

ปัจจัยที่มีอิทธิพลสะท้อนอัตราเงินปันผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียน
ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด 19*
INFLUENCING FACTORS REFLECT THE DIVIDEND YIELD OF LISTED SECURITIES
ON THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. DURING COVID-19

จงจิต พิมป์สวัสดิ์*, ธัญญพัทธ์ วัฒนจิรพันธุ์, ศุภวรรณ มาลีหวล
Jongjit Pimsawat*, Thunyaphat Vattanajirapun, Supawan Maleehuan
มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลตะวันออก ชลบุรี ประเทศไทย
Rajamangala University of Technology Tawan-ok, Chonburi, Thailand
*Corresponding author E-mail: jongjit787@gmail.com

บทคัดย่อ

บทความฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลสะท้อนอัตราเงินปันผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด 19 โดยใช้ข้อมูล Panel Data รายปี ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563-2565 รวม 3 ปี จำนวน 157 ตัวอย่าง วิเคราะห์ข้อมูลด้วย ค่าเฉลี่ย ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ทดสอบ Multicollinearity ด้วย Pearson Correlation Coefficient Tolerance และ VIF วิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก ด้วยวิธี Fixed Effect และ Random Effect ผลการศึกษาพบว่า แบบจำลอง Random-effects logistic regression มีความเหมาะสมในการสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด 19 (Prob. = 0.0004) โดยอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) มูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) สามารถสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนได้ในทิศทางบวก ราคาหลักทรัพย์ (P) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สามารถสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนได้ในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% นอกจากนี้ เมื่อพิจารณาค่าของ Adds Ratio พบว่า 1)เมื่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) เพิ่มขึ้น 1 เท่า สะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทน มากกว่าการไม่จ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัท 2.456 เท่า 2)เมื่อมูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) เพิ่มขึ้น 1 บาท สะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทน มากกว่าการไม่จ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัท 1.516 เท่า 3)เมื่อราคาหลักทรัพย์ (P) เพิ่มขึ้น 1 บาท สะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทน น้อยกว่าการไม่จ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัท 0.866 เท่า 4)เมื่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้น 1% สะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทน น้อยกว่าการไม่จ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัท 0.883 เท่า

คำสำคัญ: มูลค่าหลักทรัพย์, อัตราเงินปันผลตอบแทน, ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

Abstract

The purpose of this article is to study the factors that influence the dividend yield of securities listed on the Stock Exchange of Thailand during COVID-19. Using panel data annually from 2020-2022, a total of 3 years, 157 samples were used. Were analyzed through average, standard deviation, minimum value, maximum value, multicollinearity test with Pearson Correlation Coefficient, Tolerance and VIF, Analyze logistic regression with fixed effect and random

effect method. The study found that: Random-effects logistic regression model is appropriate. To reflect the dividend payment of companies listed on the Stock Exchange of Thailand during COVID-19 (Prob. = 0.0004). The Price-to-book value (PBV) ratio, book value per share BVPS can reflect the dividend yield in a positive direction. The stock price (P) and return on equity (ROE) can reflect the dividend yield in a negative direction. statistically significant at 1%. Moreover, when considering the value of adds ratio, it was found that: 1) when the price-to-book value (PBV) ratio increases by 1 time, reflecting that the dividend yield payment is 2.456 times **greater than** the non-payment of the company's dividend yield; 2) When the book value per share (BVPS) increases by 1 baht, reflecting that the dividend yield payment **is** 1.516 times greater than the non-payment of the company's dividend yield; 3) When the securities price (P) increases by 1 baht, reflecting that the dividend yield payment is 0.866 times **less than** the non-payment of the Company's dividend yield; and 4) When the return on equity (ROE) increases by 1%, reflecting that the dividend yield is 0.883 times **less than** the non-payment of the company's dividend yield.

Keywords: Stock Value, Dividend Yield, The Stock Exchange of Thailand

บทนำ

ในช่วงการแพร่ระบาดของโควิด 19 ที่ผ่านมา ในปี พ.ศ. 2563-2564 มีบริษัทเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเพิ่มขึ้นจากก่อนการแพร่ระบาด (พ.ศ. 2561-2562) จาก 57 บริษัท เป็น 70 บริษัท คิดเป็นร้อยละ 22.81 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566) แสดงให้เห็นถึงการระดมเงินทุนจากนักลงทุนทั่วไป ของบริษัทที่เข้าจดทะเบียนดังกล่าว โดยทั่วไปแล้ว ผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์มีสองแบบ แบบที่หนึ่งคือกำไรจากการขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) ซึ่งเกิดจากส่วนต่างจากการซื้อและขายหลักทรัพย์ แบบที่สองคือเงินปันผล (Dividend) ที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จ่ายให้กับผู้ถือหุ้น (วทันยา ผ่องประเสริฐ และภูมิฐาน รังคกุลวัฒน์, 2562) เงินปันผล คือ ค่าตอบแทนที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนจำนวนหุ้นที่เป็นเจ้าของ ซึ่งมักเป็นการกระจายกำไรสะสม สามารถจ่ายเป็นเงินสด สินทรัพย์ หรือเป็นหุ้นทุนของบริษัท การจ่ายเงินปันผลของธุรกิจจะทำให้กำไรสะสมลดลง ซึ่งกำไรสะสมนั้นถือเป็นแหล่งเงินทุนภายในของธุรกิจ ดังนั้น หากนำกำไรมาจัดสรรเป็นเงินปันผล เงินทุนภายในของธุรกิจก็จะลดน้อยลง (พีรณัฐ ยาทิพย์, 2555)

จากการศึกษางานวิจัยที่ผ่านมา พบว่า ในช่วงก่อนสถานการณ์โควิด 19 ปัจจัยที่มีอิทธิพลหรือมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) ได้แก่ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) (สาริยา นวลถวิล, 2562) อัตราส่วนราคาหุ้นต่อราคาตามบัญชี (PBV) (สาริยา นวลถวิล, 2562) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร (PE) (โชติรัตน์ พัวอุดมเจริญ, 2561; วีระยุทธ์ โพธิ์ชัย, 2558) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) (ปาลิตา นิยมณี, 2560) กรรมการบริหาร (Executive Officers) (Afza, T., & Mirza, H., 2010) ในช่วงสถานการณ์โควิด 19 อัตราส่วนราคาหุ้นต่อราคาตามบัญชี (PBV) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) (วิวัฒน์วงศ์ บุญหนู, 2565) เป็นปัจจัยที่มีอิทธิพลหรือมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) จากการศึกษาวิจัยของสมเกียรติ ไพโรจน์ และธีรพงษ์ กรรณิกา พบว่า ใช้อัตรากำไรสุทธิ (NPM) และอัตรากำไรต่อหุ้น (EPS) วัดความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (สมเกียรติ ไพโรจน์, 2562; ธีรพงษ์ กรรณิกา, 2562) และจากทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction cost theory) ผู้บริหารจะสร้างความน่าสนใจของหุ้นผ่านการกำหนดอัตราจ่ายเงินปันผลให้สูงขึ้นเพื่อชดเชยกับส่วนต่างราคา (Capital Gain) ที่ได้น้อย (Coase, R. H., 1937;

