



## โครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล

โดย

นางสาวปราณชลิ สมภพโกศาเดชฐ์

การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
ปีการศึกษา 2559  
ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

# โครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล

โดย

นางสาวปราณชลิ สมภพโกศาเศรษฐ์



การค้นคว้าอิสระนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต

สาขาวิชาการบริหารการเงิน

คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

ปีการศึกษา 2559

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

OWNERSHIP STRUCTURE, BOARD OF DIRECTORS  
AND DIVIDEND POLICY

BY

MISS PRANCHALEE SOMPOPKASET



AN INDEPENDENT STUDY SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT OF  
THE REQUIREMENTS FOR THE DEGREE OF MASTER OF SCIENCE  
FINANCIAL MANAGEMENT  
FACULTY OF COMMERCE AND ACCOUNTANCY  
THAMMASAT UNIVERSITY  
ACADEMIC YEAR 2016  
COPYRIGHT OF THAMMASAT UNIVERSITY

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์  
คณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี

การค้นคว้าอิสระ

ของ

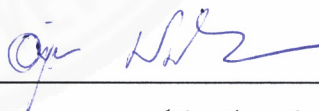
นางสาวปราณูชลี สมภพโกศาตร์

เรื่อง

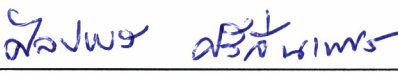
โครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล  
ได้รับการตรวจสอบและอนุมัติ ให้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร  
วิทยาศาสตร์มหาบัณฑิต  
สาขาวิชาการบริหารการเงิน

เมื่อ วันที่..... 30 ส.ย. 2560

ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ

  
(รองศาสตราจารย์อัญชลี พิพัฒน์เสรีบุญ)

กรรมการและอาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ

  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันเพชร)

คณบดี

  
(รองศาสตราจารย์ ดร.พิภพ อุดร)

หัวข้อการค้นคว้าอิสระ	โครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล
ชื่อผู้เขียน	นางสาวปราณูชลี สมภพโกคาเศรษฐ์
ชื่อปริญญา	วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต
สาขาวิชา/คณะ/มหาวิทยาลัย	การบริหารการเงิน พาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์
อาจารย์ที่ปรึกษาการค้นคว้าอิสระ	ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจั่นเพชร
ปีการศึกษา	2559

### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการ กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) ในช่วงปี พ.ศ. 2554-2558 เป็นระยะเวลา 5 ปี จำนวน 78 บริษัท คิดเป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งสิ้น 390 บริษัท โดยงานวิจัยใช้การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

จากผลการศึกษา พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก และสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย มีความสัมพันธ์ทางบวกกับ อัตราเงินปันผลตอบแทน ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการมีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราเงินปันผลตอบแทน นอกจากนี้ยังพบว่า ขนาดของกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ Tobin's Q และ อัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีต ก็เป็นปัจจัยที่ส่งผลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนเช่นกัน

**คำสำคัญ:** โครงสร้างผู้ถือหุ้น, คณะกรรมการบริษัท, นโยบายการจ่ายเงินปันผล

Independent Study Title	OWNERSHIP STRUCTURE, BOARD OF DIRECTORS AND DIVIDEND POLICY
Author	Miss Pranchalee Sompoppokaset
Degree	Master of Science
Department/Faculty/University	Financial Management Faculty of Commerce and Accountancy Thammasat University
Independent Study Advisor	Assistant Professor Sillapaporn Srijunpetch, Ph.D.
Academic Years	2016

### ABSTRACT

This research paper is about the relationship among ownership structure, the board of directors, and dividend policy. It analyzes 78 companies listed in The Stock Exchange of Thailand (SET100) from 2011-2015. The final samples of this paper consist of 390 firms. The research methodology applies the descriptive statistics and multiple regression analysis to examine the relation among factors.

The result of this study indicates that the ownership concentration measured by the five largest shareholders and the free float ratio has a positive relationship with dividend yield. On the contrary, the board of directors has a negative relationship with dividend yield. This study also shows that firm size, leverage, Tobin's Q, and historical dividend payout ratio are significant determinants of dividend policy in Thailand.

**Keywords:** Ownership structure, Board of directors, Dividend policy

## กิตติกรรมประกาศ

งานค้นคว้าอิสระเรื่องโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาในระดับปริญญาโท สาขาวิชาการบริหารการเงิน มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์ ซึ่งการทำงานค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี เนื่องด้วยการสนับสนุนและความอนุเคราะห์ของหลายฝ่าย ซึ่งผู้ศึกษาขอขอบพระคุณมา ณ ที่นี้

ขอขอบพระคุณ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ศิลปพร ศรีจันทเพชร อาจารย์ที่ปรึกษาในการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ ที่เปิดโอกาสให้ได้นำเสนอหัวข้อการค้นคว้าอิสระ คอยให้คำแนะนำ รับฟังปัญหา และชี้แนะแนวทางแก้ไขเกี่ยวกับงานค้นคว้าอิสระ รวมถึงสละเวลาตรวจทานข้อมูลเพื่อให้การค้นคว้าอิสระฉบับนี้สำเร็จลุล่วงมาได้ด้วยดี อีกทั้งขอขอบพระคุณ รองศาสตราจารย์ อัญชลี พิพัฒน์เสริญ ประธานกรรมการสอบการค้นคว้าอิสระ ที่ให้ความกรุณาสละเวลาอันมีค่าเพื่อรับฟังการรายงานการค้นคว้าอิสระตั้งแต่เริ่มต้นจนเสร็จสมบูรณ์ อีกทั้งยังให้คำแนะนำอันเป็นประโยชน์เพื่อปรับปรุงให้การค้นคว้าอิสระฉบับนี้มีความสมบูรณ์มากยิ่งขึ้น

ขอขอบพระคุณคณาจารย์ทุกท่านที่ช่วยประสิทธิ์ประสาทวิชาความรู้ตลอดระยะเวลาการค้นคว้าที่ผ่านมา ตลอดจนให้คำปรึกษา ให้ประสบการณ์ ทำให้ผู้วิจัยมีความรู้และสามารถนำมาประยุกต์และต่อยอดเป็นการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ได้อย่างสมบูรณ์ รวมถึงเจ้าหน้าที่ของคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชีทุกท่านที่ดูแล จัดการ และอำนวยความสะดวกเกี่ยวกับการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ให้สำเร็จลุล่วงไปได้ด้วยดี

ขอขอบพระคุณครอบครัวที่คอยสนับสนุนและให้กำลังใจมาโดยตลอด และได้คอยช่วยเหลืออำนวยความสะดวกในด้านต่างๆตลอดระยะเวลาการค้นคว้าอิสระครั้งนี้ รวมถึงเพื่อนนักศึกษาในหลักสูตรการบริหารธุรกิจและบัญชีธุรกิจแบบบูรณาการทุกคนที่ให้ความช่วยเหลือทั้งในด้านการหาประเด็นการค้นคว้าอิสระที่น่าสนใจ การเก็บข้อมูล การสอบผลการวิจัย การจัดทำรูปเล่มงานวิจัย อีกทั้งยังให้กำลังใจและผลักดันให้ผู้วิจัยทำการค้นคว้าอิสระฉบับนี้ได้เสร็จสมบูรณ์ลุล่วงไปได้ด้วยดี

สุดท้ายนี้ผู้วิจัยขอขอบพระคุณผู้อ่านงานค้นคว้าอิสระนี้ทุกท่านที่ให้ความสนใจ และหวังว่างานวิจัยชิ้นนี้จะก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ที่สนใจทุกท่าน

นางสาวปราณูชลี สมภพโกศาเศรษฐ์

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย	(1)
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ	(2)
กิตติกรรมประกาศ	(3)
สารบัญตาราง	(7)
สารบัญภาพประกอบ	(8)
บทที่ 1 บทนำ	1
1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา	1
1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา	3
1.3 ขอบเขตงานวิจัย	3
1.4 ประโยชน์ของงานวิจัย	3
บทที่ 2 วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	5
2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง	5
2.1.1 ทฤษฎีตัวแทน	5
2.1.1.1 Agency Problem Type 1	5
2.1.1.2 Agency Problem Type 2	6
2.1.1.3 Agency Problem Type 3	6
2.1.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ	6
2.1.3 Clientele Effect	7
2.1.3.1 Dividend Irrelevance	7



2.1.3.2 Bird-in-the-hand	7
2.1.3.3 Tax Preference	7
2.1.4 ทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม	8
2.1.5 ทฤษฎีโอกาสการเติบโต	8
2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	8
2.2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับการจ่ายเงินปันผล	8
2.2.1.1 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว	8
2.2.1.2 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว	9
2.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการกับการจ่ายเงินปันผล	10
2.2.3 การส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผล	11
2.2.4 ปัจจัยอื่น ๆ ที่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล	12
2.2.4.1 ขนาดของกิจการ	12
2.2.4.2 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	12
2.2.4.3 โอกาสการเติบโตของกิจการ	13
2.2.4.4 อัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีต	13
บทที่ 3 วิธีการวิจัย	15
3.1 ระเบียบวิธีวิจัย	15
3.2 การเก็บและรวบรวมข้อมูล	15
3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	16
3.3.1 ตัวแปรตาม	16
3.3.1.1 อัตราเงินปันผลตอบแทน	16
3.3.2 ตัวแปรอิสระ	16
3.3.2.1 สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่	16
3.3.2.2 สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย	17
3.3.2.3 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท	17
3.3.3 ตัวแปรควบคุม	17
3.3.3.1 ขนาดของกิจการ	17
3.3.3.2 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	17

3.3.3.3 Tobin's Q	18
3.3.3.4 อัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีต	18
3.4 แบบจำลองงานวิจัย	19
3.5 สถิติที่ใช้ในงานวิจัย	19
3.5.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา	19
3.5.2 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย	19
บทที่ 4 ผลการวิจัยและอภิปรายผล	21
4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา	21
4.2 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย	22
4.2.1 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์	22
4.2.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ	25
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ	27
5.1 สรุปผลการวิจัย	27
5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย	28
5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย	28
5.3.1 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา	29
5.3.2 ระดับของกลุ่มตัวอย่าง	29
รายการอ้างอิง	30
ภาคผนวก	
ภาคผนวก ก	35
ประวัติผู้เขียน	38

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3.1 รายละเอียดการจัดเก็บข้อมูล	16
3.2 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาและความสัมพันธ์ที่คาดหวัง	18
4.1 การแจกแจงโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา	21
4.2 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันระหว่างตัวแปร	24
4.3 การวิเคราะห์ความแปรปรวน (ANOVA)	25
4.4 ค่าสัมประสิทธิ์ (Beta Coefficient)	25



## สารบัญภาพประกอบ

ภาพที่หน้า

3.1 กรอบงานวิจัย

14



# บทที่ 1

## บทนำ

### 1.1 ที่มาและความสำคัญของปัญหา

ปัจจุบันทางเลือกสำหรับการลงทุนมีหลากหลายรูปแบบ ไม่ว่าจะเป็น การลงทุนในตราสารหนี้ (Debt) ตราสารทุน (Equity) ตราสารอนุพันธ์ (Derivatives) กองทุนประเภทต่างๆ ซึ่งวัตถุประสงค์ของผู้ลงทุนนั้นอาจแตกต่างกันตามระดับผลตอบแทนที่จะได้รับ สภาพคล่องและความเสี่ยง สำหรับการลงทุนในตราสารทุนหรือการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ถือเป็นรูปแบบการลงทุนประเภทหนึ่งที่มีความนิยม เพราะผู้ลงทุนเชื่อว่าจะได้รับผลตอบแทนที่สูงกว่าการฝากเงินกับสถาบันการเงิน ผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังนอกเหนือจากส่วนเกินราคาซื้อขาย (Capital Gain) แล้ว เงินปันผล (Dividend) ก็เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ผู้ลงทุนใช้พิจารณาประกอบการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน แต่อย่างไรก็ตามไม่ได้มีข้อกำหนดว่าบริษัทจะต้องจ่ายปันผลเสมอไป จากงานวิจัยในอดีตได้มีการศึกษาว่าอะไรเป็นแรงจูงใจที่ทำให้บริษัทจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งผลการศึกษา ก็มีแนวคิดที่แตกต่างกันออกไป เช่น การจ่ายเงินปันผลถือเป็นการรักษาความสัมพันธ์ที่ดีระหว่างบริษัทกับผู้ถือหุ้น หรือบริษัทได้รับแรงกดดันจากผู้ลงทุนให้จ่ายผลตอบแทนคืนในรูปแบบปันผล เป็นต้น แต่ทฤษฎีหนึ่งที่ได้รับการยอมรับและถูกนำไปอ้างอิงในการอธิบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท คือ ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) ซึ่งอธิบายความสัมพันธ์ระหว่าง ผู้ถือหุ้นที่มีความเป็นเจ้าของ (Principal) กับผู้บริหารที่มีอำนาจในการตัดสินใจ (Agent) กล่าวคือ ทั้งสองฝ่ายต่างมีผลประโยชน์เป็นของตนเอง トラバドที่ผู้บริหารดำเนินการเพื่อสร้างผลตอบแทนสอดคล้องกับการสร้างผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นแล้ว ความสัมพันธ์ของทั้งสองฝ่ายก็ยังคงมีประสิทธิภาพที่ดี แต่หากจุดประสงค์ของผู้ถือหุ้นกับผู้บริหารไม่สอดคล้องกันไปทิศทางเดียวกัน ก็จะทำให้เกิดปัญหาจากการมีตัวแทน (Agency Problem) ได้ โดยผู้ถือหุ้นที่มีความเป็นเจ้าของมีวัตถุประสงค์ที่จะทำให้บริษัทมีมูลค่าสูงสุด แต่ไม่ได้มาเป็นผู้บริหารเองโดยตรง ในขณะที่ผู้บริหารได้รับความไว้วางใจและอำนาจกระทำการต่างๆจากเจ้าของ ก็จะพยายามสร้างอรรถประโยชน์สูงสุดให้กับตนเอง โดยไม่ได้คำนึงถึงว่าการกระทำดังกล่าวจะก่อให้เกิดประโยชน์หรือความมั่งคั่งสูงสุดต่อเจ้าของกิจการหรือไม่ เนื่องจาก ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมดูแลกิจการเข้าถึงข้อมูลได้มากกว่าผู้ถือหุ้นรายย่อยหรือบุคคลภายนอก สามารถกำหนดนโยบายเพื่อเอื้อประโยชน์ส่วนตนมากกว่าประโยชน์ของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น เช่น ผู้ถือหุ้นรายย่อย หรือเจ้าหน้าที่ ส่งผลให้เกิดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล

งานวิจัยในอดีตที่ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล ตัวอย่างเช่น งานวิจัยของ Chen et al. (2005) ที่ทำการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น ประสิทธิภาพของกิจการและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในฮ่องกง พบว่าบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวและบริษัทครอบครัวจะมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล แต่อย่างไรก็ตามงานวิจัยของ Gugler and Yurtoglu (2003) ที่ทำการศึกษากลุ่มตัวอย่างในประเทศเยอรมนี ซึ่งเป็นประเทศที่ผู้ถือหุ้นมีโครงสร้างแบบกระจุกตัว กลับพบว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจในการควบคุมบริหาร จะมีความสัมพันธ์ทางลบกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยของ Harada and Nguyen (2011) ที่ศึกษากลุ่มตัวอย่างในประเทศญี่ปุ่น พบว่ามีการจ่ายปันผลในระดับต่ำ เมื่อบริษัทมีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมาก เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ต้องการรักษาผลประโยชน์แก่กลุ่มของตน ไม่ต้องการแบ่งผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย และในบางครั้งมีการตัดสินใจกระทำโดยไม่ได้คำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น จึงต้องมีการตรวจสอบควบคุมผู้บริหาร เพื่อลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) แต่ทว่าการตรวจสอบควบคุมผู้บริหารโดยผู้ถือหุ้นก็อาจทำได้โดยยาก เนื่องจาก ผู้ถือหุ้นในตลาดมีปริมาณค่อนข้างมาก ดังนั้นจึงต้องมีการคัดเลือกตัวแทนเพื่อที่จะทำหน้าที่ควบคุมตรวจสอบผู้บริหาร และรักษาผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น นั่นก็คือ คณะกรรมการบริษัท (Board of Directors) ซึ่งถือว่ามีบทบาทสำคัญในการควบคุม ดูแลตรวจสอบกระบวนการทำงานของเพื่อรักษาผลประโยชน์สูงสุดของผู้มีส่วนได้ส่วนเสียขององค์กร

สำหรับกฎหมายเกี่ยวกับการคุ้มครองสิทธิผู้ถือหุ้นในประเทศไทยถือว่ายังไม่เข้มงวดนัก เมื่อเทียบกับประเทศที่พัฒนาแล้ว ประกอบกับโครงสร้างพื้นฐานของบริษัทในประเทศไทยจำนวนมากมีการพัฒนามาจากธุรกิจครอบครัว หรือบริษัทจำกัด ก่อนที่จะเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ทำให้มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่และรายย่อยแตกต่างกันอย่างเห็นได้ชัด ส่งผลต่อการบริหารงาน การควบคุมทิศทางของบริษัทยังคงอยู่ในกลุ่มอำนาจเดิมซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท ต่อมาหากบริษัทต้องการขยายกิจการให้เติบโตมากยิ่งขึ้น โครงสร้างการบริหารงานก็อาจมีการเปลี่ยนแปลงโดยการว่าจ้างผู้บริหารที่มีความเชี่ยวชาญในธุรกิจนั้นมาบริหารงานแทน ซึ่งถ้าวัตถุประสงค์ของเจ้าของบริษัทและผู้บริหารขัดแย้งกันก็อาจมีแนวโน้มที่จะทำให้เกิดปัญหาตัวแทน (Agency Problem) ได้

ดังนั้นการศึกษาคำนี้จึงมุ่งเน้นทดสอบเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นส่วนหนึ่งที่ได้รับผลกระทบจากโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท และถือเป็นเครื่องมือหนึ่งที่ช่วยสอดส่องการดำเนินงานของผู้บริหารได้อีกทาง เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นทำให้ปริมาณกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ของกิจการที่อยู่ภายใต้การควบคุมของผู้บริหารลดลง ผู้บริหารไม่สามารถนำกระแสเงินสดไปใช้ในทางที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นและองค์กร ส่งผลทำให้ปัญหาการทุจริตของผู้บริหารลดน้อยลง และลดปัญหาความไม่สมมาตรของข้อมูล นอกจากนี้ การจ่ายเงิน

ปันผลยังถือเป็นเครื่องมือหนึ่งของผู้บริหารในการส่งสัญญาณด้านผลการดำเนินงานของบริษัทในอนาคตให้กับผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนภายนอกได้รับทราบอีกด้วย

## 1.2 วัตถุประสงค์ของการศึกษา

1. เพื่อศึกษาความสัมพันธ์และทิศทางความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล
2. เพื่อศึกษาลักษณะของโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่ส่งผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล

## 1.3 ขอบเขตงานวิจัย

งานวิจัยนี้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) ที่ดำเนินงานในปี พ.ศ. 2554-2558 แต่ไม่รวมถึงบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย บริษัทที่มีข้อมูลที่ต้องใช้ในการศึกษาไม่ครบถ้วน และบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน โดยรวบรวมข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัทจากฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1), รายงานประจำปี, เว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ([www.set.or.th](http://www.set.or.th)) และเว็บไซต์แหล่งรวบรวมข้อมูลด้านการเงินและการลงทุน Settrade ([www.settrade.com](http://www.settrade.com))

## 1.4 ประโยชน์ของงานวิจัย

1. ประโยชน์ต่อบริษัท: ทำให้ทราบและเข้าใจถึงรูปแบบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัทกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล เป็นแนวทางสำหรับผู้บริหาร สามารถนำไปปรับใช้ในการวางแผน วิเคราะห์การดำเนินงานเพื่อป้องกันปัญหาตัวแทน ซึ่งก่อให้เกิดต้นทุนจากตัวแทนได้ รวมทั้งรักษาผลประโยชน์ของทุกฝ่ายไม่ว่าจะเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่หรือผู้ถือหุ้นรายย่อยให้เท่าเทียมกัน นอกจากนี้ ยังเป็นแนวทางในการวางแผนขยายโอกาสทางธุรกิจของบริษัทในการเพิ่มความน่าสนใจผ่านรูปแบบของนโยบายการจ่ายปันผลในลักษณะต่างๆ
2. ประโยชน์ต่อผู้ลงทุน: สามารถนำความรู้จากงานวิจัยฉบับนี้เป็นข้อมูลในการวิเคราะห์ประกอบการลงทุน โดยพิจารณาจากการจ่ายปันผลและผลการดำเนินงานของกิจการ

โดยเฉพาะนักลงทุนรายย่อยเพื่อปกป้องสิทธิประโยชน์และป้องกันการเอาเปรียบจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่

3. ประโยชน์ต่อสังคม: เพื่อส่งเสริมและสนับสนุนการกำกับดูแลกิจการที่ดีผ่านการกำหนดนโยบายหรือข้อบังคับเพื่อคุ้มครองผู้ถือหุ้นโดยคำนึงถึงประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นในระยะยาว รวมทั้งช่วยสนับสนุนและเอื้อประโยชน์ต่อตลาดทุนไทยให้สามารถแข่งขันต่อไปได้





## บทที่ 2

### วรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

##### 2.1.1 ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

ทฤษฎีตัวแทน ถูกพัฒนาขึ้นจากแนวคิดของ Jensen and Meckling (1976) ซึ่งได้อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างผู้มอบอำนาจ คือ ตัวการ (Principle) และผู้ได้รับมอบอำนาจในการบริหารงานคือ ตัวแทน (Agent) โดยทฤษฎีมองว่า เจ้าของบริษัทไม่สามารถที่จะบริหารงานได้เพียงลำพัง ต้องมีบุคคลเข้ามาช่วยบริหารงานแทนเจ้าของกิจการ トラบใดที่ผู้บริหารซึ่งเป็นตัวแทนตัดสินใจดำเนินการเพื่อสร้างผลตอบแทนสูงสุด สอดคล้องกับการสร้างผลประโยชน์สูงสุดของเจ้าของบริษัทซึ่งเป็นตัวการแล้ว ความสัมพันธ์ของการเป็นตัวแทนระหว่างเจ้าของบริษัทกับผู้บริหารก็ยังคงมีประสิทธิผลที่ดี แต่ถ้าหากผลประโยชน์และวัตถุประสงค์ของเจ้าของบริษัทกับผู้บริหารไม่สอดคล้องเกิดความขัดแย้งกันก็จะทำให้เกิดปัญหาการเป็นตัวแทน (Agency Problem) นอกจากนี้ ทฤษฎีตัวแทนยังสามารถประยุกต์ใช้ได้กับความสัมพันธ์ในหลายด้านภายในบริษัทที่มีการดำเนินงานร่วมกันซึ่งสามารถแบ่งประเภทของปัญหาตัวแทนได้ดังนี้

##### 2.1.1.1 Agency Problem Type 1

คือ ปัญหาความขัดแย้งระหว่างเจ้าของกิจการและผู้บริหาร (Owner-Manager Problem) สำหรับบริษัทขนาดเล็ก เจ้าของเงินลงทุนกับผู้บริหารมักเป็นบุคคลเดียวกัน ดังนั้นเมื่อเกิดความผิดพลาดใดๆ เจ้าของเงินทุนหรือผู้บริหารต้องรับผิดชอบผลการบริหารงานไว้เพียงผู้เดียว แต่เมื่อบริษัทเติบโตขึ้นเป็นบริษัทขนาดใหญ่มีการระดมทุนจากนักลงทุน ผู้มีส่วนได้เสียกับบริษัทก็เพิ่มมากขึ้นส่งผลต่อรูปแบบการบริหารงานที่เปลี่ยนแปลงไป ต้องมีการจ้างผู้บริหารงานเข้ามาโดยเฉพาะ โดยวัตถุประสงค์หลักของเจ้าของกิจการต้องการให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี สร้างกำไรและความมั่งคั่งสูงสุดให้กับกิจการ ซึ่งอาจขัดแย้งกับผู้บริหารที่จะพยายามแสวงหาผลประโยชน์สูงสุดให้กับตนเอง โดยไม่ได้คำนึงถึงว่าการกระทำดังกล่าวจะก่อให้เกิดประโยชน์หรือความมั่งคั่งสูงสุดต่อเจ้าของกิจการหรือไม่ และในบางครั้งมีการตัดสินใจกระทำการโดยไม่ได้คำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น Troung and Heaney (2007) พบว่า ผู้บริหารจะพยายามออกกฎระเบียบต่างๆ เพื่อเอื้อประโยชน์ให้กับพวกพ้องของตน และมีการใช้จ่ายที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์ต่อบริษัท ดังนั้น ผู้ถือหุ้นจึงต้องมีกลไกตรวจสอบเพื่อลดปัญหาที่เกิดขึ้นเหล่านี้ เช่น การจ่ายค่าตอบแทนผูกติดกับผลการดำเนินงานของบริษัทการคัดเลือกตัวแทนของผู้ถือหุ้นเป็นกรรมการ (Board of Directors) เพื่อทำ

หน้าที่กำกับดูแลฝ่ายบริหารให้บริหารงานอยู่บนพื้นฐานของความยุติธรรมและมีประสิทธิภาพ โดยคำนึงถึงผลประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้นเป็นหลัก

