



กำไร กระแสเงินสด อัตราเงินปันผล และอัตราผลตอบแทนของอุตสาหกรรมบริการ:  
การศึกษาเชิงประจักษ์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย  
Earnings, Cash Flows, Dividend Yield and Stock Returns of Service Industry:  
An Empirical Evidence From Stock Exchange of Thailand

ธีรพรรณ อังภากรณ์

คณะกรรมการบัญชีและการจัดการ มหาวิทยาลัยมหาสารคาม

ตำบลขามเรียง อำเภอกันทรวิชัย จังหวัดมหาสารคาม 44150

Teerapan Ungphakorn

Maharakham Business School, Maharakham University

Khamriang, Kantarawichai, Maharakham 44150

Email : teerapan.u@acc.msu.ac.th

#### บทคัดย่อ

การศึกษานี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ของกำไร กระแสเงินสด และอัตราเงินปันผลที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมบริการ โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสระหว่างปี พ.ศ. 2558-2562 และประมาณค่าความสัมพันธ์ด้วยวิธี Pooled OLS, Fixed Effect และ Random Effect โดยพิจารณาความสัมพันธ์ทั้งในรูปแบบสมมาตรและไม่สมมาตร ผลการศึกษาพบว่าหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีอัตราผลตอบแทนเฉลี่ยร้อยละ -0.57 ต่อไตรมาส อัตราส่วนกำไรต่อราคา -0.0007 เท่า อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคา 0.0186 เท่า และอัตราการจ่ายเงินปันผล ร้อยละ 1.93 ผลการศึกษาพบว่ามีเพียงปัจจัยการจ่ายเงินปันผลที่มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ขนาดของหลักทรัพย์ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมของการศึกษาในครั้งนี้ มีผลกระทบเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ เมื่อพิจารณาแยกตามหมวดธุรกิจ พบว่าอัตราเงินปันผลมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในทุกหมวดธุรกิจยกเว้นหลักทรัพย์ในหมวดการบริการธุรกิจเฉพาะ อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคามีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในหมวดสื่อและสิ่งพิมพ์

**คำสำคัญ :** กำไร กระแสเงินสด อัตราเงินปันผล



## Abstract

This study investigates effect of earnings, cash flows and dividend yield on returns of stocks in service industry using quarterly data between 2015-2019 and estimates relationship using Pooled OLS, Fixed Effect and Random Effect regressions, considering both symmetric and asymmetric relationships. Results reveal that, on average, returns of stocks in service industry was -0.57% per quarter, earnings-to-price ratio was -0.0007, cash flows-to-price ratio was 0.0186 and dividend yield was 1.93%. Results on both symmetric and asymmetric relationships show that dividend yield is statistically negatively affect stock returns. In addition, size, which is a controlled variable, is positively affect stock returns. When business sector is taking into account, dividend yield is still only a factor that impact stock returns for all business sectors except for professional services sector. Also, cash flows-to-price ratio negatively affects stock returns for media and publishing sector.

**Keywords :** Earnings, Cash Flows, Dividend Yield

## บทนำ

สภาพสังคมในปัจจุบันที่เปลี่ยนแปลงไป ทำให้ผู้คนในปัจจุบันหันมาให้ความสำคัญกับการลงทุนและการวางแผนการเงินมากขึ้น ประกอบกับในปัจจุบันที่เครื่องมือทางการเงินมีความหลากหลายมากขึ้น และข้อมูลข่าวสารเกี่ยวกับการลงทุนมีความรวดเร็ว ครบถ้วน ทำให้การลงทุนในตลาดทุนได้รับความนิยมมากยิ่งขึ้น ส่งผลทำให้นักลงทุนส่วนใหญ่พยายามแสวงหาข้อมูลต่าง ๆ เพื่อนำมาใช้ในการตัดสินใจลงทุน จากการทบทวนวรรณกรรม กำไร กระแสเงินสด และการจ่ายเงินปันผลของกิจการ เป็นข้อมูลที่มีบทบาทสำคัญต่อการตัดสินใจลงทุน เนื่องจากแสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการดำเนินธุรกิจและโอกาสในการเติบโตในอนาคต อันจะส่งผลโดยตรงต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ (Fama and French, 2012)

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีบทบาทหน้าที่ในการส่งเสริมการออม ระดมเงินทุนระยะยาว และอำนวยความสะดวกในการซื้อขายหลักทรัพย์ ตลอดเวลาหลายสิบปีที่ผ่านมาตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีบทบาทต่อการลงทุนและการระดมทุนในประเทศไทยเป็นอย่างมาก ในปัจจุบัน ประเทศไทยมีมูลค่าตลาดของตลาดหลักทรัพย์ไทยสูงถึง 123% ของผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) และตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยมีมูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาดสูงเป็นอันดับที่ 2 ใน ASIAN-5 อีกทั้งยังมีสภาพคล่องสูงที่สุดใน ASIAN-5 ด้วยเช่นกัน<sup>1</sup> (SET, 2020a)



ในปัจจุบัน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยได้มีการจัดกลุ่มอุตสาหกรรมตามลักษณะการสร้างรายได้ไว้เป็น 8 กลุ่มโครงสร้างอุตสาหกรรม ได้แก่ กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร กลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค กลุ่มธุรกิจการเงิน กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง กลุ่มทรัพยากร กลุ่มบริการ และกลุ่มเทคโนโลยี (SET, 2020b)

กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (Service Industry) เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมสำหรับบริษัทที่ประกอบธุรกิจที่ให้บริการในด้านต่าง ๆ ยกเว้นการให้บริการด้านการเงินและข้อมูลสารสนเทศเทคโนโลยี และเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีบทบาทที่สำคัญกับตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นอย่างมาก อันจะเห็นได้จากการที่มีสัดส่วนของจำนวนบริษัทและสัดส่วนมูลค่าตลาดสูงสุดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

