

นโยบายการจ่ายปันผลสำหรับผู้ประกอบการ SMEs ในภาวะวิกฤติเศรษฐกิจ

DIVIDEND POLICY FOR SMEs ENTREPRENEURS IN ECONOMIC CRISIS SITUATION

สุรัชย์ ภัทรบรรเจิด

หัวหน้าภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยสยาม

บทคัดย่อ

ภาวะวิกฤติเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อผู้ประกอบการในประเทศไทยอย่างมาก โดยเฉพาะผู้ประกอบการ SMEs ซึ่งเป็นผู้ประกอบการที่มีสัดส่วนกว่าร้อยละ 90 ของจำนวนผู้ประกอบการทั้งหมดในประเทศไทย ผลกระทบต่อ SMEs อยู่ในภาวะที่ขาดทุน และผลกระทบที่สำคัญ คือ ผู้ประกอบการ SMEs ไม่สามารถจ่ายปันผลได้ ดังนั้นในช่วงภาวะวิกฤติเศรษฐกิจ ผู้ประกอบการ SMEs ต้องวางแผนในด้านนโยบายการจ่ายปันผลที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นมีความเชื่อมั่นต่อกิจการและยังคงถือหุ้นของ SMEs ต่อไป

ผลการศึกษาจากงานวิจัยและบทความต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับหุ้นปันผลทั้งในและต่างประเทศแสดงให้เห็นว่า หุ้นปันผลเป็นทางเลือกหนึ่งในการลงทุนในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ โดยในระยะยาว หุ้นปันผลจะให้ผลตอบแทนรวมสูงกว่าตลาด และกลุ่มหลักทรัพย์ที่มีองค์ประกอบด้วยหุ้นปันผลที่มีอัตราเงินปันผลตอบแทนสูงจะสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนรวมสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีองค์ประกอบด้วยหุ้นปันผลที่มีอัตราเงินปันผลตอบแทนต่ำ และผลตอบแทนดังกล่าวสูงกว่าการลงทุนในพันธบัตรระยะยาว ตัวเงินคลังและตราสารเงินฝากในตลาดเงิน นอกจากนี้อัตราเงินปันผลตอบแทนมีผลต่ออัตราผลตอบแทนรวมในสัดส่วนค่อนข้างสูง ดังนั้นหุ้นปันผลจึงถือเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่เหมาะสมและน่าสนใจอย่างยิ่งในการลงทุนระยะกลางและระยะยาวในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ

สำหรับนโยบายการจ่ายปันผลสำหรับผู้ประกอบการ สามารถจำแนกได้เป็น 1) นโยบายการจ่ายปันผลปกติ (Regular dividend policy) 2) นโยบายการจ่ายปันผลคงที่ (Stable Dividend Policy) 3) นโยบายการจ่ายปันผลไม่คงที่ (Irregular Dividend Policy) 4) นโยบายการไม่จ่ายปันผล (No Dividend Policy) และ 5) นโยบายการจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญาระยะกลางหรือระยะยาว (Medium-term and Long-term Contracted Dividend Policy) ซึ่งเป็นแนวคิดใหม่สำหรับผู้ประกอบการ SMEs อันเป็นนโยบายที่จะช่วยให้ราคาหุ้นไม่ได้รับผลกระทบจากการชะลอจ่ายปันผลในช่วงวิกฤติการณ์ โดยมีข้อดีที่สำคัญ เช่น ลดภาระการจ่ายปันผลให้กับผู้ประกอบการ SMEs ของไทยในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ ช่วยให้ผู้ประกอบการ SMEs ของไทย สามารถรักษาสภาพคล่องของกิจการและดำรงกิจการอยู่รอดไปได้ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ ผู้ประกอบการ SMEs สามารถนำเงินปันผลไปลงทุนหรือขยายกิจการได้ต่อเนื่อง และช่วยลดภาระหนี้สินระยะสั้นและระยะกลาง เป็นต้น

คำสำคัญ : ผู้ประกอบการ SMEs นโยบายการจ่ายปันผล ภาวะวิกฤติเศรษฐกิจ หุ้นปันผล

ABSTRACT

World Economic Crisis has been an effect to Economic Crisis in Thailand from past to present time. These economic crises have a huge impact to Thai entrepreneurs especially SMEs entrepreneurs that has more than 90% of Thai entrepreneurs. These crises make a loss to SMEs entrepreneurs and has an impact to decrease return to equity (ROE) that come from unable to pay dividend. So in these crises, SMEs entrepreneurs must have a plan for dividend policy that will make a confident for its enterprises and shareholders.

Research studies on dividend payment in Thailand and other countries show that stock dividend is a good investment during economic crises especially in the long-term, stock dividend can pay return more than market return. Dividend yield from stock has a greater yield than long-term bond, treasury bill and money market instrument. So investment in stock dividend is a suitable and interesting for a medium-term and long-term investment during economic crises situation.

Dividend policies for SMEs entrepreneurs can be categorized in five approach ; 1) Regular Dividend Policy 2) Stable Dividend Policy 3) Irregular Dividend Policy 4) No Dividend Policy and 5) Medium-term and Long-term Contracted Dividend Policy, the new idea for SMEs entrepreneurs that cannot pay dividend during economic crisis but do not has a critical impact to stock price. This dividend policy has many advantages for SMEs entrepreneurs during economic crisis such as, decrease cash dividend for SMEs entrepreneurs, keep financial liquidity for SMEs entrepreneurs, SMEs entrepreneurs can use capital for another investments and Decrease short-term debt.

Keywords : SMEs Entrepreneurs, Dividend Policies, Economic Crises, Stock Dividend

บทนำ

นโยบายการจ่ายปันผลถือเป็นนโยบายที่สำคัญและส่งผลต่อแนวทางในการเติบโตและพัฒนาของผู้ประกอบการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งผู้ประกอบการ SMEs ซึ่งเป็นกลุ่มผู้ประกอบการที่มีสัดส่วนเป็นจำนวนมาก โดยผู้ประกอบการ SMEs ในประเทศไทยมีสัดส่วนกว่าร้อยละ 90 ของจำนวนผู้ประกอบการทั้งหมดในประเทศ นอกจากนี้ผู้ประกอบการ SMEs มีบทบาทที่เด่นชัดในการพัฒนาการเติบโตทางเศรษฐกิจของประเทศที่สำคัญ 4 ด้าน คือ 1. ผู้ประกอบการ SMEs ถือเป็นส่วนสำคัญของโซ่อุปทานในการเชื่อมโยงธุรกิจของตนกับวิสาหกิจขนาดใหญ่ โดยเฉพาะในภาคธุรกิจอุตสาหกรรมการผลิต ที่ทำหน้าที่การรับช่วงผลิต รวมถึงการเป็นเครือข่ายในการค้าปลีกและคำสั่ง การเป็นผู้จัดหาวัตถุดิบ 2. ผู้ประกอบการ SMEs ที่มีความเข้มแข็งจะช่วยให้การสร้างความเข้มแข็งให้กับภาคเศรษฐกิจโดยรวม โดยผู้ประกอบการ SMEs ที่มีความสามารถในการปรับตัวได้ดี ย่อมจะช่วยพยุงภาวะเศรษฐกิจของประเทศมั่นคงมากขึ้นได้ 3. ผู้ประกอบการ SMEs มีส่วนในการกระจายความเจริญเติบโตที่ยั่งยืนไปยัง

ชุมชนและสังคม โดยจะพบว่าในพื้นที่บางพื้นที่การเติบโตของเศรษฐกิจในชุมชนเกิดจากการที่ผู้ประกอบการ SMEs เข้าไปสร้างให้เกิดขึ้น 4. ผู้ประกอบการ SMEs ช่วยสร้างงานใหม่ให้เกิดขึ้นกับประเทศ เนื่องจากธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อมมักจะใช้เงินลงทุนไม่สูงและมีความเสี่ยงน้อยกว่าการลงทุนในธุรกิจขนาดใหญ่ รวมถึงมีความยืดหยุ่นในการดำเนินงานที่ดี จึงทำให้เกิดการจ้างงานใหม่ๆ ในขณะที่ลูกจ้างในภาคธุรกิจต่างๆ ที่มีความพร้อมสามารถออกมาเป็นผู้ประกอบการ SMEs เองและช่วยเพิ่มการจ้างงานให้สูงขึ้นได้อีกทางหนึ่ง

การเติบโตและพัฒนาของผู้ประกอบการ SMEs จะเกิดขึ้นได้ยาก ถ้าขาดการบริหารจัดการที่ดี โดยเฉพาะอย่างยิ่งการบริหารจัดการในเรื่องนโยบายการจ่ายปันผล ซึ่งจะเป็นนโยบายที่มีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนในการลงทุนในธุรกิจขนาดกลางและขนาดย่อม ดังนั้นในบทความนี้จึงได้รวบรวมนโยบายการจ่ายปันผลในรูปแบบต่างๆ รวมถึงแนวนโยบายปันผลในรูปแบบใหม่ที่แตกต่างจากที่เคยมีมา คือ นโยบายจ่ายปันผลแบบ