### 2.1.1.2 Agency Problem Type 2

คือ ปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย (Majority and Minority Investors Problem) โดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีอำนาจในการควบคุมและบริหารกิจการ ทำให้มีโอกาสในการแสวงหาผลประโยชน์ แสดงให้เห็นว่า ลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานของกิจการ จากงานวิจัยของ Johnson et al. (2000) พบว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะมีแรงจูงใจในการเพิ่มเงินทุนของกิจการภายใต้อำนาจการควบคุมบริหาร และจะแสวงหาผลประโยชน์เพื่อตนเอง ถือเป็นกรณีการแสดงให้เห็นว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่ควบคุมดูแลเงินของบริษัท มีแนวโน้มที่จะจ่ายปันผลในระดับที่ต่ำ สอดคล้องกับ Shleifer and Vishny (1997) กล่าวว่า เมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอำนาจในการควบคุมบริหารกิจการ พวกเขาจะพยายามแสวงหาผลประโยชน์เพื่อตนเองและไม่แบ่งผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งปัญหาตัวแทนประเภทนี้มักจะพบได้ในประเทศที่มีลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้นรายใหญ่แบบกระจุกตัว หรือเป็นบริษัทครอบครัว

### 2.1.1.3 Agency Problem Type 3

คือ ปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียกับบริษัท (Investor and Stakeholder Problem) โดยผู้ถือหุ้นจะมีโอกาสแสวงหาผลประโยชน์และตัดสินใจกระทำการเพื่อผลประโยชน์ของตนเองเป็นหลัก จึงอาจส่งผลกระทบต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียของบริษัทได้ เช่น เมื่อเลิกกิจการ เจ้าหนี้จะมีสิทธิเหนือผู้ถือหุ้น และบางครั้งแม้ว่ากิจการจะสามารถสร้างผลตอบแทนได้มาก แต่หากมีการก่อหนี้ในระดับที่สูง ก็จะส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับ ดังนั้นผู้ถือหุ้นจึงมีแรงจูงใจที่จะเข้าไปลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงสูง เพื่อแลกกับผลตอบแทนที่สูงขึ้น ซึ่งถ้าหากโครงการไม่ประสบความสำเร็จ ก็จะส่งผลกระทบต่อมูลค่าของสินทรัพย์ค้ำประกันและมูลค่าหนี้สินที่ค้างชำระแก่เจ้าหนี้ การกระทำดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงการผลักภาระความเสี่ยงไปให้กับเจ้าหนี้

## 2.1.2 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ เป็นทฤษฎีที่ศึกษาถึงพฤติกรรมที่บริษัทหรือผู้ถือหุ้นรายใหญ่ส่งสัญญาณให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งอาจนำไปสู่การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหุ้นได้ แนวคิดจากทฤษฎีนี้มองว่า โลกแห่งความเป็นจริง ตลาดไม่สมบูรณ์และผู้ลงทุนมีข้อมูลไม่เท่าเทียมกัน (Information Asymmetry) การเปลี่ยนแปลงการจ่ายปันผล ถือเป็นเครื่องมือของผู้บริหารที่ใช้เงินปันผลในการส่งสัญญาณให้กับผู้ถือหุ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นสามารถเห็นการเปลี่ยนแปลงของเงินปันผลปรับมุมมองที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรและคาดการณ์อนาคตของบริษัทได้ กล่าวคือ ถ้าบริษัทประกาศจ่ายเงินปันผล ผู้ถือหุ้นอาจจะตีความได้ใน 2 มุมมอง คือ บริษัทมีแนวโน้มที่จะทำกำไร หรือ

บริษัทไม่มีโครงการลงทุนที่น่าสนใจ จึงมีเงินสดส่วนเกินและสามารถจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นได้ และในทางกลับกัน ถ้าบริษัทประกาศลดการจ่ายเงินปันผล ผู้ถือหุ้นอาจจะมองในแง่ลบว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรในอนาคตลดลง และส่งผลทำให้มูลค่าของกิจการ (Firm Value) ลดลง

### 2.1.3 Clientele Effect

Clientele Effect เป็นทฤษฎีที่อธิบายว่าแนวโน้มที่บริษัทจะดึงดูดผู้ลงทุน ทำได้โดยการกำหนดนโยบายจ่ายเงินปันผลตามที่ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่ต้องการ Black and Scholes (1974) อธิบายว่า นักลงทุนแต่ละประเภทมีความพึงพอใจที่แตกต่างกันออกไป นักลงทุนบางประเภทพึงพอใจที่จะรับเงินปันผลเพราะสะดวกกว่าการขายหุ้นเพื่อรับกำไรจากส่วนเกินราคาซื้อขาย (Capital Gain) หรือนักลงทุนบางประเภทที่มีอัตราการจ่ายภาษีของเงินปันผลสูงกว่าเมื่อเทียบกับกำไรจากส่วนเกินราคาซื้อขาย จึงมีแนวโน้มที่จะชอบให้บริษัทจ่ายเงินปันผลในระดับที่ต่ำ อย่างไรก็ตาม จากงานวิจัยในอดีต สามารถแบ่งออกเป็น 3 มุมมอง ได้แก่

#### 2.1.3.1 Dividend Irrelevance

แนวคิดนี้พัฒนามาจาก Merton Miller and Franco Modigliani (1961) ที่กล่าวว่าการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นจะไม่มีผลกระทบ ทั้งราคาหุ้นสามัญของบริษัท และต้นทุนของเงินทุน มูลค่าของกิจการจะขึ้นอยู่กับความสามารถในการทำกำไรและความเสี่ยงของธุรกิจนั่นเอง ไม่ได้ขึ้นอยู่กับว่ารายได้นั้นจะนำมาแบ่งอย่างไร หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งคือ มูลค่าของกิจการขึ้นอยู่กับรายได้จากสินทรัพย์ของบริษัทเท่านั้น แนวคิดนี้มีข้อจำกัดคือ ต้องตั้งอยู่บนสมมติฐาน 2 ข้อ ได้แก่ ภาษี และค่าเหนื่อยหน้า ต้องไม่เข้ามาเกี่ยวข้อง ซึ่งในทางปฏิบัติเป็นไปได้ยาก

#### 2.1.3.2 Bird-in-the-hand

แนวคิดนี้อธิบายว่า ผู้ลงทุนจะยินดีรับเงินปันผลในปัจจุบันมากกว่ากำไรจากการขายหุ้นในอนาคต เนื่องจากอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่จะได้รับในปัจจุบันมีความเสี่ยงน้อยกว่าอัตราผลตอบแทนจากกำไรที่จะได้รับจากการคาดการณ์ราคาหุ้นที่จะสูงขึ้นในอนาคต

#### 2.1.3.3 Tax Preference

แนวคิดนี้อธิบายว่า ผู้ลงทุนต้องการให้บริษัทเก็บกำไรไว้สำหรับการลงทุนต่อ เนื่องจากต้องการให้บริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดี ส่งผลต่อราคาหุ้นในอนาคต อีกทั้งกำไรส่วนต่างจากราคาหุ้นไม่ต้องนำมาคำนวณภาษีเหมือนเงินปันผล ดังนั้นผู้ลงทุนยินดีที่จะซื้อหุ้นสามัญของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลต่ำในราคาสูงกว่าหุ้นสามัญของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลสูง

### 2.1.4 ทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction cost Theory)

ทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม อธิบายว่า ต้นทุนในการซื้อขายหรือราคาของหลักทรัพย์ เป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท กล่าวคือ ถ้าผู้ลงทุนมีต้นทุนในการซื้อขายสูง ก็อาจจะได้กำไรจากส่วนเกินราคาซื้อขาย (Capital gain) ไม่คุ้มเท่ากับค่าใช้จ่ายในการทำธุรกรรม ดังนั้นบริษัทจึงมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลในระดับที่สูง เพื่อชดเชยผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนได้รับกำไรน้อยกว่าส่วนเกินราคาซื้อขาย และถือเป็นการดึงดูดผู้ลงทุนอีกทางหนึ่งด้วย ในทางกลับกัน บริษัทจะมีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลในระดับที่ต่ำ เมื่อผู้ลงทุนมีต้นทุนในการซื้อขายต่ำ เพราะบริษัทไม่มีความจำเป็นที่จะต้องจ่ายเงินปันผลเพื่อชดเชยการทำธุรกรรมให้กับผู้ลงทุน

### 2.1.5 ทฤษฎีโอกาสการเติบโต (Growth Opportunities)

ทฤษฎีโอกาสการเติบโต อธิบายตามทฤษฎีโครงสร้างเงินทุนตามลำดับชั้น (Pecking Order Theory) กล่าวว่า เมื่อบริษัทต้องการที่จะขยายกิจการหรือลงทุนเพิ่ม บริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในองค์กรก่อน และจะหลีกเลี่ยงการกู้ยืมเงินหรือการออกหุ้นเพิ่มทุน ดังนั้น หากบริษัทคาดการณ์ว่าจะมีโครงการลงทุนขนาดใหญ่ ต้องใช้เงินลงทุนในระดับสูง บริษัทก็จะมีโอกาสจ่ายปันผลในระดับที่ต่ำ เพื่อเก็บกระแสเงินสดไว้ภายในองค์กรสำหรับการลงทุนในอนาคต

## 2.2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ผู้วิจัยได้แบ่งหัวข้องานวิจัยที่เกี่ยวข้องเป็น 4 ส่วนได้แก่ 1. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับการจ่ายเงินปันผล 2. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการกับการจ่ายเงินปันผล 3. งานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับการส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผล 4. ปัจจัยอื่นๆที่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

### 2.2.1 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับการจ่ายเงินปันผล

โครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership Structure) แบ่งเป็น 2 ประเภทตามลักษณะการถือหุ้นของผู้ถือหุ้น ได้แก่ โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว (Dispersed Ownership Structure) และ โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว (Concentrated Ownership Structure) โดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่แตกต่างกันส่งผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกันด้วย โดยมีรายละเอียดดังนี้

#### 2.2.1.1 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัว

คือ บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นมากมาย ซึ่งแต่ละรายมีสัดส่วนการถือหุ้นที่น้อย จึงทำให้ไม่มีผู้ถือหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงมากมีอำนาจสิทธิ์ขาดในการควบคุมกิจการ โดยส่วนใหญ่จะพบบริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจายตัวในประเทศที่พัฒนาแล้ว เช่น ประเทศสหรัฐอเมริกา และ

ประเทศอังกฤษ Fama and Jensen (1983) ระบุว่าบริษัทในลักษณะนี้จะมีการแบ่งแยกระหว่างเจ้าของกิจการและอำนาจในการควบคุมอย่างชัดเจน (The Separation of Ownership and Control) ไม่มีผู้เข้ามาควบคุมอย่างจริงจัง ผู้บริหารมีความเป็นอิสระ จึงถือเป็นการเปิดโอกาสให้กับผู้บริหารในการใช้สิทธิออกเสียงเพื่อรักษา และแสวงหาผลประโยชน์ให้กับตนเองได้อย่างง่ายดาย โดย Khan (2006) ยังได้กล่าวอีกว่า บริษัทในประเทศอังกฤษจะจ่ายเงินปันผลในระดับที่สูง เมื่อบริษัทมีสัดส่วนการถือหุ้นรายย่อยในระดับที่ต่ำ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศไทย ศุภลักษณ์ อังคสุโข, ผาดิกา ตันวิเชียร, ตระการตา สงวนศักดิ์โยธิน, และปิยภัสร ธารวานิช (2012) ได้ทำการตั้งสมมติฐานตามทฤษฎีว่า กิจการจะมีระดับการจ่ายปันผลที่สูงขึ้นเมื่อมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยที่มากขึ้นด้วย แต่จากงานวิจัยกลับพบว่า สัดส่วนการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อยเป็นปัจจัยที่ลดทั้งโอกาสการจ่ายเงินปันผลและอัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่งขัดแย้งกับงานวิจัยของ Wiwattanakantang (2000) ที่พบว่า การกระจายตัวของผู้ถือหุ้นไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล

### 2.2.1.2 โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว

คือ บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นน้อยราย ซึ่งแต่ละรายมีสัดส่วนการถือหุ้นที่มาก ดังนั้นผู้ถือหุ้นรายใหญ่จึงมีสิทธิออกเสียงมาก มีอำนาจสิทธิขาดในการควบคุมกิจการ (Controlling Shareholders) งานวิจัยหลายฉบับพบว่า บริษัทที่มีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัวจะอยู่ในประเทศกำลังพัฒนาในแถบเอเชียและในยุโรปบางประเทศ

