

# นโยบายจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญาสำหรับผู้ประกอบการ Contracted Stock Dividend Payment Policy for Entrepreneurs

สุรัชย์ ภัทรบรรเจิด<sup>1</sup>

## บทคัดย่อ

ผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจที่ตกต่ำอย่างต่อเนื่องมาเป็นระยะเวลาอันยาวนาน ได้ส่งผลกระทบต่อผู้ประกอบการ ทำให้อยู่ในภาวะที่ขาดทุน และส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นกับเจ้าของกิจการเหล่านี้ และทำให้ผู้ถือหุ้นไม่ได้รับปันผลจากการที่ผู้ประกอบการไม่สามารถจ่ายปันผลได้ จึงเป็นความจำเป็นที่ผู้ประกอบการจะต้องวางแผนในด้านนโยบายการจ่ายปันผลที่จะทำให้ผู้ถือหุ้นมีความเชื่อมั่นต่อกิจการ และยังคงถือหุ้นต่อไปในระยะยาว

ผลการศึกษางานวิจัยและบทความต่างๆ ที่เกี่ยวกับการปันผลทั้งในและต่างประเทศปรากฏว่า หุ้นปันผลเป็นทางเลือกหนึ่งในการลงทุนในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ โดยในระยะยาวผลการศึกษาพบว่า 1) หุ้นปันผลจะให้ผลตอบแทนรวมสูงกว่าผลตอบแทนโดยเฉลี่ยของตลาด 2) กลุ่มหลักทรัพย์ที่มีองค์ประกอบด้วยหุ้นปันผลที่มีอัตราเงินปันผลต่อหุ้นสูงจะสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนรวมสูงกว่ากลุ่มหลักทรัพย์ที่มีองค์ประกอบด้วยหุ้นปันผลที่มีอัตราเงินปันผลต่อหุ้นต่ำ และ 3) ผลตอบแทนจากหุ้นปันผลสูงกว่าผลตอบแทนในพันธบัตร หุ้นกู้ ตั๋วเงินคลังและตราสารเงินฝากในตลาดเงิน ดังนั้น หุ้นปันผลจึงถือเป็นอีกทางเลือกหนึ่งที่เหมาะสมและน่าสนใจอย่างยิ่งในการลงทุนระยะกลางและระยะยาว

นโยบายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา เป็นแนวคิดใหม่สำหรับผู้ประกอบการ อันเป็นนโยบายที่จะช่วยให้ราคาหุ้นไม่ได้รับผลกระทบจากการชะลอจ่ายปันผลในช่วงวิกฤติการณ์ต่างๆ โดยมีข้อดีที่สำคัญ อาทิเช่น ผู้ประกอบการสามารถนำเงินปันผลไปลงทุนหรือขยายกิจการได้ต่อเนื่อง ช่วยลดภาระหนี้สินระยะสั้นและระยะกลาง ลดภาระการจ่ายปันผลให้กับผู้ประกอบการและช่วยให้ผู้ประกอบการสามารถรักษาสภาพคล่องของกิจการและดำรงกิจการอยู่รอดไปได้ในช่วงเวลาภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ เป็นต้น

**คำสำคัญ:** ผู้ประกอบการ, นโยบายจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา, เศรษฐกิจตกต่ำ, หุ้นปันผล

<sup>1</sup> หัวหน้าภาควิชาการเงินและการธนาคาร คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยสยาม 38 ถนนเพชรเกษม แขวงบางหว้า เขตภาษีเจริญ กรุงเทพฯ 10160

## Abstract

Long term recession economy has huge impact to Thai entrepreneurs. It makes a loss to SMEs entrepreneurs and has an impact to decrease return to equity (ROE). These entrepreneurs cannot pay dividend to their shareholders. So in this situation, entrepreneurs must have a plan for dividend payment policy that will make a confident for its enterprises and shareholders in the long-term.

Research studies on dividend payment in Thailand and other countries show that stock dividend is a good investment during economic crises. For the long-term, most studies show that 1) stock dividend can pay return more than average market return 2) investment portfolio that consists of high dividend payment stocks can make more return than low dividend payment stocks and 3) dividend yield from stock has a greater yield than debenture, 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.

Contracted stock dividend policy is a new idea for entrepreneurs that want to stop or slow down of stock price that fallen caused by no dividend payment policy during recession economy. Contracted stock dividend policy has many advantages for entrepreneurs that can use capital for other investments, decrease short-term or medium-term debt, decrease cash dividend and keep financial liquidity for during economic crisis.

**Keywords:** *Entrepreneurs, Contracted Stock Dividend Payment Policy, Recession Economy, Stock Dividend*

## บทนำ

การพัฒนาและเติบโตของผู้ประกอบการ SMEs จำเป็นอย่างยิ่งที่จะต้องมีการบริหารจัดการที่ดี โดยเฉพาะอย่างยิ่งการบริหารจัดการในเรื่องนโยบายการจ่ายปันผล ซึ่งเป็นนโยบายที่มีผลต่อการตัดสินใจของนักลงทุนในการลงทุนในธุรกิจ บทความนี้จึงได้รวบรวมนโยบายการจ่ายปันผลในรูปแบบต่างๆ รวมถึงแนวนโยบายปันผลในรูปแบบใหม่ที่แตกต่างจากที่เคยมีมา คือ นโยบายจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา เพื่อให้เป็นแนวทางสำหรับผู้ประกอบการในการนำไปประยุกต์ใช้ และได้นำเสนอข้อดีของนโยบายดังกล่าว เพื่อช่วยประกอบการตัดสินใจในการจ่ายปันผลได้อย่างเหมาะสมกับผู้ประกอบการที่อยู่ในสถานะที่แตกต่างกันออกไป นอกจากนี้ผู้เขียนได้ทำการศึกษาผลการวิจัยในอดีตที่กล่าวถึงผลกระทบของการจ่าย

ปันผลต่อราคาหุ้น ซึ่งผู้ประกอบการส่วนหนึ่งเป็นผู้ประกอบการที่อยู่ตลาดหลักทรัพย์ การจ่ายปันผลย่อมส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ และนำเสนอแนวทางการจ่ายปันผลที่เหมาะสมให้กับผู้ประกอบการที่อยู่ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (The Stock Exchange of Thailand – SET) และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment – MAI) สามารถนำไปประยุกต์ใช้ได้ด้วยกัน

การสร้างความเข้มแข็งให้กับผู้ประกอบการ SMEs จึงเป็นสิ่งสำคัญในการผลักดันให้เศรษฐกิจของประเทศเติบโตได้อย่างมั่นคงและยั่งยืน ซึ่งปัจจัยหนึ่งที่จะส่งเสริมให้ผู้ประกอบการ SMEs มีความมั่นคงและสร้างความน่าเชื่อถือกับผู้ถือหุ้น คือ การจ่ายปันผลอย่างสม่ำเสมอ โดยในสถานการณ์เศรษฐกิจปัจจุบันที่อยู่ในภาวะชะลอตัวส่งผลให้ธุรกิจ SMEs ได้รับผลกระทบมากและความสามารถในการจ่ายปันผลลดลงจากภาวะหนี้สินที่เพิ่มขึ้น อันจะส่งผลทำให้หุ้นไม่ได้รับความน่าเชื่อถือและเป็นที่ต้องการของนักลงทุน โดยผลการศึกษาของ นลินี เวชวิริยกุล (2551) พบว่าบริษัทที่หนี้สินมากจะมีอัตราการจ่ายปันผลลดลง และพบว่าอีกว่าเมื่อบริษัทมีจำนวนผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นจะทำให้อัตราการจ่ายปันผลเพิ่มขึ้นด้วย สุทธิดา ตีร์ตรง (2553) ได้ทำการศึกษาผลของการจ่ายปันผลต่อราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ฯ พบว่า บริษัทที่มีการจ่ายปันผลในอัตราเพิ่มขึ้น คงที่หรือลดลง จะส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติถ่วงเฉลี่ยสะสม (CAAR) ในทุกช่วงเวลา ซึ่งแสดงให้เห็นว่าการจ่ายปันผลจะส่งผลให้เกิดอัตราผลตอบแทนเกินปกติ หรือราคาหุ้นมีราคาสูงขึ้น และผลการศึกษาของ สุพิชชา สวงขันธ์ (2558) พบว่าบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ MAI ซึ่งเป็น ส่วนใหญ่จะมีนโยบายการจ่ายปันผลที่แน่นอน และราคาหลักทรัพย์จะสะท้อนในเชิงบวกต่อการจ่ายปันผลที่มีความสม่ำเสมอ

