

ความสัมพันธ์ระหว่างปัญหาตัวแทน การส่งสัญญา และเงินสด  
ที่มีผลต่อการกระจายผลประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้นโดยจ่ายเป็นเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2560

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

สารนิพนธ์

เรื่อง

ความสัมพันธ์ระหว่างปัญหาตัวแทน การส่งสัญญา และเงินสด  
ที่มีผลต่อการกระจายผลประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้นโดยจ่ายเป็นเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน

ได้รับการพิจารณาให้นับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วันที่ 20 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2560



.....  
อรรณวุฒิ สิงหนุรานุรักษ์  
ผู้วิจัย

.....  
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ปิยภัสร ธาระวานิช,

Ph.D.

อาจารย์ที่ปรึกษาสารนิพนธ์

.....  
ผู้ช่วยศาสตราจารย์ธีรรัตน์ เตชพิรุณทอง,

Ph.D.

ประธานกรรมการสอบสารนิพนธ์

.....  
ดวงพร อภาศิลป์,

Ph.D.

คณบดี

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

.....  
รองศาสตราจารย์ชาติรี จันทร์ โคลิกา,

Ph.D.

กรรมการสอบสารนิพนธ์

## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องความสัมพันธ์ระหว่างปัญหาตัวแทน การส่งสัญญาณ และเงินสด ที่มีผลต่อการกระจายผลประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้น โดยจ่ายเป็นเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน ประสบผลสำเร็จ ลุล่วงได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร ธาระวาณิช และ รองศาสตราจารย์ ดร.ชาติร์ จันทร์ โคลิกา ซึ่งได้สละเวลาให้คำปรึกษา คำแนะนำ ตลอดจนข้อคิดเห็น ต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการทำสารนิพนธ์ในครั้งนี้

สุดท้ายทางผู้วิจัยขอขอบคุณผู้มีพระคุณ อาทิ คุณพ่อ คุณแม่ และครอบครัวที่ให้อำลั่งใจ และให้การสนับสนุนมาโดยตลอด รวมทั้งเพื่อนทุกท่านที่ได้ร่วมแรงร่วมใจช่วยเหลืองานวิจัยครั้งนี้สำเร็จไปได้ด้วยดี หากงานวิจัยฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใดต้องขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

อรรณวุฒิ สิงหนุรานุรักษ์



ความสัมพันธ์ระหว่างปัญหาตัวแทน การส่งสัญญาณ และเงินสด ที่มีผลต่อการกระจายผลประโยชน์  
ให้ผู้ถือหุ้น โดยจ่ายเป็นเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน

THE RELATIONSHIP BETWEEN AGENCY THEORY, SIGNALING THEORY AND CASH  
THAT INFLUENCE THE PAYOUT POLICY

อรรถวุฒิ สิงหนุรานุรักษ์ 5750522

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D., รอง  
ศาสตราจารย์ ดร.ชาติรี จันทร โกลิกา, Ph.D., ดร.นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D.

#### บทคัดย่อ

การจ่ายเป็นเงินปันผล (Dividend) และการซื้อหุ้นคืน (Stock Repurchase) ถือเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญต่อการพิจารณาของนักลงทุนว่าจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์หรือไม่ เพื่อให้ผู้บริหารเข้าใจในทิศทางและปรับเปลี่ยนมุมมองตามที่ผู้บริหารต้องการ

งานวิจัยนี้ศึกษาหาปัจจัยที่มีผลในการตัดสินใจให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จ่ายเป็นเงินปันผล (Dividend) หรือใช้เงินสดนั้นซื้อหุ้นสามัญกลับคืนมา (Stock Repurchase) โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในช่วงระยะเวลาระหว่างปี 2549 – 2558 และทำการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง Panel Tobit Model และ Panel Bivariate Tobit Model

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) ส่วนปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติ (Foreign ownership) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปีล่าสุด (SD ROA) ผลการศึกษาพบอีกว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืน ได้แก่ เงินสดและกระแสเงินสด (Cash and Cash Flow) ส่วนปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการซื้อหุ้นคืน ได้แก่ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปีล่าสุด (SD ROA) ส่วนผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนพบว่าทุกบริษัททั้งตลาดหลักทรัพย์ไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว

คำสำคัญ : การจ่ายเงินปันผล/DIVIDEND PAYOUT/การซื้อหุ้นคืน/STOCK REPURCHASE/  
ทฤษฎีการส่งสัญญาณ/SIGNALING THEORY/ทฤษฎีตัวแทน/AGENCY THEORY

## สารบัญ

		หน้า
กิตติกรรมประกาศ		ข
บทคัดย่อ		ค
สารบัญตาราง		ช
บทที่ 1	บทนำ	1
บทที่ 2	ทฤษฎีแนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	3
	2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	3
	2.1.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับเรื่องการจ่ายเงินปันผล	3
	2.1.1.1 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signalling theory)	3
	2.1.1.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)	3
	2.1.2 ทฤษฎีเกี่ยวกับเรื่องการซื้อหุ้นคืน	4
	2.1.2.1 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory)	4
	2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง	4
	2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล	4
	2.2.1.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ	4
	2.2.1.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีตัวแทน	5
	2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์เกี่ยวกับการซื้อหุ้นคืน	6
	2.2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ	6
	2.2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามแนวคิดเรื่องเงินสดและกระแสเงินสด	7
บทที่ 3	วิธีดำเนินการวิจัย	9
	3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง	9
	3.2 ตัวแปรตาม	9
	3.2.1 ตัวแปรตามที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล	9
	3.2.2 ตัวแปรตามที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืน	10
	3.3 ตัวแปรอิสระ	10
	3.3.1 ตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล	10

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
3.3.1.1 สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย	10
3.3.1.2 สัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติ	11
3.3.1.3 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด	11
3.3.2 ตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายซื้อหุ้นคืน	11
3.3.3.1 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด	11
3.3.3.2 เงินสด และ กระแสเงินสด	12
3.4 วิธีการทางสถิติ	13
<b>บทที่ 4 ผลการศึกษา</b>	<b>17</b>
4.1 การบรรยายคุณสมบัติเชิงปริมาณทางสถิติของข้อมูลที่นำมาวิจัย	17
4.2 ผลการทดสอบปัจจัยที่กำหนดโอกาสจ่ายเงินปันผลโดยใช้ Panel Tobit model	18
4.3 ผลการทดสอบปัจจัยที่กำหนดโอกาสซื้อหุ้นคืน โดยใช้ Panel Tobit model	20
4.4 การอภิปรายผลการศึกษา	24
<b>บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย</b>	<b>27</b>
<b>บรรณานุกรม</b>	<b>29</b>
<b>ภาคผนวก</b>	<b>31</b>
<b>ประวัติผู้วิจัย</b>	<b>39</b>



## สารบัญตาราง

ตาราง		หน้า
1	สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ และเครื่องหมายที่คาดหวัง	13
2	Descriptive statistics of key variables	18
3	Estimated Panel Tobit regression parameter for Payout Ratio, Repurchase Value and Panel Bivariate Tobit on SET	21
4	แสดงค่า Marginal Effects	22
5	แสดงผลการทดสอบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล	25
6	แสดงผลการทดสอบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน	26
ก-1.1	ตารางแสดง Descriptive Statistics การจ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	32
ก-1.2	ตารางแสดง Descriptive Statistics การจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์ใน SET 50	32
ก-1.3	ตารางแสดง Descriptive Statistics การจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์ใน SET 100	33
ก-1.4	ตารางแสดง Descriptive Statistics การซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	33
ก-1.5	ตารางแสดง Descriptive Statistics การซื้อหุ้นคืนของหลักทรัพย์ใน SET 50	34
ก-1.6	ตารางแสดง Descriptive Statistics การซื้อหุ้นคืนของหลักทรัพย์ใน SET 100	34
ก-2.1	ตาราง Estimated Panel Tobit regression parameter for Pay-out Ratio, Repurchase Value and Panel Bivariate Tobit on SET50	35
ก-2.2	ตาราง Marginal Effects on SET50	36
ก-2.3	Estimated Panel Tobit regression parameter for Payout Ratio, Repurchase Value and Panel Bivariate Tobit on SET100	37
ก-2.4	Marginal Effects on SET50on SET100	38
ก-3.1	ตารางแสดงภาพนี้อากรของนักลงทุนต่างประเทศที่มีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย	38

## บทที่ 1

### บทนำ

เนื่องจากในปัจจุบันมีการเปิดเสรีทางการค้าประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ทำให้บริษัทหลายแห่งต้องการขยายกิจการเพิ่มขึ้น โดยมีการจ้างผู้บริหาร (Manager) ระดับมืออาชีพเข้ามาช่วยบริหารงาน ซึ่งทำหน้าที่เป็นตัวแทน (Agent) ของผู้ถือหุ้น (Shareholders) ในการบริหารงาน จะต้องมีการกู้ยืมเงินเพื่อมาลงทุน ทำให้เกิดเจ้าหนี้ (Debt holders) โดยทั้งสามกลุ่มนี้ต่างก็มีเป้าหมาย (Goal) ของตัวเอง ซึ่งเป้าหมายของผู้บริหารคือ เงินเดือน โบนัส และรายได้ในรูปแบบอื่นๆ ถ้าบริษัทสามารถสร้างกระแสเงินสดขึ้นมาจะต้องจ่ายเงินเดือนให้ผู้บริหาร แล้วจึงจ่ายให้แก่เจ้าหนี้ในรูปของดอกเบี้ย และส่วนของผู้ถือหุ้นตามลำดับ หากผู้บริหารตั้งเงินเดือนของตนเองไว้สูงหรือใช้จ่ายเกินความจำเป็นจะทำให้ความมั่งคั่ง (Wealth) ของผู้ถือหุ้นลดน้อยลงไป ดังนั้นการสร้าง ความมั่งคั่งสูงสุด (Maximize Wealth) ของผู้บริหารอาจจะเป็นการลดความมั่งคั่งสูงสุด (Minimize Wealth) ของผู้ถือหุ้นเช่นกัน เรียกว่าเป็นความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่างผู้บริหารกับผู้ถือหุ้น โดยความขัดแย้งที่เกิดขึ้นทำให้การบริหารงานไม่มีประสิทธิภาพ บริษัทจึงเกิดต้นทุนที่เรียกว่าต้นทุนจากตัวแทน (Agency Cost) เพราะผู้บริหารสนใจแต่ผลประโยชน์ของตนเอง ผู้ถือหุ้นซึ่งเป็นเจ้าของบริษัทจึงจำเป็นต้องหาเครื่องมือในการลดต้นทุนจากตัวแทน แนวทางหนึ่งคือการตรวจสอบการบริหารงานของผู้บริหาร (Monitoring) เพื่อให้การบริหารงานมีประสิทธิภาพมากยิ่งขึ้น โดยมีการควบคุมจากภายในและภายนอกบริษัท ในส่วนของการควบคุมภายในนั้นผู้ถือหุ้นอาจทำได้โดยการให้บุคคลภายนอกเข้ามาเป็นกรรมการบริษัท หรือมีการตรวจสอบการบริหารของผู้บริหาร แต่ในทางปฏิบัติแล้วการควบคุมก็ยังทำได้ไม่เต็มที่ ในมุมมองของนักลงทุนถือเป็นปัจจัยสำคัญต่อการพิจารณาว่าจะเลือกลงทุนในหลักทรัพย์หรือไม่หากมีการเปลี่ยนแปลงอัตราการจ่ายเงินปันผล

ส่วนการซื้อหุ้นคืนเป็นเครื่องมือในการบริหารทางการเงินอย่างหนึ่งของกิจการ การที่บริษัทซื้อหุ้นของตนเองที่ออกจำหน่ายแล้วกลับคืนมาจะทำให้จำนวนหุ้นที่หมุนเวียนในตลาดลดลง และทำให้สัดส่วนการเป็นเจ้าของบริษัทของผู้ถือหุ้นที่ขายคืนลดลงด้วย บริษัทอาจมีเหตุผลในการซื้อคืนอยู่หลายประการ เช่น บริษัทมีสภาพคล่องทางการเงินสูง มีเงินสดส่วนเกินของบริษัทสูง ราคาตลาดของหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาที่แท้จริง อย่างไรก็ตามการซื้อหุ้นคืนจะมีผลต่อโครงสร้างทุน