งานวิจัยของ Abdelsalam et al. (2008) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการบริษัท โครงสร้างผู้ถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผล ในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์อียิปต์ 50 บริษัท ในช่วงระหว่างปี 2003-2005 พบว่า ประสิทธิภาพของบริษัทและผู้ลงทุนสถาบัน มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผลแต่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบของคณะกรรมการกับนโยบายและอัตราส่วนการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ยังพบว่า บริษัทในประเทศอียิปต์มีโครงสร้างองค์กรที่หลากหลาย จะมีความเกี่ยวข้องกับบางครอบครัว สถาบันการเงิน อุตสาหกรรม แต่ส่วนมากจะเป็นรัฐวิสาหกิจ ก่อนที่จะปรับโครงสร้างใหม่และเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เป็นบริษัทมหาชน สอดคล้องกับ Chen et al. (2005) ที่ทำการศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นกับการจ่ายปันผล โดยพบความสัมพันธ์ระหว่างบริษัทครอบครัวในฮ่องกงกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล กล่าวคือบริษัทครอบครัวจะมีแนวโน้มการจ่ายปันผลที่สูงกว่า ยกเว้นบริษัทขนาดเล็กที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบระหว่างบริษัทครอบครัวและนโยบายการจ่ายเงินปันผล

สำหรับการศึกษาในประเทศไทย จากงานวิจัยของ Wiwattanakantang (2000) พบว่า โครงสร้างพื้นฐานของบริษัทในประเทศไทยจำนวนมาก มีการพัฒนามาจากธุรกิจครอบครัวหรือบริษัทจำกัดมาก่อนที่จะเข้ามาจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และมีสัดส่วนระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และรายย่อยแตกต่างกันอย่างเห็นได้ชัด ทำให้การบริหารงาน การควบคุมทิศทางของ

บริษัท ยังคงอยู่ในกลุ่มอำนาจเดิมซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของบริษัท นอกจากนี้ Thanatawee (2012) ยังพบว่า บริษัทในประเทศไทยมีโครงสร้างองค์กรแบบกระจุกตัวและผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นสถาบัน อัตราการจ่ายเงินปันผลจะเพิ่มขึ้นเมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นสถาบัน

แต่อย่างไรก็ตาม งานวิจัยของ Gugler and Yurtogul (2003) ได้ทำการศึกษาการกำกับดูแลกิจการและนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศเยอรมนี ในช่วงปี 1992-1998 พบหลักฐานสัญญาบางอย่างเกี่ยวกับความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมผู้ถือหุ้นรายย่อย และผู้ถือหุ้นที่เป็นบุคคลภายนอก กล่าวคือ บริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอำนาจในการควบคุมบริหาร จะลดอัตราการจ่ายเงินปันผล เพื่อเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย แต่จะเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผลก็ต่อเมื่อ ผู้ถือหุ้นใหญ่อันดับที่สองมีขนาดใหญ่ขึ้น รวมทั้ง โครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบพีระมิด และแบบไขว้กัน (Pyramidal and Cross-Ownership Structure) จะมีความเกี่ยวข้องกับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และส่งผลกระทบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล โดยบริษัทที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีอำนาจควบคุม จะมีแรงจูงใจและอำนาจในการควบคุมผู้บริหาร รวมถึงเอาเปรียบผู้ถือหุ้นรายย่อย สำหรับการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ยังพบสัญญาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย ในประเทศที่ใช้กฎหมายระบบประมวลกฎหมาย (Civil law) ซึ่งจะส่งผลกระทบทำให้เกิดต้นทุนจากตัวแทน (Agency Cost) สอดคล้องกับ Mancinelli and Ozkan (2006) ที่ศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทในประเทศอิตาลี พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทกว่า 60% ในอิตาลีมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว ถูกควบคุมโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ผู้ถือหุ้นรายใหญ่มักจะพึงพอใจกับการรักษาผลประโยชน์เพื่อตนเองมากกว่าการกระจายผลประโยชน์ให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย โดย Khan (2006) ยังกล่าวอีกว่า เมื่อบริษัทมีโครงสร้างแบบกระจุกตัว อำนาจการบริหารงานจึงอยู่กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เพราะฉะนั้น เงินปันผลจึงไม่ใช่ปัจจัยสำคัญในการลดปัญหาตัวแทน (Agency Problem)

### 2.2.2 ความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการกับการจ่ายเงินปันผล

คณะกรรมการบริษัท ถือเป็นผู้มีบทบาทสำคัญที่จะผลักดันให้เกิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีผ่านการควบคุมดูแลการดำเนินงานของผู้บริหารให้ปฏิบัติงานบรรลุดำเนินการตามเป้าหมายขององค์กร โดยคณะกรรมการถือเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการเข้ามาดำเนินงานแทนรับผิดชอบทุกการกระทำของบริษัท รวมทั้งเป็นผู้ประสานงานให้กับผู้ถือหุ้นด้วย ดังนั้นคุณลักษณะที่ดีของคณะกรรมการจึงเป็นส่วนสำคัญที่จะช่วยผลักดันให้มีกระบวนการบริหารงานและการตรวจสอบอย่างมีคุณภาพ ส่งเสริมให้บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่แข็งแกร่ง และช่วยสร้างความมั่นคงให้แก่ผู้ถือหุ้นและบริษัทอย่างยั่งยืน ตามแนวทางการปฏิบัติในการกำกับดูแลกิจการที่ดีกำหนดว่า คณะกรรมการควรมีภาวะผู้นำ มีวิสัยทัศน์และเป็นอิสระในการตัดสินใจ เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดของบริษัทและผู้ถือหุ้นโดยรวม คณะกรรมการควรจัดให้มีระบบแบ่งแยกบทบาทหน้าที่ความ

รับผิดชอบระหว่างคณะกรรมการและฝ่ายบริหารที่ชัดเจน รวมทั้งดูแลให้บริษัทมีระบบงานที่ให้ความเชื่อมั่นว่ากิจกรรมต่างๆของบริษัทได้ดำเนินไปในลักษณะที่ถูกต้องตามกฎหมาย และมีจริยธรรม (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2012)

ตามแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี ขนาดของคณะกรรมการบริษัท ควรจะมีขนาดที่เหมาะสม คือมีจำนวนไม่น้อยกว่า 5 คนและไม่ควรเกิน 12 คน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับขนาด ประเภท และความซับซ้อนของธุรกิจ (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2012) Schellenger et al. (1989) ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างองค์ประกอบคณะกรรมการบริษัท ความมั่งคั่งของผู้ถือหุ้นกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล พบว่าขนาดคณะกรรมการบริษัทมีผลกระทบต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากคณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่อาจส่งผลให้มีการตรวจสอบและดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นในด้านเงินปันผลที่ดีกว่า รวมทั้งจะมีการตรวจสอบการตัดสินใจของคณะกรรมการที่อาจคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตน โดยเฉพาะถ้าคณะกรรมการบริษัทมาจากบุคคลภายนอก (Outside Directors) จะยิ่งช่วยปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นได้มากกว่าคณะกรรมการที่มาจากภายในองค์กร (Inside Directors) เพราะจะทำให้ได้มุมมองที่หลากหลายและการตัดสินใจที่เป็นอิสระ แต่อย่างไรก็ตามงานวิจัยไม่สามารถอธิบายได้ว่า เมื่อคณะกรรมการบริหารที่มาจากบุคคลภายนอกมีสัดส่วนมากกว่า จะทำให้บริษัทมีผลตอบแทนสูงกว่าบริษัทที่มีคณะกรรมการที่มาจากบุคคลภายนอกน้อย นอกจากนี้งานวิจัยยังพบข้อมูลเพิ่มเติมว่า กิจกรรมที่มีโครงสร้างเป็นบริษัทครอบครัว (Family Firm) คือผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้บริหารเป็นกลุ่มบุคคลเดียวกัน จะส่งผลกระทบต่อความเป็นอิสระของคณะกรรมการซึ่งมักจะเห็นด้วยกับการตัดสินใจของผู้บริหาร เพราะเป็นผู้รับผิดชอบในการแต่งตั้งกรรมการอิสระ ทำให้กรรมการไม่มีอำนาจเพียงพอที่จะปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อย จึงจำเป็นที่จะต้องมีการส่งสัญญาณเข้ามากำกับดูแลกิจการ ซึ่งขัดแย้งกับผลการศึกษาของ Abdelsalam et al. (2008) ที่ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างคณะกรรมการบริษัทกับอัตราการจ่ายเงินปันผลในประเทศอียิปต์ แต่พบความสัมพันธ์ระหว่างเงินปันผลกับผลการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งการจ่ายปันผลที่สูงขึ้นในประเทศอียิปต์เป็นเพราะต้องการดึงเงินลงทุนเข้ามาในประเทศ สอดคล้องกับ รุ่งฟ้า พรหมบุตร (2014) ที่ศึกษาขนาดและองค์ประกอบคณะกรรมการบริษัทกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลในประเทศไทย พบว่า ขนาดของคณะกรรมการกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์กัน

### 2.2.3 การส่งสัญญาณการจ่ายเงินปันผล

Miller and Rock (1985) อธิบายว่า นโยบายการจ่ายเงินปันผลถูกออกแบบเพื่อให้ผู้ลงทุนเห็นแนวโน้มผลการดำเนินงานของบริษัท และเพื่อเป็นการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นรายย่อย บริษัทมักจะจ่ายเงินปันผล โดยบริษัทที่มีผลการดำเนินงานที่ดี มีผลกำไรสูงเท่ากับเป็นการส่งสัญญาณให้ทราบว่าบริษัทมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ Brav et al. (2003) ได้ทำการสัมภาษณ์เชิงลึก (in-depth interviews) ผู้บริหารทั้งสิ้น 384 ท่าน ซึ่งครอบคลุมบริษัทมหาชน

ในสหรัฐอเมริกากว่า 256 บริษัท เพื่อศึกษาปัจจัยที่ทำให้บริษัทตัดสินใจจ่ายปันผล และการซื้อหุ้นคืน จากผลการศึกษาพบว่า บริษัทจะเพิ่มระดับการจ่ายเงินปันผลและระดับการซื้อหุ้นคืนเมื่อบริษัทมีสภาพคล่องและมีกระแสเงินสดเหลือเพียงพอจากการลงทุน แต่โดยทั่วไปบริษัทจะยังคงรักษาระดับปันผลไว้อย่างสม่ำเสมอ และกำหนดการจ่ายเงินปันผลจากผลการดำเนินงานของบริษัทที่แน่นอน ยกเว้นบริษัทที่มีรายได้เพิ่มขึ้นอย่างสม่ำเสมอ ก็จะเริ่มมีการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลหรือเพิ่มระดับการจ่ายเงินปันผล และสำหรับการซื้อหุ้นคืน ในบางบริษัทผู้บริหารมองว่า การซื้อหุ้นคืนมีความยืดหยุ่นมากกว่าการจ่ายเงินปันผล ดังนั้นบางบริษัทจึงใช้รูปแบบการซื้อหุ้นคืนเพื่อเป็นผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งสนับสนุนแนวคิดของ Lintner (1956) ว่าบริษัทจะพยายามรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลคงที่ในแต่ละปี เพื่อรักษากำไรในระยะยาวและผลการดำเนินงานให้คงอยู่เสมอ โดยผู้บริหารจะทำการพิจารณาว่าบริษัทมีความจำเป็นต้องเปลี่ยนแปลงระดับของเงินปันผลหรือไม่ และเท่าไร

## 2.2.4 ปัจจัยอื่นๆที่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

จากการทบทวนวรรณกรรม นอกจากความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลแล้ว พบว่าการจ่ายเงินปันผลมีความเกี่ยวข้องกับปัจจัยต่างๆ ทำให้งานวิจัยนี้นำปัจจัยดังกล่าวมาเป็นตัวแปรควบคุมที่อาจมีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

### 2.2.4.1 ขนาดของกิจการ (Firm Size)

Fama and French (2001) ได้ทำการศึกษาการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในสหรัฐอเมริกา พบว่า บริษัทที่มีขนาดของกิจการที่ใหญ่กว่าจะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่าบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล เพราะบริษัทขนาดใหญ่มีต้นทุนการระดมทุนที่ต่ำกว่า รวมถึงสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก

ในทางกลับกัน Barclay et al. (1995) กล่าวว่าบริษัทขนาดใหญ่ เจ้าหน้าที่จะให้ความไว้วางใจในการปล่อยกู้ ทำให้มีขนาดหนี้สินที่มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก จึงเป็นเหตุผลที่บริษัทขนาดใหญ่จะมีอัตราการจ่ายปันผลที่ต่ำกว่าบริษัทขนาดเล็ก เพราะต้องเก็บเงินไว้เป็นสำรองสำหรับการชำระหนี้ หรือลงทุนเพิ่มเติม ซึ่งสอดคล้องกับ Gugler and Yurtuglu (2003) ซึ่งพบว่าการจ่ายเงินปันผลในประเทศเยอรมนี และขนาดของบริษัท มีความสัมพันธ์กันในทิศทางตรงกันข้าม

### 2.2.4.2 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Leverage)

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ แสดงถึงโครงสร้างเงินทุนของบริษัท ถือว่ามีบทบาทสำคัญในการควบคุม ติดตามการทำงานของผู้บริหาร ซึ่งจะช่วยลดปัญหาความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร หากบริษัทมีโครงสร้างหนี้ขนาดใหญ่ จะมีอัตราการจ่ายปันผลที่ต่ำ เนื่องจากบริษัทต้องมีหน้าที่รักษาระดับกระแสเงินสดในบริษัทสำหรับชำระหนี้และทำธุรกรรมต่างๆ ภายในบริษัท ถ้ากิจการมีการจ่ายเงินปันผลออกไปให้กับผู้ถือหุ้น ก็จะส่งผลกระทบต่อกำไรสะสมและ