Williamson, O.E., 1975) ทฤษฎีลูกนกในกำมือ (Bird in the hand Theory) เป็นแนวคิดของ Myron Gordon และ John Lintner โดยทฤษฎีนี้ กล่าวไว้ว่า นโยบายเงินปันผลมีความสำคัญต่อกิจการ เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะทำให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น เพราะนักลงทุนจะเกิดความพอใจกับเงินปันผลที่ได้ในปัจจุบัน มากกว่าความไม่แน่นอนของผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหุ้นที่อาจสูงขึ้นหรือลดลงได้ในอนาคต (Brigham, E. & Houston, J., 2007) ทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) โดย Spence, M. (Spence, M., 1973) กล่าวว่า นักลงทุนจะใช้ข้อมูลที่ตนเองมีในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งนักลงทุนแต่ละคนนั้นจะมีข้อมูลที่ไม่เท่ากัน โดยผู้บริหารของแต่ละบริษัทย่อมมีข้อมูล ข่าวสารที่มากกว่านักลงทุน ผู้บริหารจึงสร้างความเชื่อมั่นในกิจการของตนเอง โดยการเปิดเผยข้อมูลต่อสาธารณะ ซึ่งการจ่ายเงินปันผลเป็นหนึ่งในเครื่องมือที่ผู้บริหารใช้เพื่อส่งสัญญาณให้กับนักลงทุน ซึ่งเป็นไปได้หลายกรณี (ธกานต์ ชาติวงศ์, 2560) ทฤษฎีตัวแทน (Agency Theory) อธิบายถึงความสัมพันธ์ที่เกิดขึ้นภายใต้สัญญาระหว่างบุคคลหรือกลุ่มบุคคล ที่เป็นตัวการ (Principal) ในการแสวงหาประโยชน์สูงสุดจากการลงทุน โดยการว่าจ้างตัวแทน (Agent) ให้ดำเนินการบริหารจัดการแทนตนเอง (ธกานต์ ชาติวงศ์, 2560) บริษัทจำนวนมากบรรเทาปัญหาเรื่อง Agency Problem โดยการจ่ายเงินปันผล เพื่อลดกระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ที่ผู้บริหารจะนำไปใช้เพื่อประโยชน์ของตนเอง วิธีนี้จะทำให้บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลสูง แต่ถ้าหากผู้ถือหุ้นต้องการบรรเทาปัญหา Agency Problem โดยลงมาบริหารงานของบริษัทด้วยตนเอง หากเป็นดังกรณีนี้ ผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นจะมีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผลน้อยลง เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะทำให้กระแสเงินสดอิสระ (Free Cash Flow) ลดลง (นาริรัตน์ อัครธนาลาภ, 2558) ทฤษฎีการรักษาผลประโยชน์ (Entrenchment Effect) กล่าวไว้ว่า ความสัมพันธ์ระหว่างอำนาจของผู้บริหาร หรือสัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารและการจ่ายเงินปันผลจะเป็นไปในทิศทางเดียวกัน (ทิฆัมพร รักธรรม และเสาวนีย์ สีชมวัฒน์, 2549) กล่าวคือ เมื่ออำนาจของผู้บริหารมากจะมีการจ่ายเงินปันผลมาก หากผู้บริหารมีอำนาจน้อยจะมีการจ่ายปันผลน้อย อย่างไรก็ตาม ทฤษฎี Entrenchment Effect ได้ให้แนวคิดว่าการจ่ายเงินปันผลมากขึ้นทำให้ผู้บริหารที่เป็นผู้ถือหุ้นได้รับประโยชน์จากการจ่ายเงินปันผลทั้งในรูปของเงินสดปันผลและราคาหุ้นที่สูงขึ้น (Denis, J. L., et al. , 2001; Gillan, S., 2006) ซึ่งสอดคล้องกับทฤษฎีการส่งสัญญาณ (Signaling Theory) ที่ว่าการจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งสัญญาณจากผู้บริหารให้ทราบว่าในอนาคตบริษัทจะมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น จึงทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นตามไปด้วย นอกจากนี้ผู้บริหารมองว่าการจ่ายเงินปันผลยังเป็นการรักษาความมั่นคง และความปลอดภัยในตำแหน่งหน้าที่การงาน และเป้าหมายหรือผลประโยชน์ที่ตนเองต้องการ รวมถึงป้องกันการถูกตรวจสอบจากบุคคลภายนอกตามกฎหมาย (Diane K. Schooley & L. Dwayne Barney Jr., 1994; Hu, A. & Kumar, P., 2004)

จากการทบทวนวรรณกรรมและงานวิจัยที่เกี่ยวข้องข้างต้น ผู้วิจัยจึงมีข้อสมมติว่า H1: อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตรากำไรสุทธิ (NPM) อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) กำไรต่อหุ้น (EPS) มูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) และจำนวนคณะกรรมการ/ผู้บริหาร (Board) ส่งผลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) ในทิศทางบวก ของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด 19 และ H2: อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร (PE) ราคาหลักทรัพย์ (P) และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LEV) ส่งผลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) ในทิศทางลบ ของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด 19

วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาปัจจัยที่มีอิทธิพลสะท้อนอัตราเงินปันผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด 19

วิธีดำเนินการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากรในการวิจัย คือ บริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด 19 ในปี พ.ศ. 2563-2564 จำนวน 70 บริษัท ได้แก่ 3K-BAT, ADD, AMR, ASW, BBIK, BE8, BRI, CPANEL, CRC, CV, DHOUSE, DITTO, DMT, DPAINT, ETC, GLORY, GROREIT, HENG, HL, IIG, IND, INETREIT, JAK, JR, JSP, KBSPIF, KEX, KISS, KK, KTBSTMR, LEO, MENA, MICRO, NCAP, NRF, NSL, NV, ONEE, OR, PACO, PIN, PRAPAT, PROEN, PROSPECT, RT, SA, SABUY, SAK, SCGP, SCM, SECURE, SFT, SICT, SK, SMD, SNNP, SO, STECH, STGT, SVT, TFM, TIDLOR, TIPH, TQR, TRV, UBE, WFX, WGE, WINMED และ YGG (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566ข)

