		กลุ่มจ่ายปันผล		p-value
	Mean	SD	Mean	SD	
Sales <sub>t+1</sub>	0.8827***	1.6156	1.0431***	0.9404	0.001
EBIT <sub>t+1</sub>	0.0343***	0.1690	0.1002***	0.0985	0.000
NI <sub>t+1</sub>	0.0077***	0.1613	0.0694***	0.0823	0.000
Size <sub>t</sub>	20.7794***	1.4873	22.0649***	1.7328	0.000
Leverage <sub>t</sub>	0.3737***	0.4304	0.2597***	0.1930	0.000
Age <sub>t</sub>	15.3864***	7.7002	16.4193***	8.7516	0.002

\*, \*\*, \*\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

3) การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานในอนาคตของกลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผลกับบริษัทที่จ่ายหุ้นปันผลพร้อมเงินปันผล เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 2 พบว่า ค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานในอนาคตของกลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผล ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ เท่ากับ 1.0456 0.1012 และ 0.0704 ตามลำดับ และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลการดำเนินงานในอนาคต เท่ากับ 0.9444 0.0987 และ 0.0824 ตามลำดับ

ค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานในอนาคตของกลุ่มบริษัทที่จ่ายหุ้นปันผลพร้อมเงินปันผล ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ เท่ากับ 0.9730 0.7153 และ 0.0444 ตามลำดับ และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.8270 0.0916 และ 0.0795 ตามลำดับ จากการทดสอบด้วยสถิติทดสอบ t-test พบว่า ค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานในปีถัดจากปีที่จ่ายเงินปันผล ซึ่งวัดด้วย กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิ สำหรับกลุ่มบริษัทที่จ่ายปันผล กับผลบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 แต่ไม่พบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยยอดขายของบริษัททั้ง 2 กลุ่ม ดังแสดงในตารางที่ 4.3.2

4) การทดสอบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของตัวแปรควบคุม พบว่า กลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผล ขนาดของบริษัท มีค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ

22.0741 และ 1.7367 ตามลำดับ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.2573 และ 0.1924 ตามลำดับ อายุของบริษัท มีค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 16.5000 และ 8.7925 ตามลำดับ

ส่วนกลุ่มบริษัทที่จ่ายหุ้นปันผลพร้อมเงินปันผล ขนาดของบริษัท มีค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 21.8079 และ 1.6068 ตามลำดับ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 0.3227 และ 0.2004 ตามลำดับ อายุของบริษัท มีค่าเฉลี่ยและค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน เท่ากับ 14.1918 และ 7.2278 ตามลำดับ จากการทดสอบด้วยสถิติทดสอบ t-test พบว่า ค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และ อายุของบริษัท สำหรับกลุ่มบริษัทที่จ่ายปันผล กับผลบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 แต่ไม่พบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยขนาดของบริษัท ดังแสดงในตารางที่ 4.3.2

#### ตารางที่ 4.3.2

ความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานในอนาคตของกลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปันผล กับกลุ่มที่จ่ายหุ้นปันผลพร้อมเงินปันผล (n=2101)

ตัวแปร	กลุ่มจ่ายเงินปันผล		กลุ่มจ่ายหุ้นปันผลพร้อมเงินปันผล		p-value
	Mean	SD	Mean	SD	
Sales <sub>t+1</sub>	1.0456	0.9444	0.9730	0.8270	0.517
EBIT <sub>t+1</sub>	0.1012**	0.0987	0.7153**	0.0916	0.011
NI <sub>t+1</sub>	0.0704***	0.0824	0.0444***	0.0795	0.008
Size <sub>t</sub>	22.0741	1.7367	21.8079	1.6068	0.197
Leverage <sub>t</sub>	0.2573***	0.1924	0.3227***	0.2004	0.007
Age <sub>t</sub>	16.5000**	8.7925	14.1918**	7.2278	0.027

\*, \*\*, \*\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.1 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

#### 4.4 การหาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท โดย การวิเคราะห์ความถดถอยพหุ (Multiple Regression Analysis)

การหาความสัมพันธ์นี้ ได้นำข้อมูลทั้งหมดมาวิเคราะห์โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิง พหุ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ตามสมมติฐานที่ได้กำหนดไว้ ซึ่งการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุจะ แบ่งเป็น 2 ส่วน ตามแบบจำลอง ดังนี้

1) การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ทดสอบโดยใช้กลุ่มตัวอย่าง จำนวน 2849 ตัวอย่าง เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 1 และ ใช้สมการ ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 : ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะการจ่ายปันผล กับ ผลการดำเนินงาน ในอนาคตของบริษัท

$H_1$  : การจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

$$1.1 \text{ Sales}_{t+1} = \alpha + \beta_1 D\_div_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t$$

$$1.2 \text{ EBIT}_{t+1} = \alpha + \beta_1 D\_div_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t$$

$$1.3 \text{ NI}_{t+1} = \alpha + \beta_1 D\_div_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t$$

