



สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล

โดย

นางสาวนารีรัตน์ อัครวนาลาก

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

ภาควิชาบัญชี สาขาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

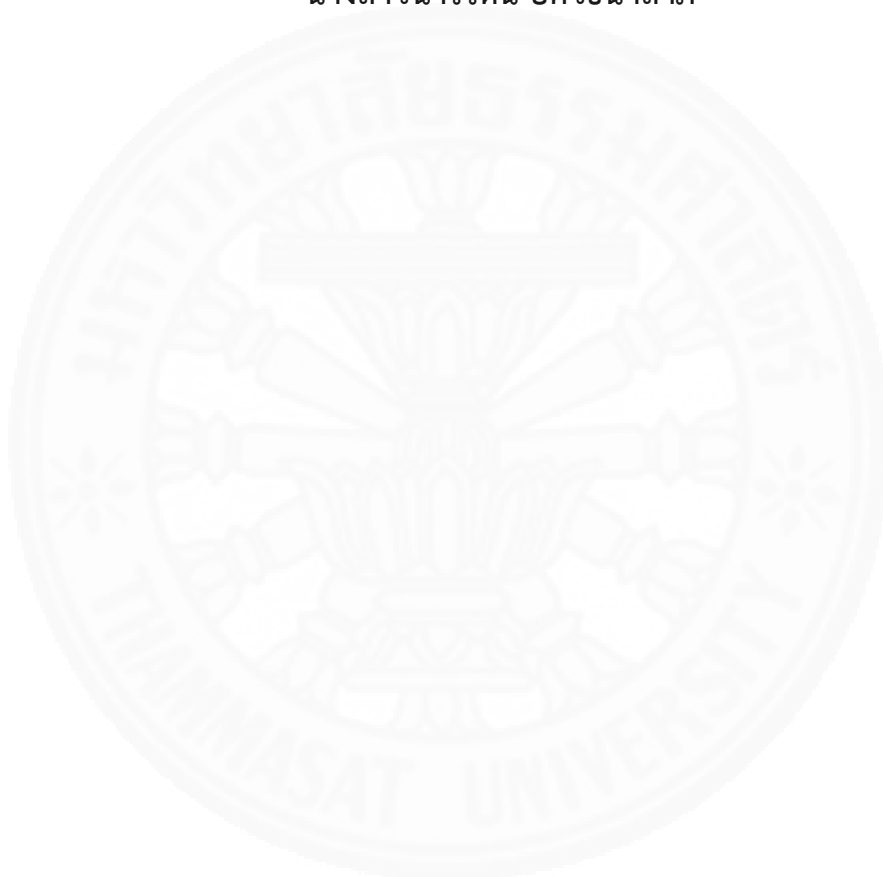
ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล

โดย

นางสาวนาเรีรัตน์ อัครนาลาก



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

บัญชีมหาบัณฑิต

ภาควิชาบัญชี สาขาการบัญชี

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2558

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์



MANAGERIAL OWNERSHIP AND DIVIDEND POLICY

BY

MISS NAREERATH ASSAVATANALAB



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTERS OF ACCOUNTING
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY
THAMMASAT UNIVERSITY
ACADEMIC YEAR 2015
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

นางสาวนารีรัตน์ อัครนาลภ

เรื่อง

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล

ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร
บัญชีมหาบัณฑิต

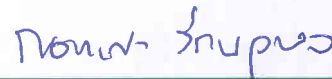
เมื่อวันที่ 11 พ.ค. 2559

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ



(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.กุลยา จันทะเดช)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ



(รองศาสตราจารย์กอบแก้ว รัตนอุบล)

คณบดี



(ศาสตราจารย์ ดร.ศิริลักษณ์ โรจนกิจอำนวย)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล
ชื่อผู้เขียน	นางสาวนารีรัตน์ อัครนาลาก
ชื่อปริญญา	บัญชีมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	บัญชี พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	รองศาสตราจารย์กอบแก้ว รัตนอุบล
ปีการศึกษา	2558

บทคัดย่อ

เงินปันผล คือ ผลตอบแทนอย่างหนึ่งที่ผู้ถือหุ้นต้องการจากการถือครองหุ้นของบริษัท ซึ่งผู้บริหารมีบทบาทสำคัญในการจ่ายเงินปันผล ทั้งบริหารกิจการ เสนอการจ่ายเงินปันผล แม้กระทั่งอนุมัติการจ่ายเงินปันผลในกรณีที่เป็นการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล งานวิจัยนี้จึงสนใจผลกระทบของตัวแปรผู้บริหารที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผล โดยศึกษาความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ณ ระดับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารน้อยกว่าร้อยละ 20 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2551 – 2557 โดยมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 1,148 ชุดข้อมูล ซึ่งตัวแปรตามที่ต้องการศึกษา คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล ตัวแปรอิสระ คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเฉพาะระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่น้อยกว่าร้อยละ 20 และตัวแปรควบคุมประกอบไปด้วย ขนาดของกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตของยอดขาย อัตราการเติบโตในอนาคต อัตราส่วนการลงทุน และอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ

จากการทบทวนวรรณกรรม คาดว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่น้อยกว่าร้อยละ 20 จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และ ทฤษฎี Alignment Effect สำหรับขนาดของกิจการคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากเมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้นจะทำให้บริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เมื่อบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มากขึ้น คาดว่าจะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลน้อยลง เนื่องจากบริษัทต้องกักเงินไว้สำหรับการจ่ายคืนเงินต้นและดอกเบี้ยให้เจ้าหนี้ จึงทำให้กระแสเงินสดอิสระที่สามารถนำไปจ่ายเงินปันผลได้ลดลง นอกจากนี้ การที่อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมสูงขึ้นคาดว่าจะทำให้มีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น

สำหรับอัตราการเติบโตของยอดขายในอดีตคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎี Pecking Order โดยที่อัตราการเติบโตในอนาคตและอัตราส่วนการลงทุน คาดว่ามีความสัมพันธ์ในทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการเติบโตที่สูงในอนาคตและการลงทุนที่สูงในปัจจุบันจะนำมาซึ่งการจ่ายเงินปันผลที่มากขึ้น เพื่อดึงดูดให้มีการลงทุนจากบุคคลภายนอกสำหรับการลงทุนในอนาคตเพื่อให้มีการเติบโตมากขึ้น และอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ คาดว่ามีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นเชิงบวกตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) เนื่องจากบริษัทต้องมียอดเงินสดสำรองไว้มากเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลแล้วไม่กระทบกับการดำเนินงานปกติของกิจการ

ผลการวิจัย พบว่า เมื่อผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่น้อยกว่าร้อยละ 20 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล สำหรับอัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตในอนาคต และอัตราส่วนการลงทุนที่สูงขึ้น จะส่งผลให้บริษัทจ่ายเงินปันผลสูงขึ้น นอกจากนี้ การที่อัตราส่วนเงินสดคงเหลือเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) แต่เมื่อขนาดของกิจการใหญ่ขึ้น อัตราการจ่ายเงินปันผลจะน้อยลง ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และอัตราการเติบโตของยอดขายในอดีตไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ได้วิเคราะห์ความอ่อนไหวของตัวแปร (Sensitivity Analysis) เพิ่มเติม โดยพบว่า กระแสเงินสดคงเหลือของกิจการเป็นตัวแปรที่สำคัญมากตัวแปรหนึ่งที่ส่งผลกระทบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลในประเทศไทย เนื่องจากเมื่อไม่มีการควบคุมอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารน้อยกว่าร้อยละ 20 กับการอัตราการจ่ายเงินปันผลเปลี่ยนจากความสัมพันธ์ที่ไม่มีความสัมพันธ์เป็นความสัมพันธ์เชิงลบซึ่งเป็นไปตามที่ได้พยากรณ์ไว้ โดยอาจเป็นเพราะการจ่ายเงินปันผลส่วนใหญ่เป็นการจ่ายเงินสดปันผล นอกจากนี้ ผู้บริหารและผู้ถือหุ้นจะพิจารณาปัจจัยด้านความเหมาะสมหรือความเพียงพอของเงินสดในการจ่ายเงินปันผลเป็นปัจจัยลำดับต้นๆ ก่อนปัจจัยด้านสัดส่วนการถือหุ้นของบริหาร จึงทำให้ปัจจัยกระแสเงินสดเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญมากในการพิจารณาจ่ายเงินปันผล

ทั้งนี้ ผลการวิจัยนี้จะเป็นประโยชน์กับนักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และผู้จัดการกองทุนรวม ในการพิจารณาการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดียิ่งขึ้น โดยอาศัยตัวแปรปัจจัยดังกล่าวข้างต้นที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล

คำสำคัญ: สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร, โครงสร้างการถือหุ้นของผู้บริหาร, เงินปันผล

Independent Study Title	MANAGERIAL OWNERSHIP AND DIVIDEND POLICY
Author	Miss Nareerath Assavatanalab
Degree	Degree of Masters of Accounting
Department/Faculty/University	Accounting Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Associate Professor Kobkaew Ratanaubol
Academic Years	2015

ABSTRACT

Dividend is the one of return which shareholders want from their investments. Management team is one of the most important roles to pay dividend because they manage the company, propose the amount of dividend payment and even approve payment of dividend in case of the interim dividend payment. This independent study focuses on the relationship between management ownership and dividend policy at level of management ownership less than 20 percent of companies listed on the Stock Exchange of Thailand since 2008 - 2014. The dependent variable is dividend payout ratio and the independent variable is management ownership. The control variables are size, debt ratio, profitability, sales growth in the past, future growth, investment opportunity and cash holdings ratio.

From literature review, the result is expected the negative relationship between management ownership under 20 percent and dividend payout ratio according to agency theory and alignment effect theory. Size is predicted the positive relationship with dividend payout ratio due to the bigger company, the more ability to pay dividend. When the debt ratio increases, the dividend payment is expected to be low because cash flow will hold to pay principle and interest to creditor instead of paying dividend so the dividend payment reduce. When profitability increases, there is more probability to pay dividend. However, sales growth in the past is expected the negative relationship with dividend payout ratio according to pecking

order theory. For the increasing of future growth and investment opportunity, the relationship is expected to be positive with dividend payout ratio due to the dividend can attract more investor to the company for more growth. Finally, cash holdings ratio is expected the positive relationship with dividend payout ratio according to agency theory and free cash flow theory because the company has to hold enough cash to pay dividend without the negative effect to operation of the company.

The results showed that when the management team holds less than 20 percent of company stock, the management ownership does not correlate to dividend payout ratio. Profitability, future growth and investment opportunity are positive related to dividend payout ratio. The more cash holdings ratio, the more dividend paid according to agency theory. If size of the company increases, the dividend payout ratio will be less. While debt ratio and sales growth in the past have no relationship with the dividend payment.

However, this research also performs sensitivity analysis on cash variable. The research found that cash is very important variable to dividend payout ratio in Thailand due to when uncontrolled cash holdings ratio, the result showed the relationship of management ownership less than 20 percent and dividend payout ratio changes from no relationship to negative relationship as predicted result. The reason of that change may be most of dividend paid is cash dividend. Moreover, management team and shareholders consider cash holdings in the first priority than management ownership when they want to pay dividend.

The results of this research will be useful to investors, securities analysts and fund managers to consider investing in listed companies on the Stock Exchange of Thailand based on the above factors which affect the dividend payment.

Keywords: Managerial Ownership, Managerial Structure, Dividend

กิตติกรรมประกาศ

การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้ได้สำเร็จลุล่วงด้วยความเมตตากรุณาของอาจารย์ที่ปรึกษา
รองศาสตราจารย์กอบแก้ว รัตนอุบล และกรรมการสอบวิชาการศึกษาค้นคว้าอิสระ ผู้ช่วย
ศาสตราจารย์ ดร.กฤษยา จันทะเดช ที่ได้ให้คำปรึกษา คำชี้แนะ คำแนะนำ และข้อคิดเห็น ตลอดจน
แนวทางการแก้ไขปัญหาและข้อบกพร่องที่เป็นประโยชน์อย่างยิ่งสำหรับการศึกษาค้นคว้าอิสระนี้
จนกระทั่งการศึกษาค้นคว้าอิสระนี้ได้สำเร็จลุล่วง ผู้วิจัยจึงขอกราบขอบพระคุณอาจารย์ทั้งสองท่าน
เป็นอย่างสูงมา ณ ที่นี้

ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณ คุณพ่อ คุณแม่และครอบครัวที่คอยให้กำลังใจ ให้การ
สนับสนุนและเป็นห่วงเสมอมา ขอขอบคุณพี่ๆ และเพื่อนๆ ที่ทำงานที่ให้โอกาสและเข้าใจช่วงเวลาใน
การทำการศึกษาค้นคว้าอิสระนี้ ขอขอบคุณเพื่อนๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งกลุ่ม Twenty Two ใน MAP11
ทุกคนที่ได้ให้โอกาส แลกเปลี่ยนความคิดเห็น ให้กำลังใจ เป็นที่ปรึกษา และให้ความช่วยเหลือ รวมถึง
ขอขอบคุณเจ้าหน้าที่โครงการปริญญาโททางการบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี
มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ทุกท่านที่ได้ให้การดูแลและความช่วยเหลือในด้านต่างๆ จนการศึกษา
ค้นคว้าอิสระนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

ท้ายที่สุดนี้ ผู้วิจัยหวังเป็นอย่างยิ่งว่า การศึกษาค้นคว้าอิสระนี้จะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่
สนใจและผู้เกี่ยวข้องไม่มากนักน้อย หากมีข้อบกพร่องหรือข้อผิดพลาดประการใดในการศึกษาค้นคว้า
อิสระฉบับนี้ ผู้วิจัยขออภัยมา ณ โอกาสนี้

นางสาวนารีรัตน์ อัครนาลาภ

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

พ.ศ. 2558

สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(3)
กิตติกรรมประกาศ	(5)
สารบัญตาราง	(8)
สารบัญภาพ	(9)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของงานวิจัย	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย	5
1.3 ขอบเขตของการวิจัย	5
1.4 ประโยชน์ที่จะได้รับ	5
1.5 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย	6
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	7
2.1 แนวคิดและทฤษฎี	7
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	13

บทที่ 3	วิธีการวิจัย	34
3.1	ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง	34
3.2	การเก็บรวบรวมข้อมูล	35
3.3	สมมติฐานของการวิจัย	35
3.4	เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย	35
3.5	รายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	36
3.6	การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้	40
บทที่ 4	ผลการวิจัยและอภิปรายผล	41
4.1	การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)	41
4.2	การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)	44
4.3	การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)	47
บทที่ 5	สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	59
5.1	สรุปผลการวิจัย	59
5.2	ข้อจำกัดของงานวิจัย	61
5.3	ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต	61
รายการอ้างอิง		62
ภาคผนวก		
ภาคผนวก ก	การตรวจสอบข้อมูลกลุ่มตัวอย่างตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression Analysis)	67
ประวัติการศึกษา		74

สารบัญตาราง

ตารางที่		หน้า
3.1	แสดงผลการวิจัยที่คาดหวังของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่ทำการศึกษากับอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1})	39
4.1	แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของกลุ่มตัวอย่าง จำนวน 1,148 ชุดข้อมูล	42
4.2	แสดงข้อมูลสถิติวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ของแต่ละตัวแปร	46
4.3	แสดงข้อมูลสถิติวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ของแต่ละตัวแปร เมื่อแปลงข้อมูลตัวแปรตาม ($\ln DIV_{t+1}$)	49
4.4	แสดงข้อมูลสถิติวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression Analysis)	50
4.5	แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง $MOWN_t$ และ $\ln DIV_{t+1}$ เมื่อควบคุมตัวแปรอื่น	54
4.6	แสดงข้อมูลสถิติวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression Analysis) โดยไม่มี $CASH_t$ เป็นตัวแปรควบคุม	56
4.7	แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง $MOWN_t$ และ $\ln DIV_{t+1}$ เมื่อควบคุมตัวแปรอื่น	57
ก.1	แสดงค่า VIF ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม	71

สารบัญภาพ

ภาพที่		หน้า
1.1	แสดงอัตราเงินปันผลตอบแทน (Market Dividend Yield) ของ SET และ mai ณ สิ้นเดือนสิงหาคม 2558	1
2.1	แสดงตัวอย่างความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎี Alignment Effect และทฤษฎี Entrenchment Effect แบบมี Turning Point	17
ก.1	แสดงการแจกแจงลักษณะเบ้ขวา (ไม่ใช่การแจกแจงปกติ) ของตัวแปรตาม อัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1})	68
ก.2	แสดงการแจกแจงปกติของตัวแปรตามลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($\ln DIV_{t+1}$)	68
ก.3	แสดงความสัมพันธ์เชิงเส้นของแต่ละตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมกับตัวแปรตาม	70
ก.4	แสดงการแจกแจงปกติที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0 ของความคลาดเคลื่อน	72
ก.5	แสดงค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนคงที่	73

บทที่ 1

บทนำ

1.1 ที่มาและความสำคัญของงานวิจัย

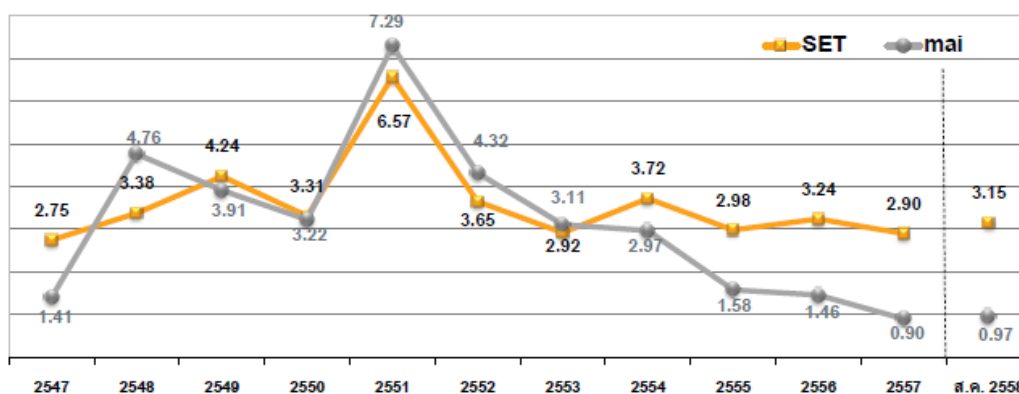
เงินปันผล คือ ผลตอบแทนอย่างหนึ่งที่อยู่เบื้องหลังความต้องการจากการถือครองหุ้นของบริษัท ซึ่งการจ่ายเงินปันผลนั้นต้องได้รับการอนุมัติผ่านมติที่ประชุมผู้ถือหุ้น หรือมติที่ประชุมคณะกรรมการบริษัทในกรณีการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล (พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535, 2535) อย่างไรก็ตาม การเป็นนักลงทุนทั่วไปหรือผู้ถือหุ้นส่วนน้อยของบริษัทอาจไม่มีอำนาจและสิทธิออกเสียงเพียงพอที่จะชนะการออกเสียงในที่ประชุมดังกล่าวได้ ดังนั้น นักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนระยะยาวในรูปของเงินปันผลจึงต้องพิจารณาบริษัทที่ต้องการไปลงทุนอย่างรอบคอบ เพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่ดีและคุ้มค่าที่สุดจากการลงทุน

ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (2558) แสดงให้เห็นว่า การจ่ายเงินปันผลมีความไม่แน่นอน จากภาพที่ 1.1 พบว่า อัตราเงินปันผลตอบแทน (Market Dividend Yield) สูงสุดในปี 2551 (6.57% – 7.29%) และเคลื่อนไหวทั้งลดลงและเพิ่มขึ้นจนถึง ณ สิ้นเดือนสิงหาคม 2558 อยู่ที่ 0.97% – 3.15% ซึ่งการเพิ่มขึ้นและลดลงของการจ่ายเงินปันผลขึ้นอยู่กับปัจจัยต่างๆ ทั้งจากภายในบริษัทและจากภายนอกบริษัท

ภาพที่ 1.1

แสดงอัตราเงินปันผลตอบแทน (Market Dividend Yield) ของ SET และ mai ณ สิ้นเดือนสิงหาคม 2558 จาก *ภาวะตลาดหลักทรัพย์ ปรับปรุงข้อมูลล่าสุด ณ สิ้นเดือนสิงหาคม 2558*, โดย ฝ่ายวิจัย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2558.

Market dividend yield at the end of period (%)



ปัจจัยที่สำคัญที่สุดปัจจัยหนึ่งของการจ่ายเงินปันผล คือ ผลการดำเนินงานของบริษัท เนื่องจากหากบริษัทไม่สามารถสร้างเงินสดในมือได้มากพอ บริษัทจะไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ ดังนั้น ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการบริหารกิจการจึงมีความสำคัญอย่างมากกับการจ่ายเงินปันผลของกิจการ อย่างไรก็ตาม จากทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) พบว่าผู้บริหารอาจไม่ได้บริหารงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น แต่บริหารกิจการเพื่อประโยชน์สูงสุดของตนเองโดยนำกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ไปใช้เพื่อประโยชน์ของตนเอง ทำให้เกิดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ผู้ถือหุ้นจึงพยายามลดต้นทุนตัวแทนหรือกระแสเงินสดอิสระดังกล่าวด้วยวิธีต่างๆ อาทิ การจ่ายเงินปันผล การจ่ายชำระดอกเบี้ยเงินกู้ยืม หรือการให้รางวัลกับผู้บริหาร เช่น การให้หุ้นของบริษัท เนื่องจากการให้หุ้นกับผู้บริหารก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายและค่าธรรมเนียมในการจดทะเบียนต่างๆ รวมถึงค่าจ้างที่ปรึกษาเพื่อวางแผนโครงการออกหุ้นให้ผู้บริหาร เป็นต้น เมื่อกระแสเงินสดอิสระน้อยลง ผู้บริหารจะบริหารกระแสเงินสดอิสระเพื่อผลประโยชน์ของตนเองมากกว่าผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นได้น้อยลง (Denis, 2001 และ Gillan, 2006) นอกจากนี้ การให้ผู้บริหารถือหุ้นมากขึ้นยังส่งผลให้ความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นน้อยลง เนื่องจากมีเป้าหมายที่สอดคล้องกันมากขึ้น นั่นคือ เมื่อผู้บริหารถือหุ้นมากขึ้นจะมีความเป็นเจ้าของมากขึ้น ทำให้มีเป้าหมายที่ต้องการเป็นไปในทิศทางเดียวกันมากขึ้น ดังนั้น บริษัทจะมีการจ่ายเงินปันผลน้อยลงเมื่อผู้บริหารถือหุ้นมากขึ้น เนื่องจากเงินปันผลและค่าใช้จ่ายต่างๆ ในการให้หุ้นกับผู้บริหารมีแหล่งที่มาจากระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) เช่นเดียวกัน กล่าวคือ เมื่อนำกระแสเงินสดอิสระมาดำเนินการเกี่ยวกับการให้หุ้นกับผู้บริหาร จะเหลือกระแสเงินสดอิสระเพื่อจ่ายเงินปันผลน้อยลง จึงทำให้มีการจ่ายเงินปันผลน้อยลง เกิดความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผล (Rozeff, 1982 และ Chen & Steiner, 1999) เป็นไปตามทฤษฎี Alignment Effect ที่ว่า เมื่อผู้บริหารถือหุ้นมากขึ้นจะจ่ายเงินปันผลน้อยลง (Jensen & Meckling, 1976; Rozeff, 1982; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015)

อย่างไรก็ดี ทฤษฎี Entrenchment Effect กล่าวว่า เมื่อผู้บริหารมีอำนาจมากขึ้นจะมีความน่าจะเป็นในการจ่ายเงินปันผลและจำนวนเงินในการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น (Hu & Kumar, 2004 และ Jo & Pan, 2009) เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารให้ผู้ถือหุ้นผู้ลงทุนทั่วไป และบุคคลภายนอกทราบว่าในอนาคตบริษัทจะมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น จึงทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นตามไปด้วย ตามทฤษฎี Information Signal (Brigham & Houston, 2001/2544 และ เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์, 2552) ทำให้ผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์จากการจ่ายเงินปันผลทั้งในรูปของเงินสดปันผลและราคาหุ้นที่สูงขึ้น (Denis, 2001 และ Gillan, 2006) และเมื่อผู้บริหารมีอำนาจมากขึ้นทั้งจากการถือหุ้นมากขึ้นหรือวิธีอื่น เช่น การมีอำนาจในการกำหนดผลตอบแทนของ

ผู้บริหาร เป็นต้น (Entrenched Manager หรือ Managerial Entrenchment) ผู้บริหารมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลมากขึ้นเพื่อรักษาความมั่นคงและความปลอดภัยในตำแหน่ง หน้าที่การงาน และเป้าหมายหรือผลประโยชน์ที่ตนเองต้องการ รวมถึงป้องกันการถูกตรวจสอบจากบุคคลภายนอกตามกฎหมายต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง โดยการจ่ายเงินปันผลนี้ไม่ได้ถูกพิจารณาเพื่อเป็นทางเลือกในการลดต้นทุนตัวแทนตามทฤษฎีตัวแทนอีกต่อไป (Schooley & Barney, 1994 และ Hu & Kumar, 2004)

จากความสัมพันธ์ในลักษณะ Alignment Effect และ Entrenchment Effect ที่ตรงข้ามกันดังกล่าวข้างต้น จึงทำให้เกิดแนวคิดที่ว่าความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผลเป็นไปในทิศทางเดียวกันเมื่อผู้บริหารถือหุ้นของบริษัทมากจนถึงระดับหนึ่ง (Schooley & Barney, 1994; Farinha, 2003; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015) ทำให้มีการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับจุดที่ผู้บริหารมีอำนาจที่เหมาะสม (Optimal Level) ซึ่งเป็นจุดที่เกิดการเปลี่ยนแปลง (Turning Point) ความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลจากความสัมพันธ์เชิงลบเป็นความสัมพันธ์เชิงบวก ซึ่งอธิบายได้จากเหตุผลที่ว่าเมื่อผู้บริหารถือหุ้นเพียงเล็กน้อยจะมีพฤติกรรมในการใช้สินทรัพย์ของบริษัทเพื่อประโยชน์ส่วนตัว (Farinha, 2003) ซึ่งผู้บริหารที่ถือหุ้นจำนวนเล็กน้อยจะได้รับประโยชน์จากการจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าการเก็บเงินไว้ในรูปของ Free Cash Flow ที่ผู้บริหารสามารถนำไปบริหารเพื่อประโยชน์ของตนเองได้ง่ายกว่า ผู้บริหารจึงไม่ยอมจ่ายเงินปันผล แต่เมื่อการถือหุ้นของผู้บริหารมากพอ ผู้บริหารจะได้รับประโยชน์จากการจ่ายเงินปันผลทั้งในรูปของเงินสดปันผล ราคาหุ้นที่สูงขึ้น ความมั่นคงของตำแหน่งหน้าที่การงาน และการลดปัญหาการตรวจสอบจากบุคคลภายนอก ซึ่งเป็นผลดีในระยะยาวและเป็นประโยชน์มากกว่าการบริหาร Free Cash Flow เมื่อมีโอกาส ผู้บริหารจึงอยากจ่ายเงินปันผลมากขึ้น จึงมีงานวิจัยที่ศึกษาความสัมพันธ์ที่เปลี่ยนไปจากเชิงลบเป็นความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างต่อเนื่อง โดยงานวิจัยของ Schooley & Barney (1994) ได้ศึกษา Optimal Level หรือ Turning Point ของความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของ CEO กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ของบริษัทในสหรัฐอเมริกา ตามสมมติฐานที่ว่าความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรทั้งสองเป็นเส้นโค้งครึ่งวงกลม (Palaboric Relationship หรือ U-Shaped Relationship) และพบจุดที่มีการเปลี่ยนความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของ CEO กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) จากลบเป็นบวกที่ระดับการถือหุ้นที่ทำให้ CEO มีอำนาจ (Entrenchment Level) ร้อยละ 14.9 นอกจากนี้ Farinha (2003) ได้ศึกษาข้อมูลบริษัทในสหราชอาณาจักร และพบว่าความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของผู้บริหารกับอัตราการจ่ายเงินปันผลเปลี่ยนแปลงจากลบเป็นบวก ณ ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่ประมาณร้อยละ 30 ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Schooley & Barney (1994) และสนับสนุนทั้งทฤษฎีความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผลแบบ Alignment Effect และ Entrenchment Effect