กำหนดสัญญาระยะเวลาหรือระยะยาว เพื่อให้เป็นแนวทางสำหรับผู้ประกอบการ SMEs ในการนำไปประยุกต์ใช้ และได้นำเสนอข้อดีของนโยบายดังกล่าว เพื่อช่วยประกอบการตัดสินใจในการจ่ายปันผลได้อย่างเหมาะสมกับผู้ประกอบการ SMEs ที่อยู่ในสถานะที่แตกต่างกันออกไป นอกจากนี้ผู้เขียนได้ทำการศึกษาผลการวิจัยในอดีตที่กล่าวถึงผลกระทบของการจ่ายปันผลต่อราคาหุ้น ซึ่งผู้ประกอบการ SMEs ส่วนหนึ่งเป็นผู้ประกอบการที่อยู่ตลาดหลักทรัพย์ mai การจ่ายปันผลย่อมส่งผลต่อราคาหุ้นในหลากหลายรูปแบบ และนำเสนอแนวทางการจ่ายปันผลที่เหมาะสมให้กับผู้ประกอบการ SMEs ที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและตลาดหลักทรัพย์ mai สามารถนำไปประยุกต์ใช้ได้ด้วยเช่นกัน

ผู้เขียนขออธิบายคำสำคัญสำหรับบทความนี้อันประกอบไปด้วย

1. นโยบายการจ่ายปันผล หมายถึง นโยบายที่บริษัทใช้ในการตัดสินใจว่าจ่ายผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นอย่างไรในรูปแบบของปันผล
2. ภาวะวิกฤติเศรษฐกิจ หมายถึง ภาวะเศรษฐกิจระยะยาวที่มีลักษณะเกิดการว่างงาน ราคาสินค้าตกต่ำ และมีการค้าการลงทุนต่ำ
3. ผู้ประกอบการ SMEs หมายถึง ผู้ประกอบการในวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม ตามนิยามของสำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม (สสว.) ได้นิยามไว้ โดยแบ่งเป็น 3 ประเภท คือ กิจการผลิตสินค้า กิจการบริการ และกิจการค้าส่งและค้าปลีก

แนวคิดด้านงานวิจัยและทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

งานวิจัยและบทความที่เกี่ยวข้อง

ผลการศึกษาในงานวิจัยต่างๆ ด้านการจ่ายปันผลว่ามีผลต่อราคาหุ้นในทิศทางอย่างไร สามารถสรุปผลการศึกษาที่เกี่ยวข้อง อันประกอบด้วย ผลการศึกษาวิจัยของ ชูเกียรติ วชิรศรีสุนทร (2554) ได้ทำการศึกษารื่องการตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผลการศึกษา พบว่า การจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ฯ ส่งผลทำให้ราคาหุ้นลดลง โดยบริษัทที่จ่ายปันผลสูงกว่า ราคาหุ้นจะลดลงมากกว่าบริษัทที่จ่ายปันผลต่ำกว่า ในขณะที่บริษัทที่ประกาศจ่าย

ปันผลสูงขึ้นไปจะส่งผลให้ราคาหุ้นลดลงมากกว่าบริษัทที่ประกาศจ่ายปันผลเท่าเดิมและจ่ายลดลง นอกจากนี้บริษัทขนาดใหญ่ยังได้รับผลกระทบต่อราคาหุ้นที่ลดลงสูงกว่าบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กด้วย

วาราลี ทองพุ่มพุกษา (2552) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร โดยผลการศึกษาด้านโครงสร้างเงินทุนกับการจ่ายเงินปันผล พบว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล ในด้านความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล

ในขณะที่ผลงานวิจัยของนริศรา นันทาภิวัฒน์ (2550) ที่ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ พบว่า โครงสร้างเงินทุนจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการจ่ายเงินปันผลและ มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล

สุทธิดา ตรีตรง (2553) ได้ทำการศึกษาผลกระทบจากการประกาศจ่ายปันผล ที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย พบว่า ในทุกกรณีของการประกาศจ่ายปันผล นักลงทุนได้รับอัตราผลตอบแทนเกินปกติถ่วงเฉลี่ยสะสม (CAAR) อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 0.05 ในทุกช่วงเวลา ที่ทำการศึกษากล่าวคือ เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติ ถ่วงเฉลี่ยสะสม (CAAR) ทั้งในช่วงก่อนวันประกาศ (Pre-Event Period) ช่วงวันประกาศ (Event Period) และ ช่วงหลังวันประกาศ (Post-Event Period) และ เมื่อศึกษาแบ่งตามหมวดอุตสาหกรรม ยังคงพบผลตอบแทนเกินปกติในทุกหมวดอุตสาหกรรม จากผลการศึกษาที่แสดงให้เห็นว่า ไม่ว่าจะแบ่งกรณีการศึกษาตามลักษณะการจ่ายเงินปันผล หรือแบ่งตามหมวดอุตสาหกรรม นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนที่เกินปกติสะสมในทุกช่วงเวลา ซึ่งแสดงว่าตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยตอบสนองต่อข้อมูลสาธารณะรวดเร็ว แต่ผลตอบแทนเกินปกติดังกล่าวยังคงมีอยู่อย่างต่อเนื่อง

พัชชา จุฬอนันตธรรมและสุมิตรา ตั้งสมวรพงษ์ (2555) แห่งสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ทำเขียนบทความวิจัยเรื่อง “หุ้นปันผล: ชุมทรัพย์ของการลงทุน” โดยได้สรุปสาระสำคัญเกี่ยวกับหุ้นปันผลไว้ว่า (1) บริษัทที่จ่ายเงินปันผลในอัตราสูง ไม่ได้มีธุรกิจใกล้ล้มตัวหรือมีโอกาสเติบโตน้อยจึงไม่ต้องเก็บกำไรสะสมไว้สำหรับการลงทุนเพิ่มในอนาคต โดยอัตราการเติบโตของรายได้รวมและสินทรัพย์รวมของบริษัทที่หุ้นจัดเป็น “หุ้นปันผล” สูงกว่าตลาดตรงกันข้ามกับความเชื่อของนักลงทุน (2) บริษัทจดทะเบียนไทยจ่ายปันผลสอดคล้องกับผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม “หุ้นปันผล” (3) เมื่อพิจารณาเกี่ยวกับการถือครองหุ้นโดยนักลงทุนรายย่อย พบว่า “หุ้นปันผล” มีการถือครองหุ้นโดยนักลงทุนรายย่อยต่ำกว่าตลาด อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาสภาพคล่องเฉพาะหุ้นที่ถือครองโดยนักลงทุนรายย่อย พบว่า แม้ “หุ้นปันผล” มีอัตราการหมุนเวียนในการซื้อขายหลักทรัพย์ต่ำกว่าตลาดโดยรวม แต่อยู่ในระดับที่สูงกว่าหุ้นในกลุ่ม SET50 ซึ่งจากผลการศึกษาในเรื่องนี้สามารถนำไปใช้เป็นแนวทางนโยบายในการจ่ายปันผลของผู้ประกอบการ SMEs ที่อยู่ตลาดหลักทรัพย์ได้

สำหรับในต่างประเทศ มีผลการวิจัยที่สำคัญ เช่น Siegel (2010) ได้ศึกษาพฤติกรรมของการจ่ายเงินปันผลของหุ้นในดัชนี Standard & Poor's 500 Index ตั้งแต่วันที่ 1 มกราคม 2518 - 1 ธันวาคม 2552 ในประเทศสหรัฐอเมริกา พบว่า หุ้นที่มีอัตราเงินปันผลตอบแทนสูงสุด 100 อันดับแรก มีอัตราเงินปันผลตอบแทนเฉลี่ยต่อปี สูงถึงร้อยละ 12.50 ซึ่งสูงกว่าผลตอบแทนของตลาด (S&P index) ถึงร้อยละ 2.50 ดังนั้น จะเห็นได้ว่าหุ้นปันผลเป็นทางเลือกที่ดีในการลงทุนในระยะยาว เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนมีแนวโน้มจ่ายปันผลสูงขึ้นเรื่อยๆ ยกเว้นในช่วงวิกฤติ เศรษฐกิจในปี 2551 ที่มีการจ่ายปันผลลดลง และในงานศึกษานี้ ได้เสนอแนะการเลือกลงทุนในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ ว่าควรเลือกซื้อหน่วยลงทุนที่เอฟ (Exchange Traded Fund) ซึ่งเป็นกองทุนรวมดัชนีที่จดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ เพราะมีความเสี่ยงน้อยกว่าการลงทุนในหุ้นปันผลรายหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนบางบริษัทอาจงดจ่ายปันผลในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจได้