กลุ่มตัวอย่างในการวิจัย คือ บริษัทหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด 19 ในปี พ.ศ. 2563-2564 จำนวน 65 บริษัท ซึ่งผู้วิจัยได้ทำการคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบเจาะจง (Purposive Sampling) โดยมีเงื่อนไข คือ ไม่รวมบริษัทที่มีข้อมูลไม่ครบถ้วนตามเกณฑ์ ได้แก่ GROREIT, INETREIT, KBSPIF, KTBSTMR และ PROSPECT เนื่องจากมีลักษณะโครงสร้างเงินทุน การดำเนินงาน และข้อปฏิบัติทางการบัญชีที่แตกต่างกับบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น แต่จะนำข้อมูลบริษัททั้งที่จ่ายเงินปันผล ($DY=1$) และไม่จ่ายเงินปันผล ($DY = 0$) เพื่อเป็นสัญญาณสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนของหลักทรัพย์กลุ่มดังกล่าว จากเกณฑ์คัดเลือกกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยเป็นจำนวน 157 ตัวอย่าง ที่มีผลการดำเนินงานต่อเนื่องติดต่อกันข้อมูลครบถ้วนตามเกณฑ์ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563 ถึงพ.ศ. 2565 เป็นระยะเวลา 3 ปี โดยสามารถสรุปกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยได้ดังตารางต่อไปนี้

ตารางที่ 1 แสดงบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด 19 พ.ศ. 2563 – 2565 (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566ก)

ปีที่จดทะเบียนหลักทรัพย์	จำนวนกลุ่มตัวอย่าง			รวม
	2565	2564	2563	
2563	30	30	30	90
2564	40	40	-	80
รวม	70	70	30	170
หัก บริษัทที่มีข้อมูลไม่สมบูรณ์	5	5	3	13
คงเหลือ	65	65	27	157

การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษาครั้งนี้ ใช้ข้อมูล Panel Data ซึ่งเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative Data) โดยรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) รายปี (Yearly) ของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด 19 ในปี พ.ศ. 2563-2564 จากฐานข้อมูลออนไลน์ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2565 รวมทั้งสิ้น 3 ปี (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566ก)

การวิเคราะห์ข้อมูล

1. สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statistics) โดยวิเคราะห์ค่าสถิติเบื้องต้น คือค่าสูงสุดของข้อมูล (Maximum), ค่าต่ำสุดของข้อมูล (Minimum), ค่าเฉลี่ยเลขคณิตของข้อมูล (Mean), ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของข้อมูล (Standard Deviation)

2. การวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative Analysis) โดยทำการสร้างแบบจำลองในรูปของสมการถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression Analysis) และทดสอบสมมติฐานทางสถิติ เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ว่าตัว

แปรอิสระใดบ้างที่มีอิทธิพลกับตัวแปรตาม และประมาณค่าสัมประสิทธิ์ในแบบจำลอง โดยมีขั้นตอนในการศึกษาดังนี้

2.1 การทดสอบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงอย่างสมบูรณ์ (Multicollinearity) โดยจะพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Correlation Coefficient) ระหว่างตัวแปรอิสระแต่ละคู่ เพื่อที่จะศึกษาระดับความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างกันของตัวแปรอิสระ และนำมาตรวจสอบปัญหา Multicollinearity ซึ่งเกิดจากการที่ตัวแปรอิสระและตัวแปรตามในสมการมีความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงระหว่างกันในระดับสูง ทั้งนี้จะถือว่าเกิดปัญหา Multicollinearity ในการวิเคราะห์การถดถอย หากค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ของเพียร์สัน (Pearson Correlation Coefficient) มีค่าสูงกว่า 0.75 หรือต่ำกว่า -0.75 อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.05 (Hair, J. F., et al, 2010) ค่า Tolerance มีค่ามากกว่า 0.1 และค่า VIF (Variance Inflation Factor) มีค่าไม่เกิน 10 (James G, et al., 2017)

2.2 การวิเคราะห์ข้อมูลถดถอยแบบ Panel Data Regression เป็นการวิเคราะห์ข้อมูล

โดยใช้ข้อมูลแบบผสม (Panel data) ระหว่างข้อมูลภาคตัดขวาง (Cross sectional data) และข้อมูลอนุกรมเวลา (Time series data) ซึ่งประกอบด้วยข้อมูลของแต่ละหน่วยของข้อมูลภาคตัดขวางในหลายช่วงเวลา ทั้งนี้ ข้อมูลภาคตัดขวางที่ต้องการวิเคราะห์นั้นจะไม่เปลี่ยนแปลงแต่จะเป็นหน่วยเดิมที่ต้องเก็บข้อมูลซ้ำในแต่ละช่วงเวลา วิธีในการวิเคราะห์ Panel data ทำได้ 3 วิธี ดังนี้

2.2.1 การวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Pooled OLS Regression เป็นวิธีการวิเคราะห์การถดถอย ที่ไม่สนใจว่าตัวแปรจะมีปัจจัยภายนอกเฉพาะตัวเข้ามามีผลกระทบหรือไม่ และบันทึกข้อมูลตามเวลาไว้แตกต่างกันเพียงใด วิธีการคำนวณจะทำการรวบรวมข้อมูลทั้งหมดและใช้วิธี Ordinary Least Square (OLS) มาวิเคราะห์เหมือนข้อมูลมาจากหน่วยวิเคราะห์เดียวกัน ในการศึกษาครั้งนี้ ประกอบไปด้วยกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด 65 บริษัท ในช่วงเวลา 3 ปี ทำให้การวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Pooled OLS Regression ไม่มีความเหมาะสมที่จะใช้วิเคราะห์ เนื่องจากเป็นวิธีวิเคราะห์สมการถดถอยที่ไม่สนใจว่าหน่วยสำรวจ (Cross section unit) จะได้รับผลกระทบจากปัจจัยภายนอกเฉพาะตัวที่มีความแตกต่างกันหรือไม่และบันทึกข้อมูลตามเวลา (Time series data) ไว้นานแตกต่างกันเพียงใด อีกทั้งหน่วยสำรวจ (Cross section unit) ที่ต่างกัน อาจจะได้รับอิทธิพลจากตัวแปรที่แฝงตัวอยู่ภายนอกสมการถดถอยคนละตัวกัน (Unobserved heterogeneity) (มนตรี พิริยะกุล, 2556) ทำให้ตัวประมาณค่าจากกระบวนการ Pooled OLS มีลักษณะ Biased และ Inconsistent

2.2.2 การวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Fixed Effect Regression Model (FEM) เป็นวิธีการวิเคราะห์