โดยที่

$D\_div_t$  คือ ตัวแปรหุ่น ที่กำหนดค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทมีการจ่ายปันผลแบบใดแบบหนึ่ง และค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทไม่จ่ายปันผล

ผลการศึกษา พบว่า การจ่ายปันผล แบบใดแบบหนึ่ง มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานใน อนาคตของบริษัทที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 ดังแสดงในตาราง 4.4.1

ตารางที่ 4.4.1

แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

	Coefficients Estimate (p_value)		
	ตัวแปรตาม		
	Sales <sub>t+1</sub>	EBIT <sub>t+1</sub>	NIt+1
Constant	2.034 (0.000)	-0.132 (0.000)	-0.139 (0.000)
ลักษณะการจ่ายปันผล (D_Div <sub>t</sub> )	0.276** (0.000)	0.052** (0.000)	0.051** (0.000)
ขนาดของบริษัท (Size <sub>t</sub> )	-0.054** (0.000)	0.008** (0.000)	0.007** (0.000)
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Leverage <sub>t</sub> )	0.488** (0.000)	0.014 (0.102)	0.016* (0.047)
อายุของบริษัท (Age <sub>t</sub> )	-0.013** (0.000)	-0.001 (0.073)	0.000 (0.789)
จำนวนตัวอย่าง	2849	2849	2849
Adjusted R Square	0.038	0.062	0.064
F-value	24.436	40.520	42.215
p-value	0.000	0.000	0.000

\*,\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

จากผลการศึกษา พบว่า ค่า Adjusted R-squared ของสมการที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ เท่ากับ 0.038 0.062 และ 0.064 ตามลำดับ แสดงว่า ตัวแปรอิสระสามารถอธิบาย กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิ ได้มากกว่า ยอดขายของบริษัท

ค่า p-value ของสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะการจ่ายปันผลกับของผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ เท่ากับ 0.000 แสดงว่าการจ่ายปันผล แบบใดแบบหนึ่ง มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05

ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่า ค่า p-value ของขนาดบริษัท เท่ากับ 0.000 แสดงว่าขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไร



จากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์กับยอดขายของบริษัท และ กำไรสุทธิ โดยมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 และ 0.047 ตามลำดับ อายุของบริษัท มีความสัมพันธ์กับยอดขายของบริษัทเท่านั้น มีค่า p-value เท่ากับ 0.000

2) การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างวิธีการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ทดสอบโดยใช้กลุ่มตัวอย่าง จำนวน 2101 ตัวอย่าง เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 2 และใช้สมการดังนี้

สมมติฐานที่ 2 : ทดสอบความแตกต่างระหว่างวิธีการจ่ายปันผล กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

$H_2$  : ผลการดำเนินงานของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลมีความแตกต่างจากผลการดำเนินงานของบริษัทที่จ่ายปันผลในรูปแบบอื่น

$$2.1 \text{ Sales}_{t+1} = \alpha + \beta_1 DA_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t$$

$$2.2 \text{ EBIT}_{t+1} = \alpha + \beta_1 DA_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t$$

$$2.3 \text{ NI}_{t+1} = \alpha + \beta_1 DA_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Leverage_t + \beta_4 Age_t + e_t$$

โดยที่

$DA_t$  คือ ตัวแปรหุ่น ที่กำหนดค่าเท่ากับ 1 เมื่อบริษัทมีการจ่ายหุ้นปันผลพร้อมเงินปันผล และค่าเท่ากับ 0 เมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผล

ผลการศึกษา พบว่า วิธีการจ่ายปันผลที่แตกต่างกัน มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ซึ่งวัดด้วยกำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 ดังแสดงในตาราง 4.4.2

## ตารางที่ 4.4.2

แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างวิธีการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

	Coefficients Estimate (p_value)		
	ตัวแปรตาม		
	Sales <sub>t+1</sub>	EBIT <sub>t+1</sub>	NIt+1
Constant	2.134 (0.000)	-0.117 (0.000)	-0.105 (0.000)
วิธีการจ่ายปันผล (DA <sub>t</sub> )	-0.096 (0.373)	-0.026* (0.022)	-0.020* (0.030)
ขนาดของบริษัท (Size <sub>t</sub> )	-0.030* (0.013)	0.012** (0.000)	0.010** (0.000)
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Leverage <sub>t</sub> )	-0.505** (0.000)	-0.095** (0.000)	-0.109** (0.000)
อายุของบริษัท (Age <sub>t</sub> )	-0.019** (0.000)	-0.001** (0.000)	-0.001** (0.000)
จำนวนตัวอย่าง	2101	2101	2101
Adjusted R Square	0.046	0.087	0.113
F-value	21.921	42.266	56.614
p-value	0.000	0.000	0.000

\*,\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

จากผลการศึกษา พบว่า ค่า Adjusted R-squared ของสมการที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างวิธีการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ เท่ากับ 0.046 0.087 และ 0.113 ตามลำดับ แสดงว่า ตัวแปรอิสระสามารถอธิบาย ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่วัดด้วยผลการดำเนินงาน และ กำไรสุทธิ ได้มากกว่า ยอดขายของบริษัท

