

ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย

นพดล สังข์ลาย

งานนิพนธ์นี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตามหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต  
สาขาวิชาบริหารธุรกิจ สำหรับผู้บริหาร  
วิทยาลัยพาณิชยศาสตร์ มหาวิทยาลัยบูรพา  
มกราคม 2559  
ลิขสิทธิ์เป็นของมหาวิทยาลัยบูรพา

อาจารย์ผู้ควบคุมงานนิพนธ์และคณะกรรมการสอบปากเปล่างานนิพนธ์ ได้พิจารณา  
งานนิพนธ์ของ นพดล สังข์ลาย ฉบับนี้แล้ว เห็นสมควรรับเป็นส่วนหนึ่งของการศึกษาตาม  
หลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สำหรับผู้บริหาร ของมหาวิทยาลัยบูรพาได้

อาจารย์ผู้ควบคุมงานนิพนธ์

.....  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ยอดยิ่ง ธนทวี)

คณะกรรมการสอบปากเปล่า

..... ประธาน  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ยอดยิ่ง ธนทวี)

..... กรรมการ  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมถวิล จริตควร)

..... กรรมการ  
(ดร.ธีทัต ตรีศิริโชติ)

วิทยาลัยพาณิชยศาสตร์อนุมัติให้รับงานนิพนธ์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของการศึกษา  
ตามหลักสูตรบริหารธุรกิจมหาบัณฑิต สำหรับผู้บริหาร ของมหาวิทยาลัยบูรพา

..... คณบดีวิทยาลัยพาณิชยศาสตร์  
(ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.บรรพต วิรุณราช)

วันที่ 29 เดือน 12 ๒๕๕๙ พ.ศ. 2559

## กิตติกรรมประกาศ

งานนิพนธ์ฉบับนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยดี โดยความกรุณาของ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.ยอดยิ่ง ธนทวี อาจารย์ที่ปรึกษางานนิพนธ์ ที่กรุณาให้คำแนะนำปรึกษา ให้ความรู้ อันเป็นประโยชน์ ตลอดจนการปรับปรุงแก้ไขข้อบกพร่องต่าง ๆ ด้วยความเอาใจใส่อย่างดียิ่ง ผู้วิจัยตระหนักถึงความตั้งใจจริงและความทุ่มเทของอาจารย์ จึงขอกราบขอบพระคุณเป็นอย่างสูง ไว้ ณ ที่นี้

ผู้วิจัยขอกราบขอบพระคุณประธานกรรมการสอบงานนิพนธ์ ผู้ช่วยศาสตราจารย์ ดร.สมถวิล จริตควร และกรรมการสอบงานนิพนธ์ ดร.ธิตต์ ตรีศิริ โชติ ที่กรุณาให้ข้อเสนอแนะ ให้งานนิพนธ์ฉบับนี้มีความสมบูรณ์ยิ่งขึ้น

ผู้วิจัยขอขอบคุณเพื่อนทุกท่านที่ได้ให้คำแนะนำ ช่วยเหลือ และสำคัญยิ่ง คือ กำลังใจ ที่มีให้กันและกันมาโดยตลอด

อนึ่ง ผู้วิจัยหวังว่างานนิพนธ์ฉบับนี้จะมีประโยชน์อยู่ไม่น้อย จึงขอมอบส่วนดีทั้งหมดนี้ ให้แก่เหล่าคณาจารย์ ที่ได้ประสิทธิ์ประสาทวิชาจนทำให้งานนิพนธ์ฉบับนี้เป็นประโยชน์ต่อผู้ที่ เกี่ยวข้อง และขอมอบความกตัญญูกตเวทิตาคุณแด่มารดา บิดา และญาติมิตรที่คอยส่งเสริมให้ผู้วิจัย ได้มีโอกาสศึกษาหาความรู้ คอยให้ความสำคัญ ให้กำลังใจ และห่วงใยในตัวผู้วิจัยเป็นอย่างดี เสมอมา

นพดล สังข์คล้าย

56710130: สาขาวิชา: บริหารธุรกิจ สำหรับผู้บริหาร; บธ.ม. (บริหารธุรกิจ สำหรับผู้บริหาร)

คำสำคัญ: วงจรชีวิตธุรกิจ/ การจ่ายเงินปันผล/ บริษัทจดทะเบียน/ ตลาดหลักทรัพย์  
แห่งประเทศไทย

นพดล สังข์ลาย: ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัท  
จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (THE RELATIONSHIP BETWEEN  
BUSINESSES LIFE CYCLE AND DIVIDEND PAYOUT OF THE REGISTRATION  
COMPANY IN THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND) อาจารย์ผู้ควบคุมงานนิพนธ์:  
ยอดยิ่ง ธนทวี, Ph.D. 101 หน้า. ปีพ.ศ. 2558.

การวิจัยครั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายเงิน  
ปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดำเนินการในรูปแบบการวิจัย  
เชิงปริมาณ (Quantitative analysis) ใช้วิธีการวิจัยเชิงประจักษ์ (Empirical research) โดยมี  
แหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data analysis) ของบริษัทเป็นกลุ่มตัวอย่าง และใช้วิธีเลือก  
กลุ่มตัวอย่างแบบจำเพาะเจาะจง (Purposive sampling) ซึ่งแบ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาด  
หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย จำแนกตามกลุ่มอุตสาหกรรมต่าง ๆ ได้ทั้งหมด 7 กลุ่ม มีจำนวนทั้งสิ้น  
1,190 ตัวอย่าง ทั้งนี้ยกเว้นกิจการในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for alternative investment  
: MAI) กลุ่มอุตสาหกรรมการเงินและกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน โดยทำการศึกษา  
ข้อมูลย้อนหลังตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554-2557 เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 4 ปี สถิติที่ใช้ในการวิเคราะห์ข้อมูล  
คือ สถิติเชิงพรรณนา ได้แก่ ค่าสูงสุด (Maximum) ค่าต่ำสุด (Minimum) ค่าเฉลี่ย (Average) และ  
ส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Standard deviation) สถิติเชิงอนุมาน ได้แก่ การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของ  
ตัวแปร (Correlation analysis) และการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis)

ผลการศึกษาพบว่า การจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) คืออัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR)  
และอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) มีค่าเฉลี่ยคิดเป็นร้อยละ 48.50 และ 3.27 ตามลำดับ และ  
พบว่าอัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) และกระแสเงินสดอิสระ (FCF)  
มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท  
ในขณะที่อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคา  
ตามบัญชี (MTB) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญในทิศทางตรงกันข้ามกับการจ่ายเงินปันผล  
(DIVPAY) ของบริษัท สำหรับตัวแปรที่เหลือคือ ขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราส่วนหนี้สิน  
ต่อสินทรัพย์รวม (LEV) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY)  
ของบริษัท

56710130: MAJOR: BUSINESS ADMINISTRATION FOR EXECUTIVE;  
M.B.A. (BUSINESS ADMINISTRATION FOR EXECUTIVE)

KEYWORDSs: BUSINESS LIFE CYCLE/ DIVIDEND PAYOUT/ REGISTRATION  
COMPANY/ THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND

NOPPADON SANGLAI: THE RELATIONSHIP BETWEEN BUSINESS  
LIFE CYCLE AND DIVIDEND PAYOUT OF THE REGISTRATION COMPANY IN  
THE STOCK EXCHANGE OF THAILAND. ADVISOR: YORDYING THANATHAWEE,  
Ph.D. 101 P. 2015.

The purpose of this study is to investigate the relationship between the business cycle and the dividend payout of the registration company in the Stock Exchange of Thailand. The study is a quantitative analysis and uses an empirical research method. The data source was the secondary data analysis from the sampling of the company; the sampling method used was purposive sampling. The registration company in the Stock Exchange of Thailand was divided into seven industrial groups, 1,190 samplings; except the activities in the Market for Alternative Investment (MAI), the financial industry and the company during the restoration operation. The data were from 2011-2014, four years, the statistics used to analyze the data were descriptive statistics, maximum, minimum, mean, standard deviation; inferential statistics, correlation analysis and multiple regression analysis.

The study findings revealed the dividend payout (DIVPAY) was the dividend payout ratio (DPR) and the dividend yield (YLD) had the percentage average 48.50 and 3.27 and the retained earnings to total assets (RETA) and the free cash flow significantly correlated into the same direction of the company's dividend payout. The ratio of return on assets and the price/book value ratio significantly correlated in the opposite direction with the company's dividend payout. The rest variances were the company size and the debt to total asset ratio had no significant correlation with the company's dividend payout.

## สารบัญ

	หน้า
บทคัดย่อภาษาไทย.....	ง
บทคัดย่อภาษาอังกฤษ.....	จ
สารบัญ.....	ฉ
สารบัญตาราง.....	ช
สารบัญภาพ.....	ฌ
บทที่	
1 บทนำ .....	1
ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา.....	1
วัตถุประสงค์ของการวิจัย.....	2
สมมติฐานของการวิจัย.....	2
ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับจากการวิจัย.....	3
ขอบเขตของการวิจัย.....	3
กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	4
ข้อจำกัดในการวิจัย.....	5
นิยามศัพท์เฉพาะ.....	5
2 แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	7
แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับวงจรชีวิตธุรกิจ.....	7
แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระ.....	10
แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน.....	11
แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล.....	13
งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง.....	17
3 วิธีดำเนินการวิจัย.....	20
วิธีการวิจัย.....	20
กลุ่มตัวอย่าง.....	21
การเก็บรวบรวมข้อมูล.....	23
การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้.....	24
การนำเสนอข้อมูล.....	26

## สารบัญ (ต่อ)

บทที่	หน้า
4 ผลการวิจัย.....	27
ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนาของตัวแปร (Descriptive analysis).....	27
ส่วนที่ 2 ผลการจัดอันดับบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเปรียบเทียบราย อุตสาหกรรม.....	30
ส่วนที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation analysis).....	33
ส่วนที่ 3 ผลการทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์สมการความถดถอย เชิงพหุ (Multiple regression analysis).....	35
5 สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ.....	42
สรุปผลการวิจัย.....	42
อภิปรายผล.....	47
ข้อเสนอแนะ.....	49
บรรณานุกรม.....	51
ภาคผนวก.....	53
ภาคผนวก ก.....	54
ภาคผนวก ข.....	89
ภาคผนวก ค.....	98
ประวัติย่อของผู้วิจัย.....	101

## สารบัญตาราง

ตารางที่	หน้า
3-1 จำนวนบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้.....	22
4-1 สัญลักษณ์ของข้อมูลตัวแปร.....	28
4-2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด.....	28
4-3 ค่าสถิติพื้นฐานของข้อมูลอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) รายอุตสาหกรรม.....	30
4-4 ค่าสถิติพื้นฐานของข้อมูลอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) รายอุตสาหกรรม.....	31
4-5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยวิธีสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's correlation matrix).....	33
4-6 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) ของอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR).....	36
4-7 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) ของอัตราเงินปันผล ตอบแทน (YLD).....	38
4-8 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR).....	40
4-9 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราการจ่ายเงินปันผล (YLD).....	41



## สารบัญภาพ

ภาพที่	หน้า
1-1 กรอบแนวคิดในการวิจัย.....	5
2-1 แบบวงจรชีวิตของธุรกิจ.....	9

# บทที่ 1

## บทนำ

### ความเป็นมาและความสำคัญของปัญหา

เนื่องจากปัจจุบันประเทศกำลังพัฒนาในเอเชียมีอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจสูง โดยมีปัจจัยหลักมาจากอุปสงค์ภายในประเทศและการค้าภายในภูมิภาคที่จะขยายตัวอย่างมาก จากการเพิ่มขึ้นของชนชั้นกลางที่มีกำลังซื้อและความต้องการบริโภคสินค้าและบริการเพิ่มมากขึ้น รวมถึงการลงทุนโดยตรงระหว่างประเทศที่เพิ่มขึ้น ควบคู่ไปกับการขยายตัวอย่างรวดเร็วของ ตลาดหุ้นและตลาดตราสารหนี้ สร้างโอกาสให้ตลาดทุนทำหน้าที่ตอบสนองความต้องการที่หลากหลายมากขึ้นขณะที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นทางเลือกหนึ่งสำหรับนักลงทุนที่มีความสนใจในการลงทุนในตลาดหุ้น ซึ่งการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญของนักลงทุนแต่ละรายย่อมมีเป้าหมายหลักคือการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนให้มากที่สุดหรือให้เกิดความพอใจมากที่สุด ซึ่งผลตอบแทนที่นักลงทุนจะได้รับจากการลงทุนในหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญนั้น คือ ได้รับผลตอบแทนจากเงินปันผลที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น และได้รับผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ซื้อมา

ทั้งนี้ นโยบายเงินปันผลที่เหมาะสมของบริษัทเป็นปัจจัยหนึ่งที่นักลงทุนให้ความสำคัญ และใช้เป็นเกณฑ์ในการตัดสินใจเข้ามาลงทุนในหลักทรัพย์หรือบริษัทนั้น ๆ เนื่องจากเงินปันผลมีส่วนสำคัญในการประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของบริษัท และเป็นตัวบ่งชี้ถึงความสามารถในการสร้างผลตอบแทนที่คุ้มค่าและความมั่นคงให้กับผู้ถือหุ้น ซึ่งถ้าบริษัทใดมีอัตราจ่ายปันผลสูง ก็ย่อมเป็นบริษัทที่นักลงทุนให้ความสนใจสูงเช่นกัน การที่บริษัทสามารถที่จะจ่ายเงินคืนให้กับผู้ถือหุ้นได้มากหรือน้อยนั้น จะต้องมีความสามารถในการทำกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจได้สูง จึงทำให้เกิดกระแสเงินสดจากการดำเนินงานหรือกระแสเงินสดส่วนเกินเป็นจำนวนมาก ส่งผลให้บริษัทมีโอกาสสูงที่จะนำเงินสดส่วนนี้ไปใช้จ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้

จากการศึกษาทฤษฎีอายุของกิจการ (Life-cycle theory of dividend) DeAngelo, DeAngelo and Stulz (2006) อธิบายว่า ขั้นตอนการดำเนินงานของบริษัท (Life-cycle stage) เป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดการจ่ายเงินปันผล บริษัทที่อยู่ในช่วงการเติบโตมีโอกาสขยายการลงทุนได้ อีกหลายโครงการทำให้บริษัทจำเป็นต้องรักษากระแสเงินสดไว้เพื่อลงทุนตามหลักทฤษฎีการลงทุนตามลำดับขั้น (Pecking order theory) ที่บริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนจากภายในก่อนขณะที่บริษัทที่มีอายุการดำเนินงานเป็นเวลานานซึ่งแสดงถึงการเติบโตเต็มที่แล้ว จะมีแนวโน้มการจ่าย

เงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นมากกว่า เพราะบริษัทไม่มีการลงทุนเพิ่มขึ้นมากนัก และการจ่ายเงินปันผลยังสามารถลดปัญหาตัวแทน (Agency problem) หรือการทุจริตของผู้บริหารได้เนื่องจากทำให้ปริมาณกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow) ในบริษัทซึ่งอยู่ภายใต้การดูแลของผู้บริหารลดลง

ซึ่ง DeAngelo, DeAngelo and Stulz (2006) ได้ศึกษาอัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) เป็นตัววัดอายุของกิจการหรือวงจรธุรกิจและพบว่าการตัดสินใจจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในสหรัฐอเมริกามีความสัมพันธ์ในทิศทางบวกกับอัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม นั่นคืออายุของกิจการหรือวงจรธุรกิจ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

ดังนั้น จากประเด็นความสำคัญของนโยบายการจ่ายเงินปันผล และช่วงวงจรธุรกิจของบริษัท ดังกล่าวข้างต้น ผู้วิจัยจึงมีความสนใจที่จะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยมุ่งเน้นศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) กับการจ่ายเงินปันผลของบริษัท โดยมีอัตราส่วนทางการเงินของบริษัทเป็นตัววัดความสามารถในการทำกำไร ขนาดของบริษัท ภาระหนี้สิน และอัตรากำไรสุทธิของบริษัทเป็นตัวแปรควบคุม ทั้งนี้เพื่อประโยชน์ในการพิจารณาการลงทุน และเป็นข้อมูลสนับสนุนให้นักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นที่สนใจได้ทราบถึงนโยบายการจ่ายปันผล และเล็งเห็นว่าวงจรชีวิตธุรกิจเป็นปัจจัยสำคัญในการตัดสินใจที่จะจ่ายเงินปันผลของบริษัท

## วัตถุประสงค์ของการวิจัย

เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557

## สมมติฐานของการวิจัย

1. อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท
2. กระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท
3. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท

4. ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท
5. อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท
6. อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท

### ประโยชน์ที่ได้รับจากการวิจัย

1. ทำให้ทราบถึงระดับอัตราการจ่ายเงินปันผลของบริษัท ซึ่งจะเป็ประโยชน์ต่อบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยให้เห็นความสำคัญกับนโยบายเงินปันผลของบริษัท
2. ทำให้ทราบความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย
3. เพื่อเป็นข้อมูลให้แก่ักลงทุนและบุคคลทั่วไปในการวิเคราะห์พื้นฐาน และนโยบายเงินปันผลของบริษัทประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุน
4. ผลการวิจัยจะเป็นประโยชน์ต่อบริษัทและผู้บริหารในการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การบริหารองค์กรให้มีประสิทธิภาพ นำไปสู่การเจริญเติบโตและสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นระยะยาว
5. สามารถนำผลวิจัยเป็นเอกสารค้นคว้าและข้อมูลอ้างอิงสำหรับผู้ที่สนใจจะศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

### ขอบเขตของการวิจัย

การวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 โดยจะเน้นศึกษาเฉพาะที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เท่านั้น

1. ประชากร ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยจะทำการศึกษาดังแต่ปี พ.ศ. 2554-2557 เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 4 ปี ทั้งนี้บริษัทที่ทำการศึกษาดังต้องเป็นบริษัทที่นำส่งงบตั้งแต่ พ.ศ. 2554-2557 และมีข้อมูลสำหรับตัวแปรที่ศึกษาคบถ้วน

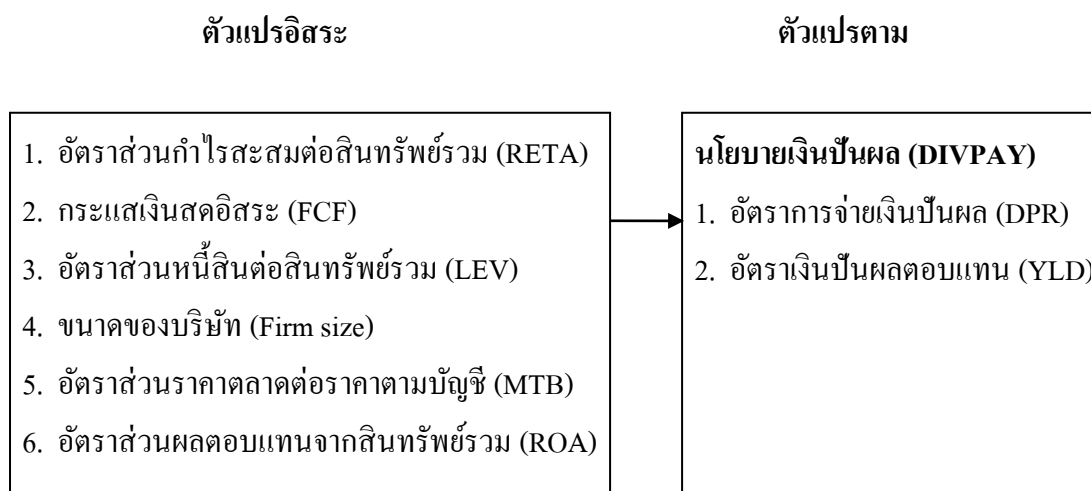
2. กลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้วิจัยใช้วิธีเลือกกลุ่มตัวอย่างโดยระบุตัวอย่างซึ่งแบ่งเป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) 7 กลุ่ม จำแนกตามอุตสาหกรรมทั้งนี้ยกเว้นกิจการในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment- MAI) กลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ ธุรกิจธนาคารเงินทุน และหลักทรัพย์ประกันภัยและประกันชีวิตและกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน อันเนื่องจากอุตสาหกรรมการเงินมีข้อบังคับและหลักเกณฑ์อื่น ๆ ที่ต้องปฏิบัติตามหน่วยงานกำกับดูแลอื่นกำหนด เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย รวมถึงธุรกิจดังกล่าวมีสินทรัพย์และหนี้สินระยะยาวที่แตกต่างจากธุรกิจอื่น ๆ รูปแบบกระแสเงินสด และลักษณะของการดำเนินธุรกิจ ซึ่งมีผลกระทบต่ออัตราส่วนทางการเงิน และตัวเลขที่ใช้ในการวิเคราะห์ ส่วนบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการ ต้องปฏิบัติตามหน่วยงานเฉพาะที่เกี่ยวข้อง และมีหลักเกณฑ์อื่น ๆ ในการกำกับดูแล เนื่องจากมีผลประกอบการขาดทุนต่อเนื่อง ถูกสั่งห้ามซื้อขายหลักทรัพย์ ที่นอกเหนือจากกฎเกณฑ์ทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์กำหนด ผู้วิจัยจึงเห็นว่า ไม่ควรรวบรวมข้อมูลของกลุ่มอุตสาหกรรมที่กล่าวมาข้างต้น มาประกอบการทำวิจัยด้วย เพราะจะทำให้เกิดการเบี่ยงเบนในข้อมูลได้

