

ความสัมพันธ์ระหว่างอายุของกิจการและขนาดของกิจการ  
ที่มีผลต่อการกระจายผลประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้นโดยจ่ายเป็นเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน



สารนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตร

ปริญญาการจัดการมหาบัณฑิต

วิทยาลัยการจัดการ มหาวิทยาลัยมหิดล

พ.ศ. 2560

ลิขสิทธิ์ของมหาวิทยาลัยมหิดล

## กิตติกรรมประกาศ

สารนิพนธ์เรื่องความสัมพันธ์ระหว่างอายุของกิจการและขนาดของกิจการที่มีผลต่อการกระจายผลประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้น โดยจ่ายเป็นเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืนประสบความสำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี เนื่องจากได้รับความอนุเคราะห์จากผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร ธาระวาณิช และรองศาสตราจารย์ ดร.ชาติร์ จันทร โคลิกา ซึ่งได้สละเวลาให้คำปรึกษา คำแนะนำ ตลอดจนข้อคิดเห็นต่างๆ ที่เป็นประโยชน์ต่อการทำสารนิพนธ์ในครั้งนี้

สุดท้ายทางผู้วิจัยขอขอบคุณผู้มีพระคุณ อาทิ คุณพ่อ คุณแม่ และครอบครัวที่ให้อำลังใจ และให้การสนับสนุนมาโดยตลอด รวมทั้งเพื่อนทุกท่านที่ได้ร่วมแรงร่วมใจช่วยเหลืองานวิจัยครั้งนี้สำเร็จไปได้ด้วยดี หากงานวิจัยฉบับนี้มีข้อผิดพลาดประการใดต้องขออภัยมา ณ ที่นี้ด้วย

มยุรี สิ้นธุเจริญ



ความสัมพันธ์ระหว่างอายุของกิจการและขนาดของกิจการที่มีผลต่อการกระจายผลประโยชน์ให้ผู้ถือหุ้นโดยจ่ายเป็นเงินปันผลหรือซื้อหุ้นคืน

FACTORS THAT INFLUENCE THE PAYOUT POLICY

มยุรี สีนุเจริญ 5750435

กจ.ม.

คณะกรรมการที่ปรึกษาสารนิพนธ์ : ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ปิยภัทร ชาระวานิช, Ph.D., ผู้ช่วยศาสตราจารย์ นริรัตน์ เตชพิรุณทอง, Ph.D., รองศาสตราจารย์ ดร.ชาติร์ จันทร์โคติกา, Ph.D.

#### บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้ศึกษาหาปัจจัยที่มีผลในการตัดสินใจให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จ่ายเป็นเงินปันผล (Dividend) หรือใช้เงินสดนั้นซื้อหุ้นสามัญกลับคืนมา (Stock Repurchase) โดยรวบรวมตัวแปรจากทฤษฎีต่างๆที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ทฤษฎีการส่งสัญญาณ ทฤษฎีตัวแทน และการวิเคราะห์ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในช่วงระยะเวลาระหว่างปี 2549 ถึง 2558 ซึ่งได้กลุ่มตัวอย่างที่จะนำมาศึกษามากกว่า 671 บริษัท และทำการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง Panel Tobit Model และ Panel Bivariate Tobit Model

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ อายุของกิจการ และขนาดของกิจการ ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืน ได้แก่ ขนาดของกิจการ ส่วนผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนพบว่า บริษัทที่อยู่ในกลุ่ม SET100 และ SET50 พบว่าบริษัททั้ง 2 กลุ่ม มีการพิจารณาการจ่ายเงินปันผลควบคู่ไปกับการซื้อหุ้นคืน แต่หากทำการทดสอบโดยรวมทุกบริษัททั้งตลาดหลักทรัพย์แล้วจะไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว

คำสำคัญ : เงินปันผล/DIVIDEND/การซื้อหุ้นคืน/SHARE REPURCHASE

## สารบัญ

	หน้า
กิตติกรรมประกาศ	ข
บทคัดย่อ	ค
สารบัญตาราง	ช
บทที่ 1 บทนำ	1
บทที่ 2 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	3
2.1 ทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง	3
2.1.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับเรื่องการจ่ายเงินปันผล	3
2.1.1.1 ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory)	3
2.1.2 ทฤษฎีเกี่ยวกับเรื่องการซื้อหุ้นคืน	3
2.1.2.1 การวิเคราะห์ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ	3
2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)	4
2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล	4
2.2.1.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎี (Life-cycle)	4
2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืน	5
2.2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ	5
บทที่ 3 วิธีดำเนินการวิจัย	6
3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)	6
3.2 ตัวแปรตาม (Dependent variables)	6
3.2.1 ตัวแปรตามที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล	6
3.2.2 ตัวแปรตามที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืน	7
3.3 ตัวแปรอิสระ (Independent variables)	7
3.3.1 ตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล	7

## สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
3.3.1.1 อายุของกิจการ	7
3.3.1.2 ขนาดของกิจการ	8
3.3.2 ตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายซื้อหุ้นคืน	8
3.3.2.1 ขนาดของกิจการ	8
3.4 วิธีการทางสถิติ (Model and Estimation Method)	9
3.4.1 การหาความสัมพันธ์ของปัจจัยกำหนดโอกาสการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนด้วย Panel Bivariate Tobit Model	10
<b>บทที่ 4 ผลการศึกษา</b>	<b>12</b>
4.1 ผลการทดสอบ (Results)	12
4.1.1 การบรรยายคุณสมบัติเชิงปริมาณทางสถิติของข้อมูลที่นำมาวิจัย	12
4.1.2 ผลการทดสอบปัจจัยที่กำหนดโอกาสจ่ายเงินปันผลโดยใช้ Panel Tobit model	14
4.1.2.1 อายุของกิจการ (RE/TE)	14
4.1.2.2 ขนาดของกิจการ	14
4.1.3 ผลการทดสอบปัจจัยที่กำหนดโอกาสซื้อหุ้นคืน	14
4.1.3.1 ขนาดของกิจการ	14
4.1.4 ผลการศึกษาผลกระทบส่วนเพิ่ม (Marginal Effects)	16
4.1.5 ผลการทดสอบ Panel Bivariate Tobit	17
4.2 การอภิปรายผลการศึกษา (Result Discussion)	18
4.2.1 การอภิปรายผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผล	18
4.2.2 การอภิปรายผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการซื้อหุ้นคืน	19