โดยจากข้อมูลในเดือน เมษายน พ.ศ.2563 พบว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย มีจำนวนบริษัทที่จดทะเบียนทั้งสิ้น 555 บริษัท มูลค่าตลาด 14,450 พันล้านบาท (ไม่รวมบริษัทในตลาด เอ็ม เอ ไอ) โดยกลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีจำนวนบริษัททั้งสิ้น 116 บริษัท (ร้อยละ 20.90) และมีมูลค่าตลาด 3,987 พันล้านบาท (ร้อยละ 27.59) (SET, 2020c) อย่างไรก็ตามบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการต้องเผชิญกับความท้าทายที่สูงมากอันเนื่องมาจากปัจจัยที่คาดไม่ถึงหลายประการ ได้แก่ สงครามการค้า การเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันดิบโลก การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก รวมถึงโรคระบาด Covid-19

ด้วยเหตุผลดังกล่าว ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ของกำไร กระแสเงินสด และอัตราเงินปันผล ที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ โดยผลที่ได้จากการศึกษาในครั้งนี้จะเป็นประโยชน์แก่นักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน เป็นข้อมูลให้กับกิจการในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการในการวางแผนกำหนดนโยบายในการดำเนินธุรกิจ รวมถึงเป็นข้อมูลเสนอแนะให้กับองค์กรในส่วนการกำกับดูแลในการกำหนดรูปแบบการนำเสนอข้อมูลเพื่อใช้ในการตัดสินใจของนักลงทุนต่อไป

### วัตถุประสงค์การวิจัย

1. เพื่อศึกษาอัตราส่วนกำไรต่อราคา อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคา อัตราเงินปันผล และอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
2. เพื่อศึกษาผลกระทบของอัตราส่วนกำไรต่อราคา อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคา และอัตราเงินปันผลที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยทั้งในรูปแบบสมมาตรและไม่สมมาตร
3. เพื่อศึกษาความแตกต่างของผลกระทบของอัตราส่วนกำไรต่อราคา อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคา และอัตราเงินปันผลที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ของแต่ละหมวดธุรกิจในอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย



### ทบทวนวรรณกรรม

ผลตอบแทน (Returns) เป็นผลประโยชน์ที่ได้กลับมาจากการลงทุนเพื่อชดเชยต้นทุนค่าเสียโอกาส (Opportunity Cost) ในการนำเงินลงทุนไปใช้ประโยชน์ในด้านอื่น ๆ และการสูญเสียอำนาจซื้ออันเนื่องมาจากระดับราคาที่สูงขึ้น (Inflation) ผลตอบแทนจากการลงทุนเกิดจากองค์ประกอบ 2 ส่วนหลัก ได้แก่เงินปันผล (Dividend) และส่วนต่างราคา (Capital Gain) ตัวแบบในการประเมินอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่นิยมใช้อย่างกว้างขวางได้แก่ Capital Asset Pricing Model (CAPM) ได้อธิบายว่าปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์คือความเสี่ยงที่เป็นระบบหรือค่าเบต้าของหลักทรัพย์นั้น ๆ อย่างไรก็ตาม ได้มีข้อโต้แย้งจำนวนมากว่ายังมีปัจจัยพื้นฐานอื่น ๆ สามารถนำมาใช้ในการอธิบายผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ ยกตัวอย่างเช่น ขนาดของกิจการ และผลการดำเนินงาน และการจ่ายเงินปันผล เป็นต้น (Ross et al. 2010)

กำไร (Earnings) เป็นผลการดำเนินงานทางการเงินของกิจการซึ่งเป็นปัจจัยที่มีบทบาทสำคัญประการหนึ่งในการกำหนดราคาของหลักทรัพย์ ดังนั้น อัตรากำไรที่มีผลจึงส่งผลในทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ การทบทวนวรรณกรรมในอดีตที่เกี่ยวข้องพบความสัมพันธ์ในทิศทางบวกระหว่างอัตรากำไรและอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ Ball (1978) และ Basu (1983) ระบุว่าอัตราส่วนกำไรต่อราคาสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ โดยหลักทรัพย์ที่มีอัตราส่วนกำไรต่อราคาในระดับสูงจะมีอัตราผลตอบแทนในระดับสูงด้วย Hou et al. (2011) ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ใน 49 ประเทศและพบว่าอัตราส่วนกำไรต่อราคาและอัตราผลตอบแทนในอดีต สามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในภาพรวมได้ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาของ Sun et al. (2014) ที่ใช้ข้อมูลจาก 41 ประเทศระหว่างปี 1980-2010 และพบว่าในประเทศส่วนมาก บริษัทที่มีกำไรสูงจะมีอัตราผลตอบแทนในระดับที่สูง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศที่ตลาดข้อจำกัดด้านข้อมูลระดับต่ำ เช่น สหรัฐอเมริกา เป็นต้น

กระแสเงินสด (Cash Flows) เป็นผลการดำเนินงานทางการเงินซึ่งปรับด้วยค่าใช้จ่ายที่ไม่ใช่เงินสด ดังนั้น กระแสเงินสดจึงเป็นผลการดำเนินงานที่สะท้อนถึงตัวเงินจริงๆ ของกิจการ กระแสเงินสดจึงส่งผลในทางบวกต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์เช่นเดียวกับอัตรากำไร อย่างไรก็ตาม ได้มีข้อโต้แย้งว่ากระแสเงินสดมีความสามารถในการอธิบายผลตอบแทนได้ดีกว่ากำไร Charitou et al. (2010) ได้เปรียบเทียบผลกระทบของกำไรและกระแสเงินสดที่มีต่ออัตราผลตอบแทนในประเทศสหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร และฝรั่งเศส พบว่ากำไรสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในประเทศฝรั่งเศสได้ดีกว่ากระแสเงินสด ในขณะที่ในประเทศสหราชอาณาจักรและสหรัฐอเมริกากระแสเงินสดสามารถอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ได้ดีกว่า Gharghori et al. (2009) พบความสัมพันธ์เชิงบวกของกระแสเงินสดกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในประเทศออสเตรเลีย สอดคล้องกับการศึกษาของ Heaney et al. (2016) ซึ่งศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนในประเทศออสเตรเลียและพบความสัมพันธ์ในทิศทางบวกของอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคากับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ทั้งในช่วงก่อนและหลังการเกิดวิกฤติเศรษฐกิจ นอกจากนี้การศึกษา