Krishnamsetty (2010) ได้ศึกษาเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นปันผล กับ ผลตอบแทนในการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล อายุ 10 ปี ในช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอยสหรัฐอเมริกา ระหว่าง พฤษภาคม 2481 - ตุลาคม 2493 โดยพบว่า กลุ่มหุ้นปันผลที่คัดเลือกส่วนใหญ่เป็นหุ้นของบริษัทที่เติบโตเต็มที่ (mature companies) มีความมั่นคงในการดำเนินธุรกิจ และที่สำคัญ คือ มีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลได้ ส่งผลให้หุ้นในกลุ่มนี้มีผลตอบแทนรวมเฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 18.10 ขณะที่ตลาดมีผลตอบแทนน้อยกว่า เพียงร้อยละ 12.70 และพบว่ากลุ่มหุ้นปันผลที่คัดเลือกให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าตลาดในเกือบทุกปี (11 ปีจากการศึกษา 13 ปี) ดังนั้น อาจกล่าวได้ว่า กลุ่มหุ้นปันผล (high stocks dividend) เป็นทางเลือกที่ดีแม้ในช่วงตลาดขาลง

Williams, Saryan, and Yan (2011) ได้ทำการศึกษาผลตอบแทนรวมในอดีตและลักษณะสำคัญของหุ้นปันผลในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา โดยพิจารณาหุ้นในกลุ่ม Standard & Poor's 500 Index ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า เมื่อเปรียบเทียบกับทางเลือกการลงทุนอื่นๆ พบว่า ในช่วงปี 2469 - 2553 (ระยะเวลา 84 ปี) หุ้นให้ผลตอบแทนเฉลี่ยรายปีมากที่สุด อยู่ที่ร้อยละ 9.9 ขณะที่ตราสารหนี้ให้ผลตอบแทนรวมเฉลี่ยรายปี ร้อยละ 5.9 และเงินสดให้ผลตอบแทนรวมเฉลี่ย รายปี ร้อยละ 3.6 และผลตอบแทนรวมของหุ้นเป็นผลตอบแทนมาจากเงินปันผลมากกว่าร้อยละ 40 ขณะที่ในช่วงปี 2515 - 2553 (38 ปี) หุ้นที่จ่ายปันผลให้ผลตอบแทนรวม อยู่ที่ร้อยละ 8.8 มากกว่าหุ้นที่ไม่ได้จ่ายปันผล ซึ่งให้ผลตอบแทนรวมอยู่ที่ร้อยละ 1.7 นอกจากนี้หุ้นปันผลให้ผลตอบแทนที่โดดเด่นและสูงกว่าอัตราเงินเฟ้อแล้ว หุ้นปันผลยังมีความผันผวนต่ำกว่าหุ้นที่ไม่ได้จ่ายปันผลด้วย จึงเหมาะสมกับนักลงทุนที่ไม่เน้นความเสี่ยงแต่ต้องการได้ผลตอบแทนที่แน่นอนและสม่ำเสมอ

Morningstar (2011) ได้นำเสนอบทความเรื่อง “Income or growth? Why it pays to look for the best total return” โดยในบทความได้แนะนำให้ให้นักลงทุนพิจารณาวัตถุประสงค์ในการลงทุนก่อนทำการซื้อหุ้นว่าต้องการลงทุนหรือต้องการเก็งกำไร เนื่องจาก ลักษณะของหุ้นที่เลือกจะมีความแตกต่างกัน และจำแนกได้เป็น 2 กลุ่ม กลุ่มที่ 1 หุ้นสร้างรายได้ (income stocks) ที่มีการจ่ายปันผลในอัตราที่ค่อนข้างสูง แต่มีกำไรจากส่วนต่างราคา

ค่อนข้างต่ำ เพราะบริษัทไม่ได้นำเงินปันผลไปสร้างความเติบโตเพิ่มขึ้นให้กิจการ หุ้กลุ่มนี้ ได้แก่ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ เป็นต้น ซึ่งเหมาะกับนักลงทุนที่ต้องการลงทุนระยะยาว และกลุ่มที่ 2 หุ้เน้นเติบโต (growth stocks) เป็นหุ้ที่มีแนวโน้มสร้างกำไรจากส่วนต่างราคา มากกว่าผลตอบแทนจากเงินปันผล โดยหุ้กลุ่มนี้เน้นนำเงินไปลงทุนสร้างความเติบโตของกิจการ ซึ่งจะส่งผลทำให้ราคาของหุ้เพิ่มสูงขึ้น อันเหมาะสมกับนักลงทุนที่เน้นการเก็งกำไร

จากผลงานวิจัยและบทความต่าง ๆ ที่เกี่ยวกับหุ้ปันผลทั้งในและต่างประเทศข้างต้นชี้ให้เห็นว่า หุ้ปันผลเป็นทางเลือกหนึ่งในการลงทุนระยะยาวโดยเฉพาะในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ หุ้ปันผลจะให้ผลตอบแทนรวมสูงกว่าตลาด และพอร์ตที่มีองค์ประกอบด้วยหุ้ปันผลที่มีอัตราเงินปันผลตอบแทนสูงจะสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนรวมสูงกว่าพอร์ตที่มีองค์ประกอบด้วยหุ้ปันผลที่มีอัตราเงินปันผลตอบแทนต่ำ และผลตอบแทนดังกล่าวสูงกว่าการลงทุนในพันธบัตรระยะยาว และสูงกว่าเงินฝากธนาคาร ดังนั้น ผู้ประกอบการ SMEs ควรจะมีนโยบายการจ่ายปันผลที่สม่ำเสมอจึงจะเป็นผลดีต่อราคาหุ้ของบริษัท

แนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้อง

ในส่วนของทฤษฎีในเรื่องของนโยบายการจ่ายปันผลที่สำคัญและเป็นที่ยอมรับกันสามารถจำแนกได้เป็นดังต่อไปนี้

1. แนวคิดทฤษฎี Dividend Irrelevance Theories

แนวคิด Dividend Irrelevance Theories ประกอบด้วยทฤษฎี 2 ด้าน ดังนี้

1.1 The Modigliani and Miller Theory เป็นทฤษฎี ที่คิดขึ้นโดย Modigliani and Miller ในปี 1961 ซึ่งเรียกกันโดยทั่วไปว่า M&M โดยทั้งสองท่านได้ให้มุมมองใหม่ที่ชี้ให้เห็นความสำคัญของการจ่ายปันผลว่ามีผลต่อมูลค่ากิจการในอนาคตอย่างไร ซึ่งสิ่งที่นักลงทุนต้องพิจารณาว่ากิจการจะจ่ายปันผลหรือไม่ขึ้นกับโครงสร้างเงินทุนที่ไม่สัมพันธ์กับปัจจัยที่คาดหวังในอนาคต โดยทฤษฎีของทั้งสองกล่าวว่าผลกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้และปันผลมีมูลค่าเท่าเทียมกันในมุมมองของนักลงทุน มูลค่าของกิจการจึงขึ้นกับกำไรของกิจการอันเป็นผลจากนโยบายปันผลและอุตสาหกรรมที่มีกำไรคงตาม เมื่อนโยบายปันผลของกิจการเป็นที่รู้จักกันในหมู่นักลงทุน นักลงทุนจะใช้เพียง

ข่าวสารนี้ในการตัดสินใจลงทุนได้ทันที และทฤษฎีนี้ยังได้อธิบายเพิ่มเติมว่า นักลงทุนสามารถสร้างกระแสเงินสดไหลเข้าจากหุ้ตามเงินสดที่ต้องการโดยไม่ต้องคำนึงถึงว่าหุ้ที่ลงทุนนั้นจะจ่ายปันผลหรือไม่ ถ้านักลงทุนในหุ้ปันผลไม่ได้ใช้ประโยชน์จากเงินในปัจจุบันที่ได้จากการปันผล พวกเขาจะทำการนำเงินปันผลนั้นไปลงทุนเพิ่มเติมในหุ้เดิม ขณะเดียวกัน ถ้านักลงทุนในหุ้ที่ไม่ได้ปันผลต้องการเงินมากกว่าปันผลที่จะได้รับ พวกเขาจะขายหุ้บางส่วนเพื่อให้ได้รับเงินตามที่ต้องการ แต่ทั้งนี้ Modigliani and Miller ได้บอกว่าเงื่อนไขของทฤษฎีนี้จะเป็นจริงได้ต่อเมื่อสมมติฐานเป็นดังนี้