สารบัญ (ต่อ)

	หน้า
4.2.3 การอภิปรายผลการศึกษาคือความสัมพันธ์ ระหว่างการค้าสินค้าเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน	20
บทที่ 5 สรุปผลการวิจัย	21
บรรณานุกรม	23
ภาคผนวก	24
ประวัติผู้วิจัย	28



## สารบัญตาราง

ตาราง	หน้า	
3.1	สรุปรูปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ และเครื่องหมายที่คาดหวัง	9
4.1	Descriptive statistics of key variables	13
4.2	Estimated Panel Tobit regression parameter for Payout Ratio, Repurchase Value and Panel Bivariate Tobit on SET	15
4.3	แสดงค่า Marginal Effects	17
4.4	แสดงผลการทดสอบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล	19
4.5	แสดงผลการทดสอบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน	19
ก - 1	ตารางแสดง การจ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	25
ก - 2	ตารางแสดง การจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์ใน SET 50	25
ก - 3	ตารางแสดง การจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์ใน SET 100	26
ก - 4	ตารางแสดง การซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย	26
ก - 5	ตารางแสดง การซื้อหุ้นคืนของหลักทรัพย์ใน SET 50	26
ก - 6	ตารางแสดง การซื้อหุ้นคืนของหลักทรัพย์ใน SET 100	27
ก - 7	ตารางแสดง ภาษีอากรของนักลงทุนต่างประเทศที่มีได้ประกอบกิจการในประเทศไทย	27

## บทที่ 1

### บทนำ

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

ส่วนการซื้อหุ้นคืนเป็นเครื่องมือในการบริหารทางการเงินอย่างหนึ่งของกิจการ การที่บริษัทซื้อหุ้นของตนเองที่ออกจำหน่ายแล้วกลับคืนมาจะทำให้จำนวนหุ้นที่หมุนเวียนในตลาดลดลง และทำให้สัดส่วนการเป็นเจ้าของบริษัทของผู้ถือหุ้นที่ขายคืนลดลงด้วย บริษัทอาจมีเหตุผลในการซื้อคืนอยู่หลายประการ เช่น บริษัทมีสภาพคล่องทางการเงินสูง มีเงินสดส่วนเกินของบริษัทสูง ราคา



ตลาดของหุ้นของบริษัทต่ำกว่าราคาที่แท้จริง อย่างไรก็ตามการซื้อหุ้นคืนจะมีผลต่อโครงสร้างทุนด้วยเช่นกัน เพราะจะทำให้สัดส่วนหนี้สูงขึ้น (Debt Ratio) ดังนั้นการตัดสินใจซื้อหุ้นคืนจะถือเป็นพฤติกรรมที่บริษัทส่งสัญญาณ (Signaling) ให้กับผู้ถือหุ้นรายย่อย โดยอาจนำไปสู่การเพิ่มขึ้นหรือลดลงของราคาหุ้นได้ ในปัจจุบันไม่ได้มีการศึกษาชัดเจนว่าเมื่อใดที่บริษัทจะจ่ายผลตอบแทนไปยังผู้ถือหุ้น โดยวิธีจ่ายเงินปันผลหรือใช้เงินสดซื้อหุ้นสามัญกลับคืนมา

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

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ อายุของกิจการ (Retained earnings to Total equity) และขนาดของกิจการ (Total Asset) ผลการศึกษายังพบอีกว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืน ได้แก่ ขนาดของกิจการ (Total Asset) ส่วนผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนพบว่า 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 งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

### 2.1 ทฤษฎี แนวคิดและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

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

#### 2.1.1 ทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับเรื่องการจ่ายเงินปันผล

##### 2.1.1.1 ทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory)

DeAngelo (2006) อธิบายว่าอายุการดำเนินงานของบริษัทเป็นปัจจัยที่กำหนดการจ่ายเงินปันผล บริษัทที่อยู่ในช่วงเติบโต มีโอกาสขยายการลงทุนได้อีกหลายโครงการ บริษัทจึงจำเป็นต้องรักษากระแสเงินสดไว้เพื่อใช้สำหรับการบริหารและลงทุนในกิจการ ส่งผลให้บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าบริษัทที่ดำเนินงานเป็นเวลานาน ขณะที่บริษัทที่มีอายุการดำเนินงานมานานหรือเติบโตอย่างเต็มที่ มีการลงทุนในโครงการใหญ่ๆ ไปหมดแล้ว จึงไม่มีความจำเป็นต้องเก็บกระแสเงินสดไว้เพื่อลงทุนต่อมากนัก จะมีแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลจากกระแสเงินสดที่มีอยู่ให้แก่ผู้ถือหุ้นมากกว่าบริษัทที่อยู่ในช่วงเติบโต

#### 2.1.2 ทฤษฎีเกี่ยวกับเรื่องการซื้อหุ้นคืน

##### 2.1.2.1 การวิเคราะห์ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient market hypothesis)

การศึกษาของ Fama (1965) และในปี 1970 จากมหาวิทยาลัยชิคาโก บิดาของทฤษฎีที่ว่า Efficient Market Hypothesis (EMH) โดยการศึกษาของ Fama (1965, 1970) ซึ่งให้เห็นว่าตลาดทำงานอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งราคาหลักทรัพย์ที่ขายในตลาดนั้นได้สะท้อนถึงข้อมูลที่เกี่ยวข้องทั้งหมดแล้ว เชื่อว่านักลงทุนทุกๆ คนสามารถรับรู้และเข้าถึงข้อมูลข่าวสารได้เท่าเทียมกันหมด ทำให้นักลงทุนไม่