ของ Foerster et al. (2017) ได้ระบุว่าหลักทรัพย์ที่มีกระแสเงินสดที่มากจะมีอัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงในระดับที่สูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีกระแสเงินสดน้อย

นโยบายการจ่ายเงินปันผลเป็นประเด็นสำคัญอีกประการหนึ่งที่ได้มีการศึกษาอย่างกว้างขวาง Lintner (1956) และ Gordon (1959) ได้เสนอทฤษฎี Bird-in-the-hand ซึ่งได้ระบุว่านักลงทุนชอบรับเงินปันผลในวันนี้มากกว่ากำไรจากการขายหลักทรัพย์ในอนาคต ดังนั้น การจ่ายเงินปันผลจึงส่งผลทำให้มูลค่าของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น Maio and Santa-Clara (2015) ระบุว่าอัตราเงินปันผลมีผลต่ออัตราการเติบโตของเงินปันผลและอัตราผลตอบแทนในอนาคต

แม้ว่าการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ส่วนใหญ่จะใช้ข้อมูลในตลาดที่พัฒนาแล้ว (Developed markets) แต่ยังคงมีการศึกษาจำนวนหนึ่งที่ได้ทำการศึกษาโดยใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ในประเทศกลุ่มตลาดเกิดใหม่ Hahn and Yoon (2016) ได้ระบุว่าขนาดของกิจการ อัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อตลาด อัตราส่วนกำไรต่อราคา เป็นปัจจัยในการอธิบายราคาของหลักทรัพย์ในประเทศเกาหลีใต้ ในระหว่างปี 1992-2012 Arslan and Zaman (2014) ศึกษาผลกระทบของอัตราเงินปันผล และอัตราส่วนกำไรต่อราคาที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในประเทศปากีสถาน พบว่าอัตราส่วนราคาต่อกำไร และขนาดของกิจการมีผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ในขณะที่อัตราเงินปันผลมีอัตราผลตอบแทนในเชิงลบ Abadi and Silva (2019) ระบุว่าขนาดของกิจการ อัตราส่วนมูลค่าบัญชีต่อมูลค่าตลาด และกำไร เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดราคาของหลักทรัพย์ในประเทศกลุ่มตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ (MENA)

สำหรับในประเทศไทย ธวัชชัย วรสุนทร และอุษณา แจ็งคล้าย (2558) พบว่ากระแสเงินสดอิสระมีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ ในขณะที่มูลค่าตลาดมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ โดยได้ระบุว่าความสัมพันธ์เชิงลบระหว่างอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์และกระแสเงินสดอิสระเป็นผลเนื่องจากปัญหาต้นทุนตัวแทน วาทิต อินทุลักษณะ และชาคริต ศรีสกุล (2561) ศึกษาปัจจัยทางด้านเศรษฐศาสตร์ที่มีผลต่อดัชนีราคาในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ พบว่า อัตราเงินปันผลและมูลค่าตลาดของหลักทรัพย์มีผลต่อผลตอบแทนในทิศทางลบ ผลการศึกษาดังกล่าวไม่สอดคล้องกับกัลยานี ภาคอัด และชยงการ ภมรมาส (2561) ที่ได้ระบุว่า การจ่ายเงินปันผลไม่มีผลกระทบต่อผลตอบแทนของหุ้นสามัญในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ณัฐพล วชิรมนตรี และธัญวรรณ์ สุวรรณะ (2562) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนการเงินและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์รวม อัตราส่วนราคาต่อกำไร และอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าบัญชี มีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในทิศทางบวก ในขณะที่กำไรต่อหุ้นมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนในทิศทางตรงกันข้าม

จากการทบทวนวรรณกรรมจะเห็นได้ว่าปัจจัยด้านกำไร กระแสเงินสด และเงินปันผลมีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามการศึกษาเกี่ยวกับปัจจัยเหล่านี้ในประเทศไทยยังอยู่ในวงที่



จำกัด ด้วยเหตุผลดังกล่าว ผู้วิจัยจึงสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ของกำไร กระแสเงินสด และอัตราเงินปันผลที่มีต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ซึ่งเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีบทบาทและความสำคัญต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นอย่างมาก โดยสรุปเป็นสมมติฐานการวิจัยดังต่อไปนี้

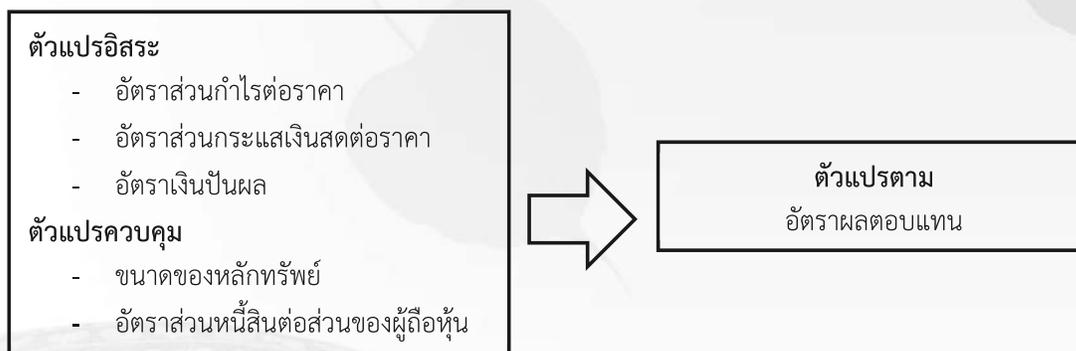
$H_{01}$  : อัตราส่วนกำไรต่อราคามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

$H_{02}$  : อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคามีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

$H_{03}$  : อัตราเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์

### กรอบแนวคิด

จากการทบทวนวรรณกรรม กรอบแนวคิดการศึกษาค้นคว้านี้ แสดงในภาพที่ 1



ภาพที่ 1 กรอบแนวคิดการวิจัย

### วิธีการวิจัย

ประชากรและกลุ่มตัวอย่างของการศึกษาค้นคว้านี้คือ หุ้นสามัญของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ระหว่างปี พ.ศ.2558-2562 รวมทั้งสิ้น 125 หลักทรัพย์ โดยใช้ข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary Data) จากฐานข้อมูลตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SETSMART) และเก็บรวบรวมข้อมูลเป็นรายไตรมาส ตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ปี พ.ศ. 2558 ถึง ไตรมาสที่ 4 ปี พ.ศ. 2562 รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 20 ไตรมาส และมีรายละเอียดของการเก็บรวบรวมข้อมูลดังนี้