ค่า p-value ของสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างวิธีการจ่ายปันผล กับของผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ เท่ากับ 0.373 0.022 และ 0.030 ตามลำดับ แสดงว่าวิธีการจ่ายปันผล มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ซึ่งวัดด้วย กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิ ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่า ค่า p-value ของขนาดบริษัท กับ ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และ กำไรสุทธิ เท่ากับ 0.013 0.000 และ 0.000 ตามลำดับ แสดงว่า ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และ อายุของบริษัท มีความสัมพันธ์กับยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิ โดยมีค่า P-value เท่ากับ 0.000

3) การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนของเงินปันผลกับหุ้นปันผลที่จ่ายพร้อมกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ทดสอบโดยใช้กลุ่มตัวอย่าง จำนวน 73 ตัวอย่าง เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 2 และใช้สมการ ดังนี้

สมมติฐานที่ 2 : ทดสอบความแตกต่างระหว่างการจ่ายปันผล กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

$H_2$  : ผลการดำเนินงานของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลมีความแตกต่างจากผลการดำเนินงานของบริษัทที่จ่ายปันผลในรูปแบบอื่น

$$3.1 \text{ Sales}_{t+1} = \alpha + \beta_1 \text{Cash2Share}_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{Leverage}_t + \beta_4 \text{Age}_t + e_t$$

$$3.2 \text{ EBIT}_{t+1} = \alpha + \beta_1 \text{Cash2Share}_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{Leverage}_t + \beta_4 \text{Age}_t + e_t$$

$$3.3 \text{ NI}_{t+1} = \alpha + \beta_1 \text{Cash2Share}_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{Leverage}_t + \beta_4 \text{Age}_t + e_t$$

ผลการศึกษา พบว่า อัตราส่วนของเงินปันผลกับหุ้นปันผลที่จ่ายพร้อมกัน ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ดังแสดงในตาราง 4.4.3

## ตารางที่ 4.4.3

แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนของเงินปันผลกับหุ้นปันผลที่จ่ายพร้อมกัน  
กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

	Coefficients Estimate (p_value)		
	ตัวแปรตาม		
	Sales <sub>t+1</sub>	EBIT <sub>t+1</sub>	NI <sub>t+1</sub>
Constant	0.352 (0.811)	-0.375 (0.013)	-0.350 (0.007)
อัตราส่วนของเงินปันผลกับหุ้นปันผล ที่จ่ายพร้อมกัน (Cash2Share <sub>t</sub> )	0.026 (0.689)	0.002 (0.803)	0.001 (0.831)
ขนาดของบริษัท (Size <sub>t</sub> )	0.043 (0.514)	0.021** (0.002)	0.019** (0.001)
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Leverage <sub>t</sub> )	0.0001 (0.800)	0.0001 (0.056)	0.0001* (0.024)
อายุของบริษัท (Age <sub>t</sub> )	-0.024 (0.080)	-0.002 (0.170)	-0.002 (0.188)
จำนวนตัวอย่าง	73	73	73
Adjusted R Square	-0.001	0.193	0.217
F-value	0.983	5.293	5.990
p-value	0.423	0.001	0.000

\*,\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

จากผลการศึกษา พบว่า ค่า Adjusted R-squared ของสมการที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนของเงินปันผลกับหุ้นปันผลที่จ่ายพร้อมกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ เท่ากับ -0.001 0.193 และ 0.217 ตามลำดับ แสดงว่า กำไรจากการดำเนินงาน และ กำไรสุทธิ สามารถอธิบาย ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทได้ในระดับใกล้เคียงกัน แต่ ยอดขายของบริษัทไม่สามารถใช้ในการอธิบายผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทได้

ค่า p-value ของสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนของเงินปันผลกับหุ้นปันผลที่จ่ายพร้อมกัน กับของผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และ ผลกำไรสุทธิ เท่ากับ 0.689 0.803 และ 0.831 ตามลำดับ แสดงว่าอัตราส่วนของเงินปันผลกับหุ้นปันผลที่จ่ายพร้อมกัน ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05

ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่า ค่า p-value ของขนาดบริษัท กับ ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และ กำไรสุทธิ เท่ากับ 0.514 0.002 และ 0.001 ตามลำดับ แสดงว่า ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ซึ่งวัดด้วย กำไรจากการดำเนินงาน และ ผลกำไรสุทธิ ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์กับกำไรสุทธิ เท่านั้น โดยมีค่า p-value เท่ากับ 0.024 และ ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่าง อายุของบริษัท กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท มีค่า p-value เท่ากับ 0.080 0.170 และ 0.188 ตามลำดับ

4) การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ทดสอบโดยใช้กลุ่มตัวอย่าง จำนวน 2849 ตัวอย่าง เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 3 และ ใช้สมการ ดังนี้

สมมติฐานที่ 3 : ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของปันผล กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