สามารถพยากรณ์และทำกำไรจากส่วนต่างราคาได้ แต่ในความเป็นจริงแล้วนักลงทุนได้รับข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันหรือความไม่สมมาตรของข้อมูล<sup>1</sup> (Asymmetric Information) ส่งผลให้ฝ่ายที่มีข้อมูลมากกว่ามีความได้เปรียบ และนำข้อมูลมาวิเคราะห์แล้วตัดสินใจได้ดีกว่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้บริหารที่สามารถเข้าถึงข้อมูลภายในบริษัทได้ดีกว่านักลงทุนทั่วไปและอาจทำกำไรเกินปกติได้ ซึ่งเป็นผลให้ผู้บริหารรับรู้ว่าการลดหลักทรัพย์ของบริษัทมีราคาต่ำกว่าราคาพื้นฐานที่นักวิเคราะห์ประเมินได้จะทำให้บริษัทตัดสินใจที่จะทำการซื้อหุ้นคืนเพื่อให้ราคาหุ้นเพิ่มสูงขึ้น

## 2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้อง (Empirical studies)

### 2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล

#### 2.2.1.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎี (Life-cycle)

จากการศึกษางานวิจัยของ Angkasukho et al. (2012) ได้ทำการศึกษาและพบว่าอายุของกิจการ (Life-cycle stage) เป็นปัจจัยที่มีส่วนในการกำหนดการจ่ายเงินปันผล ซึ่งผลงานวิจัยที่สำคัญได้แก่ DeAngelo (2006) ได้ศึกษาความสัมพันธ์เกี่ยวกับอายุของกิจการ ของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกา ในปี ค.ศ. 1973 ถึง ปี ค.ศ. 2002 โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์แบบ Logit Model ผลการศึกษาพบว่า การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทางทิศทางเดียวกันกับอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Retained earnings over total equity) โดยตัวแปรนี้จะเป็นตัวกำหนดว่าบริษัทจะเริ่มจ่ายหรือคงจ่ายเงินปันผล

และพบงานวิจัยในประเทศไทย ได้แก่ Osh Oonpipat (2009) ศึกษาบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ระหว่างปี ค.ศ. 1998 - 2007 โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์แบบ Logit Model ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Retained earnings over total equity ratio) สูง มีโอกาสสูงที่จะจ่ายเงินปันผล ในทางตรงกันข้ามหากบริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำ มีโอกาสน้อยที่จะจ่ายเงินปันผล

<sup>1</sup> ผู้บริหารทราบถึงข้อมูลภายในของธุรกิจหรือผลประกอบการของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอกนักลงทุนแต่ละคนไม่ได้มีข้อมูลที่เท่าเทียมกัน เนื่องจากตลาดไม่ได้เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพ

## 2.2.2 การศึกษาเชิงประจักษ์ที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืน

### 2.2.2.1 การศึกษาเชิงประจักษ์ตามทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ

(Efficient market hypothesis)

Dittmar (2000) ซึ่งได้ศึกษาความสัมพันธ์เกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่อการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนที่มีการซื้อหุ้นคืนในประเทศสหรัฐอเมริกา ช่วงปี ค.ศ. 1977 - 1996 โดยใช้เทคนิคการวิเคราะห์แบบ Logit Model พบว่าปัจจัยด้านขนาดของกิจการ (Firm size)<sup>2</sup> เป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน โดยบริษัทขนาดเล็กนักวิเคราะห์และนักลงทุนจะไม่ได้ให้ความสนใจในการประเมินมูลค่าของบริษัทเมื่อเทียบกับบริษัทที่มีขนาดใหญ่ จึงเกิดความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูล ทำให้มีโอกาสที่จะประเมินมูลค่าผิดพลาดได้ ดังนั้นบริษัทใหญ่ที่ถูกประเมินโดยนักวิเคราะห์จะทำให้มีโอกาสที่จะประเมินมูลค่าได้แม่นยำกว่า ซึ่งทำให้มีโอกาสซื้อหุ้นคืนสูงกว่าจากการศึกษาข้างพบอีกว่าหากบริษัทมีสัดส่วนราคาต่อราคาตามบัญชี (Price/Book Ratio) ต่ำ ซึ่งเกิดจากความไม่เท่าเทียมกันของข้อมูลที่ทำให้เกิดการกำกับกำไรเกินปกตินั้นจะทำให้มีโอกาสซื้อหุ้นคืนสูง

<sup>2</sup> Firm Size หมายถึง ขนาดของกิจการ หรือมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการ

## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการวิจัย

#### 3.1 ข้อมูลที่ใช้ในการศึกษา (Data)

การศึกษานี้ใช้ข้อมูลในการคำนวณตัวแปรต่างๆ จากฐานข้อมูล PSIMS ซึ่งเป็นฐานข้อมูลเดียวกันกับ SETSMART จัดทำโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี 2549 ถึง 2558 โดยไม่รวมบริษัทในกลุ่มสถาบันการเงิน ได้แก่ ธนาคาร บริษัทประกันภัย และบริษัทหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีหน่วยงานกำกับดูแลเป็นการเฉพาะ ซึ่งอาจมีข้อจำกัดที่ทำให้พฤติกรรมการจ่ายผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้น ไม่เป็นไปตามทฤษฎี งานวิจัยนี้ได้กลุ่มบริษัทตัวอย่างทั้งหมด 671 บริษัท มีบริษัทที่จ่ายปันผลอย่างเดียว 601 บริษัทและบริษัทที่เลือกจ่ายปันผลและซื้อหุ้นคืน 70 บริษัทโดยจัดเรียงข้อมูลภาคตัดขวางทางยาว (Panel Data) เป็นการเก็บข้อมูลทุกตัวแปรตามช่วงเวลา

#### 3.2 ตัวแปรตาม (Dependent variables)

##### 3.2.1 ตัวแปรตามที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล

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 <sub>t</sub>	คือ	เงินปันผล ของปีที่ t	(บาท)
Net income <sub>t-1</sub>	คือ	กำไรสุทธิ ของปีที่ t-1	(บาท)