- 1) ตลาดหุ้เป็นตลาดที่สมบูรณ์ อันทำให้นักลงทุนทุกคนมีข่าวสารที่เท่าเทียมกัน ไม่มีต้นทุนค่าธรรมเนียมในการแลกเปลี่ยนและการปลดภาระหุ้ และไม่มีนักลงทุนรายใดที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้
- 2) ไม่มีภาษีหรืออัตราภาษีที่มีอยู่ไม่ได้สร้างความแตกต่างระหว่างปันผลกับกำไรจากส่วนต่างราคาหุ้
- 3) กิจการมีการลงทุนที่คงที่
- 4) ไม่มีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับความคาดหวังในอนาคตของกิจการ ทำให้นักลงทุนทุกคนสามารถพยากรณ์ราคาหุ้ในอนาคตได้และการจ่ายปันผลมีความแน่นอนโดยใช้อัตราราคาส่งที่เหมาะสมกับหลักทรัพย์ทุกประเภทในทุกละ

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากเงื่อนไขทั้งสี่ข้อ จะพบว่าในเรื่องของภาษีและเรื่องของต้นทุนค่าธรรมเนียมในการแลกเปลี่ยนหุ้เหล่านั้นไม่สามารถเป็นจริงได้ในโลกแห่งความเป็นจริง จึงทำให้ทฤษฎีนี้มีข้อจำกัดในการนำไปใช้จริง

1.2 The Residual Theory เป็นทฤษฎีที่กล่าวว่าปันผลถือเป็นส่วนที่เหลือของกิจการที่จ่ายไป หลังจากกิจการได้ดำรงเงินสดไว้เพียงพอแล้วและโครงการมีมูลค่าปัจจุบัน ที่พึงปรารถนาแล้ว สารสำคัญของทฤษฎีนี้ คือการจ่ายปันผลไม่เป็นผลต่อการพิจารณามูลค่าตลาดของกิจการ ในอนาคต อันหมายถึงว่ากิจการจะไม่ลงทุนในโครงการ ที่นำลงทุนโดยคำนึงถึงจากการจ่ายปันผล นักลงทุนที่เห็นด้วยกับทฤษฎีนี้จะลงทุนโดยไม่สนใจว่ากิจการนั้นจะจ่ายปันผลหรือไม่อย่างไร แต่จะคำนึงถึงกระแสเงินสดของกิจการในอนาคตที่คาดหวังได้ว่าจะสูงขึ้นอันจะส่งผลต่อราคาหุ้และอัตราจ่ายปันผลที่สูงขึ้น ซึ่งทฤษฎีนี้จะให้ความสำคัญกับตรรกะในความเป็นจริงว่า

กิจการจะต้องคำนึงถึงเงินทุนที่มีอยู่เพื่อใช้ในการเติบโตของกิจการก่อนจะนำไปจ่ายตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น

2. แนวคิดทฤษฎี Dividend Relevance Theories

แนวคิด Dividend Relevance Theories ประกอบไปด้วยทฤษฎีและสมมติฐาน ดังนี้

2.1 Bird-in-the-Hand Theory ทฤษฎีนี้คิดค้นขึ้นโดย Gordon (1963) และ Lintner (1962) หรือเรียกอีกในชื่อหนึ่งว่าทฤษฎี The Gordon / Lintner หรือ Bird-in-the-Hand ซึ่งสาระสำคัญของทฤษฎีกล่าวว่าปันผลมีความเกี่ยวข้องต่อการพิจารณามูลค่าของกิจการ โดยดูจากแบบจำลองการประเมินมูลค่ากิจการที่คิดค้นโดย Gordon การพิจารณาด้านทุนกิจการจากการหาเงินทุนจากส่วนทุนขึ้นกับเงินปันผลของกิจการที่คาดว่าจะจ่ายไปตลอดกาล อัตราการเติบโตของปันผลในรายปีที่คาดหวังและราคาปัจจุบันของหุ้น

$$P = d_1 / (k - g)$$

โดยที่ k คือ อัตราผลตอบแทนส่วนทุน (return on equity)

d_1 คือ อัตราปันผลที่คาดหวังในปลายปี

P คือ ราคาปัจจุบันของหุ้น

g คือ อัตราการเติบโตของปันผลที่คาดหวังในอนาคต

ผลตอบแทนจากปันผลและการเติบโตของปันผลในอนาคตจะเป็นผลตอบแทนต่อเงินลงทุน ซึ่งแบบจำลองของ Gordon และ Lintner ยืนยันว่าการวัดผลตอบแทนจากปันผลต่อเงินลงทุนมีความสำคัญมากกว่าอัตราการเติบโตในอนาคตของปันผล (ซึ่งเกิดจากอัตรากำไรสุทธิและส่วนต่างกำไรจากราคาหุ้นของกิจการที่จะเติบโตในอนาคต) ซึ่งวัดได้อย่างแม่นยำได้ยากและไม่สามารถรับรองได้กับทุกกิจการว่าจะไม่ขาดทุน อันจะส่งผลให้มูลค่าตลาดลดลงและล้มละลายได้ในที่สุด แต่ทั้งนี้เงื่อนไขของทฤษฎีนี้จะเป็นจริงได้ต่อเมื่อสมมติฐาน เป็นดังต่อไปนี้

- 1) กิจการทุกกิจการเป็นกิจการแบบทุน ไม่มีภาระหนี้ในโครงสร้างเงินทุน
- 2) ไม่มีแหล่งเงินทุนจากภายนอก และใช้กำไรสะสมในการขยายกิจการ
- 3) มีผลตอบแทนที่มั่นคงโดยไม่คำนึงถึงอัตราการลดลงของการลงทุน
- 4) กิจการมีต้นทุนทางการเงินคงที่

2.2 The Walter Model เป็นสมมติฐานที่เสนอโดย Walter (1963) กล่าวว่า นโยบายปันผลเกี่ยวข้องกับ การพิจารณามูลค่าของกิจการ โดยเมื่อมีการจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้น จะมีการนำเงินปันผลไปลงทุนซ้ำเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น ต้นทุนของเงินปันผลเหล่านี้เปรียบเสมือนต้นทุนค่าเสียโอกาสของกิจการ(ต้นทุนเงินทุน) ดังนั้นกิจการควรใช้ปันผลเหล่านี้เป็นทุนถ้าไม่ได้จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น สถานการณ์ที่เป็นไปได้อื่นๆ ที่กิจการจะไม่มีปันผล และนำเงินนี้ไปลงทุนในกิจการที่สร้างกำไรเพื่อให้ได้รับผลตอบแทน อัตราผลตอบแทนของกิจการจะต้องไม่ต่ำกว่า ต้นทุนของส่วนทุน (ke หรือต้นทุนเงินทุนของผู้ถือหุ้น) ถ้าเกิดเหตุการณ์เช่นนี้ ผลตอบแทนของกิจการจะเท่ากับกำไรของผู้ถือหุ้นเมื่อได้รับการจ่ายปันผล ดังนั้นอาจกล่าวได้อีกอย่างว่า ถ้า ผลตอบแทนกิจการสูงกว่าต้นทุนของส่วนทุน ผลตอบแทนจากการลงทุนจะมากกว่าผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นที่มาจากการลงทุนด้านอื่นๆ

นอกจากนี้แบบจำลองของ Walter ยังได้กล่าวว่า ถ้าผลตอบแทนของกิจการน้อยกว่าต้นทุนของส่วนทุน กิจการจะกระจายกำไรในรูปของปันผลเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนสูงขึ้น อย่างไรก็ดี ถ้า ผลตอบแทนของกิจการมากกว่าต้นทุนของส่วนทุน กิจการจะมีโอกาสในการลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่สูงกว่า ดังนั้นกิจการจะลงทุนเพื่อให้ได้กำไรสะสม ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและต้นทุนของส่วนทุนจะมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการพิจารณา นโยบายปันผล โดยสามารถสรุปแนวทางในการจ่ายปันผล เป็นดังนี้

- 1) ถ้าผลตอบแทนของกิจการสูงกว่าต้นทุนของส่วนทุน กิจการควรจะไม่จ่ายปันผลและนำเงินไปลงทุนเพื่อขยายกิจการ
 - 2) ถ้าผลตอบแทนของกิจการต่ำกว่าต้นทุนของส่วนทุน กิจการควรจ่ายปันผล 100% และไม่ลงทุนเพื่อขยายกิจการ
 - 3) ถ้าผลตอบแทนของกิจการเท่ากับต้นทุนของส่วนทุน กิจการต้องพิจารณาว่าจะจ่ายปันผลหรือลงทุนเพื่อขยายกิจการหรือผสมผสานกันทั้งสองแบบ
- แต่ทั้งนี้เงื่อนไขของทฤษฎีนี้จะเป็นจริงได้ต่อเมื่อสมมติฐาน เป็นดังต่อไปนี้
1. กำไรสะสมเป็นแหล่งทุนแหล่งเดียวในการลงทุนของกิจการ ไม่มีแหล่งทุนจากที่อื่นอีกเลย