เมื่อตัวแปรภายนอกไม่ผันแปรตามเวลาและสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ (ชลิต ทองดี และ ภูมิฐาน รังकुณวัฒน์, 2562) โดยในแบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) จะกำหนดให้มีข้อมูลที่เก็บมาสำรวจและไม่ได้นำมาวิเคราะห์ (ตัวแปร α_i) เป็นตัวแปรที่แสดงอิทธิพลที่ไม่สามารถสังเกตได้แต่มีผลกระทบต่อตัวแปรตาม (Unobserved Effects) ซึ่งในที่นี้ คือ ลักษณะเฉพาะของแต่ละบริษัท โดยตัวประมาณค่า (Estimator) จะมีความแม่นยำและมีความเหมาะสมมาก หากค่าตัวแปร α_i มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระตัวใดตัวหนึ่งหรือมากกว่านั้นในสมการ แบบจำลองที่ได้จากการวิเคราะห์ Fixed Effect Regression จะมีความเหมาะสม (กิตติศักดิ์ เคลือบหิรัญ, 2559)

$$Y_{it} = \beta_1 X_{it} + \alpha_i + \delta_t + \mu_{it}$$

โดยกำหนดให้

α_i เป็นค่า intercept ของแต่ละหน่วยที่ทำการศึกษา (Individual fixed effects)

δ_t เป็นค่า intercept ของแต่ละช่วงเวลา (Time fixed effects)

μ_{it} เป็นค่าคลาดเคลื่อน

2.2.3 การวิเคราะห์ข้อมูลแบบ Random Effect Regression Model (REM) เป็นวิธีการวิเคราะห์เมื่อตัวแปรผลกระทบที่ไม่สามารถสังเกตได้ (Unobserved Effects) ไม่มีความเกี่ยวข้องกับตัวแปรอิสระใด ๆ ในทุกช่วงเวลา วิธีการวิเคราะห์ด้วยวิธีนี้จึงจะมีความเหมาะสมมาก (กิตติศักดิ์ เคลือบหิรัญ, 2559) ซึ่งค่า α_i คลาดเคลื่อนด้านตัดขวางจะถูกนำไปรวมอยู่กับค่าคลาดเคลื่อนด้านอนุกรมเวลา ε_{it} ซึ่งกำหนดให้เป็นอิสระกับตัวแปรอิสระตัวคลาดเคลื่อนใหม่ที่ได้ เรียกว่า Composite error term (v_{it})

$$Y_{it} = \beta_1 X_{it} + v_{it}$$

โดยกำหนดให้

$$v_{it} = \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

2.3 การพิจารณาเลือกใช้การประมาณสมการถดถอย โดยวิธี Hausman Test ใช้ในการเลือกระหว่างแบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) และ Random Effect Regression Model (REM) ซึ่งจะทดสอบเกี่ยวกับข้อมูลที่เก็บมาสำรวจและไม่ได้นำมาวิเคราะห์ (ตัวแปร α_i) และความสัมพันธ์ของช่วงเวลาต่าง ๆ ว่าสามารถอธิบายความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระที่ส่งผลต่อตัวแปรตามได้อย่างไร หากมีสหสัมพันธ์ แบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) จะมีความเหมาะสมมากกว่า เนื่องจาก แบบจำลอง Random Effect Regression Model (REM) จะมีลักษณะ Biased และ Inconsistent ในทางตรงกันข้าม หากตัวแปรดังกล่าวไม่มีสหสัมพันธ์ต่อกัน แบบจำลอง Random Effect Regression Model (REM) โดยมีสมมติฐาน ดังนี้ (กิตติศักดิ์ เคลือบหิรัญ, 2559)

H_0 : Unobserved Effects (α_i) ไม่มีความสัมพันธ์กันกับตัวแปรอิสระ (RE)

H_1 : Unobserved Effects (α_i) มีความสัมพันธ์กันกับตัวแปรอิสระ (FE)

2.4 การวิเคราะห์ด้วยสมการถดถอยโลจิสติก (Logistic Regression) ประเภท Binary Logistic โดยตัวแปรตาม Y เป็นตัวแปรเชิงกลุ่มที่มีค่าได้เพียง 2 ค่า (Dichotomous Variable) ประมาณค่าพารามิเตอร์โดยด้วยวิธี Maximum-Likelihood อันเป็นการคำนวณวนซ้ำ (Iterative Algorithm) เพื่อให้ได้ค่าประมาณของพารามิเตอร์ที่ใกล้เคียงกับข้อมูลเชิงประจักษ์มากที่สุด ตรวจสอบความน่าเชื่อถือทางสถิติของสมการถดถอยโลจิสติกด้วย สถิติทดสอบ Z-test และ Wald Chi Square สามารถเขียนสมการได้ดังนี้ (สวัสดิษฐ์ ศรีพนมธนากร, 2548)

$$Prop(event) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1 x)}}$$

เมื่อ β_0 และ β_1 เป็นสัมประสิทธิ์ที่ประมาณได้จากข้อมูล

X เป็นตัวแปรอิสระ

e เป็นลอการิธึมชาติ (Natural Logarithms) มีค่าประมาณ 2.718

จากสมการข้างต้น เราสามารถเขียนสมการใหม่ได้เป็น

$$Prop(event) = \frac{1}{1 + e^{-z}}$$

โดย $Z = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_p X_p$

และโอกาสของสมการไม่เกิดเหตุการณ์จะประมาณได้จากสมการ

$$Prop(noevent) = 1 - Prop(event)$$

โมเดลโลจิสติกสามารถเขียนในรูปของ Odd ของการเกิดเหตุการณ์ได้ (Odd ของการเกิดเหตุการณ์ หมายถึง อัตราส่วนระหว่างโอกาสที่จะเกิดกับโอกาสที่จะไม่เกิดเหตุการณ์ การเขียนโมเดลโลจิสติกในรูป Log ของ Odd (ซึ่งเรียกว่า Logit) เป็นดังนี้

$$\log(Pr op(event) / Pr op(noevent)) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_p X_p$$

จากสมการจะเห็นว่าสัมประสิทธิ์โลจิสติก สามารถแปลความได้ว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงของ Log Odd ตามการเปลี่ยนแปลงหนึ่งหน่วยของตัวแปรอิสระที่วิเคราะห์ผลได้จากโปรแกรมสำเร็จรูป ค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปรอิสระ (X_1) เปลี่ยนจาก 0 เป็น 1 และควบคุมตัวแปรอิสระอื่น ๆ ที่เหลือ Log Odd ของเหตุการณ์ที่เราสนใจจะเปลี่ยนแปลงไป โดยอาจเพิ่มขึ้นหรือลดลง ตามค่าที่วิเคราะห์ได้ของตัวแปรอิสระ (X_1) แต่การแปลความหมายในรูปของ Odd จะง่ายกว่า Log Odd ดังนั้น จึงเขียนสมการโลจิสติกใหม่ในเทอมของ Odd ได้เป็น

$$\left(\frac{Prop(event)}{Prop(noevent)} \right) = e^{\beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_p X_p} = e^{\beta_0} e^{\beta_1 X_1} \dots e^{\beta_p X_p}$$

e ยกกำลัง β_i เป็นค่า Odd ที่เปลี่ยนแปลง เมื่อตัวแปรอิสระ ตัวที่ i มีค่าเพิ่มขึ้น 1 หน่วย ถ้า β_i เป็นลบ เทอมนี้จะน้อยกว่า 1 หมายความว่า Odd จะลดลง ถ้า $\beta_i = 0$ เทอมนี้จะมีค่าเท่ากับ 1 ซึ่งหมายความว่า Odd จะไม่เปลี่ยนแปลง

