



ผลกระทบของภาระผูกพันทางการเงินต่อการจ่ายเงินปันผล:

หลักฐานเชิงประจักษ์จากตลาดเกิดใหม่ในประเทศไทย

THE IMPACT OF FINANCIAL LEVERAGE ON DIVIDEND PAYOUTS: EMPIRICAL EVIDENCE FROM AN EMERGING MARKET IN THAILAND

ประภาพร กิจดำรงธรรม

Prapaporn Kitdamrongtam

คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยแม่โจ้

Faculty of Business Administration, Meajo University

Corresponding Author E-mail: puy4047@gmail.com

Received September 16, 2025; Revised December 16, 2025; Accepted December 19, 2025

บทคัดย่อ

งานวิจัยนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาผลกระทบของภาระผูกพันทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในบริบทของตลาดเกิดใหม่ การวิจัยนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ กลุ่มตัวอย่างคือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวน 489 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 ถึง ปี พ.ศ. 2565 ซึ่งใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวบ่งชี้ถึงภาระผูกพันทางการเงินของบริษัท สำหรับสถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ผลกระทบของภาระผูกพันทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล คือ การวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณในข้อมูลแบบ panel data ด้วยแบบจำลอง fixed effects

ผลการวิจัยพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ซึ่งเป็นตัวบ่งชี้ถึงภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทส่งผลในเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.10 ซึ่งสะท้อนว่าบริษัทที่มีภาระผูกพันทางการเงินสูงย่อมจัดสรรกระแสเงินสดเพื่อรองรับการชำระหนี้มากกว่าการนำไปจ่ายเงินปันผล สำหรับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่พบผลกระทบที่มีนัยสำคัญทางสถิติต่อการจ่ายเงินปันผล ซึ่งอาจอธิบายได้ว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นมาตรวัดเชิงโครงสร้างเงินทุนที่ไม่สะท้อนภาระผูกพันทางการเงินที่แท้จริงเท่าที่ควร ส่วนตัวแปรควบคุม พบว่าความสามารถในการทำกำไร และการเติบโตของบริษัทส่งผลกระทบในเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทที่มีกำไรและการเติบโตสูงมีแนวโน้มที่จะเก็บกำไรไว้เพื่อนำไปขยายการลงทุนแทนการนำไปจ่ายเงินปันผล โดยองค์กรธุรกิจ และนักลงทุนสามารถนำผลการวิจัยนี้ไปใช้ในการตัดสินใจในประเด็นที่เกี่ยวข้องได้

คำสำคัญ: ภาระผูกพันทางการเงิน, การจ่ายเงินปันผล, ตลาดเกิดใหม่

Abstract

This research aimed to examine the impact of financial leverage on the dividend payouts of companies listed on the Stock Exchange of Thailand, representing an emerging market context. The study adopted a quantitative research design, focusing on a sample of 489 firms listed between 2018 and 2022. The debt-to-asset ratio (DAR) and debt-to-equity ratio (DER) were utilized as indicators of each firm's financial leverage.



To analyze the effect of financial leverage on dividend payouts, multiple regression analysis based on panel data was conducted using a fixed-effects model.

The empirical findings indicated that the debt-to-asset ratio, which served as a proxy for the firm's financial leverage, had a statistically significant negative effect on dividend payments at the 0.10 significance level. This suggested that firms with higher levels of debt relative to their total assets had a tendency to allocate a greater proportion of their cash flow toward servicing debt and meeting repayment commitments rather than distributing dividends to shareholders. Conversely, the debt-to-equity ratio showed no statistically significant effect on dividend payouts, implying that this structural measure of capital composition may not fully capture the firm's actual financial burden or liquidity pressure. Regarding the control variables, both profitability and firm growth exhibited statistically significant negative effects on dividend payments at the 0.01 and 0.05 significance levels, respectively. This finding suggested that firms with strong profitability and higher growth potential were more likely to retain earnings to finance future investment and expansion rather than distribute them as dividends. The insights gained from this study can serve as a useful reference for corporate executives and investors in making relevant decisions.

Keywords: Financial leverage, Dividend payouts, Emerging market

บทนำ

ตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets) หมายถึง ประเทศที่มีการพัฒนาเศรษฐกิจและระบบการเงินอย่างต่อเนื่องแต่ยังไม่อยู่ในระดับประเทศพัฒนาแล้ว การลงทุนในตลาดดังกล่าวมีศักยภาพการเติบโตสูงควบคู่กับความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนด้านเสถียรภาพทางเศรษฐกิจ นโยบายการเงินและโครงสร้างสถาบัน (Bekaert & Harvey, 2003) ส่งผลให้ตลาดการเงินในประเทศเกิดใหม่เผชิญความผันผวนจากปัจจัยภายในและภายนอกประเทศ โดยประเทศไทยถูกจัดอยู่ในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (MSCI, 2024) โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีบทบาทสำคัญในการระดมทุนและสะท้อนภาวะภาคธุรกิจ ซึ่งในบริบทของตลาดเกิดใหม่ดังเช่นประเทศไทย การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลของบริษัทถือเป็นกลไกสำคัญที่ส่งผลต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและมูลค่าหลักทรัพย์ของบริษัท ซึ่งบริษัทส่วนใหญ่ในตลาดเกิดใหม่มักเผชิญข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งทุนภายนอก นโยบายปันผลจึงถูกใช้เป็นเครื่องมือส่งสัญญาณทางการเงินเพื่อสื่อสารข้อมูลไปยังนักลงทุนและช่วยในการประเมินมูลค่าบริษัท (Omokehinde, 2017)

อย่างไรก็ตาม การตัดสินใจจ่ายเงินปันผลย่อมสัมพันธ์กับระดับของภาระผูกพันทางการเงินของบริษัท ซึ่งล้วนแล้วแต่เป็นภาระที่ลดความยืดหยุ่นในการบริหารจัดการเงินสดของกิจการ ทฤษฎีทางการเงิน เช่น Trade-Off Theory และ Pecking Order Theory อธิบายว่า บริษัทที่มีภาระหนี้สินสูงมักจะลดระดับการจ่ายเงินปันผลลง เพื่อรักษาสภาพคล่องและลดความเสี่ยงจากความล้มเหลวทางการเงิน (Myers & Majluf, 1984) ซึ่งได้มีงานของวิจัยหลายชิ้นชี้ให้เห็นว่า ภาระผูกพันทางการเงินมีผลกระทบในเชิงลบต่อการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญ (Demerjian, 2017; Krieger et al., 2021; Ali et al., 2022) และในทางกลับกันได้มีงานวิจัยบางส่วนที่ชี้ว่าภาระผูกพันทางการเงินส่งผลกระทบในเชิงบวกต่อการจ่ายปันผลในตลาดเกิดใหม่ (de Souza Junior et al., 2024) สำหรับผลของการศึกษาในประเทศไทยก็ได้พบผลการศึกษาที่ขัดแย้งกันโดย เบญจพร โมกษะเวส (2565) ได้พบว่าภาระผูกพันทางการเงินส่งผลทางบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ในขณะที่ นกทีป พัทธนุกิจ และ