อย่างไรก็ตาม Florackisa, Kanab & Kostakisc (2015) ได้ศึกษากลุ่มตัวอย่างขนาดใหญ่จำนวน 7,376 กลุ่มตัวอย่าง จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NYSE, NASDAQ และ AMEX ของสหรัฐอเมริกา งานวิจัยนี้พบว่า มี Turning Point มากกว่า 1 ระดับ คือ ระดับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่น้อยกว่าร้อยละ 10 ความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสองดังกล่าวจะเป็นลบ สำหรับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่ร้อยละ 10 ถึงร้อยละ 60 พบว่า ความสัมพันธ์เป็นลบและบวกลบสลับกันจำนวนมาก จึงทำให้เกิด Turning Point จำนวนมาก ความสัมพันธ์ในช่วงนี้จึงไม่สามารถบอกได้อย่างชัดเจนว่าเป็นทิศทางใด และความสัมพันธ์ดังกล่าวจะเปลี่ยนเป็นบวกอย่างชัดเจน ณ ระดับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่มากกว่าร้อยละ 60

จากความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎี Alignment Effect และ Entrenchment Effect รวมถึงการพบ Turning Point หรือ Entrenchment Level ที่ทำให้ความสัมพันธ์เปลี่ยนแปลงจากในเชิงลบระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลเป็นเชิงบวก ตามที่ Schooley & Barney (1994) และ Farinha (2003) พบความสัมพันธ์ของตัวแปรทั้งสองในลักษณะ U-Shaped ซึ่งเกิดจากการที่ผู้บริหารเปลี่ยนมุมมองของการหาประโยชน์ส่วนตัวโดยการบริหาร Free Cash Flow ในบทบาทของผู้บริหาร เพราะประโยชน์จากการจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าเป็นการหาประโยชน์ในบทบาทของผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของที่ได้รับประโยชน์จากการจ่ายเงินปันผลทั้งเงินสด ราคาหุ้นที่สูงขึ้น ความมั่นคงในตำแหน่งหน้าที่การทำงาน และการลดปัญหาการถูกตรวจสอบจากบุคคลภายนอก ประกอบกับในประเทศไทยยังไม่พบผู้ใดศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลที่แบ่งระดับการทดสอบตามสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ผู้วิจัยจึงมุ่งสนใจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนใน SET โดยทดสอบความสัมพันธ์ ณ ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่น้อยกว่าร้อยละ 20 เนื่องจากตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 28 (ปรับปรุง 2558) เรื่อง เงินลงทุนในบริษัทร่วมและการร่วมค้า (2558) ได้ให้แนวทางการพิจารณาการมีอิทธิพลอย่างมีสาระสำคัญของกิจการจากการถือหุ้นที่อย่างน้อยร้อยละ 20 นอกจากนั้นพระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (2535) ได้ให้อำนาจของผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นรวมกันตั้งแต่ร้อยละ 20 สามารถขอให้มีการเรียกประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น ร้องขอให้ศาลสั่งเพิกถอนมติในการประชุมที่เห็นว่าฝ่าฝืนข้อบังคับของบริษัทหรือไม่เป็นไปตามที่กฎหมายกำหนดไว้ และขอเป็นหนังสือให้นายทะเบียนแต่งตั้งผู้ตรวจสอบเพื่อดำเนินการตรวจสอบกิจการและฐานะการเงินของบริษัท รวมถึงตรวจสอบการดำเนินงานของคณะกรรมการได้ โดยที่การถือหุ้นที่ร้อยละ 20 และการมีอิทธิพลอย่างมีสาระสำคัญในการบริหารกิจการอาจเปลี่ยนมุมมองของผู้บริหารจากการเป็นผู้บริหารเปลี่ยนเป็นผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของ ซึ่งได้รับประโยชน์จากการจ่ายเงินปันผลหลายด้านมากกว่าการ

บริหาร Free Cash Flow เพื่อตนเอง อย่างไรก็ตาม จากการเก็บข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงระหว่างปี 2551 – 2557 เพื่อสำรวจเบื้องต้น ขอดังข้อสังเกตว่า พฤติกรรมการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากกว่าร้อยละ 50 มีลักษณะน้อยกว่าร้อยละ 20 (ข้อมูลเพิ่มเติมในบทที่ 3 ข้อ 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง) งานวิจัยนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลที่ระดับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารน้อยกว่าร้อยละ 20

1.2 วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาด SET ณ ระดับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารน้อยกว่าร้อยละ 20

1.3 ขอบเขตของการวิจัย

การศึกษานี้เก็บข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาด SET (ตลาดฯ) ช่วงปี 2551 – 2557 เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนฯ ดังกล่าวเป็นบริษัทที่มีการซื้อขายหุ้นต่อสาธารณะ ผลจากงานวิจัยนี้จึงเป็นประโยชน์และเกี่ยวข้องกับการตัดสินใจในสถานการณ์จริง รวมทั้งข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าวมีการเปิดเผยต่อสาธารณะทำให้สามารถเก็บข้อมูลและเข้าถึงข้อมูลได้ โดยที่งานวิจัยนี้กำหนดขอบเขตในช่วงปี 2551 – 2557 เนื่องจากเป็นข้อมูล ณ ปัจจุบันที่เผยแพร่และมีปริมาณกลุ่มตัวอย่างจำนวนมากเพียงพอและเหมาะสมในการวิเคราะห์ข้อมูล

1.4 ประโยชน์ที่จะได้รับ

งานวิจัยนี้สามารถเป็นข้อมูลเพิ่มเติมที่ช่วยให้นักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และผู้จัดการกองทุนรวม สามารถพิจารณาการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนใน SET ได้ดียิ่งขึ้น โดยเน้นด้านการลงทุนของนักลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผล ซึ่งสามารถพิจารณาข้อมูลเพิ่มเติมจากระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร

1.5 ลำดับขั้นตอนในการเสนอผลการวิจัย

ในบทต่อไปจะนำเสนอเนื้อหาเรียงตามลำดับ ดังต่อไปนี้

บทที่ 2 อธิบายแนวคิดและทฤษฎีการจ่ายเงินปันผล รวมทั้งงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

บทที่ 3 กล่าวถึงวิธีการวิจัย ซึ่งประกอบไปด้วยประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ทำการศึกษา การเก็บรวบรวมข้อมูล สมมติฐานงานวิจัย แบบจำลองของการวิจัย รายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา และสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล

บทที่ 4 อธิบายและอภิปรายผลการศึกษาที่ได้จากการทดสอบทางสถิติของความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล ณ ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่น้อยกว่าร้อยละ 20

บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย ข้อจำกัดของงานวิจัย รวมถึงข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

บทที่ 2

วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ในส่วนนี้จะกล่าวถึงแนวคิดและทฤษฎีการจ่ายเงินปันผล รวมถึงงานวิจัยในอดีตที่ได้ค้นคว้าและรวบรวมเพื่อสร้างเป็นกรอบแนวคิดสำหรับงานวิจัยนี้ อันประกอบไปด้วย

- 2.1 แนวคิดและทฤษฎี
 - 2.1.1 ทฤษฎีการจ่ายเงินปันผล
 - 2.1.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)
 - 2.1.3 ทฤษฎี Alignment Effect
 - 2.1.4 ทฤษฎี Entrenchment Effect
- 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรต่างๆ ที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล ดังต่อไปนี้
 - 2.2.1 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร
 - 2.2.2 ขนาดของกิจการ
 - 2.2.3 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์
 - 2.2.4 ความสามารถในการทำกำไร
 - 2.2.5 การเติบโตของกิจการ
 - 2.2.6 โอกาสการเติบโตในอนาคตของกิจการ
 - 2.2.7 โอกาสในการลงทุน
 - 2.2.8 กระแสเงินสดของกิจการ

2.1 แนวคิดและทฤษฎี

2.1.1 ทฤษฎีการจ่ายเงินปันผล

ทฤษฎีการจ่ายเงินปันผลมีอยู่หลายทฤษฎี ทั้งในแง่เงินปันผลไม่มีผลต่อมูลค่าของกิจการ เงินปันผลมีผลในเชิงลบต่อมูลค่าของกิจการ และเงินปันผลมีผลในเชิงบวกต่อมูลค่าของกิจการ (เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์, 2552) ได้แก่

Dividend Irrelevance Theory หรือทฤษฎี MM ซึ่งผู้เสนอแนวคิดนี้ คือ Merton Miller และ Franco Modigliani ได้สรุปไว้ว่า การจ่ายเงินปันผลไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ผู้ถือ

หุ้นต้องการ เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลไม่มีผลต่อราคาหุ้นสามัญ ต้นทุนของเงินทุนและมูลค่าของกิจการ (Brigham & Houston, 2001/2544)

Bird-in-the-hand เป็นแนวคิดของ Myron Gordon และ John Lintner โดยทฤษฎีนี้ได้โต้แย้งทฤษฎีของ MM ที่ว่าการจ่ายเงินปันผลนั้นไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นต้องการ โดยทฤษฎีนี้ กล่าวไว้ว่า ผู้ถือหุ้นต้องการเงินปันผลมากกว่าราคาหุ้นที่อาจสูงขึ้นในอนาคต เนื่องจากชอบเงินสดจากเงินปันผลที่ได้รับทันทีในปัจจุบันมากกว่าความไม่แน่นอนของราคาหุ้นในอนาคต (Brigham & Houston, 2001/2544 และ เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์, 2552)

Tax Preference Theory ทฤษฎีนี้มองในมุมของการเสียภาษีในสหรัฐอเมริกา เนื่องจากการรับเงินปันผลเป็นการเพิ่มฐานภาษีและต้องเสียภาษีทันทีในปัจจุบัน ในขณะที่ภาษีจากกำไรจากการขายหุ้นจะยังไม่ต้องเสียภาษีจนกว่าจะมีการซื้อขายหุ้นจริงในอนาคต นอกจากนั้น อัตราภาษีของเงินปันผลยังสูงกว่าอัตราภาษีของกำไรจากการขายหุ้น ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจึงยินดีให้บริษัทจ่ายเงินปันผลในอัตราต่ำมากกว่าอัตราสูง (Brigham & Houston, 2001/2544)

นอกจากนี้ ยังมีการศึกษาผลกระทบต่างๆ จากการจ่ายเงินปันผลอย่างแพร่หลาย และเกิดทฤษฎีผลกระทบจากการจ่ายเงินปันผลมากมาย เช่น

Information Signal คือ การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารให้ผู้ถือหุ้นทราบว่าในอนาคตบริษัทจะมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น จึงทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นตามไปด้วย (Brigham & Houston, 2001/2544 และ เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์, 2552)

Free Cash Flow การจ่ายเงินปันผลทำให้กระแสเงินสดอิสระในบริษัทลดลง จึงทำให้ผู้บริหารหาประโยชน์ส่วนตัวจากเงินส่วนนี้ได้ลดลง ดังนั้น ราคาหุ้นจึงสูงขึ้น (เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์, 2552)

2.1.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling, 1976) อธิบายถึงสัญญา (Contract) ที่ทำขึ้นโดยฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวการ (Principal) และอีกฝ่ายหนึ่งเรียกว่าตัวแทน (Agent) โดยที่ตัวแทนจะกระทำการต่างๆ เพื่อผลประโยชน์ของตัวการ และตัวการสัญญาว่าจะให้ผลตอบแทนแก่ตัวแทน หลักการของทฤษฎีตัวแทนประกอบไปด้วย 3 สมมติฐาน คือ 1) ทุกคนมีแรงผลักดันในการทำเพื่อประโยชน์สูงสุดของตนเอง 2) ในสังคมประกอบไปด้วยการทำสัญญาหรือการแลกเปลี่ยน 3) การควบคุมให้เป็นไปตามสัญญาจะทำให้เกิดต้นทุนเพื่อลดการไม่ทำตามสัญญาของตัวแทน

การอธิบายทฤษฎีของ Jensen & Meckling (1976) นี้เปรียบเสมือนกลุ่มคนสองกลุ่มในบริษัท คือ ผู้จ้างหรือเจ้าของหรือผู้ถือหุ้น (Principal) ซึ่งเป็นผู้ยินยอมให้ผู้ถูกจ้างหรือกรรมการ

หรือผู้บริหาร (Agent) บริหารกิจการเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่สูงที่สุดของผู้จ้าง และผู้ถูกจ้างจะได้รับค่าตอบแทนจากการทำงานนั้น อย่างไรก็ตาม ความแตกต่างของเป้าหมายของตัวแทนหรือผู้บริหารบริษัทกับเจ้าของบริษัทหรือผู้ถือหุ้น (Agency Problem) อาจนำมาซึ่งความขัดแย้งในเรื่องผลประโยชน์และการบริหารงานระหว่างกัน (Conflict of Interest) เนื่องจากทุกคนย่อมมีแรงผลักดันในการทำงานเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัวทั้งสิ้น ดังนั้น กรรมการหรือผู้บริหารจะบริหารงานของบริษัทไปเพื่อผลประโยชน์ของตนเองด้วย (Maximize his or her welfare) จึงอาจเกิดโอกาสที่ผู้บริหารสนใจบริหารงานเพื่อหาผลตอบแทนส่วนตัวมากกว่าบริหารงานเพื่อบริษัทหรือเพื่อผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น เช่น การจ่ายเงินเดือนหรือโบนัสให้ผู้บริหารจำนวนมาก (Agency Cost) แทนที่จะนำเงินนั้นไปลงทุนเพื่อก่อให้เกิดประโยชน์แก่กิจการหรือจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นเพื่อประโยชน์สูงสุดแก่เจ้าของกิจการ

ปัญหาเรื่อง Agency Problem มีแนวโน้มสูงขึ้นเมื่อผู้บริหารของบริษัทถือหุ้นน้อยกว่าร้อยละ 100 (Brigham & Houston, 2001/2544) กล่าวคือ เมื่อผู้บริหารมิได้เป็นเจ้าของกิจการคนเดียว ก็จะดำเนินงานเพื่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตัวสูงสุด ในขณะที่หากผู้บริหารเป็นเจ้าของกิจการคนเดียวจะดำเนินงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัท เนื่องจากหากบริษัทได้ประโยชน์สูงสุดจะเปรียบเสมือนผู้บริหารได้ประโยชน์ดังกล่าวเช่นกัน

การกระตุ้นให้ผู้บริหารดำเนินงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทวิธีการหนึ่ง คือ การจ่ายเงินปันผล (Brigham & Houston, 2001/2544) ซึ่งการจ่ายเงินปันผลจะช่วยลดกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ที่ผู้บริหารจะนำไปใช้เพื่อประโยชน์ของตนเองหรือต้นทุนตัวแทน Agency Cost และ Free Cash Flow (Jensen, Solberg & Zorn, 1992; Florackis & Ozkan, 2009; เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์, 2552) ดังนั้น การที่ผู้บริหารถือหุ้นในบริษัทมากขึ้นจะทำให้รู้สึกเป็นเจ้าของกิจการมากขึ้น ซึ่งจะช่วยลด Agency Cost และ Free Cash Flow ที่ผู้บริหารใช้ไปเพื่อประโยชน์ส่วนตัวให้น้อยลง และผู้บริหารจะทำงานเพื่อบริษัทมากขึ้นส่งผลให้ผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์มากขึ้นในรูปของเงินปันผลรับ ซึ่งสนับสนุนทฤษฎี Entrenchment Effect (Schooley & Barney, 1994; Farinha, 2003; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015) ที่ว่าผู้บริหารที่ถือหุ้นของบริษัทในสัดส่วนที่สูงจะรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นด้วยการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น

2.1.3 ทฤษฎี Alignment Effect

ความขัดแย้งผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารจากทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ทำให้เกิดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ซึ่งเกิดจากผู้บริหารทำงานเพื่อประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าการบริหารบริษัทให้เป็นไปตามเป้าหมายที่ผู้ถือหุ้นต้องการ โดยแหล่งที่มาของต้นทุนตัวแทนที่

สำคัญแหล่งหนึ่ง คือ กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) เนื่องจากกระแสเงินสดอิสระเป็นกระแสเงินสดส่วนที่เหลือจากการบริหารงานของบริษัท ผู้บริหารจึงสามารถบริหารกระแสเงินสดอิสระนี้เพื่อประโยชน์ของตนเองได้ ซึ่งการบริหารกระแสเงินสดอิสระของผู้บริหารโดยพื้นฐานทั่วไปสามารถแบ่งได้เป็น 3 วิธี ได้แก่ การจ่ายคืนนักลงทุนซึ่งประกอบไปด้วยเจ้าหนี้และเจ้าของของบริษัท การลงทุนในโครงการเดิมหรือโครงการใหม่ของบริษัท และการถือกระแสเงินสดอิสระไว้ (Denis, 2001) กล่าวคือ เมื่อมีกระแสเงินสดอิสระเหลือจากการจ่ายชำระคืนเงินต้นและดอกเบี้ยเงินกู้ยืม กระแสเงินสดอิสระส่วนที่เหลือนั้นควรเป็นของผู้ถือหุ้นหรือเจ้าของบริษัท ซึ่งผู้ถือหุ้นย่อมไม่ต้องการลงทุนในโครงการที่ไม่ก่อให้เกิดกำไร และผู้ถือหุ้นมองว่าการถือกระแสเงินสดของบริษัทไว้ผ่านมือของผู้บริหารเป็นการเสียโอกาสในการลงทุนเนื่องจากหากผู้ถือหุ้นได้เงินในส่วนนี้คืน พวกเขาจะสามารถนำเงินดังกล่าวไปลงทุนใน Portfolio ของตนเองเพื่อก่อให้เกิดผลตอบแทนที่มากกว่าการถือกระแสเงินสดไว้ที่บริษัทใดบริษัทหนึ่งโดยมิได้ทำให้เงินนั้นงอกเงยขึ้น ผู้ถือหุ้นจึงต้องการกระแสเงินสดอิสระคืนไม่ว่าจะในรูปของเงินปันผลหรือหุ้นทุนซื้อคืน (Denis, 2001) ในขณะที่ผู้บริหารต้องการถือกระแสเงินสดอิสระไว้เพื่อการลงทุนและการดำเนินงานต่างๆ มากกว่าการจ่ายคืนผู้ถือหุ้น โดยเฉพาะเมื่อผู้บริหารได้รับผลตอบแทนที่ผูกติดกับผลการทำงานหรือผลการดำเนินงานของบริษัท (Denis, 2001) เช่น ยอดขายและกำไร เป็นต้น ดังนั้น กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) จึงเป็นสาเหตุที่สำคัญสาเหตุหนึ่งที่ทำให้เกิดความขัดแย้งของผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารและก่อให้เกิดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost)

การลดกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) จึงเป็นการลดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ที่เกิดจากผู้บริหารทำงานเพื่อประโยชน์ส่วนตัว โดยวิธีการลดต้นทุนตัวแทนดังกล่าวสามารถทำได้หลายวิธีประกอบกัน อาทิ การควบคุมการทำงานของผู้บริหารผ่านคณะกรรมการของบริษัท อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารระดับสูงของบริษัทมักดำรงตำแหน่งในคณะกรรมการบริษัท ผู้ถือหุ้นจึงไม่สามารถควบคุมผู้บริหารได้อย่างแท้จริง การให้รางวัลกับผู้บริหารโดยผูกกับสิ่งที่ผู้ถือหุ้นต้องการเป็นอีกวิธีหนึ่งที่ช่วยลดความขัดแย้งของผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร (Denis, 2001 และ Gillan, 2006) รวมถึงสามารถลดต้นทุนตัวแทนโดยการลดกระแสเงินสดอิสระ เช่น ผู้บริหารจะได้รับโบนัสจากการเพิ่มขึ้นของราคาหุ้น ซึ่งการเพิ่มขึ้นของราคาหุ้นนี้เป็นเป้าหมายที่ผู้ถือหุ้นต้องการและการจ่ายโบนัสเป็นการจ่ายเงินจากกระแสเงินสดอิสระ จึงเป็นการลดกระแสเงินสดอิสระและการลดต้นทุนตัวแทน นอกจากการให้โบนัสแล้ว การให้หุ้นของบริษัทก็เป็นวิธีจูงใจเพื่อให้ผู้บริหารทำงานตามที่ผู้ถือหุ้นต้องการและเป็นการลดกระแสเงินสดอิสระและต้นทุนตัวแทน เนื่องจากค่าใช้จ่ายต่างๆ ในการให้หุ้นเป็นการจ่ายจากกระแสเงินสดอิสระ เช่น ค่าธรรมเนียมต่างๆ ที่บริษัทต้องจดทะเบียนกับกรมพัฒนาธุรกิจการค้าทั้งการจดทะเบียนเพิ่มทุนและการเพิ่มรายชื่อผู้ถือหุ้น นอกจากนั้น การเตรียมแผนการให้

หุ้นกับผู้บริหารยังต้องมีการวางแผน วางนโยบาย และการประชุมหลายขั้นตอนเพื่อสรุปแผนงานและประกาศเป็นนโยบายของบริษัท ซึ่งอาจจำเป็นต้องจ้างที่ปรึกษาเพื่อวางแผนงานต่างๆ รวมถึงความเหมาะสมของปริมาณหุ้นที่จะให้ผู้บริหาร ค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นดังกล่าวล้วนแต่ต้องจ่ายจากกระแสเงินสดอิสระทั้งสิ้น

โดยทั่วไปการลดกระแสเงินสดอิสระจึงสามารถสรุปได้ 3 วิธี ได้แก่ การจ่ายชำระดอกเบี้ยเงินกู้ยืม การจ่ายเงินปันผล และการให้รางวัลกับผู้บริหาร อย่างไรก็ตาม สำหรับทฤษฎี Alignment Effect จะเน้นที่ความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลและสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร กล่าวคือ เมื่อผู้บริหารได้รับหุ้นจากบริษัทมากขึ้นจะทำให้ผู้บริหารมีสัดส่วนการถือหุ้นมากขึ้น และยังก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายจากกระแสเงินสดอิสระในการให้หุ้นมากขึ้น โดยที่จำนวนหุ้นที่ให้ผู้บริหารยิ่งมากจะทำให้ค่าใช้จ่ายในการให้หุ้นยิ่งมากขึ้น เช่น ค่าธรรมเนียมในการจดทะเบียนต่างๆ กับหน่วยงานราชการมากขึ้นและค่าที่ปรึกษาเพื่อวางแผนและดำเนินการโครงการให้หุ้นมากขึ้น เป็นต้น เมื่อกระแสเงินสดอิสระถูกนำไปใช้ในการให้หุ้นกับผู้บริหารมากขึ้น กระแสเงินสดอิสระส่วนที่เหลือเพื่อจ่ายเงินปันผลจึงลดลง ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการถือหุ้นของผู้บริหารจึงผกผันกัน คือ เมื่อผู้บริหารถือหุ้นมากขึ้นจะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลน้อยลง (Jensen & Meckling, 1976; Rozeff, 1982; Chen & Steiner, 1999; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015)

2.1.4 ทฤษฎี Entrenchment Effect

ทฤษฎี Entrenchment Effect กล่าวว่าความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของผู้บริหารหรือสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผลจะเป็นไปในทิศทางเดียวกัน (Hu & Kumar, 2004; Jo & Pan, 2009; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015) กล่าวคือ เมื่ออำนาจของผู้บริหารมากจะมีการจ่ายเงินปันผลมาก หากผู้บริหารมีอำนาจน้อยจะมีการจ่ายเงินปันผลน้อย ซึ่งตรงข้ามกับทฤษฎี Alignment Effect ที่กล่าวว่าเมื่อผู้ถือหุ้นมอบหุ้นให้กับผู้บริหารเพื่อจูงใจให้ผู้บริหารทำงานเพื่อบริษัทโดยมีเป้าหมายในการทำงานเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้น และเพื่อลดกระแสเงินสดอิสระและต้นทุนตัวแทนจากต้นทุนในการออกหุ้นให้กับผู้บริหารที่เกิดขึ้น จะทำให้มีกระแสเงินสดอิสระส่วนที่เหลือเพื่อจ่ายเงินปันผลน้อยลง (Denis, 2001; Gillan, 2006; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015)

อำนาจของผู้บริหารดังกล่าวข้างต้นนั้นสามารถวัดได้จากตัวบ่งชี้หลายด้าน เช่น ระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งผู้บริหาร (ผู้บริหารที่มีระยะเวลาในการดำรงตำแหน่งนานกว่าจะมีแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลมากกว่า แสดงให้เห็นว่าผู้บริหารมีอำนาจในการจ่ายเงินปันผล) จำนวนหุ้นที่ผู้บริหารถือหุ้นในบริษัท (ปริมาณการถือหุ้นของผู้บริหารเป็นตัวบ่งชี้ถึงความมีอำนาจในการกำหนด

ผลตอบแทนของผู้บริหาร ซึ่งหมายถึงผู้บริหารมีอำนาจในบริษัท) จำนวนกรรมการอิสระใน คณะกรรมการของบริษัท (การมีกรรมการอิสระเปรียบเสมือนผู้บริหารถูกตรวจสอบและจับตามอง จากบุคคลภายนอก เมื่อมีกรรมการอิสระมากผู้บริหารจึงมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลมากขึ้น เพื่อให้ การจ่ายเงินปันผลมีลักษณะเป็นปกติ และไม่ถูกสงสัยจากกรรมการอิสระและบุคคลภายนอก) เป็นต้น (Hu & Kumar, 2004)

ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผลที่เป็นไปใน ทิศทางเดียวกัน สามารถอธิบายได้โดยการจ่ายเงินปันผลนั้นจะมีได้กระทำเพื่อการลดต้นทุนตัวแทน (Schooley & Barney, 1994 และ Hu & Kumar, 2004) กล่าวคือ การได้มาซึ่งหุ้นของผู้บริหารมิได้ เกิดจากการให้หุ้นของบริษัทจากนโยบายของผู้ถือหุ้น จึงไม่ถือว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่มาก ขึ้นเป็นการลดกระแสเงินสดอิสระ เนื่องจากการที่ผู้บริหารมีหุ้นหรือสัดส่วนการถือหุ้นมากขึ้นมิได้ ก่อให้เกิดค่าใช้จ่ายต่างๆ เพื่อให้หุ้น จึงมิได้ลดกระแสเงินสดอิสระหรือต้นทุนตัวแทนที่จะทำให้เหลือ กระแสเงินสดอิสระที่สามารถนำไปจ่ายเงินปันผลน้อยลงตามทฤษฎี Alignment Effect ที่ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการถือหุ้นของผู้บริหารผกผันกัน