ดังนั้น นโยบายจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา เป็นการกำหนดนโยบายการจ่ายหุ้นปันผล ที่จะทำให้บริษัทสามารถสร้างความเชื่อมั่นแก่นักลงทุนว่าจะมีการชดเชยหรือจ่ายปันผลตอบแทนในอนาคตในรูปแบบของหุ้นปันผล และไม่เป็นการเปรียบเทียบว่าการจ่ายปันผลแบบนี้ดีกว่าแบบอื่น แต่นโยบายจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา เป็นการนำเสนอนโยบายปันผลที่มาใช้กับบริษัทที่ไม่สามารถจ่ายปันผลได้และไม่ต้องการให้เกิดผลกระทบต่อนักลงทุนและราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ ดังนั้น นโยบายจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา จะช่วยให้บริษัทและนักลงทุนไม่ได้รับผลกระทบจากต่อราคาหุ้นที่อาจลดลงถ้าบริษัทงดจ่ายปันผล และเป็นประโยชน์ต่อบริษัทและนักลงทุนในด้านการรักษามูลค่าตลาดของหุ้นมิให้ลดลงไป

## วัตถุประสงค์

1. เพื่อนำเสนอแนวนโยบายการจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา เป็นทางเลือกสำหรับผู้ประกอบการในการนำไปใช้ในการกำหนดนโยบายการจ่ายปันผลของกิจการตนเอง

2. ช่วยให้ผู้ประกอบการลดภาระการจ่ายปันผลและดำรงสภาพคล่องทางการเงินในภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวได้

3. สร้างการเติบโตของราคาหุ้นในระยะกลางและระยะยาวและลดผลกระทบต่อราคาหุ้นที่ลดลงในระยะสั้น

## แนวคิดทฤษฎีและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

ทฤษฎีในเรื่องของนโยบายการจ่ายปันผลที่สำคัญ สามารถจำแนกได้ดังต่อไปนี้

### 1. แนวคิด Dividend Irrelevance Theories

1.1 The Modigliani and Miller Theory เป็นทฤษฎีที่คิดขึ้นโดย Modigliani and Miller (1961) ซึ่งเรียกกันโดยทั่วไปว่า M&M โดยทั้งสองท่านได้ให้มุมมองใหม่ที่ชี้ให้เห็นความสำคัญของการจ่ายปันผลว่ามีผลต่อมูลค่ากิจการในอนาคตอย่างไร ซึ่งสิ่งนี้นักลงทุนต้องพิจารณาว่ากิจการจะจ่ายปันผลหรือไม่ขึ้นกับโครงสร้างเงินทุนที่ไม่สัมพันธ์กับปัจจัยที่คาดหวังในอนาคต โดยทฤษฎีของทั้งสองกล่าวว่าผลกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้นและปันผลมีมูลค่าเท่าเทียมกันในมุมมองของนักลงทุน มูลค่าของกิจการจึงขึ้นกับกำไรของกิจการอันเป็นผลจากนโยบายปันผลและอุตสาหกรรมที่มีกำไรคงงาม เมื่อนโยบายปันผลของกิจการเป็นที่รู้จักกันในหมู่นักลงทุน นักลงทุนจะใช้เพียงข่าวสารนี้ในการตัดสินใจลงทุนได้ทันที และทฤษฎีนี้ยังได้อธิบายเพิ่มเติมว่า นักลงทุนสามารถสร้างกระแสเงินสดไหลเข้าจากหุ้นตามเงินสดที่ต้องการโดยไม่ต้องคำนึงถึงว่าหุ้นที่ลงทุนนั้นจะจ่ายปันผลหรือไม่ ถ้านักลงทุนในหุ้นปันผลไม่ได้ใช้ประโยชน์จากเงินในปัจจุบันที่ได้จากการปันผล พวกเขาจะทำการนำเงินปันผลนั้นไปลงทุนเพิ่มเติมในหุ้นเดิม ขณะเดียวกัน ถ้านักลงทุนในหุ้นที่ไม่ได้ปันผลต้องการเงินมากกว่าปันผลที่จะได้รับ พวกเขาจะขายหุ้นบางส่วนเพื่อให้ได้รับเงินตามที่ต้องการ แต่ทั้งนี้ Modigliani and Miller ได้บอกไว้เงื่อนไขของทฤษฎีนี้จะเป็นจริงได้ต่อเมื่อสมมติฐานเป็นดังนี้

1. ตลาดทุนนั้นเป็นตลาดที่สมบูรณ์ อันทำให้นักลงทุนทุกคนมีข่าวสารที่เท่าเทียมกัน ไม่มีต้นทุนค่าธรรมเนียมในการแลกเปลี่ยนและการปลดภาระหุ้น และไม่มีนักลงทุนรายใดที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้น
2. ไม่มีภาษีหรืออัตราภาษีที่มีอยู่ไม่ได้สร้างความแตกต่างระหว่างปันผลกับกำไรจากส่วนต่างราคาหุ้น
3. กิจการมีการลงทุนที่คงที่
4. ไม่มีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับความคาดหวังในอนาคตของกิจการ ทำให้นักลงทุนทุกคนสามารถพยากรณ์ราคาหุ้นในอนาคตได้และการจ่ายปันผลมีความแน่นอน โดยใช้อัตราส่วนลดที่เหมาะสมกับหลักทรัพย์ทุกประเภทในทุกละ

ซึ่งเมื่อพิจารณาจากเงื่อนไขทั้งสองข้อ จะพบว่าในเรื่องของภาษีและเรื่องของต้นทุนค่าธรรมเนียมในการแลกเปลี่ยนหุ้นนั้นไม่สามารถเป็นจริงได้ในโลกแห่งความเป็นจริง จึงทำให้ทฤษฎีนี้มีข้อจำกัดในการนำไปใช้จริงอยู่บ้าง

1.2 The Residual Theory เป็นทฤษฎีที่กล่าวว่า บันผลถือเป็นส่วนที่เหลือของกิจการที่จ่ายไปหลังจากที่กิจการได้ดำรงเงินสดไว้เพียงพอแล้วและโครงการมีมูลค่าปัจจุบันที่พึงปรารถนาแล้วสาระสำคัญของทฤษฎีนี้คือ การจ่ายปันผลไม่เป็นผลต่อการพิจารณามูลค่าตลาดของกิจการในอนาคตอันหมายถึงว่ากิจการจะไม่ลงทุนในโครงการที่นำลงทุนโดยคำนึงถึงจากการจ่ายปันผล นักลงทุนที่เห็นด้วยกับทฤษฎีนี้จะลงทุนโดยไม่สนใจว่ากิจการนั้นจะจ่ายปันผลหรือไม่อย่างไร แต่จะคำนึงถึงกระแสเงินสดของกิจการในอนาคตที่คาดหวังได้ว่าจะสูงขึ้น อันจะส่งผลต่อราคาหุ้นและอัตราจ่ายปันผลที่สูงขึ้น ซึ่งทฤษฎีนี้จะให้ความสำคัญกับตรรกะในความเป็นจริงว่ากิจการจะต้องคำนึงถึงเงินทุนที่มีอยู่เพื่อใช้ในการเติบโตของกิจการก่อนจะนำไปจ่ายตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้น

## 2. แนวคิด Dividend Relevance Theories

2.1 The Tax-Preference Theory: ตามสมมติฐานของ M&M ที่ตลาดที่สมบูรณ์จะไม่มีผลจากภาษีมาเกี่ยวข้อง จึงทำให้ไม่มีข้อแตกต่างทางภาษีระหว่างปันผลและกำไรจากส่วนต่างราคา อย่างไรก็ตามในความเป็นจริง ภาษีนั้นยังมีอยู่และมีผลอย่างมีนัยสำคัญต่อนโยบายปันผลและมูลค่าของกิจการ ซึ่งโดยทั่วไปย่อมมีความแตกต่างกันทางภาษีระหว่างปันผลและกำไรจากส่วนต่างราคา และนักลงทุนส่วนใหญ่สนใจในกำไรหลังหักภาษี ซึ่งผลของภาษีจะกระทบต่อความต้องการในปันผล สมมติฐานในเรื่อง Tax-Preference จึงแนะนำอัตราการจ่ายปันผลต่ำจะทำให้ต้นทุนเงินทุนต่ำลงและเพิ่มราคาหุ้นให้สูงขึ้น หรือทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นนั่นเอง โดยประเด็นนี้เกิดจากสมมติฐานที่ว่า ปันผลจะเสียภาษีสูงกว่ากำไรจากส่วนต่างราคาหุ้น นอกจากนี้ ปันผลจะต้องจ่ายภาษีทันที ในขณะที่กำไรจากส่วนต่างราคาหุ้นสามารถจ่ายภาษีทีหลังได้จนกว่าหุ้นนั้นจะมีการขายออกไปจริง ข้อดีของการจ่ายภาษีของกำไรจากส่วนต่างราคาหุ้นที่ดีกว่าปันผลอาจจูงใจนักลงทุนได้ดีกว่า ทำให้สนใจจะลงทุนในกิจการที่เน้นสร้างกำไรสะสมมากกว่านำมาจ่ายปันผล และพร้อมจะซื้อหุ้นในกิจการที่จ่ายปันผลต่ำในราคาที่สูง อีกสิ่งหนึ่งของการพิจารณาในด้านภาษีคือ กรณีที่ทายาทที่ได้รับหุ้นจากผู้อุปการะที่เสียชีวิต ไม่จำเป็นจะต้องเสียภาษีจากกำไรของส่วนต่างราคาเช่นกัน