3. ผู้วิจัยได้มีการเก็บรวบรวมข้อมูลของแต่ละบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง โดยระยะเวลาที่ทำการวิจัยครั้งนี้คือภาคเรียนที่ 2 ในปีการศึกษา 2558 ในช่วงระหว่างเดือน สิงหาคม-ตุลาคม รวมระยะเวลาทั้งสิ้น 3 เดือน

4. ด้านเนื้อหา ใช้ข้อมูลของงบการเงินรวมของบริษัท ที่เป็นรายงานประจำปีและได้รับการตรวจสอบจากผู้สอบบัญชีได้รับอนุญาตแล้ว ได้แก่ งบดุล งบกำไรขาดทุน งบกระแสเงินสด งบแสดงการเปลี่ยนแปลงในส่วนของผู้ถือหุ้น และหมายเหตุประกอบงบของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-พ.ศ. 2557 รวมทั้งสิ้น 4 ปี

### กรอบแนวคิดในการวิจัย

ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรกิจกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557



ภาพที่ 1-1 กรอบแนวคิดในการวิจัย

### ข้อจำกัดในการวิจัย

การวิจัยครั้งนี้เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเชิงปริมาณ โดยมิได้คำนึงถึงข้อมูลหรือปัจจัยเชิงคุณภาพอื่นที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูทกิจกับการจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย เช่น นโยบายการบัญชีของในแต่ละบริษัท สภาพแวดล้อมทางสังคมและเศรษฐกิจ การเมือง โครงสร้างองค์กร และโครงสร้างผู้ถือหุ้น เป็นต้น

### นิยามศัพท์เฉพาะ

ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย หมายถึง นิติบุคคลที่จัดตั้งขึ้นภายใต้พระราชบัญญัติตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ปี พ.ศ. 2517 เพื่อทำหน้าที่เป็นแหล่งระดมทุนระยะยาวที่มีประสิทธิภาพเพื่อการพัฒนาเศรษฐกิจของประเทศและเป็นศูนย์กลางการซื้อขายและให้บริการต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง ตลอดจนการควบคุมกำกับดูแลให้การซื้อขายหลักทรัพย์เป็นไปอย่างมีประสิทธิภาพเป็นระเบียบ คล่องตัวและยุติธรรม

บริษัทจดทะเบียน หมายถึง เป็นบริษัทมหาชนจำกัดที่นำหลักทรัพย์เข้าจดทะเบียนและซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจะต้องเป็นบริษัทที่มีคุณสมบัติครบถ้วนตามหลักเกณฑ์ต่าง ๆ ที่ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนดไว้ ได้แก่ ขนาดของทุนจดทะเบียนชำระแล้ว สัดส่วนการกระจายหุ้นให้แก่ผู้ถือหุ้นรายย่อย ประวัติและผลการดำเนินงาน กำไรสุทธิศักยภาพทางธุรกิจ เป็นต้น

อัตราการจ่ายเงินปันผล หมายถึง อัตราส่วนประเมินมูลค่าของธุรกิจ ที่เกิดจากการคำนวณหา เงินปันผลจ่ายหุ้นสามัญต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้นที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์แบ่งจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น ตามสิทธิของแต่ละหุ้น อาจอยู่ในรูปของเงินสด หุ้นปันผล หรือสินทรัพย์อื่นที่ไม่ใช่เงินสด เช่น พันธบัตร ใบหุ้น หรือตัวเงินจ่าย เป็นต้น การจ่ายเงินปันผลจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัทและผลการดำเนินงานของบริษัทในแต่ละปี

อัตราผลตอบแทนเงินปันผล หมายถึง อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลคิดเป็นเปอร์เซ็นต์คิดจากมูลค่าปันผลต่อหุ้นเทียบกับราคาต่อหุ้น

อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม หมายถึง เป็นอัตราส่วนผลรวมสะสมของกำไรสุทธิที่ได้จากการดำเนินงานของบริษัทและกำไรจากการจำหน่ายสินทรัพย์ถาวรและสินทรัพย์อื่น ๆ ที่ได้หักเงินปันผลออกแล้วเปรียบเทียบกับสินทรัพย์รวมของบริษัท

กระแสเงินสดอิสระ หมายถึง กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เหลืออยู่หลังจากกิจการต้องนำเงินไปลงทุนในสินทรัพย์ถาวรใหม่เพื่อให้กิจการสามารถรักษาระดับการผลิตให้คงที่เท่ากับปัจจุบันและสามารถจ่ายเงินปันผลในระดับที่ทำให้ผู้ลงทุนพอใจ

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม หมายถึง เป็นอัตราส่วนที่แสดงการเปรียบเทียบว่ากิจการมีหนี้สินเป็นกี่เท่าของสินทรัพย์รวม ถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมต่ำ แสดงว่ากิจการมีโครงสร้างหนี้รวมเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวมแล้วต่ำ ซึ่งจะเกิดผลดีเนื่องจากทำให้กิจการมีภาระในการชำระคืนหนี้สินน้อยและมีโอกาสกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไปได้มากตรงกันข้ามถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมสูง แสดงว่ากิจการมีโครงสร้างหนี้รวมเมื่อเปรียบเทียบกับสินทรัพย์รวมแล้วสูง จะเกิดผลเสียเนื่องจากทำให้กิจการมีภาระในการชำระคืนหนี้สินมาก และมีโอกาสจะกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไปได้น้อย

ขนาดของกิจการ หมายถึง ขนาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นิยมวัดจากยอดขายหรือสินทรัพย์รวมของบริษัท

อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี หมายถึง เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดความพึงพอใจของนักลงทุนที่มีต่อผลการดำเนินงานที่ผ่านมาของกิจการ และใช้เป็นข้อมูลวิเคราะห์แนวโน้มการดำเนินงานของกิจการในอนาคต หากนักลงทุนมองว่ากิจการมีแนวโน้มของความสามารถในการทำกำไรที่สูง โอกาสของการขยายตัวของกิจการมีมากนักลงทุนก็จะพอใจและให้ความสนใจในการเข้ามาลงทุน

อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ หมายถึง เป็นผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นอัตราส่วนที่ชี้ถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการนำ สินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทน โดยเป็นค่าที่แสดงถึงผลกำไรที่บริษัทหาได้จากสินทรัพย์ทั้งหมดที่บริษัทใช้ดำเนินการ

## บทที่ 2

### แนวคิด ทฤษฎี และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

การศึกษาวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยได้กำหนดวิธีการดำเนินการวิจัย โดยจะนำเสนอเกี่ยวกับวิธีที่ใช้ศึกษาลักษณะประชากร การเลือกกลุ่มตัวอย่าง วิธีการรวบรวมข้อมูล คำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปร และการวิเคราะห์ข้อมูล เพื่อแสดงให้เห็นถึงวิธีในการดำเนินการวิจัย ซึ่งในการวิจัยนี้เป็นการวิจัยเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยกลุ่มตัวอย่างที่ศึกษาอยู่ในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ทราบความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยและเป็นข้อมูลให้แก่นักลงทุนและบุคคลทั่วไปในการวิเคราะห์พื้นฐานของบริษัทในประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุน

โดยผู้วิจัยได้ศึกษาแนวคิดทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับการวิจัย รวมถึงเอกสารและงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง ซึ่งประกอบด้วย 5 ส่วน หลัก ๆ คือ

1. แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับวงจรธุรกิจ
2. แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระ
3. แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน
4. แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล
5. งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

#### แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับวงจรธุรกิจ

วงจรชีวิตของธุรกิจคือช่วงเวลาที่มียุทธศาสตร์เฉพาะตัวของกิจการ โดยแบ่งออกเป็นระยะเริ่มต้น ระยะเติบโต ระยะอิ่มตัว ระยะการชะลอการเติบโตและระยะถดถอย ซึ่งเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยต่าง ๆ ทั้งจากภายใน และภายนอกกิจการ

DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006) อธิบายว่า ขั้นตอนการดำเนินงานของบริษัทมีโอกาสในการขยายการลงทุนได้อีกหลายโครงการทำให้บริษัทจำเป็นต้องรักษากระแสเงินสดไว้เพื่อลงทุนตามหลักทฤษฎีการลงทุนตามลำดับขั้นที่บริษัทจะใช้แหล่งเงินทุนภายในก่อนขณะที่บริษัทที่มีอายุการดำเนินงานเป็นเวลานานซึ่งแสดงถึงการเติบโตเต็มที่แล้ว จะมีแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นมากกว่าเพราะบริษัทไม่มีการลงทุนเพิ่มขึ้นมากนักและการจ่ายเงินปันผลยังสามารถลดปัญหาตัวแทนหรือการทุจริตของผู้บริหารได้เพราะการจ่ายเงินปันผลทำให้ปริมาณกระแสเงินสดอิสระ ในบริษัทซึ่งอยู่ภายใต้การดูแลของผู้บริหารลดลง



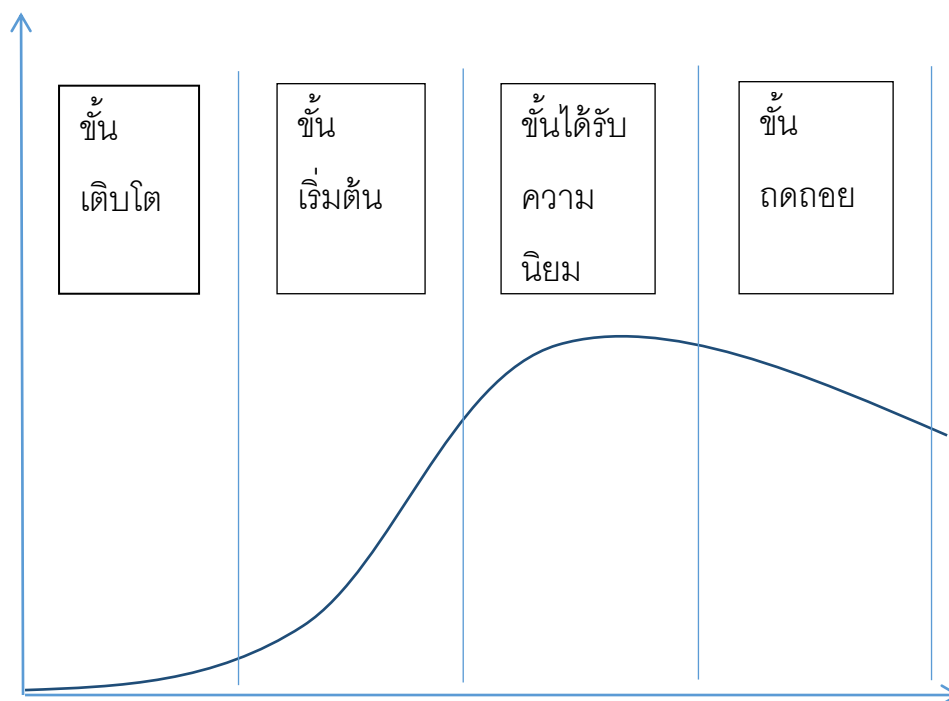
Thanatawee (2011) ได้ศึกษานโยบายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนไทยในช่วงปีค.ศ. 2002-2008 โดยใช้ทฤษฎีวงจรชีวิต (Life cycle theory) และเรื่องกระแสเงินสดอิสระ (Free cash flow hypothesis) พบว่า บริษัทขนาดใหญ่ และเป็นบริษัทที่สามารถทำกำไรได้มาก จะมีกระแสเงินสดอิสระสูงและอัตรากำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูงจะมีแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลสูง และอัตราส่วนหนี้สินมีความสัมพันธ์ในทางลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล

Fama and French (2005) ชี้ว่าความสามารถในการทำกำไรและคุณลักษณะด้านการเติบโตของกิจการเป็นตัวกำหนดการตัดสินใจจัดหาเงินทุนของกิจการเนื่องจากโอกาสในการเติบโตสะท้อนถึงระดับเงินทุนที่กิจการอาจต้องการ ส่วนความสามารถในการทำกำไรสะท้อนระดับแหล่งเงินทุนจากภายในที่กิจการมี ด้วยความสามารถในการทำกำไรและโอกาสในการเติบโตที่แตกต่างกัน ส่งผลให้การตัดสินใจด้านการจัดหาเงินทุนของกิจการแตกต่างกันตามแต่ละวงจรชีวิต

Fama and French (2001) ศึกษาถึงการจ่ายเงินปันผลของบริษัทในสหรัฐอเมริกา ระหว่างปีค.ศ. 1926-1999 พบว่า บริษัทที่ดำเนินการมานาน แต่มีการเจริญเติบโตต่ำ สร้างผลกำไรได้สูง มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผล ในขณะที่บริษัทตั้งใหม่ที่ยังมีกำไรน้อย และกำลังเติบโตสูงจะมีแนวโน้มที่จะรักษาผลกำไรไว้ และไม่จ่ายเงินปันผล จึงชี้ให้เห็นว่าวงจรชีวิตเป็นปัจจัยที่สำคัญในการตัดสินใจที่จะจ่ายเงินปันผล

Oonpipat (2009) พบว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นสูง มีโอกาสสูงที่จะจ่ายเงินปันผล ส่วนบริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อส่วนของผู้ถือหุ้นต่ำก็มีโอกาสต่ำที่จะจ่ายเงินปันผล

ประดิษฐ์ จุมพลเสถียร (2547) กล่าวถึง วงจรชีวิตธุรกิจส่วนใหญ่มีวงจรชีวิตที่เป็นขั้นตอน นับตั้งแต่ขั้นเริ่มต้น ขั้นเติบโต ขั้นได้รับความนิยม และขั้นถดถอย ดังแสดงไว้ในภาพที่ 2-1



ภาพที่ 2-1 แบบวงจรชีวิตของธุรกิจ

วงจรชีวิตของผลิตภัณฑ์ในแต่ละช่วงเวลามีรายละเอียด ดังนี้

1. ขั้นเริ่มต้น เป็นช่วงเวลาของการเริ่มดำเนินธุรกิจในตลาดเป็นครั้งแรก ซึ่งองค์กรต้องเผชิญปัญหาในเรื่องการอยู่รอดของธุรกิจ เนื่องจากกลุ่มเป้าหมายยังไม่รู้จักหรือยังไม่คุ้นเคยชื่อขององค์กร ดังนั้นผู้บริหารองค์กรจึงต้องมุ่งเน้นการสื่อสารให้กลุ่มเป้าหมายได้รับข้อมูลรายละเอียดต่าง ๆ ของธุรกิจ ควบคู่ไปกับการสร้างความคุ้นเคย และจงใจให้เกิดการจ้างผลิตชิ้นงานขั้นเริ่มต้นธุรกิจ จึงเป็นช่วงที่องค์กรใช้เงินลงทุนสูง ในขณะที่รายได้ไม่มากนักและอาจเพิ่มขึ้นอย่างช้า ๆ โดยไม่มีกำไร เพราะองค์กรต้องใช้เงินลงทุนสูง และเวลาในการสร้างความเชื่อมั่นให้กับกลุ่มเป้าหมายเป็นสิ่งสำคัญ
2. ขั้นเติบโต ในช่วงนี้ รายได้เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และเป็นช่วงเวลาที่ธุรกิจขององค์กรมีการขยายตัว อาทิ ขยายองค์กร เพิ่มกำลังคน และซื้ออุปกรณ์เพิ่ม เพื่อขยายการผลิตให้มากขึ้น เช่น ช่วงเวลาธุรกิจอยู่ในช่วงเติบโต ถือเป็นช่วงเวลาที่คู่แข่งมากขึ้นเนื่องจากคู่แข่งมองเห็นรายได้และกำไรของธุรกิจ จึงต้องการเข้ามาแบ่งส่วนแบ่งการตลาด
3. ขั้นได้รับความนิยมนิยม เป็นช่วงการเติบโตเต็มที่ขององค์กร ซึ่งเป็นช่วงธุรกิจมีความได้เปรียบ เนื่องจากต้นทุนสินค้าต่ำลง ธุรกิจมีกำไรสูง สินค้าเป็นผู้รู้จักของผู้บริโภคในตลาด

4. ชั้นถดถอย เป็นช่วงเวลาที่ยอดขาย และกำไรของธุรกิจเริ่มลดน้อยลง เนื่องจาก ผู้บริโภคบางกลุ่มหันไปบริโภคผลิตภัณฑ์ที่ดีกว่า หรือทันสมัยกว่าเช่นเมื่อธุรกิจอยู่ในช่วงถดถอย รายได้และกำไรธุรกิจลดลงต่อเนื่อง องค์กรที่มีเงินทุนมากอาจอยู่ในตลาดได้ แต่ผู้ผลิตรายเล็ก ๆ ที่มีเงินทุนน้อย มีรายได้น้อย อาจต้องประสบภาวะขาดทุน และอาจหยุดดำเนินกิจการได้ในที่สุด

### แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับกระแสเงินสดอิสระ

วรรณนิภา หล่อเพ็ญศรี (2547) กล่าวว่า กระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกิน เป็นตัววัดผลการดำเนินงานทั้งในปัจจุบันและอนาคตซึ่งคำนวณมาจากกำไรสุทธิจากการดำเนินงาน หลังหักเงินลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์ถาวรซึ่งจะแสดงถึงกระแสเงินสด คงเหลือจริงให้กับผู้ลงทุนหลังจากที่บริษัทได้ลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์ถาวร ที่จำเป็นต่อการดำเนินงานของบริษัทแล้ว กระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกินจึงเป็น ประโยชน์ต่อการตัดสินใจทางการเงินในเรื่องต่าง ๆ ดังนี้ เช่น การจ่ายชำระดอกเบี้ยให้เจ้าหนี้ การจ่ายเงินกู้บางส่วนให้เจ้าหนี้ การจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น การซื้อหุ้นสามัญคืนจากผู้ถือหุ้น การซื้อหลักทรัพย์ระยะสั้นหรือสินทรัพย์ที่ไม่ได้ใช้ในการดำเนินงานอื่น ๆ การที่มีกระแสเงินสดอิสระเป็นลบไม่ได้เป็นสิ่งเลวร้ายเสมอไปถ้ากระแสเงินสดอิสระเป็นลบ เพราะกำไรสุทธิ จากการดำเนินงานหลังภาษีเงินได้ (NOPAT) เป็นลบกรณีนี้เป็นสัญญาณไม่ดีเพราะแสดงว่าบริษัท อาจกำลังประสบปัญหาในการดำเนินงานอาจมีข้อบกพร่องสำหรับบริษัทที่เพิ่งเริ่มดำเนินธุรกิจหรือ กำลังออกผลิตภัณฑ์ใหม่ ๆ แต่ถ้าในกรณีที่บริษัทมีการเติบโตสูงมีกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลัง ภาษีเงินได้ NOPAT เป็นบวกแต่มีกระแสเงินสดอิสระเป็นลบเนื่องจากการเติบโตของบริษัท ทำให้จำเป็นต้องลงทุนในสินทรัพย์ที่ใช้ในการดำเนินงานมากถ้ากรณีนี้การที่กระแสเงินสดอิสระ เป็นลบ ไม่ใช่เรื่องที่น่ากังวลสำหรับธุรกิจ

ณัฐวุฒิ ยอดจันทร์ และณัฐพร แสงกรชัยพัฒน์ (2547) ได้กล่าวถึง กระแสเงินสดอิสระ หมายถึง จำนวนเงินสดที่บริษัทยังคงมีอยู่หลังจากที่ได้จ่ายเงินสดที่มีอยู่ในบริษัทออกไปสำหรับ ค่าใช้จ่ายของบริษัททั้งหมดรวมถึงการนำเงินไปลงทุนด้วย โดยคำนวณได้จากงบกระแสเงินสด หรืองบกระแสเงินสดรวม

