

ผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล: หลักฐานจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

อรรินทร์ ปิ่นแก้ว¹
ปัทมวรรณ ไม้ตะเกา²
จินตนา แก้วกระจ่าง³
เพ็ญพระพักตร์ มานะปรีชาดีเลิศ^{4*}

Received 3 October 2024
Revised 1 December 2024
Accepted 23 December 2024

บทคัดย่อ

การศึกษาในครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงิน โดยใช้อัตราส่วนทางการเงินด้านสภาพคล่อง ความเสี่ยง ความสามารถในการทำกำไร และความสามารถในการบริหารสินทรัพย์ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI จำนวน 87 บริษัท (367 ข้อมูลรายปี) โดยครอบคลุมระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562 ถึงปี พ.ศ. 2566 โดยใช้อัตราเงินปันผลตอบแทนเพื่อประเมินพฤติกรรมการจ่ายเงินปันผล การทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ

ผลการศึกษาพบว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีผลกระทบในเชิงบวกในขณะที่อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้มีผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล รวมทั้งคุณลักษณะของบริษัทพบว่า อายุของบริษัทมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกอย่างมีนัยสำคัญกับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล การศึกษานี้แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างความสามารถในการทำกำไรที่จะสามารถส่งสัญญาณต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สูงขึ้นสอดคล้องกับทฤษฎีตัวแทนและทฤษฎีการส่งสัญญาณ นอกจากนี้ยังให้ข้อค้นพบว่าบริษัทที่ดำเนินงานมาเป็นระยะเวลานานกว่าจะผลต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สูงขึ้นด้วยเช่นเดียวกัน ผลการศึกษานี้มีความสำคัญอย่างยิ่งสำหรับผู้บริหาร ผู้ถือหุ้นรายย่อย ผู้กำหนดนโยบาย และนักลงทุนที่กำลังมองหาแนวทางเกี่ยวกับนโยบายเงินปันผล ในบริบทของบริษัทขนาดกลางและขนาดย่อม (SME) ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศไทย

คำสำคัญ: อัตราส่วนทางการเงิน อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ

1, 2, 3, 4 คณะบริหารธุรกิจและเทคโนโลยีสารสนเทศ มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลสุวรรณภูมิ

* Corresponding author email: penprapak.m@rmutsb.ac.th

THE IMPACT OF FINANCIAL RATIOS ON DIVIDEND YIELDS: EVIDENCE FROM LISTED COMPANIES IN THE MARKET FOR ALTERNATIVE INVESTMENTS (MAI)

Orrarin Pinkaew¹

Pattamawan Maitapao²

Jintana Gawgragang³

Penprapak Manapreechadeelert^{4*}

Abstract

The objective of the study is to examine the impact of financial ratio proxies, such as liquidity, leverage, profitability and asset efficiency on dividend yield. The final sample of the study consists of 87 MAI-listed firms (367 firm-year observations). The study spans five years, from 2019 to 2023, and we use dividend yields to evaluate the dividend behavior of the sample firms. We test the hypotheses through a multiple regression analysis.

The research results show that return on assets (ROE) has a significant positive impact, whereas account receivable turnover has a significant negative impact on dividend yield. In addition, firm characteristics show a significant positive relationship between firm age and dividend yield. This study shows that according to agency theory and signaling theory, there is a relationship between profitability and the ability to send greater signals for dividend yield. It was also found that a longer operating period has an impact on the return on investment.

Keywords: Financial Ratio, Dividend Yield, MAI

^{1, 2, 3, 4} Faculty of Business Administration, Rajamangala University of Technology Suvarnabhumi

* Corresponding author email: penprapak.m@rmutsb.ac.th

บทนำ

นโยบายการจ่ายเงินปันผล (Dividend Policy) เป็นหนึ่งในประเด็นสำคัญที่บริษัทต้องพิจารณาอย่างรอบคอบ เนื่องจากส่งผลต่อการตัดสินใจของผู้ถือหุ้นและประสิทธิภาพทางการเงินของบริษัทในระยะยาว การจ่ายผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผลนั้นจะมาจากผลกำไรหรือกำไรสะสมของบริษัท สำหรับบริษัทที่มีฐานะการเงินที่มั่นคง มีการเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ และไม่ได้มีโครงการที่จำเป็นต้องใช้เงินทุนจำนวนมากจะมีการจ่ายเงินปันผลที่ดี (Jia & McMahon, 2019) นโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นหนึ่งในประเด็นทางการเงินของบริษัทที่ยังคงมีการวิจัยอย่างต่อเนื่อง เริ่มมีการศึกษาเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผลตั้งแต่วงกลางทศวรรษที่ 1990 (Farooq et al., 2024) โดยนโยบายการจ่ายเงินปันผลยังคงเป็นประเด็นที่นักวิจัยให้ความสนใจอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากยังมีปัจจัยที่ส่งผลต่อการตัดสินใจในการจ่ายเงินปันผลในบริษัทต่าง ๆ แตกต่างกันไป เช่น ความมั่นคงของรายได้ อัตราการเติบโตของบริษัท หรือแม้แต่พฤติกรรมของผู้ถือหุ้นเอง ในแง่ของการวิจัย การทำความเข้าใจความซับซ้อนและปัจจัยที่เกี่ยวข้องในนโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นสิ่งจำเป็นที่จะช่วยให้บริษัทสามารถวางกลยุทธ์ที่เหมาะสม ทั้งสำหรับผู้ถือหุ้นและการดำเนินธุรกิจในระยะยาว (Black, 1976; Farooq et al., 2024) นโยบายการจ่ายเงินปันผลสามารถแบ่งได้เป็น 3 แนวทางหลักที่ฝ่ายบริหารมักนำมาใช้ ได้แก่ นโยบายเงินปันผลคงเหลือ (Residual Dividend Policy) นโยบายเงินปันผลคงที่ (Stable Dividend Policy) และแนวทางผสมผสาน (Hybrid Approach) ซึ่งแต่ละแนวทางมีข้อดีและข้อจำกัดที่แตกต่างกันไป ทั้งนี้ ฝ่ายบริหารมักเลือกแนวทางที่เหมาะสมกับเป้าหมายทางการเงินและสถานการณ์ของบริษัท (Farooq et al., 2024) ประเด็นเรื่องนโยบายการจ่ายเงินปันผล มีความสำคัญอย่างยิ่งในการกำหนดมูลค่าและการบริหารจัดการของบริษัท โดยนักวิชาการหลายคนได้ศึกษาแนวทางและผลกระทบของนโยบายนี้จากมุมมองที่หลากหลาย ตั้งแต่ยุคเริ่มต้นจนถึงยุคแนวคิดสมัยใหม่ โดย Williams (1938) เป็นหนึ่งในนักวิจัยยุคแรกๆ ที่ชี้ให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลมีบทบาทสำคัญในการกำหนดมูลค่าของบริษัท โดยเสนอว่าเงินปันผลเป็นตัวแทนของผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นคาดหวังจากการลงทุน ซึ่งความคิดนี้ได้จุดประกายการศึกษาเพิ่มเติมเกี่ยวกับพฤติกรรมของการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ Lintner (1956) เป็นคนแรกที่นำแนวคิดดังกล่าวมาศึกษาอย่างลึกซึ้งในบริบทของพฤติกรรมของบริษัทในอเมริกา โดยพบว่าความสามารถในการทำกำไรของบริษัทเป็นปัจจัยสำคัญที่มีอิทธิพลต่อการกำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผล ซึ่งผลตอบแทนจากการลงทุนเป็นตัวชี้วัดสำคัญที่ช่วยให้นักลงทุนสามารถประเมินความคุ้มค่าของการลงทุน และในกรณีของการลงทุนในระยะยาว ผลตอบแทนที่นักลงทุนคาดหวังมักจะมาในรูปแบบของเงินปันผล แต่อย่างไรก็ตาม การคาดการณ์ผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผลนั้นยังคงมีความซับซ้อน เนื่องจากเกี่ยวข้องกับหลายปัจจัยทั้งจากนโยบายการบริหารจัดการของบริษัทและสถานการณ์เศรษฐกิจโดยรวม นักลงทุนมักมองหาการลงทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงสุดภายใต้ระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ ดังนั้น การจ่ายเงินปันผลในอนาคตจึงมีบทบาทสำคัญในการสร้างความมั่นใจให้นักลงทุน อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนจากเงินปันผลนั้นอาจไม่สามารถคาดการณ์ได้ง่าย (La Porta et al., 2000) สำหรับนักลงทุนการพิจารณาผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผลจำเป็นต้องอาศัยการวิเคราะห์ทั้งงบการเงินและนโยบายการบริหารของบริษัท ผลตอบแทนดังกล่าวเป็นผลสะท้อนของประสิทธิภาพการจัดการและความสามารถในการทำกำไรของบริษัทในระยะยาว นักลงทุนจึงควรให้ความสำคัญกับการประเมิน