ด้วยเช่นกัน เพราะจะทำให้สัดส่วนหนี้สูงขึ้น (Debt Ratio) ดังนั้นการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนจะถือเป็นพฤติกรรมที่บริษัทส่งสัญญาณ (Signaling) ให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยอาจนำไปสู่การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหุ้นได้ ในปัจจุบันไม่ได้มีการศึกษาชัดเจนว่าเมื่อใดที่บริษัทจะจ่ายผลตอบแทนไปยังผู้ถือหุ้นโดยวิธีจ่ายเงินปันผลหรือใช้เงินสดซื้อหุ้นสามัญกลับคืนมา

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์หลักเพื่อทดสอบว่ามีปัจจัยใดบ้างที่มีผลให้บริษัทกระจายผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้น ในรูปจ่ายเป็นเงินปันผล (Dividend) หรือใช้เงินสดนั้นซื้อหุ้นสามัญกลับคืนมา (Stock Repurchase) เพื่อสร้างความเชื่อมั่นและใช้เป็นข้อมูลสำหรับการตัดสินใจของบริษัทในการจ่ายผลประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้น เพื่อให้เกิดประโยชน์สูงสุดแก่นักลงทุน งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในช่วงระหว่างปี 2549 – 2558 โดยไม่รวมบริษัทในกลุ่มสถาบันการเงิน ได้แก่ ธนาคาร บริษัทประกันภัย และบริษัทหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีหน่วยงานกำกับดูแลเป็นการเฉพาะ ซึ่งอาจมีข้อจำกัดที่ทำให้พฤติกรรมการจ่ายผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นไม่ปฏิบัติตามทฤษฎี การศึกษานี้เครื่องมือที่ใช้ทดสอบคือ โปรแกรม STATA ทดสอบโดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์แบบ Panel Tobit Model และ วิธี The Panel Bivariate Tobit Model

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) ส่วนปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติ (Foreign ownership) และค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด (SD ROA) ผลการศึกษายังพบอีกว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืน ได้แก่ เงินสดและกระแสเงินสด (Cash and Cash Flow) ส่วนปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการซื้อหุ้นคืน ได้แก่ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด (SD ROA) ส่วนผลการศึกษความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนพบว่า บริษัทที่อยู่ในกลุ่ม SET100 และ SET50 จะพบว่าบริษัททั้ง 2 กลุ่ม มีการพิจารณาการจ่ายเงินปันผลควบคู่ไปกับการซื้อหุ้นคืน แต่หากทำการทดสอบโดยรวมทุกบริษัททั้งตลาดหลักทรัพย์จะไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว

งานวิจัยฉบับนี้ได้ถูกแบ่งออกเป็นห้าส่วน ได้แก่ บทนำ (Introduction), งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง (Literature Review), วิธีการดำเนินการวิจัย (Methodology), ผลการวิจัย (Results), และสรุปผล (Conclusion) ตามลำดับ

## บทที่ 2

### ทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### 2.1 ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง (Theories)

เพื่ออธิบายปัจจัยที่มีผลทำให้บริษัทเลือกกระจายผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้น โดยการจ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืนให้แก่ผู้ถือหุ้น จากการศึกษางานวิจัยในประเทศไทยของ Angkasukho, Tonvichien, Sanguansakdiyodhin, and Tharavanij (2012) ได้ศึกษาเรื่องนโยบายการจ่ายเงินปันผลกับความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด (Cash-flow uncertainty) และลักษณะโครงสร้างผู้ถือหุ้น (Ownership structure) พบทฤษฎีที่เกี่ยวข้องเรื่องการจ่ายเงินปันผล ดังนี้

##### 2.1.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล

###### 2.1.1.1 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory)

Spence (2002) อธิบายว่าในความเป็นจริงแล้วนักลงทุนแต่ละคนไม่ได้มีข้อมูลที่เท่าเทียมกัน เนื่องจากตลาดไม่ได้เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ ซึ่งอาจเกิดจากการที่ผู้บริหารของบริษัททราบถึงข้อมูลภายในหรือผลประกอบการของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก ผู้บริหารจึงใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นเครื่องมือในการส่งข้อมูลข่าวสารไปยังผู้ถือหุ้น เพื่อให้ผู้ถือหุ้นปรับมุมมองที่มีต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัท เมื่อนักลงทุนเห็นว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ได้รับเพิ่มขึ้นหรือลดลงจากเดิมย่อมเปลี่ยนมุมมองที่มีต่อบริษัทใหม่ ดังนั้นหากบริษัทจ่ายเงินปันผลลดลง นักลงทุนย่อมเข้าใจว่าบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรลดลง ส่งผลให้นักลงทุนลดการลงทุนในบริษัท หากบริษัทมีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดสูง อาจเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทไม่สามารถรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลในอนาคตทำให้มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำกว่าบริษัทที่มีความแน่นอนของกระแสเงินสดสูง เพื่อเป็นการลดความเสี่ยงต่อการลดหรืองดการจ่ายเงินปันผลในอนาคตหากมีกระแสเงินสดไม่เพียงพอ

###### 2.1.1.2 ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

Khan (2006) อธิบายว่าปัญหาตัวแทนเกิดจากการที่ผู้บริหารเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นในการบริหารบริษัทเพื่อให้ได้ผลประโยชน์สูงสุด แต่ในความเป็นจริงผู้บริหารจะบริหารงานเพื่อผลประโยชน์ของตนเอง ซึ่งเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่กำหนดปริมาณการจ่ายเงินปันผล โดยการจ่ายเงินปันผลสามารถลดปัญหาตัวแทนหรือลดการทุจริตของผู้บริหารได้ เนื่องการจ่ายเงิน

ปันผลทำให้ปริมาณกระแสเงินสดอิสระในบริษัทซึ่งอยู่ภายใต้การดูแลของผู้บริหารบริษัทลดลง โดยบริษัทที่มีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่มากย่อมมีปัญหาดัชนีตอบแทนน้อย มักมีโอกาสดำเนินการปันผลน้อย เพราะผู้ถือหุ้นสามารถตรวจสอบการบริหารจัดการได้อย่างใกล้ชิด จึงไม่มีความจำเป็นต้องจ่ายเงินปันผลเพื่อลดโอกาสของผู้บริหารในการนำไปใช้จ่ายในโครงการที่ไม่ได้เพิ่มมูลค่าแก่กิจการ ในทางตรงกันข้ามหากบริษัทที่ผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนต่างชาติจะมีปัญหาดัชนีตอบแทนสูง ผู้ถือหุ้นจึงต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผลมากเพราะเกรงว่าหากบริษัทมีกระแสเงินสดมากเกินไป ผู้บริหารบริษัทอาจนำทรัพยากรของบริษัทไปใช้ส่วนตัว ทำให้ทรัพยากรเหล่านั้นจึงไม่ได้ถูกนำมาใช้ในกิจกรรมที่มีประโยชน์ในการสร้างรายได้ให้แก่ผู้ถือหุ้นได้

## 2.1.2 ทฤษฎีเกี่ยวกับเรื่องการซื้อหุ้นคืน

### 2.1.2.1 ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory)

Spence (2002) อธิบายว่าในโลกแห่งความเป็นจริงแล้วตลาดไม่ได้มีความสมบูรณ์และนักลงทุนแต่ละคนไม่ได้มีข้อมูลเท่าเทียมกัน ซึ่งอาจเกิดจากการที่ผู้บริหารทราบถึงข้อมูลภายในของธุรกิจหรือผลประกอบการของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก หากผู้บริหารมีการทราบถึงความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดก่อนนักลงทุน โดยอาจเห็นจากงบกระแสเงินสดก่อนการประกาศงบการเงินให้นักลงทุนทราบ ทำให้บริษัทอาจไม่สามารถรักษาระดับการจ่ายเงินปันผลในอนาคตได้ จึงเป็นสัญญาณให้ผู้บริหารตัดสินใจในการเลือกที่จะซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้น

การซื้อหุ้นคืนยังเป็นการส่งสัญญาณของผู้บริหารที่มองว่าราคาหุ้นของบริษัทมีราคาต่ำเกินไป จึงได้ใช้เงินสดที่บริษัทมีอยู่ซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้น การซื้อหุ้นคืนจะทำให้จำนวนหุ้นลดลงเท่ากับจำนวนที่ซื้อคืน และทำให้กำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้น ซึ่งการซื้อหุ้นคืนอาจเป็นการคาดการณ์โดยผู้บริหารที่ส่งผลให้หุ้นมีราคาสูงขึ้น เนื่องจากนักลงทุนมองว่าบริษัทมีกำไรต่อหุ้นเพิ่มขึ้น ทำให้นักลงทุนมีความต้องการซื้อหุ้นของบริษัทเพิ่มขึ้น

## 2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

### 2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล

#### 2.2.1.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signalling theory)

การศึกษาของFama and Blahnik (1968) ได้ทำการทดลองเชิงประจักษ์เพื่อสนับสนุน ทฤษฎีของLintner (1956) โดยใช้วิธีการทดสอบแบบ “partial adjustment model” ซึ่งเป็นวิธีการที่ผู้วิจัยนำมาปรับปรุงเพื่อให้สอดคล้องกับการทดสอบสมการถดถอยของการเปลี่ยนแปลง

การจ่ายเงินปันผลจากปีก่อนหน้า (T-1) ถึง ปีปัจจุบัน (T) โดยใช้ข้อมูลบริษัทจำนวน 412 บริษัท ในช่วงปี ค.ศ. 1946 - 1964 ผลการวิจัยพบว่า ผู้บริหารจะตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นก็ต่อเมื่อมั่นใจว่าจะสามารถรักษาระดับการจ่ายเงินปันได้ในอนาคต และผู้บริหารเชื่อว่าการจ่ายเงินปันผลควรจะสอดคล้องกับกำไรที่แท้จริง ดังนั้นกำไรจึงเป็นปัจจัยที่สำคัญในการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่อธิบายว่าบริษัทที่มีกำไรเพิ่มขึ้นมีโอกาสจ่ายเงินปันผลมากขึ้น

การศึกษาของ Guay and Harford (2000) ทดสอบผลกระทบของลักษณะของกระแสเงินสดที่ส่งผลกระทบต่อการตัดสินใจเลือกที่จะจ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์แบบ Multinomial logit model และเก็บข้อมูลบริษัทจดทะเบียนจาก The Securities Data Company (SDC) ช่วงเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1985-1996 ได้ข้อมูลของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลจำนวน 5,873 บริษัท ผลการศึกษาพบว่าหากกระแสเงินสดที่บริษัทคาดว่าจะได้รับมีความแน่นอนหรือมีความสม่ำเสมอบริษัทจะจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณที่ผู้บริหารใช้ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดที่เป็นตัววัดว่าจะจ่ายหรือคงจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น

จากการศึกษาของของ Angkasukho et al. (2012) ได้ทำการศึกษางานวิจัยของ Chay and Suh (2009) เพื่อหาความสัมพันธ์ทั้งในด้านของโอกาสและปริมาณในการจ่ายเงินปันผล โดยงานนี้นอกจากอ้างอิงความสัมพันธ์ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณแล้ว Chay and Suh ยังเสนอว่าค่าใช้จ่ายในการหาแหล่งเงินทุนและการถูกตรวจสอบจากแหล่งเงินทุนเป็นอีกสาเหตุหนึ่งที่ทำให้บริษัทที่มีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดสูงไม่กล้าจ่ายเงินปันผลในอัตราสูงด้วย การศึกษาของ Chay and Suh ใช้ข้อมูลของ 7 ประเทศ ได้แก่ ออสเตรเลีย แคนาดา ฝรั่งเศส เยอรมนี ญี่ปุ่น สหราชอาณาจักร และสหรัฐอเมริกา ครอบคลุมเวลา 12 ปี ตั้งแต่ปี ค.ศ. 1985 - 2005 ด้วยเทคนิค Logit regression และ Tobit regression ในการหาความสัมพันธ์ งานวิจัยนี้ใช้ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลการประกอบการ (Standard deviation of operating rate of return) เป็นตัววัดความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด นอกจากนี้ ยังรวมตัวแปรด้านต้นทุนตัวแทน (Agency cost) อายุของกิจการ ซึ่งผลการศึกษาสอดคล้องกับงานวิจัยของ Bradley, Capozza, and Seguin (1998) คือพบว่าบริษัทที่มีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดสูงมีแนวโน้มที่จะไม่จ่ายเงินปันผล หรือ ถ้ามีการจ่ายปันผลก็จะกำหนดอัตรารายการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่ต่ำ