อย่างไรก็ตาม ทฤษฎี Entrenchment Effect ได้ให้แนวคิดว่า การจ่ายเงินปันผลมาก ขึ้นทำให้ผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์จากการจ่ายเงินปันผลทั้งในรูปของเงินสดปันผลและ ราคาหุ้นที่สูงขึ้น (Denis, 2001 และ Gillan, 2006) ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎี Information Signal ที่ว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารให้ทราบว่าในอนาคตบริษัทจะมีความสามารถ ในการทำกำไรสูงขึ้น จึงทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นตามไปด้วย (Brigham & Houston, 2001/2544 และ เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์, 2552) นอกจากนั้น ผู้บริหารมองว่าการจ่ายเงินปันผลยังเป็นการรักษาความมั่นคง และความปลอดภัยในตำแหน่ง หน้าที่การงาน และเป้าหมายหรือผลประโยชน์ที่ตนเองต้องการ รวมถึงป้องกันการถูกตรวจสอบจากบุคคลภายนอกตามกฎหมาย (Schooley & Barney, 1994 และ Hu & Kumar, 2004) กล่าวคือ การจ่ายเงินปันผลทำให้บุคคลภายนอกเห็นว่ามีการกำกับดูแลกิจการที่ ดี บริษัทมิได้อยู่ภายใต้การควบคุมของผู้บริหารหรือผู้บริหารไม่มีอำนาจเบ็ดเสร็จในการจัดการบริษัท โดยไม่ต้องคำนึงถึงผู้ถือหุ้น และเมื่อบริษัทมีชื่อเสียงในการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะเป็นประโยชน์ใน ระยะยาวกับบริษัท อีกทั้งยังทำให้สามารถหาแหล่งเงินทุนจากภายนอกได้ทั้งเงินกู้และเงินทุนจากการมี ชื่อเสียงที่ดีของการกำกับดูแลกิจการ (Hu & Kumar, 2004) ดังนั้น การจ่ายเงินปันผลจึงเปรียบเสมือน การลดการถูกฟ้องร้องจากผู้ถือหุ้น การตรวจสอบจากบุคคลภายนอกทั้งจากหน่วยงานกำกับดูแลและ สาธารณชนถึงความผิดปกติในการจ่ายเงินปันผลและการบริหารจัดการในเรื่องอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับการ ดำเนินงานของบริษัท นอกจากนี้ การจ่ายเงินปันผลยังทำให้เกิดความมั่นคงและความปลอดภัยใน ตำแหน่ง หน้าที่การงาน เนื่องจากเมื่อผู้ถือหุ้นพอใจในการทำงานของผู้บริหารที่สามารถบรรลุ

วัตถุประสงค์ตามเป้าหมายของผู้ถือหุ้นไม่ว่าจะอยู่ในรูปของเงินปันผลและราคาหุ้นที่สูงขึ้น ผู้ถือหุ้นมีแนวโน้มที่จะถอดถอนผู้บริหารหรือปลดตำแหน่งทางการบริหารบริษัทของผู้บริหารน้อยลง และผู้บริหารยังคงสามารถใช้ตำแหน่งของตนเพื่อผลประโยชน์ที่ตนเองต้องการ เช่น การลงทุนในโครงการใหม่ๆ โดยที่ผลการดำเนินงานอาจไม่ก่อให้เกิดกำไรอย่างเพียงพอ เพราะผลตอบแทนของผู้บริหารผูกติดกับสินทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นขององค์กร โดยที่ผู้ถือหุ้นไม่ทราบรายละเอียดเชิงลึก (Hu & Kumar, 2004) เป็นต้น ดังนั้น เมื่อผู้บริหารมีอำนาจในบริษัทมากขึ้น บริษัทจะมีความน่าจะเป็นในการจ่ายเงินปันผลและจำนวนเงินในการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น (Hu & Kumar, 2004 และ Jo & Pan, 2009)

จากความขัดแย้งของทั้งสองทฤษฎีข้างต้น จึงมีงานวิจัยที่ศึกษาและหา Turning Point อย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะได้อธิบายถึงในช่วงถัดไป

2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

จากทฤษฎีและแนวคิดที่กล่าวข้างต้น พบงานวิจัยในอดีตที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผลจำนวนมาก ซึ่งงานวิจัยหลายงานมีความเห็นสอดคล้องกัน ในขณะที่บางงานวิจัยนั้นมีผลขัดแย้งกัน และบางงานวิจัยมีความสัมพันธ์มากกว่า 1 ความสัมพันธ์ อย่างไรก็ตาม การจ่ายเงินปันผลมิได้ขึ้นอยู่กับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเพียงอย่างเดียว จึงมีการศึกษาตัวแปรควบคุมที่มีผลกระทบกับการจ่ายเงินปันผลเพิ่มเติม เพื่อให้ผลการวิจัยมีความถูกต้องมากยิ่งขึ้น ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงศึกษาสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเป็นตัวแปรอิสระขนาดของกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร การเติบโตของกิจการ โอกาสการเติบโตในอนาคตของกิจการ โอกาสในการลงทุน และกระแสเงินสดของกิจการเป็นตัวแปรควบคุม เนื่องจากงานวิจัยหลายงานให้ความเห็นตรงกันว่าปัจจัยดังกล่าวส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

2.2.1 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร

งานวิจัยในอดีตที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างระดับการถือหุ้นของผู้บริหาร (Managerial Ownership) และการจ่ายเงินปันผลจำนวนมาก พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์ในทางลบกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสนับสนุนทฤษฎี Alignment Effect ที่ว่าเมื่อผู้ถือหุ้นมอบหุ้นให้กับผู้บริหารเพื่อจูงใจให้ผู้บริหารทำงานเพื่อบริษัทโดยมีเป้าหมายในการทำงานเช่นเดียวกับผู้ถือหุ้น และเพื่อลดกระแสเงินสดอิสระและต้นทุนตัวแทนจากต้นทุนในการออกหุ้นให้กับผู้บริหารที่เกิดขึ้น จะทำให้มีกระแสเงินสดอิสระส่วนที่เหลือเพื่อจ่ายเงินปันผลน้อยลง จึงทำให้เกิด

ความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการถือหุ้นของผู้บริหารเชิงผกผัน เช่น ส่วนหนึ่งของผลการวิจัยของ Liu, Uchida & Yang (2014) ที่ศึกษาผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุม การแตกหุ้นเพื่อปรับโครงสร้าง และการจ่ายเงินสดปันผลในประเทศจีน โดยเก็บข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้และเส้นเงินของประเทศจีนที่มีกระบวนการแตกหุ้น โดยเปรียบเทียบการจ่ายเงินปันผล 1 ปีก่อนมีการแตกโครงสร้างการถือหุ้นและหลังมีการแตกโครงสร้างการถือหุ้น 1-4 ปี และมีการทดสอบสัดส่วนการถือหุ้นของ CEO และผู้บริหารเป็นตัวแปรควบคุมกับอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล 3 อัตราส่วน ได้แก่ อัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อราคาหุ้นต่อหุ้น และอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อยอดขายสุทธิต่อหุ้น ซึ่งได้ผลการวิจัยระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นและอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลข้างต้นเป็นลบ ผลการวิจัยดังกล่าวเป็นไปในทิศทางเดียวกับ Rizqia & Sumiati (2013) ซึ่งศึกษาผลกระทบของการถือหุ้นของผู้บริหาร ระดับของหนี้สิน ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของบริษัท และโอกาสในการลงทุนกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล และมูลค่าของกิจการของบริษัทจดทะเบียนที่เป็นธุรกิจผลิตสินค้าในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอินโดนีเซียในช่วงปี 2006 – 2011 จำนวน 15 บริษัท พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เป็นไปทางลบ

งานวิจัยในปัจจุบันดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Chen & Steiner (1999) ที่ศึกษาการถือหุ้นของผู้บริหารและความขัดแย้งของตัวแทนกับเจ้าของ โดยใช้สมการที่ไม่ใช้เส้นตรงในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหาร ความเสี่ยงของบริษัท นโยบายหนี้สิน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กปี 1994 จำนวน 785 บริษัท และพบความสัมพันธ์ที่เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญมากระหว่างลอการิทึมธรรมชาติของสัดส่วนการถือหุ้นของพนักงานทุกคนรวมถึงผู้บริหารกับลอการิทึมธรรมชาติของสัดส่วนเงินสดปันผลต่อกำไรจากการดำเนินงาน นอกจากนี้ ผลการวิจัยความสัมพันธ์ของทั้งสองตัวแปรดังกล่าวที่เป็นเชิงผกผันยังเป็นไปในทิศทางเดียวกับผลการวิจัยรุ่นเก่าของ Jensen, Solberg & Zorn (1992) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของผู้บริหาร หนี้สิน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลจากฐานข้อมูล Compustat ปี 1982 จำนวน 565 ตัวอย่าง และปี 1987 จำนวน 632 ตัวอย่าง พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของทุกคนในบริษัทมีความสัมพันธ์เป็นลบกับอัตราเงินปันผลต่อกำไรจากการดำเนินงาน

อย่างไรก็ตาม การถือหุ้นของผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผลอาจไม่มีความสัมพันธ์กัน โดยที่ Moradi & Eskander (2011) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างของความเป็นเจ้าของกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกลุ่มตัวอย่าง 427 ตัวอย่าง จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่านในระหว่างปี 2000 – 2007 พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนการจ่ายเงินสดปันผล สอดคล้องกับงานวิจัยของ

Kargar, Birjandi & Nejad (2014) ที่ศึกษาผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างของความเป็นเจ้าของและโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท) กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยตั้งแต่ปี 2007 - 2011 จำนวน 71 บริษัท พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อรายได้ เช่นเดียวกับการศึกษาในประเทศไทยของ รณชัย ชูประสูตร (2556) ที่ศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันต่อโครงสร้างเงินทุน นโยบายเงินปันผลจ่าย และการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี 2553 - 2555 จำนวน 4,176 ตัวอย่าง ซึ่งพบว่า สัดส่วนหุ้นผู้บริหารไม่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญกับหนี้สินและการจ่ายเงินปันผล และสัดส่วนหุ้นผู้บริหารไม่ได้ขึ้นอยู่กับหนี้สินหรือเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญจนบอกได้ว่าเป็นเครื่องมือที่ถูกใช้ร่วมกันในการลดปัญหาตัวแทน

นอกจากนี้ งานวิจัยจำนวนหนึ่งทำการศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของผู้บริหาร และการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎี Entrenchment Effect ที่ว่าเมื่อผู้บริหารถือหุ้นของบริษัทมากขึ้น จะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น (Schooley & Barney, 1994; Farinha, 2003; Hu & Kumar, 2004; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015) เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารให้ผู้ถือหุ้น ผู้ลงทุนทั่วไป และบุคคลภายนอกทราบว่าในอนาคตบริษัทจะมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น จึงทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นตามไปด้วย ตามทฤษฎี Information Signal (Brigham & Houston, 2001/2544 และ เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์, 2552) ทำให้ผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์จากการจ่ายเงินปันผลทั้งในรูปของเงินสดปันผลและราคาหุ้นที่สูงขึ้น (Denis, 2001 และ Gillan, 2006) นอกจากนั้น ผู้บริหารยังสามารถรักษาความมั่นคงของตำแหน่งและอำนาจในการจัดการและบริหารงานเพื่อประโยชน์ของตน และลดปัญหาการถูกตรวจสอบจากบุคคลภายนอก โดยที่การจ่ายเงินปันผลจะทำให้การกำกับดูแลกิจการมีชื่อเสียงในทางที่ดี ส่งผลให้มีข้อสงสัยในการบริหารกิจการของผู้บริหารน้อยลงและเพิ่มความเชื่อมั่นในการนำเงินมาลงทุนของผู้ลงทุนทั้งในส่วนหนี้สินและส่วนของเจ้าของ (Hu & Kumar, 2004) เช่น งานวิจัยของ Bradford, Chen & Zhu (2013) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายการจ่ายเงินสดปันผลและโครงสร้างของบริษัทที่เป็นรัฐวิสาหกิจ และบริษัทที่ไม่เป็นรัฐวิสาหกิจในประเทศจีน โดยทดสอบกลุ่มตัวอย่างจำนวน 12,630 ตัวอย่าง จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เซี่ยงไฮ้และตลาดหลักทรัพย์เสิ่นเจิ้นในประเทศจีนระหว่างปี 1999 - 2010 ซึ่งสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเป็นตัวแปรควบคุมหนึ่งที่ใช้ในการทดสอบ และพบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีความสัมพันธ์เป็นเชิงบวกกับอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อราคาตลาดต่อหุ้นและอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น นั่นคือ เมื่อผู้บริหารถือหุ้นมากขึ้น

จะมีอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อราคาตลาดต่อหุ้นและอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้นมากขึ้น

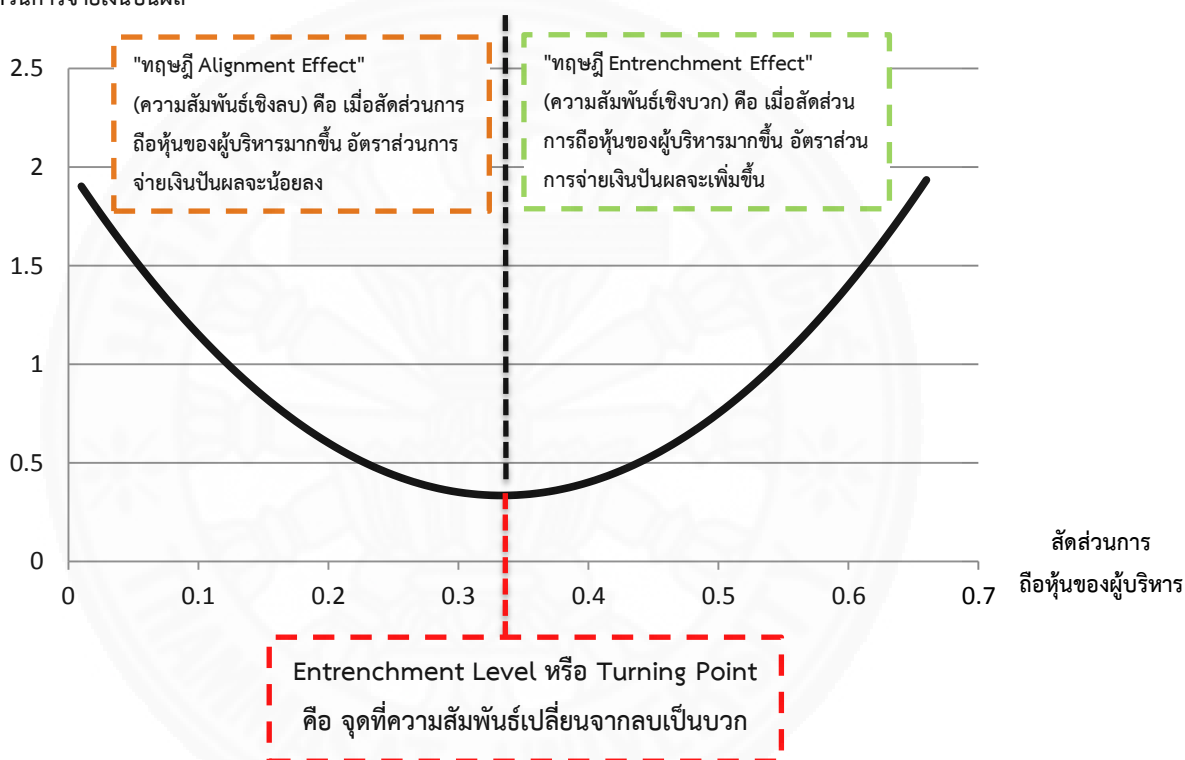
อย่างไรก็ตาม งานวิจัยจำนวนหนึ่งได้พบความสัมพันธ์แบบ Alignment Effect ในช่วงที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารน้อย และพบความสัมพันธ์แบบ Entrenchment Effect ในช่วงที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมาก กล่าวคือ พบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงจากความสัมพันธ์ในเชิงลบ (Alignment Effect) เป็นความสัมพันธ์ในเชิงบวก (Entrenchment Effect) เมื่อผู้บริหารมีการถือหุ้นมากจนถึงระดับหนึ่งหรือระดับที่เป็น Turning Point หรือ Entrenchment Level (Schooley & Barney, 1994; Farinha, 2003; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015) ดังภาพที่ 2.1 ที่แสดงตัวอย่างของความสัมพันธ์ตามทฤษฎี Alignment Effect และทฤษฎี Entrenchment Effect เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะมีได้กระทำเพื่อการลดต้นทุนตัวแทนหรือเพื่อลดกระแสเงินสดอิสระ กล่าวคือ บริษัทมิได้เกิดค่าใช้จ่ายจากการให้หุ้นผู้บริหารที่ทำให้กระแสเงินสดอิสระลดลง ส่งผลให้กระแสเงินสดอิสระที่สามารถนำไปจ่ายเงินปันผลน้อยลงตามทฤษฎี Alignment Effect แต่ผู้บริหารอาจมีความต้องการและหาซื้อหุ้นนั้นมาเองจึงไม่ทำให้กระแสเงินสดอิสระลดลงจากค่าใช้จ่ายต่างๆ ในการให้หุ้นกับผู้บริหาร และผู้บริหารมองว่าการถือหุ้นมากขึ้นทำให้มีอำนาจมากขึ้น และยินดีที่จะจ่ายเงินปันผลเพื่อรักษาความมั่นคงและความปลอดภัยในตำแหน่ง หน้าที่การงาน และเป้าหมายหรือผลประโยชน์ที่ตนเองต้องการ รวมถึงป้องกันการถูกตรวจสอบจากบุคคลภายนอกตามกฎหมาย (Schooley & Barney, 1994 และ Hu & Kumar, 2004) เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลส่งผลดีในระยะยาวกับชื่อเสียงในการกำกับดูแลกิจการที่ดี ทำให้เกิดข้อสงสัยในการบริหารกิจการของผู้บริหารน้อยลง ส่งผลให้การถูกฟ้องร้องจากผู้ถือหุ้นหรือบุคคลภายนอกน้อยลง จึงทำให้เมื่อผู้บริหารถือหุ้นในบริษัทมากขึ้น บริษัทจะมีการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น (Hu & Kumar, 2004 และ Jo & Pan, 2009) ดังนั้น การที่ความสัมพันธ์ของทั้งสองตัวแปรดังกล่าวข้างต้นเปลี่ยนจากความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามเป็นความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันจึงเกิดจากการที่ผู้บริหารมีพฤติกรรมเพื่อหาประโยชน์ส่วนตัวเมื่อผู้บริหารถือหุ้นจำนวนไม่มาก (Farinha, 2003) ซึ่งการเก็บเงินไว้ในรูปของ Free Cash Flow จะทำให้ผู้บริหารหาประโยชน์ได้มากกว่าการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากผู้บริหารยังถือหุ้นในจำนวนไม่มากพอ ผู้บริหารจึงไม่ต้องการจ่ายเงินปันผล แต่เมื่อผู้บริหารถือหุ้นในจำนวนที่มากพอ ผู้บริหารจะได้รับประโยชน์จากการจ่ายเงินปันผลทั้งในรูปของเงินสดปันผล ราคาหุ้นที่สูงขึ้น ความมั่นคงในตำแหน่งหน้าที่การงาน และการลดปัญหาการตรวจสอบจากบุคคลภายนอก ผู้บริหารจึงต้องการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น

ภาพที่ 2.1

แสดงตัวอย่างความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผล ตามทฤษฎี Alignment Effect และทฤษฎี Entrenchment Effect แบบมี Turning Point

แผนภาพแสดงตัวอย่างความสัมพันธ์ตามทฤษฎี Alignment Effect และ ทฤษฎี Entrenchment Effect แบบมี Turning Point

อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล



งานวิจัยของ Schooley & Barney (1994) ได้ศึกษาการใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผล และการถือหุ้นของผู้บริหารเพื่อลดต้นทุนตัวแทน โดยทดสอบความสัมพันธ์ในเชิงที่ไม่เป็นเส้นตรงของ บริษัทปี 1980 และพบว่า Turning Point ของความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของ CEO กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) ของบริษัทในสหรัฐอเมริกาตามแนวคิดทฤษฎี Alignment Effect และทฤษฎี Entrenchment Effect ที่ความสัมพันธ์จะเปลี่ยนแปลงไปจากลบเป็นบวกเมื่อระดับการถือหุ้นของผู้บริหารเพิ่มขึ้นจนถึงระดับหนึ่ง ซึ่งงานวิจัยนี้ได้ข้อสรุปของระดับการถือหุ้นของ CEO ที่มีความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของ CEO กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) เปลี่ยนจากลบเป็นบวกที่ร้อยละ 14.9 สอดคล้องกับงานวิจัยของ Farinha (2003) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของการถือ

หุ้นของผู้บริหารกับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหราชอาณาจักรระหว่างปี 1987 – 1991 จำนวน 693 ตัวอย่างและระหว่างปี 1992 – 1996 จำนวน 609 ตัวอย่าง และพบ Entrenchment Level ณ ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่ประมาณร้อยละ 30 ซึ่งความสัมพันธ์ของทั้ง Schooley & Barney (1994) และ Farinha (2003) พบว่าการถือหุ้นของผู้บริหารที่ระดับต่ำกว่า Entrenchment Level ความสัมพันธ์ของทั้งสองตัวแปรจะเป็นลบ และเมื่อระดับการถือหุ้นของผู้บริหารสูงกว่า Entrenchment Level ความสัมพันธ์ของทั้งสองตัวแปรจะเป็นบวกตามทฤษฎี Entrenchment Effect ซึ่งผลการวิจัยเป็นไปในทางเดียวกันกับงานวิจัยของ Florackisa, Kanasb & Kostakisc (2015) ซึ่งศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผล การถือหุ้นของผู้บริหาร และระดับของหนี้สิน โดยเก็บข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ NYSE, NASDAQ และ AMEX ของสหรัฐอเมริกา และได้จำนวนกลุ่มตัวอย่างขนาดใหญ่ 7,376 ตัวอย่าง พบว่า มี Turning Point ที่สำคัญมากกว่า 1 จุด นั่นคือ ณ ระดับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่น้อยกว่าร้อยละ 10 ความสัมพันธ์ของระดับการถือหุ้นของผู้บริหารกับอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นลบ สำหรับช่วงระดับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่ร้อยละ 10 ถึงร้อยละ 60 พบว่า มี Turning Point จำนวนมาก ความสัมพันธ์ของตัวแปรในช่วงนี้จึงเป็นลบและบวกสลับกัน จึงไม่สามารถบอกทิศทางความสัมพันธ์ได้อย่างชัดเจน และ ณ ระดับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่มากกว่าร้อยละ 60 ความสัมพันธ์ของตัวแปรจะเปลี่ยนเป็นบวกอย่างชัดเจน

การที่สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กันอย่างซับซ้อนและไม่สามารถหาข้อสรุปได้จึงเป็นที่มาของงานวิจัยนี้ ซึ่งงานวิจัยนี้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผล ณ ระดับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่น้อยกว่าร้อยละ 20 โดยอ้างอิงตามจุดที่คาดว่าผู้บริหารมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญตามหลักการบัญชีและตามอำนาจที่กฎหมายของประเทศไทยให้ไว้ และเนื่องจากพฤติกรรมการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมากกว่าร้อยละ 50 มีลักษณะการถือหุ้นของผู้บริหารน้อยกว่าร้อยละ 20

ระดับที่คาดว่าผู้บริหารจะมีอำนาจ (Entrenchment Level) ที่นำมาพิจารณา คือ ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่ร้อยละ 20 เนื่องจากตามมาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 28 (ปรับปรุง 2558) เรื่อง เงินลงทุนในบริษัทร่วมและการร่วมค้า (2558) ได้ให้ข้อสันนิษฐานว่า หากกิจการมีอำนาจในการออกเสียงทั้งโดยทางตรงหรือทางอ้อมอย่างน้อยร้อยละ 20 ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่ากิจการมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญ เว้นแต่กิจการจะมีหลักฐานที่แสดงให้เห็นอย่างชัดเจนว่ากรณีดังกล่าวไม่เป็นเช่นนั้น และหากกิจการมีอำนาจในการออกเสียงทั้งโดยทางตรงหรือทางอ้อมน้อยกว่าร้อยละ 20 ให้สันนิษฐานไว้ก่อนว่ากิจการไม่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญ เว้นแต่จะมีหลักฐานที่แสดงให้เห็น

เห็นอย่างชัดเจนว่ากิจการมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม การที่ผู้ลงทุนรายอื่นถือหุ้นในผู้ได้รับการลงทุนเป็นจำนวนมากหรือเป็นส่วนใหญ่ไม่ได้หมายความว่ากิจการจะไม่สามารถมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญเสมอไป โดยที่อิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญ หมายถึง อำนาจในการเข้าไปมีส่วนร่วมในการตัดสินใจเกี่ยวกับนโยบายทางการเงินและการดำเนินงาน แต่ไม่ถึงระดับที่จะควบคุมหรือควบคุมร่วมในนโยบายดังกล่าว เช่น การมีส่วนร่วมในการกำหนดนโยบาย รวมทั้งมีส่วนร่วมในการตัดสินใจเกี่ยวกับเงินปันผลหรือการแบ่งปันส่วนหุ้นอื่นๆ การเป็นตัวแทนอยู่ในคณะกรรมการบริษัทหรือคณะผู้บริหารอื่นที่เทียบเท่าคณะกรรมการ การมีรายการระหว่างกันอย่างเป็นสาระสำคัญ การมีการให้ข้อมูลทางเทคนิคที่จำเป็นในการดำเนินงาน เป็นต้น ซึ่งปัจจุบันบริษัทจดทะเบียนฯ ในประเทศไทย จำนวนมากยังคงใช้ข้อสันนิษฐานการถือหุ้นร้อยละ 20 ว่าเป็นการมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญ นอกจากนี้ พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535 (2535) มาตรา 100 ยังให้อำนาจผู้ถือหุ้น ซึ่งมีหุ้นนับรวมกันได้ไม่น้อยกว่าหนึ่งในห้าของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด (ไม่น้อยกว่าร้อยละ 20) จะเข้าชื่อกันทำหนังสือขอให้คณะกรรมการเรียกประชุมผู้ถือหุ้นเป็นการประชุมวิสามัญเมื่อใดก็ได้ แต่ต้องระบุเหตุผลในการขอให้เรียกประชุมไว้ให้ชัดเจนในหนังสือดังกล่าว ซึ่งคณะกรรมการต้องจัดให้มีการประชุมผู้ถือหุ้นภายในหนึ่งเดือนนับแต่วันที่ได้รับหนังสือจากผู้ถือหุ้น มาตรา 108 กำหนดว่า ในการประชุมผู้ถือหุ้นครั้งใด ถ้าได้มีการนัดประชุมหรือลงมติโดยไม่ปฏิบัติตามหรือฝ่าฝืนข้อบังคับของบริษัทหรือกฎหมายที่กำหนด ผู้ถือหุ้นซึ่งมีหุ้นนับรวมกันได้ไม่น้อยกว่าหนึ่งในห้าของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด (ไม่น้อยกว่าร้อยละ 20) จะร้องขอให้ศาลสั่งเพิกถอนมติในการประชุมครั้งนั้นก็ได้ แต่ต้องร้องขอต่อศาลภายในหนึ่งเดือนนับแต่วันที่ที่ประชุมลงมติ ในกรณีที่ศาลมีคำพิพากษาให้เพิกถอนมติของที่ประชุมผู้ถือหุ้นให้บริษัทแจ้งไปยังผู้ถือหุ้นภายในหนึ่งเดือนนับแต่วันที่ศาลมีคำพิพากษาถึงที่สุด และ มาตรา 128 กำหนดว่า ผู้ถือหุ้นซึ่งมีหุ้นนับรวมกันได้ไม่น้อยกว่าหนึ่งในห้าของจำนวนหุ้นที่จำหน่ายได้ทั้งหมด (ไม่น้อยกว่าร้อยละ 20) จะเข้าชื่อกันทำคำขอเป็นหนังสือให้นายทะเบียนแต่งตั้งผู้ตรวจสอบเพื่อดำเนินการตรวจสอบกิจการและฐานะการเงินของบริษัท ตลอดจนตรวจสอบการดำเนินงานของคณะกรรมการด้วยก็ได้ ให้นายทะเบียนมีคำสั่งแต่งตั้งพนักงานเจ้าหน้าที่คนหนึ่งหรือหลายคนเป็นผู้ตรวจสอบ จากทั้งทางบัญชีและทางกฎหมายจะเห็นได้ว่าการถือหุ้นที่ร้อยละ 20 สามารถมีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญกับบริษัท ซึ่งอาจทำให้ผู้บริหารมองว่าการจ่ายเงินปันผลในมุมมองของการเป็นเจ้าของหรือผู้ถือหุ้นจะได้รับทั้งเงินสด ราคาหุ้นที่สูงขึ้น รวมถึงความมั่นคงในหน้าที่การงาน มีความคุ้มค่ามากกว่าการเก็บ Free Cash Flow ไว้บริหารเพื่อผลประโยชน์ส่วนตัว จึงใช้การถือหุ้นของผู้บริหารที่ร้อยละ 20 เป็นสมมติฐานที่ว่าผู้บริหารมีอำนาจจนทำให้เกิดความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลเปลี่ยนแปลงจากความสัมพันธ์เชิงลบเป็นความสัมพันธ์เชิงบวก