2.2 The Signaling Hypothesis: เป็นอีกสมมติฐานหนึ่งที่ตั้งคำถามถึงทฤษฎี M&M ความไม่สัมพันธ์ของปันผลว่าไม่เพียงพอต่อการอธิบายในเชิงปฏิบัติในตลาดการเงินอันเกิดขึ้นจากข้อมูลที่ไม่สมมูลกันระหว่างบุคคลภายใน (ผู้จัดการและกรรมการ) และบุคคลภายนอก (ผู้ถือหุ้น) โดยที่ M&M อยู่บนสมมติฐานที่ว่าผู้จัดการและนักลงทุนภายนอกเป็นอิสระ มีความเท่าเทียมกันและสามารถเข้าถึงข้อมูลชุด

เดียวกันได้ตามผลประกอบการและเป้าหมายของบริษัท แต่ในทางความเป็นจริง ผู้จัดการที่ดูแลบริษัทจะเป็นเจ้าของข้อมูลที่เป็นปัจจุบันและเป้าหมายในอนาคตที่บุคคลภายนอกไม่สามารถเข้าถึงได้

ช่องว่างระหว่างการเข้าถึงข้อมูลของบุคคลภายในและภายนอกอาจทำให้มูลค่าภายในที่แท้จริงของบริษัทที่ตลาดไม่รับรู้ ซึ่งทำให้ราคาหุ้นไม่สามารถวัดมูลค่าของบริษัทได้อย่างถูกต้องแม่นยำ ความพยายามที่จะลดช่องว่างนี้ ผู้จัดการอาจจำเป็นต้องแบ่งปันความรู้ของพวกเขาให้กับบุคคลภายนอกเพื่อให้พวกเขาเข้าใจมูลค่าจริงของบริษัท ที่ผ่านมาจากกรณีที่ผู้ถือหุ้นขาดข้อมูลที่ถูกต้องและสมบูรณ์ กระแสเงินสดที่เกิดจากหลักทรัพย์ที่ปรากฏกับนักลงทุนจึงเป็นพื้นฐานเดียวในการวัดมูลค่าตลาด (Baskin and Miranti, 1997).

ในกรณีเช่นนี้ บันผลจึงเป็นเครื่องมือที่เป็นประโยชน์สำหรับผู้จัดการในการถ่ายโอนข้อมูลส่วนตัวไปยังตลาดเพราะนักลงทุนจะใช้กระแสเงินสดที่เกิดขึ้นวัดมูลค่าของบริษัทได้ นอกจากนี้บันผลอาจแฝงไว้ซึ่งข้อมูลเป้าหมายของบริษัทไว้ด้วย แม้ว่าทฤษฎี M&M จะแนะนำว่าเมื่อตลาดไม่สมบูรณ์ ราคาหุ้นอาจจะสะท้อนกับการเปลี่ยนแปลงบันผล หรืออีกนัยหนึ่ง การประกาศจ่ายบันผลอาจเป็นการถ่ายโอนข้อมูลที่แฝงอยู่เกี่ยวกับศักยภาพในการทำกำไรในอนาคตของบริษัทได้ หรือเรียกว่าเป็นทฤษฎีการส่งสัญญาณ (signaling hypothesis) ซึ่งนักลงทุนสามารถอนุมานข้อมูลเกี่ยวกับกำไรของบริษัทในอนาคตจากการประกาศจ่ายบันผล ทั้งในการจ่ายแบบคงที่หรือมีการเปลี่ยนแปลงอัตราจ่ายบันผล อย่างไรก็ตามในการคงทฤษฎีนี้ไว้ ประการแรก คือ ผู้จัดการควรจะเป็นเจ้าของข้อมูลส่วนตัวเกี่ยวกับเป้าหมายของบริษัทที่คาดหวัง และมีแรงจูงใจในการถ่ายโอนข้อมูลนี้ไปยังตลาดด้วย ประการที่สอง สัญญาณควรจะเป็นจริงโดยบริษัทที่มีอนาคตที่ไม่สดใสควรจะไม่ปลอมแปลงและส่งสัญญาณเท็จไปยังตลาดด้วยการเพิ่มการจ่ายบันผล อันจะทำให้ตลาดไว้วางใจสัญญาณที่ออกมาจากแต่ละบริษัทได้ (Ang, 1987)

เมื่อผู้จัดการมีข้อมูลมากขึ้นเกี่ยวกับเป้าหมายในอนาคตของบริษัทมากกว่านักลงทุนภายนอกพวกเขาอาจใช้การเปลี่ยนแปลงบันผลเป็นสื่อในการถ่ายทอดข้อมูลไปยังตลาดการเงินเกี่ยวกับการเติบโตและการทำกำไรของบริษัทในอนาคต นักลงทุนภายนอกอาจจะรับรู้การประกาศจ่ายบันผลว่าเป็นการสะท้อนการประเมินผลประกอบการและเป้าหมายอนาคตของบริษัทได้ การจ่ายบันผลเพิ่มขึ้นอาจตีความได้ว่าบริษัทมีกำไรที่ดีในอนาคต (ข่าวดี) และดังนั้นราคาหุ้นไปในทิศทางที่เป็นบวก เช่นเดียวกันการจ่ายบันผลลดลงอาจจะเป็นการส่งสัญญาณว่าบริษัทมีเป้าหมายในอนาคตที่แย่ง (ข่าวร้าย) และราคาหุ้นจะไปในทิศทางที่เป็นลบ ซึ่งสิ่งนี้ทำให้ผู้จัดการลังเลใจได้ ที่จะประกาศจ่ายบันผลลดลง นอกจากนี้ทฤษฎี The Clientele Effect ที่บอกว่า นักลงทุนที่มีภาวะอัตราภาษีเงินได้ต่ำจะต้องการลงทุนในบริษัทที่จ่ายบันผลในอัตราสูงและจ่ายสม่ำเสมอ ตรงข้ามกับนักลงทุนที่มีภาวะอัตราภาษีเงินได้สูงจะต้องการลงทุนในบริษัทที่จ่ายบันผลในอัตราที่ต่ำ แต่เน้นการเติบโตของกิจการและราคาหุ้นที่สูงขึ้น

2.3 The Agency Hypothesis สมมติฐานของตลาดทุนที่สมบูรณ์อยู่ภายใต้ทฤษฎี The Dividend Irrelevance โดยไม่มีข้อผลประโยชน์ขัดกันระหว่างผู้จัดการกับผู้ถือหุ้น ในทางปฏิบัติ สมมติฐานนี้ถูกตั้งคำถามว่าเจ้าของกิจการถูกแยกออกจากการบริหาร ซึ่งกรณีเหล่านี้ ผู้จัดการจะเป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นที่ไม่สมบูรณ์และผลประโยชน์ของผู้จัดการจะไม่จำเป็นต้องเหมือนกับผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้น ดังนั้นเขาทั้งคู่จะไม่ปฏิบัติงานในทางที่จะทำให้เกิดผลประโยชน์สูงสุดแก่ผู้ถือหุ้นเสมอไป จึงทำให้ผู้ถือหุ้นเกิดต้นทุนที่เกี่ยวข้องกับการตรวจสอบพฤติกรรมของผู้จัดการ ต้นทุนเหล่านี้หรือเรียกว่าต้นทุนตัวแทนเป็นต้นทุนแฝงที่เกิดจากความขัดกันของผลประโยชน์ระหว่างผู้จัดการกับผู้ถือหุ้น การจ่ายปันผลอาจจะทำให้ผลประโยชน์เท่าเทียมกันและบรรเทาปัญหาตัวแทนลงได้ระหว่างผู้จัดการและผู้ถือหุ้น โดยการลดเงินทุนที่ให้ผู้จัดการอย่างระมัดระวัง