ภาพรวมทางการเงินของบริษัทมากกว่าการมุ่งเน้นที่เงินปันผลเพียงอย่างเดียว เพื่อสร้างความมั่นใจในคุณค่าของการลงทุน (Puspitaningtyas & Kurniawan, 2012) อัตราเงินปันผลตอบแทน (Dividend Yield) มักถูกนำมาเป็นตัวชี้วัดสำคัญที่นักลงทุนใช้ในการประเมินผลตอบแทนจากเงินปันผลเมื่อเทียบกับราคาหุ้น โดยอัตราเงินปันผลตอบแทนนี้ช่วยให้นักลงทุนเข้าใจว่าจะได้รับผลตอบแทนจากเงินปันผลมากน้อยเพียงใดเมื่อเทียบกับการลงทุนในหุ้นนั้น (Kumar, 2006; Jitmaneroj, 2017; Houqe et al., 2023)

การศึกษามีจึงวัตถุประสงค์เพื่อตรวจสอบเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล โดยมุ่งเน้นการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินที่สำคัญ เช่น อัตราส่วนสภาพคล่อง อัตราส่วนวัดความเสี่ยงหรือภาระหนี้สิน อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร และอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ เพื่ออธิบายว่าปัจจัยทางการเงินดังกล่าวมีความสำคัญและมีอิทธิพลต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์เอ็ม เอ ไอ หรือไม่ โดยศึกษาจากบริษัทในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม ยกเว้นกลุ่มธุรกิจการเงิน การศึกษานี้ช่วยเพิ่มความเข้าใจถึงปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล และช่วยให้นักลงทุนสามารถใช้ตัวชี้วัดทางการเงินในการประเมินโอกาสการลงทุนในบริษัทที่มีศักยภาพสูงในการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ยังเป็นแนวทางให้ฝ่ายบริหารบริษัทปรับปรุงนโยบายการจ่ายเงินปันผลให้สอดคล้องกับความคาดหวังของนักลงทุน

วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ

การทบทวนวรรณกรรม

การจ่ายเงินปันผลของบริษัทมหาชนในประเทศไทย

การเติบโตของกำไรสุทธิและการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในไทยในช่วงระยะเวลา 10 ปีที่ผ่านมา (2555-2565) บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ได้แสดงถึงความสามารถในการปรับตัวและสร้างผลกำไรที่น่าประทับใจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงหลังการแพร่ระบาดของ COVID-19 โดยก่อนการแพร่ระบาดของ COVID-19 บริษัทจดทะเบียนไทยมีการเติบโตของกำไรสุทธิอย่างต่อเนื่อง อันเป็นผลมาจากเศรษฐกิจที่ขยายตัวและการดำเนินธุรกิจที่มีประสิทธิภาพ และในปี 2563 การแพร่ระบาดของ COVID-19 ทำให้กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนลดลงอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากข้อจำกัดในการดำเนินธุรกิจและผลกระทบทางเศรษฐกิจทั่วโลก (SET Research, 2023) แต่อย่างไรก็ตาม หลังการแพร่ระบาดนั้นบริษัทจดทะเบียนไทยสามารถปรับตัวและฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็ว โดยการฟื้นตัวของกำไรสุทธิในปี 2564-2565 ทำให้บริษัทจดทะเบียนสามารถจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในระดับที่สูงที่สุดในประวัติศาสตร์ สะท้อนให้เห็นได้ว่าบริษัทหลายแห่งยังคงรักษานโยบายการจ่ายเงินปันผลต่อเนื่อง แม้ในช่วงเวลาที่มีวิกฤต การเติบโตของกำไรสุทธิและการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นสะท้อนถึงความสามารถในการแข่งขันและความยืดหยุ่นของบริษัท

จดทะเบียนในประเทศไทย (Stock Exchange of Thailand, 2022; Siam Commercial Bank of Thailand, 2024)

ทฤษฎีที่เกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผล

การจ่ายเงินปันผลถือเป็นกลยุทธ์สำคัญทางการเงิน ที่บริษัทใช้เพื่อส่งสัญญาณเชิงบวกต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียโดยเฉพาะนักลงทุน เนื่องจากเป็นสัญญาณต่อผลการดำเนินงานที่ดี มีศักยภาพในการทำกำไร และเป็นบริษัทที่มีการเติบโต (Basse & Reddemann, 2011) การจ่ายเงินปันผลยังคงเป็นหัวข้องานวิจัยที่มีการศึกษาอย่างเข้มข้นและต่อเนื่อง (Farooq et al., 2024) หากแต่ยังคงมีข้อโต้แย้งอยู่จากหลากหลายทฤษฎี โดยแนวคิดแรกอธิบายว่า เงินปันผลคือการกระจายของรายได้ที่จ่ายให้กับผู้ถือหุ้นเพื่อชดเชยการลงทุนที่ยังคงมีความเสี่ยง เงินปันผลจึงเป็นองค์ประกอบสำคัญของค่าตอบแทนให้กับเจ้าของเงินทุนควบคู่กับการเพิ่มทุนที่เป็นไปได้ การจ่ายเงินปันผลจึงเป็นการเพิ่มความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้น (Mai et al., 2023) และการจ่ายเงินปันผลถือเป็นการรักษาความสัมพันธ์ที่ดีระหว่างบริษัทกับผู้ถือหุ้นหรือบริษัทได้รับผลกำไรจากผู้ลงทุนให้จ่ายคืนในรูปแบบปันผล การตัดสินใจเกี่ยวกับการจ่ายเงินปันผลเป็นหน้าที่สำคัญของบริษัทที่ต้องคำนึงถึงผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นทั้งในระยะสั้นและระยะยาว (Benavides et al., 2016) การจ่ายปันผลที่สม่ำเสมอสามารถสร้างความพึงพอใจให้กับผู้ถือหุ้นและรักษาความสัมพันธ์ที่ดีระหว่างผู้ถือหุ้นกับบริษัท (Mahachote & Channgam, 2022) ในขณะเดียวกันผู้บริหารต้องพิจารณาการลงทุนและการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อให้บริษัทสามารถเติบโตและสร้างมูลค่าในอนาคต (Miller & Modigliani, 1961)

ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory)

Jensen and Meckling (1976) ได้นำเสนอทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ระหว่างตัวการ (Principal) และ ตัวแทน (Agent) ซึ่งมีข้อสันนิษฐานที่สำคัญเกี่ยวกับบทบาทและความคาดหวังของทั้งสองฝ่าย โดยเฉพาะในบริบทของบริษัทที่ตัวการคือผู้ถือหุ้นและตัวแทนคือผู้บริหาร การจ่ายเงินปันผลสามารถมองว่าเป็นกลไกสำคัญที่ช่วยลดความขัดแย้งในทฤษฎีตัวแทน เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลช่วยให้ผู้ถือหุ้นมั่นใจว่าผลกำไรที่เกิดขึ้นจะถูกกระจายคืนในรูปแบบที่จับต้องได้ ลดโอกาสการใช้ทรัพยากรที่ไม่เหมาะสม ช่วยลดทรัพยากรที่เหลืออยู่ในมือของผู้บริหาร ซึ่งอาจถูกใช้ในโครงการที่ไม่มีศักยภาพ (Brockman & Unlu, 2009) นอกจากนี้ การจ่ายเงินปันผลอย่างต่อเนื่องสะท้อนถึงการบริหารงานที่มีประสิทธิภาพ และความมุ่งมั่นของผู้บริหารในการสร้างผลประโยชน์ให้แก่ผู้ถือหุ้น ทฤษฎีตัวแทนช่วยอธิบายความซับซ้อนของความสัมพันธ์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร รวมถึงปัญหาที่อาจเกิดขึ้นจากความแตกต่างในเป้าหมายและผลประโยชน์ การจ่ายเงินปันผลสามารถเป็นกลไกการกำกับดูแลกิจการที่ดี ที่สามารถช่วยลดความขัดแย้งและสร้างความมั่นใจว่าผู้บริหารจะบริหารงานเพื่อประโยชน์สูงสุดของผู้ถือหุ้น (La Porta et al., 2000; Brockman & Unlu, 2009; Shamsabadi et al., 2016)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory)

ทฤษฎีการส่งสัญญาณ โดย Michael Spence (1973) แนะนำว่า บริษัทสามารถใช้ข้อมูลในการจ่ายเงินปันผลเพื่อส่งสัญญาณไปยังผู้มีส่วนได้ส่วนเสียเกี่ยวกับประสิทธิภาพในการดำเนินงานหรือสถานะของบริษัท โดยที่ผู้ส่งสัญญาณ (บริษัท) และผู้รับสัญญาณ (นักลงทุน) มีความไม่สมดุลในข้อมูล (Information

Asymmetry) ซึ่งทำให้บริษัทต้องใช้กลยุทธ์ต่าง ๆ เช่น การจ่ายเงินปันผล เพื่อสื่อสารข้อมูลสำคัญเกี่ยวกับสถานะทางการเงินหรือความสามารถในการดำเนินงานของบริษัท บริษัทที่จ่ายเงินปันผลสูงหรือเพิ่มขึ้นสามารถส่งสัญญาณไปยังนักลงทุนได้ว่า บริษัทมีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพและมีศักยภาพในการทำกำไร รวมทั้งการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นจะช่วยให้บริษัทสามารถสร้างความเชื่อมั่นในความมั่นคงและความสามารถในการสร้างมูลค่าของบริษัทที่สูงขึ้นในอนาคต (Bernhardt et al., 2005) การจ่ายเงินปันผลไม่ได้หมายถึงเพียงแค่การคืนกำไรให้แก่ผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ยังเป็นการส่งสัญญาณเกี่ยวกับการเติบโตของบริษัทในอนาคตอีกด้วย (Baker & Weigand, 2015) บริษัทที่มีการเติบโตทางการเงินสามารถจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงได้ ทำให้ผู้ลงทุนเชื่อว่า บริษัทมีศักยภาพในการเติบโตและสามารถรักษาผลกำไรได้ในระยะยาว การจ่ายเงินปันผลจึงเป็นกลยุทธ์หนึ่งที่บริษัทใช้เพื่อลดความไม่แน่นอนหรือความเสี่ยงที่นักลงทุนอาจมีเกี่ยวกับสถานะทางการเงินของบริษัท โดยการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้น รวมทั้งอย่างสม่ำเสมอหรือต่อเนื่องในระยะยาวจะสามารถสร้างความมั่นใจแก่ผู้ถือหุ้นว่า บริษัทมีฐานะการเงินที่มั่นคงและไม่จำเป็นต้องพึ่งพาผลกำไรที่ไม่แน่นอนจากการขายสินค้าหรือบริการเพียงอย่างเดียว (Miller & Modigliani, 1961; Rajverma et al., 2019)

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและการจ่ายเงินปันผล

การใช้อัตราส่วนทางการเงินสามารถช่วยในการประเมินว่าบริษัทมีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลหรือไม่ หากบริษัทมีอัตราส่วนทางการเงินที่ดีและมั่นคง โอกาสในการจ่ายเงินปันผลสูงก็จะยิ่งเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ การวิเคราะห์อัตราส่วนเหล่านี้ยังช่วยให้ผู้ลงทุนสามารถตัดสินใจในการลงทุนได้ดีขึ้นโดยพิจารณาถึงความสามารถในการจ่ายเงินปันผลในอนาคต (Puspitaningtyas & Kurniawan, 2012)

(1) ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนวัดสภาพคล่องและการจ่ายเงินปันผล

อัตราส่วนวัดสภาพคล่อง (Liquidity Ratio) เป็นเครื่องมือที่ใช้ในการวัดความสามารถของบริษัทในการชำระหนี้ระยะสั้นหรือภาระที่ต้องชำระในช่วงเวลาอันใกล้ โดยการประเมินอัตราส่วนเหล่านี้ช่วยให้เห็นว่าบริษัทมีสภาพคล่องเพียงพอที่จะรองรับการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้หรือไม่ การจ่ายเงินปันผลนั้นต้องการกระแสเงินสดที่เพียงพอ ซึ่งหมายความว่าบริษัทจะต้องมีสภาพคล่องในระดับที่เหมาะสม เพื่อให้สามารถจ่ายเงินปันผลได้โดยไม่กระทบต่อการดำเนินงานของบริษัทในระยะสั้น การประเมินอัตราส่วนวัดสภาพคล่องสามารถช่วยให้บริษัทและนักลงทุนเห็นภาพรวมของความสามารถในการชำระหนี้ และจ่ายเงินปันผลได้อย่างมีประสิทธิภาพ อัตราส่วนวัดสภาพคล่องเป็นปัจจัยที่สำคัญในการพิจารณาความสามารถของบริษัทในการจ่ายเงินปันผล หากบริษัทมีสภาพคล่องที่ดี เช่น อัตราส่วนสภาพคล่องปัจจุบันและอัตราส่วนเงินสดที่สูง จะช่วยให้บริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลได้อย่างมีประสิทธิภาพและไม่กระทบต่อการดำเนินงานโดยรวม แต่หากบริษัทมีสภาพคล่องต่ำ ก็อาจจะต้องพิจารณาลดเงินปันผลหรือชะลอการจ่ายเงินปันผลออกไปเพื่อรักษาสภาพคล่องทางการเงิน (Darling, 1957)