#### 2.2.1.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีตัวแทน (Agency theory)

จากผลการศึกษาของงานวิจัยของ Angkasukho et al. (2012) ได้ทำการศึกษางานวิจัยเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ได้แก่ Khan (2006) ซึ่งได้ศึกษา



บริษัทจดทะเบียนจำนวน 330 บริษัทใน UK Stock Exchange ระหว่างปี ค.ศ. 1985 - 1997 โดยใช้วิธีทดสอบแบบ Generalised Method of Moments (GMM) ผลการศึกษาพบว่าความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (Ownership concentration) เป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม โดยงานวิจัยนี้ ได้อธิบายว่า ผลที่ได้น่าจะมาจากเหตุผลที่ว่าเมื่อการถือหุ้นกระจุกตัวอยู่กับผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ผู้ถือหุ้นรายนั้นย่อมมีอำนาจควบคุมบริษัทได้ จึงไม่จำเป็นต้องใช้การจ่ายเงินปันผลในการลดปัญหาตัวแทน ผลที่ได้นี้ได้รับการยืนยันจากงานวิจัยของ Gugler and Yurtoglu (2003) ซึ่งศึกษาบริษัทในประเทศเยอรมัน ระหว่างปี ค.ศ. 1992 - 1998 โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์แบบ Tobit Model , งานวิจัยของ Luc and Trojanowski (2005) ที่ศึกษาบริษัทในสหราชอาณาจักร ระหว่างปี ค.ศ. 1992 - 1998 โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์แบบ Logit Model และงานวิจัยของ Truong and Heaney (2007) ที่ใช้กลุ่มตัวอย่างจำนวน 37 ประเทศ ในปี ค.ศ. 2004 รวมแล้วได้จำนวนข้อมูล 8,279 บริษัท ใช้วิธีการทดสอบแบบ Logit Model พบว่าสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นรายใหญ่กับการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้าม

และพบงานวิจัยที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลกับโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนต่างชาติ (Foreign ownership) ได้แก่ Jin, Lee, and Moffett (2010) ซึ่งได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนของเกาหลีใต้ ระหว่างปี ค.ศ. 1994 - 2004 โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์แบบ Multinomial Logit Model ผลการศึกษา พบว่า บริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติมากกว่าร้อยละห้า จะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญ กล่าวคือมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลสูง ขณะที่บริษัทที่มีสัดส่วนดังกล่าวน้อยกว่าร้อยละห้ามีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลต่ำ ขณะที่ Baba (2008) ศึกษาบริษัทในประเทศญี่ปุ่น ระหว่างปี ค.ศ. 1999 - 2005 จำนวน 847 บริษัท โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์แบบ Random effects probit model พบว่าบริษัทที่มีสัดส่วนการถือหุ้นโดยต่างชาติสูงจะมีโอกาสจ่ายเงินปันผลสูงตามไปด้วย

## 2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืน

2.2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signalling theory)

จากการศึกษางานวิจัยของ Chotchatchawanwong (2011) งานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ที่มีการซื้อหุ้นคืนในช่วงระหว่างปี พ.ศ. 2544 – 2553 โดยใช้สมการ Market Model เพื่อทดสอบหาอัตราผลตอบแทนผิดปกติ ช่วงระหว่างก่อนและหลังการประกาศซื้อหุ้นคืน จากการศึกษาพบว่าช่วงก่อนที่บริษัทจะประกาศ

ซื้อหุ้นคืน อัตราผลตอบแทนผิดปกติจะเป็นลบและหลังการประกาศซื้อหุ้นคืนพบว่าอัตราผลตอบแทนผิดปกติมีทิศทางเป็นบวกมากขึ้นซึ่งสรุปได้ว่าการประกาศซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนทำให้เกิดอัตราผลตอบแทนผิดปกติ (Abnormal Return) ผลที่ได้สนับสนุนทฤษฎีที่ว่า การที่ผู้บริหารของบริษัทได้ประกาศทำโครงการซื้อหุ้นคืนย่อมส่งสัญญาณในเชิงบวก เนื่องจากผู้บริหารถือเป็นผู้ที่ล่วงรู้ข้อมูลภายใน (Insider) จึงรู้ถึงผลการดำเนินงานของบริษัทในปัจจุบันและในอนาคตได้เป็นอย่างดี การส่งสัญญาณเช่นนี้แสดงให้เห็นว่าการประกาศโครงการหุ้นซื้อคืนของบริษัทจะสะท้อนให้เห็นว่าราคาหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Undervalue) และบริษัทจะทำการซื้อหุ้นคืนเพื่อให้ราคาหุ้นเข้าสู่มูลค่าที่เหมาะสม

การศึกษาของ Dann (1981) ซึ่งได้ศึกษาข้อมูลการซื้อหุ้นคืน ของบริษัท ใน The New York Stock Exchange ในปี ค.ศ. 1962- 1976 พบว่าราคาหุ้น (Stock Price) จะเพิ่มขึ้นเมื่อมีการประกาศซื้อหุ้นคืน และการศึกษาของ Comment and Jarrell (1991) ของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกา ในปี ค.ศ. 1984- 1989 พบว่ามีการผลตอบแทนที่ผิดปกติ (Abnormal Return) ในช่วงที่มีการประกาศซื้อหุ้นคืนจะมีความสัมพันธ์สวนทางกับราคาหุ้นก่อนหน้า (Prior Stock Price) การส่งสัญญาณเช่นนี้แสดงให้เห็นว่าการประกาศโครงการหุ้นซื้อคืนของบริษัทจะสะท้อนให้เห็นว่าราคาหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสม (Undervalue) และบริษัทจะทำการซื้อหุ้นคืนเพื่อให้ราคาหุ้นเข้าสู่มูลค่าที่เหมาะสมเช่นกัน

การศึกษาของ Guay and Harford (2000) ทดสอบผลกระทบของกระแสเงินสดที่ส่งผลต่อการตัดสินใจเลือกที่จะจ่ายเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์แบบ Multinomial logit model และเก็บข้อมูลบริษัทจดทะเบียนจาก The Securities Data Company (SDC) ช่วงระยะเวลาตั้งแต่ปี ค.ศ. 1985 – 1996 ผลการศึกษาพบว่าหากกระแสเงินสดที่บริษัทคาดว่าจะได้รับมีความสม่ำเสมอ บริษัทจะเลือกใช้วิธีจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น แต่หากกระแสเงินสดที่บริษัทคาดว่าจะได้รับมีความไม่แน่นอนบริษัทจะเลือกซื้อหุ้นคืนจากผู้ถือหุ้นรายย่อย

#### 2.2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามแนวคิดเรื่องเงินสดและกระแสเงินสด (Excess Capital)

จากการศึกษางานวิจัยของ Dittmar (2000) ซึ่งได้ศึกษาความสัมพันธ์เกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการซื้อหุ้นคืนพบว่า เงินสด<sup>1</sup> และกระแสเงินสด<sup>2</sup> เป็นปัจจัยสำคัญกำหนดโอกาสการซื้อหุ้นคืน ซึ่งมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืน เพราะบริษัทที่มีเงินสด

<sup>1</sup>เงินสด เท่ากับ อัตราส่วนของเงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสดต่อสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีก่อนการซื้อคืน

<sup>2</sup>กระแสเงินสด เท่ากับ อัตราส่วนของกำไรสุทธิก่อนภาษีบวกค่าเสื่อมราคาและการเปลี่ยนแปลงในกำไรหรือการตัดบัญชีและอื่น ๆ ที่รอการตัดบัญชีค่าใช้จ่ายต่อสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีก่อนการซื้อคืน



สูงมาก และมีกำไรสูงเช่นกัน ขณะที่ราคาหุ้นไม่ได้สะท้อนถึงมูลค่าดังกล่าว บริษัทจึงเลือกใช้การซื้อหุ้นคืน เพื่อช่วยเพิ่มมูลค่าหุ้นในระยะยาว และเป็นการปรับลดปริมาณเงินสดที่สูงเกินความต้องการ



## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการวิจัย

#### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาและกลุ่มตัวอย่าง

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลในการคำนวณตัวแปรต่างๆ จากฐานข้อมูล PSIMS ซึ่งเป็นฐานข้อมูลเดียวกันกับ SETSMART จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี 2549– 2558 โดยไม่รวมบริษัทในกลุ่มสถาบันการเงิน ได้แก่ ธนาคาร บริษัทประกันภัย และบริษัทหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีหน่วยงานกำกับดูแลเป็นการเฉพาะ ซึ่งอาจมีข้อจำกัดที่ทำให้พฤติกรรมกรจ่ายผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นไม่เป็นไปตามทฤษฎี งานวิจัยนี้ได้กลุ่มบริษัทตัวอย่างทั้งหมด 671 บริษัท มีบริษัทที่จ่ายปันผลอย่างเดียวกว่า 601 บริษัทและบริษัทที่เลือกจ่ายปันผลและซื้อหุ้นคืน 70 บริษัท โดยจัดเรียงข้อมูลภาคตัดขวางทางยาว (Panel Data) เป็นการเก็บข้อมูลทุกตัวแปรตามช่วงเวลา

#### 3.2 ตัวแปรตาม (Dependent variables)

##### 3.2.1 ตัวแปรตามที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล

##### Payout Ratio (Percent)

อัตราการจ่ายเงินปันผล (Payout Ratio) เป็นตัวแปรแทนการจ่ายเป็นเงินปันผล ในกรณีที่มีการจ่ายเงินปันผล ตัวแปรดังกล่าวจะถูกแทนค่าด้วยค่าคงที่ ที่มีค่ามากกว่า 0 และในกรณีที่บริษัทไม่จ่ายเงินปันผลจะถูกแทนค่าด้วย 0 ตัวแปรนี้จะใช้ในการศึกษาการตัดสินใจของบริษัทจดทะเบียนว่าจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่ เพื่อใช้ทดสอบหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและการจ่ายเงินปันผล

$$\text{Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend}_t}{\text{Net income}_{t-1}} \times 100$$

โดยที่  $Dividend_t$  คือ เงินปันผล ของปีที่  $t$  (บาท)  
 $Net\ income_{t-1}$  คือ กำไรสุทธิ ของปีที่  $t-1$  (บาท)

### 3.2.2 ตัวแปรตามที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืน

#### Repurchase Value to Net income

สัดส่วนมูลค่าการซื้อคืนที่จ่ายจริงในแต่ละปีต่อกำไรสุทธิของปีก่อน (Repurchase Value to Net income) คำนวณจาก มูลค่าการซื้อหุ้นคืนมีหน่วยเป็นบาทหารด้วยกำไรสุทธิในปีก่อนหน้ามีหน่วยเป็นบาทเช่นกัน ในกรณีที่มีการซื้อหุ้นคืนจะถูกแทนค่าด้วยค่าคงที่ที่มากกว่า 0 จนถึง 100 และในกรณีที่บริษัทไม่ซื้อหุ้นคืนจะถูกแทนค่าด้วย 0 ตัวแปรนี้จะใช้ในการศึกษาการตัดสินใจของบริษัทจดทะเบียนว่าจะซื้อหุ้นคืนหรือไม่ เพื่อใช้หาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและการซื้อหุ้นคืน

$$\text{Repurchase Value to Net income} = \frac{\text{Repurchase Value}_t}{\text{Net income}_{t-1}}$$