วรศักดิ์ ทูมมานนท์ (2548) ได้กล่าวถึง กระแสเงินสดอิสระ หมายถึง กระแสเงินสด จากการดำเนินงานที่เหลืออยู่หลังจากกิจการต้องนำเงินไปลงทุนในสินทรัพย์ถาวรใหม่เพื่อที่จะให้ กิจการสามารถรักษาระดับการผลิตให้คงที่เท่ากับปัจจุบันหรือสามารถนำไปจ่ายเงินปันผลในระดับ ที่ทำให้ผู้ลงทุนพอใจ

Jensen and Meckling (1976) ได้เน้นย้ำว่าผู้จัดการจะกระทำการเพื่อผลประโยชน์ทางเศรษฐกิจของตน นำไปสู่ทฤษฎีกระแสเงินสดของ Jensen (1986) ซึ่งกล่าวว่า กิจกรรมที่มีความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่มั่นคง การก่อหนี้สามารถสร้างมูลค่าให้แก่กิจการผ่านทาง การเพิ่มวินัยการใช้เงินของผู้บริหาร กิจกรรมที่มีกระแสเงินสดจำนวนมาก จะประสบความสำเร็จทางผลประโยชน์ระหว่างผู้บริหารและเจ้าของ ปัญหาคือจะทำอย่างไรให้ผู้บริหารมีแรงจูงใจที่จะจ่ายเงินทุนที่เหลือคืนไปยังผู้ถือหุ้นผ่านการจ่ายเงินปันผลหรือการซื้อหุ้นคืนมากกว่าที่จะนำไปลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนต่ำกว่าต้นทุนทางการเงิน หรือนำเงินทุนเพื่อไปสร้างอาณาจักรของตนเองอย่างไรก็ตามการก่อหนี้เป็นวิธีการที่มีประสิทธิภาพในการแก้ปัญหามาตราฐานหนี้ เนื่องจากผู้บริหารจำเป็นต้องชำระภาระผูกพัน ทั้งดอกเบี้ยและเงินต้นจากการกู้ยืม เพราะเจ้าหนี้สามารถฟ้องล้มละลายหากผู้บริหารหากไม่ชำระหนี้ตามข้อตกลงที่กำหนดไว้ ซึ่งจะทำให้ผู้บริหารสูญเสียหน้าที่การงาน ดังนั้นการก่อหนี้ช่วยลดต้นทุนของตัวแทนจากกระแสเงินสด ด้วยการลดกระแสเงินสดที่ผู้บริหารจะใช้ตามดุลยพินิจของตน

### แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงิน

เริงรัก จำปาเงิน (2543) กล่าวว่า กิจกรรมสามารถนำอัตราส่วนทางการเงินมาใช้ในการเปรียบเทียบความเสี่ยงและผลตอบแทนของกิจการต่าง ๆ เพื่อช่วยผู้ลงทุนและเจ้าหนี้ทำการตัดสินใจลงทุนและตัดสินใจให้สินเชื่ออัตราส่วนทางการเงินสามารถให้ข้อมูลเกี่ยวกับลักษณะของกิจการ ไม่ว่าจะเป็นลักษณะเชิงเศรษฐกิจกลยุทธ์ในการแข่งขันของกิจการรวมถึงลักษณะการดำเนินงาน การลงทุนและการจัดหาเงินซึ่งเป็นลักษณะเฉพาะของกิจการ

สุพาดา สิริกุดตา (2546) กล่าวว่า อัตราส่วนทางการเงินเป็นการแสดงความสัมพันธ์ระหว่างข้อมูลตัวเลข 2 รายการ จากงบการเงินธุรกิจ (Pride, Huges & Kapoor, 1996 อ้างถึงใน สุพาดา สิริกุดตา (2546) ข้อมูลที่ใช้คำนวณอัตราส่วนทางการเงินมาจากข้อมูลในงบดุล และงบกำไรขาดทุน อัตราส่วนที่ธุรกิจคำนวณสามารถวิเคราะห์และประเมินสถานการณ์ทางธุรกิจด้านสภาพคล่องทางการเงิน ประสิทธิภาพในการใช้สินทรัพย์ ความสามารถในการก่อหนี้และความสามารถในการหากำไร ผลการวิเคราะห์ทำให้ทราบจุดแข็งและจุดอ่อนทางธุรกิจ โดยนำอัตราส่วนที่คำนวณได้ไปเปรียบเทียบกัน

เฉลิมขวัญ คุรุทบุญยงค์ (2551) กล่าวว่า อัตราส่วนทางการเงินเป็นเครื่องมือที่ใช้ประโยชน์ในการวิเคราะห์รายงานทางการเงินเพื่อประเมินฐานะทางการเงิน ประเมินประสิทธิภาพในการดำเนินงาน และประเมินความสามารถในการแสวงหากำไรของธุรกิจ อัตราส่วนทางการเงิน

เป็นการนำตัวเลขที่อยู่ในงบการเงินมาหาอัตราส่วน เพื่อใช้ในการวิเคราะห์เปรียบเทียบผลการดำเนินงานกับธุรกิจอื่น หรือเปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานกับอดีตที่ผ่านมา เพื่อช่วยให้ผู้วิเคราะห์งบการเงิน ประเมินผลการดำเนินงาน แนวโน้ม และความเสี่ยงของธุรกิจได้ดียิ่งขึ้น โดยอัตราส่วนทางการเงินที่ผู้ลงทุนใช้เป็นข้อมูลประกอบการวิเคราะห์ และตัดสินใจโดยอัตราส่วนที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้ประกอบไปด้วย

1. กระแสเงินสดอิสระ หมายถึง กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เหลืออยู่หลังจากกิจการต้องนำเงินไปลงทุนในสินทรัพย์ถาวรใหม่เพื่อให้กิจการสามารถรักษาระดับการผลิตให้คงที่เท่ากับปัจจุบันและสามารถจ่ายเงินปันผลในระดับที่ทำให้ผู้ลงทุนพอใจ

2. อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม หมายถึง เป็นอัตราส่วนผลรวมสะสมของกำไรสุทธิที่ได้จากการดำเนินงานของบริษัทและกำไรจากการจำหน่ายสินทรัพย์ถาวรและสินทรัพย์อื่น ๆ ที่ได้หักเงินปันผลออกแล้วเปรียบเทียบกับสินทรัพย์รวมของบริษัท

3. อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ หมายถึง เป็นผลตอบแทนจากสินทรัพย์เป็นอัตราส่วนที่ชี้ถึงประสิทธิภาพของบริษัทในการนำ สินทรัพย์ไปลงทุนให้เกิดผลตอบแทน โดยเป็นค่าที่แสดงถึงผลกำไรที่บริษัทหาได้จากสินทรัพย์ทั้งหมดที่บริษัทใช้ดำเนินการ

4. ขนาดของกิจการ หมายถึง ขนาดของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นิยมวัดจากยอดขายหรือสินทรัพย์รวมของบริษัท

5. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม หมายถึง เป็นอัตราส่วนที่แสดงการเปรียบเทียบว่ากิจการมีหนี้สินเป็นกี่เท่าของสินทรัพย์รวม ถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมต่ำ แสดงว่ากิจการมีโครงสร้างหนี้รวมเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวมแล้วต่ำ ซึ่งจะเกิดผลดีเนื่องจากทำให้กิจการมีภาระในการชำระคืนหนี้สินน้อยและมีโอกาสกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไปได้มากตรงกันข้ามถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมสูง แสดงว่ากิจการมีโครงสร้างหนี้สินรวมเมื่อเปรียบเทียบกับสินทรัพย์รวมแล้วสูง จะเกิดผลเสียเนื่องจากทำให้กิจการมีภาระในการชำระคืนหนี้สินมาก และมีโอกาสจะกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไปได้น้อย

6. อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี หมายถึง เป็นอัตราส่วนที่ใช้วัดความพึงพอใจของนักลงทุนที่มีต่อผลการดำเนินงานที่ผ่านมาของกิจการ และใช้เป็นข้อมูลวิเคราะห์แนวโน้มนการดำเนินงานของกิจการในอนาคต หากนักลงทุนมองว่ากิจการมีแนวโน้มของความสามารถในการทำกำไรที่สูง โอกาสของการขยายตัวของกิจการมีมากนักลงทุนก็จะพอใจและให้ความสนใจในการเข้ามาลงทุน

7. อัตราการจ่ายเงินปันผล หมายถึง อัตราส่วนประเมินมูลค่าของธุรกิจ ที่เกิดจากการคำนวณหา เงินปันผลจ่ายหุ้นสามัญต่อหุ้นและกำไรต่อหุ้นที่บริษัทผู้ออกหลักทรัพย์แบ่งจ่าย

ให้แก่ผู้ถือหุ้น ตามสิทธิของแต่ละหุ้น อาจอยู่ในรูปของเงินสด หุ้นปันผล หรือสินทรัพย์อื่นที่ไม่ใช่เงินสด เช่น พันธบัตร ใบหุ้นหรือตั๋วเงินจ่าย เป็นต้น การจ่ายเงินปันผลจะมากหรือน้อยขึ้นอยู่กับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของแต่ละบริษัท และผลการดำเนินงานของบริษัทในแต่ละปี

8. อัตราผลตอบแทนเงินปันผล หมายถึง เป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ คิดจากมูลค่าปันผลต่อหุ้นเทียบกับราคาต่อหุ้น

### แนวคิดและทฤษฎีเกี่ยวกับนโยบายการจ่ายเงินปันผล

การลงทุนในหลักทรัพย์ของนักลงทุนแต่ละรายย่อมมีเป้าหมายหลัก คือการได้รับผลตอบแทนจากการลงทุนมากที่สุดหรือให้เกิดความพอใจมากที่สุด การลงทุนในหลักทรัพย์ที่เป็นหุ้นสามัญนั้น ผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนใน 2 รูปแบบ คือ ได้รับผลตอบแทนจากเงินปันผลที่บริษัทจ่ายให้แก่ผู้ถือหุ้น หรือได้รับผลตอบแทนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้นที่ซื้อมา ผลตอบแทนที่นักลงทุนได้รับจึงเป็นผลรวมของผลตอบแทนทั้งสองส่วน Brigham and Houston (2001) กล่าวว่า จากสมการ Constant growth model ( $P_0 = D_1 / (k_s - g)$ ) แสดงให้เห็นว่าถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผล ( $D_1$ ) สูงจะทำให้ราคาหุ้นสามัญปัจจุบัน ( $P_0$ ) สูงขึ้น แต่การจ่ายเงินปันผลสูงทำให้เหลือเงินทุน สำหรับการลงทุนในอนาคตน้อย ทำให้อัตราการเจริญเติบโตของบริษัท ( $g$ ) ลดลง ทำให้ราคาหุ้นสามัญในอนาคตลดลง ตามทฤษฎีแล้ว ระดับเงินปันผลที่เหมาะสมจึงเป็นสิ่งที่ส่งผลต่อระดับราคาหุ้นในตลาดหลักทรัพย์ อย่างไรก็ตามทฤษฎีที่เกี่ยวข้องกับเงินปันผลได้มีแนวคิดหลายรูปแบบซึ่งจะสามารถสรุปได้ ดังนี้

1. นโยบายปันผลที่ไม่แตกต่าง (Dividend irrelevance theory) ทฤษฎีนี้เสนอโดย Miller and Modigliani (1961) หรือ MM โดยกล่าวว่า ผู้ถือหุ้นจะไม่รู้สึกแตกต่างไม่ว่ากิจการจะจ่ายเงินปันผลหรือไม่ เพราะมูลค่าของกิจการเกิดจากความสามารถในการทำกำไรของกิจการและความเสี่ยงในธุรกิจของบริษัท ไม่ได้ขึ้นอยู่กับวิธีการแบ่งสัดส่วนกำไรของบริษัท ดังนั้นนโยบายเงินปันผลจึงไม่มีความหมายต่อมูลค่าหลักทรัพย์เนื่องจาก MM เชื่อว่าผู้ถือหุ้นสามารถกำหนดผลตอบแทนของตนเองได้ เช่นเมื่อบริษัทไม่จ่ายเงินปันผล แต่ผู้ถือหุ้นต้องการเงินปันผลหุ้นละ 1 บาท จากหุ้นสามัญจำนวน 10,000 หุ้น (10,000 บาท) ผู้ถือหุ้นก็สามารถขายหุ้นที่ตนมีอยู่ออกไปให้ได้เงิน 10,000 บาท เพื่อชดเชยผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ต้องการ แต่ถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลมากกว่าที่นักลงทุนต้องการ เขาก็สามารถนำเงินส่วนเกินนั้นไปซื้อหุ้นของบริษัทเพิ่มได้ ดังนั้นไม่ว่ากิจการกำหนดนโยบายเงินปันผลอย่างไรก็ไม่มีกระทบกับต่ออัตราผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นการเสนอแนวคิดนี้ MM ได้กำหนดสมมติฐานดังต่อไปนี้

- 1.1 เงินปันผลและกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้น ไม่มีภาษี
- 1.2 ไม่มีต้นทุนและค่าใช้จ่าย ในการออกหุ้นใหม่และการซื้อหุ้นคืน
- 1.3 นักลงทุนเห็นว่า เงินปันผลที่ได้รับ และกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้น

ไม่มีความแตกต่างกัน

- 1.4 นโยบายการลงทุนของกิจการและนโยบายการจ่ายเงินปันผล เป็นอิสระต่อกัน
- 1.5 ตลาดทุนมีความสมบูรณ์ โดยนักลงทุนและผู้บริหาร ได้รับข้อมูลข่าวสาร

ของกำไร ในอนาคตและเงินปันผลของบริษัทเท่าเทียมกัน

แต่ในความเป็นจริงการสร้างนโยบายเงินปันผลของตนเองนั้น นักลงทุนที่ต้องการเงินปันผลจะต้องเสียค่านายหน้าในการขายหุ้น และนักลงทุนที่ไม่ต้องการเงินปันผล จะต้องจ่ายภาษีจากเงินปันผลที่ตนเองไม่ต้องการ และจะต้องเสียค่านายหน้าจากการนำเงินปันผลหลังหักภาษีมาซื้อหุ้นเพิ่ม ดังนั้นถ้าพิจารณาในความเป็นจริงโดยปราศจากข้อสมมติฐานข้างต้นนโยบายเงินปันผลควรมีผลต่อราคาหุ้นสามัญและมูลค่าของกิจการ

2. ทฤษฎีลูกนกในกำมือ (The bird in the hand theory) ทฤษฎีนี้เสนอโดย Gordon (1963) และ Lintner (1962) ทั้งคู่มีความเห็นต่างจากแนวคิดของ MM โดยกล่าวว่า นโยบายเงินปันผลมีความสำคัญต่อมูลค่าของกิจการ โดยเชื่อว่าการจ่ายเงินปันผลจะทำให้มูลค่าหุ้นสามัญเพิ่มขึ้น เนื่องจากผู้ถือหุ้นมีความพอใจที่จะรับเงินปันผลในขณะนี้มากกว่ากำไรจากราคาหุ้นสามัญที่จะเพิ่มขึ้นในอนาคตจากการนำกำไรสะสมไปลงทุนต่อ เพราะเงินปันผลในปัจจุบันมีความแน่นอนมากกว่า ผลตอบแทนที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับกลับมาในอนาคต เนื่องจากผู้ถือหุ้นไม่แน่ใจว่าจะได้รับเงินสดในอนาคต เท่ากับเงินปันผลที่ได้รับในปัจจุบันหรือไม่ เปรียบเสมือน การมีนก 1 ตัวที่อยู่ในมือย่อมแน่นอนกว่านก 2 ตัว หรือมากกว่านั้นที่อยู่ในพุ่มไม้ จากแนวคิดของทฤษฎีนี้ ผู้ถือหุ้นจะชอบให้ธุรกิจจ่ายเงินปันผลมากกว่าเก็บไว้เป็นกำไรสะสมเพื่อนำไปลงทุนต่อ กล่าวคือ ถ้ากิจการจ่ายเงินปันผลในอัตราที่สูงขึ้น ราคาหุ้นสามัญจะสูงขึ้นด้วย แสดงให้เห็นว่านโยบายเงินปันผลมีความสำคัญต่อมูลค่าของกิจการ

3. ทฤษฎีความแตกต่างทางภาษี (Tax preference theory) จากความแตกต่างระหว่างอัตรากำไรจากส่วนต่างราคาหุ้น กับอัตรากำไรของเงินปันผล Litzenberger and Ramaswamy (1979) จึงมีแนวคิดต่างจาก 2 ทฤษฎีแรก โดยกล่าวว่า การจ่ายเงินปันผลทำให้ผู้ถือหุ้นเสียประโยชน์ทางภาษีนักลงทุนจึงชอบกำไรจากส่วนต่างราคาหุ้นมากกว่าเงินปันผล เพราะอัตรากำไรของกำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้นสามัญจะต่ำกว่าอัตรากำไรของเงินปันผลดังนั้นนักลงทุนยินดีที่จะให้บริษัทจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำเพื่อนำกำไรส่วนใหญ่ไปลงทุนต่อ เมื่อบริษัทมีกำไรเพิ่มขึ้นในอนาคตราคาหุ้นสามัญในอนาคตก็จะสูงขึ้น นอกจากนี้ กำไรจากการขายหุ้นสามัญ

ในอนาคตยังเป็นการเลื่อนภาระภาษี ให้ช้าออกไป เนื่องจากถ้ากิจการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบัน ผู้ถือหุ้นจะต้องเสียภาษีทันทีที่ดังนั้นถ้าคำนึงถึงเรื่องมูลค่าของเงินตามเวลานักลงทุนจะได้รับประโยชน์มากกว่าเมื่อบริษัทจ่ายเงินปันผลในระดับต่ำจากเหตุผลดังกล่าว นักลงทุนยินดีที่จะซื้อหุ้นสามัญของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลในระดับต่ำ ในราคาที่สูงกว่าหุ้นสามัญของบริษัทที่จ่ายเงินปันผลในระดับสูง กล่าวคือกิจการจ่ายเงินปันผลต่ำมีผลทำให้ราคาหุ้นสามัญสูงขึ้น ดังนั้นนักลงทุนตามแนวคิดนี้จึงไม่ชอบเงินปันผลเพิ่มขึ้น

ทฤษฎีทั้งสามที่กล่าวมาข้างต้น พยายามอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างปริมาณเงินปันผลที่จ่ายกับราคาหุ้นที่เปลี่ยนแปลงไป ซึ่งทั้งสามทฤษฎีมีความแตกต่างกัน ดังนั้นการพิจารณานโยบายเงินปันผลให้มีความเหมาะสมนอกจากจึงต้องพิจารณาถึงทฤษฎีดังกล่าวแล้ว การกำหนดนโยบายเงินปันผลควรคำนึงถึงแนวคิดอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้องดังต่อไปนี้

4. การให้ข้อมูลของการประกาศจ่ายปันผล (Information content of dividend announcements) แนวคิดนี้กล่าวว่า การที่บริษัทจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหรือลดลง ราคาหุ้นจะมีการเปลี่ยนแปลงไปในทางเดียวกัน ไม่ได้แสดงว่านักลงทุนชอบเงินปันผลมากกว่ากำไรสะสม แต่การเปลี่ยนแปลงราคาหุ้นสามัญตามเงินปันผลที่เปลี่ยนแปลงไปนั้น เป็นผลมาจากอิทธิพลของข้อมูลที่แฝงอยู่ในการประกาศจ่ายเงินปันผล การศึกษาของ Miller and Rock (1985) แสดงให้เห็นว่าเนื่องจากผู้บริหารมีข้อมูลเกี่ยวกับอนาคตและแนวโน้มของบริษัทดีกว่านักลงทุนหรือผู้ถือหุ้นโดยทั่วไป การจ่ายเงินปันผลมากกว่าที่นักลงทุนคาดไว้ เป็นการส่งข้อมูลว่าผู้บริหารคาดว่ากำไรในอนาคตจะสูงขึ้น ในทางกลับกัน ถ้าบริษัทจ่ายเงินปันผลน้อยลง หรือจ่ายน้อยกว่าที่นักลงทุนคาดไว้ก็จะเป็นสัญญาณว่าผู้บริหารคาดการณ์ว่ากำไรในอนาคตมีแนวโน้มที่จะลดลงจากกล่าวได้ว่าการประกาศจ่ายเงินปันผลเป็นตัวส่งสัญญาณที่สำคัญแก่นักลงทุน ดังนั้นผู้บริหารพยายามหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล โดยเฉพาะการลดการจ่ายเงินปันผลเนื่องจากการส่งข้อมูลที่โม้ให้แก่นักลงทุน และผู้บริหารไม่ต้องการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น เพราะกลัวว่าเมื่อจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นแล้วอาจจะต้องลดการจ่ายเงินปันผลลงในอนาคตซึ่งเป็นการส่งข้อมูลในเชิงลบให้แก่นักลงทุน ดังนั้นผู้บริหารจึงพยายามหลีกเลี่ยงการเปลี่ยนแปลงการจ่ายเงินปันผล ดังจะเห็นได้จากผลการศึกษาของ Lintner (1962) John and Williams (1985)