2. ต้นทุนเงินทุนจากส่วนทุน และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน มีค่าคงที่ แม้ว่า การตัดสินใจลงทุนใหม่ จะเกิดขึ้นและความเสี่ยงของกิจการยังคงอยู่เหมือนเดิม

3. อายุกิจการไม่มีที่สิ้นสุดซึ่งจากทฤษฎี Bird-in-Hand และสมมติฐานของ Walter มีสมมติฐานที่ไม่สอดคล้องกับความเป็นจริง คือ

1. สมมติฐานที่ไม่สามารถหาแหล่งทุนจากภายนอกนอกเหนือจากกำไรสะสม ซึ่งในความเป็นจริงอาจเป็นไปได้

2. ต้นทุนเงินทุนจากส่วนทุน และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน มีค่าคงที่อาจเกิดขึ้นได้น้อยมากในความเป็นจริง เนื่องจากการเพิ่มความเสี่ยงของกิจการย่อมเปลี่ยนไป

2.3 The Tax-Preference Theory ตามสมมติฐานของ M&M ที่ตลาดที่สมบูรณ์จะไม่มีผลจากภาษีมาเกี่ยวข้อง จึงทำให้ไม่มีข้อแตกต่างทางภาษีระหว่างปันผลและกำไรจากส่วนต่างราคา อย่างไรก็ตาม ในความเป็นจริงภาษีนั้นยังมีอยู่และมีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อนโยบายปันผลและมูลค่าของกิจการ ซึ่งโดยทั่วไปย่อมมีความแตกต่างกันทางภาษีระหว่างปันผลและกำไรจากส่วนต่างราคา และนักลงทุนส่วนใหญ่สนใจในกำไรหลังหักภาษี ซึ่งผลของภาษีจะกระทบต่อความต้องการในปันผล สมมติฐานในเรื่อง Tax-Preference จึงแนะนำว่าอัตราการจ่ายปันผลต่ำจะทำให้ต้นทุนเงินทุนต่ำลงและเพิ่มราคาหุ้นให้สูงขึ้น หรือทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นนั่นเอง โดยประเด็นนี้เกิดจากสมมติฐานที่ว่า ปันผลจะเสียภาษีสูงกว่ากำไรจากส่วนต่างราคาหุ้น นอกจากนี้ ปันผลจะต้องจ่ายภาษีทันที ในขณะที่กำไรจากส่วนต่างราคาหุ้นสามารถจ่ายภาษีทีหลังได้จนกว่าหุ้นนั้นจะมีการขายออกไปจริง ข้อดีของการจ่ายภาษีของกำไรจากส่วนต่างราคาหุ้นที่ดีกว่าปันผลอาจจูงใจนักลงทุนได้ดีกว่า ทำให้สนใจจะลงทุนในกิจการที่เน้นสร้างกำไรสะสมมากกว่านำมาจ่ายปันผล และพร้อมจะซื้อหุ้นในกิจการที่จ่ายปันผลต่ำในราคาที่สูง อีกสิ่งหนึ่งของการพิจารณาในด้านภาษี คือ กรณีทายาทที่ได้รับหุ้นจากผู้ประกอบการที่เสียชีวิต ไม่จำเป็นต้องเสียภาษีจากกำไรของส่วนต่างราคาเช่นกัน

2.4 The Agency Hypothesis สมมติฐานของตลาดทุนที่สมบูรณ์อยู่ภายใต้ทฤษฎี the dividend irrelevance โดยไม่มีข้อผลประโยชน์ขัดกันระหว่างผู้จัดการกับผู้ถือหุ้น

ในทางปฏิบัติ สมมติฐานนี้ถูกตั้งคำถามว่าเจ้าของกิจการถูกแยกออกจากการบริหาร ซึ่งกรณีเหล่านี้ ผู้จัดการจะเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นที่ไม่สมบูรณ์และผลประโยชน์ของผู้จัดการจะไม่จำเป็นต้องเหมือนกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ดังนั้นเขาทั้งคู่จะไม่ปฏิบัติงานในทางที่จะทำให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นเสมอไป จึงทำให้ผู้ถือหุ้นเกิดต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับการตรวจสอบพฤติกรรมของผู้จัดการ ต้นทุนเหล่านี้หรือเรียกว่าต้นทุนตัวแทนเป็นต้นทุนแฝงที่เกิดจากความขัดกันของผลประโยชน์ระหว่างผู้จัดการกับผู้ถือหุ้น การจ่ายปันผลอาจทำให้ผลประโยชน์เท่าเทียมกันและบรรเทาปัญหาตัวแทนลงได้ระหว่างผู้จัดการและผู้ถือหุ้น โดยการลดเงินทุนที่ผู้จัดการอย่างระมัดระวัง

2.5 The Signaling Hypothesis เป็นอีกสมมติฐานหนึ่งที่ตั้งคำถามถึงทฤษฎี M&M's ความไม่สัมพันธ์ของปันผลว่า ไม่เพียงพอต่อการอธิบายในเชิงปฏิบัติในตลาดการเงิน อันเกิดขึ้นจากข้อมูลที่ไม่มสมมูลกันระหว่างบุคคลภายใน(ผู้จัดการและกรรมการ) และบุคคลภายนอก (ผู้ถือหุ้น) โดยที่ M&M's อยู่บนสมมติฐานที่ว่าผู้จัดการและนักลงทุนภายนอกเป็นอิสระ มีความเท่าเทียมกันและสามารถเข้าถึงข้อมูลชุดเดียวกันได้ตามผลประกอบการและเป้าหมายของบริษัท แต่ในทางความเป็นจริง ผู้จัดการที่ดูแลบริษัทจะเป็นเจ้าของข้อมูลที่เป็นปัจจุบันและเป้าหมายในอนาคตที่บุคคลภายนอกไม่สามารถเข้าถึงได้

ช่องว่างระหว่างการเข้าถึงข้อมูลของบุคคลภายในและภายนอกอาจทำให้มูลค่าภายในที่แท้จริงของบริษัทในตลาดไม่รับรู้ ซึ่งทำให้ราคาหุ้นไม่สามารถวัดมูลค่าของบริษัทได้อย่างถูกต้องแม่นยำ ความพยายามที่จะลดช่องว่างนี้ ผู้จัดการอาจจำเป็นต้องแบ่งปันความรู้ของพวกเขาให้กับบุคคลภายนอกเพื่อให้พวกเขาเข้าใจมูลค่าจริงของบริษัท ที่ผ่านมาจากข้อมูลที่ผู้ถือหุ้นขาดข้อมูลที่ถูกต้องและสมบูรณ์ กระแสเงินสดที่เกิดจากหลักทรัพย์ที่ปรากฏกับนักลงทุนจึงเป็นพื้นฐานเดียวในการวัดมูลค่าตลาด (Baskin and Miranti, 1997).

ในกรณีเช่นนี้ ปันผลจึงเป็นเครื่องมือที่เป็นประโยชน์สำหรับผู้จัดการในการถ่ายโอนข้อมูลส่วนตัวไปยังตลาด เพราะนักลงทุนจะใช้กระแสเงินสดที่เกิดขึ้นวัดมูลค่าของบริษัทได้ นอกจากนี้ปันผลอาจแฝงไว้ซึ่งข้อมูลเป้าหมายของบริษัทไว้ด้วย แม้ว่าทฤษฎี M&M's จะแนะนำว่าเมื่อตลาดไม่สมบูรณ์ ราคาหุ้นอาจจะสะท้อนกับการเปลี่ยนแปลงปันผล หรืออีกนัยหนึ่ง การประกาศจ่าย

ปันผลอาจเป็นการถ่ายโอนข้อมูลที่แฝงอยู่เกี่ยวกับศักยภาพในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ หรือเรียกว่าเป็นทฤษฎีการส่งสัญญาณ (signaling hypothesis) ซึ่งนักลงทุนสามารถอนุมานข้อมูลเกี่ยวกับกำไรของบริษัทในอนาคตจากการประกาศจ่ายปันผล ทั้งในการจ่ายแบบคงที่หรือมีการเปลี่ยนแปลงอัตราจ่ายปันผล อย่างไรก็ตาม ในการคงทฤษฎีการส่งสัญญาณนี้ไว้ ประการแรกคือ ผู้จัดการควรจะเป็นเจ้าของข้อมูลส่วนตัวเกี่ยวกับเป้าหมายของบริษัทที่คาดหวัง และมีแรงจูงใจในการถ่ายโอนข้อมูลนี้ไปยังตลาดด้วย ประการที่สอง สัญญาณควรจะเป็นจริง โดยบริษัทที่มีอนาคตที่ไม่สดใสควรจะไม่ปลอมแปลงและส่งสัญญาณเท็จไปยังตลาดด้วยการเพิ่มการจ่ายปันผล อันจะทำให้ตลาดไว้วางใจสัญญาณที่ออกมาจากแต่ละบริษัทได้ (Ang, 1987, and Koch and Shenoy, 1999).