โดยที่  $Repurchase\ Value_t$  คือ มูลค่าการซื้อหุ้นคืนที่จ่ายจริงในปีที่  $t$  (บาท)  
 $Net\ income_{t-1}$  คือ กำไรสุทธิ ของปีที่  $t-1$  (บาท)

### 3.3 ตัวแปรอิสระ (Independent variables)

#### 3.3.1 ตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล

##### 3.3.1.1 สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float)<sup>3</sup>

สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยคาดว่าจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยที่ต้องการหาความสัมพันธ์คือ สัดส่วนการถือหุ้นที่ไม่มีอำนาจในการบริหารหรือมีอิทธิพลเหนือการตัดสินใจต่อผู้บริหารของบริษัท การศึกษานี้จึงใช้ค่า Free Float ที่คำนวณตามเกณฑ์ของ ก.ล.ด. ซึ่งสรุปได้ว่าเป็นสัดส่วนการถือหุ้นที่ไม่ใช่ผู้บริหารรวมถึงญาติสนิทที่ถือหุ้นมากกว่า 5% ทั้งนี้ยกเว้น ผู้ถือหุ้นที่เป็นหลักทรัพย์, บริษัทประกัน

<sup>3</sup>ที่มา จากฐานข้อมูล PSIMS ซึ่งเป็นฐานข้อมูลเดียวกันกับ SETSMART ณ วันที่ปิดสมุดทะเบียนผู้ถือหุ้นของแต่ละบริษัท ในช่วงระหว่างปี 2549 - 2558

ชีวิต, บริษัทประกันภัย และกองทุนต่างๆ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีหน่วยงานกำกับดูแลเป็นการเฉพาะ ซึ่งอาจมีข้อจำกัดที่ทำให้พฤติกรรมการจ่ายผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้นไม่เป็นไปตามทฤษฎี

### 3.3.1.2 สัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติ (Foreign ownership)

สัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติ คาดว่าจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งตัวชี้วัดที่ใช้คำนวณจากสัดส่วนการถือหุ้น โดยผู้ถือหุ้นต่างชาติ ณ วันสิ้นปี ตามวิธีการศึกษาของ Jin et al. (2010)<sup>4</sup> ใช้บริษัทจดทะเบียนในประเทศเกาหลีใต้เป็นกลุ่มตัวอย่าง

3.3.1.3 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด (SD ROA)

$$SD ROA = \sqrt{\frac{\sum (ROA_t - \overline{ROA})^2}{n - 1}}$$

โดยที่	SD ROA	คือ	ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด
	$ROA_t$	คือ	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets) ณ เวลา t
	$\overline{ROA}$	คือ	อัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets) เฉลี่ย 4 ปี
ล่าสุด			
	n	คือ	จำนวนปีของอัตราผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Assets)

ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการจ่ายเงินปันผล หากบริษัทที่มีค่า SD ROA ต่ำ แสดงว่าบริษัทนั้นมีความไม่แน่นอนของรายได้ต่ำ ทำให้มีโอกาสในการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าบริษัทที่มีค่า SD ROA สูง

### 3.3.2 ตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายซื้อหุ้นคืน

3.3.3.1 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด (SD ROA)

ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด (SD ROA) คาดว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืน เนื่องจากบริษัทที่มีค่า SD ROA สูง แสดงถึงบริษัทที่มีความไม่แน่นอนของรายได้สูง ทำให้มีโอกาสในการซื้อหุ้นคืนสูงกว่าบริษัทที่มีค่า SD ROA ต่ำกว่า

<sup>4</sup> Jeon, J. Q., Lee, C., & Moffett, C. M. (2010). Effects of foreign ownership on payout policy : Evidence from the Korean market. *Journal of Financial Markets*, 14(2), 344-375.

<sup>5</sup> ROA คำนวณจาก กำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีนั้น มีหน่วยเป็นเท่า

3.3.3.2 เงินสด (Cash) และ กระแสเงินสด (Cash Flow)<sup>6</sup>

$$\text{Cash} = \frac{\text{Cash and equivalents}}{\text{Total assets}}$$

โดยที่	Cash and equivalents	คือ	เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด ณ สิ้นปี ก่อนการซื้อหุ้นคืน
	Total assets	คือ	สินทรัพย์รวม ณ สิ้นปีก่อนการซื้อหุ้นคืน

Cash Flow =

$$\frac{\text{Net income before taxes} + \text{Depreciation} + \text{Changes in deferred taxes and other charges}}{\text{Total assets}}$$

โดยที่	Net income before taxes	คือ	กำไรสุทธิก่อนภาษี ณ สิ้นปีก่อนการซื้อคืน
	Depreciation	คือ	ค่าเสื่อมราคา ณ สิ้นปีก่อนการซื้อคืน
	Changes in deferred taxes and other charge	คือ	การเปลี่ยนแปลงในภาษีรอการตัดบัญชีและค่าใช้จ่ายอื่น ๆ ที่รอการตัดบัญชี ณ สิ้นปีก่อนการซื้อคืน

เงินสดและกระแสเงินสด มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืน เนื่องจากบริษัทมีเงินสดสูงมาก และมีกำไรสูงเช่นกัน บริษัทจึงเลือกใช้การซื้อหุ้นคืนเพื่อช่วยเพิ่มมูลค่าหุ้นในระยะยาว และเป็นการปรับลดปริมาณเงินสดที่สูงเกินความต้องการ

<sup>6</sup>เงินสดและกระแสเงินสด มีหน่วยเป็นบาท



ตารางที่ 1 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ และเครื่องหมายที่คาดหวัง

ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	ตัวแปร	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล	ความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน
ทฤษฎีตัวแทน	<ul style="list-style-type: none"> <li>• สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (จำนวนหุ้นที่ไม่ได้ถือโดย Strategic Partner/จำนวนหุ้นทั้งหมด)</li> </ul>	Free Float	+	0
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• สัดส่วนผู้ถือหุ้นโดยต่างชาติ(จำนวนหุ้นที่ถือโดยต่างชาติ/จำนวนหุ้นทั้งหมด)</li> </ul>	Foreign ownership	+	0
ทฤษฎีการส่งสัญญาณ	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปีล่าสุด</li> </ul>	SDROA	-	+
แนวคิดการกระจายเงินทุนส่วนเกิน	<ul style="list-style-type: none"> <li>• เงินสด</li> </ul>	Cash	0	+
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• กระแสเงินสด</li> </ul>	Cash flow	0	+

### 3.4 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)

ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษานี้เก็บข้อมูลจากบริษัทจดทะเบียนตั้งแต่ปี 2549 ถึง 2558 ซึ่งแต่ละช่วงเวลาอาจมีจำนวนข้อมูลไม่เท่ากัน เนื่องจากแต่ละปีมีจำนวนบริษัทในตลาดไม่เท่ากัน ดังนั้นจะใช้วิธีประมาณการแบบกำลังสองน้อยที่สุด (Ordinary Least Square : OLS) ไม่ได้ เนื่องจากวิธี OLS จะต้องตั้งอยู่บนสมมติฐาน คือ

1. ค่าความคาดเคลื่อนจะต้องไม่สามารถคาดการณ์ได้
2. ค่าเฉลี่ยของค่าความคาดเคลื่อนต้องมีค่าเท่ากับศูนย์
3. ค่าความแปรปรวนของค่าความคาดเคลื่อนต้องมีค่าคงที่
4. ค่าความคาดเคลื่อนแต่ละตัวจะต้องเป็นอิสระต่อกัน
5. ค่าความคาดเคลื่อนจะต้องมีการแจกแจงแบบปกติ
6. ค่าของตัวแปรอิสระทุกตัวจะต้องเป็นค่าคงที่



แต่เนื่องจากข้อมูลที่นำมาใช้ทดสอบมีลักษณะที่ไม่ตรงตามสมมติฐานดังกล่าว ดังนั้นจึงเลือกใช้วิธี Panel Tobit Model เนื่องจากข้อมูลค่าของตัวแปรตามซึ่งได้แก่ Payout Ratio และสัดส่วนมูลค่าการซื้อหุ้นคืนต่อกำไรสุทธิ ที่เก็บได้เป็นข้อมูลมีลักษณะที่มีค่ามากกว่าหรือเท่ากับศูนย์เสมอและ Panel Bivariate Tobit Model เพราะต้องการศึกษาว่ามีความสัมพันธ์กันระหว่างการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน รวมถึง ทั้งวิธีการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนต่างก็เป็นทางเลือกในการตอบสนองแทนแก่ผู้ถือหุ้นจะถูกประมาณค่าด้วยวิธี Maximum Likelihood ซึ่งเป็นวิธีการประมาณค่าสำหรับสมการที่ไม่ใช่เส้นตรง เพื่อใช้ทดสอบหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่ต้องการศึกษา

#### 3.4.1 การหาความสัมพันธ์ของปัจจัยกำหนดโอกาสการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนด้วย Panel Bivariate Tobit Model

Panel Bivariate Tobit Model เป็นแบบจำลองที่ใช้ในกรณีข้อมูลที่มีค่าของตัวแปรตาม (การจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน) มีค่ามากกว่าหรือเท่ากับศูนย์ (ไม่มีค่าติดลบ) ซึ่งเหมาะสมกับตัวแปรการจ่ายเงินปันผลและซื้อหุ้น

สมการของแบบจำลอง Random effects Tobit Regression หรือ Panel Tobit model เขียนได้ดังนี้

$$\begin{aligned} Y_{it}^* &= X_{it}\beta + v_{it} \\ v_{it} &= \alpha_{it} + \varepsilon_{it} \\ Y_{it} &= Y_{it}^* \quad \text{if } Y_{it}^* > 0 \\ &= 0 \quad \text{if } Y_{it}^* = 0 \end{aligned}$$

โดย  $Y_{it}^*$  คือ ค่าดัชนีอันเป็นตัวแปรต่อเนื่องที่ไม่สามารถเก็บค่าได้ ซึ่งวัดโอกาสในการเกิดค่า  $Y_{it}$

$Y_{it}$  คือ ตัวแปรตามในแต่ละชุดข้อมูลในช่วงเวลาต่างๆ

เมื่อนำตัวแปรตามและตัวแปรอิสระมาแยกเพื่อเขียนเป็นสมการแบบจำลอง Panel Tobit จะได้ดังนี้

สมการแบบจำลอง Panel Tobit สำหรับการจ่ายเงินปันผล (Dividend paid)

$$\begin{aligned} \text{Payout Ratio}_{it}^* &= \beta_{10} + \beta_{11}\text{FreeFloat}_{it} + \beta_{12}\text{ForeignOwnership}_{it} \\ &\quad - \beta_{16}\text{SDROA}_{it} + \alpha_{1i} + \varepsilon_{1it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Payout Ratio}_{it} &= \text{Payout Ratio}_{it}^* && \text{หาก } \text{Payout Ratio}_{it}^* > 0 \\ &= 0 && \text{หาก } \text{Payout Ratio}_{it}^* \leq 0 \end{aligned}$$

สมการแบบจำลอง Panel Tobit สำหรับการซื้อหุ้นคืน  
(Repurchase Value to Net income, RPV)

$$\begin{aligned} \text{Repurchase to Net income}_{it}^* &= \beta_{20} + \beta_{23}\text{SDROA}_{it} + \beta_{25}\text{Cash}_{it} + \beta_{26}\text{CashFlow}_{it} + \alpha_{2i} \\ &\quad + \varepsilon_{2it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{RPV}_{it} &= \text{RPV}_{it}^* && \text{หาก } \text{RPV}_{it}^* > 0 \\ \text{RPV}_{it} &= 0 && \text{หาก } \text{RPV}_{it}^* \leq 0 \end{aligned}$$

โดยที่

$\text{Payout Ratio}_{it}^*$  คือ ค่าดัชนีอันเป็นตัวแปรต่อเนื่องที่ไม่สามารถเก็บค่าได้ ซึ่งวัดความเต็มใจและความสามารถของบริษัทที่จะจ่ายเงินปันผล

$\text{Payout Ratio}_{it}$  คือ อัตราการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัทในช่วงเวลาต่างๆ