$H_3$  : มูลค่าของปันผลในปีที่  $t$  มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท (ปีที่  $t+1$ )

$$4.1 \text{ Sales}_{t+1} = \alpha + \beta_1 \text{DIV}_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{Leverage}_t + \beta_4 \text{Age}_t + e_t$$

$$4.2 \text{ EBIT}_{t+1} = \alpha + \beta_1 \text{DIV}_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{Leverage}_t + \beta_4 \text{Age}_t + e_t$$

$$4.3 \text{ NI}_{t+1} = \alpha + \beta_1 \text{DIV}_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{Leverage}_t + \beta_4 \text{Age}_t + e_t$$

โดยที่

$\text{DIV}_t$  คือ มูลค่าเงินปันผล รวมกับ มูลค่าหุ้นปันผลและเงินปันผล

ผลการศึกษา พบว่า มูลค่าของปันผลทั้งหมด มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 ดังแสดงในตาราง 4.4.4

## ตารางที่ 4.4.4

แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

	Coefficients Estimate (p_value)		
	ตัวแปรตาม		
	Sales <sub>t+1</sub>	EBIT <sub>t+1</sub>	NIt+1
Constant	1.970 (0.000)	-0.143 (0.000)	-0.156 (0.000)
มูลค่าปันผลทั้งหมด (DIV <sub>t</sub> )	0.022** (0.002)	0.004** (0.000)	0.004** (0.000)
ขนาดของบริษัท (Size <sub>t</sub> )	-0.041** (0.002)	0.011** (0.000)	0.009** (0.000)
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Leverage <sub>t</sub> )	0.442** (0.000)	0.006 (0.506)	0.007 (0.376)
อายุของบริษัท (Age <sub>t</sub> )	-0.014** (0.000)	-0.001** (0.006)	0.000 (0.234)
จำนวนตัวอย่าง	2849	2849	2849
Adjusted R Square	0.031	0.043	0.039
F-value	20.169	27.947	25.072
p-value	0.000	0.000	0.000

\*,\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

จากผลการศึกษา พบว่า ค่า Adjusted R-squared ของสมการที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ เท่ากับ 0.031 0.043 และ 0.039 ตามลำดับ แสดงว่า ตัวแปรอิสระสามารถอธิบาย ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทได้ในระดับที่ใกล้เคียงกัน

ค่า p-value ของสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าปันผลทั้งหมดกับผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ เท่ากับ 0.002 0.000 และ 0.000 ตามลำดับ แสดงว่ามูลค่าของปันผลทั้งหมด มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05

ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่า ค่า p-value ของขนาดบริษัท กับ ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และ กำไรสุทธิ เท่ากับ 0.002 0.000 และ 0.000 ตามลำดับ แสดงว่า ขนาดของบริษัท

มีความสัมพันธ์กับผลกำไรในอนาคตของบริษัท ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์กับยอดขายของบริษัท เท่านั้น โดยมีค่า p-value เท่ากับ 0.000 และ อายุของบริษัท มีความสัมพันธ์กับยอดขาย และ ผลกำไรจากการดำเนินงาน มีค่า p-value เท่ากับ 0.000 และ 0.006 ตามลำดับ

5) การทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเงินปันผล มูลค่าหุ้นปันผลและเงินปันผล กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ทดสอบโดยใช้กลุ่มตัวอย่าง จำนวน 2101 ตัวอย่าง เพื่อทดสอบสมมติฐานที่ 3 และ ใช้สมการ ดังนี้

สมมติฐานที่ 3 : ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของปันผล กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

$H_3$  : มูลค่าของปันผลในปีที่  $t$  มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท (ปีที่  $t+1$ )

$$5.1 \text{Sales}_{t+1} =$$

$$\alpha + \beta_1 \text{Cash}_t + \beta_2 \text{Cash \& Share}_t + \beta_3 \text{Size}_t + \beta_4 \text{Leverage}_t + \beta_5 \text{Age}_t + e_t$$

$$5.2 \text{EBIT}_{t+1} =$$

$$\alpha + \beta_1 \text{Cash}_t + \beta_2 \text{Cash \& Share}_t + \beta_3 \text{Size}_t + \beta_4 \text{Leverage}_t + \beta_5 \text{Age}_t + e_t$$

$$5.3 \text{NI}_{t+1} =$$

$$\alpha + \beta_1 \text{Cash}_t + \beta_2 \text{Cash \& Share}_t + \beta_3 \text{Size}_t + \beta_4 \text{Leverage}_t + \beta_5 \text{Age}_t + e_t$$

โดยที่

$\text{Cash}_t$  คือ มูลค่าเงินปันผล

$\text{Cash \& Share}_t$  คือ มูลค่าของเงินปันผลและหุ้นปันผล ที่จ่ายพร้อมกัน

ผลการศึกษา พบว่า มูลค่าของเงินปันผล มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าหุ้นปันผลและเงินปันผลที่จ่ายพร้อมกัน กับ ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 ดังแสดงในตาราง 4.4.5