อภิชาติ พงศ์สุพัฒน์ (2566) โชษิตา เปสตันยี และธนาภิญญ์ อุตตฤทธิ (2566) รวมถึง สารียา นวลถวิล และกุสุมา คำพิทักษ์ (2563) ได้พบว่าภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทมีอิทธิพลในเชิงลบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ซึ่งผลการศึกษาดังกล่าวเป็นช่องว่างการวิจัยที่น่าศึกษา

ในช่วงปลายปี พ.ศ. 2562 ประเทศไทยเริ่มเผชิญการแพร่ระบาดของโรคโควิด-19 ซึ่งนำไปสู่ภาวะช็อกทางเศรษฐกิจในปี พ.ศ. 2563 ส่งผลให้เศรษฐกิจไทยหดตัวอย่างรุนแรง โดย GDP ลดลงกว่า 6.1% จากผลกระทบต่อภาคการท่องเที่ยว การบริโภค และการส่งออก (Bank of Thailand, 2021) บริษัทจำนวนมากเผชิญปัญหาสภาพคล่องตึงตัว ภาระหนี้เพิ่มขึ้น และความไม่แน่นอนของรายได้ ทำให้ต้องพิจารณาอย่างรอบคอบระหว่างการจ่ายเงินปันผลกับการรักษาสภาพคล่อง ต่อมาในปี พ.ศ. 2565 เมื่อสถานการณ์คลี่คลายและมีการเปิดประเทศ เศรษฐกิจไทยเริ่มฟื้นตัว โดย GDP ขยายตัว 2.6% และความเชื่อมั่นทางเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น (Bank of Thailand, 2022) ดังนั้น ช่วงปี พ.ศ. 2561–2565 จึงสะท้อนพฤติกรรมของบริษัททั้งในภาวะปกติ วิกฤต และช่วงเริ่มฟื้นตัวได้อย่างชัดเจน

จากเหตุผลข้างต้นผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาผลกระทบของภาระผูกพันทางการเงินกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในบริบทตลาดเกิดใหม่ตามช่วงเวลาที่ได้กำหนดไว้ ซึ่งผลของการวิจัยที่ได้รับบริษัทสามารถนำไปใช้ในการกำหนดนโยบายที่เกี่ยวข้องของบริษัท รวมถึงนักลงทุนสามารถนำไปพิจารณาเลือกหลักทรัพย์ที่จะถือครองเพื่อสร้างผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์ต่อไปได้

วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาผลกระทบของภาระผูกพันทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในบริบทของตลาดเกิดใหม่
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของความสามารถในการทำกำไร ขนาด และอัตราการเติบโตของบริษัทที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในบริบทของตลาดเกิดใหม่

การทบทวนวรรณกรรม

ที่ผ่านมาได้มีการศึกษาเกี่ยวกับภาระผูกพันทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างกว้างขวาง โดยสอดคล้องกับแนวคิดของ Trade-Off Theory ซึ่งเสนอว่าบริษัทที่มีภาระผูกพันทางการเงินสูงจำเป็นต้องรักษากระแสเงินสดไว้เพื่อชำระดอกเบี้ยและเงินต้น จึงมีแนวโน้มลดการจ่ายเงินปันผลเพื่อลดความเสี่ยงทางการเงิน (Myers & Majluf, 1984) หลักฐานเชิงประจักษ์จากงานวิจัยของ Ali et al. (2022) ซึ่งศึกษานโยบายการจ่ายเงินปันผลในตลาดหลักทรัพย์ปากีสถานช่วงปี 2558–2563 พบว่า บริษัทที่มีแนวโน้มลดหรือลดการจ่ายปันผลในปี 2563 ซึ่งเป็นช่วงการระบาดของโควิด-19 เมื่อเทียบกับแนวโน้มในช่วงปี 2558-2562 และยังพบว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงกว่ามีแนวโน้มที่จะงดจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ ผลการศึกษายังสอดคล้องกับ Pecking Order Theory ที่ระบุว่าบริษัทจะรักษาเงินทุนภายในไว้ก่อนเพื่อหลีกเลี่ยงการก่อหนี้เพิ่ม โดยเฉพาะในภาวะวิกฤต ส่งผลให้บริษัทที่มีภาระทางการเงินสูงเลือกที่จะลดการจ่ายเงินปันผลเพื่อรักษาสภาพคล่อง (Myers & Majluf, 1984; Fama & French, 2001) แนวโน้มเดียวกันนี้ยังปรากฏในงานวิจัยของ Demerjian (2017) ที่พบว่าในภาวะไม่แน่นอน ข้อตกลงในสัญญาหนี้มักถูกใช้เพื่อจำกัดการจ่ายเงินปันผล ทำให้บริษัทที่มีข้อกำหนดสัญญานี้เข้มงวดต้องปรับลดหรือชะลอการจ่ายปันผล ทั้งนี้ Krieger et al. (2021) ยังพบว่าภาระผูกพันทางการเงินเป็นปัจจัยสำคัญที่ผลักดันให้บริษัทในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาปรับลดเงินปันผลในช่วงการระบาดของโควิด-19 ซึ่งสอดคล้องกับ Signaling Theory ที่อธิบายว่า



บริษัทอาจหลีกเลี่ยงการจ่ายเงินปันผลในระดับสูงเพราะอาจส่งสัญญาณไม่สอดคล้องกับฐานะการเงินที่แท้จริงภายใต้ภาวะเสี่ยง (Bhattacharya, 1979) อย่างไรก็ตาม งานของ de Souza Junior et al. (2024) ที่ศึกษาตลาดเกิดใหม่กลับพบความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างภาระผูกพันทางการเงินกับการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสะท้อนความแตกต่างบริบททางเศรษฐกิจและโครงสร้างตลาดทุนของตลาดเกิดใหม่ที่ทำให้บริษัทอาจใช้การจ่ายเงินปันผลเป็นกลยุทธ์ส่งสัญญาณความแข็งแกร่งทางการเงินต่อผู้ลงทุน แม้มีภาระหนี้ก็ก็ตาม

สำหรับงานวิจัยในประเทศไทย เบญจพร โมกษะเวส (2565) ได้พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นส่งผลทางบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ส่งผลทางลบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ นกทีป พัทธนกิจ และอภิชาติ พงศ์สุพัฒน์ (2566) พบว่าปริมาณหนี้สินซึ่งเป็นตัวบ่งชี้ถึงภาระผูกพันทางการเงินมีอิทธิพลในเชิงลบต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล รวมถึง โชษิตา เปสตันยี และธนาภิญญ์ อุตตฤทธิ (2566) ได้พบว่า อัตราการก่อหนี้ที่แสดงถึงภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทเป็นปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยกิจการที่มีอัตราการก่อหนี้ต่ำจะส่งผลให้มีการกำหนดนโยบายเงินปันผลที่จ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูง ในขณะที่ สาริยา นวลถวิล และกุสุมา คำพิทักษ์ (2563) พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ซึ่งแสดงถึงภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทมีอิทธิพลในทิศทางตรงกันข้ามต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