### 3.2.2 ตัวแปรตามที่เกี่ยวข้องกับการซื้อหุ้นคืน

สัดส่วนมูลค่าการซื้อคืนที่จ่ายจริงในแต่ละปีต่อกำไรสุทธิของปีก่อน (Repurchase Value to Net income) คำนวณจาก มูลค่าการซื้อหุ้นคืนมีหน่วยเป็นบาทหารด้วยกำไรสุทธิในปีก่อนหน้ามีหน่วยเป็นบาทเช่นกันในกรณีที่มีการซื้อหุ้นคืนจะถูกแทนค่าด้วยค่าคงที่ที่มากกว่า 0 จนถึง 100 และในกรณีที่บริษัทไม่ซื้อหุ้นคืนจะถูกแทนค่าด้วย 0 ตัวแปรนี้จะใช้ในการศึกษาการตัดสินใจของบริษัทที่จะซื้อหุ้นคืนหรือไม่ เพื่อใช้หาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและการซื้อหุ้นคืน

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

โดยที่			
Repurchase Value <sub>t</sub>	คือ	มูลค่าการซื้อหุ้นคืนที่จ่ายจริงในปีที่ t	(บาท)
Net income <sub>t-1</sub>	คือ	กำไรสุทธิ ของปีที่ t-1	(บาท)

### 3.3 ตัวแปรอิสระ (Independent variables)

#### 3.3.1 ตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายเงินปันผล

##### 3.3.1.1 อายุของกิจการ<sup>3</sup>

อายุของกิจการ คาดว่าจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในช่วงเติบโต มีโอกาสขยายการลงทุนได้อีกหลายโครงการ ทำให้บริษัทจำเป็นต้องรักษากระแสเงินสดไว้เพื่อใช้สำหรับการบริหารและลงทุนในกิจการ ส่งผลให้บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าบริษัทที่ดำเนินงานเป็นเวลานาน งานวิจัยนี้ใช้ตัวแปรสำหรับอายุของกิจการ คือ RE/TE

<sup>3</sup>อายุของกิจการ คำนวณจากกำไรสะสมหารด้วยส่วนของผู้ถือหุ้น ณ สิ้นปีนั้นๆ

$$RE/TE = \frac{\text{Retain Earning}_t}{\text{Total Equity}_t}$$

โดยที่

Retain Earning <sub>t</sub>	คือ	กำไรสะสมสุทธิในปีที่ t	(บาท)
Total Equity <sub>t</sub>	คือ	ส่วนของผู้ถือหุ้นในปีที่ t	(บาท)

### 3.3.1.2 ขนาดของกิจการ

ขนาดของกิจการ วัดจากมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Asset)<sup>4</sup>มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากนักลงทุนได้รับข้อมูลไม่เท่ากันทำให้กิจการที่มีขนาดเล็กจะมีโอกาสถูกประเมินมูลค่าของกิจการต่ำหรือสูงกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น โดยนักวิเคราะห์จะให้ความสนใจกับกิจการที่มีขนาดใหญ่มากกว่า ดังนั้นขนาดของกิจการจึงเป็นตัวแปรที่ส่งผลทางอ้อมต่อโอกาสการจ่ายเงินปันผล งานวิจัยนี้ใช้ตัวแปรสำหรับขนาดของกิจการ คือ  $\ln TA$

$$\ln TA = \ln(\text{Total Asset})$$

### 3.3.2 ตัวแปรอิสระที่เกี่ยวข้องกับการจ่ายซื้อหุ้นคืน

#### 3.3.2.1 ขนาดของกิจการ<sup>5</sup>

จากผลการศึกษาของ Dittmar (2000)พบว่าขนาดของกิจการ วัดจากมูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Asset) คาดว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืน เนื่องจากนักลงทุนได้รับข้อมูลไม่เท่ากัน โดยนักวิเคราะห์จะให้ความสนใจกับกิจการที่มีขนาดใหญ่ ทำให้ประเมินมูลค่าบริษัทได้แม่นยำและมีโอกาสที่จะถูกประเมินมูลค่าต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (Under value) ดังนั้นขนาดของกิจการจึงเป็นตัวแปรที่ส่งผลทางอ้อมต่อการตัดสินใจซื้อหุ้นคืน

<sup>4</sup>มูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Asset) ณ สิ้นปีนั้น มีหน่วยเป็นบาท

<sup>5</sup>มูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด (Total Asset) ณ สิ้นปีนั้น มีหน่วยเป็นพันล้านบาท

ตารางที่ 3.1 สรุปตัวแปรที่ใช้ในการทดสอบ และเครื่องหมายที่คาดหวัง

ทฤษฎีและแนวคิดที่เกี่ยวข้อง	ตัวแปร	ตัวย่อ	ความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล	ความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน
ทฤษฎีอายุของกิจการ	สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Retained Earning/Total Equity)	RE/TE	+	0
ทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ	มูลค่าสินทรัพย์ทั้งหมด (In Total Asset)	Total Asset	+	+

### 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 ที่เก็บได้เป็นข้อมูลมีลักษณะที่มีค่ามากกว่าหรือเท่ากับศูนย์ เสมอและ Panel Bivariate Tobit Model เพราะต้องการศึกษาว่ามีความสัมพันธ์กันระหว่างการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน รวมถึง ทั้งวิธีการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนต่างก็เป็นทางเลือกในการจ่ายผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นจะถูกประมาณค่าด้วยวิธี Maximum Likelihood ซึ่งเป็นวิธีการประมาณค่าสำหรับสมการที่ไม่ใช่เส้นตรง เพื่อใช้ทดสอบหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระและตัวแปรตามที่ต้องการศึกษา



### 3.4.1 การหาความสัมพันธ์ของปัจจัยกำหนดโอกาสการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน ด้วย Panel Bivariate Tobit Model

Panel Bivariate Tobit Model เป็นแบบจำลองที่ใช้ในกรณีข้อมูลทีละค่าของตัวแปรตาม (การจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน) มีค่ามากกว่าหรือเท่ากับศูนย์ (ไม่มีค่าติดลบ) ซึ่งเหมาะสมกับตัวแปรการจ่ายปันผลและซื้อหุ้น

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)

$$\text{Payout Ratio}_{it}^* = \beta_{10} + \beta_{11} \text{RETE}_{it} + \beta_{12} \ln \text{TA}_{it} + \alpha_{1i} + \varepsilon_{1it}$$

