

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและนโยบายเงินปันผลของ  
บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy  
of Listed Companies on The Stock Exchange of Thailand

<sup>1</sup>จรินทร์ นามขาน (Jarinthon Namkhan)

<sup>2</sup>ภูษณิศาส์ สงเจริญ (Pusanisa Songjaream)

มหาวิทยาลัยกรุงเทพธนบุรี (Bangkokthonburi University)

Email: <sup>1</sup>jarinthon.nam@bkkthon.ac.th, <sup>2</sup>pusanisa.son@bkkthon.ac.th

Received December 4, 2020; Revised January 15, 2021; Accepted April 20, 2021

## Abstract

This research aimed to study the relationship between shareholding structure and dividend policy of listed companies on the Stock Exchange of Thailand. It was a quantitative research, the sample group used in this study was all companies listed on the Stock Exchange of Thailand Index, SET 50, except for financial institutions, namely commercial banks finance and securities group and insurance companies and life insurance companies. The sample used must be complete and continuous the study period is from 2017 to 2019, totaling 3 years, 99 samples the tools used for the collection are information on shareholder structure, namely the top 5 major shareholder ratios and the company's dividend policy which data is collected from the annual report and the annual report of each company collection of information on the website of the securities and exchange commission and research documents related to shareholder structure and dividend payment policy of listed companies on the Stock Exchange of Thailand. The data were analyzed by descriptive statistics analysis and inferential statistics analysis. The research results were found as follows: 1) Shareholder structure had a negative correlation with dividend payment policy; 2) Equity yield was positively correlated with dividend policy; and 3) Debt to equity ratio had a negative correlation with dividend policy.

**Keywords:** shareholding structure; dividend yield; The Stock Exchange of Thailand

## บทคัดย่อ

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีเซท 50 ทุกกลุ่ม ยกเว้นกลุ่มสถาบันการเงิน อันได้แก่ กลุ่มธนาคารพาณิชย์ กลุ่มบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ และกลุ่มบริษัทประกันภัยและประกันชีวิต ทั้งนี้กลุ่มตัวอย่างที่ใช้จำเป็นจะต้องมีข้อมูลครบถ้วนและต่อเนื่อง โดยนับจากช่วงเวลาที่ใช้ในการศึกษา คือ ปี พ.ศ. 2560 ถึง ปี พ.ศ. 2562 รวมจำนวน 3 ปี จำนวน 99 ตัวอย่าง เครื่องมือที่ใช้ในการเก็บรวบรวมเป็นข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น คือ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ซึ่งมีการเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี และแบบแสดงรายการประจำปีของแต่ละบริษัท การเก็บรวบรวมข้อมูลเว็บไซต์ ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับเรื่องโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำการวิเคราะห์ข้อมูลโดยการวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนาและการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน ผลการวิจัยพบว่า 1) โครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล 2) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล และ 3) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล

**คำสำคัญ:** โครงสร้างการถือหุ้น; อัตราเงินปันผลตอบแทน; ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## บทนำ

ตลาดหุ้น หรือตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย คือ ตลาดซึ่งเป็นแหล่งรวมของบริษัทหลาย ๆ บริษัทที่เข้ามาทำการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เพื่อให้ผู้ที่มีเงินเหลือเก็บซึ่งก็คือนักลงทุนเข้ามาร่วมลงทุน และนักลงทุนเหล่านั้นก็จะเป็นหนึ่งในผู้ร่วมถือหุ้นของบริษัทหรือร่วมเป็นเจ้าของในบริษัทนั้น ๆ การลงทุนในตลาดหุ้นจึงเป็นทางเลือกเพื่อการออมเงินในระยะยาว ที่ผู้ออมสามารถหลีกเลี่ยงหรือป้องกันการขาดทุนที่เกิดจากระดับอัตราเงินเฟ้อได้ ตลาดหลักทรัพย์ จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พ.ศ. 2517 มีวัตถุประสงค์เพื่อจัดให้มีแหล่งกลางสำหรับการซื้อขายหลักทรัพย์ เพื่อส่งเสริมการออมทรัพย์และเพื่อการระดมเงินทุนในประเทศ โดยเปิดให้มีการซื้อขายขึ้นอย่างเป็นทางการ ณ วันที่ 30 เมษายน พ.ศ. 2518 ใช้ชื่อภาษาอังกฤษในขณะนั้น “Securities Exchange of Thailand” และมีการเปลี่ยนชื่อภาษาอังกฤษใหม่เป็น “The Stock Exchange of Thailand (SET)” ณ วันที่ 1 มกราคม พ.ศ. 2534 เป็นต้นมา (The Stock Exchange of Thailand, 2019)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ทำหน้าที่เป็นศูนย์กลางการซื้อขายหลักทรัพย์ และสนับสนุนการระดมเงินทุนระยะยาวของธุรกิจนั้น สามารถจำแนกออกได้ตามขนาดของธุรกิจที่ต้องการจะระดมทุน หรือบริษัทจดทะเบียน โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทำหน้าที่สนับสนุนการระดมทุนในตลาดทุนของธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ กิจการสาธารณูปโภค และรัฐวิสาหกิจที่มีการแปรรูป ซึ่งมีทุนชำระแล้วตั้งแต่ 200 ล้านบาทขึ้นไป รวมทั้งเป็นศูนย์กลางการซื้อขายเปลี่ยนมือหลักทรัพย์ของบริษัทดังกล่าว ในขณะที่ตลาดหลักทรัพย์ใหม่ซึ่งจัดตั้งขึ้นเมื่อปี พ.ศ. 2528 ทำหน้าที่สนับสนุนการระดมทุนในตลาดทุนของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมที่มีศักยภาพ หรือธุรกิจขนาดเล็กที่มีทุนชำระแล้วต่ำกว่า 200 ล้านบาท และเป็นศูนย์กลางการซื้อขายเปลี่ยนมือหลักทรัพย์ของธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม

ดังกล่าว โดยเริ่มเปิดการซื้อขายหลักทรัพย์ ณ วันที่ 17 กันยายน พ.ศ. 2544 (The Stock Exchange of Thailand, 2019)

โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ส่วนใหญ่มักเป็นบริษัทที่มีพื้นฐานมาจากบริษัทครอบครัว จึงทำให้การถือหุ้นและอำนาจการบริหารในบริษัทกระจุกตัวในสมาชิกของครอบครัว (Big inside shareholder) และการตัดสินใจเลือกลงทุนของผู้ลงทุนภายนอก มักเกิดจากความเชื่อมั่นในกลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่ การกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นใหญ่ในลักษณะดังกล่าวมีข้อดีในด้านความคล่องตัวในการดำเนินงาน และผู้ถือหุ้นรายใหญ่มักจะมีคามผูกพันกับบริษัท และมีแนวโน้มจะคำนึงถึงประโยชน์และความอยู่รอดของบริษัทในระยะยาว อย่างไรก็ตามก็ดีโครงสร้างดังกล่าวก็เอื้อให้ผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถดำเนินการในลักษณะเอาเปรียบผู้ลงทุนภายนอกได้ โดยคำนึงถึงผลประโยชน์ของกลุ่มตัวเองมากกว่าผู้ลงทุนภายนอก นอกจากนี้โครงสร้างการถือหุ้นระหว่างบริษัทกับบริษัทจำนวนมากยังมีลักษณะการถือหุ้นไขว้กัน หรือการถือหุ้นผ่านตัวแทนของตนเอง (Nominee) ทำให้ผู้ลงทุนภายนอกไม่ทราบโครงสร้างการถือหุ้นและอำนาจควบคุมของบริษัท ในขณะที่ผู้ลงทุนภายนอก (Outside investor) ซึ่งได้แก่ เจ้าหนี้ ผู้ลงทุนประเภทสถาบัน และผู้ลงทุนรายย่อย ส่วนมากมักเป็น Passive investor จึงไม่สามารถรวมตัวกันเพื่อคานอำนาจผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ประกอบกับที่ผ่านมาผู้ลงทุนเหล่านี้มักจะเน้นการลงทุนในระยะสั้น จึงไม่ได้ให้ความสำคัญกับปัจจัยพื้นฐาน และการติดตามการดำเนินงานของบริษัทเท่าที่ควรเมื่อพบการกระทำมิชอบของบริษัท ผู้ลงทุนเหล่านี้ก็มักเลือกขายหุ้นเพื่อตัดขาดทุนมากกว่าดำเนินการฟ้องร้องค่าเสียหายกับบริษัทหรือผู้บริหาร ดังนั้น การที่ตลาดหลักทรัพย์กำหนดให้การดำเนินการในบางเรื่องที่สำคัญ คณะกรรมการบริษัทต้องขอมติที่ประชุมผู้ถือหุ้นนั้น จึงไม่ค่อยได้ผลนัก เพราะในทางปฏิบัติผู้ถือหุ้นรายย่อยมักไม่เข้าร่วมประชุม (Pranchalee Sompoppokaset, 2016)