5. ระดับเงินปันผลที่แตกต่างกัน (Dividend clientele) นอกจากแนวคิดที่ว่า การจ่ายเงินปันผลเป็นการส่งข้อมูลให้แก่นักลงทุนแล้ว (Dividend informational content) แนวคิดที่ควรพิจารณาอีกแนวคิดหนึ่งคือ แนวคิดที่กล่าวว่ากลุ่มนักลงทุนมีความต้องการระดับเงินปันผลต่างกัน (Dividend clientele) แนวคิดนี้กล่าวว่า นักลงทุนแต่ละรายมีความต้องการนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างกันไป ดังจะเห็นได้จากผลการศึกษาของ Graham and Kumar (2005) พบว่า



กลุ่มนักลงทุนที่ต้องการรายได้ประจำ ต้องการเงินปันผลมากกว่ากำไรจากส่วนต่างของราคาหุ้น ในอนาคต นักลงทุนกลุ่มนี้ต้องการลงทุนในหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราสูง ในขณะที่ นักลงทุนที่ไม่ต้องการรายได้ประจำ เมื่อได้รับเงินปันผลจะต้องเสียภาษีจากเงินปันผลก่อน จึงจะนำไปลงทุนต่อในหุ้นสามัญ ดังนั้นนักลงทุนกลุ่มนี้จึงต้องการลงทุนในหุ้นที่มีการจ่ายเงินปันผลในอัตราต่ำ จากการที่นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนในหุ้นสามัญต่าง ๆ ได้ บริษัท ก็สามารถปรับนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทได้เช่นกัน ดังนั้นผู้ถือหุ้นเดิมที่ไม่ชอบนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่เปลี่ยนไป ก็สามารถขายหุ้นให้กับนักลงทุนรายอื่นที่ชอบนโยบายเงินปันผลใหม่นี้ แต่การเปลี่ยนแปลงนโยบายการจ่ายเงินปันผลบ่อยครั้ง ทำให้ผู้ถือหุ้นต้องซื้อขายหุ้นบ่อยครั้งซึ่งแต่ละครั้งมีค่าธรรมเนียมในการซื้อขาย นักลงทุนอาจไม่สนใจซื้อหุ้นของบริษัทอีก เป็นผลให้ราคาหุ้นสามัญลดลงชั่วคราว หรืออาจลดลงถาวร แต่การเปลี่ยนนโยบายการจ่ายเงินปันผลสามารถทำได้ หากว่าบริษัทมีเหตุผลที่ดีทางธุรกิจและสามารถดึงดูดนักลงทุนได้ มากขึ้นกว่าเดิม

6. เสถียรภาพของนโยบายเงินปันผล (Dividend policy stability) จากแนวคิดทั้งสอง ที่กล่าวมาข้างต้น แสดงให้เห็นว่า เสถียรภาพของเงินปันผล (Dividend stability) เป็นสิ่งที่นักลงทุนต้องการ เนื่องจากนักลงทุนมีความต้องการนโยบาย เงินปันผลที่ต่างกัน หุ้นสามัญที่นโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพ จะสามารถพยากรณ์เงินปันผลในอนาคตได้ง่าย ทำให้นักลงทุนเลือกลงทุนได้อย่างเหมาะสมตามความต้องการระดับเงินปันผลของตน แต่หุ้นสามัญที่เปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผลบ่อยครั้งสามารถพยากรณ์ได้ยากทำให้นักลงทุนต้องซื้อขายหุ้นบ่อยครั้งซึ่งแต่ละครั้งต้องเสียค่านายหน้า อาจทำให้เกิดต้นทุนในส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นและราคาหุ้นสามัญลดลงอีกทั้ง การเปลี่ยนแปลงเงินปันผลเป็นสัญญาณเกี่ยวกับการคาดการณ์อนาคตของบริษัทซึ่งมีผลต่อราคาหุ้นสามัญ การจ่ายเงินปันผลลดลง หรือมากกว่านั้นคือการงดจ่ายเงินปันผล จะส่งผลเชิงลบต่อราคาหุ้นสามัญของบริษัท ดังนั้นบริษัทควรกำหนดนโยบายเงินปันผลให้มีความสม่ำเสมอ เพื่อประโยชน์ในการลงทุนของผู้ถือหุ้น และลดผลกระทบจากข้อมูลที่มาจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายเงินปันผล ดังจะเห็นได้จากผลการศึกษาของ Romon (2000) พบว่าหลักทรัพย์ที่นโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพ จะได้รับอรรถิของข้อมูลจากการประกาศจ่ายเงินปันผลน้อยกว่าหลักทรัพย์ที่ไม่มีเสถียรภาพของนโยบายเงินปันผล และกลุ่มนักลงทุนที่ชอบเงินปันผลจะลงทุนในหลักทรัพย์ที่นโยบายเงินปันผลมีเสถียรภาพถึงแม้ว่าหลักทรัพย์จะมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ในระดับต่ำก็ตามเนื่องจาก นักลงทุนสามารถคาดการณ์เงินปันผลในอนาคตได้ง่ายกว่านโยบายเงินปันผลไม่มีเสถียรภาพ

## งานวิจัยที่เกี่ยวข้อง

Miller and Modigliani (1961) ได้ศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างนโยบายเงินปันผลกับมูลค่าของหุ้นสามัญ และได้เสนอทฤษฎีนโยบายปันผลที่ไม่แตกต่าง โดยเสนอว่านโยบายเงินปันผลไม่มีผลต่อราคาหุ้นสามัญเพราะนักลงทุนสามารถสร้างนโยบายเงินปันผลของตนเองได้ โดยผู้ถือหุ้นสามารถรับผลตอบแทนชดเชยเงินปันผลได้จากกำไรส่วนต่างของราคาหุ้นสมมติฐานเบื้องต้นของทฤษฎีคือให้ตลาดทุนมีความสมบูรณ์ โดยนักลงทุนและผู้บริหารได้รับข้อมูลข่าวสารของกำไรในอนาคตและเงินปันผลของบริษัทเท่าเทียมกัน ข้อสมมติฐานอีกประการหนึ่งคือไม่มีภาษีสำหรับการจ่ายเงินปันผลและกำไรจากส่วนต่างราคาหุ้น และไม่มีค่านายหน้าในการซื้อขายหุ้น ซึ่งข้อสมมติฐานดังกล่าวไม่สามารถเป็นจริงในทางปฏิบัติ

Bodie, Kane and Marcus (2005) กล่าวว่า กิจกรรมมีลักษณะการจ่ายปันผลที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงชีวิต โดยในช่วงปีแรกกิจการจะมีโอกาสลงทุนในโครงการที่มีกำไรจำนวนมาก เงินทุนถูกนำมาใช้เพื่อลงทุนต่อ กิจการในช่วงนี้จึงมีอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ต่ำ ขณะที่อัตราการเติบโตที่รวดเร็ว เมื่อเวลาผ่านไป เมื่อกิจการเริ่มอิ่มตัว กำลังการผลิตของกิจการจะเพียงพอต่ออุปสงค์ของตลาด สอดคล้องกับ Bulan, Subramanian and Tanlu (2007) ได้ค้นพบความสัมพันธ์ระหว่างความน่าจะเป็นที่จะจ่ายเงินปันผลกับช่วงชีวิตของกิจการ ซึ่งโดยทั่วไปกิจการที่จ่ายเงินปันผลจะเป็นกิจการที่อยู่ในช่วงอิ่มตัว

Graham and Kumar (2005) ได้ศึกษาพฤติกรรมกรรมการซื้อขายหุ้นสามัญของกลุ่มหลักทรัพย์ ตัวอย่างพบว่า ผู้ถือหุ้นมีความต้องการระดับเงินปันผลต่างกัน โดยผู้ถือหุ้นรายย่อยจะชอบผลตอบแทนจากเงินปันผลเพิ่มขึ้นตามอายุที่มากขึ้น และจะชอบผลตอบแทนจากเงินปันผลลดลงตามระดับรายได้และระดับความกลัวความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้น โดยผู้ถือหุ้นที่ชอบอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง มักจะเป็นคนแก่และผู้มีรายได้น้อย และมีพฤติกรรมกรรมการซื้อหุ้นสามัญก่อนวันที่การซื้อขายหุ้นไม่รวมสิทธิรับเงินปันผลโดยจะเริ่มซื้อหุ้นสามัญตั้งแต่วันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล และหลังจากวันที่มีการประกาศจ่ายเงินปันผล

Bruwer and Hamman (2008) กล่าวว่า มีงานวิจัยในอดีตได้พิสูจน์แล้วว่า มีรูปแบบกระแสเงินสดที่แตกต่างกันที่มีความสัมพันธ์กับช่วงวงจรชีวิตธุรกิจ โดยธุรกิจจะผ่านช่วงของช่วงเริ่มต้น ช่วงเจริญเติบโต ช่วงเจริญเติบโตเต็มที่และช่วงถดถอยซึ่งในแต่ละช่วงของวงจรชีวิตธุรกิจ ธุรกิจจะมีรูปแบบสภาพแวดล้อมของการดำเนินงานที่แตกต่างกัน ส่งผลให้มีรูปแบบกระแสเงินสดที่แตกต่างกันด้วยซึ่งสามารถสรุปได้ดังนี้

1. ช่วงเริ่มต้นในช่วงนี้จะเป็นไปได้มากที่บริษัทยังไม่แสดงกำไร เพราะว่าการสร้างต้นทุนมีมากกว่าการสร้างรายได้ ซึ่งเกิดจากความต้องการในทุนหมุนเวียนที่เพิ่มขึ้นและเป็นต้นเหตุ

ทำให้กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานแสดงค่าเป็นลบ ดังนั้นบริษัทในช่วงนี้จึงต้องพึ่งพาการจัดการเงินจากแหล่งเงินภายนอก โดยอาจได้แหล่งเงินทุนจากการกู้ยืมเงินหรือการออกหุ้นของบริษัทซึ่งทำให้บริษัทสามารถนำเงินสดที่ได้ไปใช้ในการดำเนินงานและการลงทุนในสินทรัพย์ระยะยาวและในช่วงนี้จะเป็นอย่างนี้ต่อเนื่องไปจนกระทั่งบริษัทเริ่มหารายได้เพียงพอที่บริษัทจะแสดงกำไร

2. ช่วงเจริญเติบโตในช่วงนี้แม้ว่าบริษัทจะแสดงกำไรสุทธิแต่กระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานจะยังคงแสดงค่าเป็นลบถ้าหากว่าบริษัทมีการเจริญเติบโตของยอดขายที่สูงมากและมีโครงสร้างเงินทุนหมุนเวียนซึ่งเป็นเหตุให้มีการลงทุนสุทธิในทุนหมุนเวียนเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วมากกว่าการเพิ่มขึ้นของรายได้ปัจจุบันในช่วงเวลาเดียวกัน

3. ช่วงเจริญเติบโตเต็มที่บริษัทในช่วงนี้จะมีความสามารถในการทำกำไรและในการก่อให้เกิดกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่เพียงพอสำหรับจะนำไปใช้ในช่วงระยะเวลาดัดไป และแม้ว่าในช่วงนี้บริษัทจะเริ่มมียอดขายและอัตรากำไรลดลงอย่างช้า ๆ มีระดับของสินค้าลดลงแต่ลูกหนี้ก็เริ่มจ่ายชำระหนี้ซึ่งจากลักษณะดังกล่าวทำให้งบกระแสเงินสดของบริษัทแสดงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่มากกว่ากำไรสุทธิ ส่วนการลงทุนในสินทรัพย์ระยะยาวในช่วงนี้ส่วนใหญ่จะลงทุนไปเพื่อขยายกิจการในอนาคต และในช่วงนี้บริษัทจะใช้เงินสดที่มีจำนวนมากหรือที่เกินความจำเป็นนำไปใช้จ่ายเงินปันผลและจ่ายชำระหนี้กู้ยืม

4. ช่วงถดถอยบริษัทในช่วงนี้จะมีกำไรลดลงแต่อาจจะยังคงเป็นบวกตามที่จัดเก็บจากบัญชีลูกหนี้และบริษัทในช่วงนี้จะแสดงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานที่ลดลงด้วยแต่จะลดลงช้ากว่าการลดลงของกำไรสุทธิแต่เมื่อไหร่ก็ตามที่บริษัทเริ่มแสดงผลขาดทุนสุทธิและแสดงกระแสเงินสดจากกิจกรรมดำเนินงานเป็นลบจะถือว่าเป็นช่วงเวลาที่เหมาะสมที่บริษัทจะทำการจ่ายชำระหนี้แต่อย่างไรก็ตามในช่วงถดถอยนี้บางบริษัทได้ทำการฟื้นฟูตัวกิจการโดยอาจฟื้นฟูผ่านสายผลิตภัณฑ์ใหม่ ๆ หรือโดยการนำเอาเทคโนโลยีมาใช้และบางครั้งอาจจะทำงานปรับเปลี่ยนโครงสร้างของกิจการด้วยซึ่งทำให้บริษัทสามารถฟื้นตัวได้อีกครั้งนอกจากนั้นโดยปกติแล้วบริษัทที่อยู่ในช่วงนี้มักจะทำการขายสินทรัพย์ระยะยาวบางส่วนออกไปเพื่อนำมาเป็นแหล่งเงินทุนภายในเนื่องจากการจัดหาเงินจากแหล่งเงินทุนภายนอกอาจจะทำได้ยากกว่า

Chen, Yang, and Huang (2010) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ของรูปแบบกระแสเงินสดที่เป็นเหมือนตัวแทนของการแข่งขันช่วงวงจรชีวิตธุรกิจของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จีน ผลการศึกษาพบว่า รูปแบบกระแสเงินสดสามารถแบ่งช่วงวงจรชีวิตธุรกิจของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์จีนได้อย่างถูกต้องและรัดกุม นอกจากนั้นยังพบว่า ลักษณะของบริษัท เช่น ความสามารถในการทำกำไรค่าใช้จ่ายในการลงทุนและอัตราส่วนทางการเงินอื่น ๆ

ไม่มีความเกี่ยวข้องกับวงจรชีวิตธุรกิจซึ่งลักษณะเฉพาะของวงจรชีวิตธุรกิจจะแตกต่างกับลักษณะวงจรชีวิตอุตสาหกรรม และตัวแปรควบคุมของอุตสาหกรรมไม่สามารถนำมาใช้กับลักษณะทางเศรษฐกิจที่แตกต่างกันในแต่ละช่วงวงจรชีวิตธุรกิจได้

Yu and Jiang (2010) ได้ศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างวงจรชีวิตธุรกิจกับการซื้อหุ้นกลับคืน ของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้วันระหว่างปี พ.ศ. 2543 ถึงปี พ.ศ. 2552 จำนวน 10,434 บริษัท โดยมีตัวแปรที่ใช้ในการแบ่งช่วงวงจรชีวิตธุรกิจ 4 ตัวแปร ได้แก่ ตัวแปรอัตราเงินปันผลจ่ายการเจริญเติบโตประจำปี อัตราส่วนค่าใช้จ่ายส่วนทุนและอายุของบริษัท และตัวแปรดังกล่าวสามารถแบ่งช่วงวงจรชีวิตธุรกิจออกเป็น 3 ช่วง ได้แก่ ช่วงเจริญเติบโต ช่วงเจริญเติบโตเต็มที่และช่วงถดถอยโดยพบว่า บริษัทที่ซื้อหุ้นกลับคืน จำนวน 629, 511 และ 716 บริษัทที่แสดงอยู่ในช่วงเจริญเติบโต ช่วงเจริญเติบโตเต็มที่ และช่วงถดถอยตามลำดับ ผลการศึกษาพบว่าบริษัทที่มีช่วงวงจรชีวิตที่แตกต่างกันจะมีเหตุผลในการซื้อหุ้นกลับคืนแตกต่างกัน และเหตุผลในการตัดสินใจซื้อหุ้นกลับคืนในช่วงเจริญเติบโตเต็มที่ที่ชัดเจนที่สุด และในช่วงเจริญเติบโตการตัดสินใจซื้อหุ้นกลับคืนของบริษัทอาจเกิดจากการผสมผสานของความแตกต่างในแรงจูงใจและข้อมูลที่บริษัทได้รับส่วนในช่วงถดถอย เหตุผลในการตัดสินใจซื้อหุ้นกลับคืนของบริษัทยังไม่ชัดเจน เนื่องจากขัดแย้งกับการพัฒนาในอนาคตของบริษัท ซึ่งบางบริษัทอาจมีแผนในการฟื้นฟูกิจการดังนั้น โดยสรุปแล้วจากหลักฐานของการศึกษาพบว่า ทฤษฎีวงจรชีวิตธุรกิจสามารถทำให้การจูงใจของการซื้อหุ้นกลับคืนชัดเจนยิ่งขึ้น

## บทที่ 3

### วิธีดำเนินการวิจัย

การศึกษาวิจัยครั้งนี้ จะเป็นการกำหนดวิธีการดำเนินการวิจัยโดยจะนำเสนอเกี่ยวกับวิธีที่ใช้ศึกษา ลักษณะประชากร การเลือกกลุ่มตัวอย่าง วิธีการรวบรวมข้อมูลคำอธิบายเกี่ยวกับตัวแปร และการวิเคราะห์ข้อมูล เพื่อแสดงให้เห็นถึงวิธีการดำเนินการวิจัยซึ่งในการวิจัยครั้งนี้ เป็นการวิจัยเรื่องความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 ซึ่งผู้วิจัยได้ดำเนินการตามขั้นตอนดังหัวข้อต่อไปนี้

1. วิธีการวิจัย
2. กลุ่มตัวอย่าง
3. การเก็บรวบรวมข้อมูล
4. การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้
5. การนำเสนอข้อมูล

#### วิธีการวิจัย

การวิจัยความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยดำเนินการในรูปแบบของการวิจัยเชิงปริมาณ ใช้วิธีการวิจัยเชิงประจักษ์โดยมีแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data) ที่ได้จากการศึกษาข้อมูล แนวคิดและการวิเคราะห์ทางการเงิน ทฤษฎี เอกสาร งานวิจัยต่าง ๆ ที่เกี่ยวข้อง บทความทางวิชาการ วารสาร และรายงานผลการดำเนินงานของบริษัททางการเงินประจำปีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในส่วนของ การวิเคราะห์ข้อมูลจะแบ่งเป็น 2 ส่วนใหญ่ คือส่วนแรกจากการวิเคราะห์ข้อมูล โดยสถิติเชิงพรรณนา เพื่อนำผลจากการวิจัยเบื้องต้นทำให้เกิดความเข้าใจในภาพรวมของข้อมูลเกี่ยวกับปัจจัยที่จะศึกษา ส่วนที่สอง จะวิเคราะห์ข้อมูลโดยวิธีสถิติเชิงอนุมาน เพื่อทำการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ว่ามีความสัมพันธ์และอิทธิพลเป็นไปตามทฤษฎีที่ทบทวนวรรณกรรมอย่างไร

## กลุ่มตัวอย่าง

ประชากร คือ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยโดยข้อมูลจะเก็บจาก SETSMART (SET Market analysis and reporting tool) ซึ่งเป็นบริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์บนอินเทอร์เน็ต พัฒนาโดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่แสดงราคาซื้อขายหลักทรัพย์และอนุพันธ์ย้อนหลัง คำนวณย้อนหลัง ข้อมูลทางสถิติที่สำคัญ พร้อมทั้งข้อมูลสารสนเทศของบริษัทจดทะเบียนไว้ในบริการเดียว โดยผู้วิจัยจะทำการศึกษาข้อมูลย้อนหลังตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554-2557 เป็นระยะเวลาทั้งสิ้น 4 ปี ทั้งนี้บริษัทที่ทำการศึกษาคือบริษัทที่นำส่งงบตั้งแต่ พ.ศ. 2554-2557 และมีข้อมูลสำหรับตัวแปรที่ศึกษาคือบริษัทในกลุ่มตัวอย่าง ได้แก่ บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยผู้วิจัยใช้วิธีเลือกกลุ่มตัวอย่างโดยระบุตัวอย่าง ซึ่งแบ่งเป็นบริษัทในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 7 กลุ่ม จำแนกตามอุตสาหกรรม ทั้งนี้ยกเว้นกิจการในตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment-MAI) กลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน อันได้แก่ ธุรกิจธนาคาร เงินทุน และหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต และกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงาน เนื่องจากอุตสาหกรรมการเงินมีข้อบังคับและหลักเกณฑ์อื่น ๆ ที่ต้องปฏิบัติตามหน่วยงานกำกับดูแลอื่นกำหนด เช่น ธนาคารแห่งประเทศไทย รวมถึงธุรกิจดังกล่าวมีสินทรัพย์และหนี้สินระยะยาวที่แตกต่างจากธุรกิจอื่น ๆ รูปแบบกระแสเงินสด และลักษณะของการดำเนินธุรกิจ ซึ่งมีผลกระทบต่ออัตราส่วนทางการเงิน และตัวเลขที่ใช้ในการวิเคราะห์ ส่วนบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูกิจการ ต้องปฏิบัติตามหน่วยงานเฉพาะที่เกี่ยวข้อง และมีหลักเกณฑ์อื่น ๆ ในการกำกับดูแล เนื่องจากมีผลประกอบการขาดทุนต่อเนื่อง ถูกสั่งห้ามซื้อขายหลักทรัพย์ ที่นอกเหนือจากกฎเกณฑ์ทั่วไปของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยกำหนด ผู้วิจัยจึงเห็นว่า ไม่ควรรวบรวมข้อมูลของกลุ่มอุตสาหกรรมที่กล่าวมาข้างต้น มาประกอบการทำวิจัยด้วย เพราะจะทำให้เกิดการเบี่ยงเบนในข้อมูลได้