จากทฤษฎีการวิเคราะห์สมการถดถอยโลจิสติก และวิธีการวิเคราะห์ Panel data สามารถสร้างแบบจำลองสัญญาณสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนได้ ดังนี้

$$Prop(\text{สัญญาณสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทน}) = \frac{1}{1 + e^{-DY_{i,t}}}$$

$$\text{โดย } DY_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 NPM_{i,t} + \beta_3 PBV_{i,t} + \beta_4 PE_{i,t} + \beta_5 P_{i,t} + \beta_6 BVPS_{i,t} + \beta_7 EPS_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 Board_{i,t} + \alpha_i + \delta_t + \mu_{i,t}$$

โดยตัวแปรเป็นดังนี้

ตารางที่ 2 แสดงตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา และการคำนวณ

ตัวแปรในการศึกษา	การคำนวณ
$DY_{i,t}$	อัตราเงินปันผลตอบแทน บริษัทที่ i (i=1 ถึง 65) ปีที่ t (t=พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2565) โดย DY เป็นตัวแปรเชิงคุณภาพประเภท Binary Logistic ซึ่งเป็นตัวแปรเชิงกลุ่มที่มีค่าได้เพียง 2 ค่า (Dichotomous Variable)
$ROE_{i,t}$	อัตราส่วนผลตอบแทนผู้ถือหุ้น บริษัทที่ i (i=1 ถึง 65) คำนวณได้จาก ส่วนของกำไร (ขาดทุน) ที่เป็นของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่ 12 เดือน x 100 ปีที่ t / รวมส่วนของผู้ถือหุ้นของ บริษัท (เฉลี่ย) ปีที่ t (t=พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ.2565)

ตารางที่ 2 แสดงตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา และการคำนวณ (ต่อ)

ตัวแปร ในการศึกษา	การคำนวณ
$NPM_{i,t}$	อัตรากำไรสุทธิ บริษัทที่ i ($i=1$ ถึง 65) คำนวณได้จาก กำไรของกิจการหลังภาษีปีที่ t หารด้วยรายได้รวมปีที่ t ($t=$ พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2565)
$PBV_{i,t}$	อัตราส่วนของราคาหุ้นต่อมูลค่าทางบัญชี คำนวณได้จาก ราคาปิดของหุ้นสามัญปีที่ t คูณ จำนวนหุ้น Outstanding ปีที่ t หารด้วย ส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่ (รวมส่วนที่ถือโดยบริษัทย่อย) ปีที่ t
$PE_{i,t}$	อัตราราคาต่อกำไรสุทธิ คำนวณได้จาก ราคาปิดของหุ้นสามัญ คูณด้วย จำนวนหุ้น Outstanding หารด้วย กำไร(ขาดทุน) งวด 12 เดือนล่าสุด (ไม่รวมส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม)
$P_{i,t}$	ราคาปิด บริษัทที่ i ($i=1$ ถึง 65) ปีที่ t ($t=$ พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2565)
$BVPS_{i,t}$	มูลค่าทางบัญชี (ต่อหุ้น) คำนวณได้จาก ส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่ (รวมส่วนที่ถือโดยบริษัทย่อย) หารด้วย จำนวนหุ้น Outstanding
$EPS_{i,t}$	กำไรต่อหุ้น (บาท) สามารถคำนวณได้จาก กำไรสุทธิเฉพาะส่วนของหุ้นสามัญของบริษัท หารด้วยจำนวนหุ้นสามัญที่เรียกชำระแล้วของบริษัท
$LEV_{i,t}$	อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น บริษัทที่ i ($i=1$ ถึง 65) คำนวณได้จาก หนี้สินรวมปีที่ t หารด้วยส่วนผู้ถือหุ้นรวมปีที่ t ($t=$ พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2565)
$Board_{i,t}$	จำนวนคณะกรรมการ/ผู้บริหาร บริษัทที่ i ($i=1$ ถึง 65) ปีที่ t ($t=$ พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2565)
α_i	เป็นค่า intercept ของแต่ละหน่วยที่ทำการศึกษา (Individual fixed effects)
δ_t	เป็นค่า intercept ของแต่ละช่วงเวลา (Time fixed effects)
$\mu_{i,t}$	เป็นค่าคลาดเคลื่อน

ผลการวิจัย

ผลการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น ประกอบด้วย ค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ดังตารางที่ 3

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา

Variables	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
DY	157	0.54	0.50	0	1
ROE (%)	157	12.83	12.85	-35.82	79.78
NPM (%)	157	11.19	13.15	-71.47	49.36
PBV (X)	157	3.23	3.78	0	25.69
PE (X)	157	35.67	28.99	0	175.98
P (Bath)	157	14.83	19.99	0.55	133.50
BVPS (Bath)	157	0.50	0.94	-1.62	8.29
EPS (Bath)	157	3.26	4.94	0	30.37
LEV (X)	157	0.84	0.81	0.07	4.97
Board (person)	157	14.96	2.34	11	21

ตารางที่ 3 ผลการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา เป็นการทดสอบภาพรวมของข้อมูลจำนวน 158 ตัวอย่าง พบว่า อัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) มีค่าเฉลี่ย 0.54 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.50 ค่าต่ำสุด 0 และค่าสูงสุด 1 อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีค่าเฉลี่ย 12.83% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 12.85% ค่าต่ำสุด -35.82% และค่าสูงสุด 79.78% อัตรากำไรสุทธิ (NPM) มีค่าเฉลี่ย 11.19% ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 13.15% ค่าต่ำสุด -71.47 %และค่าสูงสุด 49.36%อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) มีค่าเฉลี่ย 3.23 เท่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 3.78 เท่า ค่าต่ำสุด 0 เท่า และค่าสูงสุด 25.69 เท่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร (PE) มีค่าเฉลี่ย 35.67 เท่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 28.99 เท่า ค่าต่ำสุด 0 เท่า และค่าสูงสุด 175.98 เท่า ราคาหลักทรัพย์ (P) มีค่าเฉลี่ย 14.83 บาท ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 19.99 บาท ค่าต่ำสุด 0.55 บาท และค่าสูงสุด 133.50 บาท มูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) มีค่าเฉลี่ย 0.50 บาท ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.94 บาท ค่าต่ำสุด -1.62 บาท และค่าสูงสุด 8.29 บาท กำไรต่อหุ้น (EPS) มีค่าเฉลี่ย 3.26 บาท ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 4.94 บาท ค่าต่ำสุด 0 บาท และค่าสูงสุด 30.37 บาท อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LEV) มีค่าเฉลี่ย 0.84 เท่า ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 0.81 เท่า ค่าต่ำสุด 0.07 เท่า และค่าสูงสุด 4.97 เท่า และจำนวนคณะกรรมการ/ผู้บริหาร (Board) มีค่าเฉลี่ย 14.96 คน ประมาณ 15 คน ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน 2.34 คน ประมาณ 3 คน ค่าต่ำสุด 11 คน และค่าสูงสุด 21 คน