จากหลักฐานเกี่ยวกับอัตราส่วนวัดสภาพคล่องข้างต้น การวิจัยครั้งนี้จึงกำหนดสมมติฐานในการวิจัยดังนี้

H1: อัตราส่วนวัดสภาพคล่องมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล

(2) ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนวัดความเสี่ยงและการจ่ายเงินปันผล

อัตราส่วนวัดความเสี่ยง (Leverage Ratio) คือ อัตราส่วนทางการเงินที่ใช้ในการวัดความเสี่ยงหรือภาระหนี้สินทางการเงินของบริษัท ซึ่งมักจะเกี่ยวข้องกับระดับหนี้สินที่บริษัทมี และความสามารถในการชำระหนี้ โดยอัตราส่วนเหล่านี้สามารถบ่งบอกถึงความเสี่ยงที่บริษัทเผชิญเมื่อมีการดำเนินงานรวมถึงความสามารถในการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น การจ่ายเงินปันผลจะได้รับผลกระทบจากอัตราส่วนสภาพเสี่ยง เนื่องจากบริษัทที่มีความเสี่ยงสูงจากภาระหนี้สินอาจไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ตามที่คาดหวัง หรืออาจต้องลดการจ่ายเงินปันผลเพื่อรักษาความสามารถในการชำระหนี้ และบริหารความเสี่ยงทางการเงิน (Chang & Rhee, 1990) หากบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินที่สูงอาจส่งผลให้บริษัทไม่สามารถจ่ายเงินปันผลได้ เนื่องจากบริษัทต้องจัดสรรเงินสดในการชำระหนี้สินแทน บริษัทที่มีความเสี่ยงทางการเงินสูงจะต้องระมัดระวังในการจ่ายเงินปันผลเพื่อหลีกเลี่ยงการทำให้สถานการณ์ทางการเงินของบริษัทแย่ลง ดังนั้น บริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำจะมีโอกาสจ่ายเงินปันผลได้อย่างมั่นคง ในขณะที่บริษัทที่มีความเสี่ยงสูงอาจต้องลดหรือไม่จ่ายเงินปันผลเพื่อรักษาสภาพคล่องทางการเงิน (Barclay et al., 1997; Pattiruhu & Paais, 2020)

จากการอภิปรายแนวคิดข้างต้น การศึกษานี้จึงกำหนดสมมติฐานในการวิจัย ดังนี้

H2: อัตราส่วนสภาพเสี่ยงมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล

(3) ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรและการจ่ายเงินปันผล

อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio) เป็นตัวชี้วัดที่ใช้ในการประเมินประสิทธิภาพของบริษัทในการทำกำไรจากกิจกรรมทางธุรกิจและทรัพยากรที่บริษัทมี การวัดอัตราส่วนเหล่านี้ช่วยให้เห็นถึงความสามารถในการทำกำไรของบริษัท ซึ่งอาจส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นด้วย เมื่อบริษัทสามารถสร้างกำไรได้มากจากกิจกรรมทางธุรกิจและมีอัตรากำไรที่สูง เช่น กำไรจากการดำเนินงานสูง บริษัทจะมีเงินสดเพียงพอสำหรับการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น การทำกำไรสูงส่งผลให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนในรูปแบบของเงินปันผลที่สูงขึ้นตามไปด้วย การทำกำไรที่ดีและมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และส่วนของผู้ถือหุ้นสูงมักบ่งชี้ถึงการเติบโตที่ดีของบริษัท ซึ่งสามารถส่งผลให้บริษัทมีความมั่นคงในการจ่ายเงินปันผลในระยะยาว หากบริษัทประสบปัญหากำไรลดลงหรือผลประกอบการไม่ดี อาจทำให้บริษัทตัดสินใจลดเงินปันผลหรือยกเลิกการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากไม่มีกำไรพอที่จะจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น การลดการจ่ายเงินปันผลในกรณีนี้สามารถส่งสัญญาณให้กับนักลงทุนถึงความไม่มั่นคงทางการเงินของบริษัท อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร เช่น กำไรสุทธิ อัตรากำไรขั้นต้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ และอัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์โดยตรงกับการจ่ายเงินปันผล เพราะบริษัทที่สามารถทำกำไรได้ดีและมีผลตอบแทนที่สูงสามารถสร้างกระแสเงินสดได้มาก ซึ่งช่วยให้บริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้อย่างต่อเนื่องและมั่นคง (Pattiruhu & Paais, 2020; Purwanti, 2020)

ในการศึกษาครั้งนี้ ผู้วิจัยสันนิษฐานว่าอัตราส่วนความสามารถในการทำกำไร จะมีบทบาทสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล จึงกำหนดสมมติฐานในการวิจัย ดังนี้

H3: อัตราส่วนความสามารถในการทำกำไรมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล

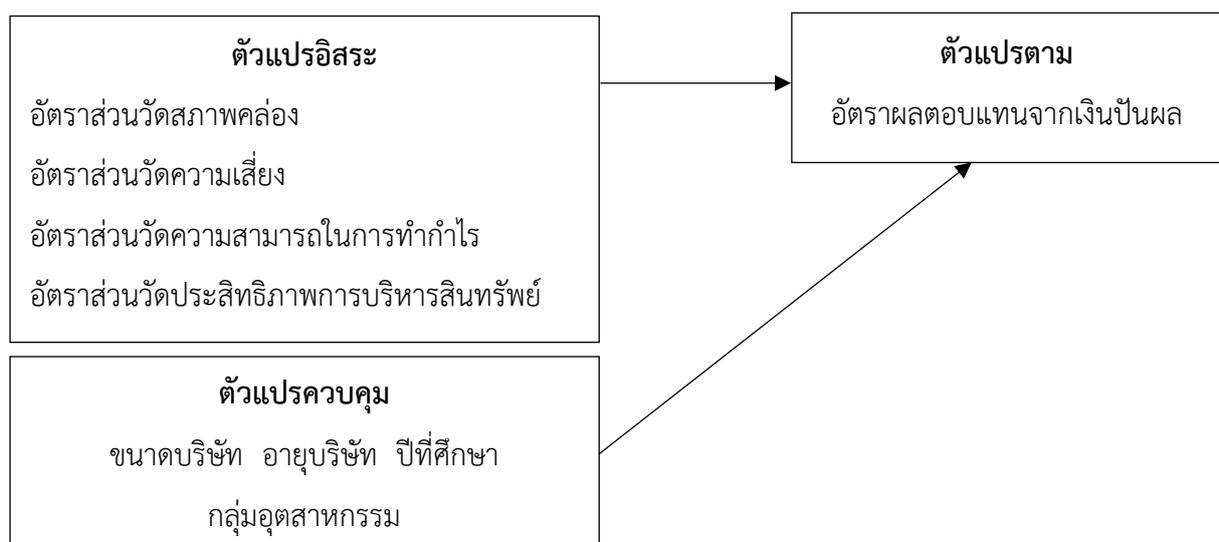
(4) ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล

อัตราส่วนประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ (Asset Efficiency Ratio) เป็นตัวชี้วัดที่ใช้ในการประเมินความสามารถของบริษัทในการใช้สินทรัพย์เพื่อสร้างรายได้หรือกำไร ซึ่งการบริหารสินทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพจะช่วยให้บริษัทมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น และในทางกลับกันก็สามารถส่งผลให้บริษัทมีศักยภาพในการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นได้มากขึ้น เมื่อบริษัทสามารถบริหารสินทรัพย์ได้อย่างมีประสิทธิภาพ เช่น การหมุนเวียนสินทรัพย์ การหมุนเวียนสินค้าคงคลัง หรือการเก็บหนี้จากลูกค้าได้ดี จะทำให้บริษัทมีรายได้และกำไรสูงขึ้น ซึ่งทำให้บริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลได้มากขึ้น การบริหารสินทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากช่วยให้บริษัทสามารถสร้างรายได้และกำไรจากการใช้ทรัพยากรได้ดีขึ้น การหมุนเวียนสินทรัพย์ การหมุนเวียนสินค้าคงคลัง และการเก็บหนี้ที่มีประสิทธิภาพทำให้บริษัทมีกระแสเงินสดที่เพียงพอในการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น นอกจากนี้ยังช่วยเพิ่มความมั่นคงให้กับการจ่ายเงินปันผลในระยะยาว (Purwanti, 2020; Ouyang & Zhong, 2023)

ดังนั้น ผู้วิจัยจึงตั้งสมมติฐานเกี่ยวกับอัตราส่วนประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผลได้ดังนี้

H4: อัตราส่วนประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์มีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล

จากการอภิปรายเกี่ยวกับวรรณกรรมข้างต้น ผู้วิจัยจึงนำเสนอกรอบแนวคิดวิจัย ดังภาพที่ 1

กรอบแนวคิดในการวิจัย

ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

ที่มา: ผู้วิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

กลุ่มตัวอย่างในการศึกษาครั้งนี้ คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเฉพาะเจาะจง (Purposive Sampling) โดยกลุ่มตัวอย่างต้องมีคุณลักษณะ ดังนี้

1. เป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ และเป็นบริษัทที่อยู่ตลอดช่วงระยะเวลาที่ศึกษาคือ ปี พ.ศ. 2562 ถึง พ.ศ. 2566

2. บริษัทมีรอบระยะเวลาบัญชีระหว่างวันที่ 1 มกราคม ถึงวันที่ 31 ธันวาคม

3. ไม่เป็นบริษัทที่อยู่ระหว่างการฟื้นฟูกิจการ

4. ไม่เป็นบริษัทที่จัดตั้งในรูปกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน

จากเกณฑ์การคัดเลือกตัวอย่างข้างต้น สามารถแสดงจำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษานี้ได้ตามตารางที่ 1

ตารางที่ 1 จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา

เกณฑ์การเลือกตัวอย่าง	จำนวนตัวอย่าง
จำนวนบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ	222 บริษัท
หัก บริษัทจดทะเบียนที่มีคุณสมบัติไม่ครบตามเกณฑ์การเลือกตัวอย่าง และบริษัทที่มีค่าตัวแปรเป็นค่าสูงสุดและต่ำสุด (Extreme Values)	135 บริษัท
จำนวนบริษัทที่เป็นตัวอย่าง	87 บริษัท
ระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษา	5 ปี
จำนวนตัวอย่างทั้งหมด	367 ตัวอย่าง

ที่มา: ผู้วิจัย

จากการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างด้วยคุณลักษณะข้างต้น และมีการตัดค่าสูงสุดและต่ำสุดออก (Extreme Values) ของทุกตัวแปร โดยการศึกษาใช้ข้อมูล 5 ปี คงเหลือจำนวนตัวอย่างทั้งหมดในการศึกษาครั้งนี้เท่ากับ 367 ตัวอย่าง

การวิเคราะห์ข้อมูล

การศึกษานี้ใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูล ดังนี้

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) เพื่อวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล และคุณลักษณะของบริษัท ได้แก่ขนาดของบริษัทและปีที่ก่อตั้ง โดยวิเคราะห์ข้อมูลด้วยค่าเฉลี่ย (Mean) ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard Deviation)

2. สถิติเชิงอนุมาน (Inferential Statistics) ได้แก่ การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์ โดยใช้การวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's Correlation) เพื่อทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร และการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Linear Regression) เพื่อทดสอบสมมติฐานในการวิจัย

ตัวแบบที่ใช้ในการศึกษา

การวิจัยนี้จะศึกษาผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินที่มีต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ โดยแบบจำลองที่ใช้ศึกษาเป็น ดังนี้

$$DY = \beta_0 + \beta_1 CR_{it-1 \rightarrow t-5} + \beta_2 LR_{it-1 \rightarrow t-5} + \beta_3 PR_{it-1 \rightarrow t-5} + \beta_4 AE_{it-1 \rightarrow t-5} + \beta_5 SIZE_{it-1 \rightarrow t-5} + \beta_7 AGE_{t-1 \rightarrow t-5} + \text{Year/Industry fixed effect} + \epsilon$$

โดย

DY_{it} = อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลของบริษัท i ปีที่ t

β_0 = ค่าคงที่

β_i = ค่าสัมประสิทธิ์, $i = 1, 2, \dots, n$

$CR_{it-1 \rightarrow t-5}$ = ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนวัดสภาพคล่องของบริษัท i ปีที่ $t-1$ ถึง $t-5$

$DR_{it-1 \rightarrow t-5}$ = ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนวัดความเสี่ยงของบริษัท i ปีที่ $t-1$ ถึง $t-5$

$PR_{it-1 \rightarrow t-5}$ = ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัท i ปีที่ $t-1$ ถึง $t-5$

$AE_{it-1 \rightarrow t-5}$ = ค่าเฉลี่ยอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ของบริษัท i ปีที่ $t-1$ ถึง $t-5$

$SIZE_{it-1 \rightarrow t-5}$ = ขนาดของบริษัทวัดจากลอการิทึมของค่าเฉลี่ยสินทรัพย์ของบริษัท i ปีที่ $t-1$ ถึง $t-5$

$AGE_{it-1 \rightarrow t-5}$ = อายุของบริษัทนับจากปีที่ก่อตั้ง i ปีที่ $t-1$ ถึง $t-5$

INDUS = ตัวแปรหุ่น โดยกำหนดให้ 1 = อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม, 0 ไม่ได้อยู่ในกลุ่มอุตสาหกรรม โดยผู้วิจัยจำแนกออกเป็น 7 กลุ่มอุตสาหกรรม ดังนี้

(1) กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร

(2) กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี

(3) กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร

(4) กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ

(5) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม

(6) กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค

(7) กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง

โดยงานวิจัยนี้กำหนดให้กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรมเป็นฐานในการวิเคราะห์ เนื่องจากเป็นค่าตัวแปรพยากรณ์ที่สมการถดถอยเชิงพหุคูณไม่มีการพิจารณาตัวแปรของกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (Exclude Variable โดยวิธี Enter)

YEAR = ตัวแปรหุ่น โดยกำหนดให้ 1 = อยู่ในปีที่ศึกษา, 0 ไม่ได้อยู่ในปีที่ศึกษา โดยจำแนกออกเป็น 5 ปี คือ ปี พ.ศ. 2562 - 2566 โดยงานวิจัยนี้กำหนดให้กลุ่มปี 2562 เป็นฐานในการวิเคราะห์ เนื่องจากเป็นปีแรกในการวิเคราะห์ข้อมูล