ตารางที่ 3-1 จำนวนบริษัทที่ใช้เป็นกลุ่มตัวอย่างตัวอย่างในการวิจัยครั้งนี้

ลำดับ	หมวดอุตสาหกรรม	ประเภทอุตสาหกรรม	จำนวนบริษัท (แยกตามปี)			
			2554	2555	2556	2557
1	AGRO	เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	40	40	40	48
2	CONSUMP	สินค้าอุปโภคบริโภค	39	39	39	41
3	INDUS	สินค้าอุตสาหกรรม	79	77	77	79
4	PROBCON	อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	81	82	87	89
5	RESOURCE	ทรัพยากร	27	28	30	32
6	SERVICE	บริการ	83	88	94	93
7	TECH	เทคโนโลยี	38	36	37	37
	รวม		387	390	404	419

จากตารางที่ 3-1 การคัดเลือกกลุ่มตัวอย่างซึ่งจะต้องเป็นบริษัทที่มีงบการเงินและข้อมูลที่เปิดเผยในหมายเหตุประกอบงบที่เพียงพอในการคำนวณหาค่าตัวแปรตามที่ได้กำหนดไว้ โดยในการเก็บข้อมูลเบื้องต้น (Initial sample) มีจำนวนบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างทั้งหมดจำนวน 1,600 ตัวอย่างและหลังจากที่ได้ทำการคัดกรองข้อมูลของแต่ละบริษัทแล้ว ปรากฏว่าเหลือข้อมูลที่ใช้ในการวิเคราะห์จำนวนทั้งสิ้น 1,190 ตัวอย่าง โดยการเก็บรวบรวมข้อมูลจะใช้งบการเงินประจำปีของบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างที่มีรอบระยะเวลาบัญชีตั้งแต่ไตรมาสที่ 1 ถึงไตรมาสที่ 4 ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 ทั้งนี้เนื่องจากงบการเงินประจำปีได้ผ่านการตรวจสอบและรับรองจากผู้สอบบัญชี ข้อมูลที่ได้จึงมีความน่าเชื่อถือ ช่วยขจัดปัญหาการตกแต่งตัวเลขทางบัญชีได้ อีกทั้งเป็นข้อมูลที่เปิดเผย สามารถคัดลอก หรือดาวน์โหลดได้จากเว็บไซต์ ([www.set.or.th](http://www.set.or.th) และ [www.settrade.com](http://www.settrade.com)) ซึ่งประกอบด้วย งบดุลงบกำไรขาดทุน งบกระแสเงินสด งบแสดงการเปลี่ยนแปลงในส่วนของผู้ถือหุ้นและหมายเหตุประกอบงบการเงินนโยบายปันผลและอัตราส่วนทางการเงินรวม 4 ปี ครอบคลุมบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) โดยผู้วิจัยได้วิจัยทุกบริษัทที่ได้กล่าวไว้ในหัวข้อกลุ่มตัวอย่างในการวิจัยที่มีรายงานทางการเงินครบถ้วนตามตัวแปรที่กำหนดไว้ได้แก่

ตัวแปรอิสระ ได้แก่

1. อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA)
2. กระแสเงินสดอิสระ (FCF)
3. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV)

4. ขนาดของบริษัท (SIZE)
5. อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB)
6. อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)

ตัวแปรตาม ได้แก่

1. อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR)
2. อัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD)

ซึ่งทั้งสองตัวแปรเป็นตัวแทนของนโยบายการจ่ายเงินปันผล และเป็นตัวแทน

ของตัวแปรตามในการวิจัยในครั้งนี้

ระยะเวลาที่ทำวิจัยครั้งนี้คือภาคเรียนที่ 2 ในปีการศึกษา 2558 และได้มีการเก็บข้อมูลเกี่ยวกับอัตราส่วนทางการเงินสำหรับตัวแปรที่ใช้ ในช่วงระหว่างเดือน สิงหาคม-ตุลาคม รวมเวลาทั้งสิ้น 3 เดือน

### การเก็บรวบรวมข้อมูล

1. ศึกษาเอกสาร ทฤษฎี ตำราทางการเงิน การวิเคราะห์งบการเงิน การลงทุน และงานวิจัยที่เกี่ยวข้อง แล้วกำหนดเนื้อหา ขอบเขตข้อมูลของงานวิจัยให้ครอบคลุมตัวแปรทุกด้าน อ้างอิงข้อมูลจากฐานข้อมูล SETSMART (SET Market analysis and reporting tool) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และฐานข้อมูลจากเว็บไซต์ [www.set.or.th](http://www.set.or.th) และ [www.settrade.com](http://www.settrade.com) จากรายงานทางการเงินของบริษัท รวมถึงข้อมูลอื่นจากเว็บไซต์ ซึ่งเป็นข้อมูลทฤษฎีที่สำคัญ
2. เก็บรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน รายงานประจำปี ซึ่งประกอบด้วย งบดุล งบกำไรขาดทุน งบกระแสเงินสด งบแสดงการเปลี่ยนแปลงในส่วนผู้ถือหุ้น หมายเหตุประกอบงบการเงิน (นโยบายเงินปันผล) และแบบแสดงรายงานข้อมูลประจำปี (56-1) ของแต่ละบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างย้อนหลัง 4 ปี
3. นำข้อมูลในงบการเงิน มาสร้างเป็นอัตราส่วนทางการเงิน ที่ใช้เป็นเครื่องมือในการวิจัยครั้งนี้ โดยวิธีการประมวลผลด้วยเครื่องคอมพิวเตอร์ โปรแกรม Microsoft Excel ในการคำนวณตามหลักทฤษฎี
4. นำตัวแปรที่ได้ทั้งตัวแปรอิสระ และตัวแปรตามที่เป็นข้อมูลเชิงปริมาณ มาทำการทดสอบความสมบูรณ์ และความถูกต้องต่อเนื้อและครบถ้วนของข้อมูล ก่อนเข้าสู่กระบวนการประมวลผล เพื่อป้องกันการนำข้อมูลของกลุ่มตัวอย่างที่มีค่าเกินปกติ มาทำการทดสอบรวมอยู่ด้วย ซึ่งอาจทำให้ค่าที่ได้จากการวิเคราะห์ความถดถอยดังกล่าวผิดเพี้ยนไป โดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติในการคำนวณค่าสถิติ



5. เก็บข้อมูลกับกลุ่มตัวอย่าง เพื่อทำการวิเคราะห์ข้อมูล และแปรผลต่อไปในรูปแบบการ ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) เพื่อวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรอิสระ กับตัวแปรตาม ว่าเป็นอย่างไร ใช้สัมประสิทธิ์การพยากรณ์เมื่อปรับแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>) ในการตัดสินใจ พิจารณาค่า P-value ของค่าสถิติ t-test ของตัวแปรแต่ละตัว เทียบกับระดับ นัยสำคัญทางสถิติที่กำหนด ในการอธิบายอิทธิพลของตัวแปรอิสระแล้วนำผลที่ได้มาสรุป เพื่อตอบผลการวิจัย

### การวิเคราะห์ข้อมูลและสถิติที่ใช้

ในการศึกษาวิจัยครั้งนี้ ผู้วิจัยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติ (SPSS) เพื่อวิเคราะห์ข้อมูล ที่ได้รวบรวมมา โดยแบ่งการวิเคราะห์ข้อมูลออกเป็น 2 ส่วน ดังนี้

1. การวิเคราะห์เชิงพรรณนา (Descriptive analysis) เป็นการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้น เชิงบรรยายเกี่ยวกับตัวแปรต่าง ๆ ที่ทำการวิจัย มาวิเคราะห์สถิติเชิงพรรณนา (Descriptive statistics) เพื่ออธิบายข้อมูล อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) อัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) อัตราส่วน หนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) ขนาดของบริษัท (SIZE) อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) และอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ตามลำดับ

2. การวิเคราะห์เชิงปริมาณ (Qualitative analysis) เป็นการนำข้อมูลที่รวบรวมที่ผ่าน การตรวจสอบความถูกต้อง ต่อเนื่องและครบถ้วนของข้อมูล มาทำการวิเคราะห์สถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics) เพื่ออธิบายความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูทกิจกับการจ่ายปันผลของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 โดยใช้ วิธีทดสอบสมการความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) สมการเชิงเส้นในรูปแบบการพยากรณ์ ซึ่งเป็นการหาความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรตาม (Y) 1 ตัว คือ การจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ซึ่งเป็น ตัวแปรเชิงปริมาณ ขึ้นอยู่กับตัวแปรอิสระ (X) 1 ตัว ที่เป็นตัวแปรเชิงปริมาณเช่นกัน คืออัตราส่วน กำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) และตัวแปรควบคุม 5 ตัว คือกระแสเงินสดอิสระ (FCF) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) ขนาดของบริษัท (SIZE) อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคา ตามบัญชี (MTB) และอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)

โดยหลังจากนั้นทำการประมาณค่าสัมประสิทธิ์ตามกรอบและตัวแปรในการวิจัยครั้งนี้ เพื่อหาความสัมพันธ์เชิงเส้นเพื่อทดสอบสมมติฐาน ซึ่งในการวิจัยครั้งนี้ผู้วิจัยใช้ระดับนัยสำคัญ ทางสถิติที่ระดับ 0.05 ดังนี้

สมการความถดถอยของกลุ่มตัวอย่าง

$$\text{DIVPAY} = a + b_1\text{RETA} + b_2\text{FCF} + b_3\text{ROA} + b_4\text{SIZE} + b_5\text{AGR} + b_6\text{MTB} + b_7\text{LEV} + \varepsilon$$

โดยที่ DIVPAY หมายถึง การจ่ายเงินปันผลซึ่งเป็นตัวแทนของตัวแปรตาม เป็นตัวแทนของนโยบายการจ่ายเงินปันผล โดยมีสองตัวแปร ดังนี้

DPR หมายถึง อัตราการจ่ายเงินปันผล

YLD หมายถึง อัตราเงินปันผลตอบแทน

และตัวแทนของตัวแปรอิสระ ดังนี้

a หมายถึง ค่าคงที่ของสมการความถดถอย

b หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของตัวแปรอิสระ

RETA หมายถึง อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม

FCF หมายถึง กระแสเงินสดอิสระ

LEV หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม

SIZE หมายถึง ขนาดของบริษัท

MTB หมายถึง อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี

ROA หมายถึง อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม

โดยจะวิเคราะห์ข้อมูลตั้งแต่ปี พ.ศ. 2554-2557 รวมระยะเวลา 4 ปี ซึ่งได้จากการคำนวณโดยใช้สูตร

$$1. \text{ อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR)} = \frac{\text{เงินปันผลจ่ายหุ้นสามัญต่อหุ้น}}{\text{กำไรต่อหุ้น}}$$

$$2. \text{ อัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD)} = \frac{\text{เงินปันผลจ่ายต่อหุ้น}}{\text{ราคาตลาดต่อหุ้น}}$$

$$3. \text{ อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA)} = \frac{\text{กำไรสะสม}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

4. กระแสเงินสดอิสระ (FCF) = กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน-รายจ่ายลงทุน-เงินปันผลจ่าย

$$5. \text{ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV)} = \frac{\text{หนี้สินรวม}}{\text{ส่วนของผู้ถือหุ้น}}$$

$$6. \text{ ขนาดของบริษัท (SIZE)} = \text{สินทรัพย์รวม}$$

$$7. \text{ อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB)} = \frac{\text{จำนวนหุ้น} \times \text{ราคาหุ้น}}{\text{สินทรัพย์รวม} - \text{หนี้สินรวม}}$$

$$8. \text{ อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)} = \frac{\text{กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี}}{\text{สินทรัพย์รวม}}$$

### การนำเสนอข้อมูล

ผู้วิจัยนำข้อมูลทั้งหมดที่ได้จากการรวบรวม มาตรวจสอบความสมบูรณ์และความถูกต้องของข้อมูลที่ต้องมีความต่อเนื่องกันจากนั้นนำไปวิเคราะห์และทำการประมวลผลข้อมูลโดยใช้โปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติและทำการอธิบายผล และสรุปผลการวิเคราะห์ตัวแปรต่าง ๆ ซึ่งผู้วิจัยจะนำเสนอในบทที่ 4 และบทที่ 5 เป็นอันดับต่อไป

## บทที่ 4

### ผลการวิจัย

ในการวิเคราะห์ข้อมูลเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 โดยกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิจัยครั้งนี้มีจำนวนทั้งสิ้น 1,190 บริษัท ผู้วิจัยได้จัดลำดับในการนำเสนอผลการวิเคราะห์ข้อมูล เพื่ออธิบายผลการวิจัยภาพรวมของบริษัทในทุกกลุ่มอุตสาหกรรม โดยมีหัวข้อดังต่อไปนี้

ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนาของตัวแปร (Descriptive analysis)

ส่วนที่ 2 ผลการจัดอันดับบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเปรียบเทียบกับรายอุตสาหกรรม

ส่วนที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation analysis)

ส่วนที่ 4 ผลการทดสอบสมมติฐาน โดยใช้การวิเคราะห์สมการความถดถอยเชิงพหุ

(Multiple regression analysis)

เพื่อให้เกิดความเข้าใจในการแปลความหมายผลจากการวิเคราะห์ข้อมูล ผู้วิจัยจึงกำหนดความหมายของสัญลักษณ์ที่ใช้ในการนำเสนอผลวิเคราะห์ในบทนี้ดังนี้

$\bar{X}$	หมายถึง ค่าเฉลี่ยของกลุ่มตัวอย่าง
Std. Dev	หมายถึง ค่าเบี่ยงเบนมาตรฐานของกลุ่มตัวอย่าง
N	หมายถึง จำนวนกลุ่มตัวอย่างที่ใช้ในการวิเคราะห์
t	หมายถึง ค่าทดสอบที่ใช้ในการแจกแจงแบบ t
F	หมายถึง ค่าสถิติ ในการทดสอบนัยสำคัญของค่าเฉลี่ยมากกว่า 2 กลุ่ม
R	หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์พหุคูณ
R Square	หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์
Adj. R Square	หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์การพยากรณ์ เมื่อปรับแล้ว
a	หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์คงที่ของตัวพยากรณ์
b	หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของตัวพยากรณ์
P-value	หมายถึง ค่าความน่าจะเป็นที่คำนวณได้
**	หมายถึง ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 5% ( $P\text{-value} \leq 0.05$ )
*	หมายถึง ค่านัยสำคัญทางสถิติที่ระดับ 1% ( $P\text{-value} \leq 0.1$ )

ตารางที่ 4-1 สัญลักษณ์ของข้อมูลตัวแปร

สัญลักษณ์	รายละเอียด
DPR	อัตราการจ่ายเงินปันผล
YLD	อัตราเงินปันผลตอบแทน
RETA	อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม
FCF	กระแสเงินสดอิสระ
LEV	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม
SIZE	ขนาดของบริษัท
MTB	อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี
ROA	อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม

### ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนาของตัวแปร (Descriptive analysis)

ตารางที่ 4-2 ค่าสถิติเชิงพรรณนาจากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด (n = 1,190)

ตัวแปร	Min	Max	Mean	SD
<b>ตัวแปรตาม</b>				
DPR	0.000	1.996	0.484	0.403
YLD	0.000	24.040	3.270	2.753
<b>ตัวแปรอิสระ</b>				
RETA	-4.683	2.442	0.227	0.315
<b>ตัวแปรควบคุม</b>				
FCF	-0.432	0.992	0.077	0.114
LEV	0.003	0.955	0.414	0.201
SIZE	11.901	21.312	15.536	1.529
MTB	0.099	17.093	2.126	2.017
ROA	-0.010	0.794	0.077	0.073

จากตารางที่ 4-2 ข้อมูลเกี่ยวกับค่าสถิติพื้นฐานของตัวแปรต่าง ๆ จากกลุ่มตัวอย่างทั้งหมด จำนวน 1,190 ตัวอย่าง พบว่า

อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 1.996 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.484 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 0.403

อัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.00 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 24.040 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 3.270 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 2.753

อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ -4.683 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 2.442 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.227 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 0.315

กระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ -0.43 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 0.992 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.077 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 0.114

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.003 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 0.955 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.414 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 0.201

ขนาดของบริษัท (SIZE) มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 11.901 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 21.312 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 15.536 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 1.529

อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.099 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 17.093 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 2.126 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 2.017

อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ -0.010 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 0.794 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.077 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 0.073

## ส่วนที่ 2 ผลการจัดอันดับบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเปรียบเทียบกับรายอุตสาหกรรม

ตารางที่ 4-3 ค่าสถิติพื้นฐานของข้อมูลอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) รายอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	N	Min	Max	Mean	SD
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	136	0.000	1.953	0.579	0.427
สินค้าอุปโภคบริโภค	120	0.000	1.956	0.537	0.415
สินค้าอุตสาหกรรม	219	0.000	1.920	0.486	0.405
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	254	0.000	1.873	0.353	0.350
ทรัพยากร	91	0.000	1.996	0.462	0.378
บริการ	258	0.000	1.984	0.493	0.397
เทคโนโลยี	112	0.000	1.866	0.608	0.420

จากตารางที่ 4-3 ผลการแสดงผลค่าสถิติพื้นฐานของข้อมูลอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ละอุตสาหกรรมในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 โดยภาพรวม พบว่า

1. กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 136 ตัวอย่าง มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 1.953 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.579 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 0.427
2. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 120 ตัวอย่าง มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 1.956 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.537 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 0.415
3. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 219 ตัวอย่าง มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 1.920 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.486 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 0.405
4. กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROBCON) มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 254 ตัวอย่าง มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 1.873 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.353 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 0.350
5. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURC) มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 91 ตัวอย่าง มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 1.996 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.462 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 0.378

6. กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 258 ตัวอย่าง มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 1.984 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.493 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 0.397

7. กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 112 ตัวอย่าง มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 1.866 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 0.608 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 0.420

ซึ่งสามารถสรุปได้ว่า กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURC) มีอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มากที่สุดอยู่ที่ 1.996 รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) อยู่ที่ 1.984 กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) อยู่ที่ 1.956 กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) อยู่ที่ 1.953 กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) อยู่ที่ 1.920 กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROBCON) อยู่ที่ 1.873 กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) อยู่ที่ 1.866 และตามลำดับ

ตารางที่ 4-4 ค่าสถิติพื้นฐานของข้อมูลอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) รายอุตสาหกรรม

ประเภทอุตสาหกรรม	N	Min	Max	Mean	SD
เกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร	136	0.000	10.560	3.527	2.583
สินค้าอุปโภคบริโภค	120	0.000	18.030	4.091	2.801
สินค้าอุตสาหกรรม	219	0.000	24.030	4.202	3.370
อสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง	254	0.000	12.700	2.487	2.439
ทรัพยากร	91	0.000	7.790	2.895	1.997
บริการ	258	0.000	13.110	2.549	2.286
เทคโนโลยี	112	0.000	15.720	3.997	2.773

จากตารางที่ 4-4 ผลการแสดงค่าสถิติพื้นฐานของข้อมูลอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย แต่ละอุตสาหกรรมในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 โดยภาพรวม พบว่า

1. กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 136 ตัวอย่าง มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 10.560 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 3.527 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 2.583



2. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 120 ตัวอย่าง มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 18.030 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 4.091 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 2.801

3. กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 219 ตัวอย่าง มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 24.030 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 4.202 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 3.370

4. กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROBCON) มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 254 ตัวอย่าง มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 12.700 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 2.487 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 2.439

5. กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURC) มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 91 ตัวอย่าง มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 7.790 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 2.895 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 1.997

6. กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 258 ตัวอย่าง มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 13.110 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 2.549 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 2.286

7. กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) มีจำนวนกลุ่มตัวอย่าง 112 ตัวอย่าง มีค่าต่ำสุด (Minimum) อยู่ที่ 0.000 ค่าสูงสุด (Maximum) อยู่ที่ 15.720 ค่าเฉลี่ย (Mean) อยู่ที่ 3.997 และมีค่าส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน (Std. Deviation) อยู่ที่ 2.773

ซึ่งสามารถสรุปได้ว่า กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) มีอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) มากที่สุดอยู่ 24.030 รองลงมาคือ กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) อยู่ที่ 18.030 กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) อยู่ที่ 15.720 กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROBCON) อยู่ที่ 12.700 กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) อยู่ที่ 13.110 กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) อยู่ที่ 10.560 และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURC) อยู่ที่ 7.790 ตามลำดับ

### ส่วนที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation analysis)

ตารางที่ 4-5 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปร โดยวิธีสหสัมพันธ์เพียร์สัน

(Pearson's correlation matrix) (n = 1,190)

ตัวแปร	DPR	YLD	RETA	FCF	LEV	SIZE	MTB	ROA
DPR	1							
YLD	0.602**	1						
RETA	0.217**	0.304**	1					
FCF	0.210**	0.215**	0.320**	1				
LEV	-0.070*	-	-	-	1			
SIZE	0.047	0.139**	0.323**	0.192**	0.408**	1		
MTB	0.115**	-0.036	0.082**	-0.018	0.211**	0.169**	1	
ROA	-0.024	-	-	0.330**	-	-	0.398**	1
		0.100**	0.084**	0.388**	0.152**	0.083**		
		0.150**	0.088**					

หมายเหตุ \*\* P-value  $\leq$  0.01, \* P-value  $\leq$  0.05

จากตารางที่ 4-5 เมตริกค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันระหว่างตัวแปรตาม (Dependent variable) คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) กับตัวแปรอิสระ (Independent variables) ซึ่งก็คืออัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) 1 ตัวแปรและตัวแปรควบคุมทั้งหมด 5 ตัวแปร คือกระแสเงินสดอิสระ (FCF) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) ขนาดของบริษัท (SIZE) อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) และอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.01 และ 0.05 พบว่า

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.217 หมายความว่า อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) มีความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ (FCF) กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.210 หมายความว่า กระแสเงินสด

อิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตรา  
การจ่ายเงินปันผล (DPR) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) กับอัตรา  
การจ่ายเงินปันผล (DPR) พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.070 หมายความว่า  
อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงลบ แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทาง  
ตรงกันข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัท (SIZE) กับอัตราการจ่ายเงินปันผล  
(DPR) พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.047 หมายความว่า ขนาดของบริษัท (SIZE)  
มีความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผล  
(DPR) แต่ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB)  
กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.115 หมายความว่า  
อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงว่ามีความสัมพันธ์  
ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)  
กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.024 หมายความว่า  
อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงลบ แสดงว่ามีความสัมพันธ์  
ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ซึ่งค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้ไม่มีนัยสำคัญ  
ทางสถิติ

ในขณะที่ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันระหว่างตัวแปรตาม (Dependent variable)  
คืออัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) กับตัวแปรอิสระ (Independent variables) ซึ่งก็คืออัตราส่วน  
กำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) 1 ตัวแปรและตัวแปรควบคุมทั้งหมด 5 ตัวแปร คือ  
กระแสเงินสดอิสระ (FCF) อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) ขนาดของบริษัท  
(SIZE) อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) และอัตราส่วนผลตอบแทนจาก  
สินทรัพย์รวม (ROA) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ที่ระดับ 0.01 และ 0.05 พบว่า

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA)  
กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.304 หมายความว่า  
อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) มีความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงว่ามีความสัมพันธ์  
ในทิศทางเดียวกันกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างกระแสเงินสดอิสระ (FCF) กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.215 หมายความว่า กระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.139 หมายความว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงลบ แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างขนาดของบริษัท (SIZE) กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.036 หมายความว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงลบ แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) แต่ค่าสัมประสิทธิ์ที่ได้ไม่มีนัยสำคัญทางสถิติ

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ -0.100 หมายความว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีความสัมพันธ์เชิงลบ แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

ค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์ระหว่างอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) พบว่า มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เท่ากับ 0.150 หมายความว่า อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวก แสดงว่ามีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01

#### ส่วนที่ 4 ผลการทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์สมการความถดถอยเชิงพหุ

##### (Multiple regression analysis)

จากสมการความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูทกิจกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ซึ่งหมายถึง อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) โดยจะทำการทดสอบความสัมพันธ์โดยใช้การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) ตามสมการที่ปรากฏด้านล่างนี้

$$DIVPAY = a + b_1 RETA + b_2 FCF + b_3 SIZE + b_4 MTB + b_5 LEV + b_6 ROA + \epsilon$$

ซึ่งเป็นตัวแทนของตัวแปรตาม เป็นตัวแทนของนโยบายเงินปันผล โดยมีสองตัวแปร  
ดังนี้

DPR	หมายถึง อัตราการจ่ายเงินปันผล
YLD	หมายถึง อัตราเงินปันผลตอบแทน
	โดยที่ตัวแทนของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุม มีดังนี้
a	หมายถึง ค่าคงที่ของสมการความถดถอย
b	หมายถึง ค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยของตัวแปรอิสระ
RETA	หมายถึง อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม
FCF	หมายถึง กระแสเงินสดอิสระ
SIZE	หมายถึง ขนาดของบริษัท
MTB	หมายถึง อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี
LEV	หมายถึง อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม
ROA	หมายถึง อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม

ตารางที่ 4-6 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) ของอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) (n = 1,190)

Model	Unstandardized coefficients		t-value	Sig.
	B	Std. Error		
(Constant)	0.375***	0.120	3.135	0.002
RETA	0.226***	0.041	5.582	0.000
FCF	0.567***	0.117	4.858	0.000
LEV	-0.092	0.068	-1.351	0.177
SIZE	0.004	0.008	0.484	0.628
MTB	0.030***	0.007	4.524	0.000
ROA	-0.929***	0.179	-5.204	0.000

หมายเหตุ  $R^2 = 0.097$ , Adjusted  $R^2 = 0.093$ , F-value = 21.274, Sig. = 0.000

\*\*\*, \*\*, \* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) ระหว่างตัวแปรตาม (Dependent variable) คือ อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) กับตัวแปรอิสระ (Independent variables) และตัวแปรควบคุมต่าง ๆ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลา

ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 พบว่า ตัวแบบโดยรวมมีค่า P-value หรือ Sig. อยู่ที่ 0.000 ซึ่งมีค่าน้อยกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนด คือ 0.01, 0.05 และ 0.10 โดยค่าสถิติดังกล่าวใช้ทดสอบสมมติฐานที่ว่า มีตัวแปรอิสระอย่างและตัวแปรควบคุมอย่างน้อยหนึ่งตัวที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม จากผลการทดสอบทำให้สรุปได้ว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมอย่างน้อย 1 ตัว จาก 6 ตัว มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม เมื่อพิจารณาว่า  $R^2$  พบว่า ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทั้งหมดที่มีต่อตัวแปรตาม มีค่าเท่ากับ 9.7% และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจ มีค่าเท่ากับ 0.093 โดยพิจารณาจากค่า Adjusted  $R^2$  ซึ่งอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ได้ 9.3% ซึ่งในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ จะใช้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจจากค่า Adjusted  $R^2$  ไม่ใช่ค่า  $R^2$  เพราะเมื่อเพิ่มตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมในสมการความถดถอยจะทำให้  $R^2$  มากขึ้น ทั้งที่ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่เพิ่มขึ้นอาจไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามก็ได้ จึงมีการปรับค่า  $R^2$  ให้ถูกต้องขึ้น คือ ค่า Adjusted  $R^2$

อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ที่ค่า  $t = 5.582$  และ  $P\text{-value} = 0.000$  อธิบายได้ว่า ถ้าอัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) เพิ่มขึ้น 1 หน่วย อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) จะเพิ่มขึ้น 0.226 หน่วย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

กระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ที่ค่า  $t = 4.858$  และ  $P\text{-value} = 0.000$  อธิบายได้ว่า ถ้ากระแสเงินสดอิสระ (FCF) เพิ่มขึ้น 1 หน่วย อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) จะเพิ่มขึ้น 0.567 หน่วยที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ที่ค่า  $t = -1.351$  และ  $P\text{-value} = 0.177$  ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ขนาดของบริษัท (SIZE) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ที่ค่า  $t = 0.484$  และ  $P\text{-value} = 0.628$  ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ที่ค่า  $t = 4.524$  และ  $P\text{-value} = 0.000$  อธิบายได้ว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) เพิ่มขึ้น 1 หน่วย อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) จะเพิ่มขึ้น 0.030 หน่วยที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ที่ค่า  $t = -5.204$  และ  $P\text{-value} = 0.000$  อธิบายได้ว่า ถ้าอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เพิ่มขึ้น 1 หน่วย อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) จะลดลง 0.929 หน่วยที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

จากผลการทดสอบสมมติฐานในการวิเคราะห์สมการความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) สามารถแสดงในรูปของสมการความถดถอยได้ดังนี้

$$\text{Unstandardized DPR} = 0.375*** + 0.226*** (\text{RETA}) + 0.567*** (\text{FCF}) - 0.092 (\text{LEV}) + 0.004 (\text{SIZE}) + 0.030*** (\text{MTB}) - 0.929*** (\text{ROA}) + \epsilon$$

สามารถสรุปได้ว่า อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) กระแสเงินสดอิสระ (FCF) อัตราส่วนอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) และผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) สามารถทำนายการเปลี่ยนแปลงอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ในขณะที่ อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) และ ขนาดของบริษัท (SIZE) ไม่สามารถทำนายการเปลี่ยนแปลงของอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ

ตารางที่ 4-7 การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) ของอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) (n = 1,190)

Model	Unstandardized coefficients		t-value	Sig
	B	Std. Error		
(Constant)	3.068***	0.796	3.852	0.002
RETA	2.107***	0.270	7.804	0.000
FCF	3.623***	0.778	4.660	0.000
LEV	0.568	0.452	1.257	0.209
SIZE	-0.044	0.055	-0.798	0.425
MTB	-0.266***	0.044	-6.004	0.000
ROA	5.771***	1.190	4.850	0.000

หมายเหตุ  $R^2 = 0.143$ , Adjusted  $R^2 = 0.139$ , F-value = 32.876, Sig. = 0.000

\*\*\*, \*\*, \* ระดับนัยสำคัญทางสถิติที่ 1%, 5% และ 10% ตามลำดับ

จากตารางที่ 4-7 ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) ระหว่างตัวแปรตาม (Dependent variable) คือ อัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) กับตัวแปรอิสระ (Independent variables) และตัวแปรควบคุมต่าง ๆ ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 พบว่า ตัวแบบโดยรวมมีค่า P-value หรือ Sig. อยู่ที่ 0.000 ซึ่งมีค่ามากกว่าระดับนัยสำคัญทางสถิติที่กำหนด คือ 0.01, 0.05 และ 0.10

ซึ่งค่าสถิติดังกล่าวใช้ทดสอบสมมติฐานที่ว่า มีตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมอย่างน้อยหนึ่งตัวที่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม

จากผลการทดสอบทำให้สรุปได้ว่ามีตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมอย่างน้อย 1 ตัว จาก 6 ตัว มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตาม เมื่อพิจารณาค่า  $R^2$  พบว่า ความสัมพันธ์ของตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมทั้งหมดที่มีต่อตัวแปรตามมีค่าเท่ากับ 14.3% และค่าสัมประสิทธิ์การตัดสินใจมีค่าเท่ากับ 0.139 โดยพิจารณาจากค่า Adjusted  $R^2$  ซึ่งอธิบายได้ว่าตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมสามารถอธิบายอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ได้ 13.9% ซึ่งในการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุจะใช้สัมประสิทธิ์การตัดสินใจจากค่า Adjusted  $R^2$  ไม่ใช่ค่า  $R^2$  เพราะเมื่อเพิ่มตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมในสมการความถดถอยจะทำให้  $R^2$  มากขึ้น ทั้งที่ตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่เพิ่มขึ้นอาจไม่มีความสัมพันธ์กับตัวแปรตามก็ได้ จึงมีการปรับค่า  $R^2$  ให้ถูกต้องขึ้นคือค่า Adjusted  $R^2$

กระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ที่ค่า  $t = 4.660$  และ  $P\text{-value} = 0.000$  อธิบายได้ว่า ถ้ากระแสเงินสดอิสระ (FCF) เพิ่มขึ้น 1 หน่วย อัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) จะเพิ่มขึ้น 3.623 หน่วย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ที่ค่า  $t = 7.804$  และ  $P\text{-value} = 0.000$  อธิบายได้ว่า ถ้าอัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) เพิ่มขึ้น 1 หน่วย อัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) จะเพิ่มขึ้น 2.107 หน่วยที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ที่ค่า  $t = 4.850$  และ  $P\text{-value} = 0.000$  อธิบายได้ว่า อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) เพิ่มขึ้น 1 หน่วย อัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) จะเพิ่มขึ้น 5.771 หน่วยที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ขนาดของบริษัท (SIZE) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ที่ค่า  $t = -0.798$  และ  $P\text{-value} = 0.425$  ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ที่ค่า  $t = -6.004$  และ  $P\text{-value} = 0.000$  อธิบายได้ว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) เพิ่มขึ้น 1 หน่วย อัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) จะลดลง 0.266 หน่วย ที่ระดับนัยสำคัญ 0.5

อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) ไม่มีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ที่ค่า  $t = 1.257$  และ  $P\text{-value} = 0.209$  ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05



จากผลการทดสอบสมมติฐานในการวิเคราะห์สมการความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) สามารถแสดงในรูปของสมการความถดถอยได้ดังนี้

$$\text{Unstandardized YLD} = 3.068^{***} + 2.107^{***} (\text{RETA}) + 3.623^{***} (\text{FCF}) + 0.568 (\text{LEV}) - 0.044 (\text{SIZE}) - 0.266^{***} (\text{MTB}) + 5.771^{***} (\text{ROA}) + \epsilon$$

สามารถสรุปได้ว่า กระแสเงินสดอิสระ (FCF) อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) และอัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) สามารถทำนายการเปลี่ยนแปลงอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 ที่ระดับนัยสำคัญ 0.05

ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) และขนาดของบริษัท (SIZE) ไม่สามารถทำนายการเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ที่ระดับนัยสำคัญทางสถิติ ตารางที่ 4-8 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR)

สมมติฐานที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบสมมติฐาน
1	อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ของบริษัท	ยอมรับ $H_1$
2	กระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ของบริษัท	ยอมรับ $H_1$
3	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ของบริษัท	ไม่สามารถปฏิเสธ $H_0$
4	ขนาดของบริษัท (Firm size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ของบริษัท	ไม่สามารถปฏิเสธ $H_0$
5	อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ของบริษัท	ไม่สามารถปฏิเสธ $H_0$
6	อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ของบริษัท	ไม่สามารถปฏิเสธ $H_0$

ตารางที่ 4-9 สรุปผลการทดสอบสมมติฐานของกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD)

สมมติฐานที่	สมมติฐาน	ผลการทดสอบสมมติฐาน
1	อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (YLD) ของบริษัท	ยอมรับ $H_1$
2	กระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (YLD) ของบริษัท	ยอมรับ $H_1$
3	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (YLD) ของบริษัท	ไม่สามารถปฏิเสธ $H_0$
4	ขนาดของบริษัท (Firm size) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (YLD) ของบริษัท	ไม่สามารถปฏิเสธ $H_0$
5	อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (YLD) ของบริษัท	ยอมรับ $H_1$
6	อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (YLD) ของบริษัท	ยอมรับ $H_1$

## บทที่ 5

### สรุปผลการวิจัย อภิปรายผล และข้อเสนอแนะ

การวิจัยครั้งนี้ศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูทิจกับการจ่ายเงินปันผลของ บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 โดยมีวัตถุประสงค์ของการวิจัย คือเพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูทิจกับการจ่ายเงินปันผล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในช่วงระยะเวลาระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557

ผู้วิจัยดำเนินการรวบรวมข้อมูลจากงบการเงิน ซึ่งประกอบไปด้วย งบแสดงฐานะการเงิน งบกำไรขาดทุน งบกระแสเงินสด ของแต่ละบริษัทที่เป็นกลุ่มตัวอย่างย้อนหลัง 4 ปี และนำข้อมูล ในงบการเงินที่ได้มาสร้าง อัตราส่วนทางการเงิน เพื่อใช้เป็นเครื่องมือในการวิจัยโดยใช้วิธี ประมวลผลทางคอมพิวเตอร์ จากนั้นทำการตรวจสอบความสมบูรณ์ ความถูกต้อง และ ความครบถ้วนของข้อมูลแต่ละตัวแปร ซึ่งเป็นข้อมูลเชิงปริมาณ ก่อนเข้าสู่กระบวนการประมวลผล ของโปรแกรมสำเร็จรูปทางสถิติในการคำนวณค่าสถิติการวิเคราะห์ข้อมูลเบื้องต้นของตัวแปร และค่าสถิติเชิงอนุมาน (Inferential statistics) ในการทดสอบสมมติฐานการวิจัย โดยใช้วิธีทดสอบ สมการความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression) ในรูปสมการพหุคูณ ผู้วิจัยได้สรุป อภิปรายผล และเสนอแนะดังต่อไปนี้

#### สรุปผลการวิจัย

จากการศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูทิจกับการจ่ายเงินปันผลของบริษัท จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 การวิจัยครั้งนี้ ดำเนินการในรูปแบบการวิจัยเชิงปริมาณ (Quantitative analysis) ใช้วิธีการวิจัย เชิงประจักษ์ (Empirical research) โดยมีแหล่งข้อมูลทุติยภูมิ (Secondary data analysis) ของบริษัท ที่เป็นกลุ่มตัวอย่าง ผู้วิจัยใช้วิธีเลือกกลุ่มตัวอย่างแบบจำเพาะเจาะจง (Purposive sampling) ซึ่งแบ่งเป็นบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) จำแนกตามกลุ่ม อุตสาหกรรมต่าง ๆ ได้ 7 กลุ่ม ซึ่งมีจำนวนทั้งสิ้น จำนวน 1,190 ตัวอย่าง ทั้งนี้ยกเว้นกิจการใน ตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (Market for Alternative Investment – MAI) กลุ่มอุตสาหกรรมการเงิน ได้แก่ ธุรกิจธนาคาร (Banking) เงินทุนและหลักทรัพย์ (Financial and securities) ประกันภัย และประกันชีวิต (Insurance) และกลุ่มบริษัทที่อยู่ระหว่างฟื้นฟูการดำเนินงานอ้างอิงข้อมูลจาก

ฐานข้อมูล SETSMART (SET Market analysis and reporting tool) ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และฐานข้อมูล [www.set.or.th](http://www.set.or.th) จากรายงานทางการเงินของบริษัท รวมถึงข้อมูลอื่นจากเว็บไซต์ ซึ่งเป็นข้อมูลทฤษฎีที่สำคัญ จากการวิเคราะห์ข้อมูลสามารถสรุปผลได้ดังต่อไปนี้

### ส่วนที่ 1 ผลการวิเคราะห์เชิงพรรณนาของตัวแปร (Descriptive analysis)

จากผลการวิเคราะห์ข้อมูลเกี่ยวกับตัวแปรในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) สรุปได้ว่า

1. อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR)	มีค่าเฉลี่ย (Mean) = 0.484
2. อัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD)	มีค่าเฉลี่ย (Mean) = 3.270
3. อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA)	มีค่าเฉลี่ย (Mean) = 0.227
4. กระแสเงินสดอิสระ (FCF)	มีค่าเฉลี่ย (Mean) = 0.077
5. อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) (%)	มีค่าเฉลี่ย (Mean) = 0.414
6. ขนาดของบริษัท (SIZE)	มีค่าเฉลี่ย (Mean) = 15.536
7. อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB)	มีค่าเฉลี่ย (Mean) = 2.126
8. อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA)	มีค่าเฉลี่ย (Mean) = 0.077