2.4 The Gordon / Lintner (Bird-in-the-Hand) Theory ทฤษฎีนี้คิดค้นขึ้นโดย Gordon (1963) และ Lintner (1962) หรือเรียกอีกในชื่อหนึ่งว่าทฤษฎี The Gordon / Lintner หรือ Bird-in-the-Hand ซึ่งสาระสำคัญของทฤษฎีกล่าวว่าเป็นผลมีความเกี่ยวข้องต่อการพิจารณามูลค่าของกิจการ โดยดูจากแบบจำลองการประเมินมูลค่ากิจการที่คิดค้นขึ้นโดย Gordon การพิจารณาต้นทุนกิจการจากการหาเงินทุนจากส่วนทุนขึ้นกับเงินปันผลของกิจการที่คาดว่าจะจ่ายไปตลอดกาล อัตราการเติบโตของปันผลในรายปีที่คาดหวังและราคาปัจจุบันของหุ้น

$$P = d1/(k-g)$$

โดยที่:  $k$  คือ อัตราผลตอบแทนส่วนทุน (return on equity)

$d1$  คือ อัตราปันผลที่คาดหวังในปลายปี

$P$  คือ ราคาปัจจุบันของหุ้น

$g$  คือ อัตราการเติบโตของปันผลที่คาดหวังในอนาคต

ผลตอบแทนจากปันผลและการเติบโตของปันผลในอนาคตจะเป็นผลตอบแทนต่อนักลงทุน ซึ่งแบบจำลองของ Gordon และ Lintner ยืนยันว่าการวัดผลตอบแทนจากปันผลต่อนักลงทุนมีความสำคัญมากกว่าอัตราการเติบโตในอนาคตของปันผล (ซึ่งเกิดจากอัตรากำไรสุทธิและส่วนต่างกำไรจากราคาหุ้นของกิจการที่จะเติบโตในอนาคต) ซึ่งวัดได้อย่างแม่นยำได้ยากและไม่สามารถรับรองได้กับทุกกิจการว่าจะไม่ขาดทุน อันจะส่งผลให้มูลค่าตลาดลดลงและล้มละลายได้ในที่สุด แต่ทั้งนี้เงื่อนไขของทฤษฎีนี้จะเป็นจริงได้ต่อเมื่อสมมติฐาน เป็นดังต่อไปนี้

1. กิจการทุกกิจการเป็นกิจการแบบทุน ไม่มีภาระหนี้ในโครงสร้างเงินทุน
2. ไม่มีแหล่งเงินทุนภายนอก และใช้กำไรสะสมในการขยายกิจการ
3. มีผลตอบแทนที่มั่นคงโดยไม่คำนึงถึงอัตราการลดลงของการลงทุน
4. กิจการมีต้นทุนทางการเงินคงที่

2.5 The Walter Model เป็นสมมติฐานที่เสนอโดย Walter (1963) กล่าวว่า นโยบายปันผลเกี่ยวข้องกับพิจารณามูลค่าของกิจการ โดยเมื่อมีการจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้น จะมีการนำเงินปันผลไปลงทุนซ้ำเพื่อให้ได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น ต้นทุนของเงินปันผลเหล่านี้เปรียบเสมือนต้นทุนค่าเสียโอกาสของกิจการ (ต้นทุนเงินทุน) ดังนั้น กิจการควรใช้ปันผลเหล่านี้เป็นทุนถ้าไม่ได้จ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น สถานการณ์ที่เป็นไปได้อื่นๆ ที่กิจการจะไม่มีมีการจ่ายปันผล และนำเงินนี้ไปลงทุนในกิจการที่สร้างกำไรเพื่อให้ได้รับผลตอบแทน อัตราผลตอบแทนของกิจการจะต้องไม่ต่ำกว่าต้นทุนของส่วนทุนหรือส่วนผู้ถือหุ้น (ke) ถ้าเกิดเหตุการณ์เช่นนี้ ผลตอบแทนของกิจการจะเท่ากับกำไรของผู้ถือหุ้นเมื่อได้รับการจ่ายปันผล ดังนั้นอาจกล่าวได้อีกอย่างว่า ถ้าผลตอบแทนกิจการสูงกว่าต้นทุนของส่วนทุน ผลตอบแทนจากการลงทุนจะมากกว่าผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นที่มาจากการลงทุนด้านอื่นๆ

นอกจากนี้แบบจำลองของ Walter ยังได้กล่าวว่า ถ้าผลตอบแทนของกิจการน้อยกว่าต้นทุนของส่วนทุน กิจการจะกระจายกำไรในรูปแบบของปันผลเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับผลตอบแทนที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ถ้าผลตอบแทนของกิจการมากกว่าต้นทุนของส่วนทุน กิจการจะมีโอกาสในการลงทุนเพื่อให้ได้ผลตอบแทนที่สูงกว่า ดังนั้น กิจการจะลงทุนเพื่อให้ได้กำไรสะสม ความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนและต้นทุนของส่วนทุนจะมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อการพิจารณานโยบายปันผล

โดยสามารถสรุปแนวทางในการจ่ายปันผล เป็นดังนี้

1. ถ้าผลตอบแทนของกิจการสูงกว่าต้นทุนของส่วนทุน กิจการควรจะไม่จ่ายปันผลและนำเงินไปลงทุนเพื่อขยายกิจการ

2. ถ้าผลตอบแทนของกิจการต่ำกว่าต้นทุนของส่วนทุน กิจการควรจ่ายปันผล 100% และไม่ลงทุนเพื่อขยายกิจการ

3. ถ้าผลตอบแทนของกิจการเท่ากับต้นทุนของส่วนทุน กิจการต้องพิจารณาว่าจะจ่ายปันผลหรือลงทุนเพื่อขยายกิจการหรือผสมผสานกันทั้งสองแบบ

แต่ทั้งนี้เงื่อนไขของทฤษฎีนี้จะเป็นจริงได้ต่อเมื่อสมมติฐาน เป็นดังต่อไปนี้

1. กำไรสะสมเป็นแหล่งทุนแหล่งเดียวในการลงทุนของกิจการ ไม่มีแหล่งทุนจากที่อื่นอีกเลย

2. ต้นทุนเงินทุนจากส่วนทุน และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน มีค่าคงที่ แม้ว่าการตัดสินใจลงทุนใหม่จะเกิดขึ้นและความเสี่ยงของกิจการยังคงอยู่เหมือนเดิม

3. อายุกิจการไม่มีที่สิ้นสุด

ซึ่งจากทฤษฎี Bird-in-Hand และสมมติฐานของ Walter ที่มีโครงสร้างและการนำไปใช้ที่คล้ายคลึงกัน โดยมีสมมติฐานที่ไม่สอดคล้องกับความเป็นจริง คือ

1. สมมติฐานที่ไม่สามารถหาแหล่งทุนจากภายนอกนอกเหนือจากกำไรสะสม ซึ่งในความเป็นจริงอาจเป็นไปได้

2. ต้นทุนเงินทุนจากส่วนทุน และอัตราผลตอบแทนจากการลงทุน มีค่าคงที่อาจเกิดขึ้นได้น้อยมาก ในความเป็นจริง เนื่องจากเมื่อมีการลงทุนเพิ่มความเสี่ยงของกิจการย่อมเปลี่ยนไป

ในแนวคิดของผู้เขียน ไม่ว่าจะเป็ทฤษฎีใดก็ตาม การจ่ายปันผลย่อมส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นทั้งสิ้น แต่อยู่บนพื้นฐานที่ข้อมูลต่างๆ ที่เปิดเผยออกมาสู่ตลาดที่เกี่ยวข้องกับบริษัทจะต้องเป็นข้อมูลที่ถูกต้องและทันสมัยจึงจะทำให้การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นและมูลค่าของบริษัทสะท้อนความเป็นจริงได้อย่างแท้จริง ซึ่งในความเป็นจริงแล้วสิ่งเหล่านี้อาจไม่เป็นจริงได้ เนื่องจากผู้จัดการและนักลงทุนภายนอกมีข้อมูลที่ไม่เท่าเทียมกันอย่างเป็นปัจจุบัน จึงส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นและมูลค่าบริษัทไม่ได้สะท้อนตามความเป็นจริงอย่างเป็นปัจจุบัน