เมื่อผู้จัดการมีข้อมูลมากขึ้นเกี่ยวกับเป้าหมายในอนาคตของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอก พวกเขาอาจใช้การเปลี่ยนแปลงปันผลเป็นสื่อในการถ่ายทอดข้อมูลไปยังตลาดการเงินเกี่ยวกับการเติบโตและการทำกำไรของบริษัทในอนาคต นักลงทุนภายนอกอาจจะรับรู้การประกาศจ่ายปันผลว่าเป็นการสะท้อนการประเมินผลประกอบการและเป้าหมายอนาคตของบริษัทได้ การจ่ายปันผลเพิ่มขึ้นอาจตีความได้ว่าบริษัทมีกำไรที่ดีในอนาคต (ข่าวดี) และดังนั้นราคาหุ้นไปในทิศทางที่เป็นบวก เช่นเดียวกับการจ่ายปันผลลดลงอาจจะเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัท มีเป้าหมายในอนาคตที่แย่ลง (ข่าวร้าย) และราคาหุ้นจะไปในทิศทางที่เป็นลบ ซึ่งสิ่งนี้ทำให้ผู้จัดการลังเลใจได้ ที่จะประกาศจ่ายปันผลลดลง นอกจากนี้ทฤษฎี The Clientele Effect ที่บอกว่า นักลงทุนที่มีภาวะอัตราภาษีเงินได้ต่ำจะต้องการลงทุนในบริษัทที่จ่ายปันผลในอัตราสูง และจ่ายสม่ำเสมอ ตรงข้ามกับนักลงทุนที่มีภาวะอัตราภาษีเงินได้สูง จะต้องการลงทุนในบริษัทที่จ่ายปันผลในอัตราที่ต่ำ แต่เน้นการเติบโตของกิจการและราคาหุ้นที่สูงขึ้น

โดยสรุปในมุมมองของผู้เขียนอาจกล่าวได้ว่าไม่ว่าจะเป็นทฤษฎีใดก็ตาม การจ่ายปันผลส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นทั้งสิ้น แต่อยู่บนพื้นฐานที่ข้อมูลต่างๆที่เปิดเผยออกมาสู่ตลาดที่เกี่ยวข้องกับบริษัท จะต้องเป็นข้อมูลที่ถูกต้องและทันสมัยจึงจะทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นและมูลค่าของบริษัทสะท้อนความเป็นจริงได้อย่างแท้จริง ซึ่งในความเป็นจริงแล้วสิ่งเหล่านี้อาจไม่เป็นจริงได้ เนื่องจาก

ผู้จัดการและนักลงทุนภายนอกมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกัน อย่างเป็นปัจจุบัน จึงส่งผลกระทบต่อเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นและมูลค่าบริษัทไม่ได้สะท้อนตามความเป็นจริงอย่างเป็นปัจจุบัน

นโยบายการจ่ายปันผลสำหรับผู้ประกอบการ SMEs ในภาวะวิกฤติเศรษฐกิจ

ในปัจจุบันจะพบว่า นโยบายการจ่ายปันผลสามารถแบ่งออกได้ดังต่อไปนี้

1. นโยบายการจ่ายปันผลปกติ (Regular Dividend Policy)

เป็นนโยบายที่บริษัทมีการจ่ายปันผลในอัตราที่ปกติให้กับนักลงทุน ซึ่งเหมาะกับบริษัทที่มีความมั่นคงสูง ต้องการให้นักลงทุนมั่นใจและต้องการให้ราคาหุ้นมีความมั่นคง

2. นโยบายการจ่ายปันผลคงที่ (Stable Dividend Policy)

เป็นนโยบายการจ่ายปันผลเป็นเงินสดที่แน่นอนให้กับผู้ถือหุ้น มีอยู่ 3 ประเภท

2.1 นโยบายการจ่ายปันผลคงที่ต่อหุ้น เป็นรูปแบบที่บริษัทจ่ายเงินปันผลเป็นจำนวนเงินคงที่ทุกปี เช่น จ่ายปันผล 10 บาทต่อหุ้นและจ่ายทุกปีคงที่ ซึ่งนโยบายแบบนี้เหมาะกับบริษัทที่มีผลประกอบการที่มั่นคงและมีกำไรสม่ำเสมอ

2.2 นโยบายการจ่ายปันผลตามอัตราปันผลคงที่ เป็นรูปแบบที่บริษัทจ่ายปันผลเป็นสัดส่วนร้อยละของกำไร โดยกำหนดอัตราคงที่ทุกปี เช่น จ่ายปันผลร้อยละ 50 ของกำไรสุทธิทุกปี เหมาะกับกิจการที่มีผลกำไรที่อาจไม่แน่นอนและไม่ต้องการแบกภาระการจ่ายปันผลเช่นกรณีแบบแรก

2.3 นโยบายการจ่ายปันผลพื้นฐานต่ำและบวกการจ่ายปันผลพิเศษ เป็นรูปแบบที่บริษัทมีการจ่ายเงินปันผลพื้นฐานต่อหุ้นให้อยู่ในมูลค่าหรืออัตราที่ต่ำ แต่จะมีการจ่ายปันผลพิเศษในปีที่บริษัทมีกำไรสูงกว่าที่คาดไว้

3. นโยบายการจ่ายปันผลไม่คงที่ (Irregular Dividend Policy)

เป็นนโยบายการจ่ายปันผลที่ไม่แน่นอน ขึ้นกับผลประกอบการ โดยบางปีอาจจ่ายน้อย บางปีจ่ายมาก บางปีอาจไม่จ่ายเลย ซึ่งเกิดจากสาเหตุหลายประการ เช่น

รายได้ที่ไม่แน่นอน การขาดสภาพคล่องทางการเงิน บริษัทไม่ต้องการใช้นโยบายการจ่ายปันผลคงที่ เป็นต้น เหมาะกับบริษัทเกิดใหม่ที่ยังไม่มั่นคงและไม่มั่นใจต่อการเติบโตของบริษัททำให้ไม่สามารถใช้นโยบายการจ่ายปันผลคงที่ได้

4. นโยบายการไม่จ่ายปันผล (No Dividend Policy)

เป็นนโยบายที่บริษัทจะไม่มีการจ่ายปันผล แต่จะนำผลกำไรไปขยายการลงทุนเพื่อสร้างการเติบโตให้กับกิจการ มักจะใช้กับบริษัทเกิดใหม่และเน้นการเติบโตของรายได้เป็นหลักเพื่อขยายกิจการให้ใหญ่ขึ้น จึงไม่ต้องการ มีภาวะในการจ่ายปันผล แต่นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากราคาหุ้นที่สูงขึ้นจากการเติบโตของกำไรทดแทนผลตอบแทนจากปันผล

สำหรับรูปแบบการจ่ายปันผลของบริษัทที่เป็นที่นิยมและนำมาใช้อย่างแพร่หลาย สามารถจำแนกได้ดังต่อไปนี้

1. เงินสดปันผล (Cash Dividend) เงินสดปันผลจะจ่ายจากกำไรสะสม ซึ่งขึ้นอยู่กับปริมาณเงินสดที่มีอยู่ว่ามีเพียงพอหรือไม่ โดยส่งผลกระทบต่อฐานะทางการเงินที่มีการเปลี่ยนแปลงทั้งด้านสินทรัพย์ (เงินสดลดลงตามจำนวนปันผลที่จ่าย) และด้านหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้นก็ลดลงเช่นกัน (กำไรสะสมลดลงตามจำนวนปันผลที่จ่าย)

2. หุ้นปันผล (Stock Dividend) เป็นการจ่ายปันผลในรูปของหุ้นสามัญใหม่ ซึ่งเรียกว่า หุ้นปันผล ซึ่งจะกำหนดจำนวนหุ้นที่จ่ายให้ผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนของหุ้นที่ถืออยู่เดิม เช่น จ่ายหุ้นปันผลร้อยละ 50 หมายความว่า ผู้ถือหุ้นอยู่ 100 หุ้น จะได้รับหุ้นปันผลใหม่ 50 หุ้น การจ่ายหุ้นปันผลไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นในงบแสดงฐานะทางการเงิน แต่จะส่งผลทำให้มูลค่ากำไรสะสมลดลง ในขณะที่มูลค่าหุ้นสามัญจะเพิ่มขึ้นในจำนวนที่เท่ากัน

นโยบายการจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญาาระยะกลางหรือระยะยาว

นโยบายการจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญาาระยะกลางหรือระยะยาวนี้ ผู้เขียนบทความเห็นว่ามีความเหมาะสมกับผู้ประกอบการ SMEs ของไทยในยุคภาวะวิกฤติเศรษฐกิจ ซึ่งแน่นอนว่าผู้ประกอบการ SMEs เหล่านี้ย่อมไม่มีศักยภาพเพียงพอที่จะจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้ แต่การไม่มีนโยบายจ่ายปันผล