1. ตัวแปรตาม ได้แก่ อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ( $R_t$ ) คำนวณจากอัตราผลตอบแทนแบบต่อเนื่อง (Continuous Return) ซึ่งได้มาจากสมการดังนี้

$$R_t = \ln \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} \right)$$

กำหนดให้  $P_t$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ เวลา t

$P_{t-1}$  = ราคาปิดของหลักทรัพย์ ณ เวลา t-1



2. ตัวแปรอิสระ คำนวณหาได้ดังนี้

- อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคา (CP)

$$CP = \frac{NCF}{P}$$

กำหนดให้ NCF = กระแสเงินสดสุทธิซึ่งเกิดจากกำไรสุทธิบวกค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย

P = ราคาปิดของหลักทรัพย์

- อัตราส่วนกำไรต่อราคา (EP)

$$EP = \frac{EPS}{P}$$

กำหนดให้ EPS = กำไรสุทธิต่อหุ้นของหลักทรัพย์

P = ราคาปิดของหลักทรัพย์

- อัตราเงินปันผล (DP)

$$DP = \frac{DPS}{P}$$

กำหนดให้ DPS = เงินปันผลต่อหุ้น

P = ราคาปิดของหลักทรัพย์

3. ตัวแปรควบคุม คำนวณหาได้ดังนี้

- ขนาดของหลักทรัพย์ (LnSize) คำนวณหาได้จาก Natural Logarithm ของมูลค่าตลาดรวม ณ วันสิ้นงวด

$$\text{LnSize} = \ln(\text{MV})$$

กำหนดให้ MV = มูลค่าตลาดของหลักทรัพย์ ณ วันสิ้นงวด

- อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE)

$$DE = \frac{\text{DEBT}}{\text{EQUITY}}$$

กำหนดให้ DEBT = หนี้สินรวม

EQUITY = มูลค่าตามบัญชีของส่วนของผู้ถือหุ้น

การวิเคราะห์ข้อมูลในครั้งนี้ใช้วิธีการวิเคราะห์ข้อมูลแบบพาแนล (Panel data analysis) โดยมีแบบจำลองดังต่อไปนี้

$$R_{it} = \alpha_0 + \beta_1 EP_{it} + \beta_2 CP_{it} + \beta_3 DP_{it} + \beta_4 \text{LnSize}_{it} + \beta_5 DE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$R_{it}$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t

$EP_{it}$  = อัตราส่วนกำไรต่อราคาของหลักทรัพย์ i ณ เวลา t



- $CP_{it}$  = อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคาของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$   
 $DP_{it}$  = อัตราเงินปันผลของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$   
 $LnSize_{it}$  = ขนาดของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$   
 $DE_{it}$  = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$

Hou et al. (2011) ได้ระบุว่าความสัมพันธ์ของกำไร กระแสเงินสด และเงินปันผลอาจมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทน ในรูปแบบไม่สมมาตร (Asymmetric Relationship) และได้นำตัวแปรหุ่นมาใช้เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ในรูปแบบไม่สมมาตร ด้วยเหตุผลดังกล่าวการศึกษาในครั้งนี้จึงได้แบบจำลองของ Hou et al. (2011) มาประยุกต์ใช้เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ในรูปแบบไม่สมมาตร ดังสมการ

$$R_{it} = \alpha_0 + \beta_1 EPPLUS_{it} + \beta_2 EPDUM_{it} + \beta_3 CPPLUS_{it} + \beta_4 CPDUM_{it} + \beta_5 DPPLUS_{it} + \beta_6 DPDUM_{it} + \beta_7 LnSize_{it} + \beta_8 DE_{it} + \varepsilon_{it}$$

- $R_{it}$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$   
 $EPPLUS_{it}$  = อัตราส่วนกำไรต่อราคาของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$  เฉพาะที่มีค่าเป็นบวก และมีค่าเท่ากับ 0 กรณีมีค่าเป็นลบ  
 $EPDUM_{it}$  = ตัวแปรหุ่นของอัตราส่วนกำไรต่อราคาของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$  มีค่าเท่ากับ 1 กรณีอัตราส่วนกำไรต่อราคาเป็นลบ และมีค่าเท่ากับ 0 หากมีค่าเป็นอื่น ๆ  
 $CPPLUS_{it}$  = อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคาของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$  เฉพาะที่มีค่าเป็นบวก และมีค่าเท่ากับ 0 กรณีมีค่าเป็นลบ  
 $CPDUM_{it}$  = ตัวแปรหุ่นของอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคาของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$  มีค่าเท่ากับ 1 กรณีอัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคาเป็นลบ และมีค่าเท่ากับ 0 หากมีค่าเป็นอื่น ๆ  
 $DPPLUS_{it}$  = อัตราเงินปันผลของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$  เฉพาะที่มีค่าเป็นบวก และมีค่าเท่ากับ 0 กรณีไม่จ่ายเงินปันผล  
 $DPDUM_{it}$  = ตัวแปรหุ่นของอัตราเงินปันผลของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$  มีค่าเท่ากับเท่ากับ 1 กรณีไม่จ่ายเงินปันผล และมีค่าเท่ากับ 0 กรณีเป็นอื่น ๆ  
 $LnSize_{it}$  = ขนาดของหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$   
 $DE_{it}$  = อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสามัญหลักทรัพย์  $i$  ณ เวลา  $t$

#### ผลการวิจัย

ตารางที่ 1 แสดงข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้ พบว่า ในระหว่างปี 2558-2562 กลุ่มอุตสาหกรรมบริการมีอัตราผลตอบแทน (Return) เฉลี่ยเท่ากับ -0.0057 (หรือ -0.57%) ต่อไตรมาส