ด้านผลการศึกษาวิจัยที่เกี่ยวข้อง พัดชา จุนอนันตรธรรม และ สุมิตรา ตั้งสมวรพงษ์ (2555) แห่งสถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ได้ทำเขียนบทความวิจัยเรื่อง “หุ้นปันผล: ชุมทรัพย์ของการลงทุน” โดยได้สรุปสาระสำคัญเกี่ยวกับหุ้นปันผลไว้ว่า (1) บริษัทที่จ่ายเงินปันผลในอัตราสูง ไม่ได้มีธุรกิจใกล้ล้มตัวหรือมีโอกาสเติบโตน้อยจึงไม่ต้องเก็บกำไรสะสมไว้สำหรับการลงทุนเพิ่มในอนาคต โดยข้อมูลงบการเงินในช่วงปี 2549 - 2553 แสดงให้เห็นว่าอัตราการเติบโตของรายได้รวมและสินทรัพย์รวมของบริษัทที่หุ้นจัดเป็น “หุ้นปันผล” สูงกว่าตลาดตรงกันข้ามกับความเชื่อของนักลงทุน (2) บริษัทจดทะเบียนไทยจ่ายปันผลสอดคล้องกับผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะบริษัทจดทะเบียนในกลุ่ม “หุ้นปันผล” ที่เฉลี่ยร้อยละ 97.5 ของบริษัททั้งหมดมีกำไรสุทธิและจ่ายเงินปันผล ในช่วงปี 2549 - 2553 และมีอัตราการจ่ายปันผลเฉลี่ย (average payout ratio) สูงถึงร้อยละ 50.6 ของกำไรสุทธิ สำหรับการจ่ายปันผลสำหรับผลประกอบการปี 2553 (3) เมื่อพิจารณาเกี่ยวกับการถือครองหุ้นโดยนักลงทุนรายย่อย พบว่า “หุ้นปันผล” มีการถือครองหุ้นโดยนักลงทุนรายย่อยต่ำกว่าตลาด อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาสภาพคล่องเฉพาะหุ้นที่ถือครองโดยนักลงทุนรายย่อย พบว่า แม้ “หุ้นปันผล” มีอัตราการหมุนเวียนในการซื้อขายหลักทรัพย์ต่ำกว่าตลาดโดยรวม แต่อยู่ในระดับที่สูงกว่าหุ้นในกลุ่ม SET50 ซึ่งจากผลการศึกษาในเรื่องนี้สามารถนำไปใช้เป็นแนวนโยบายในการจ่ายปันผลของผู้ประกอบการ SMEs ที่อยู่ตลาดหลักทรัพย์ได้

ชูเกียรติ วชิรศรีสุนทร (2554) ได้ทำการศึกษาเรื่อง การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยผลการศึกษา พบว่าการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในตลาดหลักทรัพย์ฯ ส่งผลทำให้ราคาหุ้นลดลง โดยบริษัทที่จ่ายปันผลสูงกว่าราคาหุ้นจะลดลงมากกว่าบริษัทที่จ่ายปันผลต่ำกว่า ในขณะที่บริษัทที่ประกาศจ่ายปันผลสูงขึ้นไปจะส่งผลให้ราคาหุ้นลดลงมากกว่าบริษัทที่ประกาศจ่ายปันผลเท่าเดิมและจ่ายลดลง นอกจากนี้บริษัทขนาดใหญ่ยังได้รับผลกระทบต่อราคาหุ้นที่ลดลงสูงกว่าบริษัทขนาดกลางและขนาดเล็กด้วย วราลี ทองพุ่มพุกษา (2552) ได้ทำการศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ซึ่งส่งผล

กระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร โดยผลการศึกษาด้านโครงสร้างเงินทุนกับการจ่ายเงินปันผลพบว่าโครงสร้างเงินทุนไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล ในด้านความสัมพันธ์ระหว่างมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์กับการจ่ายเงินปันผล พบว่า มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ไม่มีความสัมพันธ์กับการจ่ายเงินปันผล ในขณะที่ผลงานวิจัยของ นริศรา นันทาภิวัฒน์ (2550) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษาบริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ พบว่า โครงสร้างเงินทุนจะมีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับการจ่ายเงินปันผล และมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล และ สุพิชชา สวงจันทร์ (2558) ได้ศึกษาเรื่อง พฤติกรรมการจ่ายปันผลและปัจจัยที่มีผลต่อพฤติกรรมการจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาด MAI พบว่า บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ที่มีศักยภาพเหมาะกับการลงทุนเพื่อรับผลตอบแทนในรูปแบบปันผล มีลักษณะที่สำคัญคือ 1) บริษัทเหล่านี้นิยมจ่ายปันผลเป็นเงินสด 2) บริษัทส่วนใหญ่มีนโยบายการจ่ายปันผลไม่ต่ำกว่าที่กำหนดไว้ในนโยบาย 3) ถึงแม้บริษัทจะมีนโยบายการจ่ายปันผลที่ชัดเจน แต่สัดส่วนของบริษัทที่จ่ายปันผล ตามนโยบาย มีจำนวนน้อยกว่า บริษัทที่จ่ายปันผลไม่เป็นไปตามนโยบายอยู่เล็กน้อย และ 4) บริษัทส่วนใหญ่ประกาศจ่ายปันผลไม่ต่ำกว่า 1 ครั้งต่อปีและมีบริษัทจำนวนมากกว่าครั้งหนึ่งที่จ่ายปันผลสม่ำเสมอ

ในด้านต่างประเทศ ผลการวิจัยที่สำคัญ อาทิ เช่น Williams, Saryan, and Yan (2011) ได้ทำการศึกษาผลตอบแทนรวมในอดีตและลักษณะสำคัญของหุ้นปันผลในตลาดหลักทรัพย์ของสหรัฐอเมริกา โดยพิจารณาหุ้นในกลุ่ม Standard & Poor's 500 Index ผลการศึกษาชี้ให้เห็นว่า เมื่อเปรียบเทียบกับทางเลือกการลงทุนอื่นๆ พบว่า ในช่วงปี 2569 – 2553 (ระยะเวลา 84 ปี) หุ้นให้ผลตอบแทนรายปีเฉลี่ยมากที่สุด อยู่ที่ร้อยละ 9.9 ขณะที่ตราสารหนี้ให้ผลตอบแทนรวมเฉลี่ยรายปี ร้อยละ 5.9 และเงินสดให้ผลตอบแทนรวมเฉลี่ยรายปี ร้อยละ 3.6 และผลตอบแทนรวมของหุ้นเป็นผลตอบแทนมาจากเงินปันผลมากกว่าร้อยละ 40 ขณะที่ในช่วงปี 2515 - 2553 (38 ปี) หุ้นที่จ่ายปันผลให้ผลตอบแทนรวมอยู่ที่ร้อยละ 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” โดยในบทความได้แนะนำให้นักลงทุนพิจารณาวัตถุประสงค์ในการลงทุนก่อนทำการซื้อหุ้นว่า ต้องการลงทุนหรือต้องการเก็งกำไร เนื่องจาก ลักษณะของหุ้นที่เลือกจะมีความแตกต่างกัน และจำแนกได้เป็น 2 กลุ่ม กลุ่มที่ 1 หุ้นสร้างรายได้ (income stocks) ที่มีการจ่ายปันผลในอัตราที่ค่อนข้างสูง แต่มีกำไรจากส่วนต่างราคาค่อนข้างต่ำ เพราะบริษัทไม่ได้นำเงินปันผลไปสร้างความเติบโตเพิ่มขึ้นให้กิจการ

ตัวอย่างที่ชัดเจนของหุ้นกลุ่มนี้คือ กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งเหมาะกับนักลงทุนที่ต้องการลงทุนระยะยาว และกลุ่มที่ 2 หุ้นเน้นเติบโต (growth stocks) เป็นหุ้นที่มีแนวโน้มสร้างกำไรจากส่วนต่างราคามากกว่าผลตอบแทนจากเงินปันผล โดยหุ้นกลุ่มนี้เน้นนำเงินไปลงทุนสร้างความเติบโตของกิจการ ซึ่งจะส่งผลทำให้ราคาของหุ้นเพิ่มสูงขึ้น อันเหมาะสมกับนักลงทุนที่เน้นการเก็งกำไร โดยในท้ายที่สุด ผู้วิจัยได้สรุปว่า ไม่สามารถชี้ชัดได้ว่าหุ้นกลุ่มใดดีกว่ากัน อันเนื่องมาขึ้นอยู่กับการต้องการส่วนบุคคล (personal needs) ในการคัดเลือกหุ้นที่เห็นว่าเหมาะสมกับตัวเอง