ตารางที่ 4 แสดงการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์ความสัมพันธ์เพียร์สัน ค่า Tolerance และ ค่า VIF

Variables	ROE	NPM	PBV	PE	P	BVPS	EPS	LEV	Board	Tolerance	VIF
ROE	1									0.30	3.34
NPM	0.595***	1								0.61	1.63
PBV	0.267***	0.237***	1							0.46	2.16
PE	0.061	0.162**	0.510***	1						0.57	1.76
P	0.280***	0.174**	0.566***	0.382***	1					0.24	4.09
BVPS	0.142*	0.080	0.123	-0.080	0.658***	1				0.35	2.89
EPS	0.680***	0.387***	0.088	-0.089	0.513***	0.584***	1			0.25	4.08
LEV	-0.188**	0.170**	-0.124	0.186**	0.107	0.219***	0.079	1		0.78	1.28
Board	-0.090	0.006	-0.118	-0.071	0.014	0.084	0.076	0.325*	1	0.87	1.16

***, **, * แสดงนัยสำคัญที่ 1% 5% และ 10% ตามลำดับ

ตารางที่ 4 ผลการวิเคราะห์ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson Correlation Analysis) เพื่อศึกษาความสัมพันธ์เชิงเส้นตรงของตัวแปรอิสระ พบว่า ตัวแปรอิสระ 7 ตัวแปร ตัวแปรควบคุม 2 ตัวประกอบด้วย อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อัตรากำไรสุทธิ (NPM) อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) อัตราส่วนราคาตลาดต่อกำไร (PE) ราคาหลักทรัพย์ (P) มูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) กำไรต่อหุ้น (EPS) อัตราส่วนหนี้สินรวมต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (LEV) และจำนวนคณะกรรมการ/ผู้บริหาร (Board) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่าง-0.186 ถึง 0.680 ซึ่งไม่เกิน ± 0.75 และค่า Tolerance มีค่าระหว่าง 0.24 ถึง 0.87 ซึ่งมีค่ามากกว่า 0.1 และค่า VIF (Variance Inflation Factor) มีค่าระหว่าง 1.16 ถึง 4.09 ซึ่งไม่เกิน 10 แสดงว่าไม่เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันสูง (Multicollinearity)

ตารางที่ 5 แสดงผลการทดสอบ Correlated Random Effects - Hausman Test

Hausman Test			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Probability
Cross-section random	12.91	9	0.1668

***, **, * แสดงนัยสำคัญที่ 1% 5% และ 10% ตามลำดับ

ตารางที่ 5 ผลการทดสอบแบบจำลองด้วยวิธี Correlated Random Effects – Hausman Test ทดสอบว่า ตัวแปรผลกระทบภายนอกที่ไม่สามารถสังเกตได้ (Unobserved Effect) มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอื่น ๆ หรือไม่ หากมีความสัมพันธ์ หรือมีความสัมพันธ์กับตัวแปรใดตัวแปรหนึ่งหรือมากกว่าในสมการ แบบจำลอง Fixed Effect Regression Model (FEM) จะมีความเหมาะสมกว่า ในทางตรงข้ามกัน หากตัวแปรดังกล่าวไม่มีความสัมพันธ์ต่อกันหรือไม่มีความเกี่ยวข้องสัมพันธ์กับตัวแปรใด ๆ ในทุกช่วงเวลา แบบจำลอง Random Effect Logistic Regression Model (REM) จะมีความเหมาะสมกว่า โดยมีสมมติฐาน ดังนี้

H_0 : Unobserved Effect ไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ (RE)

H_1 : Unobserved Effect มีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ (FE)

จากผลการทดสอบแบบจำลองด้วย Hausman Test ตามตารางที่ 4 พบว่า แบบจำลองสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) ยอมรับสมมติฐานหลัก ดังนั้น แบบจำลองอัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) ควรทำการประมาณค่าแบบจำลองในรูปแบบของ Random Effect Logistic Regression Model (REM) จึงมีความเหมาะสมมากที่สุด

ตารางที่ 6 ผลการประมาณค่าสมการถดถอยของแบบจำลอง ด้วยวิธี Random-effects logistic regression Model

Variable	Coefficients	Std. Error	Adds Ratio	Std. Error	Z	Prop.
ROE	-0.124	0.042	0.883	0.037	-2.97	0.003***
NPM	0.012	0.019	1.012	0.020	0.63	0.527
PBV	0.899	0.180	2.456	0.443	4.98	0.000***
PE	-0.013	0.011	0.987	0.011	-1.14	0.256
P	-0.144	0.034	0.866	0.029	-4.26	0.000***
BVPS	0.416	0.119	1.516	0.180	3.51	0.000***
EPS	0.962	0.775	2.618	2.030	1.24	0.215
LEV	-0.319	0.305	0.727	0.222	-1.04	0.296
Board	0.109	0.101	1.115	0.113	1.07	0.283
Constant	-2.041	1.546	0.130	0.201	-1.32	0.187

Log likelihood = -71.08 Wald chi2(9) = 30.15 Prob > chi2 = 0.0004***

Likelihood-ratio test of rho=0: chibar2(01) = 2.4e-05 Prob >= chibar2 = 0.498

หมายเหตุ: Unbalanced Panel Observation: 157 and Cross-section included: 65

***, **, * แสดงนัยสำคัญที่ 1% 5% และ 10% ตามลำดับ

จากตารางที่ 6 พบว่า แบบจำลอง Random-effects logistic regression มีความเหมาะสม ในการสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด 19 (Prob. = 0.0004) โดยในช่วงปี พ.ศ. 2563 ถึง พ.ศ. 2565 อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) มูลค่า

หุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) สามารถสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนได้ในทิศทางบวก ราคาหลักทรัพย์ (P) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สามารถสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนได้ในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% สามารถสร้างสมการสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทได้ ดังนี้

$$\text{Prop (สัญญาณสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัท)} = 1/1 + e^{-DY_{i,t}}$$

$$\text{โดย } DY_{i,t} = -2.041 - 0.124(ROE_{i,t}) + 0.899(PBV_{i,t}) - 0.144(P_{i,t}) + 0.416(BVPS_{i,t})$$

เมื่อพิจารณาค่าของ Adds Ratio พบว่า 1)เมื่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) เพิ่มขึ้น 1 เท่า สะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทน**มากกว่า**การไม่จ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนบริษัท 2.456 เท่า 2)เมื่อมูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) เพิ่มขึ้น 1 บาท สะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทน**มากกว่า**การไม่จ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนบริษัท 1.516 เท่า 3)เมื่อราคาหลักทรัพย์ (P) เพิ่มขึ้น 1 บาท สะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทน**น้อยกว่า**การไม่จ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนบริษัท 0.866 เท่า 4)เมื่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้น 1% สะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทน**น้อยกว่า**การไม่จ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนบริษัท 0.883 เท่า