อัตราส่วนกำไรต่อราคา (EP) เฉลี่ยเท่ากับ -0.0007 เท่า อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคา (CP) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0186 เท่า อัตราเงินปันผล (DP) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 0.0193 (หรือ 1.93%) ต่อปี Natural Logarithm ของมูลค่าตลาด (lnSize) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 22.7122 และอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (DE) มีค่าเฉลี่ยเท่ากับ 1.8127 เท่า เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้เป็นข้อมูลแบบพหุภาค ผู้วิจัยจึงได้ทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Stationary) โดยใช้วิธี Fisher-type test (Choi, 2001) พบว่าทุกตัวแปรมีความนิ่งในระดับ I(0) หรือที่ระดับ level ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ 0.01 ดังนั้นข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์จึงไม่ก่อให้เกิดปัญหาการไม่ใช่ความสัมพันธ์ที่แท้จริง (Spurious Regression)<sup>2</sup>

ตารางที่ 1 ข้อมูลเชิงพรรณนาของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

|        | Mean    | Std. Dev. | Min      | Max      |
|--------|---------|-----------|----------|----------|
| Return | -0.0057 | 0.1790    | -0.9497  | 1.4485   |
| EP     | -0.0007 | 0.0635    | -1.2857  | 0.9024   |
| CP     | 0.0186  | 0.4562    | -16.5039 | 8.7967   |
| DP     | 0.0193  | 0.0208    | 0.0000   | 0.1786   |
| lnSize | 22.7122 | 1.6875    | 17.8500  | 27.7000  |
| DE     | 1.8127  | 14.3821   | 0.0100   | 408.5200 |

ตารางที่ 2 ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา

|        | Return  | EP      | CP      | DP      | lnSize  | DE |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|----|
| Return | 1       |         |         |         |         |    |
| EP     | 0.0640  | 1       |         |         |         |    |
| CP     | 0.0185  | 0.1694  | 1       |         |         |    |
| DP     | -0.1310 | 0.1769  | 0.0075  | 1       |         |    |
| lnSize | 0.1369  | 0.1119  | 0.0271  | -0.0230 | 1       |    |
| DE     | -0.0829 | -0.2953 | -0.0105 | -0.0673 | -0.0774 | 1  |

ตารางที่ 2 แสดงการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ผลการศึกษาพบว่าค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ (Coefficient of Correlation) มีค่าระหว่าง -0.1310 ถึง 0.1769 จึงสรุปได้ว่าไม่มีตัวแปรใดที่มีความสัมพันธ์กันในระดับสูงในระดับที่จะก่อให้เกิดปัญหาภาวะร่วมพหุเชิงเส้น (Multicollinearity)

ตารางที่ 3 แสดงผลการประมาณค่าความสัมพันธ์ด้วยวิธี Pooled OLS, Fixed Effect Model และ Random Effect Model เนื่องจากข้อมูลที่ใช้ในการศึกษาในครั้งนี้เป็นข้อมูลที่มีลักษณะพหุภาค (Panel data)

<sup>2</sup> ผลการทดสอบ Panel Unit Root ของตัวแปรที่ใช้ในการศึกษา ไม่ระบุในบทความนี้ ผู้สนใจสามารถติดต่อขอข้อมูลเพิ่มเติมได้



จึงใช้ การทดสอบ Hausman Test เพื่อเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมระหว่าง Fixed Effect และ Random Effect โดยมีสมมติฐานหลัก ( $H_0$ ) ในการทดสอบคือ แบบจำลอง Random Effect มีความเหมาะสม และผลการทดสอบพบว่า  $\text{Chi}^2(5) = 154.56$  (Prob=0.0000) จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และเมื่อเปรียบเทียบแบบจำลอง Fixed Effect กับ แบบจำลอง Pooled OLS จะเห็นได้ว่า F-Statistics ของ Fixed Effect มีค่าสูงกว่า ดังนั้น แบบจำลองที่เหมาะสมคือแบบจำลอง Fixed Effect

การประมาณค่าด้วยวิธี Fixed Effect พบว่าอัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเท่ากับ -0.0205 หมายความว่าหากอัตราเงินปันผลเพิ่มขึ้น 1 เท่า จะทำให้อัตราผลตอบแทนลดลงร้อยละ 0.0205 นอกจากนี้ยังพบว่าอัตราผลตอบแทนมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับตัวแปรควบคุมขนาดของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมีค่าเท่ากับ 0.14 กล่าวคือเมื่อขนาดของหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 1 เท่า จะส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนเพิ่มขึ้นร้อยละ 0.14

ตารางที่ 3 ผลการประมาณค่าความสัมพันธ์ด้วยวิธี Pooled OLS, Fixed Effect และ Random Effect

|                       | Pooled OLS  |       | Fixed Effect |       | Random Effect             |       |
|-----------------------|-------------|-------|--------------|-------|---------------------------|-------|
|                       | Coefficient | S.E.  | Coefficient  | S.E.  | Coefficient               | S.E.  |
| EP                    | 0.1821**    | 0.080 | -0.0125      | 0.083 | 0.1310                    | 0.081 |
| CP                    | 0.0024      | 0.009 | 0.0053       | 0.009 | 0.0027                    | 0.009 |
| DP                    | -0.0152***  | 0.002 | -0.0205***   | 0.003 | -0.0152***                | 0.002 |
| LnSize                | 0.0131***   | 0.002 | 0.1400***    | 0.013 | 0.0167***                 | 0.003 |
| DE                    | -0.0010***  | 0.000 | -0.0004      | 0.000 | -0.0009***                | 0.000 |
| Constant              | -0.2778***  | 0.055 | -3.1484***   | 0.300 | -0.3555***                | 0.071 |
| F/Wald $\text{Chi}^2$ | F= 18.05    |       | F= 42.67     |       | Wald $\text{Chi}^2=93.92$ |       |
| R-Square              | 0.0421      |       | 0.0252       |       | 0.0436                    |       |

หมายเหตุ : \*, \*\*, \*\*\* แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.1, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

ตารางที่ 4 แสดงผลการประมาณค่าความสัมพันธ์ในรูปแบบไม่สมมาตร (Asymmetric Relationship) กล่าวคือนำตัวแปรหุ่นมาใช้เพื่อแยกการพิจารณาอัตรากำไรต่อราคาและอัตรากระแสเงินสดต่อราคาเป็นสองกลุ่มคือกลุ่มที่ค่าเป็นบวกกับกลุ่มที่มีค่าเป็นลบ รวมถึงแยกพิจารณาอัตราเงินปันผลเป็นกลุ่มที่มีและไม่มี การจ่ายเงินปันผล