สมการแบบจำลอง Panel Tobit สำหรับการซื้อหุ้นคืน (RPV)

$$\text{Repurchase Value to Net income}_{it}^* = \beta_{20} + \beta_{21} \ln \text{TA}_{it} + \alpha_{2i} + \varepsilon_{2it}$$

โดยที่

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

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

$\text{RETE}_{it}$  คือ อัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

$\ln \text{TA}_{it}$  คือ ขนาดของกิจการ

$\beta$	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

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

#### 4.1 ผลการทดสอบ (Results)

ส่วนนี้เป็นการนำตัวแปรที่กำหนดข้างต้นมาทดสอบหาความสัมพันธ์ด้วยเทคนิคที่กำหนดไว้ แบบจำลองที่ใช้มีสองแบบจำลอง แบบจำลองที่หนึ่ง Panel Tobit Model เพื่อทดสอบหาโอกาสความสัมพันธ์ของตัวแปรต้นและตัวแปรตาม ในขณะที่แบบจำลองที่สองคือ Panel Bivariate Tobit Model เพื่อทดสอบหาความสัมพันธ์ของตัวแปรตามทั้งหมดในช่วงระยะเวลาระหว่างปี 2549 ถึง 2558 ทั้งหมด 671 บริษัท ทั้งสองแบบจำลองได้รวมตัวแปรที่ใช้แทนปัจจัยจากทฤษฎีต่างๆ ไว้ด้วย ได้แก่ อายุของกิจการ และขนาดของกิจการ

##### 4.1.1 การบรรยายคุณสมบัติเชิงปริมาณทางสถิติของข้อมูลที่นำมาวิจัย (Descriptive stat)

งานวิจัยนี้ได้เก็บข้อมูลตัวแปรตามได้แก่ค่า Payout Ratio และ สัดส่วนมูลค่าการซื้อหุ้นคืนต่อกำไรสุทธิโดยสามารถสรุปได้ ดังนี้ ข้อมูลของบริษัทที่เก็บมาทั้งหมดมีจำนวน 5,675 ค่า โดยข้อมูลทั้งหมดมีค่าเฉลี่ยของ Payout Ratio อยู่ที่ร้อยละ 20.075 โดยมีบริษัทที่มี Payout Ratio สูงสุดอยู่ที่ร้อยละ 1,262 เมื่อพิจารณาแยกเป็นสองกรณี ได้แก่ 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, สัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น, อัตราการหมุนเวียนการซื้อขาย, ขนาดของกิจการ และ ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลการดำเนินงาน นั้นมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 1 กล่าวคือ บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลและบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยของตัวแปรอิสระที่กล่าวมาก่อนหน้านี้แตกต่างกัน ในส่วนของตัวแปรอิสระสัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาตินั้นผลการทดสอบพบว่าความแตกต่างของค่าเฉลี่ยในกรณีที่มีการจ่ายเงินปันผลและไม่จ่ายเงินปันผลนั้นไม่ได้แตกต่างกัน

สำหรับสัดส่วนมูลค่าการซื้อหุ้นคืน(บาท)ต่อกำไรสุทธิ(บาท)ที่เป็นข้อมูลในส่วนของการซื้อหุ้นคืนนั้น มีจำนวนข้อมูลที่น่ามาวิจัยอยู่จำนวน 5,675 ค่า เช่นเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล โดยมีค่าเฉลี่ยของข้อมูลทั้งหมดอยู่ที่ 0.310 เท่า โดยข้อมูลบริษัทที่มีมูลค่าการซื้อหุ้นคืน(บาท)ต่อกำไรสุทธิ(บาท)สูงสุดเท่ากับ 123.829 เท่า เมื่อพิจารณาแยกเป็น 2 กรณี ได้แก่ ข้อมูลของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืน หรือมีมูลค่าการซื้อหุ้นคืน(บาท)ต่อกำไรสุทธิ(บาท) มากกว่า 0 มีจำนวน 56 ข้อมูล ซึ่งมีค่าเฉลี่ยของมูลค่าการซื้อหุ้นคืน(บาท)ต่อกำไรสุทธิ(บาท)อยู่ที่ 31.464 เท่า และอีกกรณีหนึ่งคือข้อมูลของบริษัทที่ไม่มีการซื้อหุ้นคืน มีจำนวน 5,619 ข้อมูล ซึ่งเมื่อวิเคราะห์โดยการเปรียบเทียบผลต่างของค่าเฉลี่ยของตัวแปรตามแต่ละตัวในกรณีข้อมูลของบริษัทที่มีการซื้อหุ้นคืนและไม่ทำการซื้อหุ้นคืน โดยผลการทดสอบพบว่า มีเพียงค่าเฉลี่ยของตัวแปรอิสระ อัตราผลตอบแทนผิดปกติของราคาหุ้นก่อนและหลังประกาศการซื้อหุ้นคืน และเงินสด เท่านั้นที่มีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 1 และร้อยละ 10 ตามลำดับ แต่ตัวแปรอิสระ ขนาดของกิจการ, อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี, ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของผลการดำเนินงาน และ กระแสเงินสด นั้นพบว่าค่าเฉลี่ยในกรณีที่มีการซื้อหุ้นคืนและไม่ทำการซื้อหุ้นคืนนั้น ไม่ได้แตกต่างกัน

ตารางที่ 4.1 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

#### 4.1.2 ผลการทดสอบปัจจัยที่กำหนดโอกาสจ่ายเงินปันผลโดยใช้ Panel Tobit model

##### 4.1.2.1 อายุของกิจการ (RE/TE)

จากการทดสอบด้วยแบบจำลอง Panel Tobit พบว่าสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล โดยส่งผลไปในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 1 ซึ่งผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory) เนื่องจากบริษัทที่อยู่ในช่วงเติบโต มีโอกาสขยายการลงทุนได้อีกหลายโครงการ ทำให้บริษัทที่มีอายุกิจการน้อยจำเป็นต้องรักษากระแสเงินสดไว้เพื่อใช้สำหรับการบริหารและลงทุนในกิจการ ส่งผลให้บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าบริษัทที่ดำเนินงานเป็นเวลานาน