ย่อมส่งผลให้หุ้นของบริษัทไม่เป็นที่ต้องการ ถ้าบริษัทขาดการวางแผนในการเติบโตที่ดีและอาจส่งผลทำให้ราคาหุ้นมีแนวโน้มลดลงอันเนื่องจากผลกระทบจากผลประกอบการที่ไม่ดี ดังนั้นนโยบายการจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญาาระยะกลางหรือระยะยาว จึงเป็นการยืด ภาวะในการจ่ายปันผลออกไประยะหนึ่งอาจเป็นระยะเวลา 3-5 ปี เพื่อสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนและให้บริษัทสามารถนำรายได้เพื่อไปรักษาสภาพคล่องและนำไปลงทุนขยายกิจการได้ เมื่อผ่านพ้นช่วงวิกฤติเศรษฐกิจไปแล้ว บริษัทมีความพร้อมก็จะสามารถจ่ายปันผลให้กับนักลงทุนได้ตามสัญญาที่ตกลงกันไว้ โดยสัญญาของการจ่ายปันผลอาจจ่ายได้ในหลากหลายรูปแบบทั้งในรูปแบบเงินสดหรือหุ้นปันผลและอาจจ่ายตามนโยบายการจ่ายปันผลคงที่ โดยการใช้นโยบายการจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญาาระยะกลางหรือระยะยาวนี้ยังสามารถกำหนดได้เป็น 2 ลักษณะ คือ

1. กำหนดอัตราการจ่ายปันผลตามสัญญาาระยะยาวแบบอัตราเพิ่มขึ้นทุกปีจนถึงเป้าหมาย สามารถแสดงตัวอย่างให้เห็นดังตารางที่ 1

ตารางที่ 1 ตัวอย่างรูปแบบการกำหนดอัตราการจ่ายปันผลตามสัญญาาระยะยาวแบบอัตราเพิ่มขึ้นทุกปีจนถึงเป้าหมาย

ปีที่	อัตราการจ่ายปันผล (ร้อยละของกำไรต่อหุ้น)
1	0
2	0
3	0
4	20
5	30
6	40
7	50

จากตารางที่ 1 หมายถึงในช่วงภาวะวิกฤติเศรษฐกิจสามปีแรกบริษัทไม่สามารถจ่ายปันผลได้ แต่ใช้นโยบายการจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญาาระยะกลางหรือระยะยาว จึงระบุไว้ในสัญญาว่าจะมีการจ่ายปันผลในอัตราที่เพิ่มขึ้นทุกปีตั้งแต่ปีที่ 4-7 โดยกำหนดเป้าหมายไว้ที่ร้อยละ 50 และจ่ายตามเป้าหมายได้ในปีที่ 7 หลังจากนั้นจะจ่ายที่อัตราร้อยละ 50 คงที่ตลอดไป

2. กำหนดอัตราการจ่ายปันผลตามสัญญาระยะยาวแบบอัตราคงที่ทุกปี สามารถแสดงตัวอย่างให้เห็นดังตารางที่ 2

ตารางที่ 2 ตัวอย่างรูปแบบการกำหนดอัตราการจ่ายปันผลตามสัญญาระยะยาวแบบอัตราคงที่ทุกปี

ปีที่	อัตราการจ่ายปันผล (ร้อยละของกำไรต่อหุ้น)
1	0
2	0
3	0
4	50
5	50
6	50
7	50

จากตารางที่ 2 หมายถึงในช่วงภาวะวิกฤติเศรษฐกิจสามปีแรกบริษัทไม่สามารถจ่ายปันผลได้ แต่ใช้นโยบายจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญาระยะกลางหรือระยะยาว จึงระบุไว้ในสัญญาว่าจะมีการจ่ายปันผลในอัตราคงที่ทุกปีเริ่มตั้งแต่ปีที่ 4 โดยจ่ายที่อัตราร้อยละ 50 คงที่ตลอดไป สำหรับนโยบายจ่ายเงินปันผลคงที่ต่อหุ้น อาจไม่เหมาะสมกับการนำมาใช้กับนโยบายจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญาระยะกลางหรือระยะยาว โดยเฉพาะสำหรับผู้ประกอบการ SMEs เนื่องจากการกำหนดเป็นจำนวนเงินที่ต้องจ่ายที่แน่นอนอาจส่งผลเสียต่อกิจการของผู้ประกอบการ SMEs เนื่องจากการกำหนดภาระการจ่ายเงินที่คงที่ อันทำให้ อาจไม่สอดคล้องกับผลประกอบการในปีที่ 4-7 ที่ยังไม่สามารถรักษาความมั่นคงของกิจการได้เช่นเดียวกับผู้ประกอบการขนาดใหญ่

ความสัมพันธ์ของนโยบายการจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญาระยะกลางหรือระยะยาว ตามแนวคิด Dividend Relevance Theories หรือการจ่ายปันผลสัมพันธ์ต่อราคาหุ้น จะพบว่าแนวคิดส่งผลให้ราคาหุ้นมีโอกาสลดลงได้ในระยะสั้นจากการไม่จ่ายปันผลทันที ตามแนวคิด The Signaling Hypothesis แต่ขณะเดียวกันในระยะต่อมาหลังการประกาศไม่จ่ายปันผล จะส่งผลให้มูลค่าของกิจการและราคาหุ้นสามารถสูงขึ้นได้ตามสมมติฐาน The Walter Model เนื่องจากบริษัทมีสัญญา

ที่จะจ่ายปันผลให้กับนักลงทุนในระยะเวลาต่อมา ในขณะที่เดียวกันนโยบายการจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญาระยะกลางหรือระยะยาว อาจสอดคล้องกับทฤษฎีเรื่อง Tax-Preference ที่กล่าวว่า การจ่ายปันผลต่ำจะทำให้ต้นทุนเงินทุนต่ำลงและเพิ่มราคาหุ้นให้สูงขึ้น หรือทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นโดยมีข้อกำหนดว่า ปันผลจะเสียภาษีสูงกว่ากำไรจากส่วนต่างราคาหุ้น นอกจากนี้ ปันผลจะต้องจ่ายภาษีทันที ในขณะที่กำไรจากส่วนต่างราคาหุ้นสามารถจ่ายภาษีที่หลังได้จนกว่าหุ้นนั้นจะมีการขายออกไปจริง ดังนั้นการใช้นโยบายการจ่ายปันผลแบบนี้ จะทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นในระยะกลางและระยะยาว เพราะกิจการมีแนวโน้มที่ผลประกอบการจะดีขึ้น ในส่วนของสมมติฐาน The Agency Hypothesis การจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญาระยะกลางหรือระยะยาว อาจส่งผลให้เกิดปัญหานี้ขึ้น เพราะผู้จัดการอาจนำเงินปันผลที่ไม่ต้องจ่ายนี้ไปใช้เพื่อผลประโยชน์ของตนเองแทน แต่ในกรณีของผู้ประกอบการ SMEs ของไทยซึ่งส่วนใหญ่จะเป็นทั้งผู้บริหารและเจ้าของ จึงทำให้ผลกระทบของสมมติฐาน The Agency Hypothesis ไม่ส่งผลต่อนโยบายการจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญาระยะกลางหรือระยะยาว แต่ทั้งหมดแล้วก็อาจพบว่า ทฤษฎีในแนวคิด Dividend Relevance อาจไม่สามารถใช้ได้จริงในโลกแห่งความเป็นจริง เนื่องจากมีข้อจำกัดของทฤษฎีต่างๆ ดังที่กล่าวไว้ในตอนแรก

ในขณะที่นโยบายการจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญาระยะกลางหรือระยะยาว ตามแนวคิด Dividend Irrelevance Theories จะพบว่า การไม่จ่ายปันผลในปัจจุบันย่อมไม่ส่งผลต่อราคาหุ้น เพราะราคาหุ้นจะสูงขึ้นชัดเจนกับการไม่จ่ายปันผลเนื่องจากทำให้กิจการมีผลกำไรหลังจ่ายปันผลที่สูง ซึ่งก็เช่นเดียวกับแนวคิด Dividend Relevance ที่ในความเป็นจริงแล้ว แนวคิด Dividend Irrelevance Theories มีข้อจำกัดต่างๆ ทั้งในด้านของเงื่อนไขที่กำหนดให้ ตลาดหุ้นนั้นเป็นตลาดที่สมบูรณ์ อันทำให้นักลงทุนทุกคนมีข่าวสารที่เท่าเทียมกัน ไม่มีต้นทุนค่าธรรมเนียมในการแลกเปลี่ยน และไม่มีนักลงทุนรายใดที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้น ข้อจำกัดที่กิจการต้องไม่มีภาษีหรืออัตราภาษีที่มีอยู่ไม่ได้สร้างความแตกต่างระหว่างปันผลกับกำไรจากส่วนต่างราคาหุ้น ข้อจำกัดที่กิจการมีการลงทุนที่คงที่ ซึ่งจะพบว่าในเรื่องของภาษีและเรื่องของต้นทุนค่าธรรมเนียมในการแลกเปลี่ยนหุ้นนั้น ไม่สามารถเป็นจริงได้ในโลกแห่งความเป็นจริง