### ส่วนที่ 2 สรุปผลการจัดอันดับบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเปรียบเทียบกับรายอุตสาหกรรม

ผลการจัดอันดับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) แยกตามแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 โดยภาพรวมพบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURC) มีอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มากที่สุดอยู่ที่ 1.996 รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) อยู่ที่ 1.984 กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) อยู่ที่ 1.956 กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) อยู่ที่ 1.953 กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) อยู่ที่ 1.920 กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROBCON) อยู่ที่ 1.873 กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) อยู่ที่ 1.866 และตามลำดับ

ผลการจัดอันดับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) แยกตามแต่ละอุตสาหกรรมในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 โดยภาพรวมพบว่า กลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุตสาหกรรม (INDUS) มีอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) มากที่สุดอยู่ที่ 24.030 รองลงมาคือกลุ่มอุตสาหกรรมสินค้าอุปโภคบริโภค (CONSUMP) อยู่ที่ 18.030 กลุ่มอุตสาหกรรมเทคโนโลยี (TECH) อยู่ที่ 15.720 กลุ่มอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์และก่อสร้าง (PROBCON) อยู่ที่ 12.700 กลุ่มอุตสาหกรรมบริการ (SERVICE) อยู่ที่ร้อยละ 13.110 กลุ่มอุตสาหกรรมเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร (AGRO) อยู่ที่ 10.560 ตามลำดับ และกลุ่มอุตสาหกรรมทรัพยากร (RESOURC) อยู่ที่ 7.790

### ส่วนที่ 3 ผลการวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation analysis)

จากการศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation analysis) ระหว่างความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูทกิจอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) โดยวิธีสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's correlation matrix) สรุปได้ว่า

ตัวแปรอิสระ ซึ่งก็คือ อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันเป็นบวกเท่ากับ 0.217 ในขณะที่ตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีทั้งหมด 3 ตัวแปร คือกระแสเงินสดอิสระ (FCF) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีค่าเป็นบวกเท่ากับ 0.210 ขณะที่อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน ซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีค่าเป็นบวกเท่ากับ 0.115 และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีค่าเป็นลบเท่ากับ 0.070

สำหรับตัวแปรอื่น ๆ ที่เหลือคือขนาดของบริษัท (SIZE) และอัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) ไม่มีนัยสำคัญที่ระดับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) จึงอาจกล่าวได้ว่าตัวแปรเหล่านี้ไม่มีความสัมพันธ์หรือมีอิทธิพลต่อระดับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) อย่างมีนัยสำคัญ

และจากการศึกษาวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของตัวแปร (Correlation analysis) ระหว่างความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูทกิจกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) โดยวิธีสหสัมพันธ์เพียร์สัน (Pearson's correlation matrix) สรุปได้ว่า

ตัวแปรอิสระ ซึ่งก็คือ อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันเป็นบวกเท่ากับ 0.304 ในขณะที่ตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) มีทั้งหมด 4 ตัวแปร คือกระแสเงินสดอิสระ (FCF) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) มีค่าเป็นบวกเท่ากับ 0.215 อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สัน ซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) มีค่าเป็นบวกเท่ากับ 0.150 ขณะที่อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) มีค่าเป็นลบเท่ากับ 1.00 และอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีค่าสัมประสิทธิ์สหสัมพันธ์เพียร์สันซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) มีค่าเป็นลบเท่ากับ 0.139

สำหรับตัวแปรอื่น ๆ ที่เหลือคือขนาดของบริษัท (SIZE) ไม่มีนัยสำคัญที่ระดับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) จึงอาจกล่าวได้ว่าตัวแปรนี้ไม่มีความสัมพันธ์หรือมีอิทธิพลต่อระดับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) อย่างมีนัยสำคัญ

#### ส่วนที่ 4 ผลการทดสอบสมมติฐานโดยใช้การวิเคราะห์สมการถดถอยเชิงพหุ

##### (Multiple regression analysis)

สรุปผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูทกิจกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 สรุปได้ว่า

จากข้อมูลในตารางที่ 4-6 สามารถนำมาสร้างเป็นสมการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูทกิจกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ได้ดังนี้

$$DPR = 0.375*** + 0.226*** (RETA) + 0.567*** (FCF) + 0.030*** (MTB) - 0.929*** (ROA) + \epsilon$$

จากการศึกษาการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพัธ์ระหว่างวงจรรูทกิจกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) โดยเลือกใช้การถดถอยเชิงพหุแบบวิธี Enter ซึ่งเป็นการเลือกตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมเข้าสมการความถดถอยเชิงพหุในขั้นตอนเดียว พบว่าตัวแปรอิสระซึ่งก็คืออัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเป็นบวกเท่ากับ 0.226 ในขณะที่ตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีทั้งหมด 3 ตัวแปร คือกระแสเงินสดอิสระ (FCF) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีค่าเป็นบวกเท่ากับ 0.567 ขณะที่อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีค่าเป็นบวกเท่ากับ 0.030 และผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) มีค่าเป็นลบเท่ากับ 0.929

ดังนั้นเมื่อรวมตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่อยู่ในสมการทั้งหมด 4 ตัวแปรจะมีความสามารถร่วมกันในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูทกิจกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ได้ร้อยละ 9.7 หรือร้อยละ 9.3 สำหรับค่าที่ปรับปรุงแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>)

สำหรับตัวแปรอื่น ๆ ที่เหลือคืออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) และขนาดของบริษัท (SIZE) ไม่มีนัยสำคัญที่ระดับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) จึงอาจกล่าวได้ว่าตัวแปรเหล่านี้ไม่มีความสัมพันธ์หรือมีอิทธิพลต่อระดับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) อย่างมีนัยสำคัญ

ดังนั้นตัวแปรอิสระซึ่งก็คืออัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) และตัวแปรควบคุม 3 ตัวแปร คือกระแสเงินสดอิสระ (FCF) อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) และผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อระดับอัตราทางการเงินปันผล (DPR) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 ที่มีข้อมูลที่ใช้สำหรับการศึกษานี้ครบถ้วน โดยตัวแปรอิสระ 1 ตัว และตัวแปรควบคุม 3 ตัวแปรนี้สามารถอธิบายระดับอัตราทางการเงินปันผล (DPR) ได้ร้อยละ 9.7

ในขณะที่ผลการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูทกิจกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 สรุปได้ว่า

จากข้อมูลในตารางที่ 4-7 สามารถนำมาสร้างเป็นสมการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูทกิจอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ได้ดังนี้

$$YLD = 3.068*** + 2.107*** (RETA) + 3.623*** (FCF) - 0.266*** (MTB) + 5.771*** (ROA) + \epsilon$$

จากการศึกษาการวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุของความสัมพัทธ์ระหว่างวงจรรูทกิจกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) โดยเลือกใช้ความถดถอยเชิงพหุแบบวิธี Enter ซึ่งเป็นการเลือกตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมเข้าสมการถดถอยเชิงพหุในขั้นตอนเดียว พบว่าตัวแปรอิสระซึ่งก็คืออัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ถดถอยเป็นบวกเท่ากับ 2.107 ในขณะที่ตัวแปรควบคุมที่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) มีทั้งหมด 3 ตัวแปร คือกระแสเงินสดอิสระ (FCF) โดยมีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) มีค่าเป็นบวกเท่ากับ 3.623 ขณะที่อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) มีค่าเป็นลบเท่ากับ 0.266 และผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีค่าสัมประสิทธิ์ความถดถอยซึ่งมีความสัมพันธ์กับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) มีค่าเป็นบวกเท่ากับ 5.771

ดังนั้น เมื่อรวมตัวแปรอิสระและตัวแปรควบคุมที่อยู่ในสมการทั้งหมด 4 ตัวแปรจะมีความสามารถร่วมกันในการอธิบายความสัมพันธ์ระหว่างวงจรรูทกิจกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ได้ร้อยละ 14.3 หรือร้อยละ 13.9 สำหรับค่าที่ปรับปรุงแล้ว (Adjusted R<sup>2</sup>)

สำหรับตัวแปรอื่น ๆ ที่เหลือคืออัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) และขนาดของบริษัท (SIZE) ไม่มีนัยสำคัญที่ระดับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) จึงอาจกล่าวได้ว่าตัวแปรเหล่านี้ไม่มีความสัมพันธ์หรือมีอิทธิพลต่อระดับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) อย่างมีนัยสำคัญ

ดังนั้นตัวแปรอิสระซึ่งก็คืออัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) 1 ตัว และตัวแปรควบคุม 3 ตัวแปร คือกระแสเงินสดอิสระ (FCF) อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) และผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญต่อระดับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ซึ่งกลุ่มตัวอย่างที่ประกอบด้วยบริษัทจดทะเบียนในช่วงระยะเวลา ระหว่างปี พ.ศ. 2554-2557 ที่มีข้อมูลที่ใช้สำหรับการศึกษานี้ครบถ้วน โดยตัวแปรอิสระ และตัวแปรควบคุม 3 ตัวแปรนี้ สามารถอธิบายระดับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ได้ร้อยละ 14.3

## อภิปรายผล

จากผลการวิจัยมีประเด็นที่น่าสนใจนำมาอภิปรายผล ดังนี้

จากสมมติฐานข้อที่ 1 อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท

ผลการวิจัยพบว่า อัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) ซึ่งเป็นตัววัดอายุของกิจการหรือวงจรชีวิตธุรกิจ มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) และอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) โดยมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติหมายความว่า อายุของกิจการที่มากขึ้น ซึ่งถูกวัดด้วยกำไรสะสมที่มากขึ้น จะทำให้บริษัทมีโอกาสในการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นทั้งนี้อาจเป็นเพราะว่าบริษัทที่มีวงจรธุรกิจอยู่ในช่วงเจริญเติบโตเต็มที่ (Maturity phase) จะมีความสามารถในการทำกำไรได้สูง ทำให้บริษัทมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกินสูง โดยเงินสดส่วนนี้จะถูกนำไปใช้ในการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้ สอดคล้องกับงานของ DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006) กล่าวว่า อายุของกิจการมีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับการจ่ายปันผล ดังที่ Thanatawee, (2011) พบว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) สูง จะมีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลสูง และดังที่ Oonpipat (2009) ว่าบริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) สูง มีโอกาสสูงที่จะจ่ายเงินปันผล ส่วนบริษัทที่มีอัตราส่วนกำไรสะสมต่อสินทรัพย์รวม (RETA) ต่ำ ก็มีโอกาสน้อยที่จะจ่ายเงินปันผล

จากสมมติฐานข้อที่ 2 กระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท

จากผลการวิจัยพบว่า กระแสเงินสดอิสระ (FCF) มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) และอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) โดยมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้อาจเป็นเพราะว่าบริษัทที่มีกำไรสุทธิจากการดำเนินงานหลังหักภาษี



หักเงินลงทุนในสินทรัพย์หมุนเวียนและสินทรัพย์ถาวรแล้ว จะทำให้บริษัทมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกินสูง ซึ่งกระแสเงินสดส่วนเกินส่วนนี้จะเป็นประโยชน์ต่อการตัดสินใจในการจ่ายเงินปันผลให้กับผู้ถือหุ้น สอดคล้องกับ Thanatawee (2011) พบว่า บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรได้สูง จะมีกระแสเงินสดอิสระ (FCF) หรือกระแสเงินสดจากการดำเนินงานส่วนเกินสูง และจะมีแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลสูงเช่นกัน

จากสมมติฐานข้อที่ 3 อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท

จากผลการวิจัย สามารถแบ่งการอภิปรายผลได้ 2 กรณี คือ กรณีที่ 1 พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางเดียวกันกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) โดยมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ สอดคล้องกับงานของ Thanatawee (2011) พบว่า บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรได้สูงมีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลสูงเช่นกัน กรณีที่ 2 พบว่า อัตราส่วนผลตอบแทนจากสินทรัพย์รวม (ROA) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงกันข้ามกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) โดยมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่าบริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรได้สูง อาจจะมีการจ่ายเงินปันผลต่ำ เนื่องจากกำไรที่ได้มานั้นต้องเอาไปลงทุนซ้ำ เช่น บริษัท ปตท จำกัด (มหาชน) ที่มีความสามารถในการทำกำไรได้สูง แต่มีการลงทุนสูงเช่นกัน ส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผลต่ำ ในขณะที่ Thanatawee (2011) พบว่า บริษัทที่มีความสามารถในการทำกำไรได้สูง มีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลสูง

จากสมมติฐานข้อที่ 4 ขนาดของบริษัท (SIZE) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท

จากผลการวิจัยพบว่า ขนาดของบริษัท (SIZE) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) และอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) แสดงว่าทั้งอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) และอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ของบริษัท ไม่ได้ขึ้นอยู่กับขนาดของบริษัท ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่าบริษัทที่มีขนาดบริษัทซึ่งวัดจากยอดสินทรัพย์รวมเติบโตสูง อาจจะมีการลงทุนสูงตามไปด้วย ส่งผลให้มีการจ่ายเงินปันผลต่ำ ในขณะที่ Thanatawee (2011) พบว่า บริษัทที่มีขนาดใหญ่ มีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลที่สูง

จากสมมติฐานข้อที่ 5 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท

จากผลการวิจัยพบว่า อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) ไม่มีความสัมพันธ์อย่างมีนัยสำคัญกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) และอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) แสดงว่า

ทั้งอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) และอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ของบริษัทไม่ได้ขึ้นอยู่กับหนี้สินของบริษัท ในขณะที่ DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006) กล่าวว่า บริษัทที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม (LEV) สูง จะมีแนวโน้มการจ่ายเงินปันผลต่ำ

จากสมมติฐานข้อที่ 6 อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีความสัมพันธ์เชิงลบกับการจ่ายเงินปันผล (DIVPAY) ของบริษัท

จากผลการวิจัย สามารถแบ่งการอภิปรายผลได้ 2 กรณี คือ กรณีที่ 1 พบว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) โดยมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าอัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR) ของบริษัท ขึ้นอยู่กับแนวโน้มผลการดำเนินงานที่เติบโตสูงขึ้นของบริษัท ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่าบริษัทที่มีแนวโน้มผลการดำเนินงานที่เติบโตสูงขึ้น มีความสามารถทำกำไรได้สูง ทำให้สามารถที่จะจ่ายเงินปันผลได้สูงขึ้นตาม ในขณะที่ Fama and French (2001) กล่าวว่า บริษัทที่ดำเนินการมานาน แต่มีการเจริญเติบโตต่ำ และสร้างผลกำไรได้สูง มีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลสูง ในขณะที่บริษัทตั้งใหม่ที่ยังมีกำไรน้อย และกำลังเติบโตสูงมีแนวโน้มที่จะรักษาผลกำไรไว้ และไม่มีการจ่ายเงินปันผล กรณีที่ 2 พบว่า อัตราส่วนราคาตลาดต่อราคาตามบัญชี (MTB) มีความสัมพันธ์ในทิศทางตรงข้ามกับอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) โดยมีความสัมพันธ์กันอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติ แสดงว่าอัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD) ของบริษัทไม่ได้ขึ้นอยู่กับแนวโน้มผลการดำเนินงานที่เติบโตสูงขึ้นของบริษัท ทั้งนี้อาจเป็นไปได้ว่าบริษัทที่มีการลงทุนสูง มีแนวโน้มในการจ่ายเงินปันผลต่ำ สอดคล้องกับ Fama and French (2001) กล่าวว่า บริษัทที่ดำเนินการมานาน แต่มีการเจริญเติบโตต่ำ สร้างผลกำไรได้สูง มีแนวโน้มที่จะจ่ายเงินปันผล ในขณะที่บริษัทตั้งใหม่ที่ยังมีกำไรน้อย และกำลังเติบโตสูงจะมีแนวโน้มที่จะรักษาผลกำไรไว้ และไม่จ่ายเงินปันผล

### ข้อเสนอแนะ

งานวิจัยที่ศึกษาทำให้ทราบถึงผลการวิเคราะห์บางตัวแปรมีความสัมพันธ์และอิทธิพลเป็นไปตามทฤษฎีที่ทบทวนวรรณกรรม และบางตัวแปรไม่เป็นไปตามที่ทฤษฎีที่ได้กล่าวไว้ เนื่องด้วยช่วงเวลาที่แตกต่างกันในการเก็บข้อมูล อีกทั้งช่วงเวลาที่เก็บข้อมูลเป็นระยะเวลาช่วงหนึ่งที่เกิดเหตุการณ์ และสถานการณ์ภายในประเทศ ซึ่งกระทบกับผลการดำเนินงานของบริษัท แต่ทั้งนี้งานวิจัยที่เกิดขึ้นสามารถอธิบายผลการดำเนินงานของบริษัทได้อย่างตามความเป็นจริง

อย่างไรก็ตามงานวิจัยครั้งนี้มีข้อจำกัด คือเป็นการวิเคราะห์เฉพาะข้อมูลเชิงปริมาณ โดยไม่ได้คำนึงถึงข้อมูลหรือปัจจัยเชิงคุณภาพอื่นที่มีผลต่อความสัมพันธ์ระหว่างวงจรธุรกิจกับ

การจ่ายปันผลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเช่น นโยบายการบัญชีของในแต่ละบริษัท สภาพแวดล้อมทางสังคมและเศรษฐกิจ การเมือง โครงสร้างองค์กร และโครงสร้างผู้ถือหุ้น เป็นต้นทั้งนี้มีข้อเสนอแนะเพิ่มเติมต่องานวิจัยในครั้งต่อไปดังนี้

1. งานวิจัยควรเพิ่มหรือปรับเปลี่ยนตัวแปรที่ส่งผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล โดยการเพิ่มตัวแปรที่มีผลเกี่ยวข้องกับทางการเงินหรือเพิ่มตัวแปรเชิงคุณภาพเข้ามามีส่วนร่วมในการศึกษา เช่น ตัวแปรความสามารถด้านกลยุทธ์และนโยบายของบริษัท ความสามารถทางนวัตกรรมของธุรกิจ เป็นต้น เพื่อความสมบูรณ์ของงานวิจัย อีกทั้งสามารถอธิบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัทได้
2. ควรเก็บข้อมูลเป็นรายไตรมาสหรือรายเดือน ซึ่งจะสามารถทำให้ผลการวิจัยสามารถอธิบายบริษัทที่เป็นไปตามสถานะเศรษฐกิจ และผลการดำเนินงานอย่างแท้จริง
3. นักลงทุนและบุคคลทั่วไปสามารถนำผลการวิจัยไปใช้ในการวิเคราะห์พื้นฐานและนโยบายเงินปันผลของบริษัทเพื่อประกอบการตัดสินใจเลือกลงทุน
4. ผู้บริหารสามารถนำผลการวิจัยไปใช้ในการปรับเปลี่ยนกลยุทธ์การบริหารองค์กรให้มีประสิทธิภาพ นำไปสู่การเจริญเติบโต และสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นระยะยาว

## บรรณานุกรม

- เฉลิมขวัญ ทรัพย์บุญยงค์. (2551). *วิเคราะห์เจาะลึก อัตราส่วนทางการเงิน*. กรุงเทพฯ: ซีเอ็ดดูเคชั่น.
- ณัฐวุฒิ ยอดจันทร์ และณัฐพร แสงกรชัยพัฒน์. (2547). *รวบด้วยงบการเงิน*. กรุงเทพฯ: ซีเอ็ดดูเคชั่น.
- ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย. (2558). *บริการระบบข้อมูลตลาดหลักทรัพย์และตลาดอนุพันธ์บนอินเทอร์เน็ต*. เข้าถึงได้จาก <http://www.setsmart.com>
- ประดิษฐ์ จุมพลเสถียร. (2544). *การสื่อสารการตลาดเชิงกลยุทธ์*. กรุงเทพฯ: ซีเอ็ดดูเคชั่น.
- ประดิษฐ์ จุมพลเสถียร. (2547). *การสร้างแบรนด์และการสื่อสารการตลาด*. กรุงเทพฯ: แพค อินเทอร์เน็ตกรุ๊ป.
- เริงรัก จำปาเงิน. (2543). *การจัดการการเงิน*. กรุงเทพฯ: บุ๊คเน็ค.
- วรรณนิภา หล่อเพ็ญศรี. (2547). *การศึกษาตัวชี้ภาวะความสัมพันธ์ทางการเงินของธุรกิจโดยใช้ข้อมูลงบกระแสเงินสด: กรณีศึกษา บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย*. กรุงเทพฯ: คณะบริหารธุรกิจ: มหาวิทยาลัยเกริก.
- วรศักดิ์ ทุมมานนท์. (2548). *มูลค่าเพิ่มเชิงเศรษฐกิจ มิติใหม่ของการสร้างมูลค่ากิจการและการสร้างระบบผลตอบแทนพนักงาน*. กรุงเทพฯ: ชรรมนิติ.
- สุพาดา สิริกุดตา. (2546). *การบัญชีเพื่อการจัดการ*. กรุงเทพฯ: ชรรมนิติ.
- Bodie, Zvi, Kane, A., & Marcus, A. J. (2005). *Investments* (6<sup>th</sup> ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Brigham, E., & Houston, J. (2001). *Fundamentals of financial management*. Lakewood: Harcourt College Publishers.
- Bruwer, W. S., & Hamman, H. (2008). *Cash-flow tells a story*. Retrieved from [http://www.usb.ac.za/Media/thoughtleadership/leaderslab/Cash-flow\\_tells\\_a\\_story.pdf](http://www.usb.ac.za/Media/thoughtleadership/leaderslab/Cash-flow_tells_a_story.pdf)
- Bulan, L, Subramanian, N., & Tanlu, L. (2007). On the timing of dividend initiations. *Financial Management*, 36(4), 31-65.
- Chen, X., Yang, W., & Huang, D. (2010). Corporate life cycle and the accrual model: An empirical study based on Chinese listed companies. *Journal of Business Research*, 4(3), 580-607.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. (2006). Dividend policy and the earned/ contributed Capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.