$\text{Free Float}_{it}$  คือ เปอร์เซ็นต์ผู้ถือหุ้นรายย่อยของแต่ละบริษัทในช่วงเวลาต่างๆ

$\text{Foreign Ownership}_{it}$  คือ เปอร์เซ็นต์ผู้ถือหุ้นต่างชาติของแต่ละบริษัทในช่วงเวลาต่างๆ

$\text{SDROA}_{it}$  คือ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด

$\text{Cash}_{it}$  คือ เงินสด

$\text{CashFlow}_{it}$  คือ กระแสเงินสด

$\beta$  คือ ค่าคงที่หน้าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร (Beta)

$\alpha_{1i}$  คือ ค่า Random effects ของแบบจำลองการจ่ายเงินปันผล

$\alpha_{2i}$  คือ ค่า Random effects ของแบบจำลองการซื้อหุ้นคืน

$\varepsilon_{1it}$  คือ ค่าตัวรบกวนของแบบจำลอง การจ่ายเงินปันผล

$\varepsilon_{2it}$  คือ ค่าตัวรบกวนของแบบจำลอง การซื้อหุ้นคืน

### 3.4.2 การหาค่าความสัมพันธ์ของสมการถดถอยระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน

งานวิจัยนี้ใช้เทคนิค Panel Bivariate Tobit โดยตั้งสมมุติฐานหลักคือ การพิจารณาจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนของผู้บริหารแต่ละบริษัทในแต่ละปีนั้นการตัดสินใจดังกล่าวไม่ถูกพิจารณาควบคู่กัน โดยการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างค่าตัวรบกวน (Error term) ของแบบจำลองการจ่ายเงินปันผลและค่าตัวรบกวนของแบบจำลองการซื้อหุ้นคืนเขียนแทนสมการได้ดังนี้

$$E(\varepsilon_{1it}, \varepsilon_{2it}) = \rho_{12} \text{ และมีสมมุติฐานหลักคือ } H_0: \rho_{12} = 0$$

โดยที่  $\rho_{12}$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างค่าตัวรบกวน (Error term) ของแบบจำลองการจ่ายเงินปันผลและค่าตัวรบกวนของแบบจำลองการซื้อหุ้นคืน

โดยการทดสอบ Panel Bivariate Tobit นั้นจะพิจารณาค่า t-test ของ  $\hat{\rho}_{12}$  ว่ามีนัยสำคัญทางสถิติหรือไม่ เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ของสมการแบบจำลอง Panel Tobit ของการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน

โดยที่  $\hat{\rho}_{12}$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่ได้จากการคาดหวัง

## บทที่ 4

### ผลการศึกษา

ส่วนนี้เป็นการนำตัวแปรที่กำหนดข้างต้นมาทดสอบหาความสัมพันธ์ด้วยเทคนิคที่กำหนดไว้ แบบจำลองที่ใช้มีสองแบบจำลอง แบบจำลองที่หนึ่ง Panel Tobit Model เพื่อทดสอบหาโอกาสความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นและตัวแปรตาม ในขณะที่แบบจำลองที่สองคือ Panel Bivariate Tobit Model เพื่อทดสอบหาความสัมพันธ์ของตัวแปรตามทั้งหมดในช่วงระยะเวลาระหว่างปี 2549–2558 ทั้งหมด 671 บริษัท ทั้งสองแบบจำลองได้รวมตัวแปรที่ใช้แทนปัจจัยจากทฤษฎีต่างๆ ไว้ด้วย ได้แก่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย สัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติ ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลการดำเนินงานรายปี (SDROA) 4 ปีย้อนหลังเงินสด และกระแสเงินสด

#### 4.1 การบรรยายคุณสมบัติเชิงปริมาณทางสถิติของข้อมูลที่น่ามาวิจัย (Descriptive stat)

งานวิจัยนี้ได้เก็บข้อมูลตัวแปรตามได้แก่ค่า Payout Ratio และ สัดส่วนมูลค่าการซื้อหุ้นคืนต่อกำไรสุทธิโดยสามารถสรุปได้ดังนี้

ข้อมูลของบริษัทที่เก็บมาทั้งหมดมีจำนวน 5,675 ค่า โดยข้อมูลทั้งหมดมีค่าเฉลี่ยของ Payout Ratio อยู่ที่ร้อยละ 20.075 โดยมีบริษัทที่มี Payout Ratio สูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 1,262 เมื่อพิจารณาแยกเป็นสองกรณีได้แก่ ข้อมูลของบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผล หรือมีค่า Payout Ratio มากกว่า 0 มีจำนวน 1,706 ข้อมูล ซึ่งมีค่าเฉลี่ยของ Payout Ratio อยู่ที่ร้อยละ 66.779 และอีกกรณีหนึ่งคือ ข้อมูลของบริษัทที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผล มีจำนวน 3,969 ข้อมูล ซึ่งเมื่อวิเคราะห์โดยการเปรียบเทียบผลต่างของค่าเฉลี่ยของตัวแปรตามแต่ละตัวในกรณีข้อมูลของบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลและไม่จ่ายเงินปันผล โดยผลการทดสอบพบว่า ค่าเฉลี่ยของ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลการดำเนินงาน นั้นมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 1 กล่าวคือ บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลและบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยของตัวแปรอิสระที่กล่าวมาก่อนหน้านี้แตกต่างกัน ในส่วนของตัวแปรอิสระสัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาตินั้นผลการทดสอบพบว่าความแตกต่างของค่าเฉลี่ยในกรณีที่มีการจ่ายเงินปันผลและไม่จ่ายเงินปันผลนั้นไม่ได้แตกต่างกัน

สำหรับสัดส่วนมูลค่าการซื้อหุ้นคืน(บาท)ต่อกำไรสุทธิ(บาท)ที่เป็นข้อมูลในส่วนของการซื้อหุ้นคืนนั้น มีจำนวนข้อมูลที่นำมาวิจัยอยู่จำนวน 5,675 ค่า เช่นเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล โดยมีค่าเฉลี่ยของข้อมูลทั้งหมดอยู่ที่ 0.310 เท่า โดยข้อมูลบริษัทที่มีมูลค่าการซื้อหุ้นคืน(บาท)ต่อกำไรสุทธิ(บาท)สูงสุดเท่ากับ 123.829 เท่า เมื่อพิจารณาแยกเป็น 2 กรณีได้แก่ ข้อมูลของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน หรือมีมูลค่าการซื้อหุ้นคืน(บาท)ต่อกำไรสุทธิ(บาท) มากกว่า 0 มีจำนวน 56 ข้อมูล ซึ่งมีค่าเฉลี่ยของมูลค่าการซื้อหุ้นคืน(บาท)ต่อกำไรสุทธิ(บาท)อยู่ที่ 31.464 เท่า และอีกกรณีหนึ่งคือข้อมูลของบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน มีจำนวน 5,619 ข้อมูล ซึ่งเมื่อวิเคราะห์โดยการเปรียบเทียบผลต่างของค่าเฉลี่ยของตัวแปรตามแต่ละตัวในกรณีข้อมูลของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนและไม่ทำการซื้อหุ้นคืน โดยผลการทดสอบพบว่ามีความแตกต่างอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 1 และร้อยละ 10 ตามลำดับ แต่ตัวแปรอิสระ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลการดำเนินงาน และ กระแสเงินสด นั้นพบว่าค่าเฉลี่ยในกรณีที่มีการซื้อหุ้นคืนและไม่ทำการซื้อหุ้นคืนนั้นไม่ได้แตกต่างกัน ตามตารางที่ 2 และตาราง ก-1.1 ถึง ตาราง ก-1.6

**ตารางที่ 2** Descriptive statistics of key variables

Variable			Obs	Mean	Std Dev	Minimum	Maximum
Payout Ratio (%)	Overall		5,675	20.075	53.819	0.000	1,262.000
	PR>0		1,706	66.779	80.737	1.000	1,262.000
	PR=0		3,969	0	0	0	0
Repurchase Value/NI	Overall		5,675	0.310	4.304	0.000	123.829
	RP>0		56	31.464	30.217	0.040	123.829
	RP=0		5,619	0	0	0	0

## 4.2 ผลการทดสอบปัจจัยที่กำหนดโอกาสจ่ายเงินปันผลโดยใช้ Panel Tobit model

### 4.2.1 สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float)

จากการทดสอบด้วยแบบจำลอง Panel Tobit พบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล โดยส่งผลไปในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 1 ซึ่งผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับทฤษฎีปัญหาตัวแทน (Agency Theory) โดยความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เกิดจากต้นทุนตัวแทนทำให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยต้องการผลตอบแทนมากขึ้นในรูปแบบการจ่ายเงินปันผล



จากการทดสอบ Marginal Effect พบว่าหากสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยเพิ่มขึ้นร้อยละ 100 จากค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 37.3 เป็นร้อยละ 137.3 จะส่งผลให้บริษัทมีการจ่ายเงินปันผล โดยมี Payout Ratio เพิ่มขึ้นร้อยละ 19.93 หรืออาจกล่าวได้ว่า การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยร้อยละ 10 จะทำให้ Payout Ratio เพิ่มขึ้นร้อยละ 1.99

#### 4.2.2 สัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติ (Foreign ownership)

จากการทดสอบด้วยแบบจำลอง Panel Tobit พบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล โดยส่งผลไปในทิศทางตรงกันข้าม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 1 ซึ่งผลการทดสอบนี้ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีปัญหาตัวแทน (Agency Theory) ที่กล่าวไว้ว่า สัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติจะต้องมีทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากบริษัทที่มีผู้ถือหุ้นส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนต่างชาติมักมีปัญหาตัวแทน ทำให้ผู้ถือหุ้นต้องการให้บริษัทจ่ายเงินปันผลมาก เพราะเกรงว่าหากบริษัทมีกระแสเงินสดมากเกินไป แต่เนื่องด้วยกฎหมายภาษีอากรของประเทศไทย ระบุว่านักลงทุนต่างประเทศที่มีได้ประกอบกิจการในประเทศไทยจะต้องถูกหักภาษี ณ ที่จ่าย ร้อยละ 10 ของเงินปันผล<sup>7</sup> ซึ่งอาจทำให้นักลงทุนต่างชาติแสวงหาผลกำไรจากส่วนต่างราคาที่ทำให้ผลตอบแทนมากกว่าการได้รับเงินปันผลที่ถูกหักภาษี ณ ที่จ่ายตามกฎหมายของประเทศไทย

จากการทดสอบ Marginal Effect พบว่าหากสัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติ เพิ่มขึ้นร้อยละ 100 จากค่าเฉลี่ยที่ร้อยละ 14.7 เป็น ร้อยละ 114.7 จะส่งผลให้บริษัทมีการจ่ายเงินปันผล โดยมี Payout Ratio ลดลงร้อยละ 34.7 หรืออาจกล่าวได้ว่า การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติร้อยละ 10 จะทำให้ Payout Ratio ลดลงร้อยละ 3.47

#### 4.2.3 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด (SD ROA)

จากการทดสอบด้วยแบบจำลอง Panel Tobit พบว่าความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล โดยส่งผลไปในทิศทางตรงกันข้าม อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 10 ซึ่งผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory) หากบริษัทที่มีค่า SD ROA ต่ำ แสดงว่าบริษัทนั้นมีความไม่แน่นอนของรายได้ต่ำ ทำให้มีโอกาสในการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าบริษัทที่มีค่า SD ROA สูง

จากการทดสอบ Marginal Effect พบว่าความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น 1 เท่า จากค่าเฉลี่ยซึ่งเท่ากับ 0.029 เท่า เป็น 1.029 เท่าจะส่งผลให้บริษัทมีการจ่ายเงินปันผล โดยมี Payout Ratio ลดลงร้อยละ 32.893

<sup>7</sup>ข้อมูลจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คู่มือทบทวน ตารางที่ 9