## ตารางที่ 4.4.5

แสดงผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเงินปันผล มูลค่าหุ้นปันผลและเงินปันผล  
กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

	Coefficients Estimate (p_value)		
	ตัวแปรตาม		
	Sales <sub>t+1</sub>	EBIT <sub>t+1</sub>	NI <sub>t+1</sub>
Constant	2.296 (0.000)	-0.081 (0.004)	-0.078 (0.001)
มูลค่าเงินปันผล (Cash <sub>t</sub> )	0.019** (0.009)	0.004** (0.000)	0.003** (0.000)
มูลค่าหุ้นปันผลและเงินปันผลที่จ่าย พร้อมกัน (Cash&Share <sub>t</sub> )	0.001 (0.903)	0.001 (0.483)	0.000 (0.644)
ขนาดของบริษัท (Size <sub>t</sub> )	-0.038** (0.002)	0.010** (0.000)	0.008** (0.000)
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Leverage <sub>t</sub> )	-0.479** (0.000)	-0.089** (0.000)	-0.105** (0.000)
อายุของบริษัท (Age <sub>t</sub> )	-0.020** (0.000)	-0.002** (0.000)	-0.001** (0.000)
จำนวนตัวอย่าง	2101	2101	2101
Adjusted R Square	0.049	0.101	0.124
F-value	18.801	40.184	50.348
p-value	0.000	0.000	0.000

\*,\*\* หมายถึง มีนัยสำคัญทางสถิติ ณ ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ

จากผลการศึกษา พบว่า ค่า Adjusted R-squared ของสมการที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเงินปันผล มูลค่าหุ้นปันผลและเงินปันผล กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ เท่ากับ 0.049 0.101 และ 0.124 ตามลำดับ แสดงว่า ตัวแปรอิสระ สามารถอธิบาย ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ที่วัดด้วย กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิ มากกว่า ยอดขายของบริษัท

ค่า p-value ของสมการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของเงินปันผล กับของผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ เท่ากับ 0.009



0.000 และ 0.000 แสดงว่ามูลค่าของเงินปันผล มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าหุ้นปันผลและเงินปันผลที่จ่ายพร้อมกัน กับ ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

ในส่วนของตัวแปรควบคุม พบว่า ค่า p-value ของขนาดบริษัท กับ ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และ กำไรสุทธิ เท่ากับ 0.002 0.000 และ 0.000 ตามลำดับ แสดงว่า ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และผลกำไรสุทธิ ที่ระดับนัยสำคัญที่ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และ อายุของบริษัท มีความสัมพันธ์กับยอดขาย ผลกำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิ โดยมีค่า p-value เท่ากับ 0.000

#### 4.5 ผลการทดสอบสมมติฐาน

จากการวิเคราะห์ข้อมูลในส่วนที่ผ่านมา ผลการทดสอบสมมติฐานของงานวิจัยสามารถสรุปได้ดังนี้

##### 4.5.1 สมมติฐานที่ 1 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

สมมติฐานที่ 1 คือ การจ่ายปันผลแบบใดแบบหนึ่ง มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท เมื่อทำการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอย พบว่าการจ่ายปันผล ไม่ว่าจะจ่ายด้วยเงินปันผล หรือ หุ้นปันผลพร้อมเงินสด มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 ดังแสดงในตารางที่ 4.4.1 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 1

##### 4.5.2 สมมติฐานที่ 2 ทดสอบความแตกต่างของผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลกับบริษัทที่จ่ายปันผลรูปแบบอื่น

สมมติฐานที่ 2 คือ ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท (t+1) ที่จ่ายเงินปันผลมีความแตกต่างกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จ่ายปันผลรูปแบบอื่น เมื่อทำการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยการวิเคราะห์ความแตกต่างระหว่างประชากร 2 กลุ่ม (Independent-Sample t-test) สรุปได้ว่า ค่าเฉลี่ยของผลการดำเนินงานในปีถัดจากปีที่จ่ายเงินปันผล ซึ่งวัดด้วย กำไรจากการดำเนินงาน และ กำไรสุทธิ สำหรับกลุ่มบริษัทที่จ่ายปันผล กับผลบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล มีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 แต่ไม่พบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยยอดขายของบริษัททั้ง 2 กลุ่ม ดังที่แสดงในตารางที่ 4.3.2 ดังนั้นงานวิจัยจึงยอมรับสมมติฐานที่ 2

#### 4.5.3 สมมติฐานที่ 3 ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของปันผล กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท

สมมติฐานที่ 3 คือ มูลค่าของปันผลในปีที่  $t$  มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท (ปีที่  $t+1$ ) เมื่อทำการทดสอบความสัมพันธ์ด้วยการวิเคราะห์สมการถดถอย พบว่ามูลค่าของปันผลทั้งหมด มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 ดังแสดงในตารางที่ 4.4.2 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 3

เมื่อพิจารณาถึงมูลค่าของปันผลแต่ละประเภท พบว่า มูลค่าของเงินปันผล มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 แต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าหุ้นปันผลและเงินปันผลที่จ่ายพร้อมกัน กับ ผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ดังแสดงในตารางที่ 4.4.3 จึงยอมรับสมมติฐานที่ 3