จากการทดสอบ Marginal Effect พบว่าหากสัดส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เพิ่มขึ้น 1 เท่าจากค่าเฉลี่ยซึ่งเท่ากับ - 0.285 เท่าเป็น 0.715 เท่า จะส่งผลให้บริษัทมีการจ่ายเงินปันผล โดยมี Payout Ratio เพิ่มขึ้นร้อยละ 1.1

##### 4.1.2.2 ขนาดของกิจการ (ln Total Asset)

จากการทดสอบด้วยแบบจำลอง Panel Tobit พบว่าขนาดของกิจการ มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล โดยส่งผลไปในทิศทางเดียวกัน อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 1 ซึ่งผลการทดสอบนี้สอดคล้องกับทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ (Efficient market hypothesis) เนื่องจากนักลงทุนได้รับข้อมูลไม่เท่ากันทำให้กิจการที่มีขนาดเล็กจะมีโอกาสถูกประเมินมูลค่าของกิจการต่ำหรือสูงกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น โดยนักวิเคราะห์จะให้ความสนใจกับกิจการที่มีขนาดใหญ่มากกว่า ดังนั้นขนาดของกิจการจึงเป็นตัวแปรที่ส่งผลทางอ้อมต่อโอกาสการจ่ายเงินปันผล

จากการทดสอบ Marginal Effect พบว่าขนาดของกิจการ เพิ่มขึ้น 1.01 ล้านบาท จากค่าเฉลี่ยซึ่งเท่ากับ 3,262,812.14 ล้านบาท เป็น 4,272,812.14 ล้านบาท จะส่งผลให้บริษัทมีการจ่ายเงินปันผล โดยมี Payout Ratio เพิ่มขึ้นร้อยละ 9.122

#### 4.1.3 ผลการทดสอบปัจจัยที่กำหนดโอกาสซื้อหุ้นคืนโดยใช้ Panel Tobit model

##### 4.1.3.1 ขนาดของกิจการ (ln Total Asset)

จากการทดสอบด้วยแบบจำลอง Panel Tobit พบว่าขนาดของกิจการไม่มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืนอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติเนื่องจากงานวิจัยนี้ได้ทำการเก็บข้อมูลการซื้อหุ้นคืนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ทั้งตลาด และการซื้อหุ้นคืนยังไม่เป็นที่นิยมมากนัก นักวิเคราะห์จึงให้ความสำคัญกับการประเมินการซื้อหุ้นคืนน้อย ทำให้ผลทางสถิติที่ได้พบว่าขนาดของกิจการมีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืนน้อยหรือกล่าวอีกนัยหนึ่งว่าไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

จากการทดสอบ Marginal Effect พบว่าขนาดของกิจการเพิ่มขึ้น 1.01 ล้านบาท จากค่าเฉลี่ยที่ 3,262,812.14 ล้านบาท เป็น 4,272,812.14 ล้านบาท จะส่งผลให้บริษัททำการซื้อหุ้นคืนโดยมูลค่าการซื้อหุ้นคืนต่อกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 0.381 เท่า

**ตารางที่ 4.2** 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
RE/TE	+	4.399 *** (1.146)		5.353 *** (1.025)	
ln Asset (MTHB)	+/+	36.472 *** (3.740)	4.447 (3.012)	15.460 *** (1.471)	4.510 (3.008)
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)

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. ค่าในวงเล็บ หมายถึง ค่า Standard Error

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

log-likelihood จะมีค่าเล็กน้อย เป็นนัยให้ทราบว่า ความคลาดเคลื่อนที่ยังไม่สามารถอธิบายได้มีขนาดเล็ก

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

Sigma หรือ panel-level variance คือ ค่าความแปรปรวนในสมการภาคตัดขวางทางยาว Insigma1 และ Insigma2 คือ ค่า Log ธรรมชาติ หรือ ln ของค่าความแปรปรวนในสมการภาคตัดขวางทางยาว (sigma) ของสมการ Panel Bivariate Tobit แต่ละสมการ เพื่อนำไปคำนวณหา ค่า  $\rho_{12}$

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

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

#### 4.1.4 ผลการศึกษาผลกระทบส่วนเพิ่ม (Marginal Effects)

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

ตารางที่ 4.3 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
RE/TE	1.100 ***		-0.285	
ln Asset (MTHB)	9.122 ***	0.381	14.998	14.998

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

#### 4.1.5 ผลการทดสอบ Panel Bivariate Tobit

จากผลการทดสอบแบบจำลอง Panel Bivariate Tobit ระหว่าง ตัวแปรในส่วนของการจ่ายเงินปันผล และปริมาณการซื้อหุ้นคืนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ ผลการวิจัยพบว่าการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างค่าตัวรบกวน (Error term) ของแบบจำลองการจ่ายเงินปันผลและค่าตัวรบกวนของแบบจำลองการซื้อหุ้นคืน ที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างแบบจำลอง Panel Bivariate Tobit ของการจ่ายเงินปันผล และ ปริมาณการซื้อหุ้นคืน มีค่าเท่ากับ 0.036 โดยมีค่า  $p > |z|$  เท่ากับ 0.593 ซึ่งแสดงว่าผลการทดสอบดังกล่าวไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ จึงเป็นเหตุให้การทดสอบสมมติฐานนั้นไม่สามารถปฏิเสธสมมติฐานนี้ได้ กล่าวคือ จากผลการทดสอบการตัดสินใจของผู้บริหารในการจ่ายเงินปันผล ไม่มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน

โดยทางผู้วิจัยได้ทำการทดสอบแบบจำลอง Panel Bivariate Tobit โดยใช้บริษัทใน SET50 ในปี 2015 ได้ผลพบว่าการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างค่าตัวรบกวนของแบบจำลองการจ่ายเงินปันผลและค่าตัวรบกวนของแบบจำลองการซื้อหุ้นคืน ที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างแบบจำลอง Panel Bivariate Tobit ของการจ่ายเงินปันผลและปริมาณการซื้อหุ้นคืน มีค่าเท่ากับ 0.666 โดยมีค่า  $p > |z|$  เท่ากับ 0.004 ซึ่งแสดงว่าผลการทดสอบดังกล่าวมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 1