Krishnamsetty (2010) ได้ศึกษาเปรียบเทียบผลตอบแทนจากการลงทุนในหุ้นปันผล กับผลตอบแทนในการลงทุนในพันธบัตรรัฐบาล อายุ 10 ปี ในช่วงภาวะเศรษฐกิจถดถอยสหรัฐอเมริกา ระหว่าง พฤษภาคม 2481 - ตุลาคม 2493 โดยพบว่า กลุ่มหุ้นปันผลที่คัดเลือกส่วนใหญ่เป็นหุ้นของบริษัทที่เติบโตเต็มที่ (mature companies) มีความมั่นคงในการดำเนินธุรกิจ และที่สำคัญ คือ มีกระแสเงินสดเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผลได้ ส่งผลให้หุ้นในกลุ่มนี้มีผลตอบแทนรวมเฉลี่ยสูงถึงร้อยละ 18.10 ขณะที่ตลาดมีผลตอบแทนน้อยกว่าเพียงร้อยละ 12.70 และพบว่ากลุ่มหุ้นปันผลที่คัดเลือกให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงกว่าตลาดในเกือบทุกปี (11 ปีจากการศึกษา 13 ปี) ดังนั้น อาจกล่าวได้ว่า กลุ่มหุ้นปันผล (high dividend stocks) เป็นทางเลือกที่ดีแม้ในช่วงตลาดขาลง และผลการศึกษาของ Siegel (2010) เรื่อง พฤติกรรมการจ่ายเงินปันผลของหุ้นในดัชนี 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 ยกเว้น ในช่วงวิกฤติ เศรษฐกิจในปี 2551 ที่มีการจ่ายปันผลลดลง และในงานศึกษานี้ ได้เสนอแนะการเลือกลงทุนในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ ว่าควรเลือกซื้อหน่วยลงทุนอีทีเอฟ เพราะมีความเสี่ยงน้อยกว่าการลงทุนในหุ้นปันผลรายหลักทรัพย์ เนื่องจากบริษัทจดทะเบียนบางบริษัทอาจงดจ่ายปันผลในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจได้

จากผลงานวิจัยและบทความต่างๆ ที่เกี่ยวกับหุ้นปันผลทั้งในและต่างประเทศข้างต้นชี้ให้เห็นว่าหุ้นปันผลเป็นทางเลือกหนึ่งในการลงทุนระยะยาวโดยเฉพาะในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ หุ้นปันผลจะให้ผลตอบแทนรวมสูงกว่าตลาด และพอร์ตที่มีองค์ประกอบด้วยหุ้นปันผลที่มีอัตราเงินปันผลตอบแทนสูงจะสามารถสร้างอัตราผลตอบแทนรวมสูงกว่าพอร์ตที่มีองค์ประกอบด้วยหุ้นปันผลที่มีอัตราเงินปันผลตอบแทนต่ำ และผลตอบแทนดังกล่าวสูงกว่าการลงทุนในพันธบัตรระยะยาว และสูงกว่าเงินฝากธนาคาร นอกจากนี้อัตราเงินปันผลตอบแทนมีผลต่ออัตราผลตอบแทนรวมในสัดส่วนค่อนข้างสูง ดังนั้น หุ้นปันผลจึงเป็นอีกทางเลือกหนึ่งในการลงทุนในระยะยาวและการลงทุนในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจที่น่าสนใจ

## นโยบายการจ่ายปันผลสำหรับผู้ประกอบการ

นโยบายของการจ่ายปันผลของกิจการ แบ่งออกได้เป็น ดังต่อไปนี้

### 1. นโยบายการจ่ายปันผลแบบปกติ (Regular Dividend Policy)

เป็นนโยบายที่กิจการที่มีการจ่ายปันผลในอัตราที่ปกติให้กับนักลงทุน ซึ่งเหมาะกับกิจการที่มีความมั่นคงสูง ต้องการให้นักลงทุนมั่นใจและต้องการให้ราคาหุ้นมีความมั่นคง

### 2. นโยบายการจ่ายปันผลแบบคงที่ (Stable Dividend Policy)

เป็นนโยบายการจ่ายปันผลเป็นเงินสดในจำนวนที่แน่นอน โดยมีอยู่ 3 ลักษณะ คือ

2.1 นโยบายการจ่ายปันผลแบบคงที่ต่อหุ้น เป็นรูปแบบที่กิจการจ่ายเงินปันผลเป็นจำนวนเงินคงที่ทุกปี เช่น จ่ายปันผล 10 บาทต่อหุ้นและจ่ายทุกปีคงที่ ซึ่งนโยบายแบบนี้เหมาะกับกิจการที่มีผลประกอบการที่มั่นคงและมีกำไรสม่ำเสมอ

2.2 นโยบายการจ่ายปันผลแบบอัตราปันผลคงที่ เป็นรูปแบบที่กิจการจ่ายปันผลเป็นสัดส่วนร้อยละของกำไรโดยกำหนดอัตราคงที่ทุกปี เช่น จ่ายปันผลร้อยละ 30 ของกำไรสุทธิทุกปี เหมาะกับกิจการที่มีผลกำไรที่อาจไม่แน่นอนและไม่ต้องการแบกรับภาระการจ่ายปันผลเช่นกรณีแบบแรก

2.3 นโยบายการจ่ายปันผลปกติละเพิ่มการจ่ายปันผลพิเศษ เป็นรูปแบบที่กิจการมีการจ่ายเงินปันผลพื้นฐานต่อหุ้นให้อยู่ในมูลค่าหรืออัตราที่ต่ำ แต่จะมีการจ่ายเงินปันผลพิเศษในปีที่กิจการมีกำไรสูงกว่าที่คาดไว้

### 3. นโยบายการจ่ายปันผลแบบไม่คงที่ (Irregular Dividend Policy)

เป็นนโยบายการจ่ายปันผลที่ไม่แน่นอน ขึ้นกับผลประกอบการ โดยบางปีอาจจ่ายน้อย บางปีจ่ายมาก บางปีอาจไม่จ่ายเลย ซึ่งเกิดจากสาเหตุหลายประการ เช่น รายได้ที่ไม่แน่นอน การขาดสภาพคล่องทางการเงิน กิจการไม่ต้องการใช้นโยบายจ่ายเงินผลคงที่ เป็นต้น เหมาะกับกิจการที่เป็นลักษณะธุรกิจที่เริ่มกิจการไม่นาน ยังขาดความมั่นคงและไม่มั่นใจต่อการเติบโตของกิจการ ทำให้ไม่สามารถใช้นโยบายจ่ายปันผลคงที่ได้

4. นโยบายการไม่จ่ายปันผล (No dividend policy) เป็นนโยบายที่กิจการจะไม่มี การจ่ายปันผล แต่จะนำผลกำไรไปขยายการลงทุนเพื่อสร้างการเติบโตให้กับกิจการ มักจะใช้กับกิจการที่เริ่มต้นใหม่และเน้นการเติบโตของรายได้เป็นหลักเพื่อขยายกิจการให้ใหญ่ขึ้น จึงไม่ต้องการมีภาระในการจ่ายปันผล แต่นักลงทุนจะได้รับผลตอบแทนจากราคาหุ้นที่สูงขึ้นจากการเติบโตของกำไรทดแทนผลตอบแทนจากปันผล

สำหรับรูปแบบการจ่ายปันผลของกิจการต่างๆ ที่เป็นที่ยอมรับและนำมาใช้อย่างแพร่หลาย สามารถจำแนกได้ ดังต่อไปนี้

1. เงินสดปันผล (Cash Dividend) เงินสดปันผลจะจ่ายจากกำไรสะสม ซึ่งขึ้นอยู่กับปริมาณเงินสดที่มีอยู่ว่ามีเพียงพอหรือไม่ โดยส่งผลกระทบต่อมูลค่าที่มีการเปลี่ยนแปลงทั้งด้านสินทรัพย์ (เงินสดลดลงตามจำนวนปันผลที่จ่าย) และด้านหนี้สินและทุนก็ลดลงเช่นกัน (กำไรสะสมลดลงตามจำนวนปันผลที่จ่าย)

2. หุ้นปันผล (Stock Dividend) เป็นการจ่ายปันผลในรูปของหุ้นสามัญใหม่ ซึ่งเรียกว่า หุ้นปันผล ซึ่งจะกำหนดจำนวนหุ้นที่จ่ายให้ผู้ถือหุ้นตามสัดส่วนของหุ้นที่ถืออยู่เดิม เช่น จ่ายหุ้นปันผลร้อยละ 20 หมายความว่า ผู้ถือหุ้นอยู่ 100 หุ้น จะได้รับหุ้นปันผลใหม่ 20 หุ้น การจ่ายหุ้นปันผลไม่ส่งผลกระทบต่อมูลค่าส่วนเจ้าของในงบดุล แต่จะส่งผลทำให้มูลค่ากำไรสะสมลดลง ในขณะที่มูลค่าหุ้นสามัญจะเพิ่มขึ้นในจำนวนที่เท่ากัน

### นโยบายการจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา

นโยบายการจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญา เป็นนโยบายรูปแบบใหม่ที่ผู้เขียนบทความนี้เห็นว่ามี ความเหมาะสมกับผู้ประกอบการของไทยในยุคภาวะเศรษฐกิจตกต่ำหรือภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ซึ่งแน่นอนว่าผู้ประกอบการเหล่านี้ย่อมไม่มีศักยภาพเพียงพอที่จะจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้นหรือนักลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ได้ แต่การไม่มีนโยบายจ่ายปันผลย่อมส่งผลให้หุ้นของบริษัทไม่เป็นที่ต้องการ ถ้าบริษัทขาดการวางแผนในการเติบโตที่ดีในอนาคต ย่อมทำให้ราคาหุ้นตกต่ำลง หรือเกิดการผันผวนอย่างรุนแรง โดยผลการศึกษาของมัลลิกา ปวะบุตร (2558) เรื่องผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหุ้นในตลาดหุ้น พบว่าหุ้นบริษัทที่อัตราการจัดจ่ายปันผลสูงหรือหุ้นบริษัทขนาดใหญ่จะมีความผันผวนของราคาด้อยกว่าเมื่อเทียบกับหุ้นบริษัทที่มีอัตราการจัดจ่ายปันผลต่ำหรือหุ้นบริษัทขนาดเล็ก อันแสดงให้เห็นว่าบริษัทขนาดเล็กที่มีอัตราการจัดจ่ายปันผลต่ำหรือจัดจ่ายปันผลจะส่งผลทำให้ราคาหุ้นลดลงและเกิดการผันผวนมาก

ดังนั้น นโยบายการจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา จึงเป็นการยืดระยะเวลาในการจ่ายปันผลออกไประยะหนึ่ง อาจเป็นระยะเวลา 3-5 ปี เพื่อสร้างความมั่นใจให้กับนักลงทุนและให้บริษัทสามารถนำรายได้ที่มีอยู่ไปรักษาสภาพคล่องให้กิจการดำเนินต่อไปได้ ในขณะที่ไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นที่จะผันผวนไปจากนโยบายการไม่จ่ายปันผล เมื่อบริษัทผ่านพ้นช่วงวิกฤติเศรษฐกิจไปแล้ว และมีความพร้อมบริษัทก็จะสามารถจ่ายหุ้นปันผลให้กับนักลงทุนได้ตามสัญญาที่ตกลงกันไว้ในนโยบายการจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา โดยสัญญาของการจ่ายหุ้นปันผล สามารถมีได้หลากหลายแบบ โดยขอยกตัวอย่างแนวคิดของผู้เขียน เพื่อใช้เป็นแนวทางในการจ่ายหุ้นปันผล 2 ลักษณะ คือ

1. กำหนดอัตราการจัดจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา อัตราเพิ่มขึ้นทุกปีจนถึงเป้าหมาย สามารถแสดงให้เห็นดังตารางต่อไปนี้

**ตารางที่ 1** การกำหนดอัตราการจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญาแบบอัตราเพิ่มขึ้นทุกปีจนถึงเป้าหมาย

ปีที่	อัตราการจ่ายหุ้นปันผล (หุ้นเดิมต่อหุ้นใหม่)
1	0
2	0
3	0
4	1: 0.20
5	1: 0.40
6	1: 0.50

จากตารางที่ 1 หมายถึงในช่วงภาวะวิกฤติเศรษฐกิจ ในระยะสามปีแรก บริษัทไม่สามารถจ่ายปันผลได้ แต่ใช้นโยบายจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา จึงระบุไว้ในสัญญาว่าจะมีการจ่ายหุ้นปันผลในอัตราที่เพิ่มขึ้นทุกปีตั้งแต่ปีที่ 4-6 โดยมีการกำหนดเป้าหมายอัตราการจ่ายหุ้นปันผลไว้อย่างชัดเจน เช่นหุ้นเดิมต่อหุ้นใหม่ อัตรา 1: 0.50 หมายถึง ผู้ถือหุ้นเดิมมีหุ้นอยู่ 1 หุ้นจะได้หุ้นใหม่ 0.5 หุ้น ถ้ามีอยู่ 1,000 หุ้นจะได้หุ้นใหม่ 500 หุ้น โดยตามตาราง บริษัทจะมีการจ่ายหุ้นปันผลในปีที่ 4 หุ้นเดิมต่อหุ้นใหม่ในอัตรา 1: 0.20 และปีที่ 5 หุ้นเดิมต่อหุ้นใหม่ในอัตรา 1: 0.40 และจ่ายครบตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ได้ในปีที่ 6 หุ้นเดิมต่อหุ้นใหม่ในอัตรา 1: 0.50 หลังจากนั้นตั้งแต่ปีที่ 7 จะจ่ายที่อัตรานี้คงที่ตลอดไปหรืออาจมีการกำหนดในแบบอื่นใดที่บริษัทเห็นสมควร

- กำหนดอัตราการจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญาแบบอัตราคงที่ สามารถแสดงให้เห็นดังตารางต่อไปนี้

**ตารางที่ 2** รูปแบบการกำหนดอัตราการจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา แบบอัตราคงที่ทุกปี

ปีที่	อัตราการจ่ายหุ้นปันผล (หุ้นเดิมต่อหุ้นใหม่)
1	0
2	0
3	0
4	1: 0.50
5	1: 0.50
6	1: 0.50

จากตารางที่ 2 หมายถึงในช่วงภาวะวิกฤติเศรษฐกิจสามปีแรกบริษัทไม่สามารถจ่ายปันผลได้ แต่ใช้นโยบายจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา แบบอัตราคงที่ จึงระบุไว้ในสัญญาว่าจะมีการจ่ายหุ้นปันผลในอัตราคงที่ทุกปีเริ่มตั้งแต่ปีที่ 4 โดยจ่ายที่สัดส่วนหุ้นเดิมต่อหุ้นใหม่ในอัตรา 1: 0.50 คงที่ทุกปีตั้งแต่ปีที่ 4 เป็นต้นไป

นโยบายการจ่ายปันผลแบบกำหนดสัญญา เมื่อนำมาเทียบเคียงกับทฤษฎีและสมมติฐานของความสัมพันธ์ของการจ่ายปันผลต่อราคาหุ้นตามแนวคิด Dividend Relevance Theories ที่กล่าวว่า การจ่ายปันผลมีความสัมพันธ์ต่อราคาหุ้น จะพบว่านโยบายจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา อาจส่งผลให้แนวโน้มราคาหุ้นมีโอกาสลดลงได้ในระยะสั้นจากการไม่จ่ายปันผลทันที ตามสมมติฐาน The Signaling Hypothesis แต่ขณะเดียวกันในระยะต่อมาหลังการประกาศไม่จ่ายปันผล จะส่งผลให้มูลค่าของกิจการและราคาหุ้นสามารถสูงขึ้นได้ตามสมมติฐาน The Walter Model เนื่องจากบริษัทมีสัญญาที่จะจ่ายหุ้นปันผลให้กับนักลงทุนในระยะเวลาต่อมา ในขณะที่เดียวกันนโยบายจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา จะสอดคล้องกับทฤษฎีเรื่อง Tax-Preference ที่กล่าวว่า การจ่ายปันผลต่ำจะทำให้ต้นทุนเงินทุนต่ำลงและเพิ่มราคาหุ้นให้สูงขึ้น หรือทำให้มูลค่ากิจการสูงขึ้นโดยมีข้อกำหนดว่า ปันผลจะเสียภาษีสูงกว่ากำไรจากส่วนต่างราคาหุ้น นอกจากนี้ ปันผลจะต้องจ่ายภาษีทันที ในขณะที่กำไรจากส่วนต่างราคาหุ้นสามารถจ่ายภาษีภายหลังได้จนกว่าหุ้นนั้นจะมีการขายออกไปจริง ดังนั้น การใช้นโยบายการจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญาจะทำให้ราคาหุ้นสูงขึ้นในระยะกลางและระยะยาว เพราะกิจการมีแนวโน้มที่ผลประกอบการจะดีขึ้น

ในขณะที่นโยบายการจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา ตามแนวคิด Dividend Irrelevance Theories จะพบว่า การไม่จ่ายปันผลในปัจจุบันย่อมไม่ส่งผลต่อราคาหุ้นเพราะราคาหุ้นจะสูงขึ้นชดเชยกับการไม่จ่ายปันผลเนื่องจากทำให้กิจการมีผลกำไรหลังจ่ายปันผลที่สูง ซึ่งก็เช่นเดียวกับแนวคิด Dividend Relevance ที่ในความเป็นจริงแล้ว แนวคิด Dividend Irrelevance Theories มีข้อจำกัดต่างๆ ทั้งในด้านของเงื่อนไขที่กำหนดให้ตลาดหุ้นนั้นเป็นตลาดที่สมบูรณ์ อันทำให้นักลงทุนทุกคนมีข่าวสารที่เท่าเทียมกัน ไม่มีต้นทุนค่าธรรมเนียมในการแลกเปลี่ยน และไม่มีนักลงทุนรายใดที่มีอิทธิพลต่อราคาหุ้น ข้อจำกัดที่กิจการต้องไม่มีภาษีหรืออัตราภาษีที่มีอยู่ไม่ได้สร้างความแตกต่างระหว่างปันผลกับกำไรจากส่วนต่างราคาหุ้น ข้อจำกัดที่กิจการมีการลงทุนที่คงที่ ซึ่งจะพบว่าในเรื่องของภาษีและเรื่องของต้นทุนค่าธรรมเนียมในการแลกเปลี่ยนหุ้นนั้นไม่สามารถเป็นจริงได้ในโลกแห่งความเป็นจริง