E = ค่าความคลาดเคลื่อน (Error Term)

ตารางที่ 2 การวัดค่าตัวแปรตาม ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม

ตัวแปร	นิยามของตัวแปร	การวัดค่า
ตัวแปรตาม		
อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล	อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (Dividend Yield: DY)	เงินปันผล/ราคาตลาดของหุ้น (เท่า)
ตัวแปรอิสระ		
อัตราส่วนวัดสภาพคล่อง (Liquidity Ratio)	อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (Current Ratio: CR)	สินทรัพย์หมุนเวียน / หนี้สินหมุนเวียน (เท่า)
อัตราส่วนวัดความเสี่ยง (Leverage Ratio)	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (Debt Ratio : DR)	หนี้สินรวม / สินทรัพย์รวม (เท่า)
อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร (Profitability Ratio)	อัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น (Return on Equity: ROE)	(กำไรสุทธิ / ส่วนของผู้ถือหุ้นเฉลี่ย) *100 (ร้อยละ)
อัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ (Asset Efficiency Management Ratio)	อัตราหมุนเวียนของลูกหนี้ (Account Receivable Turnover: ART)	ขายสุทธิ / ลูกหนี้การค้าเฉลี่ย (เท่า)
ตัวแปรควบคุม		
ขนาดของบริษัท (lnSize)	สินทรัพย์รวม	ลอการิทึมของสินทรัพย์รวม
อายุบริษัท (Age)	อายุของบริษัท	จำนวนปีที่ก่อตั้งของบริษัท

ที่มา: ผู้วิจัย

ผลการวิจัย

ในส่วนของการศึกษาแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) วิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics)

จำนวนตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาค้างนี้ มีจำนวน 87 บริษัท และจำนวนตัวอย่าง 367 ตัวอย่าง โดยข้อมูลค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา แสดงดังตารางที่ 3 และตารางที่ 4

ตารางที่ 3 ค่าความถี่และค่าร้อยละของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ใช้ในการศึกษา

ตัวแปร	ปีที่ศึกษา					รวม	ค่าร้อยละ
	2562	2563	2564	2565	2566		
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGO)	6	6	5	4	5	26	7.08
สินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMR)	7	6	6	8	8	35	9.54
สินค้าอุตสาหกรรม (INDUS)	26	26	30	30	30	142	38.69
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (POP&CON)	8	7	11	11	13	50	13.62
ทรัพยากร (RESOURC)	4	5	2	1	2	14	3.81
บริการ (SERVICE)	14	9	10	13	18	64	17.44
เทคโนโลยี (TECH)	4	5	6	10	11	36	9.81
รวมทั้งสิ้น	69	64	70	77	87	367	100

ที่มา: รวบรวมโดยผู้วิจัย

จากตารางที่ 3 พบว่า กลุ่มตัวอย่างสามารถแบ่งออกเป็นตามกลุ่มอุตสาหกรรมจำนวน 7 กลุ่ม โดยกลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมซึ่งมีจำนวนบริษัทที่นำมาใช้ในการศึกษามากที่สุด จำนวน 142 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 38.69 ของกลุ่มตัวอย่าง รองลงมาคือ กลุ่มบริการ (SERVICE) เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษา จำนวน 64 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 17.44 และกลุ่มทรัพยากร (RESOURC) เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนบริษัทที่ใช้ในการศึกษาน้อยที่สุดคือ จำนวน 14 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 3.81 ของกลุ่มตัวอย่าง

ตารางที่ 4 สถิติเชิงพรรณนา

ตัวแปร	Min	Max	Mean	S.D.
อัตราส่วนวัดสภาพคล่อง				
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR)	0.41	11.31	2.76	2.02
อัตราส่วนวัดความเสี่ยง				
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DR)	0.08	0.75	0.37	0.17
อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร				
อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	-44.37	35.85	9.13	9.44
อัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์				
อัตราหมุนเวียนของลูกหนี้ (ART)	1.19	37.60	8.14	7.80
ขนาดบริษัท (SIZE)	295	9,526	1,566	1,393
ขนาดบริษัท (lnSIZE)	12.60	16.07	14.02	0.67
อายุบริษัท (Year)	4	63	26.15	11.22
อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล (DY)	0.02	12.85	3.73	2.65

ที่มา: ผู้วิจัย

ผลการศึกษาในตารางที่ 4 พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ มีค่าเฉลี่ยของอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลเท่ากับ 3.73 เท่า โดยพบว่า มีบริษัทที่มีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงสุดถึง 12.85 เท่า และน้อยที่สุดเพียง 0.02 เท่า ด้านตัวแปรอิสระ พบว่า อัตราส่วนสภาพคล่อง คือ อัตราส่วนทุนหมุนเวียนมีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 2.76 เท่า ซึ่งมีค่าเฉลี่ยมากกว่า 1 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มตัวอย่างมีสินทรัพย์หมุนเวียนมากกว่าหนี้สินหมุนเวียน ด้านอัตราส่วนวัดความเสี่ยงพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.37 แสดงให้เห็นว่ากลุ่มตัวอย่างมีหนี้สินต่ำ คือมีสินทรัพย์เพียงพอที่จะชำระหนี้ทั้งหมด อัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไร พบว่า อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเฉลี่ยร้อยละ 9.13 บ่งบอกถึงความสามารถของบริษัทในการนำเงินลงทุนของผู้ถือหุ้นไปใช้อย่างมีประสิทธิภาพ และอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์เป็นบวก แสดงให้เห็นถึงการมีประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ที่บริษัทมีอยู่ได้ดี คูได้จากอัตราหมุนเวียนของลูกหนี้มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 8.14 เท่า

ในส่วนคุณลักษณะเฉพาะของบริษัทซึ่งเป็นตัวแปรควบคุม พบว่าขนาดบริษัทของกลุ่มตัวอย่างมีค่าเฉลี่ยของสินทรัพย์รวมเท่ากับ 1,566 ล้านบาท โดยข้อมูลขนาดบริษัทในงานวิจัยนี้พบว่า มีการแจกแจงข้อมูลที่ไม่ปกติ ผู้วิจัยจึงปรับข้อมูลโดยวิธีลอการิทึมสินทรัพย์รวม เพื่อให้ผ่านเงื่อนไขในการทดสอบสมมติฐาน และอายุบริษัทพบว่ามีค่าเฉลี่ยประมาณ 26 ปี โดยมีบริษัทที่เริ่มดำเนินการอายุเท่ากับ 4 ปี และบริษัทในกลุ่มตัวอย่างมีอายุในการดำเนินงานสูงสุดเท่ากับ 63 ปี

ส่วนที่ 2 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน

การวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation Analysis)

ตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ค่าเพียร์สัน (Pearson Correlation)

Variable	DY	CR	DR	ROE	ART	lnSIZE	AGE
DY	1	0.069	-0.098	0.067	-0.106*	-0.102	0.156**
CR		1	-0.723**	0.023	-0.014	-0.405**	0.063
DR			1	0.058	0.057	0.440**	-0.084
ROE				1	0.117*	-0.019	-0.015
ART					1	0.047	-0.060
lnSIZE						1	-0.062
AGE							1

** ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 (2 ทาง) $p < 0.05$; * ณ ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 (2 ทาง) $p < 0.10$