ตารางที่ 1 แสดงสรุปการทบทวนวรรณกรรมที่เกี่ยวข้อง

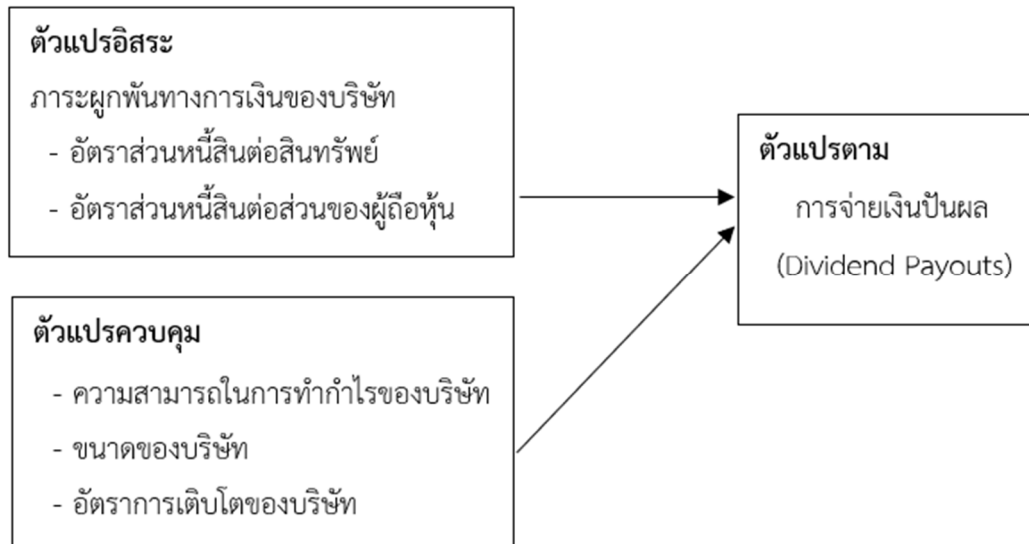
ผู้วิจัย (ปี)	บริบท/ประเทศ	ผลต่อการจ่ายปันผล	สาระสำคัญของผลการศึกษา
Ali et al. (2022)	ปากีสถาน (ช่วงโควิด)	เชิงลบ	บริษัทที่มีแนวโน้มลดหรืองดปันผลในช่วงวิกฤต โดยเฉพาะบริษัทที่มีหนี้สูง
Demerjian (2017)	สหรัฐอเมริกา	เชิงลบ	ข้อกำหนดสัญญาหนี้เข้มงวดทำให้บริษัทถูกจำกัดการจ่ายปันผลในภาวะไม่แน่นอน
Krieger et al. (2021)	สหรัฐอเมริกา (ช่วงโควิด)	เชิงลบ	ภาระผูกพันทางการเงินสูงเป็นเหตุให้บริษัทลดปันผลช่วงโควิดเพื่อจัดการความเสี่ยงและหลีกเลี่ยงสัญญาณลบต่อผู้ลงทุน
de Souza Junior et al. (2024)	ตลาดเกิดใหม่ (Emerging Markets)	เชิงบวก	บริษัทบางแห่งใช้การจ่ายปันผลเป็นสัญญาณความแข็งแกร่งทางการเงิน แม้มีภาระหนี้สูง
เบญจพร โมกษะเวส (2565)	ไทย	DER - เชิงบวก DAR - เชิงลบ	ภาระผูกพันทางการเงินมีผลต่อปันผลสองทิศทาง ขึ้นอยู่กับตัวชี้วัดหนี้
นกทีป & อภิชาติ (2566)	ไทย	เชิงลบ	ปริมาณหนี้รวมส่งผลลบต่อการจ่ายปันผลในกลุ่มบริษัทที่เน้นจ่ายปันผลสูง
โชษิตา & ธนาภิญญ์ (2566)	ไทย	เชิงลบ	บริษัทที่มีอัตราหนี้สูงมีแนวโน้มจ่ายปันผลต่ำ เพราะต้องการรักษาสภาพคล่อง
สาริยา & กุสุมา (2563)	ไทย	เชิงลบ	หนี้สินต่อสินทรัพย์สูงส่งผลให้บริษัทลดอัตราการจ่ายเงินปันผล

ซึ่งจากการทบทวนวรรณกรรมดังกล่าวยังพบความขัดแย้งของผลกระทบที่ภาระผูกพันทางการเงินส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล อีกทั้งการศึกษาในประเทศไทยที่อยู่ในบริบทของตลาดเกิดใหม่ ยังไม่ได้มีการศึกษาในช่วงของระยะเวลาที่ครอบคลุมระยะเวลาก่อนเกิด จนถึงระยะที่เศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวหลังสถานการณ์โควิด-19 คลี่คลายในลักษณะข้อมูลที่เป็น panel data ที่ครอบคลุมทุกอุตสาหกรรม ทำให้เกิดช่องว่างการวิจัยในการศึกษาครั้งนี้



กรอบแนวคิดการวิจัย

งานวิจัยนี้มีภาระผูกพันทางการเงินของบริษัท ประกอบด้วย อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ (DAR) และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DER) เป็นตัวแปรอิสระ และมีการจ่ายเงินปันผล (DIP) เป็นตัวแปรตาม ส่วนตัวแปรควบคุมจะประกอบด้วย ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท (ROA) ขนาดของบริษัท (SIZ) และอัตราการเติบโตของบริษัท (GRT) ซึ่งเขียนเป็นกรอบแนวคิดการวิจัย ดังนี้



แผนภาพที่ 1 แสดงกรอบแนวคิดในการวิจัย

วิธีดำเนินการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative Research) โดยมีประชากรและกลุ่มตัวอย่าง เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย การเก็บรวบรวมข้อมูล และการวิเคราะห์ข้อมูล ดังต่อไปนี้

1. ประชากรและกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัย

ประชากรที่ใช้ในการวิจัยนี้ คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในทุกอุตสาหกรรม โดยกลุ่มตัวอย่างในงานวิจัยนี้ ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในทุกอุตสาหกรรม ที่มีการจ่ายเงินปันผลในระหว่างปี 2561 – 2565 โดยข้อมูลต้องมีความครบถ้วน และอยู่ในลักษณะที่สามารถนำมาใช้คำนวณในงานวิจัยได้ โดยการศึกษาจะไม่รวมบริษัทในกลุ่มทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ เนื่องจากมีโครงสร้างทางการเงินที่แตกต่างบริษัทในอุตสาหกรรมอื่น ซึ่งมีจำนวนทั้งสิ้น 489 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 ถึง ปี พ.ศ. 2565 จำนวนทั้งสิ้น 5 ปี รวมข้อมูลทั้งสิ้น 2,445 บริษัท-ปี

2. เครื่องมือที่ใช้ในการวิจัย

การเก็บรวบรวมข้อมูลในงานวิจัยครั้งนี้เป็นการเก็บข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากบริษัทกลุ่มตัวอย่าง โดยมีตัวแปรที่จะใช้ในการวิจัย ดังต่อไปนี้

1) การจ่ายเงินปันผล (Dividend Payouts) เป็นตัวแปรตามของงานวิจัย แสดงถึงนโยบายการจ่ายเงินปันผลของธุรกิจ ซึ่งอัตราการจ่ายเงินปันผล คำนวณได้จาก

$$\text{อัตราการจ่ายเงินปันผล} = \frac{\text{เงินปันผลต่อหุ้น}}{\text{กำไรสุทธิต่อหุ้น}}$$