ข้อดีของนโยบายการจ่ายปันผลแบบกำหนด สัญญาระยะกลางหรือระยะยาว ที่สามารถจำแนกได้อย่าง ชัดเจนและส่งผลดีต่อผู้ประกอบการ SMEs ของไทย ในระยะกลางและระยะยาว มีดังต่อไปนี้

1. ลดภาระการจ่ายปันผลให้กับผู้ประกอบการ SMEs ของไทยในช่วงเวลาวิกฤติเศรษฐกิจ
2. ช่วยให้ผู้ประกอบการ SMEs ของไทย สามารถ รักษาสภาพคล่องของกิจการและดำรงกิจการ อยู่รอดไปได้ในช่วงเวลาวิกฤติเศรษฐกิจ
3. ผู้ประกอบการ SMEs ของไทย สามารถนำเงิน ปันผลไปลงทุนหรือขยายกิจการเพื่อให้สามารถ จ่ายปันผลได้ตามที่กำหนดในสัญญา
4. ลดภาระหนี้สินระยะสั้นและระยะกลาง และลด ภาระดอกเบี้ยลงไปได้ จากการนำเงินปันผลไป จ่ายแทน
5. สร้างความมั่นคงทางด้านสถานะสินทรัพย์ให้กับ กิจการของผู้ประกอบการ SMEs ของไทย ในภาวะ วิกฤติเศรษฐกิจได้ อันจะช่วยให้บริษัท ไม่ต้อง ขายสินทรัพย์เพื่อมารักษาสภาพคล่อง
6. สร้างความมั่งคั่งให้กับผู้ถือหุ้นโดยทำให้กิจการ มีกำไรสะสมที่เพิ่มขึ้นจากการลดภาระการจ่ายปัน ผลลง
7. ทำให้มูลค่าของกิจการของผู้ประกอบการ SMEs ของไทย เพิ่มขึ้นได้จากมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นที่ สูงขึ้น
8. ส่งผลให้ราคาหุ้นในตลาดของบริษัทของ ผู้ประกอบการ SMEs ของไทย มีราคาที่สูงขึ้น

และดึงดูดให้นักลงทุนสนใจที่จะลงทุนอันจะทำให้ กิจการมีกระแสเงินสดที่ดีขึ้น

บทสรุปและข้อเสนอแนะ

การจ่ายผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นในรูปของปันผล ถือเป็นส่วนสำคัญอย่างยิ่งต่อการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้ถือ หุ้นในการถือครองหุ้น ในภาวะวิกฤติเศรษฐกิจย่อม ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของกิจการ โดยเฉพาะ ผู้ประกอบการ SMEs ที่มักจะได้รับผลกระทบค่อนข้างมาก และส่งผลให้การจ่ายผลตอบแทนในรูปของปันผลต้อง ถูกกระทบไป อันจะส่งผลให้ราคาหุ้นของกิจการเหล่านี้ได้รับ ผลกระทบมีราคาลดลงไป เนื่องจากขาดแรงจูงใจ ในการถือครอง ดังนั้น จำเป็นอย่างยิ่งที่ผู้ประกอบการ SMEs จะต้องหาแนวทางในการกำหนดนโยบายการจ่าย ปันผลที่จะทำให้สามารถรักษาสภาพคล่อง พร้อมกับ รักษาการถือครองของผู้ถือหุ้นให้คงอยู่ต่อไป

ดังนั้น นโยบายการจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญา ระยะกลางหรือระยะยาว จึงเป็นการสร้างเงื่อนไขและแรงจูงใจ ให้นักลงทุนและผู้ถือหุ้นยังคงถือครองหุ้นนั้นต่อไป โดยมี ข้อดีที่สำคัญ คือ ทำให้กิจการลดภาระการจ่ายปันผลและ สามารถนำเงินไปลงทุนหรือรักษาสภาพคล่องไว้ได้ ขณะเดียวกัน ทำให้นักลงทุนเชื่อมั่นและยังคงถือครองหุ้น ต่อไปอันทำให้ราคาหุ้นไม่ลดลงไปมากจากผลประกอบการ ที่ต่ำลง สิ่งเหล่านี้จะทำให้กิจการสามารถผ่านพ้นภาวะ วิกฤติเศรษฐกิจไปได้ได้อย่างยั่งยืนและพร้อมจะเติบโตเมื่อ ภาวะเศรษฐกิจฟื้นตัวดีขึ้นในอนาคตต่อไป

บรรณานุกรม

ชูเกียรติ วชิรศรีสุนทร.(2554). การตอบสนองของราคา หลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. กรุงเทพมหานคร. สำนักหอสมุด มหาวิทยาลัยศิลปากร. สืบค้นเมื่อ 21 เมษายน 2559, จาก ฐานข้อมูล ชื่อ ฐานข้อมูลงานวิจัย (ThaiLIS).

นริศรา นันทาภิวณิช. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่าง โครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และ

การจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษา บริษัทในกลุ่มธุรกิจ พัฒนาอสังหาริมทรัพย์. งานวิจัยหลักสูตร โครงการปริญญาโททางการบัญชี.

กรุงเทพมหานคร. คณะพาณิชยศาสตร์และการ บัญชี มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.

พัตตา จุณอนันตธรรมและสุมิตรา ตั้งสมวรพงษ์.(2555).

หุ้นปันผล: ชุมทรัพย์ของการลงทุน.

กรุงเทพมหานคร. สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย, ตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.

- วรลี ทองพุ่มพุกษา.(2552). ความสัมพันธ์ระหว่าง
โครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์
ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการ
จ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด
หลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวด
ธนาคาร. กรุงเทพมหานคร. สำนักหอสมุด
มหาวิทยาลัยกรุงเทพ. สืบค้นเมื่อ 21 เมษายน
2559, จาก ฐานข้อมูล ชื่อ ฐานข้อมูลงานวิจัย
(ThaiLIS).
- สุดธิดา ตีร์ตรง.(2553). ผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงิน
ปันผลที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์
แห่งประเทศไทย. มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์ คณะ
บริหารธุรกิจ โครงการบัณฑิตศึกษา สาขา
บริหารธุรกิจ. สืบค้นเมื่อ 30 พฤษภาคม 2559, จาก
http://kukr.lib.ku.ac.th/ku_proceed/KUCON/search_detail/result/12365
- Ang, J. S. (1987). *Do dividends matter? A Review of
Corporate Dividend Theories and Evidence*.
New York: Salomon Brothers Center for the
Study of Financial Institutions, Graduate
School of Business Administrations, New
York University,
p. 59-65.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and
Financing Policy, *Journal of Finance* 18,
264-272.
- Baskin J. B., Jr & Miranti P. J. (1997). *A History of
Corporate Finance*. New York: Cambridge
University Press.
- Koch, P.D. & Shenoy, C. (1999), The Information
Content of Dividend and Capital Structure
Policies, *Financial Management* 28, 16-35.
- Krishnamsetty, M. (2010). *High dividend stocks-Can they
beat 10-year bonds or the stock market?*.
Retrieved on April 30, 2016, from
<http://www.insidermonkey.com/blog/can-high-dividendstocks-beat--year-bonds-or-the-stock-market-369/>
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage,
Stock Prices and Supply of Capital to
Corporations, *The Review of Economics
and Statistics* 64, 243-269.
- Miller M. H. & Modigliani, F. (1958). The Cost of
Capital, Corporation Finance and the Theory
of Investment. *The American Economic
Review*, Vol. 48, No. 3 (Jun., 1958), pp.
261-297.
- Morningstar. (2011). Income or growth? Why it pays
to look for the best total return. Retrieved on
October 30, 2011, from
<http://www.asx.com.au/resources/investor-update-newsletter/income-orgrowth.htm>
- Rozeff, M, S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs
as Determinants of Dividend payout Ratios,
The Journal of Financial Research 5, 249-
259.
- Siegel, J. J. (2010). *Scoop Up Dividends*. Retrieved on
May 30, 2016, from,
<http://www.kiplinger.com/columns/goinglong/archives/scoop-up-dividends.html>
- Walter, J.E., (1963). Dividend Policy: Its Influence on
the Value of the Enterprise, *Journal of
Finance*. 18, 280-291.
- Williams, A. D., Saryan, J. A., & Yan, L. Y. (2011).
*Dividend investing: Favorable Long-term
Opportunities for Total Return and Income*.
Retrieved on April 30, 2016, from,
<http://funds.eatonvance.com/Dividends.php>