### 4.3 ผลการทดสอบปัจจัยที่กำหนดโอกาสซื้อหุ้นคืนโดยใช้ Panel Tobit model

#### 4.3.1 ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด (SD ROA)

จากการทดสอบด้วยแบบจำลอง Panel Tobit พบว่าความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืนโดยส่งผลไปในทิศทางตรงข้ามอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 1 ซึ่งผลการทดสอบนี้ไม่สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory) ซึ่งกล่าวว่าความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืน แต่เนื่องจากงานวิจัยนี้มีข้อมูลของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลและซื้อหุ้นคืน ซึ่งไม่มีบริษัทที่ซื้อหุ้นอย่างเดียวทำให้ผลที่ได้จากข้อมูลที่น่ามาทดสอบพบว่าทุกๆบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนนั้นจะมีการจ่ายเงินปันผลในปีนั้นๆด้วย ผลของค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด จึงส่งผลกับการซื้อหุ้นคืนในลักษณะเดียวกันกับการจ่ายปันผลคือมีทิศทางเดียวกัน

จากการทดสอบ Marginal Effect พบว่าความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดเพิ่มขึ้น 1 เท่า จากค่าเฉลี่ยที่ 0.029 เท่า เป็น 1.029 เท่าจะส่งผลให้บริษัททำการซื้อหุ้นคืน โดยมูลค่าการซื้อหุ้นคืนต่อกำไรสุทธิลดลง 85.241 เท่า

#### 4.3.2 เงินสดและกระแสเงินสด (Cash and Cash Flow)

จากการทดสอบด้วยแบบจำลอง Panel Tobit พบว่าเงินสดและกระแสเงินสด มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน โดยส่งผลไปในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 5 และ ร้อยละ 1 ตามลำดับซึ่งผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับแนวคิดการมีเงินทุนส่วนเกิน (Excess Capital) ที่กล่าวว่าหากบริษัทมีเงินสดสูงมากและมีกำไรสูงเช่นกัน บริษัทจะเลือกใช้การซื้อหุ้นคืน เพื่อช่วยเพิ่มมูลค่าหุ้นในระยะยาว และเป็นการปรับลดปริมาณเงินสดที่สูงเกินความต้องการ

จากการทดสอบ Marginal Effect พบว่าเงินสด เพิ่มขึ้น 1 เท่า จากค่าเฉลี่ยที่ 0.074 เท่า เป็น 1.074 เท่าจะส่งผลให้บริษัททำการซื้อหุ้นคืน โดยมูลค่าการซื้อหุ้นคืนต่อกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 8.068 เท่า

และจากการทดสอบ Marginal Effect ของกระแสเงินสด พบว่าเมื่อกระแสเงินสด เพิ่มขึ้น 1 เท่า จากค่าเฉลี่ยที่ 0.034 เท่า เป็น 1.034 เท่าจะส่งผลให้บริษัททำการซื้อหุ้นคืน โดยมูลค่าการซื้อหุ้นคืนต่อกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 26.905 เท่า

**ตารางที่ 3** Estimated Panel Tobit regression parameter for Payout Ratio, Repurchase Value and Panel Bivariate Tobit on SET นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (\*), 5% (\*\*) และ 1% (\*\*\*)

Variable	Exp. Sign	Separate Panel Tobit		Panel Bivariate Tobit	
		Payout Ratio	Repurchase Value	Payout Ratio	Repurchase Value
Free Float	+	79.694 *** (17.796)		23.083 ** (11.767)	
Foreign Ownership	+	-138.830 *** (21.287)		-61.093 *** (11.807)	
SD.ROA	-/+	-131.524 * (76.912)	-993.515 *** (274.635)	-508.631 *** (75.729)	-1010.658 *** (278.279)
CASH	+		94.033 ** (43.206)		92.575 ** (43.063)
CASH Flow	+		313.592 *** (83.125)		319.086 *** (84.293)
Intercept		-632.141 *** (58.414)	-271.479 *** (56.794)	-291.155 *** (22.082)	-271.453 *** (56.655)
Sigma		111.187 *** (2.241)	88.190 *** (11.184)	4.814 *** lnsigma1	4.484 *** lnsigma2
$\rho_{12}$		0.326 (0.038)	0.010 (0.084)	0.036 (0.068)	
N		5675	5675	5675	
ll		-12297.312	-543.833	-12926.226	
Chi2		152.707	22.113	244.736	

ที่มา : จากการคำนวณโดยโปรแกรมสแตต้า (Stata)

1. “\*\*\*” หมายถึง มีนัยสำคัญ (Significant) ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01 หรือมีค่า  $P > |Z|$  น้อยกว่า 0.01
2. “\*\*” หมายถึง มีนัยสำคัญ (Significant) ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.05 หรือมีค่า  $P > |Z|$  น้อยกว่า 0.05
3. “\*” หมายถึง มีนัยสำคัญ (Significant) ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.1 หรือมีค่า  $P > |Z|$  น้อยกว่า 0.1
4. ค่าในวงเล็บ หมายถึง ค่า Standard Error

Log-likelihood (ll) คือดัชนีชี้วัดว่ายังมีความคลาดเคลื่อนที่ยังไม่สามารถอธิบายได้อีกหรือไม่ในกลไกการวิเคราะห์ของแต่ละตัวแปรอิสระ โดยหากว่ายังไม่มีการนำเอาตัวแปรอิสระใดเข้ามาช่วยการพยากรณ์ ค่าของ log-likelihood จะมีค่าสูง แสดงว่าความสามารถในการพยากรณ์จะต่ำ และมีความคลาดเคลื่อนที่ยังไม่สามารถอธิบายได้อยู่ในระดับสูง ต่อเมื่อนำตัวแปรอิสระเข้ามา log-likelihood จะมีค่าต่ำลง เป็นนัยให้ทราบว่า ความคลาดเคลื่อนที่ยังไม่สามารถอธิบายได้มีขนาดเล็กลง

Chi-square หรือ ค่าสถิติไควสแควร์ คือ ดัชนีที่ใช้วัดสัดส่วนความแตกต่างในความคลาดเคลื่อนโดยหาผลต่างในความคลาดเคลื่อนระหว่างกรณีที่ยังไม่มีการนำตัวแปรใดเข้ามาช่วยการพยากรณ์ (กรณีที่ใช้เป็นเกณฑ์ฐาน) กับกรณีที่มีการนำตัวแปรตัวใดตัวหนึ่งหรือทั้งหมดเข้ามาช่วยพยากรณ์ หากมีค่าต่ำบ่งบอกให้เห็นว่าการนำตัวแปรอิสระเข้ามา มีส่วนช่วยในการพยากรณ์ได้บ้าง แต่หากมีค่าสูง ย่อมหมายความว่า การนำตัวแปรอิสระเข้ามามีส่วนช่วยในการพยากรณ์ได้มาก

Sigma หรือ panel-level variance คือ ค่าความแปรปรวนในสมการภาคตัดขวางทางยาว

lnsigma1 และ lnsigma2 คือ ค่า Log ธรรมชาติ หรือ ln ของค่าความแปรปรวนในสมการภาคตัดขวางทางยาว (sigma) ของสมการ Panel Bivariate Tobit แต่ละสมการ เพื่อนำไปคำนวณหาค่า  $\rho_{12}$

$\rho_{12}$  คือ ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างค่าตัวรบกวน (Error term) ของแบบจำลองการจ่ายเงินปันผลและค่าตัวรบกวนของแบบจำลองการซื้อหุ้นคืน

$\rho$  คือ ผลการคำนวณหาค่าความสัมพันธ์ของค่าความแปรปรวนในสมการภาคตัดขวางทางยาว (Panel-level variance) หรือกล่าวได้ว่าเป็นการหาว่าเกิดผลกระทบจากปัจจัยภายนอกเฉพาะตัว (Individual specific effect) หรือ ไม่ โดยหากค่า  $\rho$  มีค่าเท่ากับ 0 หมายความว่า การประมาณค่าโดยวิธี Panel Tobit นั้นจะไม่แตกต่างจากการประมาณค่าด้วยวิธี Tobit แต่อย่างใด

#### 4.3.3 ผลการศึกษาผลกระทบส่วนเพิ่ม (Marginal Effects)

งานวิจัยนี้ได้ใช้วิธี Marginal Effects at Mean ในแบบจำลองภาคตัดขวางทางยาวโทบิต (Panel Tobit) สามารถทำได้โดยการหาอนุพันธ์บางส่วน (Partial Derivative) จากค่าเฉลี่ยหรือค่าคาดหมายของสมการภาคตัดขวางทางยาวโทบิต ( $E(Y_{it}|X_{it} \text{ if } Y_{it} > 0)$ ) เทียบกับค่าตัวแปรต้น  $X_{it}$  ดังนี้

ตารางที่ 4 แสดงค่า Marginal Effects นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (\*), 5% (\*\*) และ 1% (\*\*\*)

Variable	Marginal Effects(dy/dx)		Mean	
	Payout Ratio	Repurchase Value	Payout Ratio	Repurchase Value
Free Float	19.931 ***		0.373	
Foreign Ownership	-34.721 ***		0.147	
SD.ROA	-32.894 *	-85.241 ***	0.029	0.029
CASH		8.068 **		0.074
CASH Flow		26.905 ***		0.034

ที่มา : จากการคำนวณโดยโปรแกรมสเตตา (Stata)

เมื่อ

1. “\*\*\*” หมายถึง มีนัยสำคัญ (Significant) ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01 หรือมีค่า  $P > |Z|$  น้อยกว่า 0.01
2. “\*\*” หมายถึง มีนัยสำคัญ (Significant) ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.05 หรือมีค่า  $P > |Z|$  น้อยกว่า 0.05
3. “\*” หมายถึง มีนัยสำคัญ (Significant) ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.1 หรือมีค่า  $P > |Z|$  น้อยกว่า 0.1

### การทดสอบ Panel Bivariate Tobit

จากผลการทดสอบแบบจำลอง Panel Bivariate Tobit ระหว่าง ตัวแปรในส่วนของ การจ่ายเงินปันผล และปริมาณการซื้อหุ้นคืนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ผลการวิจัยพบว่าการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างค่าตัวรบกวน (Error term) ของแบบจำลองการจ่ายเงินปันผลและค่าตัวรบกวนของแบบจำลองการซื้อหุ้นคืน ที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างแบบจำลอง Panel Bivariate Tobit ของการจ่ายเงินปันผล และ ปริมาณการซื้อหุ้นคืน มีค่าเท่ากับ 0.036 โดยมีค่า  $p > |z|$  เท่ากับ 0.593 ซึ่งแสดงว่าผลการทดสอบดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงเป็นเหตุให้การทดสอบสมมติฐาน  $H_0 : \rho_{12} = 0$  นั้นไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานนี้ได้ กล่าวคือ จากผลการทดสอบการตัดสินใจของผู้บริหารในการจ่ายเงินปันผลไม่มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน

โดยทางผู้วิจัยได้ทำการทดสอบแบบจำลอง Panel Bivariate Tobit โดยใช้บริษัทใน SET50 ในปี 2015 ได้ผลพบว่าการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างค่าตัวรบกวนของแบบจำลองการจ่ายเงินปันผลและค่าตัวรบกวนของแบบจำลองการซื้อหุ้นคืน ที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างแบบจำลอง Panel Bivariate Tobit ของการจ่ายเงินปันผล และ ปริมาณการซื้อหุ้นคืน มีค่าเท่ากับ 0.666 โดยมีค่า  $p > |z|$  เท่ากับ 0.004 ซึ่งแสดงว่าผลการทดสอบดังกล่าวมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 1 (ดูรายละเอียดที่ ภาคผนวก ตารางที่ 7)

และทางผู้วิจัยได้ทำการทดสอบแบบจำลอง Panel Bivariate Tobit โดยใช้บริษัทใน SET100 สำหรับปี 2015 ได้ผลพบว่าการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างค่าตัวรบกวนของแบบจำลองการจ่ายเงินปันผลและค่าตัวรบกวนของแบบจำลองการซื้อหุ้นคืน ที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างแบบจำลอง Panel Bivariate Tobit ของการจ่ายเงินปันผล และ ปริมาณการซื้อหุ้นคืน มีค่าเท่ากับ 0.242 โดยมีค่า  $p > |z|$  เท่ากับ 0.047 ซึ่งแสดงว่าผลการทดสอบดังกล่าวมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 5 (ดูรายละเอียดที่ ภาคผนวก ตารางที่ 8)