โครงสร้างและกระบวนการภายในที่ใช้ในการประเมินผลงาน ของกรรมการและฝ่ายบริหาร จึงเป็นเสมือนกลไกในการบรรเทาความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ (Conflict of interest) ของฝ่ายบริหารและผู้ถือหุ้น ทฤษฎีตัวแทน (Agency theory) มีแนวคิดที่ว่าฝ่ายบริหารเปรียบเสมือนเป็นตัวแทน (Agents) ของผู้ถือหุ้น และผู้ถือหุ้นก็เปรียบเสมือนตัวการ (Principial) ทั้งสองฝ่ายนี้มักมีความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ (Conflict of interest) ผู้ถือหุ้นเป็นผู้เลือกคณะกรรมการ เพื่อทำหน้าที่ในการคัดเลือกฝ่ายบริหารเป็นตัวแทนในการบริหารงาน ผู้ถือหุ้นได้กำหนดค่าจ้างให้แก่กรรมการและฝ่ายบริหารเป็นค่าตอบแทนในการบริหารงาน ผลงานของกรรมการและฝ่ายบริหารสามารถพิจารณาจากข้อมูลในรายงานการเงินของบริษัทเป็นหลัก ดังนั้น จึงต้องมีกลไกในการควบคุมการจัดทำข้อมูลในรายงานการเงิน เพื่อให้รายงานผลการดำเนินงาน และผลการปฏิบัติงานของตัวแทนได้อย่างถูกต้อง (San Martín Reyna, 2017) เพื่อสร้างมูลค่าต่อผู้ถือหุ้นในระยะยาว การจ่ายเงินปันผลนับเป็นส่วนหนึ่งที่ได้รับผลกระทบจากโครงสร้างการถือครองหุ้นของผู้ถือหุ้น เนื่องจากเมื่อผู้ถือหุ้นรายใหญ่ถือครองหุ้นจำนวนมากส่งผลให้มีอำนาจในการควบคุมกิจการแล้ว ย่อมสามารถกำหนดนโยบายเพื่อให้เกิดผลประโยชน์ส่วนตนมากกว่าผลประโยชน์ของผู้มีส่วนได้เสียอื่น เช่น เจ้าหนี้ หรือผู้ถือหุ้น Yupana Wiwattanakantang (2001) พบว่า โครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทส่วนใหญ่กว่าร้อยละ 82.59 มีลักษณะกระจุกตัว ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจในการควบคุมการบริหารงาน และส่วนใหญ่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่เหล่านี้มักมีความสัมพันธ์ในลักษณะเป็นครอบครัว นอกจากนี้ยังพบอีกว่าร้อยละ 70 ของบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ที่มีอำนาจควบคุมนโยบายการดำเนินงานของบริษัท ไม่ได้มีเพียงอำนาจในการควบคุมการออกเสียงเท่านั้น แต่ยังมีข้องเกี่ยวกับการบริหารงานของบริษัท เช่น ประธานบริษัท กรรมการผู้จัดการ หรือพนักงาน กล่าวได้ว่าประเทศไทย นับเป็นประเทศหนึ่งที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ ส่วนใหญ่นั้นมีสัดส่วนระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และผู้ถือหุ้นรายย่อยแตกต่างกันมาก เป็นที่น่าตั้งข้อสงสัยเกี่ยวกับ นโยบายการจ่ายเงินปันผล

ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย อาจได้รับผลกระทบมาจากสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นก็เป็นได้

จากความสำคัญของปัญหาดังกล่าวข้างต้นทำให้ผู้วิจัยเกิดความสงสัยว่า โครงสร้างการถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์หรือไม่ ทั้งนี้ ผู้วิจัยเชื่อว่าหากโครงสร้างการถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลแล้วนั้นจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้อง ทั้งบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นักลงทุนทั้งภายในและภายนอก สามารถใช้ข้อมูลเพื่อประโยชน์ในการตัดสินใจเลือกลงทุนได้ดียิ่งขึ้น

## วัตถุประสงค์การวิจัย

เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและนโยบายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## ขอบเขตการวิจัย

### ขอบเขตด้านเนื้อหา

ตัวแปรอิสระ (Independent Variable) คือ โครงสร้างผู้ถือหุ้น วัดค่าจากสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับ

ตัวแปรควบคุม (Control Variable) คือ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น วัดค่าจาก กำไร(ขาดทุน)ก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้ \*100/รวมส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ วัดค่าจาก กำไร(ขาดทุน)ก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้ \*100/รวมสินทรัพย์เฉลี่ย และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นวัดค่าจากหนี้สินรวม/ส่วนของผู้ถือหุ้น

ตัวแปรตาม (Dependent Variable) คือ นโยบายเงินปันผล วัดค่าจาก อัตราเงินปันผลต่อส่วน

### ขอบเขตด้านประชากรและกลุ่มตัวอย่าง

ประชากร คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีเซท 50 ช่วงปี พ.ศ. 2560 – 2562 รวมจำนวน 150 บริษัท กลุ่มตัวอย่าง คือ บริษัทที่มีข้อมูลครบถ้วน ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2560 – 2562 รวมจำนวน 99 ตัวอย่าง

## ทบทวนวรรณกรรม

ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและนโยบายเงินปันผลนี้ Jensen and Meckling (1976) ได้อธิบายไว้ว่าการมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่สามารถลดความขัดแย้งขององค์กรได้ และสามารถควบคุมการทำงานของผู้บริหาร ดังนั้นผู้ถือหุ้นรายใหญ่จึงเป็นแรงจูงใจที่ดีในการเพิ่มมูลค่าของบริษัท นโยบายการจ่ายเงินปันผลจึงมีส่วนสำคัญในการลดความขัดแย้งที่อาจเกิดขึ้น ระหว่างผู้ถือหุ้นรายใหญ่และผู้ถือหุ้นรายย่อย (Warrad et al., 2012) เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลสามารถลดผลประโยชน์ที่ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะได้รับต่อไปในอนาคต ซึ่ง López and Crisóstomo (2014) พบว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในประเทศบราซิล งานวิจัยนี้ชี้ให้เห็นว่าการจ่ายเงินปันผลส่งผลให้ผลการดำเนินงานของบริษัทสูงขึ้น เช่นเดียวกับ Fama and French (2001) ที่ศึกษาเกี่ยวกับบริษัทที่จดทะเบียนในประเทศอเมริกา พบว่าบริษัทที่มีขนาดของกิจการที่ใหญ่ จะมีการจ่ายเงินปันผล