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษาและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปและอภิปรายผลการศึกษา

งานวิจัยฉบับนี้มีจุดประสงค์เพื่อทดสอบแนวความคิดเกี่ยวกับการส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลประกอบการของบริษัทไปยังนักลงทุนด้วยการจ่ายปันผล โดยศึกษาว่าการจ่ายปันผลในลักษณะต่างๆ มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หรือไม่ โดยรวบรวมข้อมูลกลุ่มตัวอย่าง ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2550-2557 เป็นจำนวน 8 ปี เพื่อบรรลุจุดประสงค์ในงานวิจัยนี้ การวิเคราะห์ทางสถิติด้วยวิธีต่างๆถูกนำมาใช้ โดยได้ข้อสรุป แบ่งเป็น 3 ส่วน ดังนี้

1. ผลการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างลักษณะการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผลการศึกษาดังนี้

กรณีที่บริษัทมีการจ่ายปันผลแบบใดแบบหนึ่ง มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิของบริษัท จากการศึกษาพบว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก ดังแสดงในตาราง 5.1.1

ตารางที่ 5.1.1

สรุปผลการทดสอบสมมติฐานที่ 1

ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	สมมติฐานที่ 2	ผลการทดสอบ
$Sale_{t+1}$	$D\_Div_t$	+	+
$EBIT_{t+1}$	$D\_Div_t$	+	+
$NI_{t+1}$	$D\_Div_t$	+	+

2. ผลการทดสอบความแตกต่างระหว่างการจ่ายปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถอภิปรายผลการศึกษาดังนี้

ค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งวัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิ ของบริษัทที่จ่ายปันผลมีความแตกต่างกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล นอกจากนี้

ค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานในอนาคต ซึ่งวัดด้วย กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิ ของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลมีความแตกต่างกับผลการดำเนินงานของบริษัทที่จ่ายหุ้นปันผลพร้อมเงินปันผล แต่ไม่พบความแตกต่างของค่าเฉลี่ยผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ยอดขาย ดังแสดงในตาราง 5.1.2

วิธีการจ่ายปันผลที่แตกต่างกัน มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ซึ่งวัดด้วยกำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิ แต่อัตราส่วนของเงินปันผลกับหุ้นปันผลที่จ่ายพร้อมกัน ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัท ดังแสดงในตาราง 5.1.3

ตารางที่ 5.1.2

สรุปผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2

กลุ่มบริษัท	ผลการดำเนินงานในอนาคต		
	Sale <sub>t+1</sub>	EBIT <sub>t+1</sub>	NI <sub>t+1</sub>
กลุ่มบริษัทที่ไม่จ่ายปันผล กับกลุ่มที่จ่ายปันผล	แตกต่าง	แตกต่าง	แตกต่าง
กลุ่มบริษัทที่จ่ายเงินปัน ผลกับกลุ่มที่จ่ายหุ้นปัน ผลพร้อมเงินปันผล	ไม่แตกต่าง	แตกต่าง	แตกต่าง

ตารางที่ 5.1.3

สรุปผลการทดสอบสมมติฐานที่ 2

ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	สมมติฐานที่ 2	ผลการทดสอบ
Sale <sub>t+1</sub>	DA <sub>t</sub>	+	0
	Cash2Share <sub>t</sub>	+	0
EBIT <sub>t+1</sub>	DA <sub>t</sub>	+	-
	Cash2Share <sub>t</sub>	+	0
NI <sub>t+1</sub>	DA <sub>t</sub>	+	-
	Cash2Share <sub>t</sub>	+	0

3. ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าของปันผลกับผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังแสดงในตาราง 5.1.4 สามารถอภิปรายผลการศึกษาดังนี้

มูลค่าปันผล ซึ่งเป็นมูลค่าของเงินปันผล รวมกับ มูลค่าหุ้นปันผลและเงินปันผล มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานในอนาคตที่วัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิของบริษัท ซึ่งจากการศึกษาพบว่า มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน กล่าวคือ ถ้าบริษัทประกาศจ่ายปันผลสูงขึ้น จะเป็นการส่งสัญญาณว่า บริษัทจะมีผลการดำเนินงานในอนาคตที่สูงขึ้น และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Arnott and Asness (2003) , Zhou and Ruland (2006) Nissim and Ziv (2001) และ Huang, You, and Lin (2009) และแนวคิด Information content of dividends ซึ่งเมื่อวิเคราะห์แยกแต่ละประเภทของปันผล พบว่า มูลค่าของเงินปันผล มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับผลการดำเนินงานในอนาคตที่วัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิของบริษัท แต่มูลค่าของหุ้นปันผลและเงินปันผลที่จ่ายพร้อมกัน ไม่มีความสัมพันธ์กับผลการดำเนินงานในอนาคต

ขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วยยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิของบริษัท จากการศึกษาพบว่า มีความสัมพันธ์ทั้งในทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานของบริษัท

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และกำไรสุทธิของบริษัท จากการศึกษาพบว่า มีความสัมพันธ์ทั้งในทิศทางเดียวกันและทิศทางตรงกันข้ามกับผลการดำเนินงานของบริษัท

อายุของบริษัท มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางลบ กับผลการดำเนินงานที่วัดด้วย ยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และ กำไรสุทธิของบริษัท

ตารางที่ 5.1.4  
สรุปผลการทดสอบสมมติฐานที่ 3

ตัวแปรตาม	ตัวแปรอิสระ	สมมติฐานที่ 3	ผลการทดสอบ
Sale <sub>t+1</sub>	DIV <sub>t</sub>	+	+
	Cash <sub>t</sub>	+	+
	Cash&Share <sub>t</sub>	+	0
EBIT <sub>t+1</sub>	DIV <sub>t</sub>	+	+
	Cash <sub>t</sub>	+	+
	Cash&Share <sub>t</sub>	+	0
NIt+1	DIV <sub>t</sub>	+	+
	Cash <sub>t</sub>	+	+
	Cash&Share <sub>t</sub>	+	0

จากผลการวิจัยดังกล่าวเป็นการยืนยันแนวคิดการส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลประกอบการของบริษัทไปยังนักลงทุนด้วยการจ่ายเงินปันผลเท่านั้น

## 5.2 ข้อจำกัดในงานวิจัย

เนื่องจากมีบางบริษัทไม่มีการจ่ายหุ้นปันผลพร้อมกับเงินปันผล จึงทำให้ตัวอย่างเพื่อใช้ในการศึกษามีค่อนข้างน้อย

## 5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาในอนาคต

การวิจัยในครั้งใช้ ยอดขาย (Sales) กำไรจากการดำเนินงาน (EBIT) และ กำไรสุทธิ (Net income) ในการวัดผลการดำเนินงานของบริษัทในอนาคต หากมีงานวิจัยในอนาคตที่ต้องการทดสอบแนวความคิดเกี่ยวกับการส่งสัญญาณเกี่ยวกับผลประกอบการของบริษัทไปยังนักลงทุนด้วยการจ่ายเงินปันผล อาจเลือกใช้ตัวแปรอื่นในการวัดผลประกอบการของบริษัท เช่น อัตรากำไรต่อหุ้น (Earning per share) อัตราผลตอบแทนผู้ถือหุ้น (Return on equity) และ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (Return on asset) เป็นต้น

## รายการอ้างอิง

- ศุภชัย ศรีสุชาติ.(2547). *ตลาดหุ้นในประเทศไทย*(พิมพ์ครั้งที่ 1).กรุงเทพฯ: บริษัท บุญศิริการพิมพ์ จำกัด.
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). *ความรู้เบื้องต้นเกี่ยวกับตราสารทุน*(พิมพ์ครั้งที่ 1).กรุงเทพฯ: บริษัท อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน)
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). *การเงินธุรกิจ*.กรุงเทพฯ: บริษัท อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน)
- สถาบันพัฒนาความรู้ตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2548). *การวิเคราะห์งบการเงิน* (พิมพ์ครั้งที่ 2).กรุงเทพฯ: บริษัท อมรินทร์พริ้นติ้งแอนด์พับลิชชิ่ง จำกัด (มหาชน)
- อัจฉรา โยมสินธุ์. (2555). *365+1...คำศัพท์การเงินและการลงทุน*. กรุงเทพฯ: บริษัท บุญศิริการพิมพ์ จำกัด.
- บุษยา สุโฆสิต.(2550). การวิเคราะห์งบการเงินเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไร.*วารสารรวมคำแห่งปีที่24* (ฉบับที่ 1ม.ค.- มี.ค. 2550), 354-365
- พัชชา จุนอนันตธรรม และ สุมิตรา ตั้งสมรพงษ์. (2555). *หุ้นปันผล: ขุมทรัพย์ของการลงทุน*. สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน, เอกสารงานวิจัยฉบับที่ 1/2555.
- ศิริยศ จุฑานนท์. (2556). Marketing ในหุ้น ทางเลือกในการเพิ่มมูลค่าตลาดของบริษัทจดทะเบียนไทย. ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, Research Note Volume 3/2556.
- สุมิตรา ตั้งสมรพงษ์.(2557) *ปรับพอร์ตหุ้น ต้อนรับเทศกาลจ่ายเงินปันผล ปี 2557*.ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, SET Note Volume 4/2557.
- Koh, A., Ang, S. K., Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2014). *Financial Management : Theory and Practice, an Asia Edition*. Singapore: Cengage Learning Asia Pte Ltd.
- Mladjenovic, P. (2006). *Stock Investing For Dummies*. 2 nd ed. Canada: Wiley Publishing, Inc.
- Shim, J. K., & Siegel, J. G. (2000). *Financial Management*. 2 nd ed. New York : Barron's Business Library.
- Aharony, J., & Swary, I. (1980). Quarterly dividends and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. *Journal of Financial*, 35, 1-12.
- Aharony, J., & Dotan, A. (1994). Regular Dividend Announcements and Future Unexpected Earnings : An Empirical Analysis. *Financial Review*, 29(1), 125-151.