กล่าวคือ จากผลการทดสอบการตัดสินใจของผู้บริหารในการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน ใน SET100 และ SET50 แสดงว่าการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและซื้อหุ้นคืนของบริษัทใน SET100 และ SET50 มีการตัดสินใจไปพร้อมๆ กัน โดยเฉพาะผลที่ได้ใน



SET50 เนื่องจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET100 และ SET50 นั้นมีหลักเกณฑ์เฉพาะ ข้อมูลที่ได้มีความเพียงพอในการทดสอบทำให้ผลที่ได้นั้นมีความสอดคล้องกับทฤษฎีข้างต้น

#### 4.4 การอภิปรายผลการศึกษา (Result Discussion)

##### 4.4.1 การอภิปรายผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผล

จากตารางที่ 5 แสดงทิศทางความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปรอธิบายตามทฤษฎี เทียบกับผลที่ได้จริงจากข้อมูล โดยการใช้แบบจำลอง Panel Tobit model ทดสอบตัวแปรของการจ่ายเงินปันผล

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจของบริษัทจดทะเบียนว่าจะจ่ายเงินปันผล และมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน อธิบายได้ว่าเมื่อบริษัทมีสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อยทำให้เกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและผู้ถือหุ้นรายย่อยที่เกิดจากต้นทุนตัวแทน ส่งผลให้ผู้ถือหุ้นรายย่อยต้องการผลตอบแทนมากขึ้นในรูปแบบการจ่ายเงินปันผล

อีกทั้งยังพบว่า ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลในทิศทางตรงกันข้าม ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณตาม อธิบายได้ว่า บริษัทที่มีความไม่แน่นอนของกระแสเงินสด ต่ำ แสดงว่าบริษัทนั้นมีความไม่แน่นอนของรายได้ต่ำ ทำให้มีโอกาสในการจ่ายเงินปันผลสูงกว่าบริษัทที่ความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดสูง

สัดส่วนการถือหุ้นต่างชาติเป็นปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผล แต่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามซึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน เนื่องจากระบบภาษีของไทยกำหนดให้ผู้ถือหุ้นต่างชาติที่ได้รับเงินปันผลถูกหักภาษี ณ ที่จ่าย 10% กล่าวคือมีต้นทุนจากการรับเงินปันผลมากกว่าต้นทุนการทำธุรกรรมจากการทำส่วนต่างราคา ทำให้ผู้ถือหุ้นต่างชาติในประเทศไทยนิยมทำกำไรจากส่วนต่างราคามากกว่าการรับเงินปันผลซึ่งผลการวิจัยในต่างประเทศของ Chay and Suh (2009) พบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากนักลงทุนต่างชาติไม่เสียภาษีจากเงินปันผล ทำให้ต้องการเงินปันผลที่ค่อนข้างแน่นอนมากกว่าการทำกำไรจากส่วนต่างราคา

ตารางที่ 5 แสดงผลการทดสอบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลนัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (\*), 5% (\*\*) และ 1% (\*\*\*)

ตัวแปร	เครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ที่คาดหวัง	แบบจำลอง Panel Tobit Model	
		เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล
Free Float	+	+	***
Foreign ownership	+	-	***
SD. ROA	-	-	*

เมื่อ

1. “\*\*\*” หมายถึง มีนัยสำคัญ (Significant) ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01 หรือมีค่า  $P > |Z|$  น้อยกว่า 0.01
2. “\*\*” หมายถึง มีนัยสำคัญ (Significant) ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.05 หรือมีค่า  $P > |Z|$  น้อยกว่า 0.05
3. “\*” หมายถึง มีนัยสำคัญ (Significant) ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.1 หรือมีค่า  $P > |Z|$  น้อยกว่า 0.1

#### 4.4.2 การอภิปรายผลการศึกษายปัจจัยที่มีผลต่อการซื้อหุ้นคืน

จากตารางที่ 6 แสดงทิศทางความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปรอธิบายตามทฤษฎี เทียบกับผลที่ได้จริงจากข้อมูลโดยใช้แบบจำลอง Panel Tobit model ทดสอบตัวแปรของการซื้อหุ้นคืน

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจของบริษัทจดทะเบียนที่จะซื้อหุ้นคืน ได้แก่ เงินสดและกระแสเงินสด มีความสัมพันธ์กับโอกาสการซื้อหุ้นคืนในทิศทางเดียวกัน ซึ่งสอดคล้องกับ แนวคิดการกระจายเงินทุนส่วนเกินอธิบายได้ว่าเมื่อบริษัทมีเงินสดและกระแสเงินสดเพิ่มขึ้นทำให้บริษัทมีการซื้อหุ้นคืนเพิ่มขึ้น

ผลการศึกษาพบว่าความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน ในทิศทางตรงกันข้ามกับทฤษฎีการส่งสัญญาณซึ่งกล่าวว่าความไม่แน่นอนของกระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืน แต่เนื่องจากงานวิจัยนี้มีข้อมูลของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลและซื้อหุ้นคืน ซึ่งไม่มีบริษัทที่ซื้อหุ้นอย่างเดียว ทำให้ผลที่ได้จากข้อมูลที่น่ามาทดสอบพบว่าทุกๆ บริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนนั้นจะมีการจ่ายเงินปันผลในปีนั้นๆด้วย ผลของค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด จึงส่งผลกับการซื้อหุ้นคืนในลักษณะเดียวกันกับการจ่ายปันผลคือมีทิศทางเดียวกัน



ตารางที่ 6 แสดงผลการทดสอบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืนนัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (\*), 5% (\*\*) และ 1% (\*\*\*)

ตัวแปร	เครื่องหมายหน้าสัมประสิทธิ์ที่คาดหวัง	แบบจำลอง Panel Tobit Model	
		เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน
SD. ROA	+	-	***
Cash	+	+	**
Cash Flow	+	+	***

เมื่อ

1. “\*\*\*” หมายถึง มีนัยสำคัญ (Significant) ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.01 หรือมีค่า  $P > |Z|$  น้อยกว่า 0.01
2. “\*\*” หมายถึง มีนัยสำคัญ (Significant) ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.05 หรือมีค่า  $P > |Z|$  น้อยกว่า 0.05
3. “\*” หมายถึง มีนัยสำคัญ (Significant) ที่ระดับนัยสำคัญเท่ากับ 0.1 หรือมีค่า  $P > |Z|$  น้อยกว่า 0.1

#### 4.4.3 การอภิปรายผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนพบว่า เมื่อวิเคราะห์ภาพรวมบริษัททุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จะไม่พบความสัมพันธ์ของการตัดสินใจระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้น อธิบายได้ว่าปัจจัยที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลและซื้อหุ้นคืนในบริษัทจดทะเบียนไม่สามารถอธิบายการตัดสินใจว่าจะจ่ายปันผลและซื้อหุ้นคืนไปพร้อมๆ กันได้ และเมื่อทดสอบการตัดสินใจของผู้บริหารในการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน ใน SET100 และ SET50 พบว่าปัจจัยที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลและซื้อหุ้นคืนมีผลต่อการตัดสินใจไปพร้อมๆ กัน เนื่องจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET 100 และ SET50 นั้นมีหลักเกณฑ์เฉพาะ ซึ่งได้ข้อมูลที่เพียงพอในการทดสอบทำให้ผลที่ได้นั้นมีความสอดคล้องกับทฤษฎีข้างต้น

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อหาปัจจัยที่มีผลในการตัดสินใจให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จ่ายเป็นเงินปันผล (Dividend) หรือใช้เงินสดนั้นซื้อหุ้นสามัญกลับคืนมา (Stock Repurchase) โดยรวบรวมตัวแปรจากทฤษฎีต่างๆที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling theory) และทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในช่วงระยะเวลาระหว่างปี 2549 – 2558 ทั้งนี้ไม่รวมบริษัทที่เป็นสถาบันการเงิน บริษัทประกันภัยและบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งได้กลุ่มตัวอย่างที่จะนำมาศึกษามากกว่า 671 บริษัท และทำการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง Panel Tobit Model และ Panel Bivariate Tobit Model

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายย่อย (Free Float) สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทน ส่วนปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ สัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติ (Foreign Ownership) ซึ่งไม่สอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนเนื่องด้วยกฎหมายภาษีอากรของประเทศไทยระบุไว้ว่านักลงทุนต่างประเทศที่ไม่ได้ประกอบกิจการในประเทศไทยจะต้องถูกหักภาษี ณ ที่จ่าย จึงทำให้นักลงทุนต่างชาติได้รับส่วนต่างราคาไม่คุ้มกับภาษีจากเงินปันผล ส่วนค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด (SD ROA) สอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณตามลำดับ ผลการศึกษายังพบอีกว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืน ได้แก่ เงินสดและกระแสเงินสด (Cash and Cash Flow) ซึ่งสอดคล้องกับ แนวคิดเรื่องเงินสดและกระแสเงินสดของกิจการส่วนปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการซื้อหุ้นคืน ได้แก่ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานผลการดำเนินงานรายปี 4 ปี ล่าสุด (SD ROA) สอดคล้องกับ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ และพบว่าผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนพบว่า บริษัทที่อยู่ในกลุ่ม SET100 และ SET50 จะพบว่าบริษัททั้ง 2 กลุ่ม มีการพิจารณาการจ่ายเงินปันผลควบคู่ไปกับการซื้อหุ้นคืน แต่หากทำการทดสอบโดยรวมทุกบริษัททั้งตลาดหลักทรัพย์จะไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว

ทั้งนี้งานวิจัยฉบับนี้มีข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลของโครงสร้างของผู้ถือหุ้น โดยไม่สามารถแยกข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นต่างชาติที่อาจเป็นส่วนที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทออกจากกันได้ ทำให้ปัจจัยเรื่องผู้ถือหุ้นต่างชาติที่มีผลกับการจ่ายเงินปันผลไม่สอดคล้องตามทฤษฎีปัญหาตัวแทน

งานศึกษานี้ยังมีข้อจำกัดเกี่ยวกับขนาดตัวอย่างที่ทดสอบ เนื่องจากการซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยยังไม่เป็นที่นิยมมากนัก จึงทำให้จำนวนโครงการซื้อหุ้นคืนค่อนข้างน้อยเกินไปในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและซื้อหุ้นคืนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET) ทำให้ได้ผลการทดสอบไม่พบความสัมพันธ์การพิจารณาปัจจัยต่างๆ ในการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนไปพร้อมๆกัน

สำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป คณะผู้วิจัยเห็นว่าการหากจะทดสอบความสัมพันธ์การพิจารณาปัจจัยต่างๆ ในการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนไปพร้อมๆกันนั้น ควรเลือกทดสอบและใช้ข้อมูลในตลาด SET 50 หรือ SET 100 จึงจะพบความสัมพันธ์ดังกล่าว ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าปัจจัยใดที่มีผลต่อการตัดสินใจที่จะจ่ายเงินปันผลและซื้อหุ้นคืนเมื่อพิจารณาไปพร้อมๆกัน เนื่องจากในตลาด SET 50 หรือ SET 100 จะมีข้อมูลของบริษัทที่ซื้อหุ้นคืนเพียงพอมากกว่าที่จะเลือกใช้ข้อมูลทั้งตลาด SET มาทดสอบ



## บรรณานุกรม

- Angkasukho, S., Tonvichien, P., Sanguansakdiyodhin, T., & Tharavanij, P. (2012). Dividend policy, Cash-flow uncertainty, and Ownership structure: Evidence from Thai listed companies. *Chulalongkorn Business Review*, 34(131), 107-144.
- Baba, N. (2008). Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firm. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(2), 163-174.
- Banerjee, S., Gatchev, V. A., & Spindt, P. A. (2007). Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), 369-397.
- Bredley, M., Capozza, D., & Seguin, P. (1998). Dividend Policy and Cash flow uncertainty. *Real Estate Economics*, 26(4), 555-580.
- Chay, J. B., & Suh, J. (2009). Payout policy and cash-flow uncertainty. *Journal of Financial Economics*, 93, 88-107.
- Chotchatchawanwong, E. (2011). *Stock repurchases and market efficiency: Empirical evidence in the Stock Exchange of Thailand*. Thammasat University Faculty of Commerce and Accountancy.
- Comment, R., & Jarrell, G. A. (1991). The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases. *Journal of Finance*, 46(4), 1243-1271.
- Dann, L. Y. (1981). Common Stock Repurchases. *Financial Economics*, 9, 113-138.
- DeAngelo, H. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix. *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
- Dittmar, A. K. (2000). Why Do Firms Repurchase Stock. *Journal of Business*, 73(3), 331-355.
- Fama. (1965). The behavior of stock market prices. *Journal of Business*, 38(1), 34-105.
- Fama. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, & Blahnik, H. (1968). Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Journal of the American Statistical Association*, 63(324), 1132-1161.