ที่สูงมากกว่าบริษัทที่มีกิจการขนาดเล็ก เพราะบริษัทขนาดใหญ่มีต้นทุนการระดมทุนที่ต่ำกว่า รวมถึงสามารถเข้าถึงแหล่งเงินทุนได้มากกว่าบริษัทขนาดเล็ก ในขณะที่ Lee and Yan (2003) ศึกษาเรื่องการให้ทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันจากตลาดหลักทรัพย์ในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า การเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผลส่วนใหญ่ไม่ได้เกิดจากการคาดการณ์ถึงกำไรในอนาคต แต่เกิดจากสถานการณ์ในปัจจุบันและผลกำไรในอดีต ซึ่งทำให้สามารถแบ่งกรณีการจ่ายเงินปันผลออกเป็น 1) การจ่ายเงินปันผลจากผลประกอบการในอดีต และ 2) การจ่ายเงินปันผลโดยคาดการณ์จากผลกำไรที่จะเกิดขึ้นในอนาคต และการตอบสนองของตลาดจะเกิดขึ้นอย่างมีนัยสำคัญก็ต่อเมื่อเป็นการจ่ายเงินปันผลโดยการคาดการณ์ผลกำไรในอนาคตเท่านั้น

Kouki and Guizani (2009) ได้ศึกษาเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงปี ค.ศ. 1995 – 2001 พบว่า บริษัทที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นสูง การจ่ายเงินปันผลสูงเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ทั้งนี้ ยังมีการศึกษาต่อแยกตามประเภทการถือหุ้น พบว่า ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นนักลงทุนสถาบันกับการจ่ายเงินปันผลเป็นความสัมพันธ์ทางลบ แต่ความสัมพันธ์ระหว่างสัดส่วนผู้ถือหุ้นที่เป็นรัฐบาลกับการจ่ายเงินปันผลเป็นความสัมพันธ์ทางบวก นอกจากนี้ Dasilas and Leventis (2011) ได้ศึกษาเรื่องการตอบสนองของตลาดหลักทรัพย์อันเนื่องมาจากการประกาศจ่ายเงินปันผล ใน Athens Stock Exchange (ASE) ประเทศกรีซ พบว่าการจ่ายเงินปันผลมีผลกระทบต่อทั้งราคาตลาดหลักทรัพย์และปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ ซึ่งแตกต่างจากการศึกษาเรื่องเดียวกันในตลาดหลักทรัพย์ของประเทศที่พัฒนาแล้ว อย่างประเทศสหรัฐอเมริกา หรือประเทศอังกฤษ ผลการศึกษาที่แตกต่างกันนี้อาจเนื่องมาจากบริษัทจดทะเบียนในประเทศกรีซ ส่วนใหญ่มักจะจ่ายเงินปันผลปีละครั้ง และมีจำนวนเงินปันผลจ่ายเป็นสัดส่วนที่ต่ำเมื่อเปรียบเทียบกับกำไรสุทธิ ซึ่งผลการศึกษาสนับสนุนแนวคิดการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งสัญญาณทางธุรกิจ Michaely et al. (1995) ได้ศึกษาเรื่องโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทตลาดหลักทรัพย์ในมาเลเซีย พบว่าสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ มีผลเชิงบวกต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล บริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลที่สูงขึ้นตามสัดส่วนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ San Martín Reyna (2017) ได้ศึกษาเรื่องโครงสร้างการถือหุ้นและนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในประเทศเม็กซิโก พบว่าการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลเป็นองค์ประกอบสำคัญในการกำหนดนโยบายของบริษัท เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลส่งผลให้มูลค่าของบริษัทเพิ่มขึ้น งานวิจัยนี้ยังพบว่าโครงสร้างของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับนโยบายเงินปันผล แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีการกระจุกตัวสูงส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลน้อยลงเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม

อย่างไรก็ดี ในการศึกษาของนักวิจัยโดย Al-Nawaiseh (2013) กับบริษัทตลาดหลักทรัพย์ในจอร์แดน Vinh (2014) กับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศเวียดนาม และ Chai (2010) กับบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ประเทศเกาหลี พบว่า โครงสร้างการถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยการค้นพบเชิงประจักษ์เป็นที่ชัดเจนว่าโครงสร้างของผู้ถือหุ้นมีอิทธิพลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท อย่างไรก็ตาม อาจแตกต่างกันเนื่องจากลักษณะสัดส่วนของผู้ถือหุ้นใหญ่ และกลุ่มธุรกิจที่แตกต่างกันและปัจจัยภายในของธุรกิจ โดยเฉพาะความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างของผู้ถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในประเทศเวียดนาม พบว่า 1) ผลกระทบโครงสร้างของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผลในเวียดนาม และ (2) โครงสร้างของผู้ถือหุ้นมีผลต่อการตัดสินใจของบริษัทเกี่ยวกับจำนวนเงินที่จ่ายเงินปันผลหรือไม่ ในตอนท้ายนี้ยังเพิ่มการทดสอบผลกระทบของโครงสร้างของผู้ถือหุ้น ได้แก่ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นใหญ่ สัดส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย และประเภทของกลุ่มธุรกิจที่แตกต่างกัน ส่งผลให้นโยบายเงินปันผลแต่ละบริษัทแตกต่างกันตามลำดับ

## วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ โดยการใช้สถิติเชิงพรรณนาและการใช้สถิติเชิงอนุมาน ดังนี้

1) ประชากรที่ใช้ในการวิจัย คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีเซท 50 ในช่วงปี พ.ศ. 2560 – 2562 จำนวน 150 บริษัท กลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยนี้ คือ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีเซท 50 ในช่วงปี พ.ศ. 2560 – 2562 จำนวน 99 ตัวอย่าง ซึ่งไม่รวมบริษัทที่จดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน และบริษัทที่มีคุณสมบัติไม่ครบ จำนวน 51 ตัวอย่าง

2) ข้อมูลที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ได้จากการรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับโครงสร้างผู้ถือหุ้น คือ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนีเซท 50 ในช่วงปี พ.ศ. 2560 – 2562 ที่มีการเงินในช่วงปี พ.ศ. 2560 – 2562 รวมจำนวน 3 ปี ซึ่งมีการเก็บรวบรวมข้อมูลจากรายงานประจำปี และแบบแสดงรายการประจำปีของแต่ละบริษัท การเก็บรวบรวมข้อมูลเว็บไซต์ของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และเอกสารงานวิจัยที่เกี่ยวข้องกับเรื่องโครงสร้างผู้ถือหุ้น และนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

3) งานวิจัยนี้ใช้การวิเคราะห์ข้อมูลแบ่งออกเป็น 2 ส่วน คือ ส่วนแรก การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนาเพื่อศึกษาข้อมูลเบื้องต้นของกลุ่มตัวอย่าง และส่วนที่ 2 การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ (Multiple Regression Analysis) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05 โดยที่ตัวแปรและการวัดค่าตัวแปรที่ใช้ในการวิจัย มีรายละเอียดดังนี้

- ตัวแปรอิสระ ได้แก่ โครงสร้างผู้ถือหุ้นซึ่งวัดค่าจากสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก
- ตัวแปรตาม คือ นโยบายการจ่ายเงินปันผลวัดค่าจากอัตราเงินปันผลตอบแทนของบริษัท ณ วันสิ้นปี
- ตัวแปรควบคุม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น วัดค่าจาก กำไร(ขาดทุน)ก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้ \*100/รวมส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ วัดค่าจาก กำไร(ขาดทุน)ก่อนต้นทุนทางการเงินและภาษีเงินได้ \*100/รวมสินทรัพย์เฉลี่ย และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นวัดค่าจากหนี้สินรวม/ส่วนของผู้ถือหุ้น

งานวิจัยได้กำหนดสมมติฐานไว้ ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 โครงสร้างการถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 2 อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 3 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

สมมติฐานที่ 4 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

ตัวแบบที่ใช้ในการวิจัย

$$YD_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{INDFIVEM}_{it} + \beta_2 \text{INDROE}_{it} + \beta_3 \text{INDROA}_{it} + \beta_4 \text{INDDE}_{it} + \epsilon$$

โดยที่  $YD_{it}$  คือ นโยบายการจ่ายเงินปันผล (อัตราเงินปันผลต่อหุ้น)  $\text{INDFIVEM}_{it}$  คือ โครงสร้างการถือหุ้น คือ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก  $\text{INDROE}$  คือ อัตราผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น  $\text{INDROA}_{it}$  คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์  $\text{INDDE}_{it}$  คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น  $\epsilon$  คือ ค่าความคาดเคลื่อน

นอกจากนี้ การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาได้ทำการตรวจสอบปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันเอง (Multicollinearity) โดยพิจารณาจากค่า Variance Inflation Factor (VIF) ซึ่งใช้วัดระดับความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร พบว่า ค่า VIF ของตัวแปรทุกตัวอยู่ในระดับปกติ และมีค่า VIF ต่ำกว่า 10 หรือพิจารณาจากค่า Tolerance ของตัวแปรอิสระ โดยถ้าค่า Tolerance มีค่าเข้าใกล้ 1 แสดงว่าตัวแปรอิสระไม่มีความสัมพันธ์ระหว่างกัน ไม่เกิดปัญหา Multicollinearity ดังนั้น จึงไม่จำเป็นต้องตัดตัวแปรทิ้งและสามารถดำเนินการวิจัยเพื่อทดสอบสมมติฐานได้เช่นเดิม

## ผลการวิจัย

1. ผลการวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา

ตารางที่ 1 สถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

ตัวแปร	ค่าเฉลี่ยเลขคณิต	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด
1. YD	2.744	2.041	0.420	8.150
2. INDFIVEM	0.636	0.167	0.310	1.230
3. INDROE	16.955	10.131	3.830	55.050
4. INDROA	10.329	4.815	3.030	23.250
5. INDDE	1.456	0.974	0.230	4.050

ผลการวิจัยตามตารางที่ 1 การวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย การวิเคราะห์ข้อมูลด้วยสถิติเชิงพรรณนา พบว่า นโยบายเงินปันผล คือ อัตราเงินปันผลต่อหุ้น มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 2.744 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน มีค่าเท่ากับ 2.041 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.420 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 8.150 โครงสร้างการถือหุ้น คือ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 0.636 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าเท่ากับ 0.167 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.310 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 1.230 อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 16.955 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าเท่ากับ 10.131 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 3.830 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 55.050 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 10.329 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าเท่ากับ 4.815 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 3.030 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 23.250 และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.456 ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานมีค่าเท่ากับ 0.974 ค่าต่ำสุดอยู่ที่ 0.230 ค่าสูงสุดอยู่ที่ 4.050

2 ผลการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ ((Multiple Regression Analysis)

ตารางที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและนโยบายเงินปันผล

ตัวแปร	$\beta$	p-value	ความสัมพันธ์
1. Constant	5.229	0.000	
2. INDFIVEM	-2.754	0.003*	มี
3. INDROE	0.112	0.005*	มี
4. INDROA	-1.44	0.112	ไม่มี
5. INDDE	-0.785	0.004*	มี

\* นัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05

$R = 0.381$ , Adjusted  $R = 0.109$

$F\text{-value} = 3.990$ ,  $P\text{-value} = 0.005$

จำนวนตัวอย่าง = 99 ตัวอย่าง (33 บริษัท)

ตามตารางที่ 2 การวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เป็นการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุ มีดังนี้

- 1) โครงสร้างการถือหุ้น คือ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ความสัมพันธ์ดังกล่าวอยู่ในทิศทางตรงกันข้าม(เชิงลบ)
- 2) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ความสัมพันธ์ดังกล่าวอยู่ในทิศทางเดียวกัน(เชิงบวก)
- 3) อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ไม่มีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
- 4) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ความสัมพันธ์ดังกล่าวอยู่ในทิศทางตรงกันข้าม(เชิงลบ)

## อภิปรายผล

การวิจัย เรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ ดังนี้

สมมติฐานที่ 1 โครงสร้างการถือหุ้น คือ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่า โครงสร้างการถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท แต่ผลวิจัยนี้พบว่า ความสัมพันธ์ดังกล่าวอยู่ในทิศทางตรงกันข้าม(เชิงลบ) ซึ่งหมายความว่าหากบริษัทมีโครงสร้างการถือหุ้นรูปแบบการกระจุกตัวที่สูงจะส่งผลให้นโยบายเงินปันผล คือ อัตราเงินปันผลตอบแทนลดลง ในขณะที่เดียวกันถ้าบริษัทมีโครงสร้างการถือหุ้นในรูปแบบการกระจุกตัวต่ำ จะทำให้นโยบายเงินปันผล คือ อัตราเงินปันผลตอบแทนเพิ่มขึ้น ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่าบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดัชนีเซท 50 เป็นบริษัทที่มีขนาดใหญ่ 50 อันดับแรกในตลาดหลักทรัพย์ บริษัทปฏิบัติตามแนวทางการกำกับดูแลกิจการที่ดี ผู้บริหารมีอำนาจการถ่วงดุลที่



เหมาะสม อาจส่งผลให้ลดปัญหาตัวแทนเกิดขึ้น จึงไม่ต้องใช้การจ่ายเงินปันผลมาควบคุมการบริหารงาน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Gugler and Yurtoglu (2003) พบว่าผู้ถือหุ้นรายใหญ่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล ผู้ถือหุ้นรายใหญ่จะดึงเอาผลประโยชน์หรือกำไรของกิจการมาเป็นของตนเองมากกว่าที่จะแบ่งผลประโยชน์นั้นให้กับผู้ถือหุ้นส่วนน้อย สอดคล้องกับงานวิจัยของ Jensen and Meckling (1976) พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศอเมริกา โครงสร้างของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนที่สูงมีการจ่ายเงินปันผลน้อยลง สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kowalewski et al. (2007) พบว่า บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ประเทศโปแลนด์ บริษัทที่มีผู้ถือหุ้นรายใหญ่กระจุกตัวสูงส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผลน้อยลง และสอดคล้องกับงานวิจัยของ San Martín Reyna (2017) พบว่าโครงสร้างของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับนโยบายเงินปันผล แสดงให้เห็นว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีการกระจุกตัวสูงส่งผลให้การจ่ายเงินปันผลน้อยลงเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม

สมมติฐานที่ 2 อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น มีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัท แต่ผลวิจัยนี้พบว่า ความสัมพันธ์ดังกล่าวอยู่ในทิศทางเดียวกัน (เชิงบวก) หมายความว่ากรณีที่บริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงจะมีการจ่ายเงินปันผลที่สูงเป็นไปในทิศทางเดียวกัน ทั้งนี้ อาจเป็นไปได้ว่าการที่บริษัทดำเนินงานแล้วประสบความสำเร็จส่งผลให้กิจการมีกำไรสุทธิที่สูง จึงมีความสามารถในการจ่ายเงินปันผลได้สูง ส่งผลให้อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นจะได้รับสูงขึ้นเป็นไปในทิศทางเดียวกัน สอดคล้องกับงานวิจัยของ Jensen and Meckling (1976) พบว่าอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลในบริษัทจดทะเบียนประเทศสหรัฐอเมริกา

สมมติฐานที่ 3 อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% ขัดแย้งกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่า อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัท ขัดแย้งกับงานวิจัยของ Jensen and Meckling (1976) พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผลในบริษัทจดทะเบียนประเทศสหรัฐอเมริกา ทั้งนี้ อาจเป็นไปได้ว่า ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา ประเทศไทยเผชิญกับสภาวะเศรษฐกิจค่อนข้างตกต่ำผู้บริหารจึงเลือกที่จะเก็บสินทรัพย์ไว้กับกิจการ โดยเฉพาะสินทรัพย์หมุนเวียนประเภทเงินสด เพื่อนำไปขยายการลงทุนที่จะเกิดขึ้นในอนาคต การเลือกที่จะเก็บเงินสดไว้ในกิจการถือเป็นการบริหารความเสี่ยงอย่างหนึ่ง และส่งผลให้บริษัทมีสภาพคล่องสูง แม้กระทั่งกำไรที่เกิดขึ้นจากการดำเนินงานก็ตามผู้บริหารก็เลือกที่จะเก็บไว้มากกว่าที่จะนำกำไรมาจ่ายเงินปันผล ผลการวิจัยนี้ พบว่าอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงลบ กับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งสังเกตได้จากค่าเบต้าเป็นลบ ( $\beta = -1.44$ ) จึงมีข้อสันนิษฐานเพิ่มขึ้น คือ อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล ถ้าบริษัทมีอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์สูง มีอิทธิพลทำให้การจ่ายเงินปันผลต่ำ ในมุมมองของบริษัทหากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์เพิ่มขึ้น มีอิทธิพลทำให้การจ่ายเงินปันผลลดลง ซึ่งสอดคล้องกับแนวคิดของ Supachet Chansam and Thanyakorn Chansam (2016) ที่กล่าวว่าปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร ซึ่งวัดโดยอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์มีอิทธิพลเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผล

สมมติฐานที่ 4 อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ณ ระดับความเชื่อมั่นที่ 95% สอดคล้องกับสมมติฐานที่ตั้งไว้ว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัท แต่ผลวิจัยนี้พบว่า ความสัมพันธ์

ดังกล่าวอยู่ในทิศทางตรงกันข้าม(เชิงลบ) หมายความว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงจะมีการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำเป็นไปในทิศทางตรงกันข้าม ทั้งนี้ อาจเป็นไปได้ว่ากำไรสุทธิก่อนจะนำมาจ่ายเงินปันผลตอบแทนตามนโยบายการจ่ายเงินปันผลนั้น จะต้องจ่ายชำระหนี้สินของบริษัทก่อน หนี้สินของบริษัทที่สูงเมื่อนำกำไรของบริษัทไปจ่ายชำระหนี้สินส่งผลให้กำไรลดลง จึงต้องจ่ายเงินปันผลตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นน้อยลงตามลำดับ สอดคล้องกับงานวิจัยของ Kowalewski et al. (2007) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในประเทศโปแลนด์

## สรุปผล

การวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาหาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างผู้ถือหุ้นและการจ่ายเงินปันผลโดยโครงสร้างผู้ถือหุ้นจะถูกวัดจากสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก และนโยบายการจ่ายเงินปันผลจะถูกวัดจากอัตราเงินปันผลตอบแทน กลุ่ม ดัชนีเซท 50 ผลการวิจัย พบว่าโครงสร้างผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยสัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก มีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราเงินปันผลตอบแทนกล่าวได้ว่า บริษัทที่มีการกระจุกตัวของผู้ถือหุ้นมากจะมีการจ่ายเงินปันผลที่น้อย อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์เชิงลบกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล ทั้งนี้ไม่พบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์และนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## ข้อเสนอแนะ

### ข้อเสนอแนะจากการวิจัย

1) โครงสร้างการถือหุ้น คือ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรกมีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น บริษัทจดทะเบียนสามารถนำไปเป็นแนวทางในการจัดตั้งโครงสร้างการถือหุ้นให้เหมาะสมเพื่อให้มีการจ่ายเงินปันผลที่เหมาะสมได้ดียิ่งขึ้น เป็นข้อมูลให้บริษัทจดทะเบียนสามารถนำข้อมูลโครงสร้างผู้ถือหุ้นไปกำหนดเป็นแนวทางการปฏิบัติที่ดีในการจัดตั้งบริษัทจดทะเบียนให้เหมาะสมมากยิ่งขึ้น

2) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น ผู้ถือหุ้นหรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถนำข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นข้อมูลในการพิจารณาตัดสินใจที่จะเลือกลงทุนได้ดียิ่งขึ้น

3) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น ผู้ถือหุ้นหรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องรวมทั้งผู้มีส่วนได้เสีย สามารถนำข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นข้อมูลในการพิจารณาตัดสินใจที่จะเลือกลงทุน และ ประกอบการพิจารณาเรื่องการให้สินเชื่อต่าง ๆ ได้ดียิ่งขึ้น

### ข้อเสนอแนะการวิจัยครั้งต่อไป

การวิจัยในครั้งต่อไปควรมีการทดสอบตัวแปรอิสระและตัวแปรตามเพิ่ม เช่น ตัวแปรด้านการกำกับดูแลกิจการ ตัวแปรด้านผู้ถือหุ้นส่วนน้อย ตัวแปรด้านอัตราส่วนทางการเงิน ตัวแปรด้านผลการดำเนินงานอื่น ๆ เป็นต้น

ส่วนข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างควรทดสอบในกลุ่มอื่นๆ และควรเพิ่มระยะเวลาจาก 3 ปี เป็น 5 ปี เพื่อให้เห็นแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงมากขึ้นของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## องค์ความรู้ใหม่

การวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างการถือหุ้นและนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า 1) โครงสร้างการถือหุ้น คือ สัดส่วนผู้ถือหุ้นรายใหญ่ 5 อันดับแรก มีความสัมพันธ์กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถนำไปเป็นข้อมูลให้ผู้บริหาร ผู้มีส่วนได้เสียที่มีความเกี่ยวข้องต่าง ๆ สามารถนำข้อมูลไปใช้ในการวิเคราะห์ผลกระทบของโครงสร้างผู้ถือหุ้นและการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ไปใช้ในการกำหนดสัดส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นและการจ่ายเงินปันผลให้มีความเหมาะสมมากยิ่งขึ้น 2) อัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น ผู้ถือหุ้นหรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องสามารถนำข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับอัตราผลตอบแทนส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นข้อมูลในการพิจารณาตัดสินใจที่จะเลือกลงทุนได้ดียิ่งขึ้น และ 3) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีความสัมพันธ์กับนโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ดังนั้น ผู้ถือหุ้นหรือผู้ที่มีส่วนเกี่ยวข้องรวมทั้งผู้มีส่วนได้เสีย สามารถนำข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับอัตราหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น เป็นข้อมูลในการพิจารณาตัดสินใจที่จะเลือกลงทุน และประกอบการพิจารณาเรื่องการเงินเชื่อต่าง ๆ ได้ดียิ่งขึ้น

## References

- Al-Nawaiseh, M. (2013). Dividend Policy and Ownership Structure: An applied study on Industrial Companies in Amman Stock Exchange. *Journal of Management Research*, 5(2), 83–106.
- Chai, Dominic H. (2010). *Foreign Corporate Ownership and Dividends*. Center for business research, University of Cambridge.
- Chansarn, S., & Chansarn, T. (2016). Earnings Management and Dividend Policy of Small and Medium Enterprises in Thailand. *International Journal of Business and Society*, 17(2), 307–328.
- Dasilas, A., & Leventis, S. (2011). Stock market reaction to dividend announcements: Evidence from the Greek stock market. *International Review of Economics & Finance*, 20(2), 302–311.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing firm Characteristics or Lower Propensity to Pay. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–43.
- Gugler, K., & Yurtoglu, B. (2003). Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731–758.

- 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.
- Kouki, M., & Guizani, M. (2009). Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research*, 25(1), 42–53.
- Kowalewski, O., Stetsyuk, I., & Talavera, O. (2007). Do Corporate Governance and Ownership Determine Dividend Policy in Poland?. *Financial Markets and Institutions*, 61–86.  
<https://doi.org/10.1080/14631370802018973>
- Lee, Bong-Soo & Yan, Nairong Allen. (2003). The Market's Differential Reactions to Forward-Looking and the Backward-Looking Dividend Changes. *The Journal of Financial Research*, 26(4), 449–468.
- López-Iturriaga, Félix J., & Crisóstomo, Vicente L. (2014). Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms. *Emerging Markets Finance & Trade*, 46(3), 80–94. <https://doi.org/10.2753/REE1540-496X460306>
- San Martín Reyna, J. Manuel. (2017). Ownership structure and its effect on dividend policy in the Mexican context. *CONTADURÍA Y ADMINISTRACIÓN*, 62(4), 1199–1213.  
<http://dx.doi.org/10.1016/j.cya.2015.12.006>
- Sompoppokaset, P. (2016). *Ownership Structure, Board of Directors and Dividend Policy*. Master of Science Financial Management. Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University.
- Michaely, R., Thaler, R., & Womack, K. (1995). Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or drift, *Journal of Finance*, 50(2), 573–608.
- The Stock Exchange of Thailand. (2019). *History and Background of the Stock Exchange of Thailand*. Retrieved from [https://www.set.or.th/th/about/overview/history\\_p1.html#history](https://www.set.or.th/th/about/overview/history_p1.html#history)
- Vinh, D. Q. (2014). *The Effect of Foreign Ownership on Dividend Policy: The Case of Listed Companies on Hose*. Master of Business Administration, Vietnam National University.
- Warrad, L., Abed, S., Khriasat, O., & Al-Sheikh, I. (2012). The Effect of Ownership Structure on Dividend Payout Policy: Evidence from Jordanian Context. *International Journal of Economics and Finance*, 4(2), 187–195.
- Wiwattanakantang, Y. (2001). Controlling shareholders and corporate value: Evidence from Thailand. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 323–362.