ดังนั้น งานวิจัยนี้จึงมุ่งเน้นการหาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร และอัตราการจ่ายเงินปันผลโดยมี Entrenchment Level ที่ร้อยละ 20 ซึ่งคาดว่า ณ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารที่น้อยกว่าร้อยละ 20 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับการจ่ายเงินปันผล

2.2.2 ขนาดของกิจการ

ในอดีตมีการศึกษาขนาดของกิจการกับการจ่ายเงินปันผลเป็นจำนวนมาก ซึ่งผลการศึกษาที่ได้นั้นมีความหลากหลาย เช่น Liu, Uchida & Yang (2014) ได้ศึกษาผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่มีการแตกหุ้นเพื่อปรับโครงสร้างกับการจ่ายเงินสดปันผลในประเทศจีน โดยเก็บข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และมีการทดสอบขนาดของกิจการจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์ก่อนมีการปรับโครงสร้างแตกหุ้นเป็นตัวแปรควบคุมกับอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล 3 ประเภท ได้แก่ อัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อราคาหุ้นต่อหุ้น และอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อยอดขายสุทธิต่อหุ้น ซึ่งได้ผลการวิจัยระหว่างขนาดของกิจการและอัตราการจ่ายเงินปันผลข้างต้นเป็นลบ เนื่องจากผู้บริหารต้องการนำเงินไปลงทุนในสินทรัพย์ของบริษัททำให้มีความสามารถในการสร้างกำไรในอนาคต เพื่อที่จะสามารถสร้างผลตอบแทนให้กับตนเองได้มากขึ้นในอนาคต นอกจากนั้น บริษัทขนาดใหญ่กว่ามักมีหนี้สินที่มากกว่า เนื่องจากผู้ที่ให้กู้ยืมเงินมีความมั่นใจในบริษัทขนาดใหญ่มากกว่า ส่งผลให้บริษัทต้องนำกระแสเงินสดอิสระไปจ่ายคืนเงินกู้และดอกเบี้ย จึงสามารถนำกระแสเงินสดอิสระไปจ่ายเป็นเงินปันผลได้น้อย สอดคล้องกับ AL-SHUBIRI, AL TALEB & AL-ZOUED (2012) ที่ศึกษาขนาดของกิจการเป็นตัวแปรควบคุมกับเงินปันผลต่อหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจอร์แดนระหว่างปี 2005 – 2009 และพบว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นเชิงลบอย่างมีสาระสำคัญ

อย่างไรก็ตาม การศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างของความเป็นเจ้าของกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอิหร่านระหว่างปี 2000 – 2007 ของ Moradi & Eskander (2011) โดยมีขนาดของกิจการซึ่งคำนวณจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์เป็นตัวแปรควบคุม พบว่า ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนการจ่ายเงินสดปันผล คือ เมื่อบริษัทมีขนาดใหญ่ขึ้นจะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงของอัตราการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น สอดคล้องกับ Bradford, Chen & Zhu (2013) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อราคาตลาดต่อหุ้นและอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้นกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของของบริษัทที่เป็นรัฐวิสาหกิจและบริษัทที่ไม่เป็นรัฐวิสาหกิจในระหว่างปี 1999 – 2010 จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีน

จำนวน 12,630 ตัวอย่าง โดยมีขนาดของบริษัทซึ่งคำนวณจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์เป็นตัวแปรควบคุม พบว่า ขนาดของบริษัทและอัตราส่วนการจ่ายเงินสดปันผลดังกล่าวข้างต้นมีความสัมพันธ์ในทางบวก คือ ขนาดกิจการใหญ่ขึ้น อัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อราคาตลาดต่อหุ้น และอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้นจะมากขึ้น เนื่องจากบริษัทที่มีขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะมีความสามารถในการทำกำไรมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ส่งผลให้มีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลจากกำไรได้มากกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็กกว่า เช่นเดียวกับ Florackisa, Kanasb & Kostakisc (2015) ที่ศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผล การถือหุ้นของผู้บริหาร และระดับของหนี้สิน โดยทดสอบกลุ่มตัวอย่างขนาดใหญ่จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในสหรัฐอเมริกา พบว่า ความสัมพันธ์ของขนาดของกิจการที่เป็นตัวแปรควบคุม (ลอการิทึมธรรมชาติของมูลค่าตลาดของกิจการ) และอัตราส่วนเงินปันผลต่อสินทรัพย์รวมเป็นบวก

สำหรับการศึกษาในประเทศไทย นันทิชา ชลวณิชกุล (2556) ที่ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี 2547 – 2555 พบว่า ตัวแปรควบคุมขนาดของกิจการ (ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์) มีความสัมพันธ์เป็นลบกับเงินปันผลต่อหุ้น อย่างไรก็ตาม จากการศึกษาข้อมูลบริษัทจดทะเบียน SET ของประเทศไทยในช่วงปี 1996 - 2009 พบว่า ขนาดของกิจการที่คำนวณจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์ไม่มีผลต่อการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลของบริษัท (Fairchild, Guney & Thanatawee, 2014) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Rizqia & Sumiati (2013) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของผู้บริหาร อัตราส่วนหนี้สิน ความสามารถทำกำไร ขนาดของกิจการ และโอกาสในการลงทุนกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลและมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซียในช่วงปี 2006 – 2011 พบว่า ขนาดของกิจการที่คำนวณจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนเงินปันผลต่อกำไร และ Kargar, Birjandi & Nejad (2014) ที่ศึกษาผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการที่ดีโดยเฉพาะโครงสร้างการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นและโครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทที่ส่งผลต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินสดปันผลต่อรายได้ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่านในระหว่างปี 2007 – 2011 จำนวน 71 บริษัท โดยมีขนาดของกิจการเป็นตัวแปรควบคุม พบว่า ขนาดของกิจการที่คำนวณจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์ไม่มีผลต่ออัตราส่วนการจ่ายเงินสดปันผลต่อรายได้ ซึ่งตรงข้ามกับ ดั่งชนก ตรีรัตน์ศิริกุล (2553) ได้ศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี 2550 – 2552 จำนวน 1,426 ชุดข้อมูล โดยมีขนาดของกิจการเป็นตัวแปรควบคุมซึ่งคำนวณจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์ พบว่า ความสัมพันธ์ของเงินปันผลต่อหุ้นและขนาดของกิจการเป็นไปในทิศทางเดียวกัน

ดังนั้น จึงพิจารณาขนาดของกิจการซึ่งคำนวณจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมเป็นตัวแปรควบคุมในงานวิจัยนี้ โดยคาดว่าความสัมพันธ์ของขนาดของกิจการและการจ่ายเงินปันผลในการศึกษานี้จะเป็นเชิงบวก

2.2.3 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์

เมื่อบริษัทมีระดับหนี้สินมากขึ้นจะทำให้มีการจ่ายเงินปันผลน้อยลง เนื่องจากต้องกันเงินไว้สำหรับการจ่ายคืนเงินต้นและดอกเบี้ยให้เจ้าหนี้ จึงทำให้กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ที่สามารถนำไปจ่ายเงินปันผลได้ลดลง ซึ่งอัตราส่วนหนี้สินและอัตราการจ่ายเงินปันผลต่างเป็นวิธีที่สามารถช่วยลดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ได้ (Florackis & Ozkan, 2009) คือ การจ่ายดอกเบี้ยของเงินกู้ยืมและการจ่ายเงินปันผลจะช่วยลดกระแสเงินสดอิสระที่ผู้บริหารจะสามารถนำไปใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตัว ส่งผลให้เกิดต้นทุนตัวแทนเพื่อควบคุมตัวแทนหรือผู้บริหารน้อยลง ดังนั้น งานวิจัยส่วนใหญ่จึงได้ผลของความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลในทิศทางตรงกันข้าม เช่น Florackisa, Kanasb & Kostakisc (2015) ที่ศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผล การถือหุ้นของผู้บริหาร และระดับของหนี้สิน โดยทดสอบกลุ่มตัวอย่างขนาดใหญ่จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา พบว่า เมื่อทดสอบตัวแปรควบคุมด้วยอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวม พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมและอัตราเงินปันผลต่อสินทรัพย์รวมเป็นเชิงลบ เช่นเดียวกับผลการวิจัยของ Bradford, Chen & Zhu (2013) ซึ่งศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อราคาตลาดต่อหุ้นและอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้นกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของของบริษัทที่เป็นรัฐวิสาหกิจและบริษัทที่ไม่เป็นรัฐวิสาหกิจระหว่างปี 1999 – 2010 จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีนจำนวน 12,630 ตัวอย่าง โดยมีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวแปรควบคุม พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลทั้งสองลักษณะดังกล่าวข้างต้นมีความสัมพันธ์ในทางลบ และเป็นไปในทิศทางเดียวกับผลการศึกษาของ Chen & Steiner (1999) ที่ศึกษาและวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหาร ความเสี่ยงของบริษัท นโยบายหนี้สิน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กปี 1994 จำนวน 785 บริษัท และพบความสัมพันธ์ในเชิงลบระหว่างลอการิทึมธรรมชาติของสัดส่วนของหนี้สินระยะยาวต่อมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นกับลอการิทึมธรรมชาติของสัดส่วนเงินปันผลต่อกำไรจากการดำเนินงาน และ Jensen, Solberg & Zorn (1992) ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของผู้บริหาร หนี้สิน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทปี 1982 จำนวน 565 ตัวอย่าง และปี 1987 จำนวน 632 ตัวอย่าง จากฐานข้อมูล Compustat

พบว่า สัดส่วนของหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เป็นเชิงผกผันกับอัตราเงินปันผลต่อกำไรจากการดำเนินงาน

อย่างไรก็ตาม การเพิ่มขึ้นของหนี้สินอาจทำให้การจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นได้ เนื่องจากการกู้ยืมเงินมาบริหารกิจการ อาจทำให้เกิดกระแสเงินสดอิสระมากขึ้น ทำให้มีการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างหนี้สินและการจ่ายเงินปันผลจึงมีทิศทางบวก สอดคล้องกับงานวิจัยของ Liu, Uchida & Yang (2014) ที่ศึกษาเกี่ยวกับบริษัทที่มีการแตกหุ้นเพื่อปรับโครงสร้างกับการจ่ายเงินสดปันผลในประเทศจีน และมีการทดสอบอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมก่อนมีการปรับโครงสร้างแตกหุ้นกับอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อราคาหุ้นต่อหุ้น และอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อยอดขายสุทธิต่อหุ้นเป็นตัวแปรควบคุม ซึ่งได้ผลการวิจัยระหว่างอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลข้างต้นเป็นบวก

นอกจากนั้น สำหรับบางกิจการหรือในบางสถานการณ์หนี้สินอาจไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับผลการวิจัยของ Moradi & Eskander (2011) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของความเป็นเจ้าของกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอิหร่านระหว่างปี 2000 – 2007 โดยมีอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวแปรควบคุม และพบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนการจ่ายเงินสดปันผลไม่มีความสัมพันธ์กัน ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกับ Rizqia & Sumiati (2013) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินต่างๆ กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลและมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซียในช่วงปี 2006 – 2011 พบว่า อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนระหว่างเงินปันผลต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้น เช่นเดียวกับผลการวิจัยของ Kargar, Birjandi & Nejad (2014) ที่ศึกษาผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการกับอัตราส่วนการจ่ายเงินสดปันผลต่อรายได้ในช่วง 2007 – 2011 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่านจำนวน 71 บริษัท ซึ่งมีอัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวแปรควบคุม และพบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมดังกล่าวไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนการจ่ายเงินสดปันผลต่อรายได้

สำหรับในประเทศไทย รณชัย ชูประสูตร (2556) ได้ศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันต่อโครงสร้างเงินทุน นโยบายเงินปันผลจ่าย และการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยช่วงปี 2553 – 2555 จำนวน 4,176 ตัวอย่าง พบว่า อัตราส่วนหนี้สินระยะยาวต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราส่วนของจำนวนเงินปันผลรวมต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี สอดคล้องกับ ดั่งชนก ตรีรัตน์ศิริกุล (2553) ที่พบความสัมพันธ์ของเงินปันผลต่อหุ้นและอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมในทิศทางตรงกันข้าม

จากการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี 2550 – 2552 จำนวน 1,426 ชุดข้อมูล โดยมีอัตราส่วนของหนี้สินดังกล่าวเป็นตัวแปรควบคุม เป็นไปในทิศทางเดียวกับ นันทิชา ชลวณิชกุล (2556) ที่ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี 2547 – 2555 พบว่า ตัวแปรควบคุมอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เป็นลบกับเงินปันผลต่อหุ้น

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตข้างต้น ทำให้ผลการวิจัยที่คาดหวังของการศึกษานี้ คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในเชิงลบ

2.2.4 ความสามารถในการทำกำไร

ความสามารถในการทำกำไรเป็นตัวแปรหนึ่งที่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรที่มากกว่า จะมีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลมากกว่า บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำกว่า (Jensen, Solberg & Zorn, 1992) โดยที่ Jensen, Solberg & Zorn (1992) ได้พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมที่คำนวณจากสัดส่วนของกำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 3 ปี กับอัตราเงินปันผลต่อกำไรจากการดำเนินงานที่มีทิศทางเดียวกัน ระหว่างทำการศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของผู้บริหาร หนี้สิน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทปี 1982 และปี 1987 จากฐานข้อมูล Compustat โดยมีสัดส่วนของกำไรจากการดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมเป็นหนึ่งในตัวแปรภายนอก ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สิน อัตราการจ่ายเงินปันผล และอัตราส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเป็นตัวแปรภายใน กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีผลตอบแทนที่เกิดจากการลงทุนในสินทรัพย์เพิ่มขึ้น อัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลจะมากขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยของ Moradi & Eskander (2011) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของความเป็นเจ้าของกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอิหร่านระหว่างปี 2000 – 2007 พบว่า ความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากกำไรสุทธิหักออกด้วยค่าเสื่อมราคาและค่าใช้จ่ายสำรองที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานต่างๆ มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราส่วนการจ่ายเงินสดปันผล

นอกจากนี้ Bradford, Chen & Zhu (2013) ได้ศึกษาอัตราส่วนผลตอบแทนของเจ้าของเป็นตัวแปรควบคุม ในการศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อราคาตลาดต่อหุ้นและอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้นกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของของบริษัทที่เป็นรัฐวิสาหกิจและบริษัทที่ไม่เป็นรัฐวิสาหกิจระหว่างปี 1999 – 2010 จากบริษัทจดทะเบียนในตลาด

หลักทรัพย์ของประเทศจีนจำนวน 12,630 ตัวอย่าง พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนของเจ้าของและอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลทั้งสองลักษณะดังกล่าวข้างต้นมีความสัมพันธ์ในทางบวก

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยจำนวนหนึ่งได้พบความสัมพันธ์ของความสามารถในการทำกำไรกับการจ่ายเงินปันผลเป็นทิศทางตรงข้าม ซึ่งสนับสนุนทฤษฎี Pecking Order ของ Myers & Majluf (1984) ที่ว่า บริษัทจะนำแหล่งเงินทุนจากภายในมาใช้ก่อนแหล่งเงินทุนจากภายนอก กล่าวคือ บริษัทจะนำกำไรสะสมที่เป็นแหล่งเงินทุนภายในมาใช้ก่อน หากต้องการระดมทุนเพิ่มจะหาแหล่งเงินทุนภายนอกจากตราสารหนี้ก่อนแหล่งเงินทุนภายนอกที่เป็นตราสารทุน เนื่องจากต้นทุนของเงินทุนจากเงินกู้สูงกว่าต้นทุนของเงินทุนจากเจ้าของ ดังนั้น ผลตอบแทนหรือกำไรที่เกิดจึงถูกนำไปใช้เพื่อการลงทุนในกิจการมากกว่าการจ่ายเป็นเงินปันผล ความสัมพันธ์ของความสามารถในการทำกำไรกับการจ่ายเงินปันผลจึงเป็นทิศทางตรงข้าม โดยที่ผลการวิจัยของ Chen & Steiner (1999) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหาร ความเสี่ยงของบริษัท นโยบายหนี้สิน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กปี 1994 พบความสัมพันธ์ที่เป็นลบระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม) ที่เป็นตัวแปรภายนอกกับลอการิทึมธรรมชาติของสัดส่วนเงินปันผลต่อกำไรจากการดำเนินงาน และ Farinha (2003) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของผู้บริหารกับอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหราชอาณาจักรระหว่างปี 1987 – 1991 จำนวน 693 ตัวอย่าง และระหว่างปี 1992 – 1996 จำนวน 609 ตัวอย่าง พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 5 ปีที่เป็นตัวแปรควบคุมและอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลเป็นลบ สอดคล้องกับ Liu, Uchida & Yang (2014) ที่ศึกษาเกี่ยวกับบริษัทที่มีการแตกหุ้นเพื่อปรับโครงสร้างกับการจ่ายเงินสดปันผลในประเทศจีน และมีการทดสอบอัตราส่วนผลตอบแทนของเจ้าของ (อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์สุทธิ) ก่อนมีการปรับโครงสร้างแตกหุ้นกับอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อราคาหุ้นต่อหุ้น และอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อยอดขายสุทธิต่อหุ้น ซึ่งได้ผลการวิจัยระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์สุทธิที่เป็นตัวแปรควบคุมและอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลข้างต้นเป็นลบ

อย่างไรก็ตาม Rizqia & Sumiati (2013) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินต่างๆ กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลและมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซียในช่วงปี 2006 – 2011 พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม (อัตราส่วนกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวม) ที่เป็นตัวแปรภายนอกไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนระหว่างเงินปันผลต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้น

สำหรับในประเทศไทย ดังชนก ตรีรัตน์ศิริกุล (2553) พบความสัมพันธ์ของเงินปันผลต่อหุ้นและความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมหรือสัดส่วนของกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมในทิศทางบวกจากการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี 2550 – 2552 สอดคล้องกับ นันทิชา ชลวณิชย์กุล (2556) ที่ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี 2547 – 2555 พบว่า ตัวแปรควบคุมความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากกำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับเงินปันผลต่อหุ้น อย่างไรก็ตาม รณชัย ชูประสูตร (2556) ได้ศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันต่อโครงสร้างเงินทุน นโยบายเงินปันผลจ่าย และการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี 2553 – 2555 และพบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมที่คำนวณจากสัดส่วนของกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้ต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 3 ปีไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราส่วนของจำนวนเงินปันผลรวมต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตข้างต้น ทำให้คาดการณ์ผลการวิจัยของความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรที่คำนวณจากอัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวมหรือสัดส่วนของกำไรสุทธิต่อสินทรัพย์รวมและอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นบวก เนื่องจากบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรที่มากกว่า คาดว่าจะเป็นปัจจัยที่ส่งเสริมให้บริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลมากกว่า ประกอบกับงานวิจัยในอดีตของประเทศไทยสนับสนุนความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันของความสามารถในการทำกำไรและอัตราการจ่ายเงินปันผล (ดังชนก ตรีรัตน์ศิริกุล, 2553 และ นันทิชา ชลวณิชย์กุล, 2556)

2.2.5 การเติบโตของกิจการ

Bradford, Chen & Zhu (2013) ได้ศึกษาการเติบโตของกิจการโดยคำนวณจากการเติบโตของยอดขายปีปัจจุบันเทียบกับการเติบโตของยอดขายปีก่อนเป็นตัวแปรควบคุม ในการศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อราคาตลาดต่อหุ้นและอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้นกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของของบริษัทที่เป็นรัฐวิสาหกิจและบริษัทที่ไม่เป็นรัฐวิสาหกิจระหว่างปี 1999 – 2010 จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีนจำนวน 12,630 ตัวอย่าง พบว่า การเติบโตของยอดขายและอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลทั้งสองลักษณะดังกล่าวข้างต้นมีความสัมพันธ์ในทางลบ สอดคล้องกับทฤษฎี Pecking Order ของ Myers & Majluf (1984) ที่ว่าบริษัทจะเลือกนำเงินทุนภายในหรือกำไรสะสมไปลงทุนก่อน หากกำไรสะสมหมดลง

บริษัทจะเลือกระดมทุนจากตราสารหนี้ และหากไม่สามารถก่อหนี้เพิ่มขึ้นได้ เช่น ถูกจำกัดการกู้ยืม จากเงื่อนไขการกู้ยืม บริษัทจึงระดมทุนผ่านเงินทุนของเจ้าของ ซึ่งบริษัทที่กำลังเติบโตจะนำเงินทุน ภายในจากกำไรสะสมไปลงทุนในโครงการของบริษัทก่อน จึงมีแนวโน้มทำให้มีการจ่ายเงินปันผล น้อยลง ดังนั้น ความสัมพันธ์ระหว่างการเติบโตของกิจการและอัตราการจ่ายเงินปันผลจึงเป็นทิศทาง ตรงกันข้าม เช่นเดียวกับงานวิจัยของ Kargar, Birjandi & Nejad (2014) ที่ศึกษาผลกระทบของกลไก การกำกับดูแลกิจการที่ดี (โครงสร้างของความเป็นเจ้าของและโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท) กับ นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยตั้งแต่ปี 2007 – 2011 โดยที่ให้อัตราการเติบโตของยอดขาย (ผลต่างของยอดขายในปีปัจจุบันกับปีก่อนหน้าหาร ด้วยยอดขายในปีก่อนหน้า) เป็นตัวแปรควบคุม พบว่า อัตราการเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์ กับอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อรายได้ในทางลบ ซึ่งผลการวิจัยสอดคล้องกับ Chen & Steiner (1999) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหาร ความเสี่ยงของบริษัท นโยบายหนี้สิน และ นโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กปี 1994 จำนวน 785 บริษัท และพบความสัมพันธ์ที่เป็นลบระหว่างอัตราการเติบโตของยอดขายเฉลี่ย 4 ปีที่เป็นตัวแปร ภายนอกกับลอการิทึมธรรมชาติของสัดส่วนเงินปันผลต่อกำไรจากการดำเนินงาน และ Jensen, Solberg & Zorn (1992) ได้พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตของยอดขายเฉลี่ย 5 ปีที่เป็นตัว แปรภายนอกกับอัตราเงินปันผลต่อกำไรจากการดำเนินงานที่มีทิศทางตรงกันข้าม ระหว่าง ทำการศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของผู้บริหาร หนี้สิน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของ บริษัทปี 1982 จำนวน 565 ตัวอย่าง และปี 1987 จำนวน 632 ตัวอย่าง จากฐานข้อมูล Compustat เช่นเดียวกับงานวิจัยในประเทศไทยของ รณชัย ชูประสูตร (2556) ที่ศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้น สถาบันต่อโครงสร้างเงินทุน นโยบายเงินปันผลจ่าย และการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัท ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยช่วงปี 2553 – 2555 จำนวน 4,176 ตัวอย่าง ซึ่งพบว่า อัตราการเติบโตของยอดขายที่คำนวณจากสัดส่วนของยอดขายในปีปัจจุบันต่อ ยอดขายปีก่อนหน้าเฉลี่ย 3 ปีมีความสัมพันธ์เป็นลบกับอัตราส่วนของจำนวนเงินปันผลรวมต่อกำไร ก่อนดอกเบี้ยและภาษีเงินได้

นอกจากนี้ งานวิจัยของ Farinha (2003) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของ ผู้บริหารกับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหราชอาณาจักร ระหว่างปี 1987 – 1991 และระหว่างปี 1992 – 1996 พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตของ สินทรัพย์รวมเฉลี่ย 5 ปีและอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นลบตามทฤษฎี Pecking Order อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Schooley & Barney (1994) ได้ศึกษาการใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผลและการถือหุ้น ของผู้บริหารเพื่อลดต้นทุนตัวแทนของบริษัทในสหรัฐอเมริกาปี 1980 พบว่า อัตราการเติบโตของ

ยอดขายเฉลี่ย 5 ปีกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวก เนื่องจากเมื่อบริษัทมีการเติบโตที่สูง จะต้องการระดมทุนจากแหล่งเงินทุนภายนอก จึงมีแนวโน้มที่จะนำเงินสดมาจ่ายเป็นเงินปันผลเพื่อดึงดูดให้นักลงทุนมาลงทุนกับบริษัท

งานวิจัยนี้คาดการณ์ว่าการเติบโตในอดีตของกิจการที่คำนวณจากผลต่างของยอดขายในปีปัจจุบันกับปีก่อนหน้าหารด้วยยอดขายในปีก่อนหน้าจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎี Pecking Order ดังกล่าวข้างต้น