ที่มา: ผู้วิจัย

จากตารางที่ 5 ผลการวิเคราะห์ค่าสหสัมพันธ์เพียร์สัน พบว่า อัตราเงินปันผลตอบแทนมีความสัมพันธ์เป็นบวกกับอายุของบริษัท (0.156) ซึ่งในขณะเดียวกันมีความสัมพันธ์เป็นลบกับอัตราหมุนเวียนของลูกหนี้ (-0.106) ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ พบว่าค่าสหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรน้อยกว่า 0.8 ในทุกคู่ แสดงว่าไม่เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Hair et al., 2009)

การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ

ตัวแปร	การจ่ายเงินปันผล		
	Coef.	t-value	p-value
ค่าคงที่ (Constant)	7.132**	2.242	0.026
อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR)	0.064	0.680	0.497
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DR)	0.092	0.080	0.936
อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE)	0.028**	2.008	0.045
อัตราหมุนเวียนของลูกหนี้ (ART)	-0.050***	-2.819	0.005
ขนาดบริษัท (lnSIZE)	-0.327	-1.465	0.144
อายุบริษัท (AGE)	0.040***	3.324	0.001
Industry/Year fixed effect		Yes	
Observations		367	
F-statistics		5.551	
Significance of F		0.000***	
R ²		20.29%	
Adjusted R ²		16.63%	
Std. Error of the Estimate		2.419	

หมายเหตุ ** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 p<0.05, *** มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 p<0.01

ที่มา: รวบรวมโดยผู้วิจัย

จากตารางที่ 6 ผลการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ พบว่า มีค่า F-statistics (Sig.F) เท่ากับ 5.551 (Sig. F = 0.000) แสดงว่า มีตัวแปรอย่างน้อย 1 ตัวที่สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลได้ โดยมี Adjusted R² เท่ากับ 16.63% หมายความว่า อัตราส่วนทางการเงิน ขนาดและอายุบริษัท สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลได้เท่ากับร้อยละ 16.63 โดยผลลัพธ์ที่ได้จากการวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุคูณ กล่าวคือ อัตราส่วนทุนหมุนเวียน (CR) ที่เป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดสภาพคล่องมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกแต่ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ หมายความว่า อัตราส่วนนี้ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ซึ่งไม่สอดคล้องตามสมมติฐานที่ 1 เช่นเดียวกับอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DR) ที่เป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดความเสี่ยงหรือภาระหนี้สิน กล่าวคืออัตราส่วนนี้ไม่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล จึงเป็นการปฏิเสธสมมติฐานที่ 2 แต่ทั้งนี้พบว่า อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ซึ่งเป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดความสามารถในการทำกำไรมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งหมายความว่า มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานที่ 3 และอัตราหมุนเวียนของลูกหนี้ (ART) ซึ่งเป็นตัวแทนของอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ มีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ซึ่งขัดแย้งกับสมมติฐานที่ 4 ที่คาดว่าจะมีความสัมพันธ์ในเชิงบวก ส่วนผลจากตัวแปรควบคุม

พบว่า ขนาดของบริษัทมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นลบและไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ แต่ในขณะเดียวกันอายุของบริษัทมีค่าสัมประสิทธิ์เป็นบวกและมีนัยสำคัญทางสถิติ อธิบายได้ว่าการดำเนินงานของกิจการที่มีมานานจะสามารถสะท้อนอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สูงขึ้นได้

อภิปรายผล

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของอัตราส่วนทางการเงินที่มีต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล โดยใช้อัตราส่วนทางการเงิน 4 ด้าน ประกอบด้วยด้านสภาพคล่อง (อัตราส่วนทุนหมุนเวียน) ด้านความเสี่ยงหรือภาระหนี้สิน (อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์) ด้านความสามารถในการทำกำไร (อัตราผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น) และอัตราส่วนวัดประสิทธิภาพการบริหารสินทรัพย์ (อัตราหมุนเวียนของลูกหนี้) โดยมีคุณลักษณะของบริษัทเป็นตัวแปรควบคุม ได้แก่ ขนาดและอายุของบริษัท โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษาคือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ MAI จำนวน 87 บริษัท (367 ข้อมูลรายปี) โดยครอบคลุมระยะเวลา 5 ปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2562 ถึงปี พ.ศ. 2566 การทดสอบสมมติฐานโดยการวิเคราะห์ถดถอยเชิงพหุคูณ

ผลการศึกษาพบว่า ผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROE) มีผลกระทบในเชิงบวก ในขณะที่อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้การค้ำมีผลกระทบเชิงลบอย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล แสดงให้เห็นได้ว่าหากบริษัทมีความสามารถในการทำกำไรที่ดีก็จะสามารถทำให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงขึ้นตามไปด้วย โดยข้อค้นพบนี้สนับสนุนทฤษฎีตัวแทน (Jensen & Meckling; 1976) และทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Michael Spence; 1973) ที่อธิบายว่าการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นเป็นสัญญาณไปยังผู้มีส่วนได้ส่วนเสียว่าบริษัทมีการดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพและมีศักยภาพในการทำกำไร โดยสามารถสร้างความเชื่อมั่นในความมั่นคงและความสามารถในการสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น (Bernhardt et al., 2005; Baker & Weigand, 2015) แต่ในการทางกลับกันประสิทธิภาพในการบริหารสินทรัพย์ของบริษัทนั้นมีผลในทางลบต่ออัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ซึ่งสาเหตุที่อัตราหมุนเวียนของลูกหนี้มีผลการศึกษาไปในทิศทางลบ อันเนื่องจากในช่วงปีที่ใช้ในการศึกษา ปี 2562-2563 อยู่ในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจที่มีเหตุการณ์ระบาดของ Covid-19 ทำให้บริษัทส่วนใหญ่มียอดลูกหนี้ที่เพิ่มขึ้นซึ่งสวนทางกับยอดขายที่ลดลง โดยเกิดจากปัญหาการบริหารลูกหนี้และผลกระทบจาก COVID-19 ทั้งนี้ในภาพรวมบริษัทควรเร่งดำเนินการวิเคราะห์และปรับปรุงนโยบายสินเชื่อ กระบวนการเก็บหนี้ และกลยุทธ์การขาย เพื่อฟื้นฟูสภาพคล่องและลดความเสี่ยงในอนาคต นอกจากนี้ผลการศึกษายังพบอีกว่าอายุของบริษัทมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลในทิศทางบวก แสดงให้เห็นว่า บริษัทที่ดำเนินธุรกิจมานานมักมีแนวโน้มที่จะมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงกว่าบริษัทที่เพิ่งเริ่มดำเนินธุรกิจ โดยบริษัทที่ดำเนินธุรกิจมานานมักมีความสามารถและความพร้อมในการจ่ายเงินปันผลที่สูงกว่า เนื่องจากความมั่นคงทางการเงิน รายได้และกำไรที่สม่ำเสมอ รวมถึงนโยบายจ่ายเงินปันผลที่ชัดเจน ซึ่งแตกต่างจากบริษัทที่เพิ่งเริ่มดำเนินธุรกิจที่ต้องใช้ทรัพยากรเพื่อการเติบโต ทำให้การจ่ายเงินปันผลอาจยังไม่เกิดขึ้นหรืออยู่ในระดับต่ำ นักลงทุนจึงควรพิจารณาความเหมาะสมในการลงทุนตามวัตถุประสงค์และความเสี่ยงที่ยอมรับได้