อภิปรายผล

การวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงสถานการณ์โควิด 19 พบว่า อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) สามารถสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนได้ในทิศทางบวก ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของงานวิจัยของวิวัฒน์วงศ์ บุญหนู พบว่า อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) มีอิทธิพลเชิงลบต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) (วิวัฒน์วงศ์ บุญหนู, 2565) เนื่องจากรูปแบบการวิเคราะห์ที่แตกต่างกัน โดยผู้วิจัยใช้ การวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก แบบ Random Effect และใช้ตัวแปรตามเป็นตัวแปรเชิงคุณภาพ ประเภท Binary Logistic ซึ่งเป็นตัวแปรเชิงกลุ่มที่มีค่าได้เพียง 2 ค่า (Dichotomous Variable) ในขณะที่ วิวัฒน์วงศ์ บุญหนู ใช้การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ และข้อมูลเชิงปริมาณ (Quantitative Data) ซึ่งอาจเป็นสาเหตุทำให้อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) ส่งผลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทน (DY) ในทิศทางที่แตกต่างกัน มูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) สามารถสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนได้ในทิศทางบวก ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน แสดงให้เห็นว่าถ้ามูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) ซึ่งหมายถึงมูลค่าของกิจการเพิ่มขึ้น โอกาสที่บริษัทจะจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด 19 จะเพิ่มขึ้นด้วย เนื่องจากมูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น คำนวณได้จากส่วนของผู้ถือหุ้นหารด้วยจำนวนหุ้นที่ออกและเรียกชำระแล้วของบริษัท ถ้าบริษัทมีมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) เพิ่มขึ้น แสดงถึงบริษัทมีส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น บริษัทพึงพาแหล่งเงินทุนจากภายนอกน้อย (กู้ยืมเงินจากแหล่งเงินทุนอื่น ซึ่งมีต้นทุนคือ ดอกเบี้ย) ก็จะทำให้บริษัทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น (ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, 2566) ราคาหลักทรัพย์ (P) สามารถสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนได้ในทิศทางลบ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐานและสอดคล้องกับทฤษฎีต้นทุนการทำธุรกรรม (Transaction cost theory) ที่ว่า ผู้บริหารจะสร้างความน่าเชื่อถือของหุ้นผ่านการกำหนดอัตราเงินปันผลให้สูงขึ้นเพื่อชดเชยกับส่วนต่างราคาที่ได้น้อย ส่วนหุ้นที่มีสภาพคล่องสูง ผู้บริหารไม่มีความจำเป็นต้องจ่ายเงินปันผลสูงขึ้นเนื่องจากมีกำไรจากส่วนต่างราคาคู่ค้ำกับต้นทุนทางธุรกรรมอยู่แล้ว (Coase, R. H., 1937; Williamson, O.E., 1975) และทฤษฎีลูกนกในกำมือ (Bird in the hand Theory) ที่ว่า นโยบายเงินปันผลมีความสำคัญต่อกิจการ เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะทำให้มูลค่าของกิจการสูงขึ้น เพราะ

นักลงทุนจะเกิดความพอใจกับเงินปันผลที่ได้ในปัจจุบัน มากกว่าความไม่แน่นอนของผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหุ้นที่อาจสูงขึ้นหรือลดลงได้ในอนาคต (Brigham, E. & Houston, J., 2007) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สามารถสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนได้ในทิศทางลบ ซึ่งเป็นไปตามสมมติฐาน แต่ขัดแย้งกับงานวิจัยของกนกพร ห้าวเจริญ พบว่า อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 เนื่องจากตัวแปรตามที่แตกต่างกัน ทำให้อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) ส่งผลต่อตัวแปรตาม ในทิศทางที่แตกต่างกัน

สรุปและข้อเสนอแนะ

การวิเคราะห์ปัจจัยที่มีอิทธิพลสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงสถานการณ์โควิด 19 พบว่า การวิเคราะห์ที่ใช้แบบจำลอง Random-effects logistic regression มีความเหมาะสม ในการสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงสถานการณ์โควิด 19 โดยอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) มูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) สามารถสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนได้ในทิศทางบวก ราคาหลักทรัพย์ (P) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) สามารถสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนได้ในทิศทางลบ อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 1% นอกจากนั้น เมื่อพิจารณาค่าของ Adds Ratio พบว่า 1) เมื่ออัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) เพิ่มขึ้น 1 เท่า สะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทน**มากกว่า**การไม่จ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนบริษัท 2.456 เท่า 2) เมื่อมูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) เพิ่มขึ้น 1 บาท สะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทน**มากกว่า**การไม่จ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนบริษัท 1.516 เท่า 3) เมื่อราคาหลักทรัพย์ (P) เพิ่มขึ้น 1 บาท สะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทน**น้อยกว่า**การไม่จ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนบริษัท 0.866 เท่า 4) เมื่ออัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพิ่มขึ้น 1% สะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทน**น้อยกว่า**การไม่จ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนบริษัท 0.883 เท่า ข้อเสนอแนะในการนำไปใช้ประโยชน์ 1) นักลงทุน: จากผลการศึกษานักลงทุนควรให้ความสำคัญกับอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) มูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) ราคาหลักทรัพย์ (P) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) เพราะปัจจัยดังกล่าว สามารถสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทได้ เพราะเป้าหมายของการลงทุนในหลักทรัพย์ นอกจากผลตอบแทนจากการลงทุนในรูปของกำไรจากการขายหลักทรัพย์ (Capital Gain) ซึ่งเกิดจากส่วนต่างจากการซื้อและขายหลักทรัพย์แล้ว เงินปันผล (Dividend) ที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ จ่ายให้กับผู้ถือหุ้น ก็มีความสำคัญต่อนักลงทุน เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลจะทำให้ให้นักลงทุนจะเกิดความพอใจกับเงินปันผลที่ได้ในปัจจุบัน มากกว่าความไม่แน่นอนของผลตอบแทนจากส่วนต่างของราคาหุ้นที่อาจสูงขึ้นหรือลดลงได้ในอนาคต 2) หน่วยงานที่กำกับดูแล: ควรเฝ้าระวังและติดตามการเปลี่ยนแปลงของอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) มูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (BVPS) ราคาหลักทรัพย์ (P) และอัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อย่างใกล้ชิด เพราะปัจจัยดังกล่าว สามารถสะท้อนการจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทได้ เพื่อไม่ให้เกิดการขัดแย้งทางผลประโยชน์ (Conflict of Interest) ระหว่าง ผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น และเจ้าหน้าที่ของธุรกิจ ซึ่งจะส่งผลต่อการกำหนดนโยบายเงินปันผลของบริษัท เนื่องจากการประกาศจ่ายเงินปันผลของผู้บริหารอาจจะกระทบต่อความเชื่อมั่น และความน่าเชื่อถือของบริษัทอันจะส่งผลต่อภาพลักษณ์ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และงานวิจัยนี้เสนอว่า นักลงทุนระยะยาวควรให้ความสำคัญกับ อัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชี (PBV) และมูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้นเพราะเป็นปัจจัยที่สะท้อนการจ่ายเงินปันผลของบริษัท (BVPS) ข้อเสนอแนะเพื่อการวิจัยครั้งต่อไปในอนาคตอาจทำการศึกษาและเพิ่มตัวแปรอิสระที่เพิ่มการพยากรณ์ของแบบจำลองให้แม่นยำยิ่งขึ้น โดยนอกจาก