กระแสเงินสดอิสระของบริษัท หรือบางครั้งบริษัทอาจถูกกำหนดเพดานการจ่ายปันผลโดยเจ้าหน้าที่หรือถูกควบคุมโดยกฎหมาย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Fama and French (2001) และ Grullon and Michaely (2002) พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ของกิจการส่งผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในทิศทางลบ

#### 2.2.4.3 โอกาสการเติบโตของกิจการ (Future Growth Opportunities)

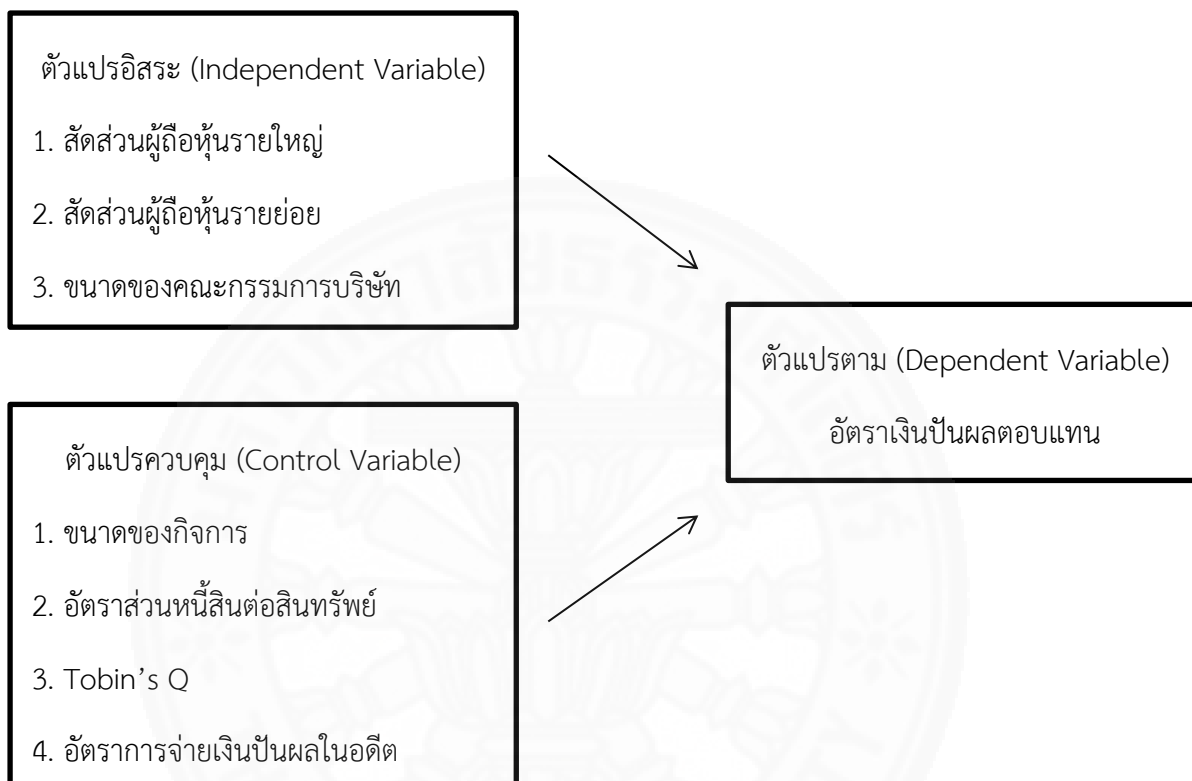
โอกาสการเติบโตของกิจการ วัดโดย Tobin's Q ซึ่งเป็นตัวชี้วัดผลการปฏิบัติงาน จากงานวิจัยของ Farinha (2003) และ Malkawi (2007) พบว่า Tobin's Q กับอัตราการจ่ายเงินปันผล มีความสัมพันธ์ในทิศทางลบ โดยบริษัทที่มีโอกาสเติบโตสูง จะเก็บเงินไว้สำหรับการลงทุนในอนาคต ทำให้อัตราการจ่ายเงินปันผลคืนแก่ผู้ถือหุ้นอยู่ในอัตราที่ต่ำ

#### 2.2.4.4 อัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีต

จากการศึกษาของ Shiller (1984) พบว่า นักลงทุนส่วนหนึ่งจะใช้การจ่ายปันผลในอดีตของบริษัทเป็นปัจจัยหนึ่งในการพิจารณาการลงทุนต่อในหลักทรัพย์ของบริษัทนั้น รวมทั้งคาดการณ์การจ่ายปันผลในอนาคตของบริษัท ซึ่งบริษัทที่ในอดีตมีการจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่อง ก็จะส่งผลต่อการจ่ายปันผลที่เพิ่มขึ้นในอนาคตด้วยเช่นกัน

จากทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง สามารถสรุปเป็นกรอบงานวิจัยได้ดังนี้

## กรอบงานวิจัย



## บทที่ 3 วิธีการวิจัย

### 3.1 ระเบียบวิธีวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์ในการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคั้งนี้คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET 100) ซึ่งใช้ข้อมูลย้อนหลัง 5 ปี ตั้งแต่ปี 2554-2558 อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ไม่รวมถึงบริษัทดังต่อไปนี้

1. บริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน (Companies under Rehabilitation) เนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทกลุ่มนี้มีความแตกต่างจากบริษัทปกติ ซึ่งอาจทำให้เกิดการเบี่ยงเบนของข้อมูล
2. บริษัทในกลุ่มธุรกิจธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิต และประกันภัย เนื่องจากกลุ่มธุรกิจเหล่านี้มีลักษณะการดำเนินธุรกิจ กฎหมายกำกับดูแลแตกต่างจากกลุ่มธุรกิจอื่น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการวิจัยได้
3. บริษัทที่มีข้อมูลที่ต้องใช้ในการคำนวณตัวแปรต่างๆไม่ครบถ้วน

### 3.2 การเก็บและรวบรวมข้อมูล

งานวิจัยชิ้นนี้มีกลุ่มตัวอย่างเป้าหมาย คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่มีขนาดใหญ่และมีความเคลื่อนไหวอยู่ในระดับที่ดี 100 บริษัท (SET100) ดำเนินงานในปีพ.ศ. 2554-2558 และมีเกณฑ์การคัดเลือกเฉพาะบริษัทที่มีการจัดอันดับมากกว่า 5 ครั้งจาก 10 ครั้งภายในระยะเวลา 5 ปี จึงเหลือกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในงานวิจัยทั้งสิ้น 390 บริษัท

ข้อมูลที่ใช้ในงานวิจัยเป็นข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) แบบ Panel Data ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2558 ซึ่งสามารถรวบรวมได้จากจากฐานข้อมูล SETSMART (SET Market Analysis and Reporting Tool) แบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1), รายงานประจำปี, เว็บไซต์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ([www.set.or.th](http://www.set.or.th)) และเว็บไซต์แหล่งรวบรวมข้อมูลด้านการเงินและการลงทุน Settrade ([www.settrade.com](http://www.settrade.com))

ตารางที่ 3.1 รายละเอียดการจัดเก็บข้อมูล

รายละเอียดข้อมูล	เปลี่ยนแปลง	จำนวนตัวอย่าง
บริษัทที่ถูกจัดอันดับอยู่ใน SET100 ในปีพ.ศ. 2554-2558 ทั้งหมด		171
Less: บริษัทที่ถูกจัดอันดับน้อยกว่า 6 ครั้ง	(78)	93
Less: บริษัทที่เกี่ยวข้องกับด้านการเงินและประกันภัย	(15)	78
ข้อมูล 5 ปีย้อนหลังตั้งแต่ปีพ.ศ. 2554-2558	5 เท่า	390

### 3.3 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

#### 3.3.1 ตัวแปรตาม (Dependent Variables)

##### 3.3.1.1 อัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield)

อัตราเงินปันผลตอบแทน ใช้เปรียบเทียบผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับเทียบกับราคาหุ้นของบริษัท สอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตของ Chen et al. (2005) และ Malkawi (2007) ที่ได้ใช้อัตราเงินปันผลตอบแทนเป็นหนึ่งในตัววัดระดับการจ่ายปันผล แต่อย่างไรก็ตามมีข้อจำกัดในการใช้ตัววัดนี้ เนื่องจากราคาหุ้น เป็นปัจจัยภายนอกที่อยู่นอกเหนือการควบคุมของบริษัท ทั้งนี้จะวัดอัตราเงินปันผลตอบแทนด้วยตัวแปร DY ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$\text{อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY)} = \frac{\text{เงินปันผลต่อหุ้นของบริษัท}}{\text{ราคาหุ้นของบริษัท}}$$

#### 3.3.2 ตัวแปรอิสระ (Independent Variables)

##### 3.3.2.1 สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Ownership Concentration; OWNCON)

มีงานวิจัยหลายงานที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายปันผล Thanatawee (2012) พบว่าประเทศไทยมีโครงสร้างผู้ถือหุ้นแบบกระจุกตัว มีความสัมพันธ์กับการจ่ายปันผลของบริษัท สอดคล้องกับ Chen et al. (2005) กล่าวว่าบริษัทครอบครัวจะมีแนวโน้มการจ่ายปันผลที่สูงกว่า ดังนั้นงานวิจัยนี้จะวัดการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นจากสัดส่วนการถือหุ้นรายใหญ่ที่สุดของบริษัท 5 อันดับแรก ซึ่งเป็นตัวแทนของการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น หากบริษัทใดมีสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมาก แสดงว่า ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทมีอำนาจในการออกเสียงและกำหนดทิศทางของบริษัทได้ ทั้งนี้จะวัดอัตราการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นด้วยตัวแปร OWNCON ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$\text{การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้น (OWNCON)} = \frac{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ถือโดยผู้ถือหุ้นสูงสุดห้าอันดับแรก}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญที่ออกจำหน่ายทั้งหมด}}$$

### 3.3.2.2 สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float Ratio; FFR)

สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย ใช้อธิบายความสัมพันธ์ของสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจในการบริหารงาน งานวิจัยนี้จะใช้ค่า Free Float ที่คำนวณตามเกณฑ์ ก.ล.ต. ที่คำนวณจากสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ลงทุนที่ไม่ได้ถือโดย Strategic Shareholder สอดคล้องกับงานวิจัยของศุภลักษณ์ อังคสุโข, ผาติกา ตันวิเชียร, ตระการตา สงวนศักดิ์โยธิน, และปิยภัสร ธาระวานิช (2012) ที่ใช้ค่า Free Float Ratio เป็นตัววัดอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ทั้งนี้จะวัดสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยด้วยตัวแปร FFR

### 3.3.2.3 ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (Board Size; BSIZE)

Schellenger et al. (1989) กล่าวว่า บริษัทที่มีคณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่ และมีความรู้เชี่ยวชาญในหลากหลายสาขาวิชา จะสามารถกำหนดทิศทาง กลยุทธ์ขององค์กร รวมทั้งมีการตรวจสอบและดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นในด้านเงินปันผลที่ดีกว่า ทั้งนี้ จะวัดขนาดของคณะกรรมการบริษัทด้วยจำนวนคณะกรรมการของบริษัททั้งหมด ด้วยตัวแปร BSIZE ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$\text{ขนาดของคณะกรรมการบริษัท (BSIZE)} = \text{จำนวนคณะกรรมการทั้งหมด}$$

## 3.3.3 ตัวแปรควบคุม (Control Variables)

### 3.3.3.1 ขนาดของกิจการ (Firm Size; FSIZE)

จากงานวิจัยในอดีตพบว่า ขนาดของกิจการเป็นปัจจัยหนึ่งที่ต้องควบคุม เนื่องจากส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท โดยจะเก็บข้อมูลขนาดของกิจการจากฐานข้อมูลทุกุติภูมิใน SETSMART ทั้งนี้จะคำนวณจากค่าลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวมทั้งหมดของบริษัทนั้นๆด้วยตัวแปร FSIZE

### 3.3.3.2 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt to Asset Ratio; LEV)

จากงานวิจัยในอดีตพบว่า การจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ โดยจะเก็บข้อมูลอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์จากฐานข้อมูลทุกุติภูมิใน SETSMART และแทนด้วยตัวแปร LEV ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV)} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

### 3.3.3.3 Tobin's Q (Future Growth Opportunities)

จากงานวิจัยในอดีตพบว่า โอกาสการเติบโตของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผล โดยจะเก็บข้อมูลโอกาสการเติบโตของกิจการจากฐานข้อมูลทุติยภูมิใน SETSMART และแทนด้วยตัวแปร Q ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

$$\text{Tobin's Q (Q)} = \frac{\text{Market value of Equity} + \text{Book Value of Debt}}{\text{Book Value of Total Assets}}$$