การทดสอบ Hausman Test เพื่อเลือกแบบจำลองที่เหมาะสมระหว่าง Fixed Effect และ Random Effect พบว่า  $Chi^2(8) = 146.51$  (Prob=0.0000) ดังนั้น จึงปฏิเสธสมมติฐานหลัก และสรุปว่าแบบจำลองที่เหมาะสมคือแบบจำลอง Fixed Effect

ตารางที่ 4 ผลการประมาณค่าความสัมพันธ์ในรูปแบบไม่สมมาตรด้วยวิธี Pooled OLS, Fixed Effect และ Random Effect

|                         | Pooled OLS  |       | Fixed Effect |       | Random Effect                 |       |
|-------------------------|-------------|-------|--------------|-------|-------------------------------|-------|
|                         | Coefficient | S.E.  | Coefficient  | S.E.  | Coefficient                   | S.E.  |
| EP_PLUS                 | -0.4509***  | 0.164 | -0.1098      | 0.172 | -0.4461***                    | 0.166 |
| EP_DUM                  | -0.0598***  | 0.013 | -0.0101      | 0.016 | -0.0548***                    | 0.014 |
| CP_PLUS                 | -0.0059     | 0.014 | 0.0032       | 0.014 | -0.0061                       | 0.015 |
| CP_DUM                  | -0.0222     | 0.017 | -0.0066      | 0.019 | -0.0221                       | 0.018 |
| DP_PLUS                 | -0.0136***  | 0.002 | -0.0128***   | 0.004 | -0.0146***                    | 0.003 |
| DP_DUM                  | 0.0109      | 0.013 | 0.0784***    | 0.020 | 0.0134                        | 0.014 |
| LnSize                  | 0.0084***   | 0.003 | 0.1509***    | 0.014 | 0.0110***                     | 0.003 |
| DE                      | -0.0010***  | 0.000 | -0.0003      | 0.000 | -0.0010***                    | 0.000 |
| Constant                | -0.1493**   | 0.067 | -3.4271***   | 0.320 | -0.2096                       | 0.077 |
| F/Wald Chi <sup>2</sup> | F= 15.82    |       | F= 28.89     |       | Wald Chi <sup>2</sup> =121.16 |       |
| R-Square                | 0.0575      |       | 0.0247       |       | 0.0608                        |       |

หมายเหตุ : \*, \*\*, \*\*\* แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.1, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

การประมาณค่าด้วยวิธี Fixed Effect ในตารางที่ 4 พบว่าอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ โดยเมื่อพิจารณากิจการที่จ่ายและไม่จ่ายเงินปันผล (DP\_DUM) ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมีค่าเท่ากับ 0.0784 แสดงว่า หลักทรัพย์ที่ไม่จ่ายเงินปันผลจะให้อัตราผลตอบแทนสูงกว่าหลักทรัพย์ที่จ่ายเงินปันผลร้อยละ 0.0784 และหากพิจารณาเฉพาะหลักทรัพย์ที่จ่ายเงินปันผล (DP\_PLUS) ค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยมีค่าเท่ากับ -0.0128 แสดงว่าเมื่อมีอัตราเงินปันผลเพิ่มขึ้น อัตราผลตอบแทนจะลดลงเท่ากับร้อยละ 0.0128 นอกจากนี้ยังพบว่าตัวแปรควบคุมขนาดของหลักทรัพย์ (LnSize) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ

กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ ได้ถูกจำแนกออกเป็น 6 หมวดธุรกิจย่อย ได้แก่หมวดพาณิชย์ หมวดการแพทย์ หมวดสื่อและสิ่งพิมพ์ หมวดการบริการเฉพาะกิจ หมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ และหมวดขนส่งและโลจิสติกส์ ซึ่งจะเห็นได้ว่ารูปแบบการดำเนินธุรกิจมีความแตกต่างกันค่อนข้างมาก ดังนั้นปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนอาจจะมีความแตกต่างกันตามไปด้วย ด้วยเหตุผลดังกล่าวการศึกษาในครั้งนี้จึงแยก



พิจารณาความสัมพันธ์เป็นรายหมวดธุรกิจ ตารางที่ 5 แสดงผลการประมาณค่าความสัมพันธ์จำแนกตามหมวดธุรกิจโดยใช้การประมาณค่าความสัมพันธ์แบบ Fixed Effect

ผลการประมาณค่าในตารางที่ 5 พบว่า อัตราเงินปันผลมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ และตัวแปรควบคุมขนาดของหลักทรัพย์มีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติในทุกหมวดธุรกิจยกเว้นหมวดการบริการเฉพาะกิจ นอกจากนี้ว่ากระแสเงินสดมีความสัมพันธ์ในเชิงลบกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในธุรกิจสื่อและสิ่งพิมพ์ ขณะที่อัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์เชิงบวกในกลุ่มธุรกิจท่องเที่ยวและสันทนาการ