2.2.6 โอกาสการเติบโตในอนาคตของกิจการ

งานวิจัยจำนวนหนึ่งเห็นว่ามูลค่าตลาดของกิจการสามารถวัดโอกาสการเติบโตในอนาคตของกิจการ โดยที่งานวิจัยของ Farinha (2003) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของผู้บริหารกับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหราชอาณาจักร ระหว่างปี 1987 – 1991 และระหว่างปี 1992 – 1996 พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชีของผู้ถือหุ้นที่เป็นตัวแปรควบคุมและอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นบวก เนื่องจากบริษัทที่สร้างมูลค่าของกิจการได้มากกว่าจะมีการจ่ายเงินปันผลมากกว่าเพื่อดึงดูดให้มีการลงทุนจากบุคคลภายนอกมากขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับ Moradi & Eskander (2011) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของความเป็นเจ้าของกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอิหร่านระหว่างปี 2000 – 2007 พบว่า ตัวแปรควบคุมโอกาสการเติบโตในอนาคตของกิจการที่คำนวณจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชีของผู้ถือหุ้นกับการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนการจ่ายเงินสดปันผลมีความสัมพันธ์เป็นบวก เช่นเดียวกับงานวิจัยของ AL-SHUBIRI, AL TALEB & AL-ZOUED (2012) ที่ศึกษาอัตราส่วนมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อมูลค่าตามบัญชีของผู้ถือหุ้นกับเงินปันผลต่อหุ้นของบริษัทในประเทศจอร์แดนระหว่างปี 2005 – 2009 และพบว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นเชิงบวก นอกจากนี้ Florackisa, Kanasb & Kostakisc (2015) ได้ศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผล การถือหุ้นของผู้บริหาร และระดับของหนี้สิน โดยทดสอบกลุ่มตัวอย่างขนาดใหญ่จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา พบว่า ค่า Tobin's Q ที่เป็นตัวแปรควบคุม ซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนของมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์หักด้วยมูลค่าตามบัญชีของเจ้าของบวกมูลค่าตลาดของเจ้าของต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับ อัตราเงินปันผลต่อสินทรัพย์รวม

อย่างไรก็ตาม โอกาสการเติบโตในอนาคตของกิจการอาจมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลในทิศทางตรงกันข้าม เนื่องจากบริษัทต้องการเก็บเงินทุนไว้เพื่อการลงทุนในอนาคต

มากกว่าการจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้น กล่าวคือ บริษัทที่มีการเติบโตสูงต้องการแหล่งเงินทุนจำนวนมาก จึงมีการจ่ายเงินปันผลน้อยเพื่อเก็บเงินสดไว้สำหรับการลงทุน ซึ่งงานวิจัยของ Liu, Uchida & Yang (2014) ที่ศึกษาเกี่ยวกับบริษัทที่มีการแตกหุ้นเพื่อปรับโครงสร้างกับการจ่ายเงินสดปันผลในประเทศจีน และมีการทดสอบโอกาสการเติบโตในอนาคตของกิจการโดยคำนวณจากอัตราส่วนของมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นรวมต่อสินทรัพย์รวมก่อนมีการปรับโครงสร้างแตกหุ้นเป็นตัวแปรควบคุม พบว่าอัตราส่วนดังกล่าวกับอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น อัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อราคาหุ้นต่อหุ้น และอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อยอดขายสุทธิต่อหุ้นมีความสัมพันธ์เป็นลบ สนับสนุนการเก็บเงินสดไว้ลงทุนมากกว่าการจ่ายเงินปันผลข้างต้น

สำหรับในประเทศไทย ดั่งชนก ตริรัตน์ศิริกุล (2553) พบความสัมพันธ์ของเงินสดปันผลต่อหุ้นและค่า Tobin's Q ซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนหนี้สินรวมหักสินทรัพย์ระยะสั้นบวกมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้นต่อสินทรัพย์รวมที่เป็นตัวแปรควบคุมในทิศทางบวกจากการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในระหว่างปี 2550 – 2552 จำนวน 1,426 ชุดข้อมูล สอดคล้องกับ นันทิชา ชลวณิชกุล (2556) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี 2547 – 2555 พบว่า ตัวแปรควบคุมค่า Tobin's Q ซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดของกิจการบวกมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวมต่อสินทรัพย์รวมมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับเงินสดปันผลต่อหุ้น เนื่องจากบริษัทที่สามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กิจการมากกว่า จะสามารถจ่ายคืนกระแสเงินสดให้ผู้ถือหุ้นได้มากกว่าบริษัทที่สร้างมูลค่าเพิ่มจากสินทรัพย์ได้น้อยกว่า

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตข้างต้น ทำให้คาดการณ์ผลการวิจัยของความสัมพันธ์ระหว่างโอกาสการเติบโตในอนาคตของกิจการซึ่งคำนวณจากอัตราส่วนมูลค่าตลาดของกิจการบวกมูลค่าตามบัญชีของหนี้สินรวมต่อมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์รวมและอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลเป็นบวก เนื่องจากเมื่อบริษัทสามารถสร้างมูลค่าของกิจการได้มากกว่าและมีโอกาสการเติบโตในอนาคตที่มากกว่าจะมีการจ่ายเงินปันผลได้มากกว่า เพื่อดึงดูดให้มีการลงทุนจากบุคคลภายนอกสำหรับการลงทุนในอนาคตเพื่อให้มีการเติบโตมากขึ้น

2.2.7 โอกาสในการลงทุน

โอกาสในการลงทุนซึ่งพิจารณาจากการลงทุนในรายจ่ายฝ่ายทุนในปัจจุบันส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และทฤษฎี Pecking Order เนื่องจากบริษัทจะเลือกลงทุนเพื่อกิจการก่อนการจ่ายเงินออกจากบริษัทให้ผู้ถือหุ้น ดังนั้น กิจการจึงเลือกที่จะใช้เงินที่มีอยู่เพื่อลงทุนในสินทรัพย์หรือโครงการต่างๆ เช่น การลงทุนในที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์หรือ

สินทรัพย์ไม่มีตัวตนเพื่อขยายการดำเนินงานของบริษัท จึงทำให้การจ่ายเงินปันผลลดลง และเกิดความสัมพันธ์เชิงผกผันระหว่างโอกาสในการลงทุนและการจ่ายเงินปันผล โดยที่ Rizqia & Sumiati (2013) ศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนทางการเงินต่างๆ กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลและมูลค่าของกิจการของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอินโดนีเซียในช่วงปี 2006 – 2011 พบว่า อัตราส่วนโอกาสในการลงทุนที่คำนวณจากมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ที่มีตัวตน ณ สิ้นปี ปัจจุบันบวกมูลค่าตามบัญชีของสินทรัพย์ที่มีตัวตน ณ สิ้นปีก่อนหน้าหารด้วยสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปี ปัจจุบัน มีความสัมพันธ์เป็นลบกับอัตราส่วนเงินปันผลต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Chen & Steiner (1999) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการถือหุ้นของผู้บริหาร ความเสี่ยงของบริษัท นโยบายหนี้สิน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์นิวยอร์กปี 1994 จำนวน 785 บริษัท และพบความสัมพันธ์ที่เป็นลบระหว่างระดับของรายจ่ายฝ่ายทุนของกิจการที่เป็นตัวแปรภายนอกกับลอการิทึมธรรมชาติของสัดส่วนเงินปันผลต่อกำไรจากการดำเนินงาน นอกจากนี้ Jensen, Solberg & Zorn (1992) ได้พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนของรายจ่ายฝ่ายทุนเกี่ยวกับอาคาร อุปกรณ์ และรายจ่ายเพื่อการวิจัยและพัฒนาต่อสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 3 ปีที่เป็นตัวแปรภายนอกกับอัตราเงินปันผลต่อกำไรจากการดำเนินงานที่มีทิศทางตรงกันข้าม ระหว่างทำการศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของผู้บริหาร หนี้สิน และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทปี 1982 และ 1987

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยในประเทศไทยของ รณชัย ชูประสูตร (2556) ที่ศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันต่อโครงสร้างเงินทุน นโยบายเงินปันผลจ่าย และการถือหุ้นของผู้บริหาร และกรรมการบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยช่วงปี 2553 – 2555 จำนวน 4,176 ตัวอย่าง พบว่า อัตราส่วนของค่าใช้จ่ายงบลงทุนต่อสินทรัพย์รวมซึ่งเป็นตัวแปรภายนอกมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราส่วนของจำนวนเงินปันผลรวมต่อกำไรก่อนดอกเบี้ยและภาษี เนื่องจากการลงทุนในปัจจุบันเพื่อหวังผลการเติบโตของผลตอบแทนในอนาคต การลงทุนในส่วนนี้จึงก่อให้เกิดกระแสเงินสดกลับคืนมาชดเชยเพื่อจ่ายเงินปันผลได้ในอัตราที่สูงในอนาคต ซึ่งสอดคล้องกับ Florackisa, Kanasb & Kostakisc (2015) ที่ศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผล การถือหุ้นของผู้บริหาร และระดับของหนี้สิน โดยทดสอบกลุ่มตัวอย่างขนาดใหญ่จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา พบว่า เมื่อทดสอบตัวแปรควบคุมด้วยอัตราส่วนของรายจ่ายฝ่ายทุนต่อสินทรัพย์รวม พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนของรายจ่ายฝ่ายทุนต่อสินทรัพย์รวมและอัตราเงินปันผลต่อสินทรัพย์รวมเป็นเชิงบวก

งานวิจัยนี้คาดว่าความสัมพันธ์ของโอกาสในการลงทุนที่คำนวณโดยใช้อัตราส่วนของรายจ่ายฝ่ายทุนที่เป็นกระแสเงินสดลงทุนในที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนต่อ

สินทรัพย์รวมกับอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก เนื่องจากการลงทุนในปัจจุบันเพื่อหวังผลการเติบโตของผลตอบแทนในอนาคต จะสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดเพื่อจ่ายเงินปันผลได้ในอนาคต การลงทุนดังกล่าวจึงไม่กระทบทำให้การจ่ายเงินปันผลน้อยลง ประกอบกับผลการวิจัยในอดีตของประเทศไทยพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างโอกาสในการลงทุนและอัตราการจ่ายเงินปันผล

2.2.8 กระแสเงินสดของกิจการ

กระแสเงินสดไม่ว่าจะเป็นเงินสดในมือ ณ สิ้นปีหรือกระแสเงินสดอิสระ ถือเป็นปัจจัยที่สำคัญอย่างมากและเป็นปัจจัยพื้นฐานที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากเงินปันผลมิได้ถูกจ่ายจากกำไร แต่เงินปันผลจะถูกจ่ายจากเงินสด (Botoc & Pirtea, 2014) นอกจากนี้ เมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดจำนวนมาก บริษัทจะมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลมากกว่า เพื่อลดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ที่ผู้บริหารจะนำไปใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าการลงทุนเพื่อบริษัทอย่างแท้จริง ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow)

งานวิจัยจำนวนหนึ่งได้มุ่งเน้นศึกษาความสำคัญของตัวแปรเงินสดกับการจ่ายเงินปันผล และพบว่าปัจจัยเงินสดมีความสำคัญอย่างมากกับการจ่ายเงินปันผล โดยงานวิจัยดังกล่าวทดสอบตัวแปรของเงินสดในหลากหลายรูปแบบ เช่น กระแสเงินสด กระแสเงินสดอิสระ เงินสดในมือ ความไม่แน่นอนหรือความเสี่ยงด้านกระแสเงินสดของกิจการ สภาพคล่องของกิจการ และความจำเป็นในการใช้เงินสดของกิจการ เป็นต้น โดยที่งานวิจัยของ Botoc & Pirtea (2014) ได้ศึกษาตัวแปรที่เป็นปัจจัยในการขับเคลื่อนนโยบายการจ่ายเงินปันผล (อัตราส่วนของเงินสดปันผลที่จ่ายต่อสินทรัพย์รวม) โดยมุ่งเน้นความสำคัญของเงินสดในการจ่ายเงินปันผลเป็นหลัก ซึ่งตัวแปรที่สำคัญ คือ สภาพคล่องของกิจการและความจำเป็นในการใช้เงินสด (เงินทุนหมุนเวียนของบริษัท) เพื่อยืนยันความสำคัญของเงินสดในการจ่ายเงินปันผลตามทฤษฎีต่างๆที่เกี่ยวข้อง เช่น ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และทฤษฎีกระแสเงินสดคงเหลือ (Residual Cash Flow Theory) เป็นต้น และมีตัวแปรอื่นเป็นตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ โอกาสในการเติบโตของบริษัท ความสามารถในการทำกำไร วงจรการดำเนินงาน ความเสี่ยงของบริษัท อัตราส่วนทางหนี้สิน การกำกับดูแลกิจการ ความแตกต่างทางกฎหมายของแต่ละประเทศ และสิทธิของผู้ถือหุ้น โดยมีกลุ่มตัวอย่าง 2,636 ตัวอย่าง จาก 16 ประเทศทั่วโลก โดยวิเคราะห์ข้อมูลในช่วงปี 2003 – 2011 ซึ่ง Botoc & Pirtea (2014) พบว่า สภาพคล่องของกิจการมีความสัมพันธ์ในทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล และความจำเป็นในการใช้เงินสดมีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล กล่าวคือ เมื่อบริษัทมีสภาพคล่องสูงจะมีการจ่ายเงินปันผลมาก ในขณะที่หากบริษัทมีความจำเป็นต้องใช้เงินสดมากจะมี

การจ่ายเงินปันผลน้อย ซึ่งยืนยันความสำคัญของเงินสดในการจ่ายเงินปันผลและสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และทฤษฎีกระแสเงินสดคงเหลือ (Residual Cash Flow Theory)

นอกจากนี้ Farinha (2003) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของการถือหุ้นของผู้บริหารกับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหราชอาณาจักรระหว่างปี 1987 – 1991 และระหว่างปี 1992 – 1996 พบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมอัตราส่วนเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีกับสินทรัพย์รวมเฉลี่ย 5 ปีและอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นบวก และ Moradi & Eskander (2011) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของความเป็นเจ้าของกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศอิหร่านระหว่างปี 2000 – 2007 โดยมีอัตราส่วนของกระแสเงินสดจากรายจ่ายฝ่ายทุนหักกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวแปรควบคุม พบว่า กระแสเงินสดอิสระดังกล่าวมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล

นอกจากนี้ Bradford, Chen & Zhu (2013) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ของอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อราคาตลาดต่อหุ้นและอัตราส่วนเงินสดปันผลต่อหุ้นต่อกำไรต่อหุ้นกับโครงสร้างความเป็นเจ้าของของบริษัทที่เป็นรัฐวิสาหกิจและบริษัทที่ไม่เป็นรัฐวิสาหกิจระหว่างปี 1999 – 2010 จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจีนจำนวน 12,630 ตัวอย่าง พบว่า เงินสดในมือและกระแสเงินสดอิสระที่เป็นตัวแปรควบคุม ซึ่งคำนวณจากสัดส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีต่อสินทรัพย์รวมและสัดส่วนของกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานสุทธิหักกระแสเงินสดจ่ายฝ่ายทุนที่ซื้อสินทรัพย์ระยะยาวที่ใช้ในการดำเนินงานกับสินทรัพย์รวม มีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวข้างต้น ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) และ AL-SHUBIRI, AL-TALEB & AL-ZOUED (2012) ที่ศึกษากระแสเงินสดอิสระที่คำนวณจากสัดส่วนกำไรสุทธิบวกค่าเสื่อมราคาและดอกเบี้ยจ่ายหักกระแสเงินสดของรายจ่ายฝ่ายทุนต่อสินทรัพย์รวมกับเงินปันผลต่อหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจอร์แดนระหว่างปี 2005 – 2009 และพบว่าความสัมพันธ์ดังกล่าวเป็นเชิงบวก นอกจากนี้ Florackisa, Kanasb & Kostakisc (2015) ที่ศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผล การถือหุ้นของผู้บริหาร และระดับของหนี้สิน โดยทดสอบกลุ่มตัวอย่างขนาดใหญ่จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา พบว่า เมื่อทดสอบตัวแปรควบคุมด้วยสัดส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดคงเหลือต่อสินทรัพย์รวม พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างเงินสดดังกล่าวและอัตราเงินปันผลต่อสินทรัพย์รวมเป็นเชิงบวก

สำหรับงานวิจัยในประเทศไทย พบความสัมพันธ์ที่เป็นบวกเช่นเดียวกับงานวิจัยในต่างประเทศ โดยนันทิชา ชลวณิชย์กุล (2556) ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบาย

การจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี 2547 – 2555 พบว่า ตัวแปรควบคุมกระแสเงินสดอิสระที่คำนวณโดยกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานหักกระแสเงินสดจากรายจ่ายจากการลงทุนมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับเงินปันผลต่อหุ้น

จากการศึกษางานวิจัยในอดีตข้างต้น จึงคาดว่าผลการวิจัยของความสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดที่คำนวณจากอัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดคงเหลือต่อสินทรัพย์รวมและอัตรการจ่ายเงินปันผลเป็นเชิงบวกตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow)

โดยสรุปงานวิจัยนี้ต้องการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและอัตรการจ่ายเงินปันผล ณ ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่น้อยกว่าร้อยละ 20 โดยมีขนาดของกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร การเติบโตของกิจการ โอกาสการเติบโตในอนาคตของกิจการ โอกาสในการลงทุน และกระแสเงินสดของกิจการเป็นตัวแปรควบคุม ซึ่งรายละเอียดของแบบจำลองหรือเครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย สมมติฐานการวิจัย ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง การเก็บรวบรวมข้อมูล รายละเอียดการคำนวณตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา รวมถึงการวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้จะได้กล่าวถึงในบทที่ 3 ต่อไป

บทที่ 3 วิธีการวิจัย

งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาเรื่อง “สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล” โดยผู้วิจัยได้ศึกษาข้อมูลจากแหล่งทุติยภูมิ ผู้วิจัยได้กำหนดระเบียบวิธีวิจัยไว้ ดังนี้

- 3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง
- 3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล
- 3.3 สมมติฐานของการวิจัย
- 3.4 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย
- 3.5 รายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา
- 3.6 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้

3.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนใน SET (บริษัทจดทะเบียนฯ) ซึ่งผู้วิจัยทำการทดสอบจากกลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทจดทะเบียนฯ ตั้งแต่ปี 2551 – 2557 โดยอ้างอิงจากข้อมูลบริษัทจดทะเบียนฯ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 28 กันยายน 2558 ทั้งนี้รายละเอียดของจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 1,148 กลุ่มตัวอย่าง สามารถแสดงได้ดังนี้

บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) (ข้อมูล ณ วันที่ 28 กันยายน 2558)	574
หัก บริษัทจดทะเบียนฯ ประเภทธุรกิจการเงิน	(59)
หัก บริษัทจดทะเบียนฯ ประเภทกองทุนและทรัสต์เพื่อการลงทุน	(61)
หัก บริษัทจดทะเบียนฯ ที่มีการควบรวมกิจการ	(1)
หัก บริษัทจดทะเบียนฯ ที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ	(12)
หัก บริษัทจดทะเบียนฯ ที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน	(15)
หัก บริษัทจดทะเบียนฯ ที่มีการเปลี่ยนรอบบัญชีระหว่างปี	(6)
จำนวนบริษัทจดทะเบียนฯ	420
จำนวนกลุ่มตัวอย่างตั้งแต่ปี 2551 - 2557 (7 ปี)	2,940

หัก จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารตั้งแต่ร้อยละ 20 ขึ้นไป	(796)
หัก จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วน	(996)
จำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้นในงานวิจัย	1,148

3.2 การเก็บรวบรวมข้อมูล

ในการศึกษางานวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้ศึกษาข้อมูลจากแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ โดยมีขั้นตอนการเก็บรวบรวมข้อมูลเพื่อให้ได้มาซึ่งงานวิจัย ดังนี้

1. ศึกษาข้อมูลทุติยภูมิเกี่ยวกับทฤษฎีเงินปันผลและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับตัวแปรด้านการถือหุ้นของผู้บริหารที่เป็นปัจจัยสำคัญในการส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล
2. เก็บข้อมูลกลุ่มตัวอย่างจากงบการเงิน รายงานประจำปี และแบบฟอร์ม 56-1 ซึ่งมีแหล่งข้อมูลจากฐานข้อมูล SET SMART และ Website ของแต่ละบริษัท รวมถึง Website ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

3.3 สมมติฐานของการวิจัย

จากแนวคิดและทฤษฎี รวมถึงงานวิจัยในอดีตที่เกี่ยวข้องในบทที่ 2 ผู้วิจัยจึงทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล ณ ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารน้อยกว่าร้อยละ 20 ($< 20\%$) โดยกำหนดสมมติฐานของการวิจัยเป็นดังนี้

H_1 : สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนใน SET มีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

3.4 เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

ผู้วิจัยได้สร้างกรอบแนวคิดเพื่อพิสูจน์สมมติฐานข้างต้น โดยมีรายละเอียดของแบบจำลอง ดังนี้

$$DIV_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 MOWN_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 SALGTH_t + \beta_6 TOBINQ_t + \beta_7 INVESTOPP_t + \beta_8 CASH_t + \varepsilon$$

โดยที่	DIV_{t+1}	คือ	อัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า
	$MOWN_t$	คือ	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	$SIZE_t$	คือ	ขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	LEV_t	คือ	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	ROA_t	คือ	อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	$SALGTH_t$	คือ	อัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	$TOBINQ_t$	คือ	อัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	$INVESTOPP_t$	คือ	อัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	$CASH_t$	คือ	อัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	ε	คือ	ความคลาดเคลื่อนที่เกิดขึ้นจากการสร้างสมการ

3.5 รายละเอียดตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

3.5.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variable)

อัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}): คำนวณโดยใช้สัดส่วนของเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้าต่อสินทรัพย์รวมของบริษัท ณ สิ้นปีปัจจุบัน (Florackis & Ozkan, 2009; Michaely & Roberts, 2012; Botoc & Pirtea, 2014; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015) เนื่องจากเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้าเกิดจากผลประกอบการและการบริหารงานของผู้บริหารในปีปัจจุบัน

โดยที่การใช้ตัวแปรโดยคำนวณจากสัดส่วนเงินปันผลต่อสินทรัพย์รวม จะช่วยลดความผันผวนของอัตราการจ่ายเงินปันผลเมื่อเทียบกับการคำนวณจากสัดส่วนเงินปันผลต่อกำไรสุทธิและสัดส่วนเงินปันผลต่อราคาตลาดของหุ้น เนื่องจากกำไรสุทธิและราคาตลาดของหุ้นจะผันผวนขึ้นลงตามความต้องการของบริษัทได้โดยการตกแต่งข้อมูลทางบัญชี (Botoc & Pirtea, 2014) นอกจากนี้จากการสำรวจข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่างตามข้อ 3.1 พบว่า สัดส่วนเงินปันผลต่อสินทรัพย์รวม สัดส่วนเงินปันผลต่อราคาตลาดของหุ้น และสัดส่วนเงินปันผลต่อกำไรสุทธิ มีการกระจายตัวในลักษณะเบ้ขวา แต่สัดส่วนเงินปันผลต่อสินทรัพย์รวมมีการกระจายตัวซึ่งวัดจากค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) น้อยที่สุด จึงใช้สัดส่วนเงินปันผลต่อสินทรัพย์รวมเป็นตัวแปรในการวัดอัตราการจ่ายเงินปันผลในงานวิจัยนี้

$$DIV_{t+1} = \frac{Dividends_{t+1}}{Total Assets_t}$$

3.5.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบัน (MOWN_t): คำนวณจากสัดส่วนของจำนวนหุ้นที่ผู้บริหารถือครอง ณ สิ้นปีปัจจุบันต่อจำนวนหุ้นที่ออกและชำระแล้วทั้งหมดของบริษัท ณ สิ้นปีปัจจุบัน (Farinha, 2003; Moradi & Eskander, 2011; Bradford, Chen & Zhu, 2013; Rizqia & Sumiati, 2013; Kargar, Birjandi & Nejad, 2014; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015)

$$MOWN_t = \frac{Number\ of\ Stock\ held\ by\ Management_t}{Number\ of\ Outstanding\ Stock_t}$$

3.5.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

ขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (SIZE_t): คำนวณจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (Natural logarithm of total assets) (Moradi & Eskander, 2011; AL-SHUBIRI, AL TALEB & AL-ZOUED, 2012; Bradford, Chen & Zhu, 2013; Rizqia & Sumiati, 2013; Fairchild, Guney & Thanatawee, 2014; Kargar, Birjandi & Nejad, 2014; Liu, Uchida & Yang, 2014; ดั่งชนก ตริรัตน์ศิริกุล, 2553; นันทิชา ชลวณิชย์กุล, 2556) เพื่อแปลงข้อมูลให้อยู่ในรูปที่สามารถเปรียบเทียบกันได้

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (LEV_t): คำนวณโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินรวม ณ สิ้นปีปัจจุบันต่อสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (Bradford, Chen & Zhu, 2013; Rizqia & Sumiati, 2013; Liu, Uchida & Yang, 2014; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015; ดั่งชนก ตริรัตน์ศิริกุล, 2553; นันทิชา ชลวณิชย์กุล, 2556)

$$LEV_t = \frac{Total Liabilities_t}{Total Assets_t}$$

อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (ROA_t): คำนวณโดยใช้อัตราส่วนกำไรสุทธิของรอบปีปัจจุบันต่อสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบันเพื่อเป็นตัวแทนในการวัด

ความสามารถในการทำกำไรของกิจการ (Chen & Steiner, 1999; Farinha, 2003; Rizqia & Sumiati, 2013; ตั้งชนก ตริรัตน์ศิริกุล, 2553)

$$ROA_t = \frac{Net\ Income_t}{Total\ Assets_t}$$

อัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน (SALGTH_t): คำนวณโดยใช้ อัตราส่วนของยอดขายของรอบปีปัจจุบันหักด้วยยอดขายของรอบปีก่อนหน้าต่อยอดขายของรอบปีก่อนหน้าเพื่อเป็นตัวแทนของการเติบโตในอดีตของกิจการ (Jensen, Solberg & Zorn, 1992; Schooley & Barney, 1994; Chen & Steiner, 1999; Bradford, Chen & Zhu, 2013; Kargar, Birjandi & Nejad, 2014)

$$SALGTH_t = \frac{Sales_t - Sales_{t-1}}{Sales_{t-1}}$$

อัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน (TOBINQ_t): คำนวณโดยใช้อัตราส่วนของมูลค่าตลาดของส่วนของเจ้าของ ณ สิ้นปีปัจจุบันบวกด้วยหนี้สินรวม ณ สิ้นปีปัจจุบันต่อสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบันเพื่อเป็นตัวแทนของการเติบโตในอนาคตของกิจการ (Liu, Uchida & Yang, 2014; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015; นันทิชา ชลวณิชย์กุล, 2556)

$$TOBINQ_t = \frac{Market\ Value\ of\ Equity_t + Total\ Liabilities_t}{Total\ Assets_t}$$

$$Market\ Value\ of\ Equity_t = Number\ of\ Outstanding\ Stock_t \times Stock\ Price_t$$

อัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน (INVESTOPP_t): คำนวณโดยใช้อัตราส่วนของรายจ่ายฝ่ายทุนที่เป็นกระแสเงินสดลงทุนในที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์และสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของรอบปีปัจจุบันต่อสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน เพื่อเป็นตัวแทนของโอกาสในการลงทุนเพื่อการดำเนินงานของกิจการในปัจจุบันและอนาคต (Jensen, Solberg & Zorn, 1992; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015; รณชัย ชูประเสริฐ, 2556)

$$INVESTOPP_t = \frac{\text{Capital Expenditure on Property Plant \& Equipment and Intangible Assets}_t}{\text{Total Assets}_t}$$

อัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (CASH_t): คำนวณโดยใช้อัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ สิ้นปีปัจจุบันต่อสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (Farinha, 2003; Bradford, Chen & Zhu, 2013; Florackisa, Kanasb & Kostakisc, 2015)

$$CASH_t = \frac{\text{Cash and Cash Equivalents}_t}{\text{Total Assets}_t}$$

จากการทบทวนวรรณกรรมดังกล่าวไว้ในบทที่ 2 สามารถสรุปภาพรวมของผลการวิจัยที่คาดหวังของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่ทำการศึกษากับอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) ได้ดังตารางที่ 3.1 ดังนี้

ตารางที่ 3.1

แสดงผลการวิจัยที่คาดหวังของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่ทำการศึกษากับอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1})

ตัวแปรที่ศึกษา	สัญลักษณ์	ประเภทตัวแปร	ผลการวิจัยที่คาดหวัง
สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบัน	MOWN _t	ตัวแปรอิสระ	ความสัมพันธ์เชิงลบ
ขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน	SIZE _t	ตัวแปรควบคุม	ความสัมพันธ์เชิงบวก
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน	LEV _t	ตัวแปรควบคุม	ความสัมพันธ์เชิงลบ
อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน	ROA _t	ตัวแปรควบคุม	ความสัมพันธ์เชิงบวก
อัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน	SALGTH _t	ตัวแปรควบคุม	ความสัมพันธ์เชิงลบ
อัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน	TOBINQ _t	ตัวแปรควบคุม	ความสัมพันธ์เชิงบวก
อัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน	INVESTOPP _t	ตัวแปรควบคุม	ความสัมพันธ์เชิงบวก
อัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน	CASH _t	ตัวแปรควบคุม	ความสัมพันธ์เชิงบวก

3.6 การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้

ข้อมูลที่เกี่ยวข้องได้จะนำมาวิเคราะห์โดยโปรแกรมวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติ (SPSS) โดยสามารถแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 3 ส่วนดังนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) สำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลทั่วไปโดยใช้ค่าเฉลี่ยเลขคณิต (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าสูงสุด (Max) และค่าต่ำสุด (Min)
2. สถิติวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) สำหรับการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ขนาดของกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ความสามารถในการทำกำไร การเติบโตของกิจการ โอกาสการเติบโตในอนาคตของกิจการ โอกาสในการลงทุน และกระแสเงินสดของกิจการกับอัตราการจ่ายเงินปันผล
3. สถิติวิเคราะห์การถดถอย (Regression Analysis) สำหรับการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล โดยใช้แบบจำลองหรือสมการ Multiple Regression

บทที่ 4

ผลการวิจัยและอภิปรายผล

จากการรวบรวมข้อมูลและวิเคราะห์ข้อมูลทางสถิติดังกล่าวไปในบทที่ 3 สามารถแสดงผลการวิเคราะห์ทางสถิติได้เป็น 3 ส่วน ดังนี้

- 4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)
- 4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)
- 4.3 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

4.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

ภาพรวมของข้อมูลพื้นฐานของกลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,148 รายการ จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี 2551 – 2557 ซึ่งไม่รวมบริษัทจดทะเบียนๆ ที่อยู่ในกลุ่มธุรกิจการเงิน กองทุนและทรัสต์เพื่อการลงทุน บริษัทจดทะเบียนๆ ที่มีการควบรวมกิจการ บริษัทจดทะเบียนๆ ที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ บริษัทจดทะเบียนๆ ที่เข้าข่ายอาจถูกเพิกถอน บริษัทจดทะเบียนๆ ที่มีการเปลี่ยนรอบบัญชีระหว่างปี และชุดข้อมูลที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารตั้งแต่ร้อยละ 20 ขึ้นไป สามารถอธิบายได้ดังนี้

ตารางที่ 4.1 แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของกลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,148 ชุดข้อมูล โดยที่ DIV_{t+1} คือ อัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปี ข้างหน้า มีค่าต่ำสุด (Minimum) ที่ 0.0013 เท่าของสินทรัพย์รวม และค่าสูงสุด (Maximum) ที่ 4.4316 เท่าของสินทรัพย์รวม ซึ่งค่าพิสัยหรือค่าต่ำสุดและค่าสูงสุดห่างกัน (Range) 4.4303 เท่าของสินทรัพย์รวม และมีค่าเฉลี่ย (Mean) ที่ 0.0964 เท่าของสินทรัพย์รวม แสดงให้เห็นว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลต่อสินทรัพย์รวมของกลุ่มตัวอย่างส่วนใหญ่มีค่าน้อยกว่าสินทรัพย์รวมมาก สำหรับค่าเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) มีค่า 0.2290 แสดงให้เห็นว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลมีการกระจายตัวน้อยหรือค่อนข้างเกาะกลุ่มกัน ซึ่งเมื่อพิจารณาประกอบกับค่าเฉลี่ยที่มีค่าใกล้ค่าต่ำสุดมากกว่าค่าสูงสุด รวมทั้งค่า Percentile ที่ 25, 50 และ 75 คือ 0.0220, 0.0435 และ 0.0784 เท่าของสินทรัพย์รวม ตามลำดับ สามารถวิเคราะห์ได้ว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลมีลักษณะของข้อมูลที่เกาะกลุ่มไปทางค่าต่ำสุดหรือมีการกระจายตัวแบบเบ้ขวา เนื่องจากข้อมูลร้อยละ 75 ของกลุ่ม

ตัวอย่างมีค่าที่น้อยกว่า 0.0784 เท่าของสินทรัพย์รวม ซึ่งน้อยกว่าค่าเฉลี่ย (Mean) 0.0964 เท่าของสินทรัพย์รวม

ตารางที่ 4.1

แสดงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) ของกลุ่มตัวอย่างจำนวน 1,148 ชุดข้อมูล

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด (Min)	ตำแหน่งที่ (Percentile)			ค่าสูงสุด (Max)	ค่าพิสัย (Range)	ค่าเฉลี่ย (Mean)	ส่วนเบี่ยงเบน มาตรฐาน (Std. Dev.)
		25	50	75				
DIV_{t+1}	0.0013	0.0220	0.0435	0.0784	4.4316	4.4303	0.0964	0.2290
$MOWN_t$	0.0000	0.0007	0.0257	0.0850	0.1993	0.1993	0.0486	0.0557
$SIZE_t$	12.2844	14.3835	15.2907	16.4923	20.7468	8.4624	15.5318	1.5061
LEV_t	0.0034	0.2180	0.3782	0.5441	0.9029	0.8995	0.3820	0.1966
ROA_t	-0.7285	0.0403	0.0703	0.1096	1.5005	2.2290	0.0848	0.0962
$SALGTH_t$	-1.0000	-0.0644	0.0566	0.1615	64.5637	65.5637	0.2140	2.1859
$TOBINQ_t$	0.3490	0.9455	1.2612	1.9186	17.6194	17.2704	1.6678	1.4257
$INVESTOPP_t$	-0.2670	0.0051	0.0199	0.0537	0.3984	0.6654	0.0366	0.0505
$CASH_t$	0.0001	0.0147	0.0425	0.0958	0.6383	0.6382	0.0723	0.0866

สำหรับข้อมูล $MOWN_t$ หรือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบัน มีค่าต่ำสุด (Minimum) ที่ร้อยละ 0.00 ในขณะที่ค่าสูงสุด (Maximum) ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเท่ากับร้อยละ 19.93 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ร้อยละ 4.86 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) คือ 0.0557 แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีการกระจุกตัวมากที่ค่าต่ำกว่าร้อยละ 8.50 เนื่องจากมีค่า Percentile ที่ 75 ที่ร้อยละ 8.50 สำหรับข้อมูลตำแหน่งที่ 25 และ 50 (Percentile ที่ 25 และ 50) คือ ร้อยละ 0.07 และร้อยละ 2.57 ตามลำดับ

$SIZE_t$ หรือ ขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน คำนวณจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (Natural logarithm of total assets) มีค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าสูงสุด (Maximum) ที่ 12.2844 และ 20.7468 ตามลำดับ ค่าพิสัย (Range) ที่ 8.4624 ค่าเฉลี่ย (Mean) ที่ 15.5318 ซึ่งใกล้เคียงกับข้อมูลตำแหน่งที่ 50 (Percentile ที่ 50) คือ 15.2907 และมีการกระจายตัวมากจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ที่มีค่าเท่ากับ 1.5061 สำหรับข้อมูลตำแหน่งที่ 25 และ 75 (Percentile ที่ 25 และ 75) คือ 14.3835 และ 16.4923 ตามลำดับ

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (LEV_t) มีค่าเฉลี่ย (Mean) ที่ 0.3820 เท่าของสินทรัพย์รวม ซึ่งใกล้เคียงกับข้อมูลตำแหน่งที่ 50 (Percentile ที่ 50) คือ 0.3782 เท่าของสินทรัพย์รวม แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างทุนเฉลี่ยของบริษัทจดทะเบียนฯ มีแหล่งเงินทุนจากเจ้าของมากกว่าแหล่งเงินทุนจากเงินกู้ประมาณ 2 เท่า ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าสูงสุด (Maximum) มีค่าเท่ากับที่ 0.0034 และ 0.9029 เท่าของสินทรัพย์รวม ตามลำดับ จะเห็นได้ว่าบริษัทจดทะเบียนฯ ที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์น้อยสุดนั้น คือ แทบไม่มีการกู้ยืมเงิน ในขณะที่บริษัทจดทะเบียนฯ ที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มากที่สุดนั้นมีการกู้ยืมเงินเกือบทั้งหมดหรือมีเงินทุนจากเจ้าของน้อยมาก คือ เงินทุนจากเจ้าของไม่ถึง 0.1 เท่าของสินทรัพย์รวม ค่าพิสัยของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Range) เท่ากับ 0.8995 เท่าของสินทรัพย์รวม การกระจายตัวของข้อมูลกลุ่มตัวอย่างน้อย คือ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ที่ 0.1966 สำหรับข้อมูลตำแหน่งที่ 25 และ 75 (Percentile ที่ 25 และ 75) คือ 0.2180 และ 0.5441 เท่าของสินทรัพย์รวม ตามลำดับ

อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน หรือ ROA_t มีค่าต่ำสุด (Minimum) ที่ขาดทุนสุทธิ -0.7285 เท่าของสินทรัพย์รวม และค่าสูงสุด (Maximum) ที่กำไรสุทธิ 1.5005 เท่าของสินทรัพย์รวม ทำให้ค่าพิสัย (Range) อยู่ที่กำไรสุทธิ 2.2290 เท่าของสินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ย (Mean) ที่กำไรสุทธิ 0.0848 เท่าของสินทรัพย์รวม การกระจายตัวไม่มากจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ที่ 0.0962 สำหรับค่า Percentile ที่ 25, 50 และ 75 คือ กำไรสุทธิ 0.0403, 0.0703 และ 0.1096 เท่าของสินทรัพย์รวม ตามลำดับ

ข้อมูล $SALGTH_t$ หรือ อัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน มีค่าต่ำสุด (Minimum) คือ ยอดขายปีปัจจุบันลดลง -1.0000 เท่าของยอดขายปีก่อนหน้า และค่าสูงสุด (Maximum) คือ ยอดขายปีปัจจุบันเพิ่มขึ้น 64.5637 เท่าของยอดขายปีก่อนหน้า ทำให้ค่าพิสัย (Range) อยู่ที่ยอดขายปีปัจจุบันเพิ่มขึ้น 65.5637 เท่าของยอดขายปีก่อนหน้า และเมื่อพิจารณาจากส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ซึ่งมีค่าเท่ากับ 2.1859 พบว่า มีการกระจายตัวค่อนข้างมากและเบ้ขวา เนื่องจากค่า Percentile ที่ 25, 50 และ 75 คือ ยอดขายปีปัจจุบันลดลง -0.0644 เท่าของยอดขายปีก่อนหน้า, ยอดขายปีปัจจุบันเพิ่มขึ้น 0.0566 และ 0.1615 เท่าของยอดขายปีก่อนหน้า ตามลำดับ ซึ่งน้อยกว่าค่าเฉลี่ย (Mean) ที่ยอดขายปีปัจจุบันเพิ่มขึ้น 0.2140 เท่าของยอดขายปีก่อนหน้า

$TOBINQ_t$ หรือ อัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน มีค่าต่ำสุด (Minimum) ที่มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมมีค่าเป็น 0.3490 เท่าของสินทรัพย์รวม ค่าสูงสุด (Maximum) ที่มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมมีค่าเป็น 17.6194 เท่าของสินทรัพย์รวม และค่าพิสัย (Range) อยู่ที่มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมมีค่าเป็น 17.2704 เท่าของสินทรัพย์รวม อย่างไรก็ตาม ค่าเฉลี่ย (Mean) ของ

มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมมีค่าอยู่ที่ 1.6678 เท่าของสินทรัพย์รวม สำหรับข้อมูลตำแหน่ง (Percentile) ที่ 25, 50 และ 75 คือ มูลค่าตลาดของสินทรัพย์รวมมีค่าเป็น 0.9455, 1.2612 และ 1.9186 เท่าของสินทรัพย์รวม ตามลำดับ และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) อยู่ที่ 1.4257

อัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($INVESTOP_{t}$) มีค่าต่ำสุด (Minimum) ที่ -0.2670 เท่าของสินทรัพย์รวม คือ ได้รับกระแสเงินสดจากการขายที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์หรือสินทรัพย์ไม่มีตัวตนเป็น -0.2670 เท่าของสินทรัพย์รวม ค่าสูงสุด (Maximum) ที่ 0.3984 เท่าของสินทรัพย์รวม หมายถึง ใช้จ่ายกระแสเงินสดเพื่อลงทุนในที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์หรือสินทรัพย์ไม่มีตัวตนเป็น 0.3984 เท่าของสินทรัพย์รวม และค่าพิสัย (Range) อยู่ที่ 0.6654 เท่าของสินทรัพย์รวม ค่าเฉลี่ย (Mean) ของการใช้จ่ายกระแสเงินสดเพื่อลงทุนในที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์หรือสินทรัพย์ไม่มีตัวตนของกลุ่มตัวอย่างอยู่ที่ 0.0366 เท่าของสินทรัพย์รวม ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) อยู่ที่ 0.0505 แสดงให้เห็นว่าข้อมูลมีการกระจายตัวเล็กน้อย สำหรับค่า Percentile ที่ 25, 50 และ 75 คือ บริษัทมีการใช้จ่ายกระแสเงินสดเพื่อลงทุนในที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์หรือสินทรัพย์ไม่มีตัวตน 0.0051, 0.0199 และ 0.0537 เท่าของสินทรัพย์รวม ตามลำดับ

อัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($CASH_{t}$) มีค่าเฉลี่ย (Mean) ของเงินสดในมืออยู่ที่ 0.0723 เท่าของสินทรัพย์รวม เมื่อพิจารณาส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ซึ่งมีค่าที่ 0.0866 พบว่ามีการกระจายตัวของกลุ่มตัวอย่างเล็กน้อย และมีค่าต่ำสุด (Minimum) ของเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีที่ 0.0001 เท่าของสินทรัพย์รวม ค่าสูงสุด (Maximum) ที่ 0.6383 เท่าของสินทรัพย์รวม ค่าพิสัย (Range) จึงอยู่ที่ 0.6382 เท่าของสินทรัพย์รวม สำหรับข้อมูลตำแหน่ง (Percentile) ที่ 25, 50 และ 75 คือ เงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีเป็น 0.0147, 0.0425 และ 0.0958 เท่าของสินทรัพย์รวม ตามลำดับ

4.2 การวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรแต่ละตัวแปรแบบหนึ่งต่อหนึ่ง หรือ Correlation Analysis นี้เพื่อตรวจสอบทิศทางและระดับความสัมพันธ์เบื้องต้นระหว่างตัวแปรตามที่ใช้ในการศึกษา คือ อัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) กับตัวแปรอิสระใช้ในการศึกษา คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($MOWN_{t}$) รวมถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตามกับตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($SIZE_{t}$) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (LEV_{t}) อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้น

ปีปัจจุบัน (ROA_t) อัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($SALGTH_t$) อัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($TOBINQ_t$) อัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($INVESTOPP_t$) และอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($CASH_t$)

จากตารางที่ 4.2 สามารถอธิบายความสัมพันธ์เบื้องต้นระหว่างตัวแปรได้ดังนี้ เมื่อพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($MOWN_t$) ที่น้อยกว่าร้อยละ 20 กับอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) พบว่า ตัวแปรทั้งสองดังกล่าวไม่มีความสัมพันธ์กัน เช่นเดียวกับความสัมพันธ์ระหว่างขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($SIZE_t$) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (LEV_t) อัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($SALGTH_t$) กับอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) ที่ไม่มีความสัมพันธ์กัน อย่างไรก็ตาม อัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 กับอัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (ROA_t) อัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($TOBINQ_t$) อัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($INVESTOPP_t$) และอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($CASH_t$)

เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของอัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($INVESTOPP_t$) กับอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) พบว่า มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกที่ต่ำ เนื่องจากมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.082 ซึ่งเข้าใกล้ 0 มาก สำหรับความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($CASH_t$) กับอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.154 แสดงให้เห็นว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกที่มากกว่าอัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($INVESTOPP_t$) อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (ROA_t) และอัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($TOBINQ_t$) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) มากกว่าตัวแปรอื่นเมื่อเทียบกับตัวแปรอื่น เนื่องจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.432 และ 0.437 ตามลำดับ

ตารางที่ 4.2

แสดงข้อมูลสถิติวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ของแต่ละตัวแปร

ตัวแปร		DIV _{t+1}	MOWN _t	SIZE _t	LEV _t	ROA _t	SALGTH _t	TOBINQ _t	INVESTOPP _t	CASH _t
DIV _{t+1}	Pearson Correlation	1								
	Sig. (2-tailed)									
MOWN _t	Pearson Correlation	-0.045	1							
	Sig. (2-tailed)	0.128								
SIZE _t	Pearson Correlation	0.004	-0.277**	1						
	Sig. (2-tailed)	0.890	0.000							
LEV _t	Pearson Correlation	-0.057	0.021	0.404**	1					
	Sig. (2-tailed)	0.052	0.476	0.000						
ROA _t	Pearson Correlation	0.432**	-0.083**	0.024	-0.227**	1				
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.005	0.421	0.000					
SALGTH _t	Pearson Correlation	0.002	-0.034	0.032	-0.022	-0.001	1			
	Sig. (2-tailed)	0.933	0.246	0.277	0.457	0.981				
TOBINQ _t	Pearson Correlation	0.437**	-0.081**	0.166**	0.023	0.606**	-0.007	1		
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.006	0.000	0.434	0.000	0.820			
INVESTOPP _t	Pearson Correlation	0.082**	-0.010	-0.013	0.029	0.008	0.015	0.169**	1	
	Sig. (2-tailed)	0.005	0.735	0.666	0.324	0.785	0.606	0.000		
CASH _t	Pearson Correlation	0.154**	-0.116**	-0.054	-0.202**	0.198**	-0.008	0.106**	0.044	1
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.000	0.065	0.000	0.000	0.775	0.000	0.136	

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

4.3 การวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

สำหรับการวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณหรือ Multiple Regression Analysis งานวิจัยนี้ได้ตรวจสอบตามข้อตกลงเบื้องต้นหรือสมมติฐานของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นและแปลงข้อมูลกลุ่มตัวอย่างให้เป็นไปตามสมมติฐานการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น เพื่อให้สามารถวิเคราะห์การถดถอยพหุคูณได้อย่างถูกต้อง โดยรายละเอียดการตรวจสอบดังกล่าวแสดงในภาคผนวก ก ซึ่งการตรวจสอบดังกล่าว พบว่า เมื่อตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทั้งหมดแล้ว มีเพียงการแจกแจงข้อมูลของตัวแปรตามหรืออัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) ที่ไม่เป็นการแจกแจงปกติ แต่มีลักษณะการแจกแจงข้อมูลแบบเบ้ขวา ซึ่งไม่เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นและอาจทำให้เป็นปัญหาในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น จึงได้มีการแปลงข้อมูลจากอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) เป็นลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($\ln DIV_{t+1}$) เพื่อให้ตัวแปรตามมีการแจกแจงปกติและยังคงทำให้ตัวแปรตามมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมในรูปแบบเชิงเส้น (อัจริยา ปราบอริพาย, 2547) โดยรายละเอียดของการตรวจสอบข้อมูลกลุ่มตัวอย่างตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นได้แสดงไว้ในภาคผนวก ก

เมื่อแปลงข้อมูลตัวแปรตามดังกล่าวข้างต้น จึงวิเคราะห์สถิติสหสัมพันธ์หรือ Correlation Analysis ของข้อมูลตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมกับตัวแปรตามลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($\ln DIV_{t+1}$) อีกครั้ง ซึ่งพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($MOWN_t$) ที่น้อยกว่าร้อยละ 20 และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (LEV_t) เปลี่ยนจากไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) เป็นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($\ln DIV_{t+1}$) ณ ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 อย่างไรก็ตาม ขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($SIZE_t$) และอัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($SALGTH_t$) ยังคงไม่มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($\ln DIV_{t+1}$) นอกจากนี้ อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (ROA_t) อัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($TOBINQ_t$) อัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($INVESTOPP_t$) และอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($CASH_t$) มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.01 กับลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($\ln DIV_{t+1}$) ที่มากขึ้น เนื่องจากมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่มากขึ้นในทางบวก ซึ่งความมีนัยสำคัญของความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปร

ควบคุมกับลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (LnDIV_{t+1}) รวมถึงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของความสัมพันธ์ของตัวแปรดังกล่าวสามารถแสดงได้ดังตารางที่ 4.3

จากการแปลงข้อมูลอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) เป็นลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (LnDIV_{t+1}) ทำให้แบบจำลองของกรอบแนวคิดที่เป็นเครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย เป็นดังนี้

$$\text{LnDIV}_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{MOWN}_t + \beta_2 \text{SIZE}_t + \beta_3 \text{LEV}_t + \beta_4 \text{ROA}_t + \beta_5 \text{SALGTH}_t + \beta_6 \text{TOBINQ}_t + \beta_7 \text{INVESTOPP}_t + \beta_8 \text{CASH}_t + \varepsilon$$

โดยที่	LnDIV_{t+1}	คือ	ลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า
	MOWN_t	คือ	สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	SIZE_t	คือ	ขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	LEV_t	คือ	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	ROA_t	คือ	อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	SALGTH_t	คือ	อัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	TOBINQ_t	คือ	อัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	INVESTOPP_t	คือ	อัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	CASH_t	คือ	อัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน
	ε	คือ	ความคลาดเคลื่อนที่เกิดขึ้นจากการสร้างสมการ

ตารางที่ 4.3

แสดงข้อมูลสถิติวิเคราะห์สหสัมพันธ์ (Correlation Analysis) ของแต่ละตัวแปรเมื่อแปลงข้อมูลตัวแปรตาม (LnDIV_{t+1})

ตัวแปร		LnDIV_{t+1}	MOWN_t	SIZE_t	LEV_t	ROA_t	SALGTH_t	TOBINQ_t	INVESTOPP_t	CASH_t
LnDIV_{t+1}	Pearson Correlation	1								
	Sig. (2-tailed)									
MOWN_t	Pearson Correlation	-0.082**	1							
	Sig. (2-tailed)	0.005								
SIZE_t	Pearson Correlation	-0.025	-0.277**	1						
	Sig. (2-tailed)	0.390	0.000							
LEV_t	Pearson Correlation	-0.134**	0.021	0.404**	1					
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.476	0.000						
ROA_t	Pearson Correlation	0.521**	-0.083**	0.024	-0.227**	1				
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.005	0.421	0.000					
SALGTH_t	Pearson Correlation	-0.004	-0.034	0.032	-0.022	-0.001	1			
	Sig. (2-tailed)	0.889	0.246	0.277	0.457	0.981				
TOBINQ_t	Pearson Correlation	0.436**	-0.081**	0.166**	0.023	0.606**	-0.007	1		
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.006	0.000	0.434	0.000	0.820			
INVESTOPP_t	Pearson Correlation	0.096**	-0.010	-0.013	0.029	0.008	0.015	0.169**	1	
	Sig. (2-tailed)	0.001	0.735	0.666	0.324	0.785	0.606	0.000		
CASH_t	Pearson Correlation	0.213**	-0.116**	-0.054	-0.202**	0.198**	-0.008	0.106**	0.044	1
	Sig. (2-tailed)	0.000	0.000	0.065	0.000	0.000	0.775	0.000	0.136	

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

เมื่อนำสมการแบบจำลองข้างต้นมาวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression) สามารถแสดงผลการวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าว ณ ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ได้ตามตารางที่ 4.4

ตารางที่ 4.4

แสดงข้อมูลสถิติวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression Analysis)

ตัวแปร	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-3.048	0.328		-9.291	0.000
MOWN _t	-0.860	0.536	-0.042	-1.605	0.109
SIZE _t	-0.054	0.022	-0.070	-2.452	0.014
LEV _t	-0.022	0.167	-0.004	-0.131	0.896
ROA _t	4.523	0.392	0.379	11.551	0.000
SALGTH _t	-0.001	0.013	-0.002	-0.070	0.944
TOBINQ _t	0.156	0.026	0.194	5.975	0.000
INVESTOPP _t	1.231	0.571	0.054	2.155	0.031
CASH _t	1.396	0.338	0.105	4.123	0.000

R = 0.562 ; R Square = 0.315 ; Adjusted R Square = 0.311 ; F = 65.598 ; P-Value = 0.000

a. Dependent Variable: LnDIV_{t+1}

จากตารางที่ 4.4 พบว่า สมการดังกล่าวมีค่า F ที่ 65.598 และ P-Value เท่ากับ 0.000 แสดงให้เห็นว่าสมการข้างต้นสามารถเป็นตัวแทนได้อย่างมีนัยสำคัญ ณ ระดับความมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ในการอธิบายลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (LnDIV_{t+1}) ซึ่งหมายถึงมีตัวแปรอย่างน้อย 1 ตัวแปรที่มีนัยสำคัญในการอธิบายลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (LnDIV_{t+1}) โดยเมื่อพิจารณา ค่า Sig. และค่าสัมประสิทธิ์การถดถอยของแต่ละตัวแปร พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบันที่น้อยกว่าร้อยละ 20 (MOWN_t) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (LEV_t) และ อัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน (SALGTH_t) ไม่มีนัยสำคัญในการอธิบายลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (LnDIV_{t+1}) เนื่องจากค่า Sig. มากกว่า 0.05 อย่างไรก็ตาม ขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (SIZE_t) พบว่ามีนัยสำคัญเชิงลบใน

การอธิบายตัวแปรตามลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (LnDIV_{t+1}) สำหรับอัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (ROA_t) อัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน (TOBINQ_t) อัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน (INVESTOPP_t) และอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (CASH_t) พบว่ามีนัยสำคัญเชิงบวกในการอธิบายลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (LnDIV_{t+1}) เนื่องจากค่า Sig. น้อยกว่า 0.05 นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาค่า Adjusted R Square พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบันที่น้อยกว่าร้อยละ 20 (MOWN_t) ขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (SIZE_t) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (LEV_t) อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (ROA_t) อัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน (SALGTH_t) อัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน (TOBINQ_t) อัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน (INVESTOPP_t) และอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (CASH_t) สามารถอธิบายลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (LnDIV_{t+1}) ได้ร้อยละ 31.1 (Adjusted R Square = 0.311) แสดงให้เห็นว่ายังมีปัจจัยอื่นที่ส่งผลต่อลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (LnDIV_{t+1}) อีกร้อยละ 68.9

ผลการวิเคราะห์ข้างต้นแสดงให้เห็นว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบันที่น้อยกว่าร้อยละ 20 (MOWN_t) ไม่มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (LnDIV_{t+1}) แม้จะไม่ใช่ไปตามสมมติฐานที่คาดว่าตัวแปรทั้งสองดังกล่าวจะมีความสัมพันธ์เชิงผกผัน แต่สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของประเทศไทยซึ่ง รณชัย ชูประสูตร (2556) ศึกษาผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันต่อโครงสร้างเงินทุน นโยบายเงินปันผลจ่าย และการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัทของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทยช่วงปี 2553 – 2555 จำนวน 4,176 ตัวอย่าง พบว่า สัดส่วนหุ้นผู้บริหารไม่ส่งผลอย่างมีนัยสำคัญกับหนี้สินและการจ่ายเงินปันผล และสัดส่วนหุ้นผู้บริหารไม่ได้ขึ้นอยู่กับหนี้สินหรือเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญจนบอกได้ว่าเป็นเครื่องมือที่ถูกใช้ร่วมกันในการลดปัญหาตัวแทน ดังนั้น เหตุผลของความไม่สัมพันธ์กันของตัวแปรทั้งสองดังกล่าวอาจเนื่องมาจากการที่ผู้บริหารถือหุ้นเพิ่มขึ้นหรือน้อยลงไม่ส่งผลต่อการพิจารณาการจ่ายเงินปันผล กล่าวคือ การให้หุ้นผู้บริหารมากขึ้นอาจไม่ได้ถูกพิจารณาเป็นทางเลือกหนึ่งร่วมกับการจ่ายเงินปันผลหรือการจ่ายหนี้สินเพื่อลดกระแสเงินสดอิสระและต้นทุนตัวแทน จึงส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลไม่ได้ขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดที่ใช้ไปเพื่อให้หุ้นกับผู้บริหาร สอดคล้องกับงานวิจัยของ Moradi & Eskander (2011) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ของโครงสร้างของความเป็นเจ้าของกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของกลุ่มตัวอย่าง 427 ตัวอย่าง จากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศอิหร่านในระหว่างปี 2000 – 2007 และ Kargar, Birjandi & Nejad

(2014) ที่ศึกษาผลกระทบของกลไกการกำกับดูแลกิจการ (โครงสร้างของความเป็นเจ้าของและโครงสร้างคณะกรรมการบริษัท) กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ในประเทศไทยตั้งแต่ปี 2007 – 2011

งานวิจัยนี้พบว่าตัวแปรควบคุมขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($SIZE_t$) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($\ln DIV_{t+1}$) ซึ่งแตกต่างจากที่คาดไว้เป็นความสัมพันธ์เชิงบวก เนื่องจากผู้บริหารต้องการนำเงินไปลงทุนในสินทรัพย์ของบริษัทเพื่อให้บริษัทมีความสามารถในการสร้างกำไรที่เพิ่มขึ้นในอนาคต ซึ่งสามารถสร้างผลตอบแทนให้กับตนเองได้มากขึ้น อย่างไรก็ตาม ผลการวิจัยนี้สนับสนุนงานวิจัยของ Liu, Uchida & Yang (2014) ที่ได้ผลการวิจัยระหว่างตัวแปรควบคุมลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์และอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นลบ จากการศึกษาผู้ถือหุ้นที่มีอำนาจควบคุมของบริษัทที่มีการแตกหุ้นเพื่อปรับโครงสร้างกับการจ่ายเงินสดปันผลในประเทศจีน สอดคล้องกับ AL-SHUBIRI, AL-TALEB & AL-ZOUED (2012) ที่ศึกษาขนาดของกิจการเป็นตัวแปรควบคุมกับเงินปันผลต่อหุ้นของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศจอร์แดนระหว่างปี 2005 – 2009 และเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับงานวิจัยในประเทศไทยของนันทิชา ชลวณิชกุล (2556) ที่ศึกษาผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระหว่างปี 2547 – 2555

สำหรับตัวแปรควบคุมอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (LEV_t) ที่ไม่มีผลต่อลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($\ln DIV_{t+1}$) ซึ่งแตกต่างจากที่คาดไว้เป็นความสัมพันธ์เชิงลบ อาจเนื่องมาจากการจ่ายดอกเบี้ยและการจ่ายเงินเพื่อชำระหนี้สินอาจไม่ได้กระทำเพื่อลดกระแสเงินสดอิสระที่ทำให้การจ่ายเงินปันผลน้อยลง นอกจากนี้งานวิจัยนี้ทดสอบความสัมพันธ์ที่ระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่น้อยกว่าร้อยละ 20 ซึ่งอาจเป็นระดับที่บริษัทมิได้พิจารณาใช้นโยบายการจ่ายเงินปันผลและการจ่ายคืนเจ้าหนี้เงินกู้ร่วมกัน สอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศอิหร่านของ Moradi & Eskander (2011) และ Kargar, Birjandi & Nejad (2014) และงานวิจัยในประเทศอินโดนีเซียของ Rizqia & Sumiati (2013)

สำหรับความสามารถในการทำกำไรที่วัดจากอัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (ROA_t) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($\ln DIV_{t+1}$) เป็นไปตามสมมติฐานที่คาดไว้ เนื่องจากบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรที่มากกว่า จะมีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลมากกว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรที่ต่ำกว่า (Jensen, Solberg & Zorn, 1992) ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศอิหร่านของ Moradi & Eskander (2011) และงานวิจัยในประเทศจีนของ Bradford, Chen

& Zhu (2013) รวมถึงงานวิจัยในประเทศไทยของ ดั่งชนก ตรีรัตน์ศิริกุล (2553) และ นันทิชา ชลวณิชย์กุล (2556) เช่นเดียวกับอัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($TOBINQ_t$) ที่มีความสัมพันธ์ทิศทางเดียวกับลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($LnDIV_{t+1}$) ซึ่งเป็นไปตามที่คาดไว้ เนื่องจากบริษัทที่สร้างมูลค่าของกิจการได้มากกว่าจะมีการจ่ายเงินปันผลที่มากกว่า เพื่อดึงดูดให้มีการลงทุนจากบุคคลภายนอกสำหรับการลงทุนในอนาคต เพื่อให้มีการเติบโตมากขึ้น สอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศไทยของ ดั่งชนก ตรีรัตน์ศิริกุล (2553) และนันทิชา ชลวณิชย์กุล (2556) รวมถึงงานวิจัยในต่างประเทศของ Farinha (2003) Moradi & Eskander (2011) AL-SHUBIRI, AL TALEB & AL-ZOUED (2012) และ Florackisa, Kanasb & Kostakisc (2015)

ตัวแปรควบคุมอัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($INVESTOPP_t$) หรือโอกาสในการลงทุนมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($LnDIV_{t+1}$) ซึ่งเป็นไปตามที่คาดไว้ เนื่องจากการลงทุนในปัจจุบันเพื่อหวังผลการเติบโตของผลตอบแทนในอนาคต ซึ่งจะสามารถก่อให้เกิดกระแสเงินสดเพื่อจ่ายเงินปันผลได้ในอนาคต การลงทุนดังกล่าวจึงไม่กระทบทำให้การจ่ายเงินปันผลน้อยลง สอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศไทยของ รณชัย ชูประสูตร (2556) และงานวิจัยในต่างประเทศของ Florackisa, Kanasb & Kostakisc (2015) เช่นเดียวกับอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($CASH_t$) ซึ่งเป็นตัวแทนของกระแสเงินสดของกิจการที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($LnDIV_{t+1}$) ตามสมมติฐานที่คาดไว้ ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ที่เมื่อบริษัทมีกระแสเงินสดจำนวนมาก บริษัทจะมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลมากกว่า เพื่อลดต้นทุนตัวแทน (Agency Cost) ที่ผู้บริหารจะนำไปใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตัวมากกว่าการลงทุนเพื่อบริษัทอย่างแท้จริง และสอดคล้องกับงานวิจัยในประเทศไทยของ นันทิชา ชลวณิชย์กุล (2556) และงานวิจัยในต่างประเทศของ Farinha (2003) Moradi & Eskander (2011) AL-SHUBIRI, AL TALEB & AL-ZOUED (2012) Bradford, Chen & Zhu (2013) และ Florackisa, Kanasb & Kostakisc (2015)

สำหรับตัวแปรควบคุมอัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($SALGTH_t$) ซึ่งเปรียบเสมือนการเติบโตของกิจการในอดีต ไม่มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($LnDIV_{t+1}$) ซึ่งแตกต่างจากความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามที่คาดไว้ตามทฤษฎี Pecking Order อาจเนื่องมาจากการเติบโตในอดีตของกิจการอาจมิได้เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลในอนาคต การเติบโตที่มากมิได้เป็นเครื่องยืนยันการมีกระแสเงินสดอิสระที่มากพอหรือความต้องการของผู้บริหารและผู้ถือหุ้นในการจ่ายเงินปันผล

ในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ข้างต้น เมื่อพิจารณาผลกระทบของตัวแปรอิสระสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบันที่น้อยกว่าร้อยละ 20 ($MOWN_t$) ที่มีต่อตัวแปรตามลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($LnDIV_{t+1}$) โดยมีขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($SIZE_t$) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (LEV_t) อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (ROA_t) อัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($SALGTH_t$) อัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($TOBINQ_t$) อัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($INVESTOPP_t$) และอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($CASH_t$) เป็นตัวแปรควบคุม (ตัวแปรควบคุมดังกล่าวมีค่าคงที่) พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบันที่น้อยกว่าร้อยละ 20 ($MOWN_t$) ไม่มีความสัมพันธ์ที่สามารถอธิบายลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($LnDIV_{t+1}$) ได้ เนื่องจากค่า Sig. มากกว่า 0.05 แม้ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์จะบ่งบอกความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามที่ร้อยละ 4.7 ดังแสดงในตารางที่ 4.5

ตารางที่ 4.5

แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง $MOWN_t$ และ $LnDIV_{t+1}$ เมื่อควบคุมตัวแปรอื่น

Control Variables			$LnDIV_{t+1}$	$MOWN_t$
$SIZE_t$ & LEV_t & ROA_t & $SALGTH_t$ & $TOBINQ_t$ & $INVESTOPP_t$ & $CASH_t$	$LnDIV_{t+1}$	Correlation	1.000	-0.047
		Significance (2-tailed)		0.109
		df	0	1139
	$MOWN_t$	Correlation	-0.047	1.000
		Significance (2-tailed)	0.109	
		df	1139	0

อย่างไรก็ตาม จากการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลและการศึกษาค้นคว้าเพิ่มเติม พบว่า เงินสดมีความสำคัญอย่างมากและเป็นปัจจัยพื้นฐานในการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากเงินปันผลมิได้ถูกจ่ายจากกำไร แต่เงินปันผลจะถูกจ่ายจากเงินสด (Botoc & Pirtea, 2014) กล่าวคือ หากบริษัทมีกำไรมากแต่มีเงินสดจำนวนน้อย บริษัทจะมีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลได้น้อยกว่าบริษัทที่มีกำไรน้อยแต่มีเงินสดมาก นอกจากนี้ เมื่อบริษัทมีสภาพคล่องสูงกว่าจะมีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลมากกว่าบริษัทที่มีสภาพคล่องที่ต่ำกว่า ในขณะที่หากบริษัทมีความจำเป็นในการใช้เงินสดมาก บริษัทจะมีการจ่ายเงินปันผลน้อย

นอกจากนั้น เนื่องจากการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ข้างต้น พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล ประกอบกับความสำคัญและอิทธิพลของเงินสดที่มีต่อการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวข้างต้น ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเพื่อต้องการลดกระแสเงินสดอิสระของกิจการ ดังนั้น หากมีกระแสเงินสดในกิจการน้อย กิจการจะจ่ายเงินปันผลน้อย หากกิจการมีกระแสเงินสดจำนวนมาก กิจการนั้นจะมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลมากเพื่อลดให้กระแสเงินสดน้อยลง ส่งผลให้การนำเงินสดไปใช้โดยไม่ก่อให้เกิดประโยชน์กับกิจการน้อยลง และการจ่ายเงินปันผลในประเทศไทยส่วนใหญ่มีการจ่ายเป็นเงินสดปันผล โดยมีเพียงส่วนน้อยเท่านั้นที่จ่ายเงินปันผลเป็นหุ้น จากกรุงเทพมหานครออนไลน์ (11 บจ.แห่งจ่ายหุ้นปันผล, 2557) พบว่า บริษัทจดทะเบียนฯ เพียง 11 บริษัทเท่านั้นที่มีการประกาศจ่ายหุ้นปันผลในปี 2557 จากผลประกอบการปี 2556 จะเห็นได้ว่าบริษัทจดทะเบียนฯ เกือบทั้งหมดมีการจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด ซึ่งบริษัทจดทะเบียนฯ ที่ต้องการประกาศจ่ายเงินสดปันผล ต้องมีการสำรองเงินสดหรือมีเงินสดเพียงพอในการจ่ายเงินปันผล ดังนั้น เงินสดจึงเป็นปัจจัยที่สำคัญที่สุดปัจจัยหนึ่งที่ทำให้เกิดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนฯ ในประเทศไทย นอกจากนี้เงินสดที่เป็นปัจจัยสำคัญในการจ่ายเงินปันผลแล้วสำหรับประเทศไทยยังมีปัจจัยอื่นที่ต้องนำมาประกอบการพิจารณาเพื่อจ่ายเงินปันผล เช่น ผลประกอบการ โครงการในอนาคตที่บริษัทมีแผนจะใช้เงินลงทุน การกั้นสำรองตามกฎหมาย ภาวะเศรษฐกิจ และต้องไม่ขัดกับกฎหมายว่าด้วยบริษัทมหาชนจำกัดในเรื่องการจ่ายเงินปันผล เป็นต้น (ครบเครื่องตลาดทุน โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์, 2553)

ดังนั้น จะเห็นได้ว่า เงินสดมีความสำคัญและมีผลกระทบอย่างมากในการจ่ายเงินปันผล อีกทั้งสอดคล้องกับการจ่ายเงินปันผลในประเทศไทยที่มีลักษณะเป็นการจ่ายเงินสดปันผล จึงอาจทำให้ความสำคัญและอำนาจของเงินสดบดบังอิทธิพลของปัจจัยอื่น เช่น สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร งานวิจัยนี้จึงทดสอบและวิเคราะห์ความอ่อนไหวของตัวแปร (Sensitivity Analysis) เพิ่มเติม โดยไม่รวมตัวแปรเงินสดเข้ามาในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression) กล่าวคือ เพื่อทดสอบความสำคัญของกระแสเงินสดในการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนฯ ในประเทศไทย และอิทธิพลของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารในการจ่ายเงินปันผลเมื่อไม่มีการควบคุมปัจจัยด้านกระแสเงินสดที่มีอิทธิพลอย่างมากในการจ่ายเงินปันผล จึงทดสอบความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับอัตราการจ่ายเงินปันผลโดยไม่มีปัจจัยกระแสเงินสดที่คาดว่าเป็นปัจจัยที่สำคัญในการจ่ายเงินปันผลในประเทศไทยเป็นตัวแปรควบคุมงานวิจัยนี้จึงทำการทดสอบเพิ่มเติมโดยวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression) โดยไม่มีอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (CASH_t) ซึ่งพบว่า เมื่อไม่มีอัตราส่วน

เงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($CASH_t$) เป็นตัวแปรควบคุม สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบันที่น้อยกว่าร้อยละ 20 ($MOWN_t$) มีความสัมพันธ์ทางลบกับลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($LnDIV_{t+1}$) ซึ่งค่าสถิติที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression) สามารถแสดงได้ดังตารางที่ 4.6

ตารางที่ 4.6

แสดงข้อมูลสถิติวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression Analysis) โดยไม่มี $CASH_t$ เป็นตัวแปรควบคุม

ตัวแปร	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	-2.890	0.328		-8.808	0.000		
$MOWN_t$	-1.092	0.537	-0.053	-2.034	0.042	0.900	1.112
$SIZE_t$	-0.055	0.022	-0.073	-2.523	0.012	0.733	1.364
LEV_t	-0.119	0.166	-0.020	-0.715	0.475	0.750	1.334
ROA_t	4.712	0.392	0.395	12.031	0.000	0.565	1.769
$SALGTH_t$	-0.002	0.013	-0.003	-0.135	0.892	0.996	1.004
$TOBINQ_t$	0.157	0.026	0.195	5.954	0.000	0.571	1.753
$INVESTOPP_t$	1.340	0.575	0.059	2.331	0.020	0.954	1.049

R = 0.552 ; R Square = 0.305 ; Adjusted R Square = 0.301 ; F = 71.536 ; P-Value = 0.000

a. Dependent Variable: $LnDIV_{t+1}$

จากตารางที่ 4.6 พบว่า แบบจำลองที่ไม่มีอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($CASH_t$) เป็นตัวแปรควบคุมข้างต้น สามารถอธิบายลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($LnDIV_{t+1}$) ได้ร้อยละ 30.1 (Adjusted R Square = 0.301) ซึ่งอธิบายผลได้น้อยกว่าแบบจำลองที่มีอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($CASH_t$) เป็นตัวแปรควบคุม (ร้อยละ 31.1; Adjusted R Square = 0.311) นอกจากนี้ ทิศทางและระดับความมีนัยสำคัญของตัวแปรควบคุมขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($SIZE_t$) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (LEV_t) อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (ROA_t) อัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($SALGTH_t$) อัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน

(TOBINQ_t) และอัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน (INVESTOPP_t) มิได้เปลี่ยนแปลงไปจากแบบจำลองเดิม อย่างไรก็ตาม สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบันที่น้อยกว่าร้อยละ 20 (MOWN_t) มีความสัมพันธ์กับลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (LnDIV_{t+1}) เปลี่ยนแปลงจากไม่มีความสัมพันธ์เป็นมีความสัมพันธ์ในทางลบตามทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) และทฤษฎี Alignment Effect

นอกจากนั้น ตารางที่ 4.7 แสดงให้เห็นว่า เมื่อพิจารณาผลกระทบของตัวแปรอิสระสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบันที่น้อยกว่าร้อยละ 20 (MOWN_t) ที่มีต่อตัวแปรตามลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (LnDIV_{t+1}) โดยมีขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (SIZE_t) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (LEV_t) อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (ROA_t) อัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน (SALGTH_t) อัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน (TOBINQ_t) และอัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน (INVESTOPP_t) เป็นตัวแปรควบคุม กล่าวคือ ตัวแปรควบคุมดังกล่าวมีค่าคงที่พบว่า สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบันที่น้อยกว่าร้อยละ 20 (MOWN_t) สามารถอธิบายลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (LnDIV_{t+1}) ได้ในทิศทางตรงข้ามร้อยละ 6 ซึ่งแตกต่างจากเดิมที่ไม่มีความสัมพันธ์ในการอธิบายตัวแปรตาม

ตารางที่ 4.7

แสดงความสัมพันธ์ระหว่าง MOWN_t และ LnDIV_{t+1} เมื่อควบคุมตัวแปรอื่น
โดยไม่มี CASH_t เป็นตัวแปรควบคุม

Control Variables			LnDIV _{t+1}	MOWN _t
SIZE _t & LEV _t & ROA _t & SALGTH _t & TOBINQ _t & INVESTOPP _t	LnDIV _{t+1}	Correlation	1.000	-0.060
		Significance (2-tailed)		0.042
		df	0	1140
	MOWN _t	Correlation	-0.060	1.000
		Significance (2-tailed)	0.042	
		df	1140	0

สำหรับการตรวจสอบตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression) พบว่า เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นดังกล่าวทุกข้อ จึงสามารถวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ (Multiple Linear Regression) ข้างต้นได้ ซึ่งผลการตรวจสอบดังกล่าวอ้างอิงตาม

ภาคผนวก ก และพิจารณาเพิ่มเติมในส่วนของค่า VIF ของแต่ละตัวแปรในตารางที่ 4.6 ซึ่งพบว่า ค่า VIF ของทุกตัวแปรใกล้เคียง 1 จึงสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรดังกล่าวไม่มีความสัมพันธ์กันเองมากเกินไป สำหรับค่า Durbin – Watson มีค่าที่ 1.878 ซึ่งใกล้เคียง 2 แสดงให้เห็นว่าความคลาดเคลื่อนแต่ละค่าเป็นอิสระจากกัน นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาจากกราฟความคลาดเคลื่อน พบว่า ความคลาดเคลื่อนมีการแจกแจงแบบปกติที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0 และค่าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนใกล้เคียงกับเส้นตรงที่แสดงค่าความแปรปรวนคงที่

การที่ความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบันที่น้อยกว่าร้อยละ 20 ($MOWN_t$) กับลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($\ln DIV_{t+1}$) เปลี่ยนแปลงจากไม่มีความสัมพันธ์เป็นมีความสัมพันธ์ในเชิงลบ เมื่อไม่มีการควบคุมตัวแปรอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($CASH_t$) ดังผลการวิเคราะห์ข้างต้น เป็นเครื่องยืนยันที่แสดงให้เห็นว่า ตัวแปรกระแสเงินสดคงเหลือเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญที่มีผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลในประเทศไทย เพราะการควบคุมและการไม่ควบคุมตัวแปรกระแสเงินสดคงเหลือทำให้ความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับอัตราการจ่ายเงินปันผลเปลี่ยนแปลงไป กล่าวคือ เมื่อนำตัวแปรกระแสเงินสดมาพิจารณาประกอบกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ตัวแปรกระแสเงินสดมีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลมากจนทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีอิทธิพลในการจ่ายเงินปันผล เพราะเมื่อไม่นำตัวแปรกระแสเงินสดมาพิจารณาประกอบกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารจะทำให้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารมีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผล ดังนั้น ในการทดสอบตัวแปรตามอัตราการจ่ายเงินปันผลจึงควรควบคุมตัวแปรกระแสเงินสดคงเหลือ เพื่อความถูกต้องแม่นยำมากขึ้นในการหาความสัมพันธ์ดังกล่าว

บทที่ 5

สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

ในบทนี้จะได้กล่าวถึงภาพรวมของสรุปผลที่ได้จากการวิจัย ข้อจำกัดของงานวิจัย รวมถึงข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต ซึ่งมีรายละเอียดดังต่อไปนี้

5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการอัตราการจ่ายเงินปันผล ณ ระดับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารน้อยกว่าร้อยละ 20 ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 2551 – 2557 รวม 7 ปี โดยอ้างอิงจากข้อมูลบริษัทจดทะเบียนฯ ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ วันที่ 28 กันยายน 2558 โดยมีจำนวนกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 1,148 ชุดข้อมูล ตัวแปรตามที่ต้องการศึกษาของงานวิจัยนี้ คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล ตัวแปรอิสระ คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารเฉพาะระดับการถือหุ้นของผู้บริหารที่น้อยกว่าร้อยละ 20 และมีตัวแปรควบคุม ประกอบไปด้วย ขนาดของกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตของยอดขาย อัตราการเติบโตในอนาคต อัตราส่วนการลงทุน และอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ

ผลการวิจัย พบว่า เมื่อผู้บริหารถือหุ้นในสัดส่วนที่น้อยกว่าร้อยละ 20 สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการให้หุ้นกับผู้บริหารอาจมิได้เป็นทางเลือกที่บริษัทพิจารณาเพื่อลดต้นทุนตัวแทนหรือกระแสเงินสดอิสระร่วมกับการจ่ายเงินปันผลสำหรับขนาดของกิจการ พบว่า ภายใต้การถือหุ้นของผู้บริหารในช่วงต่ำกว่าร้อยละ 20 เมื่อขนาดของกิจการมากขึ้น อัตราการจ่ายเงินปันผลจะน้อยลง เนื่องจากบริษัทนำเงินไปลงทุนเพื่อขยายการดำเนินงานผ่านการลงทุนในสินทรัพย์มากกว่าการนำเงินไปจ่ายเงินปันผล สำหรับอัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตในอนาคต และอัตราส่วนการลงทุนที่สูงขึ้น จะส่งผลให้บริษัทจ่ายเงินปันผลสูงขึ้นเช่นกัน เนื่องจากเมื่อบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรมากขึ้น แนวโน้มการเติบโตของกิจการที่ดีขึ้นในอนาคต และการลงทุนในสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงานที่มากขึ้น จะเป็นปัจจัยที่ทำให้บริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลได้มากขึ้น นอกจากนี้ การที่อัตราส่วนเงินสดคงเหลือเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้อัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น ซึ่งสนับสนุนทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ที่ว่าเมื่อกระแสเงินสดอิสระเพิ่มขึ้น จะส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น เพื่อลดต้นทุนตัวแทนหรือกระแสเงินสดอิสระที่ผู้บริหารอาจนำไปใช้เพื่อประโยชน์ส่วนตัว

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่งอาจเนื่องมาจากการทดสอบอยู่ในช่วงการถือหุ้นของผู้บริหารที่ต่ำกว่าร้อยละ 20 จึงทำให้ไม่สามารถสรุปความสัมพันธ์ของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลได้อย่างชัดเจน และอาจเกิดจากการจ่ายดอกเบี้ยและการจ่ายเงินเพื่อชำระหนี้สินอาจไม่ได้กระทำเพื่อลดกระแสเงินสดอิสระที่ทำให้การจ่ายเงินปันผลน้อยลง นอกจากนี้ อัตราการเติบโตของยอดขายในอดีต อาจไม่สามารถเป็นเครื่องยืนยันการจ่ายเงินปันผลในปีถัดมา จึงไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการเติบโตของยอดขายในอดีตและอัตราการจ่ายเงินปันผล

นอกจากนี้ จะเห็นได้ว่า กระแสเงินสดคงเหลือของกิจการเป็นตัวแปรที่สำคัญมากตัวแปรหนึ่งที่ส่งผลกระทบกับอัตราการจ่ายเงินปันผลในประเทศไทย เนื่องจากผลการวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารน้อยกว่าร้อยละ 20 กับการอัตราการจ่ายเงินปันผลเมื่อไม่มีการควบคุมอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ เปลี่ยนจากความสัมพันธ์ที่ไม่มีความสัมพันธ์ดังกล่าวข้างต้นเป็นความสัมพันธ์เชิงลบ ซึ่งอาจเป็นเพราะบริษัทจดทะเบียนฯ ในประเทศไทยส่วนใหญ่มีการจ่ายเงินปันผลเป็นเงินสด จึงต้องมีกระแสเงินสดที่เพียงพอตามเงินปันผลที่ต้องการจ่าย ทำให้ปัจจัยกระแสเงินสดเป็นปัจจัยที่มีความสำคัญมากในการพิจารณาจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ ผลการวิจัยอาจแสดงให้เห็นว่าผู้บริหารและผู้ถือหุ้นจะพิจารณาปัจจัยด้านความเหมาะสมหรือความเพียงพอของเงินสดในการจ่ายเงินปันผลเป็นปัจจัยลำดับต้นๆ โดยอาจไม่ได้นำปัจจัยด้านสัดส่วนการถือหุ้นของบริหารมาพิจารณาเป็นปัจจัยสำคัญในการจ่ายเงินปันผล