### 3.3.3.4 อัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีต

จากงานวิจัยในอดีตพบว่า นักลงทุนส่วนหนึ่งจะใช้การจ่ายปันผลในอดีตของบริษัทเป็นปัจจัยหนึ่งในการพิจารณาการลงทุนต่อในหลักทรัพย์ของบริษัทนั้น รวมทั้งคาดการณ์การจ่ายปันผลในอนาคตของบริษัท ทั้งนี้อัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีต แทนด้วยตัวแปร (PAST\_DPR)

ตารางที่ 3.2 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาและความสัมพันธ์ที่คาดการณ์

Variables	Description	Expected Sign	Reference
OWNCON	สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่	+	Chen et al. (2005) Abdelsalam et al. (2008) Wiwattanakantang (2000) Thanatawee (2012)
FFR	สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย	-	Fama and Jensen (1983) ศุภลักษณ์ อังคสุโข, ผาติกา ต้นวิเชียร, ตระการตา สงวนศักดิ์โยธิน, และปิยภัสร ธารวานิช (2012)
BSIZE	ขนาดของคณะกรรมการบริษัท	+	Schellenger et al.(1989)
FSIZE	ขนาดของกิจการ	+	Fama and French (2001)
LEV	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	-	Fama and French (2001) Grullon and Michaely (2002)
Q	Tobin's Q	-	Farinha (2003) Malkawi (2007)
PAST_DPR	อัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีต	+	Shiller (1984)

### 3.4 แบบจำลองงานวิจัย

งานวิจัยนี้ได้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ด้วยวิธีกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Squares) โดยมีแบบจำลองที่ใช้ในงานวิจัยดังนี้

$$DY = \beta_0 + \beta_1 OWNCON + \beta_2 FFR + \beta_3 BSIZE + \beta_4 FSIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 Q + \beta_7 PAST\_DPR + \epsilon$$

โดย	DY	=	อัตราเงินปันผลตอบแทน
	OWNCON	=	สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่
	FFR	=	สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย
	BSIZE	=	ขนาดของคณะกรรมการบริษัท
	FSIZE	=	ลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม
	LEV	=	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt to Asset Ratio)
	Q	=	Tobin's Q (Future Growth Opportunities)
	PAST_DPR	=	อัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีต

### 3.5 สถิติที่ใช้ในงานวิจัย

ในการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยนี้จะเป็นการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical Models) ซึ่งประกอบด้วยวิเคราะห์ข้อมูล 2 ส่วนหลักดังนี้

#### 3.5.1 การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา เป็นการวิเคราะห์เพื่ออธิบายเกี่ยวกับข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) ทั้งหมดมาทำการวิเคราะห์ค่าเฉลี่ย ค่าต่ำสุด-สูงสุด ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน และค่าสถิติอื่น ๆ เพื่อให้เห็นภาพรวมของข้อมูล

#### 3.5.2 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis)

สำหรับการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยจะใช้วิธีการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation Analysis) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่จะใช้ทดสอบ

สมมติฐาน และการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรต้นและตัวแปรตามที่ต้องการศึกษา





## บทที่ 4

### ผลการวิจัยและอภิปรายผล

ในบทนี้จะอธิบายผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัทกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยจะประกอบไปด้วยข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) และผลการทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis) ตามลำดับ

#### 4.1 ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

จากตารางที่ 4.1 แสดงถึงข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่เกี่ยวข้อง โดยเลือกใช้กลุ่มตัวอย่างบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) เป็นระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554-2558 จำนวน 390 บริษัท ประกอบด้วยค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ความเบ้ (Skewness) และค่าความโด่ง (Kurtosis)

ตารางที่ 4.1 การแจกแจงโดยใช้สถิติเชิงพรรณนา

Variable	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis
DY	0.080	22.840	3.492	2.580	2.644	17.252
OWNCON	0	97.8800	55.640	17.511	-15.229	2.458
FFR	2.120	99.59	47.898	15.808	0.327	2.966
BFSIZE	5	18	11.835	2.633	0.008	2.617
FSIZE	15.075	21.500	17.635	1.168	0.5072	3.237
LEV	0.120	2.260	0.538	0.181	2.077	22.910
Q	0.441	34.867	3.287	4.548	3.653	19.389
PAST_DPR	0	270.400	55.876	34.719	1.595	10.241

ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรตาม (Dependent Variable) ของกลุ่มตัวอย่าง คือ อัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 3.492 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.580 ค่าสูงสุดมีค่าเท่ากับร้อยละ 22.84 ซึ่งเป็นอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัท DTAC ในปีพ.ศ. 2558 เมื่อวิเคราะห์ค่า Skewness ของอัตราเงินปันผลตอบแทนพบว่า มีการกระจายตัวแบบเบ้ขวา

ข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรอิสระ (Dependent Variable) ของกลุ่มตัวอย่างมีดังต่อไปนี้ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่สุด 5 อันดับแรก (OWNCON) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 55.640 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 17.511 และมีลักษณะการกระจายตัวแบบเบ้ซ้าย แสดงให้เห็นว่าบริษัทในประเทศไทยมีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นในระดับสูง, สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (FFR) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ร้อยละ 47.898 ค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 15.808 และมีการกระจายตัวแบบเบ้ขวา และขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 11.835 คน และค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 2.633

สำหรับข้อมูลสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรควบคุม (Control Variable) ของกลุ่มตัวอย่างมีดังต่อไปนี้ ขนาดของกิจการ (Firm Size) ซึ่งคำนวณจากลอการิทึมธรรมชาติของสินทรัพย์รวม มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 17.635 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 53.8 แสดงให้เห็นว่าบริษัทจากกลุ่มตัวอย่างส่วนมากมีหนี้สินมากกว่าครึ่งหนึ่งของสินทรัพย์ทั้งหมด ในขณะที่ Tobin's Q และอัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีตมีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 3.287 และ 55.876 ตามลำดับ

## 4.2 การทดสอบสมมติฐานงานวิจัย (Test of Hypothesis)

สำหรับการทดสอบสมมติฐานงานวิจัยใช้การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation Analysis) และการวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression)

### 4.2.1 การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ (Correlation Analysis)

การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์เป็นการวิเคราะห์เพื่อหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรสองตัว (Bivariate Correlation) ซึ่งเป็นการนำตัวแปรที่ใช้ในการศึกษามาใช้วิเคราะห์ความสัมพันธ์เชิงถดถอย (Regression Analysis) จะมีค่าอยู่ระหว่าง -1 ถึง 1 โดยความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้าม หากเป็นค่าลบและจะมีความสัมพันธ์ตรงกันข้ามอย่างสิ้นเชิงเท่ากับ -1 ในขณะที่หากเป็นค่าบวกหมายถึงความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรนั้นมีความสัมพันธ์ในทิศทาง

เดียวกันและมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันอย่างสิ้นเชิงเท่ากับ 1 และมีค่าเท่ากับ 0 เมื่อตัวแปรทั้งสองไม่มีความสัมพันธ์ซึ่งกันและกัน โดยงานวิจัยนี้จะใช้การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation) ในการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปรที่เกี่ยวข้อง

จากตารางที่ 4.2 แสดงถึงค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่เกี่ยวข้องพบว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย มีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราเงินปันผลตอบแทน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.087 และ 0.027 ตามลำดับ ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการบริษัท มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราเงินปันผลตอบแทน โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.119

ขณะที่เมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรควบคุมและตัวแปรตามพบว่า ขนาดของกิจการและอัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีต พบความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราเงินปันผลตอบแทน ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และ Tobin's พบความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราเงินปันผลตอบแทน ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีต

นอกจากนี้ การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ได้ทำการตรวจสอบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) โดยพิจารณาจากค่า Variance Inflation Factor (VIF) ซึ่งใช้วัดระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พบว่าค่า VIF ของตัวแปรทุกตัวอยู่ในระดับปกติ และมีค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือพิจารณาจากค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระ โดยถ้าค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกัน ไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ดังนั้นจึงไม่จำเป็นต้องตัดตัวแปรทิ้งและดำเนินการวิจัยเพื่อทดสอบสมมติฐานตามแบบจำลองที่กล่าวในบทที่ 3 ได้เช่นเดิม

ตารางที่ 4.2 ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation Coefficient) ระหว่างตัวแปร

	DY	OWNCON	FFR	BSIZE	FSIZE	LEV	Q	PAS
DY	1							
OWNCON	0.087	1						
FFR	0.027	-0.772	1					
BSIZE	-0.119	0.126	-0.071	1				
FSIZE	0.048	0.190	0.050	0.436	1			
LEV	-0.106	0.045	0.033	0.073	0.203	1		
Q	-0.025	0.370	-0.310	0.167	0.140	-0.209	1	
PAST_DPR	0.397	0.207	-0.186	-0.081	-0.076	0.036	0.107	

#### 4.2.2 การวิเคราะห์สมการถดถอยพหุคูณ (Multiple Regression)

ตารางที่ 4.3 การวิเคราะห์ความแปรปรวน (ANOVA)

Model	Sum of squares	df	Mean square	F	Sig.
Regression	449.812	7	64.259	13.28	.000 <sup>a</sup>
Residual	1494.739	309	4.837		
Total	1944.551	316			

a. Predictors: (Constant), OWNCON, FFR, BSIZE, FSIZE, LEV, Q, PAST\_DPR

การวิเคราะห์ความแปรปรวน (ANOVA) ใช้ทดสอบสมมติฐานงานวิจัยที่ว่า ตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวมีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามหรือไม่ โดยทดสอบ F-Test ของตัวแปรอิสระและตัวแปรตาม ด้วยระดับนัยสำคัญที่ 0.05 พิจารณาจากตาราง 4.3 พบว่าระดับนัยสำคัญมีค่าน้อยกว่า 0.05 จึงสามารถสรุปได้ว่า มีตัวแปรอิสระอย่างน้อยหนึ่งตัวที่สามารถอธิบายตัวแปรตามได้

ตารางที่ 4.4 ค่าสัมประสิทธิ์ (Beta Coefficient)

Variables	Coefficients	Std. Err.	T-Statistic	P-Value	Adjusted R Square
(Constant)	-3.514	1.976	-1.78	0.076	0.2139
OWNCON	0.031	0.013	2.48	0.014	
FFR	0.036	0.013	2.69	0.008	
BSIZE	-0.117	0.054	-2.17	0.031	
FSIZE	0.279	0.127	2.19	0.029	
LEV	-2.995	0.881	-3.40	0.001	
Q	-0.059	0.029	-2.04	0.042	
PAST_DPR	0.031	0.004	8.00	0.000	

Dependent Variable: อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY)

จากตารางที่ 4.4 เมื่อพิจารณาค่า Adjusted R Square พบว่ามีค่าเท่ากับร้อยละ 21.39 หมายความว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายการเปลี่ยนแปลงของตัวแปรตามคือ อัตราเงินปันผลตอบแทนเท่ากับร้อยละ 21.39 ซึ่งความสัมพันธ์ของตัวแปรแต่ละตัวและตัว

แปรตามสามารถอธิบายได้ดังนี้ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก (OWNCON), สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (FFR), ขนาดของกิจการ (FSIZE) และอัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีต (PAST\_DPR) มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามคือ อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ในทิศทางบวก โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ 0.031, 0.036, 0.279 และ 0.031 ตามลำดับ ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการ (BSIZE), อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (LEV) และ Tobin's Q (Q) มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามคือ อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) อย่างมีนัยสำคัญที่ระดับความเชื่อมั่นร้อยละ 95 ในทิศทางลบ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์เท่ากับ -0.117, -2.995 และ -0.059 ตามลำดับ

สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกและอัตราเงินปันผลตอบแทนมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ ยังมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกสูงขึ้น จะส่งผลให้อัตราเงินปันผลตอบแทนสูงขึ้น ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Wiwattanakantang (2000) และ Thanatawee (2012) ที่ได้อธิบายโครงสร้างพื้นฐานของบริษัทในประเทศไทยว่ามีการพัฒนามาจากรูปแบบธุรกิจครอบครัว ทำให้มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่และรายย่อยแตกต่างกันอย่างชัดเจน การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่จึงเป็นแรงผลักดันในการควบคุมการบริหารงานของผู้บริหาร ทำให้ผู้บริหารถูกควบคุมดูแลในการปฏิบัติงาน เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลให้ผู้ถือหุ้นทำให้ปริมาณกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ของกิจการที่อยู่ภายใต้การควบคุมของผู้บริหารลดลง ทำให้ผู้บริหารสามารถจัดการองค์กรได้ตรงตามวัตถุประสงค์ของผู้ถือหุ้น กล่าวคือผู้บริหารไม่สามารถนำกระแสเงินสดไปใช้ในทางที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์แก่ผู้ถือหุ้นและองค์กรได้

สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยและอัตราเงินปันผลตอบแทนมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางเดียวกัน กล่าวคือ ยังมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยสูงขึ้น จะส่งผลให้อัตราเงินปันผลตอบแทนสูงขึ้น ซึ่งขัดแย้งกับการศึกษาของ ของศุภลักษณ์ อังคสุโข, ผาติกา ต้นวิเชียร, ตระการตา สงวนศักดิ์โยธิน, และปิยภัสร ธาระวานิช (2012) ที่พบว่า ผู้ถือหุ้นรายย่อยคาดหวังผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหุ้น (Capital Gain) มากกว่าเงินปันผล

ขนาดของคณะกรรมการและอัตราเงินปันผลตอบแทนมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางตรงข้าม กล่าวคือ ยิ่งขนาดของคณะกรรมการอยู่ในระดับที่สูงจะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนต่ำ ซึ่งขัดแย้งกับการศึกษาของ Schellenger et al. (1989) ที่พบว่า คณะกรรมการบริษัทขนาดใหญ่จะส่งผลให้มีการตรวจสอบและดูแลผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นในด้านเงินปันผลที่ต่ำกว่า รวมทั้งจะมีการตรวจสอบการตัดสินใจของคณะกรรมการที่อาจคำนึงถึงผลประโยชน์ส่วนตน โดยเฉพาะถ้าคณะกรรมการบริษัทมาจากบุคคลภายนอก (Outside Directors) จะยิ่งช่วยปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นได้มากกว่าคณะกรรมการที่มาจากภายในองค์กร (Inside Directors) และข้อค้นพบในงานวิจัยนี้ไม่สอดคล้องกับแนวคิดการกำกับดูแลกิจการที่ดีที่ปฏิบัติกันอย่างแพร่หลาย โดยแนวคิดนี้ถือเป็นเครื่องมือหนึ่งในการลดปัญหาตัวแทน รวมทั้งปกป้อง

ผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น โดยการควบคุมพฤติกรรมของผู้บริหาร ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าลักษณะโครงสร้างการดำเนินธุรกิจในประเทศไทยแตกต่างจากประเทศที่พัฒนาแล้ว ขาดบุคลากรที่มีคุณสมบัติเพียงพอที่จะมาดำรงตำแหน่งคณะกรรมการบริษัท จึงส่งผลให้ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีข้อจำกัด

ขนาดของกิจการและอัตราเงินปันผลตอบแทนมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Fama and French (2001) ที่พบว่า กิจการที่มีขนาดใหญ่ จะมีปัญหาตัวแทนในระดับสูง การจ่ายเงินปันผลจะสามารถช่วยลดปัญหาตัวแทนได้ เพราะการจ่ายเงินปันผลทำให้กระแสเงินสดอิสระในองค์กรลดลง นอกจากนี้หากกิจการต้องการขยายหรือลงทุนเพิ่มเติม จำเป็นต้องหาแหล่งเงินทุนภายนอก จะมีต้นทุนการระดมทุนที่ต่ำกว่า และสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้ง่ายกว่ากิจการที่มีขนาดเล็ก ดังนั้น กิจการที่มีขนาดใหญ่ จึงมีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นมากกว่า

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์และอัตราเงินปันผลตอบแทนมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางตรงข้าม ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Fama and French (2001) ที่อธิบายว่าบริษัทที่มีโครงสร้างหนี้สินในระดับสูง จะไม่สามารถจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้ เนื่องจากบริษัทจะต้องพยายามรักษาเงินทุนภายในบริษัทให้อยู่ในระดับที่เพียงพอในการชำระหนี้สิน สำหรับการชำระหนี้ รวมทั้งใช้ในการทำธุรกรรมต่างๆภายในบริษัท และบางครั้งบริษัทที่มีโครงสร้างหนี้สินในระดับสูงอาจมีการทำสัญญาบางอย่างกับเจ้าหนี้ หรือถูกควบคุมโดยกฎหมาย จึงทำให้ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้

Tobin's Q (Future Growth Opportunities) และอัตราเงินปันผลตอบแทนมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางตรงข้าม ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Farinda (2003) และ Malkawi (2007) ที่อธิบายว่า บริษัทที่มีโอกาสเติบโตสูง จะเก็บเงินไว้สำหรับการลงทุนต่อในอนาคต ซึ่งจะสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นได้มากกว่าการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบัน ดังนั้นจึงทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นอยู่ในระดับที่ต่ำ

อัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีต และอัตราเงินปันผลตอบแทนมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Shiller (1984) ที่อธิบายว่าการจ่ายเงินปันผลในอดีตเป็นอีกปัจจัยที่ผู้ลงทุนใช้พิจารณาต่อการลงทุนในหลักทรัพย์และคาดการณ์การจ่ายเงินปันผลของบริษัทนั้น ซึ่งบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอก็อาจคาดการณ์ได้ว่าในอนาคตบริษัทก็มีแนวโน้มที่จะจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่อง

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัยและข้อเสนอแนะ

#### 5.1 สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้ได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้น คณะกรรมการบริษัท กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) เป็นระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ.2554-2558 โดยไม่รวมถึงบริษัทในกลุ่มธุรกิจธนาคาร เงินทุนหลักทรัพย์ ประกันชีวิตและประกันภัย และไม่รวมถึงบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูการดำเนินงาน ทำให้เหลือกลุ่มตัวอย่างจำนวนทั้งสิ้น 390 บริษัท โดยผู้วิจัยสนใจศึกษาโครงสร้างผู้ถือหุ้น จึงแบ่งการศึกษาออกเป็น 2 ส่วนคือ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก และสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float Ratio) และศึกษาขนาดของคณะกรรมการบริษัท

จากการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงพรรณนาเกี่ยวกับอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) พบว่า มีอัตราเงินปันผลตอบแทนเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 3.492 และบางบริษัทมีอัตราเงินปันผลตอบแทนสูงถึงร้อยละ 22.84 ส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งวัดจากสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก และสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยพบว่า มีค่าเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 55.640 และ 47.898 ตามลำดับ และในส่วนขนาดคณะกรรมการพบว่า ค่าเฉลี่ยของขนาดคณะกรรมการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) มีค่าเท่ากับ 11.835 คน

สำหรับผลการศึกษาพบหลักฐานที่แสดงให้เห็นว่า โครงสร้างพื้นฐานของบริษัทในประเทศไทยมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่อยู่ในระดับสูง โดยวัดค่าจากสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก และสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราเงินปันผลตอบแทน กล่าวคือ ยิ่งบริษัทมีการกระจุกตัวสูงมากเท่าใด ก็จะทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนอยู่ในระดับที่สูง เนื่องจากการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ทำให้ผู้บริหารถูกควบคุมการปฏิบัติงาน ไม่สามารถนำกระแสเงินสดไปใช้ในทางที่ไม่ก่อให้เกิดประโยชน์ต่อส่วนรวมหรือตัดสินใจลงทุนในโครงการต่างๆที่ไม่เกิดประโยชน์สูงสุดแก่องค์กรได้ นอกจากนี้ การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นยังเป็นปัจจัยที่ทำให้บริษัทจ่ายปันผลในระดับที่สูง เนื่องจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีสัดส่วนในการถือครองหุ้นในระดับที่สูง จึงต้องการส่วนแบ่งจากการลงทุนที่มากเช่นกัน ดังนั้น เงินปันผลจึงถือเป็นเครื่องมือที่บริษัทใช้เพื่อลดต้นทุนจากปัญหาตัวแทน ในขณะที่ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราเงินปันผลตอบแทน ซึ่งอาจเป็นไปได้ว่าลักษณะโครงสร้างการดำเนินธุรกิจในประเทศไทยแตกต่างจาก



ประเทศที่พัฒนาแล้ว ขาดบุคลากรที่มีคุณสมบัติเพียงพอที่จะมาดำรงตำแหน่งคณะกรรมการบริษัท จึงส่งผลให้ขนาดของคณะกรรมการบริษัทมีข้อจำกัด

นอกจากนี้ ผู้วิจัยยังได้ทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยอื่นๆซึ่งใช้เป็นตัวแปรควบคุมกับอัตราเงินปันผลตอบแทน ดังต่อไปนี้ ขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราเงินปันผลตอบแทน เนื่องจาก กิจการขนาดใหญ่ จะมีปัญหาตัวแทนในระดับสูง การจ่ายเงินปันผลจะทำให้กระแสเงินสดอิสระในองค์กรลดลง ซึ่งจะช่วยบรรเทาปัญหาตัวแทนได้

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราเงินปันผลตอบแทน เนื่องจากบริษัทที่มีโครงสร้างหนี้สินในระดับสูง จะต้องพยายามรักษาเงินทุนภายในบริษัทให้อยู่ในระดับที่เพียงพอในการชำระเงินคืนสำหรับการชำระหนี้ รวมทั้งใช้ในการทำธุรกรรมต่างๆภายในบริษัท ทำให้ไม่สามารถจ่ายเงินปันผลหรือจ่ายเงินปันผลในระดับที่ต่ำให้กับผู้ถือหุ้นได้

Tobin's Q มีความสัมพันธ์ทางลบกับอัตราเงินปันผลตอบแทน เพราะบริษัทที่มีโอกาสเติบโตสูง จะเก็บเงินไว้สำหรับการลงทุนต่อในอนาคต ซึ่งจะสร้างมูลค่าให้กับผู้ถือหุ้นได้มากกว่าการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบัน ดังนั้นจึงทำให้อัตราเงินปันผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นอยู่ในระดับที่ต่ำ

อัตราการจ่ายเงินปันผลในอดีตมีความสัมพันธ์ทางบวกกับอัตราเงินปันผลตอบแทน เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลในอดีตถือเป็นปัจจัยที่ผู้ลงทุนใช้พิจารณาต่อการลงทุนในหลักทรัพย์และคาดการณ์การจ่ายเงินปันผลของบริษัทนั้น ซึ่งบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอก็อาจคาดการณ์ได้ว่าในอนาคตบริษัทก็มีแนวโน้มที่จะจ่ายปันผลอย่างต่อเนื่อง

## 5.2 ข้อจำกัดงานวิจัย

งานวิจัยฉบับนี้ได้ศึกษากลุ่มตัวอย่างเฉพาะบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET100) เพียงแค่บริษัทที่มีขนาดใหญ่และสภาพคล่องสูง หากต้องการศึกษาให้ครอบคลุมมากกว่านี้สามารถเพิ่มจำนวนบริษัทเป็นบริษัททั้งตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้ตัวแปรการจ่ายเงินปันผล พิจารณาเฉพาะเงินปันผลที่จ่ายเป็นเงินสดเท่านั้น ไม่นับรวมหุ้นปันผล

## 5.3 ข้อเสนอแนะงานวิจัย

งานวิจัยชิ้นนี้เป็นการศึกษาในกลุ่มตัวอย่างของกิจการทั้งหมดที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสามารถนำไปใช้อ้างอิงต่อการศึกษาเพิ่มเติมในอนาคต ในส่วนที่

เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ถึงการจ่ายปันผลของกิจการ และสามารถขยายขอบเขตของงานวิจัยเพิ่มเติมในด้านต่างๆดังนี้

### 5.3.1 ตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

งานวิจัยในอนาคตสามารถเพิ่มปริมาณ หรือปรับเปลี่ยนตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ไม่ว่าจะเป็นตัวแปรที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น และคณะกรรมการบริษัท หรือตัวแปรที่เกี่ยวข้องต่อการวัดระดับการจ่ายปันผล ซึ่งอาจทำให้ได้ผลการศึกษาที่เจาะลึกและชัดเจนเป็นประโยชน์ต่อการวิเคราะห์มากยิ่งขึ้น

### 5.3.2 ระดับของกลุ่มตัวอย่าง

งานวิจัยในอนาคตอาจมีการวิเคราะห์แยกบริษัทตามกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อนำผลที่ได้มาเปรียบเทียบความแตกต่างของแต่ละอุตสาหกรรม ได้ผลการศึกษาที่มีความละเอียดมากยิ่งขึ้น เพื่อเป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนที่ต้องการทราบความสัมพันธ์ของการจ่ายปันผลในระดับอุตสาหกรรมที่แตกต่างกันด้วย

## รายการอ้างอิง

### บทความวารสาร

ศุภลักษณ์ อังสุโข, ผาดิกา ตันวิเชียร, ตระการตา สงวนศักดิ์โยธิน, และ ปิยภัทร ธาระวานิช. 2012. นโยบายการจ่ายเงินปันผลกับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดและลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น. *จุฬาลงกรณ์ธุรกิจปริทัศน์*, 131: 107-144.

### วิทยานิพนธ์

ตั้งชนก ตริรัตน์ศิริกุล. 2010. *โครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผล*. งานศึกษาอิสระคณะพาณิชยศาสตร์และการบัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

รุ่งฟ้า พรหมบุตร. 2014. *ขนาดและองค์ประกอบคณะกรรมการบริษัทกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล : หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. งานศึกษาอิสระ บัณฑิตวิทยาลัย มหาวิทยาลัยสงขลานครินทร์.

### Articles

Abdelsalam, O., El-Masry, A., Elsegini, S. 2008. Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market further evidence from CASE50. *Emerald Insight*, 953-962.

Barclay, M. J., Smith, C. W., Watts, R. L. 1995. The determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4-19.

Black, F., Scholes, M. 1974. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1): 1-22.

Brav, A., Grahama, J., Harvey, C. Michaely, R. 2003. Payout policy in the 21<sup>st</sup> century. *Journal of Financial Economics*, 77(3): 483-527.

Chang, B., Dutta, S. 2012. Dividends and Corporate Governance: Canadian Evidence. *The IUP Journal of Applied Finance*, 18.4: 5-30.

Chay, J. B., Suh, J. 2009. Payout policy and cash-flow uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 88-107.

- Chen, Z., Cheung, Y. L., Stouraitis, A., Wong, A. W. S. 2005. Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13: 431-449.
- Choe, H., Kho, B. C., Stulz, R. 2005. Do domestic investors have an edge? The trading experience of foreign investors in Korea. *Review of Financial Studies*, 18: 795-829.
- Choi, J., Sami, H., Zhou, H. 2009. Corporate ownership and bid-ask spread: Evidence on information asymmetry in Chinese capital markets, Working paper, Temple University, Lehigh University and University of Texas Pan American.
- Crutchley, C., Robert, H. 1989. "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends". *Financial Management*, 18: 36-46.
- DeAngelo, H. , DeAngelo, L. , Stulz, R. M. 2006. Dividend policy and the earned/ contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 227-254.
- Faccio, M., Lang, L.H.P., Young, L. 2001. Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91: 54-78.
- Fama, E. F., French, K. R. 2001. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*, 60(1): 3-43.
- Fama, E.F., Jensen, M. C. 1983. Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26.
- Farinha, J. 2003. Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis, *Journal of Business Finance & Accounting*, 1173-1209.
- Grullon, G., Michaely, R., Swaminathan, B. 2002. Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?. *The Journal of Business*, 387-423.
- Gugler, K., Yurtoglu, B. B. 2003. Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47: 731-758.
- Harada, K., Nguyen, P. 2011. Ownership concentration and dividend policy in Japan. *Emerald Insight*, 362-379.

- Holder, M., Langrehr, F., Hexter, J. 1998. Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management*, 27: 73-82.
- Jensen, G. R., Solbreg, D. P., Zorn, T. S. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2): 247-263.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76: 323-329.
- Jensen, M., Meckling, W. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., Friedman, E. 2000. Corporate governance in the Asian financial crisis, *Journal of Financial Economics*, 58: 141-186.
- Khan, T. 2006. Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data. *Economic Journal*, 116(510): 172-189.
- Kouki, M., Guizani, M. 2009. Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research*, 25(1): 42-53.
- Kowalewski, O., Stetsyuk, I., Talavera, O. 2007. Do Corporate Governance and Ownership Determine Dividend Policy in Poland?. *Financial Markets and Institutions*, November 2007: 61-86.
- Kumar, J. 2003. Ownership Structure and Dividend Payout Policy in India, *India Gandhi Institute of Development Research*.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Visney, R. W. 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of finance*, 55(1): 1-33.
- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporation among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review*, 46(2): 97-113.
- Lloyd, W., Jahera, J., Page, D. 1985. Agency Costs and Dividend Payout Ratios. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 24: 19-29.
- Malkawi, H. A. N. A. 2007. Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. *Journal of Economic & Administration Sciences*, 44-70.

- Mancinelli, L., Ozkan, A. 2006. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Italian Firms. *The European Journal of Finance*, 265-282.
- Merton, H. M., Franco, M. 1961. "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares". *The Journal of Business*, University of Chicago Press, 34: 411.
- Miller, M. H., Rock, K. 1985. Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40: 1031-1051.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. 1988. Managerial ownership and Market valuation. *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315.
- Pomsit, J. 2012. Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). *International Review of Economics and Finance*, 22: 208-221.
- Porta, R. L., Silanes, F. L. D., Shleifer, A., Vishny, R. W. 2000. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Finance*, 4: 1-33.
- Ramli, N. M. 2010. Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from Malaysian Companies. *International Review of Business Research Papers*, 6(1): 170-180.
- Rozeff, M. 1982. Growth, Beta and agency Costs as Determinants of Dividend payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5: 249-259.
- Sami, H., Zhou, H. 2004. A comparison of value relevance of accounting information in different segments of the Chinese stock market. *International Journal of Accounting*, 403-427.
- Schellenger, M. H., Wood, D. D., Tashakori, A. 1989. Board of Director Composition, Shareholder Wealth, and Dividend Policy. *Journal of Management*, 457-467.
- Shiller, R. J. 1984. Stock Prices and Social Dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, 457-510.
- Shleifer, A., Vishny, R. 1986. Large Shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94: 461-488.
- Shleifer, A., Vishny, R. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52: 737-783.
- Smith Jr., C. W., Watts, R. L. 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3): 263-292.

- Stulz, R. 1988. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20: 25-54.
- Thanatawee, Y. 2012. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*, 121-132.
- Truong, T., Heaney, R. 2007. Largest shareholder and dividend policy around the world. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47: 667-687.
- White, L. F. 1996. Executive compensation and dividend policy. *Journal of Corporate Finance*, 335-358.
- Wiwattanakantang, Y. 2000. Controlling Shareholders and Corporate Value: evidence from Thailand. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9: 323-362.





ภาคผนวก



## ภาคผนวก ก

### บทนิยามของการกระจายการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float)

การกระจายการถือหุ้นโดยผู้ถือหุ้นรายย่อย หรือ Free Float เป็นส่วนสำคัญของการมีสภาพคล่องในการซื้อขายหุ้นของบริษัท ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นของบริษัทและผู้ลงทุนที่จะซื้อขายหุ้นได้อย่างคล่องตัวและได้ราคาที่เหมาะสม ทำให้เกิดความน่าสนใจในหุ้นของบริษัท อันจะส่งผลให้บริษัทสามารถระดมทุนผ่านตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้โดยสะดวก ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงกำหนดให้ Free Float เป็นคุณสมบัติประการหนึ่งในการเข้าจดทะเบียนและดำรงสถานะในการเป็นบริษัทจดทะเบียน

ผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) หมายถึงผู้ถือหุ้นที่มีได้เป็นผู้ที่มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholders) โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดนิยามของผู้มีส่วนร่วมในการบริหารงาน (Strategic Shareholders) ดังนี้

1. กรรมการ ผู้จัดการ หรือผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหาร 4 รายแรก นับต่อจากผู้จัดการลงมา ผู้ซึ่งดำรงตำแหน่งเทียบเท่ากับผู้ดำรงตำแหน่งระดับบริหารรายที่ 4 ทุกราย โดยให้นับรวมหุ้นที่ถือโดยผู้เกี่ยวข้องและบุคคลที่มีความสัมพันธ์กับบุคคลดังกล่าว

2. ผู้ถือหุ้นที่ถือหุ้นเกินกว่าร้อยละ 5 ของทุนชำระแล้ว โดยนับรวมการถือหุ้นของผู้ที่เกี่ยวข้องด้วย ยกเว้น บริษัทหลักทรัพย์ บริษัทประกันชีวิต บริษัทประกันภัย กองทุนรวม กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนประกันสังคม กองทุนบำเหน็จบำนาญ หรือโครงการลงทุนที่ได้รับอนุมัติตามกฎหมาย (แต่ถ้ามีการส่งตัวแทนเข้ามาบริหารงานในบริษัทจดทะเบียนจะไม่สามารถนับเป็น Free Float ได้)

3. ผู้มีอำนาจควบคุม หมายถึง ผู้ที่มีพฤติการณ์มีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบาย การจัดการ หรือการดำเนินงานของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ไม่ว่าจะอิทธิพลดังกล่าวจะสืบเนื่องจากการเป็นผู้ถือหุ้นหรือได้รับมอบอำนาจตามสัญญาหรือการอื่นใดก็ตาม โดยเฉพาะอย่างยิ่งคือบุคคลที่เข้าลักษณะข้อใดข้อหนึ่งดังนี้

- บุคคลที่มีสิทธิออกเสียงไม่ว่าโดยทางตรงหรือทางอ้อมเกินกว่าร้อยละ 25 ของจำนวนหุ้นที่มีสิทธิออกเสียงทั้งหมดของบริษัท

- บุคคลที่ตามพฤติการณ์สามารถควบคุมการแต่งตั้งหรือถอดถอนกรรมการของบริษัทนั้นได้

- บุคคลที่ตามพฤติการณ์สามารถควบคุมผู้ซึ่งรับผิดชอบในการกำหนดนโยบาย การจัดการหรือการดำเนินงานของบริษัทให้ปฏิบัติตามคำสั่งของตนในการกำหนดนโยบาย การจัดการหรือการดำเนินงานของบริษัท

- บุคคลที่ตามพฤติการณ์มีการดำเนินงานในบริษัทหรือมีความรับผิดชอบในการดำเนินงานของบริษัทเยี่ยงกรรมการหรือผู้บริหาร รวมทั้งบุคคลที่มีตำแหน่งซึ่งมีอำนาจหน้าที่เช่นเดียวกับบุคคลดังกล่าวของบริษัทนั้น

บุคคลที่มีความสัมพันธ์ หมายถึง บุคคลที่มีความสัมพันธ์ทางสายโลหิต หรือโดยการจดทะเบียนตามกฎหมาย ได้แก่

- (1) คู่สมรส
- (2) บิดา มารดา
- (3) พี่น้อง
- (4) บุตรและคู่สมรสของบุตร

ผู้ที่เกี่ยวข้อง หมายถึง บุคคลหรือห้างหุ้นส่วน ตามมาตรา 258 (1)-(7) ของ พรบ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ พ.ศ. 2535 ฉบับเดิม ได้แก่

- (1) คู่สมรส
- (2) บุตรที่ยังไม่บรรลุนิติภาวะ
- (3) ห้างหุ้นส่วนสามัญที่บุคคลดังกล่าว รวมถึง (1) หรือ (2) เป็นหุ้นส่วน
- (4) ห้างหุ้นส่วนจำกัดที่บุคคลดังกล่าว รวมถึง (1) หรือ (2) เป็นหุ้นส่วนไม่จำกัด

ความรับผิดชอบ หรือจำกัดความรับผิดชอบรวมกันเกินกว่า 30%

(5) บริษัทจำกัดหรือบริษัทมหาชนจำกัดที่บุคคลดังกล่าว รวมถึง (1) หรือ (2) หรือ (3) หรือ (4) ถือหุ้นรวมกันเกินกว่า 30%

(6) บริษัทจำกัด หรือบริษัทมหาชนที่บุคคลดังกล่าว รวมถึง (1) หรือ (2) หรือ (3) หรือ (4) หรือ (5) ถือหุ้นรวมกันเกินกว่า 30%

(7) นิติบุคคลตามมาตรา 246 และ 247 (ตามพรบ. หลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์) ที่มีอำนาจจัดการในฐานะเป็นผู้แทนของนิติบุคคล

โดยบริษัทจดทะเบียนต้องมีจำนวนผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่า 150 ราย และถือหุ้นรวมกันไม่น้อยกว่าร้อยละ 15 ของทุนชำระแล้ว โดยตลาดหลักทรัพย์พิจารณาจากรายงาน Free Float ซึ่งบริษัทจัดทำขึ้นจากรายชื่อผู้ถือหุ้นที่ปรากฏ ณ วันกำหนดรายชื่อผู้ถือหุ้นหรือวันปิดสมุดทะเบียนพักการโอนหุ้นเพื่อสิทธิในการเข้าร่วมประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปีของบริษัทจดทะเบียน

อย่างไรก็ตาม ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้กำหนดแนวทางดำเนินการกับบริษัทจดทะเบียนที่มี Free Float ไม่ครบถ้วน โดยนำมาตรการคิดค่าธรรมเนียมรายปีส่วนเพิ่มมาใช้เมื่อบริษัทจดทะเบียนมี Free Float ไม่ครบถ้วนเป็นปีที่ 2 ขึ้นไปจนกว่าบริษัทจดทะเบียนจะแก้ไขเหตุ

ดังกล่าวได้ โดยอัตราการคิดค่าธรรมเนียมส่วนเพิ่มนั้นจะขึ้นอยู่กับระยะเวลาและจำนวนการกระจายผู้  
ถือหุ้นรายย่อยที่บริษัทจดทะเบียนยังไม่สามารถปฏิบัติได้ตามเกณฑ์



## ประวัติผู้เขียน

ชื่อ

นางสาว ปราณชลี สมภพโกศาจารย์

วันเดือนปีเกิด

7 เมษายน พ.ศ. 2535

วุฒิการศึกษา

ปีการศึกษา 2556: บริหารธุรกิจบัณฑิต

การจัดการแบบบูรณาการ

มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์