ตัวแปรที่ทำการศึกษาค้างนี้แล้ว การจ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนในปีที่ผ่านมา น่าจะเป็นตัวแปรที่กำหนด การจ่าย/ไม่จ่ายอัตราเงินปันผลตอบแทนในปีปัจจุบัน

เอกสารอ้างอิง

- กิตติศักดิ์ เคลือบหิรัญ. (2559). ปัจจัยที่มีผลกระทบต่อปริมาณหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน สารนิพนธ์วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- ชลิต ทองดี และภูมิฐาน รังคกุลณวัฒน์. (2562). การศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างความเสี่ยง สภาพคล่องและผลตอบแทน ของหลักทรัพย์ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน การประชุมนำเสนอผลงานวิจัย บัณฑิตศึกษาระดับชาติ ครั้งที่ 14 ปีการศึกษา 2562. มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- โชติรัตน์ พัวอุดมเจริญ. (2561). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน ในหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมค้าปลีก. ใน การประชุมนำเสนอผลงานวิจัยระดับบัณฑิตศึกษา ครั้งที่ 11 ปีการศึกษา 2561. มหาวิทยาลัยรังสิต.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566ก). ข้อมูลรายชื่อบริษัท/หลักทรัพย์. เรียกใช้เมื่อ 25 พฤษภาคม 2566 จาก <https://www.set.or.th/th/market/get-quote/stock/>
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2566ข). ข้อมูลหลักทรัพย์. เรียกใช้เมื่อ 20 กรกฎาคม 2566 จาก <https://www.setsmart.com/ssm/stockScreening;market=all;securityType=S;industrySector=>
- ทิฆัมพร รักธรรม และเสาวนีย์ สีชมวัฒน์. (2549). ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนการถือครองหุ้นของ คณะกรรมการกับผลการดำเนินงานของบริษัท. วารสารวิชาชีพบัญชี, 2(5), 4-11.
- ธกานต์ ชาตวงศ์. (2560). ทฤษฎีที่ใช้อธิบายงานวิจัยทางบัญชี:จากอดีตถึงอนาคต. วารสารวิชาการบริหารธุรกิจ สมาคมสถาบันอุดมศึกษาเอกชนแห่งประเทศไทย ในพระราชูปถัมภ์ สมเด็จพระเทพรัตนราชสุดาฯ สยามบรมราชกุมารี, 6(2), 203-212.
- ธีรพงษ์ กรรณิกา. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับราคาหุ้นและอัตราเงินปันผลตอบแทน ของกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน สารนิพนธ์วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต สาขาวิชาบัญชี. มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- นาริรัตน์ อัครธนาภ. (2558). สัดส่วนการถือหุ้นของผู้บริหารกับการจ่ายเงินปันผล. ใน สารนิพนธ์วิทยานิพนธ์มหาบัณฑิต สาขาวิชาบัญชี. มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- ปาลิตา นิยมณี. (2560). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มของประเทศไทย. ใน สารนิพนธ์ วิทยาศาสตรมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน. มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- พีรณัฐ ยาทิพย์. (2555). ปัจจัยการเลือกใช้ผลิตภัณฑ์เพื่อการลงทุนตามระดับความเสี่ยงของธนาคารพาณิชย์ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. นนทบุรี: วิทยาลัยราชพฤกษ์.
- มนตรี พิริยะกุล. (2556). Panel data analysis. วารสารรามคำแหง สาขาวิทยาสาสตรและเทคโนโลยี, 30(2), 41-54.
- วทันยา ผ่องประเสริฐ และภูมิฐาน รังคกุลณวัฒน์. (2562). ผลกระทบของการจ่ายเงินปันผลที่มีต่อราคาหลักทรัพย์ ในบริษัทจดทะเบียน. วารสารบริหารธุรกิจและการบัญชี มหาวิทยาลัยขอนแก่น, 3(3), 47-67.
- วิวัฒน์วงศ์ บุญหนู. (2565). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน. วารสารบริหารธุรกิจศรีนครินทรวิโรฒ, 13(1), 104-118.

- วีระยุทธ์ โพธิ์ชัย. (2558). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าหุ้นและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สารนิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการจัดการ, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- สมเกียรติ ไพโรจน์. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับมูลค่าหุ้นและอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สารนิพนธ์บัญชีมหาบัณฑิต สาขาวิชาบัญชี, มหาวิทยาลัยศรีปทุม.
- สวัสด์ชัย ศรีพนมธนากร. (2548). โมเดลการวิเคราะห์การถดถอยโลจิสติก. เรียกใช้เมื่อ 30 กรกฎาคม 2566 จาก <http://www.saruthipong.com/port/document/299-705/299-705-7.pdf>
- สาริยา นวลถวิล. (2562). อัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. ใน สารนิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาบริหารธุรกิจ. มหาวิทยาลัยเทคโนโลยีราชมงคลธัญบุรี.
- Afza, T., & Mirza, H. (2010). Ownership Structure and Cash Flows as Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *International Business Research*, 3(3), 210-221.
- Brigham, E. & Houston, J. (2007). *Fundamentals of Financial Management*. Thomson Southwestern: Cincinnati.
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
- Denis, J. L., et al. . (2001). The Dynamics of Collective Leadership and Strategic Change in Pluralistic Organizations. *Academy of Management Journal*, 4(4), 809-837.
- Diane K. Schooley & L. Dwayne Barney Jr., . (1994). Using Dividend Policy And Managerial Ownership To Reduce Agency Costs. *Journal of Financial Research*, Southern Finance Association; Southwestern Finance Association, 17(3), 363-373.
- Gillan, S. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, 1(2), 381-402.
- Hair, J. F., et al. (2010). *Multivariate Data Analysis* (7th ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Hu, A. & Kumar, P. (2004). Managerial Entrenchment and Payout Policy. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4), 759-790.
- James G, et al. (2017). *An Introduction to Statistical Learning: With Applications in R* (7th Ed.). New York: Springer.
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*, 8(7), 355-374.
- Williamson, O.E. (1975). The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach. *American Journal of Sociology*, 87(3), 548-577.