และทางผู้วิจัยได้ทำการทดสอบแบบจำลอง Panel Bivariate Tobit โดยใช้บริษัทใน SET100 สำหรับปี 2015 ได้ผลพบว่าการทดสอบค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างค่าตัวรบกวน



ของแบบจำลองการจ่ายเงินปันผลและค่าตัวรบกวนของแบบจำลองการซื้อหุ้นคืน ที่อธิบายความสัมพันธ์ระหว่างแบบจำลอง Panel Bivariate Tobit ของการจ่ายเงินปันผล และ ปริมาณการซื้อหุ้นคืน มีค่าเท่ากับ 0.242 โดยมีค่า  $p > |z|$  เท่ากับ 0.0047 ซึ่งแสดงว่าผลการทดสอบดังกล่าวมีนัยสำคัญทางสถิติที่ร้อยละ 5

กล่าวคือ จากผลการทดสอบการตัดสินใจของผู้บริหารในการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน ใน SET100 และ SET50 แสดงว่าการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและซื้อหุ้นคืนของบริษัทใน SET100 และ SET50 มีการตัดสินใจไปพร้อมๆ กัน โดยเฉพาะผลที่ได้ใน SET50 เนื่องจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET100 และ SET50 นั้นมีลักษณะเฉพาะ ข้อมูลที่ได้มีความเพียงพอในการทดสอบทำให้ผลที่ได้นั้นมีความสอดคล้องกับทฤษฎีข้างต้น

## 4.2 การอภิปรายผลการศึกษา (Result Discussion)

### 4.2.1 การอภิปรายผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผล

จากตารางที่ 4.4 แสดงทิศทางความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปรอธิบายตามทฤษฎี เทียบกับผลที่ได้จริงจากข้อมูล โดยการใช้แบบจำลอง Panel Tobit model ทดสอบตัวแปรของการจ่ายเงินปันผล

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจของบริษัทจดทะเบียนว่าจะจ่ายเงินปันผล และมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกัน ได้แก่ อายุกิจการ และขนาดของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีอายุของกิจการ และทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ

อายุของกิจการมีผลต่อการจ่ายเงินปันผลคือบริษัทที่อยู่ในช่วงเติบโตมีโอกาสขยายการลงทุนได้อีกหลายโครงการ ทำให้บริษัทที่มีอายุกิจการน้อยจำเป็นต้องรักษากระแสเงินสดไว้เพื่อใช้สำหรับการบริหารและลงทุนในกิจการ ส่งผลให้บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าบริษัทที่ดำเนินงานเป็นเวลานาน

และขนาดของกิจการมีผลต่อการจ่ายเงินปันผลคือนักลงทุนได้รับข้อมูลที่ไม่ว่าเทียมกันทำให้กิจการที่มีขนาดเล็กจะมีโอกาสถูกประเมินมูลค่าของกิจการต่ำหรือสูงกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น โดยนักวิเคราะห์จะให้ความสนใจกับกิจการที่มีขนาดใหญ่มากกว่า ดังนั้นบริษัทที่มีขนาดของกิจการใหญ่จะจ่ายเงินปันผลสูงกว่าบริษัทที่มีขนาดเล็ก

ตารางที่ 4.4 แสดงผลการทดสอบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (\*), 5% (\*\*) และ 1% (\*\*\*)

ตัวแปร	เครื่องหมาย สัมประสิทธิ์ที่คาดหวัง	แบบจำลอง Panel Tobit Model	
		เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์ กับการจ่ายเงินปันผล
RE/TE	+	+	***
ln Total Asset	+	+	***

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

#### 4.2.2 การอภิปรายผลการศึกษาปัจจัยที่มีผลต่อการซื้อหุ้นคืน

จากตารางที่ 4.5 แสดงทิศทางความสัมพันธ์ของแต่ละตัวแปรอธิบายตามทฤษฎี เทียบกับผลที่ได้จริงจากข้อมูลโดยใช้แบบจำลอง Panel Tobit model ทดสอบตัวแปรของการซื้อหุ้นคืน

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีผลต่อการตัดสินใจของบริษัทจดทะเบียนที่จะซื้อหุ้นคืน ได้แก่ ขนาดของกิจการเป็นปัจจัยที่กำหนดโอกาสการซื้อหุ้นคืนแม้จะมีทิศทางความสัมพันธ์สอดคล้องกับทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพแต่ก็ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 4.5 แสดงผลการทดสอบปัจจัยที่มีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน นัยสำคัญทางสถิติ 3 ระดับ คือ 10% (\*), 5% (\*\*) และ 1% (\*\*\*)

ตัวแปร	เครื่องหมาย สัมประสิทธิ์ที่ คาดหวัง	แบบจำลอง Panel Tobit Model	
		เครื่องหมาย	ความสัมพันธ์ กับการซื้อหุ้นคืน
ln Total Asset	+	+	ไม่มีนัยสำคัญ

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

#### 4.2.3 การอภิปรายผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน

ผลการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนพบว่าเมื่อวิเคราะห์ภาพรวมบริษัททุกบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จะไม่พบความสัมพันธ์ของการตัดสินใจระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้น อธิบายได้ว่าปัจจัยที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลและซื้อหุ้นคืนในบริษัทจดทะเบียนไม่สามารถอธิบายการตัดสินใจว่าจะจ่ายปันผลและซื้อหุ้นคืนไปพร้อมๆกันได้ และเมื่อทดสอบการตัดสินใจของผู้บริหารในการจ่ายเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับการซื้อหุ้นคืน ใน SET100 และ SET50 พบว่าปัจจัยที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลและซื้อหุ้นคืนมีผลต่อการตัดสินใจไปพร้อมๆกัน เนื่องจากกลุ่มหลักทรัพย์ที่อยู่ใน SET100 และ SET50 นั้นมีหลักเกณฑ์เฉพาะ ซึ่งได้ข้อมูลที่เพียงพอในการทดสอบทำให้ผลที่ได้นั้นมีความสอดคล้องกับทฤษฎีข้างต้น



## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อหาปัจจัยที่มีผลในการตัดสินใจให้บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จ่ายเป็นเงินปันผลหรือใช้เงินสดนั้นซื้อหุ้นสามัญกลับคืนมา โดยรวบรวมตัวแปรจากทฤษฎีต่างๆที่เกี่ยวข้อง ได้แก่ ทฤษฎีอายุของกิจการและทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ โดยใช้ข้อมูลบริษัทจดทะเบียนในช่วงระยะเวลาระหว่างปี 2549 ถึง 2558 ทั้งนี้ไม่รวมบริษัทที่เป็นสถาบันการเงิน บริษัทประกันภัยและบริษัทหลักทรัพย์ ซึ่งได้กลุ่มตัวอย่างที่จะนำมาศึกษามากกว่า 671 บริษัท และทำการวิเคราะห์ด้วยแบบจำลอง Panel Tobit Model และ Panel Bivariate Tobit Model

ผลการศึกษาพบว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล ได้แก่ อายุของกิจการ และขนาดของกิจการ สอดคล้องกับ ทฤษฎีอายุของกิจการและทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ ผลการศึกษายังพบอีกว่าปัจจัยที่มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการซื้อหุ้นคืน ได้แก่ ขนาดของกิจการ ซึ่งสอดคล้องกับ ทฤษฎีทฤษฎีตลาดที่มีประสิทธิภาพ ผลการศึกษาค้นพบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืน พบว่าบริษัทที่อยู่ในกลุ่ม SET100 และ SET50 บริษัททั้ง 2 กลุ่มนี้ มีการพิจารณาการจ่ายเงินปันผลควบคู่ไปกับการซื้อหุ้นคืน แต่หากทำการทดสอบโดยรวมทุกบริษัททั้งตลาดหลักทรัพย์จะไม่พบความสัมพันธ์ดังกล่าว

ทั้งนี้งานวิจัยฉบับนี้มีข้อจำกัดในการเก็บข้อมูลของโครงสร้างของผู้ถือหุ้น โดยไม่สามารถแยกข้อมูลระหว่างผู้ถือหุ้นต่างชาติที่อาจเป็นส่วนที่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทออกจากกันได้ ทำให้ปัจจัยเรื่องผู้ถือหุ้นต่างชาติที่มีผลกับการจ่ายเงินปันผลไม่สอดคล้องตามทฤษฎีปัญหาตัวแทน

งานศึกษานี้ยังมีข้อจำกัดเกี่ยวกับขนาดตัวอย่างที่ทดสอบ เนื่องจากการซื้อหุ้นคืนในประเทศไทยยังไม่เป็นที่นิยมมากนัก จึงทำให้จำนวนโครงการซื้อหุ้นคืนค่อนข้างน้อยเกินไปในการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างการจ่ายเงินปันผลและซื้อหุ้นคืนในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (SET) ทำให้ได้ผลการทดสอบไม่พบความสัมพันธ์การพิจารณาปัจจัยต่างๆ ในการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนไปพร้อมๆกัน

สำหรับข้อเสนอแนะในการศึกษาครั้งต่อไป คณะผู้วิจัยเห็นว่าการหากจะทดสอบความสัมพันธ์การพิจารณาปัจจัยต่างๆ ในการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลและการซื้อหุ้นคืนไปพร้อมๆกันนั้น ควรเลือกทดสอบและใช้ข้อมูลในตลาด SET50 หรือ SET100 จึงจะพบความสัมพันธ์

ดังกล่าว ซึ่งสามารถอธิบายได้ว่าปัจจัยใดที่มีผลต่อการตัดสินใจที่จะจ่ายเงินปันผลและซื้อหุ้นคืนเมื่อพิจารณาไปพร้อมๆกัน เนื่องจากในตลาด SET50 หรือ SET100 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.
- 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.
- Osh Oonpipat. (2009). Dividend Policy And Earned/ Contributed Capital Mix: The Empirical Study Of Thailand. (MIF Independent Study), Thammasat University, Bangkok.



ตารางที่ ก-1 ตารางแสดง Descriptive Statistics การจ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Variable	Obs		Mean				Minimum		Maximum	
	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0		
RE/TE	3,969	1,706	0.609 ***	0.467 ***	-568.998	-0.784	77.280	1.375		
Total Asset	3,969	1,706	14.80 ***	15.457 ***	7.415	12.292	21.500	21.312		

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

ตารางที่ ก-2 ตารางแสดง Descriptive Statistics การจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์ใน SET 50

Variable	Obs		Mean		Minimum		Maximum	
	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0
RETE	359	163	-1.271	0.539	-568.998	-0.120	1.275	1.045
Total Asset	359	163	18.025 ***	18.283 ***	15.337	15.702	21.500	21.312

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



**ตารางที่ ก-3** ตารางแสดง Descriptive Statistics การจ่ายเงินปันผลของหลักทรัพย์ใน SET 100

Variable	Obs		Mean		Minimum		Maximum	
	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0	PR = 0	PR > 0
RE/TE	752	321	-0.509	0.503	-568.998	-0.120	1.838	1.045
ln Asset	752	321	17.030 ***	17.454 ***	9.962	13.693	21.50	21.312

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

**ตารางที่ ก-4** ตารางแสดง Descriptive Statistics การซื้อหุ้นคืนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Variable	Obs		Mean		Minimum		Maximum	
	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0
Total Asset	5,619	56	14.995	15.336	7.415	12.853	21.500	19.749

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

**ตารางที่ ก-5** ตารางแสดง Descriptive Statistics การซื้อหุ้นคืนของหลักทรัพย์ใน SET 50

Variable	Obs		Mean		Minimum		Maximum	
	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0
Total Asset	369	7	18.061	17.688	15.337	15.985	21.500	19.749

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

ตารางที่ ก-6 ตารางแสดง Descriptive Statistics การซื้อหุ้นคืนของหลักทรัพย์ใน SET 100

Variable	Obs		Mean		Minimum		Maximum	
	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0	RV = 0	RV > 0
Total Asset	763	18	17.057	16.541	9.962	13.610	21.500	19.749

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

ตารางที่ ก-7 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>