ประโยชน์ของนโยบายการจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา ที่ส่งผลดีต่อผู้ประกอบการในระยะกลางและระยะยาว มีดังต่อไปนี้

1. กิจการนำเงินที่จะต้องจ่ายปันผลไปจ่ายหนี้สินระยะสั้นและระยะกลาง และลดภาระดอกเบี้ยลงไปได้

2. ช่วยให้กิจการสามารถรักษาสภาพคล่องของกิจการและดำรงกิจการอยู่รอดไปได้ในภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ
3. ลดภาระการจ่ายปันผลให้กับผู้ประกอบการในช่วงเวลาวิกฤติเศรษฐกิจ
4. กิจการสามารถนำเงินที่จะต้องจ่ายปันผลไปลงทุนหรือขยายกิจการเพื่อให้กิจการเติบโตและสามารถจ่ายปันผลได้ตามที่กำหนดในนโยบายจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา
5. ทำให้สถานะสินทรัพย์ของกิจการมีเสถียรภาพ จากการที่บริษัทไม่ต้องขายสินทรัพย์เพื่อมารักษาสภาพคล่อง
6. เพิ่มความมั่นคงให้กับผู้ถือหุ้นของกิจการโดยทำให้กิจการมีกำไรสะสมที่เพิ่มขึ้นจากการลดภาระการจ่ายปันผลในช่วงเวลาที่กิจการประสบภาวะวิกฤติ
7. เพิ่มมูลค่าของกิจการให้สูงขึ้นจากมูลค่าส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงขึ้นในระยะสั้น
8. ทำให้ราคาหุ้นในตลาดของกิจการอาจสูงขึ้นและดึงดูดให้นักลงทุนมาลงทุนมากขึ้นในระยะสั้น
9. กิจการจ่ายปันผลเป็นหุ้นทำให้ลดภาระการจ่ายเป็นเงินสด แต่อาจส่งผลให้กำไรต่อหุ้นลดลงเนื่องจากจำนวนหุ้นจะมีเพิ่มมากขึ้น

### บทสรุปและข้อเสนอแนะ

การจ่ายผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้นในรูปแบบของหุ้นปันผล ถือเป็นส่วนสำคัญอย่างยิ่งต่อการสร้างแรงจูงใจให้กับผู้ถือหุ้นในการถือครองหุ้น ในภาวะเศรษฐกิจตกต่ำย่อมส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของกิจการ และส่งผลให้การจ่ายผลตอบแทนในรูปแบบของปันผลต้องถูกระงับไป อันจะส่งผลให้ราคาหุ้นของกิจการเหล่านี้ ได้รับผลกระทบ มีราคาตกลงไปเนื่องจากขาดแรงจูงใจในการถือครอง ดังนั้น จำเป็นอย่างยิ่งที่ผู้ประกอบการจะต้องหาแนวทางในการกำหนดนโยบายการจ่ายปันผลที่จะทำให้สามารถรักษาสภาพคล่องพร้อมกับรักษาการถือครองของผู้ถือหุ้นให้คงอยู่ต่อไป โดยรูปแบบการจ่ายปันผลที่จะช่วยให้เกิดประโยชน์ทั้งในด้านสภาพคล่องและการถือครอง คือ นโยบายการจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา ที่จะเป็นการสร้างเงื่อนไขและแรงจูงใจให้นักลงทุนและผู้ถือหุ้นยังคงถือครองหุ้นนั้นต่อไปและทำให้กิจการสามารถเติบโตและผ่านพ้นภาวะเศรษฐกิจตกต่ำไปได้ โดยนโยบายนี้จะส่งผลให้กิจการสามารถลดภาระการจ่ายปันผลให้กับในช่วงเวลาที่ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจ ช่วยให้กิจการสามารถรักษาสภาพคล่องและอยู่รอดไปได้ และกิจการสามารถนำเงินที่จะจ่ายปันผลไปลงทุนหรือขยายกิจการเพื่อให้กิจการมีการเติบโตขึ้นในระยะต่อมาและสามารถจ่ายหุ้นปันผลได้ตามที่กำหนดในนโยบายจ่ายหุ้นปันผลแบบกำหนดสัญญา อันจะสร้างความมั่นคงให้กับสินทรัพย์สภาพคล่อง เพิ่มกำไรสะสมจากการลดภาระการจ่ายปันผล และส่งผลให้ราคาหุ้นในตลาดของกิจการไม่ได้รับผลกระทบจากการไม่จ่ายปันผลในช่วงแรก

## บรรณานุกรม

- ชูเกียรติ วชิรศรีสุนทร. (2554). การตอบสนองของราคาหลักทรัพย์ต่อการประกาศจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยศิลปากร.
- นริศรา นันทาภิวัดณ์. (2550). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ (EVA) ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์ และการจ่ายเงินปันผล กรณีศึกษา บริษัทในกลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์. งานวิจัย โครงการปริญญาโททางการบัญชี, มหาวิทยาลัยธรรมศาสตร์.
- นลินี เวชวิริยกุล. (2551). การศึกษาปัจจัยที่มีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัทกลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหารที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. สารนิพนธ์บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สาขาวิชาการเงิน, มหาวิทยาลัยหอการค้าไทย.
- พัชชา จุนอนันตธรรม และ สุมิตรา ตั้งสมรพงษ์. (2555). หุ้นปันผล: ชุมทรัพย์ของการลงทุน. กรุงเทพฯ: สถาบันวิจัยเพื่อตลาดทุน ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย.
- มัลลิกา ปวะบุตร. (2558). ผลกระทบของนโยบายเงินปันผลต่อความผันผวนของราคาหุ้นในตลาดทุน. สืบค้นเมื่อ 14 พฤศจิกายน 2559, จาก [http://www.econ2014.nida.ac.th/main//images/uniform/jsnuniform\\_uploads/3/201602102158th22\\_6631585446593\\_5620313003.pdf](http://www.econ2014.nida.ac.th/main//images/uniform/jsnuniform_uploads/3/201602102158th22_6631585446593_5620313003.pdf)
- วราลี ทองพุ่มพุกษา. (2552). ความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับมูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐศาสตร์ซึ่งส่งผลกระทบต่อราคาหลักทรัพย์และการจ่ายเงินปันผลของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์กลุ่มอุตสาหกรรมธุรกิจการเงิน หมวดธนาคาร. การศึกษาเฉพาะบุคคล บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต, มหาวิทยาลัยกรุงเทพ.
- สุดธิดา ตริตรง. (2553). ศึกษาผลกระทบจากการประกาศจ่ายเงินปันผลที่มีผลต่อราคาหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. วิทยานิพนธ์ปริญญาโทบริหารธุรกิจ, สาขาวิชาบริหารธุรกิจ, มหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์.
- สุพิชชา สวงจันทร์. (2558). พฤติกรรมการจ่ายปันผลและปัจจัยที่มีผลต่อพฤติกรรม การจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาด MAI. สืบค้นเมื่อ 14 พฤศจิกายน 2559, จาก <https://www.tci-thaijo.org/index.php/AJPU/article/view/42121/34790>
- 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, New York University.

- Baskin, J.B. and Miranti, P.J. (1997). *A History of Corporate Finance*. New York: Cambridge University Press.
- Krishnamsetty, M. (2010). *High Dividend Stocks - Can They Beat 10-Year Bonds or the Stock Market?*. Retrieved October 30, 2011, from <http://www.insidermonkey.com/blog/can-high-dividendstocks-beat-10-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*, 44(3), 243-269.
- Miller, M.H. and Modigliani, F. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Morningstar. (2011). *Income or Growth? Why It Pays to Look for the Best Total Return*. Retrieved October 30, 2011, from <http://www.asx.com.au/resources/investor-update-newsletter/income-orgrowth.htm>
- Siegel, J.J. (2010). *Scoop Up Dividends*. Retrieved May 30, 2011, from <http://www.kiplinger.com/columns/goinglong/archives/scoop-up-dividends.html>
- Williams, A.D., Saryan, J.A., and Yan, L.Y. (2011). *Dividend Investing: Favorable Long-term Opportunities for Total Return and Income*. Retrieved October 30, 2011, from <http://funds.eatonvance.com/Dividends.php>