งานวิจัยนี้เป็นประโยชน์กับนักลงทุน นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ และผู้จัดการกองทุนรวมในการพิจารณาการลงทุนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้ดียิ่งขึ้น โดยเมื่อพิจารณาบริษัทจดทะเบียนฯ ที่มีการถือหุ้นของผู้บริหารในช่วงต่ำกว่าร้อยละ 20 แม้สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และอัตราการเติบโตของยอดขายจะไม่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล แต่สามารถพิจารณาปัจจัยขนาดของกิจการ อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม อัตราการเติบโตในอนาคต อัตราส่วนการลงทุน และอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ประกอบการลงทุนเพื่อผลตอบแทนในรูปแบบเงินปันผล

5.2 ข้อจำกัดของงานวิจัย

งานวิจัยนี้วิเคราะห์ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลในลักษณะภาพรวมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งภายใน SET ประกอบไปด้วยหลากหลายบริษัทในหลากหลายอุตสาหกรรม ซึ่งล้วนแต่มีปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลแตกต่างกัน ดังนั้น การวิเคราะห์การจ่ายเงินปันผลเป็นภาพรวมของทุกอุตสาหกรรมอาจเป็นข้อจำกัดของงานวิจัย เนื่องจากพฤติกรรมกรรมการจ่ายเงินปันผลและปัจจัยแวดล้อมอื่นๆของแต่ละอุตสาหกรรมอาจแตกต่างกัน

5.3 ข้อเสนอแนะสำหรับงานวิจัยในอนาคต

จากข้อจำกัดเรื่องความแตกต่างของแต่ละอุตสาหกรรม จึงเสนอแนะแนวทางสำหรับงานวิจัยต่อไปให้วิเคราะห์ข้อมูลการจ่ายเงินปันผลเป็นแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมเปรียบเทียบกัน เพื่อหาปัจจัยที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลที่สะท้อนของแต่ละอุตสาหกรรม ซึ่งประเภทและน้ำหนักของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลอาจแตกต่างกันในแต่ละอุตสาหกรรม นอกจากนี้ งานวิจัยในอนาคตอาจวิเคราะห์การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนฯ ที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลสูง (SETHD) เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยที่ส่งผลทำให้มีการจ่ายเงินปันผลที่สูงในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนฯ SETHD

นอกจากนี้ ตัวแปรกระแสเงินสดเป็นตัวแปรที่มีความสำคัญในการทดสอบความสัมพันธ์เรื่องการจ่ายเงินปันผล จึงควรควบคุมตัวแปรกระแสเงินสดสำหรับการวิเคราะห์ข้อมูลดังกล่าว โดยเฉพาะข้อมูลกลุ่มตัวอย่างจากบริษัทจดทะเบียนฯ ในประเทศไทย

รายการอ้างอิง

- ครบเครื่องตลาดทุน โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์. (31 มีนาคม 2553). *มติชน*.
- ตั้งชนก ตริรัตน์ศิริกุล. (2553). *โครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผล*. การศึกษาค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาวิชาการบริหารการเงิน, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- นันทิชา ชลวณิชย์กุล. (2556). *ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นต่อนโยบายเงินปันผลของบริษัทในประเทศไทย*. การศึกษาค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาวิชาการบริหารการเงิน, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ฝ่ายวิจัย ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). *ภาวะตลาดหลักทรัพย์ ปรับปรุงข้อมูลล่าสุด ณ สิ้นเดือนสิงหาคม 2558*. สืบค้นจาก http://www.set.or.th/setresearch/presentation_p1.html
- “พระราชบัญญัติบริษัทมหาชนจำกัด พ.ศ. 2535” (2535, 8 เมษายน). *ราชกิจจานุเบกษา*. เล่ม 109 ตอนที่ 43. หน้า 6-55.
- “มาตรฐานการบัญชี ฉบับที่ 28 (ปรับปรุง 2558) เรื่อง เงินลงทุนในบริษัทร่วมและการร่วมค้า” (2558, 4 กันยายน). *ราชกิจจานุเบกษา*. เล่ม 132 ตอนพิเศษ 205 ง. หน้า 2.
- ยุทธ ไถยวรรณ. (2550). *วิเคราะห์ข้อมูลวิจัย 1*. กรุงเทพมหานคร: ศูนย์สื่อเสริมกรุงเทพ.
- รณชัย ชูประสูตร. (2556). *ผลกระทบของผู้ถือหุ้นสถาบันต่อโครงสร้างเงินทุน นโยบายเงินปันผลจ่าย และการถือหุ้นของผู้บริหารและกรรมการบริษัท*. การศึกษาค้นคว้าอิสระวิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต สาขาวิชาการบริหารการเงิน, คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- เสกศักดิ์ จำเริญวงศ์. (2552). *การบริหารการเงินธุรกิจ : แนวคิดและแนวปฏิบัติ*. (พิมพ์ครั้งที่ 1). ปทุมธานี: โรงพิมพ์มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- อัจฉริยา ปราบอริพาย. (2547). *เทคนิคการวิเคราะห์สถิติ โดยใช้โปรแกรม SPSS : ทฤษฎีและภาคปฏิบัติ*. (พิมพ์ครั้งที่ 1). กรุงเทพมหานคร: สำนักพิมพ์มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.

- AL-SHUBIRI, F. N., AL TALEB, G., & AL-ZOUED, A. A. (2012). The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: An Empirical Investigation. *Review Of International Comparative Management / Revista De Management Comparat International*, 13(4), 644-657
- Botoc, C., & Pirtea, M. (2014). Dividend Payout-Policy Drivers: Evidence from Emerging Countries. *Emerging Markets Finance & Trade*, 5095-112. doi:10.2753/REE1540-496X5004S407
- Bradford, W., Chen, C., & Zhu, S. (2013). Cash dividend policy, corporate pyramids, and ownership structure: Evidence from China. *International Review Of Economics And Finance*, 27445-464. doi:10.1016/j.iref.2013.01.003
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2544). *การจัดการการเงิน (เรจรัก จำปาเงิน, ผู้แปล)*. กรุงเทพมหานคร: บริษัท บุ๊คเน็ต จำกัด. (ต้นฉบับพิมพ์ปี 2001).
- Chen, C. R., & Steiner, T. L. (1999). Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy. *Financial Review*, 34(1), 119-136.
- Denis, D. K. (2001). Twenty-five years of corporate governance research ... and counting. *Review Of Financial Economics*, 10191-212. doi:10.1016/S1058-3300(01)00037-4
- Fairchild, R., Guney, Y., & Thanatawee, Y. (2014). Corporate dividend policy in Thailand: Theory and evidence. *International Review Of Financial Analysis*, 31, 129-151. doi:10.1016/j.irfa.2013.10.006
- Farinha, J. (2003). Divided Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. *Journal Of Business Finance & Accounting*, 30(9/10), 1173-1209.
- Florackis, C., Kanas, A., & Kostakis, A. (2015). Dividend policy, managerial ownership and debt financing: A non-parametric perspective. *European Journal Of Operational Research*, 241(3), 783-795. doi:10.1016/j.ejor.2014.08.031
- Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). The Impact of Managerial Entrenchment on Agency Costs: An Empirical Investigation Using UK Panel Data. *European Financial Management*, 15(3), 497-528.

- Gillan, S. L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal Of Corporate Finance*, 12(3), 381-402. doi:<http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.11.002>
- Hu, A., & Kumar, P. (2004). Managerial Entrenchment and Payout Policy. *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, 39(4), 759-790.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal Of Financial & Quantitative Analysis*, 27(2), 247-263.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2013). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In P. M. Jackson (Ed.), *The Economics of Organisation and Bureaucracy. Volume 3* (pp. 376-382). Elgar Research Collection. International Library of Critical Writings in Economics, vol. 272. Cheltenham, U.K. and Northampton, Mass.: Elgar.
- Jo, H., & Pan, C. (2009). Why are firms with entrenched managers more likely to pay dividends?. *Review Of Accounting & Finance*, 8(1), 87. doi:10.1108/14757700910934256
- Kargar, E. F., Birjandi, H., & Nejad, K. G. (2014). The Impact of Corporate Governance Mechanisms (ownership structure and board structure) on Dividend Policy of Companies. *Journal of Finance and Accounting*, 5(23), 153-162.
- Liu, C., Uchida, K., & Yang, Y. (2014). Controlling shareholder, split-share structure reform and cash dividend payments in China. *International Review Of Economics And Finance*, 29339-357. doi:10.1016/j.iref.2013.06.008
- Michaely, R., & Roberts, M. R. (2012). Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms. *Review Of Financial Studies*, 25(3), 711-746.
- Moradi, M., & Eskander, H. (2011). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidences from Iran. *Journal Of Emerging Markets*, 16(1), 57-70.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

- 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.
- Rozeff, M. S. (1982). GROWTH, BETA AND AGENCY COSTS AS DETERMINANTS OF DIVIDEND PAYOUT RATIOS. *Journal Of Financial Research*, 5(3), 249.
- Schooley, D. K., & Barney, L. J. (1994). Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs. *Journal Of Financial Research*, 17(3), 363-373.
- 11 บจ.แห่งจ่ายหุ้นปันผล. (28 กุมภาพันธ์ 2557). *กรุงเทพธุรกิจออนไลน์*. สืบค้นจาก <http://www.bangkokbiznews.com/news/detail/565880>

ภาคผนวก



ภาคผนวก ก

การตรวจสอบข้อมูลกลุ่มตัวอย่างตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์ การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression Analysis)

ในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณหรือ Multiple Linear Regression Analysis จำเป็นต้องตรวจสอบข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่ต้องการศึกษาและแปลงข้อมูลหากจำเป็นเพื่อให้เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression) (อัจฉริยา ปราภา อริพาย, 2547 และ ยุทธ ไกยวรรณ, 2550) ซึ่งข้อตกลงเบื้องต้นที่งานวิจัยนี้ตรวจสอบ ประกอบไปด้วย

1. ตรวจสอบการแจกแจงปกติของตัวแปรตาม
2. ตรวจสอบตัวแปรตามและตัวแปรอิสระที่ทำมาวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณเป็นข้อมูลเชิงปริมาณที่มีลักษณะต่อเนื่อง
3. ตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม
4. ตรวจสอบความเป็นอิสระของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม
5. ตรวจสอบความคลาดเคลื่อน
 - 5.1 ตรวจสอบความเป็นอิสระของความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)
 - 5.2 ตรวจสอบการแจกแจงปกติของความคลาดเคลื่อน
 - 5.3 ตรวจสอบความคงที่ของความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน

จากการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นดังกล่าวข้างต้น พบว่า ข้อมูลกลุ่มตัวอย่างที่ต้องการศึกษาเป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นทุกข้อ ยกเว้นการแจกแจงข้อมูลของตัวแปรตามหรืออัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) ที่ไม่เป็นการแจกแจงปกติ แต่มีลักษณะการแจกแจงข้อมูลแบบเบ้ขวา จึงมีการแปลงข้อมูลจากอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) เป็นลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($\ln DIV_{t+1}$) เพื่อให้ตัวแปรตามมีการแจกแจงปกติ สำหรับรายละเอียดของการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นทุกข้อข้างต้นสามารถแสดงได้ ดังนี้

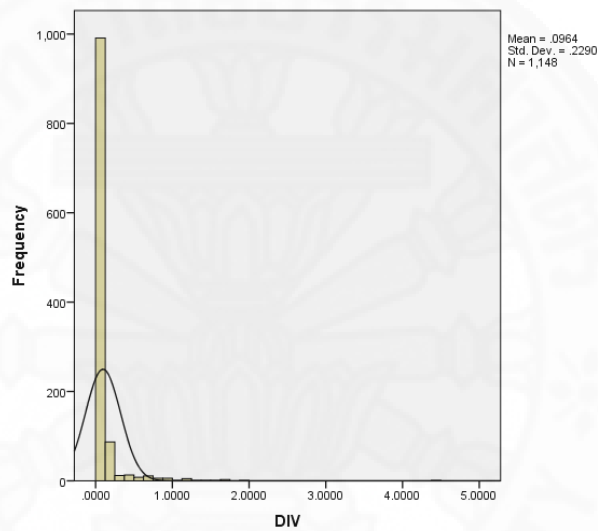
1. ตรวจสอบการแจกแจงปกติของตัวแปรตาม

จากการตรวจสอบการแจกแจงปกติของตัวแปรตาม คือ อัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) พบว่า มีการแจกแจงไม่ปกติ โดยมีลักษณะเบ้ขวาดังภาพที่

ก.1 ดังนั้น อัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) จึงถูกแปลงให้มีการแจกแจงปกติโดยลอการิทึมธรรมชาติ (อัจฉริยา ปราบอริพ่าย, 2547) ดังภาพที่ ก.2 ตัวแปรตามในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณของงานวิจัยนี้จึงเป็นลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($\ln DIV_{t+1}$) เพื่อให้เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นดังกล่าว

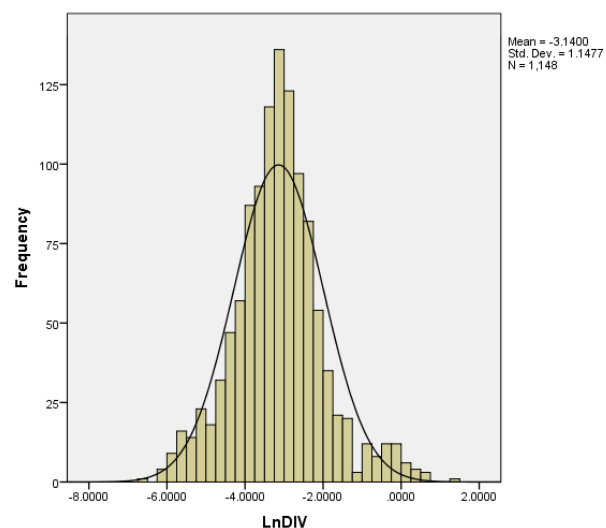
ภาพที่ ก.1

แสดงการแจกแจงลักษณะเบ้ขวา (ไม่ใช่การแจกแจงปกติ) ของตัวแปรตามอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1})



ภาพที่ ก.2

แสดงการแจกแจงปกติของตัวแปรตามลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า ($\ln DIV_{t+1}$)



2. ตรวจสอบตัวแปรตามและตัวแปรอิสระที่ทำมาวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณเป็นข้อมูลเชิงปริมาณที่มีลักษณะต่อเนื่อง

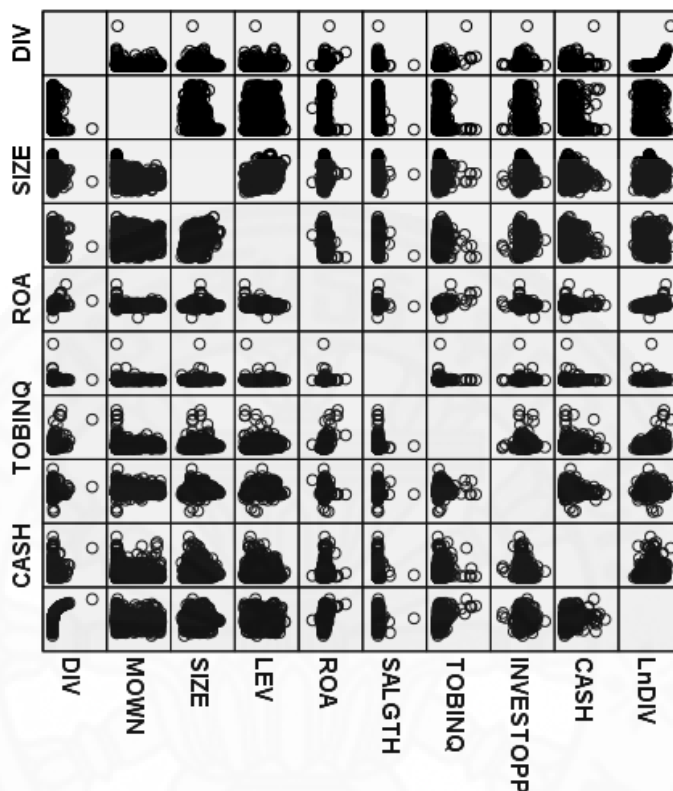
ตัวแปรตาม คือ ลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (LnDIV_{t+1}) เป็นข้อมูลเชิงปริมาณและเป็นข้อมูลที่ต่อเนื่อง ตัวแปรอิสระ คือ สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบัน (MOWN_t) ที่น้อยกว่าร้อยละ 20 และตัวแปรควบคุม ประกอบไปด้วยขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (SIZE_t) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (LEV_t) อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (ROA_t) อัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน (SALGTH_t) อัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน (TOBINQ_t) อัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน (INVESTOPP_t) และอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (CASH_t) เป็นข้อมูลเชิงปริมาณในรูปอัตราส่วนและเป็นข้อมูลที่ต่อเนื่องทั้งสิ้น นอกจากขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (SIZE_t) ที่เป็นข้อมูลเชิงปริมาณในรูปของลอการิทึมธรรมชาติและเป็นข้อมูลที่ต่อเนื่อง (ยุทธ ไภยวรรณ, 2550) ดังนั้นตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมจึงเป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression)

3. ตรวจสอบความสัมพันธ์เชิงเส้นของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม

ตัวแปรอิสระและตัวแปรตามจะต้องมีความสัมพันธ์เชิงเส้นในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุคูณ (อัจฉริยา ปราบอริพ่าย, 2547 และ ยุทธ ไภยวรรณ, 2550) จากการพิจารณารูปความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมกับตัวแปรตามในภาพที่ ก.3 พบว่า ค่อนข้างมีความสัมพันธ์เชิงเส้นมากขึ้นเมื่อแปลงค่าตัวแปรตามจากอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (DIV_{t+1}) เป็นลอการิทึมธรรมชาติของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ประกาศจ่ายในอีก 1 ปีข้างหน้า (LnDIV_{t+1}) ซึ่งเป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression)

ภาพที่ ก.3

แสดงความสัมพันธ์เชิงเส้นของแต่ละตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมกับตัวแปรตาม



4. ตรวจสอบความเป็นอิสระของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม

ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมจะต้องเป็นอิสระจากกันหรือตัวแปรแต่ละตัวจะต้องไม่มีความสัมพันธ์กันเองมากเกินไป (Multicollinearity) ซึ่งสามารถตรวจสอบได้จากค่า Variance Inflation Factor (VIF) โดยปกติค่า VIF จะอยู่ระหว่าง 1 ถึง ∞ หากค่า VIF มาก หมายถึง ตัวแปรที่ตรวจสอบมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่นมาก ดังนั้น หากค่า VIF เข้าใกล้ 1 แสดงว่า ตัวแปรที่ตรวจสอบจะมีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่นน้อย ถ้าค่า VIF มากกว่า 10 หมายความว่า มีหลักฐานเกี่ยวกับความสัมพันธ์กันของตัวแปรที่มากพอ (อัจฉริยา ปราบอริฟาย, 2547)

จากตารางที่ ก.1 จะเห็นได้ว่า ตัวแปรสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหาร ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($MOWN_t$) ที่น้อยกว่าร้อยละ 20 ขนาดของกิจการ ณ สิ้นปีปัจจุบัน ($SIZE_t$) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (LEV_t) อัตราส่วนผลตอบแทนของสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีปัจจุบัน (ROA_t)

อัตราการเติบโตของยอดขาย ณ สิ้นปีปัจจุบัน (SALGTH_t) อัตราการเติบโตในอนาคต ณ สิ้นปีปัจจุบัน (TOBINQ_t) อัตราส่วนการลงทุน ณ สิ้นปีปัจจุบัน (INVESTOPP_t) และอัตราส่วนเงินสดคงเหลือ ณ สิ้นปีปัจจุบัน (CASH_t) มีค่า VIF เข้าใกล้ 1 และน้อยกว่า 10 ทุกตัวแปร จึงสามารถสรุปได้ว่าตัวแปรดังกล่าวไม่มีความสัมพันธ์กันเองมากเกินไป ซึ่งเป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression)

ตารางที่ ก.1

แสดงค่า VIF ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม

ตัวแปร	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
MOWN _t	0.890	1.124
SIZE _t	0.733	1.364
LEV _t	0.735	1.361
ROA _t	0.557	1.794
SALGTH _t	0.996	1.004
TOBINQ _t	0.570	1.753
INVESTOPP _t	0.952	1.051
CASH _t	0.922	1.085

5. ตรวจสอบความคลาดเคลื่อน

5.1 ตรวจสอบความเป็นอิสระของความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation)

การตรวจสอบความเป็นอิสระของความคลาดเคลื่อน (Autocorrelation) สามารถพิจารณาได้จากค่าสถิติ Durbin – Watson โดยที่ถ้าค่าสถิติ Durbin – Watson เข้าใกล้ 2 จะหมายถึง ความคลาดเคลื่อนแต่ละค่าเป็นอิสระจากกัน ถ้าค่าความคลาดเคลื่อนน้อยกว่า 1.5 และเข้าใกล้ 0 แสดงว่าความคลาดเคลื่อนแต่ละค่ามีความสัมพันธ์ในเชิงบวก หากค่าความคลาดเคลื่อนมากกว่า 2.5 แสดงว่าความคลาดเคลื่อนแต่ละค่ามีความสัมพันธ์ในเชิงลบ ถ้าค่าความคลาดเคลื่อนเข้าใกล้ 4 แสดงว่าความคลาดเคลื่อนแต่ละค่ามีความสัมพันธ์ในเชิงลบอย่างมาก (อัจฉริยา ปราบอริพ่าย, 2547)

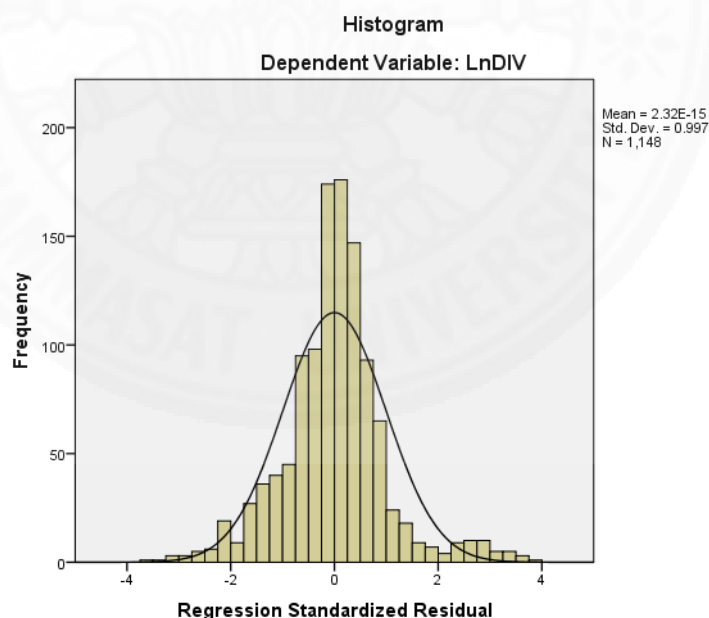
จากการพิจารณาค่า Durbin – Watson ของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุ (Multiple Linear Regression Analysis) พบว่า ค่า Durbin – Watson เท่ากับ 1.886 ซึ่งเป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression) เนื่องจากค่า Durbin – Watson 1.886 ดังกล่าวเข้าใกล้ 2

5.2 ตรวจสอบการแจกแจงปกติของความคลาดเคลื่อน

ความคลาดเคลื่อนตามข้อตกลงเบื้องต้นในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression) ต้องมีการแจกแจงแบบปกติที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0 (อัจฉริยา ปราบอริพาย, 2547 และ ยุทธ ไกยวรรณ, 2550) ซึ่งจากภาพที่ ก.4 พบว่า ความคลาดเคลื่อนของการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุ (Multiple Linear Regression Analysis) มีการแจกแจงแบบปกติที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0 ซึ่งเป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression)

ภาพที่ ก.4

แสดงการแจกแจงปกติที่มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0 ของความคลาดเคลื่อน

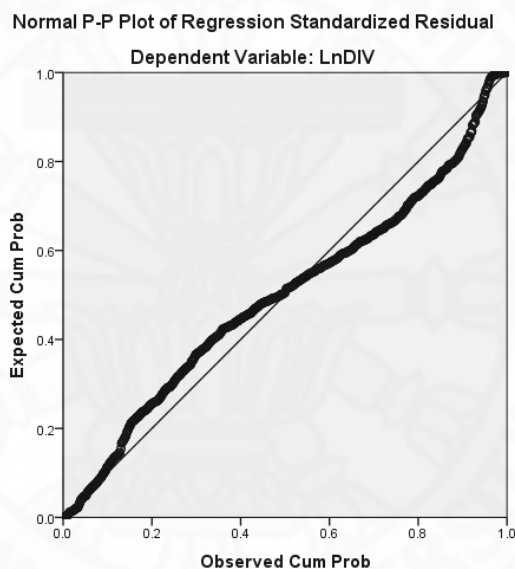


5.3 ตรวจสอบความคงที่ของความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อน

ค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนตามข้อตกลงเบื้องต้นในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression) จะต้องมีค่าคงที่ คือ ทุกค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนจะต้องเท่ากัน (อัจฉริยา ปราบอริพ่าย, 2547 และ ยุทธ ไกยวรรณ, 2550) จากภาพที่ ก.5 พบว่า ค่าความแปรปรวนของความคลาดเคลื่อนใกล้เคียงกับเส้นตรงที่แสดงค่าความแปรปรวนคงที่ จึงเป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression)

ภาพที่ ก.5

แสดงค่าความแปรปรวนของค่าความคลาดเคลื่อนคงที่



จากผลการตรวจสอบข้อตกลงเบื้องต้นในการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้น (Linear Regression) ของกลุ่มตัวอย่าง พบว่า เป็นไปตามข้อตกลงเบื้องต้นดังกล่าวทั้งหมดทุกข้อ จึงสามารถนำข้อมูลกลุ่มตัวอย่างนี้ไปวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุ (Multiple Linear Regression Analysis) ซึ่งมีรายละเอียดการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นแบบพหุดังได้กล่าวในบทที่ 4

ประวัติการศึกษา

ชื่อ	นางสาวนารีรัตน์ อัครนาลาก
วันเดือนปีเกิด	28 พฤษภาคม 2531
วุฒิการศึกษา	ปริญญาตรีบัญชีบัณฑิต สาขาวิชาบัญชี คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
ตำแหน่ง	Financial Reporting & Consolidation Supervisor บริษัท ซีทีเอช จำกัด (มหาชน)
ประสบการณ์ทำงาน	2558 - ปัจจุบัน: Financial Reporting & Consolidation Supervisor บริษัท ซีทีเอช จำกัด (มหาชน) 2558: Asset Control Supervisor บริษัท ซีทีเอช จำกัด (มหาชน) 2556 - 2558: Field Audit Supervisor บริษัท ซีทีเอช จำกัด (มหาชน) 2552 - 2556: Senior Auditor บริษัท เคพีเอ็มจี ภูมิภาค สอบบัญชี จำกัด