2) ภาระผูกพันทางการเงินของบริษัท (Financial Leverage) มักจะถูกใช้เป็นตัวบ่งชี้ถึงความสามารถในชำระหนี้ของบริษัท ซึ่งในงานวิจัยนี้จะคำนวณจาก อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ และ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนี้

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

$$\text{อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

3) ความสามารถในการทำกำไรของบริษัท จะใช้ในการประเมินความสามารถในการแสวงหากำไร ซึ่งแสดงถึงประสิทธิภาพการจัดการของบริษัท ดังนั้นงานวิจัยนี้จึงนำความสามารถในการทำกำไรเป็นตัวแปรควบคุม โดยวัดจากอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ (Return on Total Asset) หรือ ROA ซึ่งคำนวณได้จาก กำไรสุทธิหารด้วยสินทรัพย์รวม (Vo & Nguyen, 2014)

4) ขนาดของบริษัท (Firm size) เป็นตัวแปรควบคุมในงานวิจัยนี้ โดยทั่วไปขนาดของบริษัทจะสะท้อนถึงความแข็งแกร่งทางการเงินของบริษัท ซึ่งสัมพันธ์กับความมั่นคงทางการเงิน ความสามารถในการเข้าถึงแหล่งเงินทุน และการบริหารจัดการกระแสเงินสด ซึ่งขนาดของบริษัทวัดจากจำนวนสินทรัพย์รวมของกิจการ (Gul et al., 2020) โดยในงานวิจัยนี้ได้ใส่ลอการิทึมฐานร้อย เพื่อปรับความแตกต่างของขนาดกิจการ

5) อัตราการเติบโตของบริษัท (Growth Rate) จะสะท้อนถึงศักยภาพการขยายตัวของบริษัท รวมถึงโอกาสทางธุรกิจและความต้องการใช้เงินทุนเพื่อการลงทุนในอนาคต เพื่อสะท้อนการลงทุนใหม่และการขยายตัวเชิงโครงสร้างของบริษัท ซึ่งคำนวณจาก (Habib et al., 2016)

$$\text{อัตราการเติบโตของบริษัท} = \frac{\text{สินทรัพย์รวมปี}_{t} - \text{สินทรัพย์รวมปี}_{t-1}}{\text{สินทรัพย์รวมปี}_{t-1}}$$

3. การเก็บรวบรวมข้อมูล

การศึกษานี้จะทำการเก็บรวบรวมข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากเอกสาร ตำรา รวมถึงบทความต่าง ๆ สำหรับในส่วนข้อมูลเกี่ยวกับการเงิน จะเก็บรวบรวมจากฐานข้อมูลของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และรายงานทางการเงินประจำปี (แบบ 56-1) ของแต่ละบริษัท โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการศึกษา ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำนวนทั้งสิ้น 489 บริษัท ตั้งแต่ปี พ.ศ. 2561 ถึง ปี พ.ศ. 2565 จำนวนทั้งสิ้น 5 ปี

4. การวิเคราะห์ข้อมูล

การวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive Statics) โดยแสดงด้วยค่าต่ำสุด ค่าสูงสุด ค่าเฉลี่ย และส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน ในการวิเคราะห์ลักษณะของตัวแปร ส่วนการทดสอบผลกระทบของภาระผูกพันทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลจะใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุคูณ (Multiple Regression Analysis) ซึ่งมีแบบจำลองที่จะใช้ในการศึกษาดังสมการต่อไปนี้

$$DIP = \alpha + \beta_1 DAR + \beta_2 DER + \beta_3 ROA + \beta_4 SIZ + \beta_5 GRT + \varepsilon$$

โดยที่ DIP คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล

DAR คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์

DER คือ อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

ROA คือ อัตราส่วนอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์

SIZ คือ ลอการิทึมฐานร้อยของสินทรัพย์รวมของบริษัท

GRT คือ อัตราการเติบโตของบริษัท



ข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์เป็นข้อมูลแบบ panel data ซึ่งประกอบด้วยหลายหน่วยสำรวจ (cross section) และข้อมูลตามช่วงเวลา (time series) การใช้วิธี Pooled Ordinary Least Square (POLS) ซึ่งไม่คำนึงถึงความแตกต่างเฉพาะตัวของแต่ละหน่วยหรือผลกระทบที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามเวลา อาจทำให้ค่าประมาณมีลักษณะเอนเอียงและไม่สอดคล้อง ดังนั้น งานวิจัยจึงทำการเปรียบเทียบความเหมาะสมของแบบจำลองระหว่าง Pooled Ordinary Least Square (POLS) fixed effect regression model (FEM) และ random effect regression model (REM) โดยหากปัจจัยเฉพาะตัวที่ไม่ผันแปรตามเวลามีความสัมพันธ์กับตัวแปรอิสระ ควรใช้ FEM แต่หากไม่สัมพันธ์ ควรใช้ REM (มนตรี พิริยะกุล, 2560) โดยจะทำการทดสอบ Hausman test (Hausman, 1978) เพื่อเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมที่สุด

ผลการวิจัย

การวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative research) ก่อนทำการวิเคราะห์การถดถอยเชิงพหุคูณ ได้มีการจัดการข้อมูลเบื้องต้นด้วยการนำข้อมูลไปตรวจสอบลักษณะการกระจายของข้อมูลในส่วน of ค่าความเบ้ของข้อมูล (Skewness) และ ค่าความโด่งของข้อมูล (kurtosis) ซึ่งข้อมูลที่มีการกระจายตัวที่ผิดปกติ (Outliers) ได้ถูกตัดออกไปเพื่อให้ข้อมูลมีการแจกแจงแบบปกติ (Normal Distribution) นั่นคือข้อมูลในทุกตัวแปรมีค่าสัมประสิทธิ์ความเบ้ของข้อมูลไม่เกิน ± 3 และค่าสัมประสิทธิ์ความโด่งของข้อมูลไม่เกิน ± 10 (Kline, 2016) โดยเมื่อนำข้อมูลมาวิเคราะห์ค่าสถิติเชิงพรรณนา ได้ผลดังต่อไปนี้

ตารางที่ 2 แสดงค่าสถิติเชิงพรรณนาของตัวแปร

ตัวแปร	ค่าต่ำสุด	ค่าสูงสุด	ค่าเฉลี่ย	ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน	ค่าความเบ้ (Skewness)	ค่าความโด่ง (Kurtosis)
DIP	0.0000	4.4818	0.5414	0.6315	2.1551	9.2201
DAR	0.0001	1.6460	0.4557	0.2268	0.1772	2.9041
DER	-1.2383	7.9186	1.2319	1.2820	2.3132	9.6805
ROA	-0.2909	0.4179	0.0451	0.0630	0.6182	6.5567
SIZ	2.9155	6.3228	4.9565	0.3759	0.5421	4.8391
GRT	-1.000	1.3681	0.0588	0.2520	0.1116	9.7504