ตารางที่ 5 ผลการประมาณค่าความสัมพันธ์จำแนกตามหมวดธุรกิจ

|          | พาณิชย์               | การแพทย์              | สื่อและสิ่งพิมพ์      | บริการเฉพาะกิจ     | ท่องเที่ยวและ<br>สันทนาการ | ขนส่งและ<br>โลจิสติกส์ |
|----------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|--------------------|----------------------------|------------------------|
| EP       | 0.8189<br>(0.800)     | 0.8884<br>(1.718)     | 0.4394<br>(0.293)     | 2.8502<br>(4.324)  | -0.0797<br>(0.455)         | -0.0119<br>(0.103)     |
| CP       | -0.0284<br>(0.027)    | 0.1186<br>(0.084)     | -0.5112**<br>(0.249)  | -2.6898<br>(4.251) | 0.0198<br>(0.016)          | 0.0060<br>(0.011)      |
| DP       | -0.0235***<br>(0.006) | -0.0789***<br>(0.016) | -0.0136***<br>(0.004) | 0.0219<br>(0.022)  | -0.0297***<br>(0.011)      | -0.0244***<br>(0.007)  |
| LnSize   | 0.1271***<br>(0.028)  | 0.0946**<br>(0.044)   | 0.0849***<br>(0.022)  | 0.1278<br>(0.121)  | 0.2155***<br>(0.048)       | 0.1845***<br>(0.032)   |
| DE       | 0.0153<br>(0.011)     | 0.0636<br>(0.053)     | -0.0002<br>(0.002)    | -0.2399<br>(0.291) | 0.0271**<br>(0.014)        | 0.0016<br>(0.004)      |
| Constant | -2.9395***<br>(0.672) | -2.0948**<br>(1.032)  | -1.8601***<br>(0.491) | -2.6538<br>(2.699) | -4.7993***<br>(1.083)      | -4.1992***<br>(0.736)  |
| R-Square | 0.0402                | 0.0131                | 0.0238                | 0.1341             | 0.0055                     | 0.0324                 |

หมายเหตุ : 1. ค่าในวงเล็บคือค่า Standard Errors

2. \*, \*\*, \*\*\* แสดงนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.1, 0.05 และ 0.01 ตามลำดับ

### สรุปผลการวิจัยและอภิปรายผล

การศึกษานี้ปฏิเสธสมมติฐาน  $H_01-H_03$  กล่าวคือจากการศึกษาความสัมพันธ์ทั้งในรูปแบบสมมาตรและ  
ไม่สมมาตรพบว่าอัตราเงินปันผลมีความสัมพันธ์กับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในทิศทางลบอย่างมี  
นัยสำคัญทางสถิติ กล่าวคือพบว่ากิจการที่ไม่มีการจ่ายเงินปันผลจะมีอัตราผลตอบแทนในระดับที่สูงกว่ากิจการ  
ที่จ่ายเงินปันผล และเมื่อพิจารณาอัตราเงินปันผลจะพบว่า การจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นจะมีอัตราผลตอบแทน  
ต่ำลง ผลการศึกษาในครั้งนี้สอดคล้องกับการศึกษาของ Arslan and Zaman (2014) ที่ใช้ข้อมูลหลักทรัพย์ของ



ประเทศปากีสถาน และการศึกษาในประเทศไทยโดยวาทิต อินทุลักษณ์ และชาคริต ศรีสกุล (2561) และวิไลวรรณ ภาณุวิศิษฐ์แสง และศุภเจตน์ จันทร์สาส์น (2561) ซึ่งได้ระบุว่าอัตราเงินปันผลสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานของกิจการ แต่เมื่อมีการประกาศจ่ายเงินปันผลส่งผลกระทบต่อราคาปรับตัวลดลงตาม จึงส่งผลให้อัตราผลตอบแทนมีระดับที่สูงขึ้น

นอกจากนี้การศึกษาในครั้งนี้ยังพบความสัมพันธ์ในทิศทางบวกระหว่างขนาดของหลักทรัพย์ซึ่งเป็นตัวแปรควบคุมกับอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ ซึ่งสอดคล้องกับการศึกษาในประเทศปากีสถานของ Arslan and Zaman (2014) ซึ่งแตกต่างจากผลการศึกษาในประเทศที่พัฒนาแล้วจำนวนมากที่ได้รับบ่งชี้ส่วนชดเชยความเสี่ยงอันเกิดจากหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก (เช่น Heaney et al. (2016)) ทั้งนี้อาจจะเป็นผลเนื่องมาจากตลาดเกิดใหม่เป็นตลาดที่มีประสิทธิภาพในระดับต่ำกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับตลาดที่พัฒนาแล้ว ดังนั้นนักลงทุนจึงสามารถเข้าถึงข้อมูลในหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ได้ง่ายมากกว่าหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก รวมถึงความมั่นคง และสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนในระยะยาวได้สูงกว่าหลักทรัพย์ที่มีขนาดเล็ก

เมื่อพิจารณาจำแนกตามหมวดธุรกิจ จะเห็นว่าปัจจัยด้านอัตราเงินปันผล ยังคงเป็นปัจจัยหลักในการอธิบายอัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในทุกหมวดธุรกิจ ยกเว้นหมวดบริการเฉพาะกิจ ทั้งนี้อาจเป็นผลเนื่องมาจากการที่หมวดบริการเฉพาะกิจมีความแตกต่างในรูปแบบ และโครงสร้างการสร้างรายได้มีความเฉพาะตัวค่อนข้างมาก

### สรุปผลและข้อเสนอแนะ

การศึกษาในครั้งนี้ศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ 3 ประการได้แก่ อัตราส่วนกำไรต่อราคา อัตราส่วนกระแสเงินสดต่อราคา และอัตราเงินปันผล โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสจากหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่างปี พ.ศ.2558-2562 เนื่องจากหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการเป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีจำนวนและมูลค่าตลาดที่สูงที่สุดในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอีกทั้งในปัจจุบันหลักทรัพย์ในกลุ่มนี้ยังต้องเผชิญกับความเสี่ยงในระดับที่ค่อนข้างสูงและมีความแตกต่างจากหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ผลการศึกษาพบว่าอัตราการจ่ายปันผลเป็นปัจจัยสำคัญที่มีผลต่ออัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ โดยมีความสัมพันธ์ในทิศทางลบอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ นอกจากนี้ยังพบว่าขนาดของหลักทรัพย์ซึ่งตัวแปรควบคุมในการศึกษานี้ยังมีผลต่ออัตราผลตอบแทนในทิศทางบวกด้วย ดังนั้นนักลงทุนที่สนใจจะลงทุนในหลักทรัพย์ในกลุ่มอุตสาหกรรมนี้จึงควรให้ความสำคัญกับระดับอัตราเงินปันผล รวมถึงเลือกลงทุนในหลักทรัพย์ที่มีขนาดใหญ่ อย่างไรก็ตาม การตัดสินใจลงทุนในหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมบริการนี้ควรที่จะพิจารณาถึงหมวดธุรกิจร่วมด้วย เนื่องจากหลักทรัพย์ในบางหมวดธุรกิจ เช่น หมวดสื่อและสิ่งพิมพ์ และหมวดการท่องเที่ยวและสันทนาการ ควรจะต้องให้ความสำคัญกับปัจจัยกระแสเงินสด และปัจจัยด้านความเสี่ยงทางด้านการเงินร่วมด้วย