- Arnott, R. D., & Asness, C.S. (2003). Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth. *Financial Analysts Journal*, 59(1), 70-87.
- Arrow, K. J., (1962). The Economic Implications of Learning by Doing. *The Review of Economic Studies*. 29(3), 155-173.
- Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1996). Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 359–399.
- Benartzi, S., Michaely, R. & Thaler, R. H. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past? *Journal of Finance*, 52(3), 1007–1034.
- Black, F. (1976). The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2, 5-8.
- Carroll, T. J. 1995. “The Information Content of Quarterly Dividend Changes.” *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 10, 293-320.
- Chin-Bun Tse. (2005). Use dividends to signal or not: an examination of the UK dividend payout patterns. *Managerial Finance*, 31(4), 12-33.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1996). Reversal of fortune: Dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*, 40(3), 341–71.
- Eddy, A., & Seifert, B. (1992). STOCK PRICE REACTIONS TO DIVIDEND AND EARNINGS ANNOUNCEMENTS: CONTEMPORANEOUS VERSUS NONCONTEMPORANEOUS ANNOUNCEMENTS. *The Journal of Financial Research*, 15(3), 207-217.
- Ericson, R., Pakes, A., (1995). Markov-Perfect Industry Dynamics: A Framework for Empirical Work. *The Review of Economic Studies*, 62(1), 53-82.
- Farsio, F., Geary, A., & Moser, J. (2004). The relationship between dividends and earnings. *Journal for Economic Educators*, 4(4), 1 – 5.
- Gonedes, N.J. (1978). Corporate signaling, external accounting, and capital market equilibrium: Evidence on dividends, income, and extraordinary items. *Journal of Accounting Research*, 16(1), 26–79.
- Gullon, G., Michaely, R. & Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity? *The Journal of Business*, 75(3), 387–424.



- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S. & Thaler, H. R. (2005). Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability. *Journal of Business*, 78(5).
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (1988). Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics*, 21(2), 149-175.
- Huang, C., You, C., & Lin, S. (2009) Cash dividend, stock dividends and subsequent earnings growth. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17, 594-610.
- Jovanovic, B., (1982). Selection and the Evolution of Industry. *Econometrica* 50(3), 649-670.
- Kao, C., & Wu, C. (1994). Tests of Dividend Signaling Using the Marsh-Merton Model: A Generalized Friction Approach. *Journal of Business*, 67, 45-68.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of business*, 34(4), 411-433.
- Nissim, D. & Ziv, A. (2001). Dividend Changes and Future Profitability. *The Journal of finance*, 56(6), 2111-2133
- Penman, S.H. (1983). The predictive content of earnings forecasts and dividends. *Journal of Finance*, 38(4), 1181-1199.
- Zhou, P., & Ruland, W. (2006). Dividend payouts and future earnings growth. *Financial Analysts Journal*, 62, 58-69.
- บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด [อินเทอร์เน็ต]. กรุงเทพฯ: สำนักงาน; สืบค้นเมื่อวันที่ [15 สิงหาคม 2558]. จาก: <http://www.scbam.com/v2/app/popupset.asp?l>
- สภาวิชาชีพบัญชี ในพระบรมราชูปถัมภ์. แนวปฏิบัติการบัญชีสำหรับการบันทึกบัญชีหุ้นปันผล. สืบค้นเมื่อวันที่ [30 มีนาคม 2559]. จาก: [http://www.fap.or.th/images/column\\_1359010309/Stock%20Di.pdf](http://www.fap.or.th/images/column_1359010309/Stock%20Di.pdf)
- กรมพัฒนาธุรกิจการค้า กระทรวงพาณิชย์. พระราชบัญญัติ บริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ.2535. สืบค้นเมื่อวันที่ [30 มีนาคม 2559]. จาก: [http://www.dbd.go.th/ewt\\_news.php?nid=1005&filename=law](http://www.dbd.go.th/ewt_news.php?nid=1005&filename=law)

FASB Emerging Issues Task Force. ARB 43 : Restatement and Revision of Accounting

Research Bulletins. Retrieved from:

<http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=id&blobwhere=1175820900763&blobheader=application%2Fpdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs>



## ประวัติการศึกษา

ชื่อ	นางสาวจุฑามาศ พวงสมบัติ
วันเดือนปีเกิด	29 พฤษภาคม พ.ศ. 2533
ตำแหน่ง	ผู้ตรวจสอบภายใน การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย
วุฒิการศึกษา	ปีการศึกษา 2554 : เศรษฐศาสตรบัณฑิต จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย
ประสบการณ์ทำงาน	2555 : Investment Consultant (Stockbroker) บริษัทหลักทรัพย์ เคเคเทรด จำกัด 2555 – ปัจจุบัน : ผู้ตรวจสอบภายใน การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย