

ปัจจัยเชิงองค์กรและธรรมาภิบาลที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สุรกิจ พิทักษ์ภากร¹, ปรีชา ยิ่งวัฒนากุล¹ และกาญจนา ส่งวัฒนา^{1*}

¹คณะเศรษฐศาสตร์และการลงทุน มหาวิทยาลัยกรุงเทพ

*karnjana.s@bu.ac.th

บทคัดย่อ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลตอบแทนจากเงินปันผลที่จ่ายโดยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และวิเคราะห์ปัจจัยทางด้านคุณลักษณะของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผล การศึกษาใช้ข้อมูลจาก 223 บริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย โดยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาและแบบจำลองสมการถดถอย ตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์ประกอบด้วย คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) สินทรัพย์รวม กำไรสุทธิ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) และมูลค่าตลาด ผลการวิจัยพบว่า ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ และมูลค่าตลาด โดยคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ และมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบ ผลการศึกษานี้สามารถนำไปใช้เป็นแนวทางสำหรับนักลงทุนที่สนใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง โดยควรพิจารณาเลือกบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีสูง มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำ มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิที่สูง และมีมูลค่าตลาดที่สูง

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลตอบแทนจากเงินปันผลที่จ่ายโดยบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และวิเคราะห์ปัจจัยทางด้านคุณลักษณะของบริษัทที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผล การศึกษาใช้ข้อมูลจาก 223 บริษัทที่จดทะเบียนในประเทศไทย โดยใช้การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาและแบบจำลองสมการถดถอย ตัวแปรที่นำมาวิเคราะห์ประกอบด้วย คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) สินทรัพย์รวม กำไรสุทธิ อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) และมูลค่าตลาด ผลการวิจัยพบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลเฉลี่ยของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีค่าเท่ากับ 0.38 เท่า โดยมีการกระจายตัวที่ค่อนข้างสูง (ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน = 0.544) แสดงให้เห็นว่าบริษัทต่างๆ มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกันมาก สำหรับปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ และมูลค่าตลาด โดยคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ และมูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบ ผลการศึกษานี้สามารถนำไปใช้เป็นแนวทางสำหรับนักลงทุนที่สนใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง โดยควรพิจารณาเลือกบริษัทที่มีคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีสูง มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำ มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิที่สูง และมีมูลค่าตลาดที่สูง

คำสำคัญ: เงินปันผล ธรรมาภิบาล บริษัทจดทะเบียน ตลาดหลักทรัพย์ อัตราส่วนทางการเงิน

Corporate and Governance Factors Influencing Dividend Payouts of Listed Companies in the Thai Stock Exchange of Thailand

Surakit Pitakpakorn¹, Preecha Yingwattanakul¹ and Karnjana Songwathana^{1*}

¹School of Economics and Investment, Bangkok University

*karnjana.s@bu.ac.th

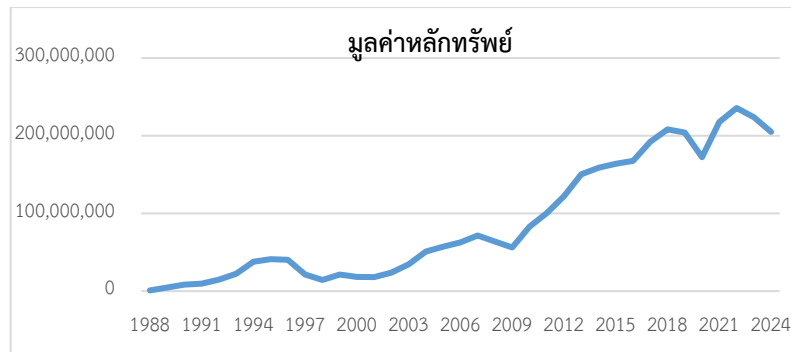
Abstract

This research aims to study dividend returns paid by listed companies in the Stock Exchange of Thailand and analyze corporate characteristic factors that influence dividend payments. The study used data from 223 companies listed in Thailand, employing descriptive statistics and regression model analysis. Variables analyzed include corporate governance scores (CG), return on equity (ROE), debt to equity ratio (D/E), total assets, net profit, price to earnings ratio (P/E), and market capitalization. The research findings show that the average dividend payout ratio of companies in the sample was 0.38 times with relatively high dispersion (standard deviation = 0.544), indicating that companies have significantly different dividend policies. The factors significantly influencing dividend payouts include corporate governance scores, debt to equity ratio, price to earnings ratio, and market capitalization. Corporate governance scores, price to earnings ratio, and market capitalization showed positive relationships with dividend payout ratios, while the debt to equity ratio showed a negative relationship. These findings can serve as guidelines for investors interested in high-dividend yielding securities. Investors should consider selecting companies with high corporate governance scores, low debt to equity ratios, high price to earnings ratios, and high market capitalization.

Keywords: Dividend Payout, Corporate Governance, Listed Companies, Stock Exchange, Financial Ratios

1. บทนำ

ด้วยสถานการณ์เศรษฐกิจในปัจจุบันที่มีระดับอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นและระดับอัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่ลดลง ส่งผลให้นักลงทุนที่สนใจลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มมากขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ดังจะเห็นได้จากการเติบโตของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในระยะยาวดังภาพที่ 1



ภาพที่ 1 มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี 1988-2024

ที่มา: [1]

จากภาพที่ 1 แสดงให้เห็นถึงการเติบโตอย่างต่อเนื่องของมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตั้งแต่ปี 1988 จนถึงปี 2024 โดยในช่วงแรก (ปี 1988-1995) มูลค่าตลาดอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำและมีการเติบโตอย่างค่อยเป็นค่อยไป หลังจากนั้นในช่วงปี 1996-1997 พบว่ามีการเติบโตขึ้นอย่างรวดเร็วก่อนที่จะเกิดการปรับตัวลงในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจเอเชียปี 1997-1998

ตั้งแต่ปี 2000 เป็นต้นมา มูลค่าตลาดได้มีการฟื้นตัวและเติบโตขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในช่วงปี 2004-2008 ที่มีการเติบโตขึ้นอย่างก้าวกระโดดจากประมาณ 20,000 ล้านบาทเป็นกว่า 60,000 ล้านบาท หลังจากนั้นได้เกิดการปรับตัวลงในช่วงวิกฤตการเงินโลกปี 2008-2009 แต่ก็ได้ฟื้นตัวขึ้นอย่างแข็งแกร่งในช่วงปี 2010-2024 โดยในปี 2021-2022 มูลค่าตลาดได้สูงถึงกว่า 230,000 ล้านบาท ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความเชื่อมั่นและความสนใจของนักลงทุนที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในระยะยาว [1] การลงทุนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยจึงเป็นเรื่องที่นักลงทุนให้ความสนใจอย่างมาก ดังจะเห็นได้จากสถิติการซื้อขายที่เพิ่มขึ้นในหลายมิติ ได้แก่ มูลค่าการซื้อขายหมุนเวียนทั้งในด้านปริมาณ (ล้านหุ้น) และมูลค่า (ล้านบาท) รวมถึงมูลค่าการซื้อขายหมุนเวียนเฉลี่ยต่อวันทั้งปริมาณและมูลค่า [1] นอกจากนี้ยังมีการเพิ่มขึ้นของจำนวนรายการซื้อขายและจำนวนรายการเฉลี่ยต่อวัน ซึ่งแสดงให้เห็นถึงการเพิ่มขึ้นของกิจกรรมการซื้อขายและความสนใจของนักลงทุนที่มีต่อตลาดหลักทรัพย์ไทยอย่างต่อเนื่องในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา

ในการลงทุนในหลักทรัพย์นั้น โดยทั่วไปแล้วนักลงทุนจะได้รับผลประโยชน์จากการลงทุนในสองรูปแบบหลัก คือ กำไรจากการขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) ที่เกิดจากการที่ราคาหลักทรัพย์ปรับตัวสูงขึ้นกว่าต้นทุนการซื้อ และกำไรจากเงินปันผล (Dividend Income) ที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น [2] โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับนักลงทุนที่นับถือกลยุทธ์การลงทุนแบบคุณค่า (Value Investing) จะมุ่งเน้นการค้นหาหลักทรัพย์ที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงเพื่อใช้เป็นทางเลือกในการสร้างรายได้ที่สม่ำเสมอ แทนการพึ่งพาเพียงการฝากเงินเพื่อรับดอกเบี้ยจากธนาคารเท่านั้น หรือที่เรียกกันว่าการหาหุ้นปันผลสูง

จากข้อมูลสถิติของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเกี่ยวกับอัตราเงินปันผลตอบแทนของตลาด (Market Dividend Yield) ที่ผ่านมาจะพบว่าค่าเฉลี่ยของอัตราเงินปันผลตอบแทนของตลาดอยู่ในระดับที่สูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝากของธนาคารพาณิชย์อย่างชัดเจน [1] ทำให้นักลงทุนมีความสนใจเป็นอย่างมากในการค้นหาและคัดเลือกหลักทรัพย์ที่สามารถให้ผลตอบแทนในรูปของเงินปันผลที่สูง

จากบริบทดังกล่าวจึงเป็นที่มาของคำถามสำคัญที่ว่า หลักทรัพย์หรือบริษัทประเภทใดที่มีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง และมีปัจจัยใดบ้างที่สามารถใช้เป็นตัวชี้วัดหรือข้อสังเกตว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์มีแนวโน้มที่จะมีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่สูง ทั้งนี้ตามหลักการพื้นฐานของการจ่ายเงินปันผล บริษัทจะสามารถจ่ายเงินปันผลได้ก็ต่อเมื่อบริษัทดำเนินการแล้วได้กำไรสุทธิ [3] ซึ่งจากกำไรสุทธิที่เกิดขึ้นในแต่ละไตรมาสหรือแต่ละปี ผู้บริหารของบริษัทสามารถเลือกที่จะนำกำไรดังกล่าวมาจ่ายเป็นเงินปันผลเพื่อตอบแทนผู้ถือหุ้น หรืออาจเลือกที่จะเก็บรักษากำไรไว้เพื่อวัตถุประสงค์อื่น เช่น

การรักษาสภาพคล่องทางการเงินของบริษัท การขยายการลงทุนในโครงการใหม่ หรือการนำไปใช้ชำระหนี้เพื่อปรับปรุงโครงสร้างทางการเงิน

ดังนั้น นโยบายการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัทจึงมีความเกี่ยวข้องอย่างใกล้ชิดกับข้อมูลทางการเงินต่างๆ ของบริษัท ไม่ว่าจะเป็น สภาพคล่องทางการเงิน อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ความสามารถในการทำกำไรจากการประกอบธุรกิจ ความมั่นคงทางการเงิน และโอกาสในการเติบโตในอนาคต [4] นอกจากปัจจัยทางการเงินแล้ว งานวิจัยในต่างประเทศยังพบว่านโยบายการจ่ายเงินปันผลมีความเกี่ยวข้องกับระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Good Corporate Governance) ของบริษัทด้วย [5,6,7]

การกำกับดูแลกิจการที่ดี (Corporate Governance) เป็นระบบการจัดการและควบคุมกิจการของบริษัทที่มีการกำหนดทิศทาง กลยุทธ์ นโยบาย และการดำเนินงานของบริษัทอย่างโปร่งใส เป็นธรรม มีความรับผิดชอบ และคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่าย [6] โดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ได้กำหนดหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีซึ่งประกอบด้วยหลักการสำคัญ 5 ด้าน ได้แก่ (1) สิทธิของผู้ถือหุ้น (2) การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน (3) บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย (4) การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส และ (5) ความรับผิดชอบต่อคณะกรรมการ [6]

ทั้งนี้ในปัจจุบัน สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors: IOD) ร่วมกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและสำนักงาน ก.ล.ต. มีการดำเนินโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (Corporate Governance Report: CGR) เป็นประจำทุกปีตั้งแต่ปี 2544 เพื่อติดตามและวัดผลการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย [7] การประเมินนี้มีการให้คะแนนและการจัดอันดับธรรมาภิบาลเพื่อส่งเสริมให้บริษัทต่างๆ ปรับปรุงและพัฒนาระบบการกำกับดูแลกิจการให้ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง และเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนของนักลงทุน

แม้ว่างานวิจัยที่ผ่านมาได้ศึกษาปัจจัยต่างๆ ที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นจำนวนมาก [3,4,5,6,7] แต่การศึกษาล้วนส่วนใหญ่จะแยกศึกษาปัจจัยด้านการกำกับดูแลกิจการและปัจจัยทางการเงินแบบแยกส่วน การศึกษาที่มีการรวมปัจจัยทั้งสองกลุ่มเข้าด้วยกันในบริบทเดียวกันเป็นระบบยังมีอยู่อย่างจำกัด [10] ส่วนการศึกษาเกี่ยวกับผลกระทบของคะแนนการกำกับดูแลกิจการจากโครงการ CGR ที่ดำเนินการโดย IOD ต่อการจ่ายเงินปันผลยังมีการศึกษาค้นคว้าน้อย โดยเฉพาะการศึกษาที่ครอบคลุมข้อมูลปี 2024 ซึ่งเป็นข้อมูลล่าสุดที่สะท้อนถึงสถานการณ์หลังจากการเปลี่ยนแปลงของกฎระเบียบและมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการในตลาดทุนไทย นอกจากนี้ การวิจัยส่วนใหญ่ในตลาดเกิดใหม่ยังคงมีข้อจำกัดในการศึกษาผลกระทบของการปรับปรุงโครงสร้างการกำกับดูแลกิจการต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล [10] โดยเฉพาะในบริบทของประเทศไทยที่มีลักษณะเฉพาะด้านโครงสร้างความเป็นเจ้าของที่เข้มข้น การคุ้มครองผู้ถือหุ้นส่วนน้อยที่อ่อนแอ และกลไกการกำกับดูแลที่กำลังพัฒนา [11]

จากความสำคัญและช่องว่างงานวิจัยดังกล่าวข้างต้น จึงเป็นเรื่องที่น่าสนใจอย่างยิ่งที่จะศึกษาและวิเคราะห์ว่าปัจจัยด้านคุณลักษณะเฉพาะขององค์กรและระดับการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทใดบ้างที่มีอิทธิพลและความสัมพันธ์ต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เพื่อที่ผลการศึกษจะได้เป็นประโยชน์ต่อนักลงทุนในการคัดเลือกและตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีโอกาสสูงในการได้รับเงินปันผลตอบแทนที่น่าพอใจ

2. วัตถุประสงค์ของการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาและวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยมีวัตถุประสงค์เฉพาะดังต่อไปนี้

- 1) เพื่อศึกษาผลตอบแทนจากเงินปันผลที่จ่ายโดยบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- 2) เพื่อวิเคราะห์ปัจจัยเชิงองค์กรและธรรมาภิบาลที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3. การทบทวนวรรณกรรม

การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้รับอิทธิพลจากหลายปัจจัยทั้งในด้านโครงสร้างองค์กร กลไกธรรมาภิบาล และตัวชี้วัดทางการเงิน โครงสร้างความเป็นเจ้าของ โดยเฉพาะในกรณีที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่เป็นนักลงทุนสถาบัน มีแนวโน้มที่จะส่งผลต่อทั้งโอกาสและปริมาณในการจ่ายเงินปันผล [2,6] ทั้งนี้เพราะนักลงทุนสถาบันมักให้ความสำคัญกับการรับผิดชอบต่อแทนในรูปแบบของเงินปันผลเป็นพิเศษ

ปัจจัยด้านธรรมาภิบาลองค์กร เช่น ลักษณะของคณะกรรมการบริษัท ขนาดของคณะกรรมการ และความถี่ในการประชุมคณะกรรมการตรวจสอบ ก็มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญต่อการตัดสินใจจ่ายเงินปันผล [3] การมีกรรมการอิสระและการดำเนินงานภายใต้แนวปฏิบัติธรรมาภิบาลที่ดี ช่วยลดต้นทุนตัวแทน (agency costs) โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมที่เน้นความโปร่งใส เช่น เทคโนโลยี และสินค้าอุปโภคบริโภค [4]

ด้านตัวชี้วัดทางการเงิน บริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีสภาพคล่อง และมีผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูง มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลมากกว่า เนื่องจากมีทรัพยากรและกระแสเงินสดเพียงพอ [4, 7] อย่างไรก็ตาม บริษัทที่มีหนี้สินสูงหรือมีอัตราการเติบโตของยอดขายอย่างรวดเร็ว มักหลีกเลี่ยงการจ่ายเงินปันผล โดยมุ่งเน้นการชำระหนี้และการลงทุนเพื่อขยายธุรกิจแทน ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Sukkaew [5] เกี่ยวกับสมมติฐานต้นทุนตัวแทนและกระแสเงินสดอิสระในนโยบายการจ่ายเงินปันผลของประเทศไทย [4]

แม้ว่ากำไรสุทธิจะเป็นปัจจัยที่โดยทฤษฎีควรมีผลต่อการจ่ายเงินปันผล แต่ในทางปฏิบัติพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างกำไรกับการจ่ายเงินปันผลนั้นไม่แน่นอน บางงานวิจัยพบว่าไม่มีความสัมพันธ์ที่ชัดเจน [4] ขณะที่อีกหลายการศึกษาแสดงให้เห็นว่า บริษัทที่มีกำไรสะสมและกระแสเงินสดอิสระในระดับสูง มีแนวโน้มจะจ่ายเงินปันผลมากขึ้น สอดคล้องกับทฤษฎีวัฏจักรชีวิตและทฤษฎีกระแสเงินสดอิสระ [5,6,7,8]

นอกจากปัจจัยภายในองค์กรแล้ว สภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจก็มีผลต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลเช่นกัน โดยเฉพาะในช่วงที่เศรษฐกิจชะลอตัว นักลงทุนไทยมีแนวโน้มชอบหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นกลไกสำคัญในการสร้างความเชื่อมั่นให้กับผู้ถือหุ้นในช่วงเวลาที่ไม่แน่นอน [11] อย่างไรก็ตาม มีแนวโน้มว่าความถี่ในการจ่ายเงินปันผลลดลงเมื่อเวลาผ่านไป อันเนื่องมาจากลักษณะของบริษัทที่เปลี่ยนแปลง เช่น มีโอกาสในการเติบโตเพิ่มขึ้น และมีขนาดที่เล็กลง [12] ปัจจัยอื่นๆ เช่น อัตราส่วนสภาพคล่อง (Current Ratio) และผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับสัดส่วนการจ่ายเงินปันผล ขณะที่การเติบโตของยอดขายมีความสัมพันธ์เชิงลบ [7] ข้อค้นพบเหล่านี้แสดงให้เห็นว่าการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนไทยนั้นมีความซับซ้อนและขึ้นอยู่กับปัจจัยทั้งภายในและภายนอกองค์กร

แม้งานวิจัยที่ผ่านมาได้ชี้ให้เห็นถึงปัจจัยหลากหลายที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่อย่างไรก็ตาม ยังขาดการศึกษาแบบบูรณาการที่รวมทั้งปัจจัยด้านธรรมาภิบาลร่วมกับตัวแปรทางการเงินและมูลค่าตลาดในบริบทเดียวกันอย่างเป็นระบบ โดยเฉพาะการใช้คะแนนการกำกับดูแลกิจการจากโครงการ CGR ที่เป็นมาตรฐานการประเมินที่ได้รับการยอมรับในตลาดทุนไทย การวิจัยครั้งนี้จึงมุ่งวิเคราะห์ผลตอบแทนจากเงินปันผล และศึกษาปัจจัยเชิงคุณลักษณะของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล เพื่อเป็นแนวทางเชิงประจักษ์สำหรับนักลงทุนและผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในการประเมินศักยภาพของกิจการในการจ่ายผลตอบแทนที่เหมาะสมและยั่งยืน

4. ระเบียบวิธีวิจัย

4.1 ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษานี้มีประชากรเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งมีจำนวนทั้งสิ้นประมาณ 800 บริษัท ณ สิ้นปี 2024 [1] การศึกษานี้มีกลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 223 บริษัท โดยมีหลักเกณฑ์การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างดังต่อไปนี้

1. เกณฑ์การมีข้อมูลครบถ้วน โดยกลุ่มตัวอย่างต้องมีข้อมูลทางการเงินและข้อมูลการกำกับดูแลกิจการที่ครบถ้วนสำหรับปี 2024
2. เกณฑ์การมีคะแนน CGR กลุ่มตัวอย่างต้องมีการประเมินคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CGR) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในปี 2024
3. เกณฑ์การไม่เป็นบริษัทในกลุ่มการเงิน ยกเว้นบริษัทในกลุ่มธนาคาร บริษัทหลักทรัพย์ และสถาบันการเงิน เนื่องจากมีลักษณะทางการเงินและกฎระเบียบที่แตกต่างจากบริษัททั่วไป
4. เกณฑ์การซื้อขายปกติ กลุ่มตัวอย่างต้องมีการซื้อขายหุ้นปกติและไม่ถูกขึ้นเครื่องหมาย SP (Suspension) ตลอดปี 2024
5. เกณฑ์การกระจายตัวในอุตสาหกรรม โดยคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างจากหลากหลายกลุ่มอุตสาหกรรมเพื่อให้เป็นตัวแทนของตลาดโดยรวม

หลังจากการคัดเลือกตามหลักเกณฑ์ดังกล่าว ได้กลุ่มตัวอย่าง 223 บริษัท ซึ่งคิดเป็นประมาณ 28% ของบริษัทจดทะเบียนทั้งหมด โดยกลุ่มตัวอย่างประกอบด้วยบริษัทจากหลากหลายกลุ่มอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (32 บริษัท) กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (28 บริษัท) กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (41 บริษัท) กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ (25 บริษัท) กลุ่มเทคโนโลยี (31 บริษัท) กลุ่มพลังงานและสาธารณูปโภค (29 บริษัท) กลุ่มบริการ (23 บริษัท) และกลุ่มอื่นๆ (14 บริษัท)

การกระจายตัวนี้ทำให้มั่นใจได้ว่ากลุ่มตัวอย่างสามารถเป็นตัวแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยรวม และผลการศึกษาสามารถสรุปอ้างอิงได้อย่างเหมาะสม

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้เป็นข้อมูลทุติยภูมิที่เก็บรวบรวมจากแหล่งข้อมูลต่างๆ ได้แก่ ฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย [1] รายงานประจำปีของบริษัทจดทะเบียน ฐานข้อมูล SETSMART [1] ฐานข้อมูลการกำกับดูแลกิจการของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) [7] ฐานข้อมูลจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ [6] โดยใช้ข้อมูลปี 2024 ซึ่งเป็นปีล่าสุดที่มีข้อมูลครบถ้วน

4.2 วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์ข้อมูลในการศึกษาครั้งนี้แบ่งเป็นสองขั้นตอนหลัก ขั้นตอนแรกเป็นการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่ออธิบายลักษณะทั่วไปของข้อมูล โดยใช้ค่าสถิติต่างๆ ได้แก่ ค่าเฉลี่ย (Mean) ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation) ค่าต่ำสุด (Minimum) และค่าสูงสุด (Maximum) ของตัวแปรทั้งหมดที่นำมาศึกษา

ขั้นตอนที่สองเป็นการวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลด้วยวิธีการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ (Multiple Linear Regression Analysis) โดยใช้แบบจำลองสมการถดถอยที่มีรูปแบบดังนี้

$$\text{Payout} = \beta_0 + \beta_1\text{CG1} + \beta_2\text{ROE} + \beta_3\text{D/E} + \beta_4\text{TotalAsset} + \beta_5\text{NetProfit} + \beta_6\text{P/E} + \beta_7\text{MCap} + \varepsilon$$

โดยที่ตัวแปรต่างๆ ในสมการมีนิยามดังนี้

- Payout หมายถึง อัตราการจ่ายเงินปันผล วัดจากเงินปันผลต่อหุ้นหารด้วยกำไรสุทธิต่อหุ้น
- CG1 หมายถึง คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี วัดเป็นระดับคะแนนตั้งแต่ 0-5 ตามเกณฑ์การประเมิน CGR
- ROE หมายถึง อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น วัดเป็นร้อยละ
- D/E หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น วัดจากหนี้สินรวมหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น
- TotalAsset หมายถึง สินทรัพย์รวมของบริษัท วัดหน่วยเป็นล้านบาท
- NetProfit หมายถึง กำไรสุทธิของบริษัท วัดหน่วยเป็นล้านบาท
- P/E หมายถึง อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิต่อหุ้น วัดจากราคาหุ้นหารด้วยกำไรสุทธิต่อหุ้น
- MCap หมายถึง มูลค่าตลาดของบริษัท วัดหน่วยเป็นพันล้านบาท

4.3 สมมติฐานการวิจัย

การศึกษาครั้งนี้กำหนดสมมติฐานการวิจัยเพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างปัจจัยต่างๆ กับการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ดังนี้

- H1: คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG1) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท
- H2: อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท
- H3: อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) มีอิทธิพลเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท
- H4: สินทรัพย์รวม (TotalAsset) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท
- H5: กำไรสุทธิ (NetProfit) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท
- H6: อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท
- H7: มูลค่าตลาด (MCap) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

5. ผลการศึกษา

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรต่างๆ ที่ใช้ในการศึกษาครั้งนี้แสดงดังตารางที่ 1 ซึ่งชี้ให้เห็นถึงลักษณะทั่วไปของข้อมูลที่เก็บรวบรวมได้ จากการวิเคราะห์พบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลเฉลี่ยของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง มีค่าเท่ากับ 0.38 เท่า หรือร้อยละ 38 ของกำไรสุทธิ โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.544 ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีการกระจายตัวที่ค่อนข้างสูง ค่าต่ำสุดเท่ากับ 0.00 และค่าสูงสุดเท่ากับ 5.66 แสดงให้เห็นว่าบริษัทต่างๆ มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกัน หากจัดกลุ่มตามระดับการจ่ายเงินปันผล จากช่วงข้อมูลที่กว้าง (0.00-5.66) สามารถแบ่งลักษณะการจ่ายเงินปันผลได้เป็น 3 กลุ่มหลัก คือ บริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผล (Payout = 0.00) บริษัทที่จ่ายเงินปันผลปานกลาง (Payout = 0.20-0.60) และบริษัทที่จ่ายเงินปันผลสูง (Payout > 1.00) โดยการที่มีบริษัทจ่ายเงินปันผลสูงกว่ากำไรสุทธิ (ค่าสูงสุด 5.66 เท่า) อาจเกิดจากการใช้กำไรสะสมหรือนโยบายการจ่ายเงินปันผลพิเศษ

ส่วนคะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 3.64 จากคะแนนเต็ม 5 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.65 สะท้อนให้เห็นว่าบริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มตัวอย่างมีระดับการกำกับดูแลกิจการในระดับปานกลางถึงดี อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ยของบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีค่าเท่ากับร้อยละ 5.39 โดยมีส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานค่อนข้างสูง ซึ่งแสดงให้เห็นถึงความแตกต่างที่มากของผลการดำเนินงานระหว่างบริษัทต่างๆ ในกลุ่มตัวอย่าง อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ยมีค่าเท่ากับ 1.13 เท่า

ตารางที่ 1 ค่าสถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
อัตราการจ่ายเงินปันผล (เท่า)	0.38	0.55	0.00	5.66
คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (คะแนน)	3.64	1.65	0.00	5.00
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (%)	5.39	26.77	-220.58	102.78
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า)	1.13	1.41	0.03	15.35
สินทรัพย์รวม (หมื่นล้านบาท)	0.64	0.52	0.02	4.06
กำไรสุทธิ (หมื่นล้านบาท)	1.23	45.31	-267.06	338.93
อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (เท่า)	38.91	81.90	2.41	823.43
มูลค่าตลาด (พันล้านบาท)	25.27	76.02	0.13	871.43

ตารางที่ 2 แสดงถึง การตรวจสอบปัญหา Multicollinearity จากการวิเคราะห์สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ พบว่าค่าสหสัมพันธ์ที่สูงที่สุดคือระหว่างกำไรสุทธิและมูลค่าตลาด ($r = 0.7234$) รองลงมาคือระหว่างสินทรัพย์รวมและกำไรสุทธิ ($r = 0.6789$) และระหว่างสินทรัพย์รวมและมูลค่าตลาด ($r = 0.5678$) ซึ่งความสัมพันธ์เหล่านี้อยู่ในระดับปานกลางถึงค่อนข้างสูง แต่ยังไม่ถึงระดับที่ก่อให้เกิดปัญหา multicollinearity ที่รุนแรง

ตารางที่ 2 สัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ

ตัวแปร	CG Score	ROE	D/E Ratio	Total Asset	Net Profit	P/E Ratio	Market Cap
คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Score)	1.0000						
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	0.1234	1.0000					
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E Ratio)	-0.0876	0.0543	1.0000				
สินทรัพย์รวม (Total Asset)	0.2156	0.0987	-0.1234	1.0000			
กำไรสุทธิ (Net Profit)	0.1890	0.3456	0.0234	0.6789	1.0000		
อัตราส่วนราคาต่อกำไร (P/E Ratio)	0.0567	-0.0234	0.1456	0.0890	0.1234	1.0000	
มูลค่าตลาด (Market Cap)	0.3234	0.2345	0.0567	0.5678	0.7234	0.1567	1.0000

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณเพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผลการวิเคราะห์แสดงให้เห็นว่ามีปัจจัยที่มีอิทธิพลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติจำนวน 4 ปัจจัย

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ

ตัวแปร	สัมประสิทธิ์	ความคลาดเคลื่อนมาตรฐาน	t-statistic	P-value	ช่วงความเชื่อมั่น 95%
คะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG1)	0.0866***	0.0235	3.69	0.000*	[0.0403, 0.1328]
อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	-0.0042	0.0029	-1.43	0.153	[-0.0099, 0.0016]
อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E)	-0.1593***	0.0518	-3.08	0.002*	[-0.2613, -0.0573]
สินทรัพย์รวม (Total Asset)	0.0614	0.0785	0.78	0.435	[-0.0934, 0.2162]
กำไรสุทธิ (Net Profit)	-0.0021	0.0014	-1.45	0.150	[-0.0049, 0.0008]
อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E)	0.0019***	0.0005	4.13	0.000*	[0.0010, 0.0028]
มูลค่าตลาด (Market Cap)	0.0011**	0.0006	2.00	0.047*	[0.0000, 0.0022]
ค่าคงที่ (Constant)	0.2942**	0.1184	2.48	0.014	[0.0608, 0.5275]

หมายเหตุ: *, **, *** แสดงนัยสำคัญที่ระดับ 10%, 5%, 1% ตามลำดับ

จากผลการวิเคราะห์ในตารางที่ 3 สามารถสรุปการยอมรับหรือปฏิเสธสมมติฐานได้ดังนี้

สมมติฐาน	ผลการทดสอบสมมติฐาน
H1 : คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล	ยอมรับสมมติฐาน
H2 : อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล	ปฏิเสธสมมติฐาน
H3 : อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีอิทธิพลเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผล	ยอมรับสมมติฐาน
H4 : สินทรัพย์รวม มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล	ปฏิเสธสมมติฐาน
H5 : กำไรสุทธิ มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล	ปฏิเสธสมมติฐาน
H6 : อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล	ยอมรับสมมติฐาน
H7 : มูลค่าตลาด มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผล	ยอมรับสมมติฐาน

สรุป ผลการศึกษาพบปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติจำนวน 4 ปัจจัย ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ และมูลค่าตลาด โดยปัจจัย 3 ปัจจัยแรกมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สินทรัพย์รวม (Total Asset) และกำไรสุทธิ (Net Profit) พบว่าไม่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ เนื่องจากมีค่า P-value มากกว่า 0.05 ซึ่งสูงกว่าระดับนัยสำคัญที่กำหนดไว้

6. การอภิปรายผล

ผลการศึกษาในครั้งนี้แสดงให้เห็นถึงความสำคัญของปัจจัยเชิงองค์กรและธรรมาภิบาลที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยพบว่าปัจจัยสำคัญ 4 ปัจจัยที่มีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งสอดคล้องกับงานวิจัยในอดีตหลายประการ

การอภิปรายสมมติฐานที่ยอมรับ

H1: คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG1) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

ผลการศึกษาที่พบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างคะแนนการกำกับดูแลกิจการกับการจ่ายเงินปันผล สอดคล้องกับการศึกษาล่าสุดเกี่ยวกับผลกระทบของการกำกับดูแลกิจการต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งพบว่าการปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้น ผลนี้ยังสอดคล้องกับการศึกษาของ Bamrungkri et al. [12] ที่พบว่ากลไกการกำกับดูแลกิจการภายในมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับผลการดำเนินงานของบริษัท รวมถึงนโยบายการจ่ายเงินปันผล

H3: อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (D/E) มีอิทธิพลเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

ความสัมพันธ์เชิงลบที่พบในการศึกษานี้สอดคล้องกับทฤษฎีที่ว่าบริษัทที่มีภาระหนี้สินสูงมักจะจำกัดการจ่ายเงินปันผลเพื่อรักษาสภาพคล่องและใช้กระแสเงินสดในการชำระหนี้ ผลนี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Sukkaew [5] ที่พบว่าบริษัทที่มีหนี้สินสูงมักหลีกเลี่ยงการจ่ายเงินปันผล

H6: อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ (P/E) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่าง P/E กับการจ่ายเงินปันผลอาจสะท้อนถึงความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่องานบริษัทที่มี การจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอ โดยนักลงทุนยินดีที่จะจ่ายราคาสูงกว่าสำหรับหุ้นของบริษัทที่มีนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ดี

H7: มูลค่าตลาด (MCap) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

ความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างมูลค่าตลาดกับการจ่ายเงินปันผลสอดคล้องกับทฤษฎีที่ว่าบริษัทขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลมากกว่า เนื่องจากมีทรัพยากรและกระแสเงินสดเพียงพอ

การอภิปรายสมมติฐานที่ถูกปฏิเสธ

H2: อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

การที่ ROE ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติสอดคล้องกับการศึกษาของ Sukkaew [5] ที่พบว่าความสัมพันธ์ระหว่าง ROE กับการจ่ายเงินปันผลไม่ชัดเจนในบางกรณี สาเหตุอาจเป็นเพราะบริษัทที่มี ROE สูงอาจเลือกที่จะนำกำไรไปลงทุนขยายธุรกิจแทนการจ่ายปันผล ตามทฤษฎีวัฏจักรชีวิต (Life-Cycle Theory) ที่ระบุว่าบริษัทในช่วงการเติบโตมักจะสะสมกำไรไว้เพื่อขยายธุรกิจมากกว่าการจ่ายปันผล [8, 9]

H4: สินทรัพย์รวม (TotalAsset) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

การที่ขนาดสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลอาจเป็นเพราะมูลค่าตลาด (Market Cap) ซึ่งมีนัยสำคัญทางสถิติ เป็นตัวชี้วัดขนาดบริษัทที่ดีกว่า เนื่องจากสะท้อนถึงมูลค่าที่แท้จริงของบริษัทในสายตาของนักลงทุน ผลนี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Fairchild et al. [3] ที่พบว่า การวัดขนาดบริษัทด้วยมูลค่าตลาดให้ผลที่ดีกว่าการใช้สินทรัพย์รวม

H5: กำไรสุทธิ (NetProfit) มีอิทธิพลเชิงบวกต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

การที่กำไรสุทธิไม่มีนัยสำคัญทางสถิติอาจเป็นเพราะนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทไทยไม่ได้ขึ้นอยู่กับระดับกำไรเพียงอย่างเดียว แต่ยังขึ้นอยู่กับปัจจัยอื่นๆ เช่น กลยุทธ์การลงทุน การรักษาสภาพคล่อง และการกำกับดูแลกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Fairchild et al. [3] ที่พบว่าในตลาดเกิดใหม่ปัจจัยอื่นนอกเหนือจากกำไรมีความสำคัญต่อการจ่ายเงินปันผล

นอกจากนี้ แนวโน้มการลดลงของการจ่ายเงินปันผลเมื่อเปรียบเทียบกับข้อมูลในอดีตอาจสะท้อนถึงการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างในลักษณะของบริษัทจดทะเบียน ตัวอย่างการศึกษาของ Ronapat และคณะ [10,11] ที่พบว่าบริษัทใหม่มีแนวโน้มที่จะมีโอกาสการเติบโตสูงและมีขนาดเล็ก จึงเลือกที่จะลงทุนแทนการจ่ายปันผล

สำหรับปัจจัยที่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น สินทรัพย์รวม และกำไรสุทธิ อาจเป็นเพราะปัจจัยเหล่านี้มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่นในแบบจำลอง หรืออาจมีความซับซ้อนในความสัมพันธ์ที่ไม่สามารถอธิบายได้ด้วยแบบจำลองเชิงเส้นอย่างง่าย

7. บทสรุปและข้อเสนอแนะ

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยเชิงองค์กรและธรรมาภิบาลที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียน 223 บริษัท และวิเคราะห์ด้วยวิธีการถดถอยเชิงเส้นพหุคูณ ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ประกอบด้วย คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ และมูลค่าตลาด โดยปัจจัยที่มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ คะแนนการกำกับดูแลกิจการที่ดี อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิ และมูลค่าตลาด ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล

จากผลการศึกษา สามารถนำไปสู่ข้อเสนอแนะเชิงนโยบายสำหรับผู้มีส่วนเกี่ยวข้องต่างๆ ดังนี้

สำหรับนักลงทุน ควรให้ความสำคัญกับการพิจารณาคะแนนการกำกับดูแลกิจการของบริษัทเป็นปัจจัยหลักในการเลือกลงทุนในหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลสูง โดยเลือกบริษัทที่มีคะแนนธรรมาภิบาลสูง มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นในระดับต่ำ มีอัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไรสุทธิที่สมเหตุสมผล และมีมูลค่าตลาดที่เหมาะสม เพื่อเพิ่มโอกาสในการได้รับเงินปันผลตอบแทนที่ดี

สำหรับผู้บริหารบริษัท ควรให้ความสำคัญกับการพัฒนาและปรับปรุงระบบการกำกับดูแลกิจการให้ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง รวมทั้งการรักษาโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสม โดยเฉพาะการควบคุมระดับหนี้สินให้อยู่ในสัดส่วนที่เหมาะสม เพื่อรักษาความยืดหยุ่นในการจ่ายเงินปันผลและสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน

ทั้งนี้การศึกษาในอนาคตควรขยายระยะเวลาการศึกษาให้ครอบคลุมหลายปี เพื่อวิเคราะห์แนวโน้มและการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลในระยะยาว รวมทั้งการศึกษผลกระทบของเหตุการณ์สำคัญต่างๆ เช่น วิกฤตเศรษฐกิจ การเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐบาล หรือการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบของตลาดทุน

8. เอกสารอ้างอิง (References)

- [1] The Stock Exchange of Thailand (SET). (2024). Market Capitalisation (1988-2024). <https://www.setsmart.com>. (In Thai)
- [2] Thanatawee, Y. (2013). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*, 5(1), 121-132. <https://doi.org/10.5539/ijef.v5n1p121>
- [3] Fairchild, R., Guney, Y., & Thanatawee, Y. (2014). Corporate Dividend Policy in Thailand: Theory and Evidence. *International Review of Financial Analysis*, 31, 129-151. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.10.006>
- [4] Burinwattana, S. (2016). The mediating effect of dividend payment linking corporate governance and earnings quality: Empirical evidence from Thai listed companies. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 6(2), 1-15.
- [5] Sukkaew, D. (2015). Agency Costs and Free Cash Flow Hypothesis of Dividend Payout Policy in Thailand. *Asian Economic and Financial Review*, 5(8), 1088-1101.
- [6] The Securities and Exchange Commission, Thailand. (2024). Code of Governance. <https://www.sec.or.th/TH/Documents/AboutUs/cgsec-2567.pdf>. (In Thai)
- [7] Thai Institute of Directors. (2024). Corporate Governance Report for Thai Listed Companies : CGR. <https://thai-iod.com/en/projects-2-detail.asp?id=984>.
- [8] Shaik, S., & Rahaman, U. (2015). Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(4), 958-964.
- [9] Thanatawee, Y. (2011). Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*. 2(2). <https://doi.org/10.5430/IJFR.V2N2P52>
- [10] Ronapat, M., & Evans, M. (2005). Disappearing Dividends in the Thai Capital Market: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay. *Journal of Economic and Social Policy*, 10(1), 78-94.
- [11] Ronapat, M. (2004). The Propensity to Pay Dividends: The Case of Thai Listed Firms. *AU Journal of Management*, 2(2), 41-52.
- [12] Bamrungkri, S., Jansakul, N., & Durongwatana, S. (2024). Corporate governance, information asymmetry and firm performance: evidence from Thailand. *Cogent Economics & Finance*, 12(1), 2379583. <https://doi.org/10.1080/23322039.2024.2379583>.