### ข้อจำกัดและข้อเสนอแนะสำหรับการศึกษาครั้งต่อไป

การศึกษานี้มีข้อจำกัดเรื่องของระยะเวลาที่ใช้ในการศึกษาที่ค่อนข้างสั้น ดังนั้น การศึกษาครั้งต่อไปควรให้ขยายระยะเวลาในการศึกษาให้ยาวนานขึ้น และนำปัจจัยเสี่ยงอื่น ๆ ที่มีผลกระทบต่อกลุ่มอุตสาหกรรมนี้โดยตรง ยกตัวอย่างเช่น ปัจจัยเสี่ยงเกี่ยวกับโรคระบาด Covid-19 มาพิจารณาร่วมด้วย

### บรรณานุกรม

- กัลยานี ภาคอดัด และชยงการ ภมรมาส. (2561). เงินปันผลและผลตอบแทนหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *Veridian E-Journal Silpakorn University ฉบับภาษาไทย มนุษยศาสตร์ สังคมศาสตร์ และศิลปะ*, 11(2), 1405-1421.
- ณัฐพล วชิรมนตรี และธัญวรัตน์ สุวรรณะ. (2562). ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนทางการเงินกับอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในหลักทรัพย์บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย กรณีกลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสาร. *วารสารวิชาการมหาวิทยาลัยปทุมธานี*, 11(1), 69-80.
- ธวัชชัย วรสุนทร และอุษณา แจ่มคล้าย. (2558). ความสัมพันธ์ของกระแสเงินสดอิสระกับผลตอบแทนจากหลักทรัพย์ : หลักฐานเชิงประจักษ์ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในกลุ่ม SET100. *วารสารชุมชนวิจัย มหาวิทยาลัยราชภัฏนครราชสีมา*, 9(2), 89-100.
- วาทีต อินทุลักษณ์ และชาคริต ศรีสกุล. (2561). ปัจจัยทางเศรษฐศาสตร์ที่มีต่อผลตอบแทนของดัชนีราคาหุ้นในกลุ่มอุตสาหกรรมบริการในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ. *วารสารวิทยาลัยดุสิตธานี*, 2(12), 354-368.
- วิไลวรรณ ภาณุวิสิทธิ์แสง และศุภเจตน์ จันทร์สาสน์. (2561). ปัจจัยที่มีผลกระทบต่ออัตราผลตอบแทนของหุ้นสามัญของบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่มในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. *วารสารบริหารธุรกิจ เศรษฐศาสตร์และการสื่อสาร*, 13(1), 137-149.
- Abadi, R., & Silva, F. (2019). Common Risk Factors in Stock Returns in the MENA Region. *Asian Journal of Business and Accounting*, 12(2), 29-60.
- Arslan, M., & Zaman, R. (2014). Impact of Dividend Yield and Price Earnings Ratio on Stock Returns: A Study Non-Financial Listed Firms of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(19), 2222-2847.
- Ball, R. (1978). Anomalies in Relationships Between Securities' Yields and Yield-Surrogates. *Journal of Financial Economics*, 6(2), 103-126.
- Basu, S. (1983). The Relationship Between Earnings Yield, Market Value and the Return: Further Evidence. *Journal of Financial Economics*, 12, 129-156.



- Charitou, M., Lois, P., & Vlittis, A. (2010). Do Capital Markets Value, Earnings and Cash Flows Alike? International Empirical Evidence. *Journal of Applied Economic Sciences*, 13, 173–183.
- Choi, I. (2001). Unit Root Tests for Panel Data. *Journal of International Money and Finance*, 20(2), 249–272.
- Fama, E., & French, K. (2012). Size, Value, and Momentum in International Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 457-472.
- Foerster, S., Tsagarelis, J., & Wang, G. (2017). Are Cash Flows Better Stock Return Predictors Than Profits? *Financial Analysts Journal*, 73(1), 73–99.
- Gharghori, P., Lee, R., & Veeraraghavan, M. (2009). Anomalies and Stock Returns: Australian Evidence. *Journal of Accounting & Finance*, 49(3), 555–576.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99–105.
- Hahn, J., & Yoon, H. (2016). Determinants of the Cross-Sectional Stock Returns in Korea: Evaluating Recent Empirical Evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, 88–106.
- Heaney, R., Koh, S., & Lan, Y. (2016). Australian Firm Characteristics and the Cross-Section Variation in Equity Returns. *Pacific-Basin Finance Journal*, 37, 104–115.
- Hou, K., Karolyi, G. A., & Kho, B., (2011). What Factors Drive Global Stock Returns? *Review of Financial Studies*, 24(8), 2527–2574.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Maio, P., & Santa-Clara, P. (2015). Dividend Yields, Dividend Growth, and Return Predictability in the Cross Section of Stocks. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(1), 33–60.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2010) *Corporate Finance* (9<sup>th</sup> ed.). Singapore: Mc Graw Hill.
- SET. (2020a). *Thai Securities Market's Presence in Asia*. Retrieved June 10, 2020, from Thai Securities Market's Presence in Asia Website:  
[https://www.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile\\_1493875294196.pdf](https://www.set.or.th/dat/vdoArticle/attachFile/AttachFile_1493875294196.pdf)
- SET. (2020b). *Classification of Industry Group and Sector*. Retrieved June 10, 2020, from Classification of Industry Group Sector Website:  
[https://www.set.or.th/en/regulations/simplified\\_regulations/industry\\_sector\\_p1.html](https://www.set.or.th/en/regulations/simplified_regulations/industry_sector_p1.html)



SET. (2020c). *Market Statistics*. Retrieved June 10, 2020, from Market Statistics Website:

[https://www.set.or.th/th/market/market\\_statistics.html](https://www.set.or.th/th/market/market_statistics.html)

Sun, L., Wei, J., & Xie, F. (2014). On the Explanations for the Gross Profitability Effect: Insights from International Equity Markets. *Asian Finance Association (AsianFA) 2014 Conference Paper*, December 23, 2014.