จากตารางที่ 2 พบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลมีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.5414 และ 0.6315 เท่า ตามลำดับ สำหรับของอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์มีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.4557 และ 0.2268 เท่า ตามลำดับ ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นมีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 1.2319 และ 1.2820 เท่า ตามลำดับ ในส่วนของความสามารถในการทำกำไรของบริษัทมีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.0451 และ 0.0630 ตามลำดับ ส่วนขนาดของบริษัทมีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 4.9565 และ 0.3759 ตามลำดับ และอัตราการเติบโตของบริษัท มีค่าเฉลี่ยและส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเท่ากับ 0.0588 และ 0.2520 เท่า ตามลำดับ



ตารางที่ 3 แสดงการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร

ตัวแปร	DIP	DAR	DER	ROA	SIZ	GRT	VIF
DIP	1.0000						
DAR	-0.1311	1.0000					2.7657
DER	-0.1214	0.7946	1.0000				2.9676
ROA	0.0444	-0.2629	-0.2409	1.0000			1.1065
SIZ	-0.0947	0.4142	0.4832	-0.0659	1.0000		1.3161
GRT	-0.0764	0.0923	0.1131	0.1158	0.0912	1.0000	1.0373

ตารางที่ 3 พบว่าความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผล และความสามารถในการทำกำไรของบริษัท มีค่าต่ำที่สุดเท่ากับ 0.044 โดยเป็นความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกัน ส่วนความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์กับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีค่าสูงที่สุดเท่ากับ 0.7949 โดยเป็นความสัมพันธ์เชิงบวกระหว่างกัน ซึ่งเมื่อพิจารณาค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระตามหลักเกณฑ์ของ Hinkle (1998) ที่กล่าวว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ที่มีค่าตั้งแต่ +0.90 ถึง +1.00 หรือ ตั้งแต่ -0.90 ถึง -1.00 จะแสดงว่ามีปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันสูงจนเป็นตัวเดียวกัน รวมถึงเมื่อพิจารณาจากค่า variance inflation factor (VIF) ที่ค่าไม่ควรเกินกว่า 10 ซึ่งหากเกินกว่านี้แสดงถึงปัญหา Multicollinearity ที่รุนแรง (Hair et al., 2010) ดังนั้นผลการวิเคราะห์พบว่าไม่เกิดปัญหาตัวแปรอิสระมีความสัมพันธ์กันสูงจนเป็นตัวเดียวกัน

สำหรับการวิเคราะห์ผลกระทบของภาวะผูกพันทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล ได้ทำการพิจารณาเลือกรูปแบบของแบบจำลองการถดถอยที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล Panel data แบ่งออกได้เป็น 3 รูปแบบคือ Pooled regression model, fixed effect model และ random effect model ซึ่งผลการทดสอบ พบว่าการประมาณแบบจำลองในรูปแบบ fixed effect model และ random effect model เหมาะสมกว่า Pooled regression model จึงได้ทำการทดสอบเพื่อเลือกวิธีการประมาณค่าที่เหมาะสมระหว่างแบบจำลองปัจจัยคงที่ (fixed effect model) และแบบจำลองเชิงสุ่ม (random effect model) ด้วยวิธี Hausman test โดยมีการตั้งสมมติฐานในการทดสอบ คือ

H0: การประมาณแบบจำลองในรูปแบบ Random effects เหมาะสมที่สุด

H1: การประมาณแบบจำลองในรูปแบบ Fixed effects เหมาะสมที่สุด

ตารางที่ 4 แสดงการทดสอบความเหมาะสมของแบบจำลองด้วยวิธี Hausman test

Correlated Random Effect- Hausman test (Hausman, 1978)				
Test Summary	Chi-Sq. statistic	Chi-Sq. d.f.	Sig	รูปแบบจำลองที่เหมาะสม
Cross-section random	69.1768	5	0.0000	Fixed effects

ตารางที่ 4 พบว่าแบบจำลองผลกระทบของภาวะผูกพันทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ค่า Sig เท่ากับ 0.0000 แสดงว่ามีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ดังนั้นจึงทำการปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่าแบบจำลองในรูปแบบ Fixed effects มีความเหมาะสมที่สุดในการใช้ประมาณค่าแบบจำลอง

ดังนั้นทำการวิเคราะห์ผลกระทบของภาวะผูกพันทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ตามแบบจำลอง Fixed effects โดยใช้วิธีการ Cross-section fixed effects ได้ผลดังนี้



ตารางที่ 5 แสดงการวิเคราะห์สมการถดถอยแบบพหุคูณ

ตัวแปร	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Sig
Constant	0.9130	0.9010	1.0133	0.3111
DAR	-0.3319	0.1748	-1.8991	0.0577
DER	-0.0136	0.0335	-0.4062	0.6846
ROA	-1.9823	0.3236	-6.1255	0.0000
SIZ	-0.0146	0.1818	-0.0802	0.9361
GRT	-0.1633	0.0752	-2.1702	0.0301
Adj. R ²	0.1527			
Durbin-Watson	2.391			

ตารางที่ 5 พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ซึ่งเป็นตัวแปรที่แสดงถึงภาระผูกพันทางการเงินได้ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.10 โดยภาระผูกพันทางการเงินมีผลกระทบในเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ส่วนอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับความสามารถในการทำกำไร ขนาดของบริษัท และการเติบโตของบริษัท ซึ่งเป็นปัจจัยควบคุม พบว่า ความสามารถในการทำกำไร และการเติบโตของบริษัทส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ โดยความสามารถในการทำกำไร และอัตราการเติบโตของบริษัทส่งผลกระทบในเชิงลบต่อการจ่ายปันผล ส่วนขนาดของบริษัทนั้นจะไม่ส่งผลกระทบต่อการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สำหรับค่า adjusted R² มีค่าเท่ากับ 0.1527 แสดงว่าการจ่ายเงินปันผลของบริษัทสามารถอธิบายได้ด้วยชุดตัวแปรทั้งหมดในแบบจำลองที่ร้อยละ 15.27 ซึ่งในงานวิจัยนี้ได้เจาะจงที่จะศึกษาเฉพาะภาระผูกพันทางการเงินที่ส่งผลต่อเงินปันผล โดยมีตัวแปรควบคุม ได้แก่ ความสามารถในการทำกำไร ขนาดของบริษัท และอัตราการเติบโตของบริษัท ซึ่งอาจจะมีปัจจัยหรือตัวแปรอื่น ๆ ที่ไม่ได้นำมาพิจารณาในงานวิจัยนี้ และในส่วนของค่า Durbin-Watson ที่ใช้ในการทดสอบปัญหาสหสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อน (autocorrelation) มีค่าเท่ากับ 2.391 มีค่าอยู่ระหว่าง 1.50 – 2.50 แสดงว่าแบบจำลองไม่มีปัญหาสหสัมพันธ์ของค่าคลาดเคลื่อน (Gujarati & Porter, 2009)

อภิปรายผล

จากการศึกษาผลกระทบของภาระผูกพันทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล พบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ซึ่งเป็นตัวแปรที่แสดงถึงภาระผูกพันทางการเงินได้ส่งผลในเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ซึ่งสะท้อนว่าบริษัทที่มีภาระหนี้สูงเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวมย่อมต้องจัดสรรกระแสเงินสดเพื่อรองรับภาระผูกพันทางการเงินมากขึ้น จึงมีแนวโน้มลดการจ่ายปันผล ซึ่งเป็นไปตามแนวคิดลำดับขั้นการจัดหาเงินทุน (Pecking Order Theory) ที่เชื่อว่าบริษัทที่มีภาระหนี้สูงจะให้ความสำคัญกับการชำระหนี้ก่อนการจ่ายปันผล (Myers & Majluf, 1984) และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Krieger et al. (2021) และ Ali et al. (2022) ที่พบว่าในช่วงเวลาที่วิกฤตโควิด-19 ที่ผ่านมา บริษัทที่มีภาระผูกพันทางการเงินสูงจะส่งผลต่อการปรับลดหรือชะลอการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับ Jabbouri (2016) ที่ศึกษาตลาดเกิดใหม่ในตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ ที่พบว่าภาระผูกพันทางการเงินมีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล และงานวิจัยของ

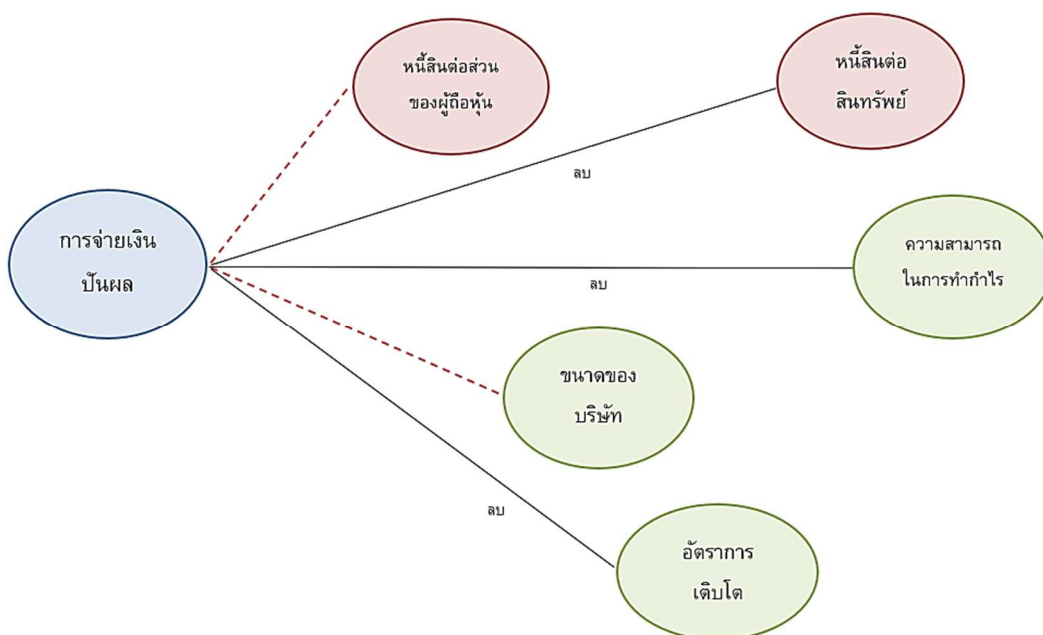


Akpadaka et al. (2024) ที่ใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป็นตัวชี้วัดของภาระผูกพันทางการเงินและพบความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างภาระผูกพันทางการเงินและอัตราการจ่ายเงินปันผลในตลาดเกิดใหม่ สำหรับอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่พบผลกระทบที่มีนัยสำคัญต่อการจ่ายเงินปันผล อาจตีความได้ว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป็นมาตรวัดภาระหนี้ที่ต้องชำระเมื่อเทียบกับทรัพยากรทั้งหมดที่กิจการถืออยู่ ซึ่งเจ้าหนี้มักจะดูจากสินทรัพย์ค้ำประกันเป็นหลักในการปล่อยกู้ จึงสะท้อนถึงสภาพคล่องของบริษัทได้ดีกว่า ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นมาตรวัดเชิงโครงสร้างเงินทุน ซึ่งอาจขึ้นกับการเปลี่ยนแปลงของทุน เช่น การเพิ่มทุน, การเปลี่ยนมูลค่าตลาดของส่วนของผู้ถือหุ้น ดังนั้นอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นอาจไม่สะท้อนถึงภาระการจ่ายหนี้จริง ซึ่งสอดคล้อง Fama and French (2001) ที่ได้ระบุว่า การใช้ตัวชี้วัดของภาระทางการเงินที่ต่างกันอาจให้ผลที่เกิดขึ้นต่างกัน และสอดคล้องกับงานวิจัยของ Jabbouri (2016) และ Akpadaka et al. (2024) ที่ใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป็นตัวชี้วัดของภาระผูกพันทางการเงิน ซึ่งสะท้อนว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์สะท้อนถึงภาระผูกพันทางการเงินที่ชัดเจนกว่าในบริบทของตลาดเกิดใหม่

สำหรับตัวแปรควบคุมพบว่าความสามารถในการทำกำไรและอัตราการเติบโตของบริษัทส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผล โดยที่ความสามารถในการทำกำไรมีผลเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผล ซึ่งตรงข้ามกับแนวคิด signaling theory ที่มักคาดว่าบริษัทที่มีกำไรสูงจะจ่ายปันผลมากขึ้นเพื่อส่งสัญญาณความแข็งแกร่งแก่ผู้ลงทุน อย่างไรก็ตาม ผลการศึกษานี้สอดคล้องกับ Fama and French (2001) ที่ระบุว่าบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลมักจะทำให้บริษัทมีกำไรที่ต่ำและมีการลงทุนที่น้อย ส่วนบริษัทที่ไม่จ่ายเงินปันผลจะมีกำไรที่สูงกว่าบริษัทที่จ่ายเงินปันผลและมีโอกาสในการเติบโตที่สูง และยังสอดคล้องกับงานของ Rafique (2012) ที่กล่าวว่าบริษัทในปากีสถานซึ่งเป็นตลาดเกิดใหม่เมื่อมีแนวโน้มกำไรและอัตราการเติบโตของบริษัทที่ลดลง บริษัทควรจ่ายเงินปันผล เพื่อดึงดูดนักลงทุนเพิ่มและแสดงผลประกอบการที่ดีขึ้นในตลาดเพื่อเพิ่มโอกาสในการเติบโต นอกจากนี้ถ้ามองในบริบทในช่วงเวลาการศึกษาที่อยู่ในภาวะการณ์ไม่ปกติที่เกิดการแพร่ระบาดของโรคโควิด 19 บริษัทที่มีกำไรสูงก็อาจมีการชะลอจ่ายเงินปันผลเพื่อสำรองเป็นเงินไว้ใช้หมุนเวียนในกิจการ (Ali et al., 2022) รวมถึงถ้าพิจารณาในมุมมองของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งเป็นตลาดเกิดใหม่ บริษัทในตลาดเกิดใหม่มักเผชิญข้อจำกัดการระดมทุนภายนอกจึงตอบสนองต่อโอกาสลงทุนด้วยการอาศัยแหล่งภายในมากกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทในประเทศพัฒนาแล้ว ดังนั้นบริษัทอาจมีการลดการจ่ายเงินปันผลเพื่อนำมาเป็นกำไรสะสมไว้ เนื่องจากการมีกำไรสะสมอย่างเพียงพอสำคัญต่อการขยายการลงทุนของบริษัทในตลาดเกิดใหม่ (Caglayan et al., 2024) ในส่วนของการเติบโตของบริษัทพบว่าผลกระทบในเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสอดคล้องกับ Residual Dividend Theory ที่อธิบายว่าบริษัทที่มีโอกาสเติบโตสูงมักจะเก็บกำไรสะสมไว้เพื่อใช้เป็นแหล่งเงินทุนภายในสำหรับการลงทุนโครงการใหม่ มากกว่าที่จะจัดสรรเป็นเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้น (Myers & Majluf, 1984) นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับงานวิจัยของ Denis and Osobov (2008) ที่ระบุว่าบริษัทที่มีโอกาสเติบโตสูงมีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลต่ำลง เนื่องจากต้องจัดสรรเงินทุนเพื่อขยายการลงทุน

องค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

จากศึกษาผลกระทบของภาระผูกพันทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย สามารถสรุปองค์ความรู้ใหม่ได้ ดังแผนภาพต่อไปนี้



แผนภาพที่ 2 แสดงองค์ความรู้ใหม่จากการวิจัย

จากแผนภาพที่ 2 พบว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์ซึ่งสะท้อนภาระผูกพันทางการเงินของบริษัทส่งผลในเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผล ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นไม่พบผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อการจ่ายเงินปันผล ผลดังกล่าวสะท้อนว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป็นมาตรวัดภาระหนี้ที่ต้องชำระเมื่อเทียบกับทรัพยากรทั้งหมดของกิจการ ซึ่งเจ้าหนี้มักใช้สินทรัพย์เป็นหลักประกันในการพิจารณาปล่อยกู้ ทำให้ตัวแปรนี้สะท้อนข้อจำกัดด้านสภาพคล่องของบริษัทได้ชัดเจนกว่า ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นเป็นตัวชี้วัดเชิงโครงสร้างเงินทุน ซึ่งอาจได้รับอิทธิพลจากการเปลี่ยนแปลงทุน เช่น การเพิ่มทุนหรือความผันผวนของมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้น ส่งผลให้ไม่สะท้อนภาระการชำระหนี้ที่แท้จริงอย่างชัดเจน ผลลัพธ์ดังกล่าวสอดคล้องกับงานวิจัยในบริบทของตลาดเกิดใหม่ที่ใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป็นตัวแทนของภาระผูกพันทางการเงินที่มีผลต่อการจ่ายเงินปันผล (Jabbouri, 2016; Akpadaka et al., 2024) สำหรับตัวแปรควบคุม พบว่าความสามารถในการทำกำไรและอัตราการเติบโตของบริษัทส่งผลกระทบเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผล ซึ่งสะท้อนบริบทของบริษัทในตลาดเกิดใหม่ที่มักเผชิญข้อจำกัดในการเข้าถึงแหล่งทุนภายนอก ทำให้บริษัทที่มีโอกาสเติบโตสูงเลือกสะสมกำไรไว้เพื่อรองรับการขยายการลงทุนมากกว่าการจ่ายเงินปันผล (Caglayan et al., 2024)

สรุป

สรุปภาพรวมของบทความ ตามวัตถุประสงค์การวิจัย พบว่า ภาระผูกพันทางการเงินที่ใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป็นตัวบ่งชี้ส่งผลในเชิงลบต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.10 ซึ่งสะท้อนว่าบริษัทที่มีภาระหนี้สูงเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวมย่อมต้องจัดสรรกระแสเงินสดเพื่อรองรับภาระผูกพันทางการเงินมากขึ้น จึงมีแนวโน้มลดการจ่ายปันผล ซึ่งจากผลดังกล่าวชี้ว่าผู้บริหารควรกำหนดนโยบายเงินปันผลที่สอดคล้องกับโครงสร้างเงินทุนและภาระผูกพันทางการเงินเพื่อสร้างสมดุลระหว่างผลประโยชน์จากการกักเก็บและความเสี่ยงด้านความสามารถในการชำระหนี้



สำหรับตัวแปรควบคุมความสามารถในการทำกำไรและอัตราการเติบโตของบริษัทส่งผลกระทบต่อผลการจ่ายปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 และ 0.05 ตามลำดับ แสดงให้เห็นว่าบริษัทไทยจำนวนมากอาจเป็นบริษัทที่กำลังเติบโตที่มีความสำคัญกับการเก็บรักษากำไรเพื่อนำไปลงทุนต่อซึ่งเป็นประเด็นสำคัญที่นักลงทุนควรตระหนักในการประเมินสัญญาณทางการเงินของบริษัท โดยผู้กำหนดนโยบายและหน่วยงานกำกับดูแลตลาดทุนอาจนำข้อมูลเชิงประจักษ์นี้ไปใช้ในการติดตามเสถียรภาพของบริษัทที่มีภาระหนี้สูงซึ่งมีโอกาสเผชิญข้อจำกัดด้านสภาพคล่อง และประเมินความเสี่ยงเชิงระบบต่อพฤติกรรมกรรมการจ่ายปันผลในตลาดโดยรวม

อย่างไรก็ตาม งานวิจัยนี้ยังมีข้อจำกัดบางประการ โดยแบบจำลองอาจยังไม่ได้รวมตัวแปรสำคัญบางชนิด เช่น สภาพคล่อง และโครงสร้างผู้ถือหุ้น เป็นต้น นอกจากนี้ ข้อมูลที่ใช้เป็นข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนไทยในช่วงปี 2561-2565 ซึ่งเป็นช่วงที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด-19 อาจส่งผลให้พฤติกรรมกรรมการรักษาสภาพคล่องและการชะลอจ่ายปันผลเบี่ยงเบนจากภาวะปกติ งานวิจัยในอนาคตจึงควรพิจารณาเพิ่มตัวแปรควบคุม ศึกษาในช่วงเวลาอื่น และใช้แบบจำลองที่สามารถจัดการปัญหา endogeneity เช่น GMM estimators หรือ dynamic panel models รวมถึงการเปรียบเทียบข้ามประเทศในกลุ่มตลาดเกิดใหม่เพื่อเพิ่มความทั่วไปของผลการวิจัย

ข้อเสนอแนะ

1. ข้อเสนอแนะในการนำผลการวิจัยไปใช้ประโยชน์

1.1 บริษัทควรกำหนดระดับเพดานของภาระผูกพันทางการเงินโดยใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เพื่อใช้เป็นเกณฑ์กำกับการจ่ายปันผลที่ชัดเจน โดยหากระดับภาระผูกพันทางการเงินสูงเกินกรอบที่กำหนด บริษัทควรจัดสรรกระแสเงินสดเพื่อรองรับภาระผูกพันทางการเงินก่อนการจ่ายปันผล นอกจากนี้จากผลวิจัยชี้ว่าความสามารถในการทำกำไรและการเติบโตของบริษัทมีผลต่อการจ่ายปันผล บริษัทจึงควรเปิดเผยแผนการใช้จ่ายกำไรสะสมและเหตุผลในการใช้เพื่อสร้างความเข้าใจแก่ผู้ถือหุ้น

1.2 นักลงทุนควรใช้อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์เป็นตัวชี้วัดสำคัญในการประเมินเสถียรภาพของเงินปันผล โดยควรพิจารณาบนพื้นฐานที่ว่าบริษัทที่มีภาระผูกพันทางการเงินสูงต่อเนื่องมีแนวโน้มลดหรือชะลอการจ่ายปันผล และบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรและอัตราการเติบโตที่หากมีโครงการลงทุนจำนวนมาก ก็มีแนวโน้มเก็บกำไรไว้ขยายกิจการมากกว่าจ่ายปันผลเพื่อใช้เป็นแนวทางในการตัดสินใจลงทุนได้อย่างเหมาะสม

1.3 หน่วยงานของรัฐที่ทำหน้าที่กำกับดูแลควรส่งเสริมให้บริษัทมีการเปิดเผยนโยบายเงินปันผลและแผนการจัดการภาระผูกพันทางการเงินอย่างเป็นระบบ เพื่อลดความไม่สมมาตรของข้อมูล รวมถึงควรสนับสนุนการพัฒนาแนวปฏิบัติที่ทำให้บริษัทมีกรอบกำกับระดับภาระผูกพันทางการเงินที่เหมาะสม ตามลักษณะอุตสาหกรรม เพื่อเสริมเสถียรภาพของนโยบายเงินปันผลในตลาดทุนไทย

2. ข้อเสนอแนะในการวิจัยครั้งต่อไป

2.1 ในการทำวิจัยครั้งต่อไปอาจทำการศึกษาในบริบทของตัวแปรอื่นที่ส่งผลกระทบต่อผลการจ่ายปันผล เช่น สภาพคล่อง ความเสี่ยงทางการเงิน โครงสร้างผู้ถือหุ้น หรือปัจจัยเกี่ยวกับภาษี เพื่อให้ได้ข้อสรุปที่ครอบคลุมถึงการจ่ายปันผลมากขึ้น

2.2 เนื่องจากงานวิจัยนี้ใช้ข้อมูลระยะยาวที่มีการรวมช่วงเวลาที่มิสถานการณ์ไม่ปกติจากการระบาดของโควิด-19 ด้วย ดังนั้นในการวิจัยครั้งต่อไปอาจมีการแบ่งช่วงเวลาศึกษาออกเป็นช่วงก่อนเกิดสถานการณ์ไม่ปกติ ขณะเกิดสถานการณ์ไม่ปกติ และหลังเกิดสถานการณ์ไม่ปกติ เป็นต้น



2.3 ในการทำวิจัยครั้งต่อไปอาจพิจารณาใช้แบบจำลองที่สามารถจัดการปัญหา endogeneity ในการวิเคราะห์ข้อมูล เช่น GMM estimators หรือ dynamic panel models เป็นต้น

เอกสารอ้างอิง

- โชษิตา เปสตันยี และธนาภิญญ์ อุตตฤทธิ. (2566). การกำหนดนโยบายเงินปันผลเพื่อเพิ่มมูลค่ากิจการ. *วารสารวิทยาการจัดการ มหาวิทยาลัยราชภัฏเชียงราย*, 18(1), 1-24. <https://so03.tci-thaijo.org/index.php/jmscrru/article/view/263289/178754>
- นภทีป พัทธนกิจ และอภิชาติ พงศ์สุพัฒน์. (2566). ปัจจัยที่มีอิทธิพลต่อนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย: กรณีศึกษาบริษัทใน SET High Dividend ของประเทศไทย. *Journal of Buddhist Education and Research*, 9(2), 57–72. <https://so06.tci-thaijo.org/index.php/jber/article/view/265984/178095>
- เบญจพร โมกขะเวส. (2565). อัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่ออัตราเงินปันผลตอบแทนและอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่ม SET 100. *วารสารสังคมศาสตร์เพื่อการพัฒนาท้องถิ่น มหาวิทยาลัยราชภัฏมหาสารคาม*, 6(4), 85-94. <https://so02.tci-thaijo.org/index.php/soc-rmu/article/view/256407/173810>
- สาริยา นวลถวิล และกุสุมา คำพิทักษ์. (2563). อัตราส่วนทางการเงินที่ส่งผลต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กลุ่มดัชนี sSET. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยปทุมธานี*, 12(1), 304-318. <https://so05.tci-thaijo.org/index.php/ptujournal/article/view/240735/165597>
- Akpadaoka, O. S., Farouk, M. A., Dang, D. Y., & Fodio, M. I. (2024). Does Profitability Moderate the Relationship Between the Leverage and Dividend Policy of Manufacturing Firms in Nigeria and South Africa?. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(12), 563. <https://doi.org/10.3390/jrfm17120563>
- Ali, N., Rehman, M. Z. U., Ashraf, B. N., & Shear, F. (2022). Corporate Dividend Policies during the COVID-19 Pandemic. *Economies*, 10(11), 263.
- Bank of Thailand. (2021). *Annual Report 2021*. Bank of Thailand. https://www.bot.or.th/content/dam/bot/documents/en/research-and-publications/reports/annual-report/AnnualReport2021_En.pdf
- Bank of Thailand. (2022). *Annual Report 2022*. Bank of Thailand. <https://www.bot.or.th/content/dam/bot/documents/en/research-and-publications/reports/annual-report/AnnualReport2022.pdf>
- Bekaert, G., & Harvey, C. R. (2003). Emerging markets finance. *Journal of Empirical Finance*, 10(1–2), 3–55.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and the “bird in the hand” fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10(1), 259–270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
- Caglayan, M., & Machokoto, M. (2024). The sensitivity of investment to internal and external funds: New emerging market evidence. *International Business and Finance*, 67. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102099>
- Demerjian, P. R. (2017). Uncertainty and debt covenants. *Review of Accounting Studies*, 22, 1156–1197. <https://doi.org/10.1007/s11142-017-9409-z>



- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>
- De Souza Junior, W. D., Hijazi, M. M., & Da Silva, T. P. (2024). Determinants of Dividend Payout Policy: More Evidence From Emerging Markets of G20 Bloc. *International Journal of Finance & Economics*. <https://doi.org/10.1002/ijfe.3111>
- 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. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate Data Analysis* (7th ed.). Pearson.
- Hinkle, D.E. (1998). *Applied Statistics for the Behavioral Sciences*. Boston: Houghton Mifflin.
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283–298. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.018>
- Kline, R.B. (2016). *Methodology in the Social Sciences. Principles and Practice of Structural Equation Modeling* (4th ed.). Guilford Press.
- Krieger, K., Mauck, N., & Pruitt S. W. (2021). The impact of the COVID-19 pandemic on dividends, *Finance Research Letters*, 42. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101910>
- MSCI Inc. (2025, January). *MSCI Market Classification Framework*. <https://www.msci.com/indexes/index-resources/market-classification>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Omokehinde, J. O., Abata, M. A., Russell, O., Migiro, S. O., & Somoye, C. (2017). Asymmetric Information and Volatility of Stock Returns in Nigeria. *Journal of Economics and Behavioral Studies*, 9(3), 220–231. [https://doi.org/10.22610/jeb.v9i3\(J\).1761](https://doi.org/10.22610/jeb.v9i3(J).1761)
- Rafique, M. (2012). Factors affecting dividend payout: Evidence from listed non-financial firms of Karachi Stock Exchange. *Business Management Dynamics*, 1(11), 76–92. <https://www.proquest.com/openview/2a955b3ed76bc1233c9f511619f98fbf/1?pq-origsite=gscholar&cbl=2050645>