- Guay, W., & Harford, J. (2000). The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57, 385-415.
- Gugler, K., & Yurtoglu, Y. B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731-758.
- Jin, J., Lee, C., & Moffett, C. (2010). Effects of foreign ownership on payout policy : Evidence from the Korean market. *Journal of Financial Markets*, 14(2), 344-375.
- Khan, T. (2006). Dividends and Ownership Structure. *The Economic Journal*, 116(510), 172-189.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Luc, R., & Trojanowski, G. (2005). Control structures and payout policy. *Managerial Finance*, 33(1), 43-64.
- Osh Oonpipat. (2009). *Dividend Policy And Earned/Contributed Capital Mix: The Empirical Study Of Thailand*. (MIF Independent Study), Thammasat University, Bangkok.
- Rosenburg, B., Reid, K., & Lanstein, R. (1985). Persuasive evidence of market inefficiency. *Journal of Portfolio Management*, 11, 9-16.
- Spence, M. (2002). Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets. *The American Economic Review*, 92(3), 434-459.
- Suniti Thanadvanich. (2008). *Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy: Empirical Test from the Stock Exchange of Thailand*. (Master of Science), Thammasat University, Faculty of Commerce And Accountancy.
- Truong, T., & Heaney, R. (2007). Largest shareholder and dividend policy around the world. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 47(5), 667-687.





ภาคผนวก

### ภาคผนวก

**ตาราง ก-1.1** ตารางแสดง Descriptive Statistics การจ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Variable	Obs		Mean		Std Dev		Minimum		Maximum	
	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0
		0			0	0	0	0	0	0
Free Float	3,969	1,706	0.368 ***	0.386 ***	0.207	0.164	0.000	0.000	1.000	0.916
Foreign Ownership	3,969	1,706	0.148	0.145	0.195	0.185	0.000	0.000	0.993	0.901
SD.ROA	3,969	1,706	0.034 ***	0.017 ***	0.093	0.022	0.000	0.000	1.596	0.260

การทดสอบ Descriptive Statistics เป็นการทดสอบเพื่อหาว่าผลต่างของค่า Mean ทั้ง 2 กรณีระหว่างการจ่ายเงินปันผลและไม่มี การจ่ายเงินปันผล หากค่าที่ได้มีค่าไม่เท่ากับ 0 แสดงว่าทั้ง 2 กรณี ต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

**ตาราง ก-1.2** ตารางแสดง Descriptive Statistics การจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์ใน SET 50

Variable	Obs		Mean		Std Dev		Minimum		Maximum	
	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0
Free Float	359	163	0.426 ***	0.451 ***	0.157	0.133	0.000	0.039	0.919	0.853
Foreign Ownership	359	163	0.265	0.267	0.190	0.187	0.000	0.015	0.993	0.901
SD.ROA	359	163	0.015 **	0.013 **	0.017	0.015	0.000	0.000	0.126	0.088

การทดสอบ Descriptive Statistics เป็นการทดสอบเพื่อหาว่าผลต่างของค่า Mean ทั้ง 2 กรณี ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและไม่มีการจ่ายเงินปันผล หากค่าที่ได้มีค่าไม่เท่ากับ 0 แสดงว่าทั้ง 2 กรณี ต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

**ตาราง ก-1.3** ตารางแสดง Descriptive Statistics การจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์ใน SET 100

Variable	Obs		Mean		Std Dev		Minimum		Maximum	
	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0
Free Float	752	321	0.444 ***	0.472 ***	0.182	0.158	0.000	0.000	0.996	0.882
Foreign Ownership	752	321	0.217	0.227	0.188	0.188	0.000	0.000	0.933	0.901
SD.ROA	752	321	0.017 ***	0.015 ***	0.021	0.015	0.000	0.000	0.150	0.147

การทดสอบ Descriptive Statistics เป็นการทดสอบเพื่อหาว่าผลต่างของค่า Mean ทั้ง 2 กรณี ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและไม่มีการจ่ายเงินปันผล หากค่าที่ได้มีค่าไม่เท่ากับ 0 แสดงว่าทั้ง 2 กรณี ต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

**ตาราง ก-1.4** ตารางแสดง Descriptive Statistics การซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Variable	Obs		Mean		Std Dev		Minimum		Maximum	
	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0
SD.ROA	5,619	56	0.029	0.013	0.080	0.011	0.000	0.000	1.596	0.061
CASH	5,619	56	0.074 *	0.099 *	0.097	0.082	0.000	0.000	0.962	0.302
CASH Flow	5,619	56	0.033	0.061	0.155	0.045	-8.467	0.000	5.157	0.207

การทดสอบ Descriptive Statistics เป็นการทดสอบเพื่อหาว่าผลต่างของค่า Mean ทั้ง 2 กรณี ระหว่างการซื้อหุ้นคืนและไม่มีการซื้อหุ้นคืน หากค่าที่ได้มีค่าไม่เท่ากับ 0 แสดงว่าทั้ง 2 กรณี ต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

ตาราง ก-1.5 ตารางแสดง Descriptive Statistics การซื้อหุ้นคืนของหลักทรัพย์ใน SET 50

Variable	Obs		Mean		Std Dev		Minimum		Maximum	
	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0
SD.ROA	369	7	0.015	0.014	0.018	0.008	0.000	0.002	0.126	0.027
CASH	369	7	0.079	0.076	0.080	0.062	0.000	0.016	0.470	0.174
CASH Flow	369	7	0.039	0.045	0.043	0.000	-0.164	0.000	0.168	0.115

การทดสอบ Descriptive Statistics เป็นการทดสอบเพื่อหาว่าผลต่างของค่า Mean ทั้ง 2 กรณี ระหว่างการซื้อหุ้นคืนและไม่มีการซื้อหุ้นคืน หากค่าที่ได้มีค่าไม่เท่ากับ 0 แสดงว่าทั้ง 2 กรณี ต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

ตาราง ก-1.6 ตารางแสดง Descriptive Statistics การซื้อหุ้นคืนของหลักทรัพย์ใน SET 100

Variable	Obs		Mean		Std Dev		Minimum		Maximum	
	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0
SD.ROA	763	18	0.0	0.0	0.021	0.01	0.000	0.000	0.150	0.06
			17	14		4				1
CASH	763	18	0.0	0.0	0.107	0.07	0.000	0.000	0.757	0.30
			85	77		7				2
CASH Flow	763	18	0.0	0.0	0.044	0.04	-	0.000	0.214	0.12
			39	47		7	0.168			4

การทดสอบ Descriptive Statistics เป็นการทดสอบเพื่อหาว่าผลต่างของค่า Mean ทั้ง 2 กรณี ระหว่างการซื้อหุ้นคืนและไม่มีการซื้อหุ้นคืน หากค่าที่ได้มีค่าไม่เท่ากับ 0 แสดงว่าทั้ง 2 กรณี ต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ

**ตาราง ก-2.1** ตาราง Estimated Panel Tobit regression parameter for Payout Ratio, Repurchase Value and Panel Bivariate Tobit on SET50

Variable	Exp. Sign	Separate Panel Tobit		Panel Bivariate Tobit	
		Payout Ratio	Repurchase Value	Payout Ratio	Repurchase Value
Free Float	+	1.657 *** (0.541)		0.439 (0.350)	
Foreign Ownership	+	-1.351 * (0.693)		0.318 (0.268)	
SD.ROA	-/+	-3.249 (3.296)	-145.159 (455.287)	-3.323 (3.081)	-284.317 (600.891)
CASH	+		-6.155 (94.402)		-72.338 (143.526)
CASH Flow	+		205.582 (201.987)		589.614 * (333.445)
Intercept		-13.013 *** (2.261)	34.486 (100.232)	-2.828 *** (0.769)	27.441 (113.624)
Sigma		0.652 *** (0.042)	37.507 *** (12.401)	-0.199 *** lnsigma1	3.767 *** lnsigma2
$\rho_{12}$		0.706 (0.085)	$2.66e^{-30}$ ( $1.83e^{-15}$ )	0.666 *** (0.230)	
N		376	376	376	
Log-likelihood		-306.585	-53.643	-370.698	
Chi-square		49.702	10.094	32.368	



ตาราง ก-2.2 ตาราง Marginal Effects on SET50

Variable	Marginal Effects(dy/dx)		Mean	
	Payout Ratio	Repurchase Value	Payout Ratio	Repurchase Value
Free Float	0.465 **		0.427	
Foreign Ownership	- * 0.379		0.267	
SD.ROA	- 0.912	-11.423	0.015	0.015
CASH		-0.484		0.079
CASH Flow		16.177		0.039

**ตาราง ก-2.3** Estimated Panel Tobit regression parameter for Payout Ratio, Repurchase Value and Panel Bivariate Tobit on SET100

Variable	Exp. Sign	Separate Panel Tobit		Panel Bivariate Tobit	
		Payout Ratio	Repurchase Value	Payout Ratio	Repurchase Value
Free Float	+	79.694 *** (17.796)		23.083 ** (11.767)	
Foreign Ownership	+	-138.830 *** (21.287)		-61.093 *** (11.807)	
SD.ROA	-/+	-131.524 * (76.912)	-993.515 *** (274.635)	-508.631 *** (75.729)	-1010.658 *** (278.279)
CASH	+		94.033 ** (43.206)		92.575 ** (43.063)
CASH Flow	+		313.592 *** (83.125)		319.086 *** (84.293)
Intercept		-632.141 *** (58.414)	-271.479 *** (56.794)	-291.155 *** (22.082)	-271.453 *** (56.655)
Sigma		111.187 *** (2.241)	88.190 *** (11.184)	4.814 *** Insigma1	4.484 *** Insigma2
$\rho_{12}$		0.503 (0.112)	$1.09e^{-29}$ ( $3.24e^{-15}$ )	0.036 (0.068)	
N		5675	5675	5675	
Log-likelihood		-12297.312	-543.833	-12926.226	
Chi-square		152.707	22.113	244.736	

ตาราง ก-2.4 Marginal Effects on SET50on SET100

Variable	Marginal Effects(dy/dx)		Mean	
	Payout Ratio	Repurchase Value	Payout Ratio	Repurchase Value
Free Float	0.134 **		0.445	
Foreign Ownership	- *** 0.279		0.218	
SD.ROA	- 0.341	-54.591	0.017	0.017
CASH		-3.097		0.085
CASH Flow		37.692 **		0.039

ตาราง ก-3.1 ตารางแสดงภาษีอากรของนักลงทุนต่างประเทศที่มีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย

ประเภทเงินได้จากการลงทุน ในตลาดหลักทรัพย์ /ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า	อัตราภาษี
<b>กำไรจากการขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) :</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>บุคคลธรรมดา</li> <li>นิติบุคคล</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ได้รับยกเว้นภาษี</li> <li>15 % ภาษีหัก ณ ที่จ่าย</li> </ul>
<b>เงินปันผล :</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>บุคคลธรรมดา</li> <li>นิติบุคคล</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>10% ภาษีหัก ณ ที่จ่าย</li> <li>10 % ภาษีหัก ณ ที่จ่าย</li> </ul>
<b>ดอกเบี้ย :</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>บุคคลธรรมดา</li> <li>นิติบุคคล</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>15% ภาษีหัก ณ ที่จ่าย</li> <li>15 % ภาษีหัก ณ ที่จ่าย</li> </ul>