ข้อเสนอแนะที่ได้จากงานวิจัย

งานวิจัยนี้พบว่าอัตราส่วนทางการเงินมีการแจกแจงไม่ปกติ (Non-normal Distribution) เป็นจำนวนมาก อาจทำให้ผลการวิเคราะห์ทางสถิติขาดความแม่นยำ หรือลดทอนข้อมูลบางส่วนอาจทำให้สูญเสียรายละเอียดสำคัญในเชิงปฏิบัติ ผลลัพธ์ที่ได้จากแบบจำลองทางสถิติอาจไม่สะท้อนความเป็นจริง ส่งผลให้เกิดความคลาดเคลื่อนในการคาดการณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ดังนั้นงานวิจัยในอนาคตควรทำการวิจัยอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้อาจเพิ่มเติมในการวิเคราะห์อัตราส่วนทางการเงินโดยขยายขนาดของตัวอย่าง เพื่อให้การแจกแจงข้อมูลใกล้เคียงกับการแจกแจงปกติมากขึ้นตามหลัก Central Limit Theorem และอาจเพิ่มการศึกษาความสัมพันธ์ที่ไม่เป็นเชิงเส้น (Non-linear Relationships) หรือการใช้วิธี Machine Learning เช่น Decision Tree หรือ Random Forest ที่ไม่พึ่งพาการแจกแจงของข้อมูล

เอกสารอ้างอิง

- Baker, H. K., & Weigand, R. (2015). Corporate dividend policy revisited. *Managerial Finance*, **41**(2), 126–144. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2014-0077>
- Barclay, M. J., Smith, C. W., & Watts, R. L. (1997). The determinants of corporate leverage and dividend policies. *Journal of Financial Education*, **23**, 1–15. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1995.tb00259.x>
- Basse, T., & Reddemann, S. (2011). Inflation and the dividend policy of US firms. *Managerial Finance*, **37**(1), 34–46. <https://doi.org/10.1108/03074351111092139>
- Benavides, J., Berggrun, L., & Perafan, H. (2016). Dividend payout policies: Evidence from Latin America. *Finance Research Letters*, **17**, 197–210. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.03.012>
- Bernhardt, D., Douglas, A., & Robertson, F. (2005). Testing dividend signaling models. *Journal of Empirical Finance*, **12**(1), 77–98. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2003.10.002>
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, **2**(2), 5–8. <http://dx.doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>
- Brockman, P., & Unlu, E. (2009). Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. *Journal of Financial Economics*, **92**(2), 276–299. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.03.007>
- Chang, R. P., & Rhee, S. G. (1990). The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions. *Financial Management*, **19**(2), 21–31.
- Darling, P. G. (1957). The influence of expectations and liquidity on dividend policy. *Journal of Political Economy*, **65**(3), 209–224. <http://dx.doi.org/10.1086/257920>

- Farooq, M., Al-Jabri, Q., Khan, M. T., Ali Ansari, M. A., & Tariq, R. B. (2024). The impact of corporate governance and firm-specific characteristics on dividend policy: An emerging market case. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, *16*(3), 504–529. <https://doi.org/10.1108/APJBA-01-2022-0007>
- Hair Jr., J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2009). *Multivariate Data Analysis* (7th Edition). Prentice Hall.
- Houqe, M. N., Monem, R. M., & van Zijl, T. (2023). Business strategy, cash holdings, and dividend payouts. *Accounting & Finance*, *63*(4). <https://doi.org/10.1111/acfi.13082>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, *3*(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jia, Z. T., & McMahon, M. J. (2019). Dividend payments and excess cash: An experimental analysis. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, *83*, 101458. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2019.101458>
- Jitmaneeroj, B. (2017). The impact of dividend policy on price-earnings ratio. *Review of Accounting and Finance*, *16*(1), 125–140. <https://doi.org/10.1108/RAF-06-2015-0092>
- Kumar, J. (2006). Corporate governance and dividends payout in India. *Journal of Emerging Market Finance*, *5*(1), 15–58. <https://doi.org/10.1177/097265270500500102>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, *55*(1), 1–33. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.52871>
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, *46*(2), 97–113.
- Mahachote, P., & Channgam, J. (2022). The Relationship Between Performance, The Board of Directors Structure, The Shareholder Structure and Efficiency of Dividend of The Real Estate and Construction Industry Listed on The Stock Exchange of Thailand. *SSRU Journal of Public Administration*, *5*(2), 218–232.
- Mai, M. U., Djuwarsa, T., & Setiawan, S. (2023). Board characteristics and dividend payout decisions: Evidence from Indonesian conventional and Islamic bank. *Managerial Finance*, *49*(11), 1762–1782. <https://doi.org/10.1108/MF-11-2022-0541>
- Michael Spence. (1973). The MIT Press is collaborating with JSTOR to digitize, preserve and extend access to The Quarterly Journal of Economics. *Job Market Signaling*, *3*(87), 355–374. <https://doi.org/10.2307/1882010>

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares.

The Journal of Business, 34(4), 411–433. <http://dx.doi.org/10.1086/294442>

Ouyang, P., & Zhong, L. (2023). Asset redeployability and dividend payout policy. **The**

Quarterly Review of Economics and Finance, 90, 91–105.

<https://doi.org/10.1016/j.qref.2023.05.005>

Pattiruhu, J. R., & Paais, M. (2020). Effect of liquidity, profitability, leverage, and firm size on

dividend policy. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, 7(10), 35–

42. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.035>

Purwanti, T. (2020). The effect of profitability, capital structure, company size, and dividend

policy on company value on the Indonesia stock exchange. **International Journal**

of Sociology, 60–66. <http://dx.doi.org/10.29040/seocology.v1i02.9>

Puspitaningtyas, Z., & Kurniawan, A. W. (2012). How good the financial ratios in determining

the dividend yield. In **Airlangga Accounting International Conference & Doctoral**

Colloquium (pp.1-14). Nusa Dua Bali.

Rajverma, A. K., Misra, A. K., Mohapatra, S., & Chandra, A. (2019). Impact of ownership

structure and dividend on firm performance and firm risk. **Managerial Finance**,

45(8), 1041–1061. <https://doi.org/10.1108/MF-09-2018-0443>

SET Research. (2023). **Dividend Festival: Identify the optimal time to select dividend**

stocks. <https://media.set.or.th/common/research/1214.pdf>

Shamsabadi, H. A., Min, B.-S., & Chung, R. (2016). Corporate governance and dividend

strategy: Lessons from Australia. **International Journal of Managerial Finance**,

12(5), 583–610. <https://doi.org/10.1108/IJMF-08-2015-0156>

Siam Commercial Bank of Thailand. (2024). **Stock dividend give you more than you think**.

[https://www.scb.co.th/en/personal-banking/stories/grow-your-wealth/stock-](https://www.scb.co.th/en/personal-banking/stories/grow-your-wealth/stock-dividend-advantage.html?12)

[dividend-advantage.html?12](https://www.scb.co.th/en/personal-banking/stories/grow-your-wealth/stock-dividend-advantage.html?12)

Stock Exchange of Thailand. (2022). **Dividend stocks: Should one opt for cash payments**

or payments in the form of shares? Which option should you select?

[https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/article/125-tsi-cash-dividend-or-stock-](https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/article/125-tsi-cash-dividend-or-stock-dividend)

[dividend](https://www.setinvestnow.com/th/knowledge/article/125-tsi-cash-dividend-or-stock-dividend)

Williams, J. (1938). **The theory of investment value**. Harvard University Press.