- Fama, E. F., & French, K. F. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2005). *Migration*. Retrieved from <http://www.bengrahaminvesting.ca/Research/Papers/French/Working%20Papers/Migration.pdf>
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, 18(2), 264-272.
- Graham, J. R., & Kumar, A. (2005). Dividend preferences of retail investors. *Journal of Finance*, 61, 1305-1336.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory managerial behaviors, Agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-306.
- John, K., & Williams, K. (1985). Dividends, dilution, and taxes: A signaling equilibrium *The Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070.
- Lintner, J. (1962). The distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46, 97-113.
- Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1979). The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 7,163-195.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34 (4), 411-433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Oonpipat, O. (2009). *Dividend policy and earned/contributed capital mix: The empirical study of Thailand*. Master's thesis, Finance, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University.
- Romon, F. (2000). *Contribution of dividend policy stability to the measurement of dividend announcement and ex-dividend effects on the French market*. Retrieved from [http://papers.ssrn.com/sol3/paper.cfm?abstract\\_id=234149](http://papers.ssrn.com/sol3/paper.cfm?abstract_id=234149)
- Thanatawee, Y. (2011). Life-cycle theory and free cash flow hypothesis: Evidence from dividend policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*, 2(2), 52-57.
- Yu, Y., & Jiang, S. (2010). Corporate life cycle and share repurchases: Evidence from the Taiwan stock market. *Journal of Business Management*, 4(14), 3139-3149.

ภาคผนวก

ภาคผนวก ก  
ข้อมูลตัวแปรต่าง ๆ

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
0.000	0.000	0.665	15.578	0.723	0.147	0.039	-0.045
4.100	1.943	0.689	15.760	0.610	0.119	0.004	-0.070
9.010	0.629	0.168	14.327	1.423	0.704	0.169	0.123
8.870	1.193	0.234	14.389	2.108	0.638	0.120	-0.005
2.770	0.304	0.100	14.176	1.490	0.587	0.122	0.161
6.760	0.784	0.088	14.190	1.189	0.604	0.093	0.124
8.200	1.953	0.086	14.143	1.137	0.590	0.044	0.022
2.780	0.212	0.475	14.929	0.789	0.197	0.054	-0.022
1.350	1.856	0.495	14.963	0.783	0.084	0.003	0.079
1.230	0.337	0.442	14.903	0.827	0.100	0.017	0.181
0.000	0.000	0.004	14.210	1.241	-0.498	-0.006	-0.023
0.000	0.000	0.005	14.253	2.182	-0.437	0.040	-0.017
0.000	0.000	0.004	14.260	1.342	-0.426	0.008	-0.017
0.000	0.000	0.003	14.259	2.487	-0.426	0.000	-0.052
2.910	0.313	0.406	16.125	2.158	0.411	0.120	0.154
0.000	0.000	0.431	16.388	2.152	0.426	0.115	0.234
1.970	0.247	0.364	16.436	2.556	0.498	0.130	0.183
6.400	0.508	0.124	14.777	1.064	0.359	0.117	0.134
5.640	0.598	0.124	14.728	1.322	0.260	0.109	0.103
6.520	0.705	0.117	14.885	0.967	0.249	0.080	0.145
7.640	1.163	0.117	14.876	1.042	0.242	0.061	0.085
5.260	1.636	0.236	15.531	1.074	0.121	0.015	-0.003
5.470	1.143	0.207	15.663	0.981	0.100	0.035	0.027
3.540	0.918	0.248	15.945	1.138	0.078	0.035	-0.039
3.660	0.868	0.224	15.958	1.116	0.082	0.039	0.025
7.100	1.225	0.012	17.515	0.564	0.187	0.032	0.064
2.860	0.464	0.484	17.418	1.183	0.227	0.038	0.158
3.850	0.353	0.547	17.607	0.829	0.216	0.041	-0.008
5.080	0.802	0.455	17.448	0.796	0.259	0.027	0.245
10.560	0.763	0.520	14.277	1.800	0.324	0.110	0.077
6.080	0.643	0.285	14.422	1.334	0.312	0.090	0.125
9.580	1.711	0.239	14.382	0.852	0.320	0.025	0.137
4.900	0.628	0.120	14.009	2.169	0.348	0.320	0.353
9.730	1.092	0.112	13.971	3.527	0.336	0.279	0.330
9.050	0.735	0.266	14.222	2.926	0.304	0.147	0.267
6.030	0.947	0.280	14.260	2.871	0.306	0.121	0.119



<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
5.390	0.513	0.134	14.956	2.896	0.609	0.410	0.415
9.970	0.672	0.106	15.036	2.954	0.657	0.289	0.265
6.600	0.898	0.107	15.087	3.128	0.678	0.205	0.264
5.190	0.812	0.136	15.166	2.988	0.660	0.165	0.266
0.000	0.112	0.400	13.312	1.297	-0.206	0.019	0.033
0.000	0.034	0.590	13.837	2.703	-0.067	0.055	-0.046
0.000	0.145	0.350	13.767	1.258	-0.048	0.018	0.144
0.000	0.019	0.390	13.954	1.752	0.029	0.069	0.006
10.150	0.318	0.297	14.559	1.352	0.130	0.106	0.005
4.540	0.385	0.423	15.004	2.375	0.183	0.162	0.070
0.000	0.000	0.602	15.258	2.326	0.076	0.097	0.056
2.980	0.498	0.584	18.890	3.731	0.269	0.099	0.110
3.400	0.554	0.611	19.554	2.164	0.173	0.061	0.002
3.440	0.969	0.645	19.715	1.912	0.149	0.019	0.026
1.830	0.608	0.607	19.848	1.287	0.146	0.025	0.056
4.830	0.644	0.330	13.570	0.659	0.148	0.033	0.065
0.860	0.173	0.223	13.521	1.594	0.206	0.062	0.066
3.180	1.299	0.267	13.521	0.907	0.209	0.016	0.038
3.620	1.044	0.437	14.560	0.967	0.122	0.019	0.056
0.640	0.168	0.508	14.785	2.012	0.135	0.045	0.055
2.480	0.327	0.540	14.993	1.613	0.146	0.056	-0.022
3.330	0.692	0.547	15.032	1.562	0.133	0.034	0.060
4.290	0.448	0.349	15.277	1.870	0.262	0.168	0.143
6.930	0.735	0.422	15.596	1.507	0.209	0.085	0.082
4.820	0.800	0.469	15.860	1.388	0.169	0.041	-0.061
0.520	0.083	0.556	17.083	1.796	0.162	0.072	0.078
3.540	0.360	0.594	17.204	1.848	0.192	0.079	0.125
4.050	0.489	0.607	17.399	1.446	0.181	0.046	0.049
2.970	0.403	0.630	17.508	1.329	0.188	0.041	0.040
4.550	1.167	0.558	15.551	1.079	0.196	0.030	-0.014
1.980	0.622	0.476	15.461	1.221	0.256	0.054	0.141
4.780	0.850	0.448	15.457	1.202	0.281	0.048	0.213
4.850	0.571	0.397	15.450	1.092	0.329	0.074	0.120
0.000	0.000	0.303	15.551	0.382	-0.180	0.040	0.052
0.000	0.097	0.604	14.809	7.425	0.174	0.239	0.143
5.010	0.751	0.608	14.800	4.006	0.215	0.106	-0.023

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
3.870	0.474	0.660	14.911	3.790	0.246	0.103	0.019
1.340	0.175	0.635	17.526	2.456	0.214	0.070	0.093
0.680	0.146	0.620	17.747	3.735	0.222	0.067	0.079
1.430	0.291	0.552	17.909	3.082	0.233	0.068	0.086
1.080	0.321	0.596	18.123	4.331	0.228	0.059	0.064
4.980	0.742	0.492	15.559	4.147	0.329	0.141	0.229
1.400	0.660	0.570	15.798	9.431	0.289	0.090	0.223
2.540	0.370	0.569	15.883	4.758	0.302	0.058	0.275
1.860	0.554	0.602	16.027	3.612	0.286	0.057	0.151
1.810	0.417	0.268	15.279	5.374	0.471	0.191	0.264
1.640	0.511	0.253	15.378	7.011	0.511	0.179	0.260
2.180	0.462	0.231	15.485	4.797	0.557	0.178	0.258
2.500	0.475	0.222	15.599	4.085	0.588	0.175	0.245
5.950	0.541	0.391	14.394	1.615	0.297	0.161	0.161
3.270	0.380	0.340	14.524	3.565	0.386	0.201	0.122
5.070	0.627	0.319	14.614	3.134	0.428	0.189	0.158
5.560	0.782	0.303	14.650	3.350	0.420	0.186	0.184
3.130	0.423	0.099	14.723	2.246	0.814	0.164	0.020
2.730	0.510	0.095	14.808	3.024	0.825	0.166	0.072
3.730	0.435	0.059	15.001	1.945	0.767	0.146	0.076
3.610	0.480	0.061	15.093	1.955	0.780	0.156	0.077
4.690	0.790	0.112	14.777	3.472	0.515	0.183	0.218
3.700	0.769	0.096	14.815	4.839	0.545	0.210	0.217
5.560	0.957	0.091	14.831	3.427	0.556	0.181	0.172
5.400	1.321	0.089	14.783	3.755	0.540	0.140	0.144
0.000	0.000	0.264	14.975	0.537	0.557	0.052	0.040
1.710	1.620	0.181	14.855	2.123	0.617	0.018	0.029
4.440	0.329	0.308	15.173	1.405	0.545	0.131	-0.072
4.250	0.710	0.371	14.927	4.192	0.301	0.149	0.244
2.320	0.589	0.364	15.053	8.235	0.347	0.205	0.274
4.440	0.901	0.353	15.079	5.779	0.294	0.177	0.232
4.070	0.942	0.360	15.103	5.711	0.300	0.137	0.239
2.170	0.191	0.714	13.978	1.658	0.096	0.043	0.094
1.440	0.750	0.533	14.041	2.882	0.112	0.074	0.113
3.410	0.647	0.532	14.084	2.823	0.145	0.070	0.106
3.160	0.531	0.587	14.291	2.810	0.151	0.069	0.085

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
0.380	0.332	0.325	16.425	5.676	0.288	0.044	0.118
0.000	0.000	0.345	16.407	2.463	0.277	0.022	-0.073
2.400	0.837	0.338	14.930	1.117	0.244	0.092	0.235
4.100	1.084	0.260	14.948	1.634	0.286	0.095	0.244
4.020	1.052	0.300	14.929	1.101	0.284	0.057	0.173
1.950	0.272	0.339	14.716	0.625	0.356	0.030	0.043
1.800	0.238	0.449	14.936	0.758	0.306	0.032	-0.047
2.500	0.200	0.415	14.928	0.742	0.338	0.054	-0.034
2.190	0.409	0.181	16.194	2.637	0.686	0.099	0.090
1.390	0.386	0.165	16.301	3.303	0.689	0.123	0.121
1.860	0.386	0.153	16.419	2.675	0.691	0.120	0.125
2.230	0.412	0.156	16.619	2.171	0.625	0.102	0.108
0.000	0.000	0.581	15.563	0.754	0.268	0.060	-0.025
2.200	0.264	0.568	15.604	1.018	0.285	0.037	0.084
0.000	0.000	0.544	15.633	1.220	0.304	0.019	0.025
0.000	0.126	0.501	15.524	1.121	0.352	0.014	0.090
2.570	0.236	0.675	18.237	2.067	0.184	0.061	0.066
1.810	0.401	0.574	18.367	2.048	0.188	0.050	0.047
2.930	0.643	0.600	18.500	1.900	0.174	0.026	0.036
1.580	0.471	0.589	18.564	2.274	0.188	0.044	0.080
8.430	1.624	0.438	16.147	2.322	0.249	0.070	0.040
3.590	0.510	0.424	16.303	2.814	0.288	0.148	-0.042
9.730	1.143	0.370	16.205	2.176	0.314	0.088	0.207
4.690	0.783	0.275	16.148	2.307	0.370	0.163	0.239
5.230	0.354	0.154	13.984	1.452	0.679	0.181	0.205
4.120	0.297	0.174	14.142	1.412	0.683	0.162	0.136
3.620	0.246	0.158	14.306	1.430	0.720	0.178	0.215
3.680	0.354	0.152	14.405	1.487	0.737	0.131	0.106
0.000	0.000	0.400	12.630	0.624	-0.080	0.012	-0.029
0.000	0.000	0.052	13.905	0.365	-0.082	0.051	0.050
0.000	0.000	0.085	13.886	0.339	-0.083	0.008	0.004
0.000	0.000	0.133	14.039	0.504	-0.038	0.011	-0.096
5.100	0.658	0.427	13.452	0.443	0.008	0.020	-0.046
0.000	0.000	0.463	13.742	0.698	0.032	-0.006	0.035
0.000	0.000	0.411	14.176	0.417	0.040	-0.009	0.054
7.420	0.565	0.166	13.963	0.645	0.435	0.071	0.042

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
8.330	1.236	0.151	13.935	0.662	0.439	0.038	0.171
6.480	0.701	0.220	14.058	0.717	0.417	0.052	-0.021
6.400	0.594	0.303	14.202	0.805	0.383	0.060	-0.022
2.440	0.430	0.176	16.631	0.951	0.520	0.045	-0.007
2.620	0.329	0.167	16.777	0.758	0.484	0.050	-0.021
3.210	0.531	0.142	16.696	0.741	0.587	0.038	0.049
3.040	0.639	0.148	16.733	0.729	0.581	0.029	0.056
3.870	0.452	0.413	15.742	0.624	0.454	0.052	0.124
7.450	1.389	0.466	15.836	0.605	0.407	0.017	0.057
5.180	0.193	0.464	15.955	0.550	0.427	0.079	0.065
3.860	0.280	0.453	15.992	0.696	0.441	0.053	0.119
2.920	0.263	0.504	13.278	1.237	0.103	0.068	0.030
3.010	0.235	0.453	13.407	1.024	0.146	0.072	0.025
4.120	0.305	0.452	13.373	0.773	0.212	0.057	0.070
1.900	0.234	0.411	13.363	0.946	0.249	0.045	0.025
0.000	0.000	0.955	13.553	9.139	-3.459	0.302	-0.277
5.410	0.522	0.137	14.331	0.738	0.470	0.066	0.024
4.720	0.499	0.141	14.452	0.752	0.447	0.061	0.073
5.360	0.685	0.187	14.428	0.717	0.486	0.046	0.004
4.050	0.730	0.181	14.457	0.685	0.487	0.031	0.055
18.030	0.528	0.412	15.279	0.961	0.318	0.106	0.095
7.050	0.540	0.398	15.317	1.270	0.352	0.100	0.120
8.390	1.235	0.417	15.327	1.098	0.353	0.036	-0.042
3.450	0.563	0.408	15.341	0.873	0.371	0.032	0.013
1.170	1.439	0.420	14.575	6.229	0.213	0.029	-0.061
0.120	0.357	0.398	14.589	6.447	0.237	0.043	0.064
0.510	0.341	0.358	14.646	5.287	0.301	0.051	0.071
0.550	0.319	0.321	14.652	5.258	0.333	0.064	0.086
0.000	0.000	0.104	13.317	0.441	0.399	0.034	-0.004
5.100	1.104	0.121	13.334	0.433	0.390	0.018	0.056
5.740	0.950	0.232	16.907	0.541	0.444	0.034	0.033
3.750	0.446	0.244	16.962	0.683	0.455	0.053	0.056
4.170	0.644	0.122	16.882	0.573	0.523	0.044	0.042
5.000	0.749	0.128	16.913	0.621	0.526	0.045	0.040
4.450	0.334	0.131	15.050	0.767	0.572	0.081	0.059
4.400	0.267	0.126	15.174	0.882	0.560	0.074	0.057

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
4.290	0.695	0.152	15.130	1.065	0.611	0.056	0.070
3.390	0.548	0.158	15.183	1.016	0.603	0.053	0.056
3.500	0.747	0.123	14.733	0.492	0.685	0.023	0.076
3.920	0.700	0.136	14.777	0.487	0.666	0.028	0.094
5.390	1.333	0.138	14.752	0.501	0.687	0.019	0.109
4.070	0.619	0.141	14.781	0.589	0.683	0.036	0.076
3.520	0.125	0.075	16.915	0.698	0.907	0.128	0.120
0.730	1.956	0.062	16.890	0.502	0.918	0.012	0.014
4.070	1.554	0.161	16.997	0.287	0.585	0.002	0.057
2.310	1.115	0.577	15.261	0.601	0.134	0.006	0.068
6.040	0.344	0.096	14.179	0.525	0.470	0.046	0.055
3.720	0.088	0.155	14.529	0.643	0.539	0.229	0.135
1.470	0.486	0.037	14.424	1.009	0.623	0.046	0.186
3.330	0.235	0.090	14.109	0.442	0.866	0.057	0.170
1.990	0.109	0.118	14.255	0.659	0.843	0.107	0.147
4.380	0.273	0.108	14.310	0.562	0.855	0.080	0.109
2.630	0.651	0.106	14.313	0.465	0.858	0.014	0.103
9.500	1.346	0.359	13.240	1.248	0.453	0.056	0.070
7.140	0.761	0.253	13.113	1.135	0.534	0.079	0.239
8.470	1.685	0.260	13.107	1.214	0.526	0.045	0.233
5.190	0.835	0.247	13.102	1.098	0.537	0.051	0.112
0.000	0.000	0.240	13.868	0.686	0.133	0.016	0.018
4.260	0.609	0.182	15.606	1.150	0.627	0.066	0.029
4.440	0.604	0.175	15.674	1.071	0.608	0.065	0.037
4.800	1.132	0.170	15.612	1.200	0.660	0.042	0.029
4.570	0.976	0.211	15.685	1.156	0.615	0.043	0.021
10.220	0.000	0.067	13.505	1.024	0.175	0.014	-0.004
0.000	1.461	0.066	13.512	0.950	0.062	0.066	0.015
0.000	0.000	0.058	13.547	1.297	0.123	0.077	0.053
4.200	0.337	0.120	12.623	0.445	0.096	0.049	0.068
3.090	0.098	0.158	12.681	0.598	0.101	0.158	0.045
3.420	0.408	0.110	12.706	0.498	0.166	0.037	0.076
1.770	1.475	0.150	12.751	0.964	0.158	0.010	0.125
0.000	0.000	0.014	14.062	0.656	0.198	0.014	0.041
0.000	0.000	0.034	14.104	0.631	0.210	0.020	-0.035
7.690	0.810	0.440	13.888	1.233	0.146	0.059	0.139

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
9.380	0.656	0.253	13.693	1.628	0.202	0.253	0.122
3.200	1.019	0.181	14.447	2.067	0.158	0.015	0.048
0.050	0.126	0.319	15.649	4.441	0.074	0.012	-0.018
7.920	0.700	0.319	15.481	1.100	0.468	0.126	0.053
5.990	0.189	0.298	15.534	1.483	0.493	0.298	0.102
8.080	0.435	0.255	15.585	1.218	0.556	0.136	0.060
4.420	0.571	0.245	15.681	1.173	0.532	0.117	0.030
8.770	0.867	0.260	14.966	2.030	0.342	0.118	0.151
5.840	0.320	0.285	15.090	2.408	0.309	0.285	0.071
5.550	0.987	0.332	15.259	2.295	0.233	0.099	0.106
0.540	0.956	0.359	15.263	2.712	0.241	0.185	0.076
7.430	0.822	0.505	15.003	0.391	0.233	0.017	0.050
3.460	0.018	0.516	14.961	0.547	0.211	0.516	0.081
5.580	0.000	0.509	14.965	0.530	0.216	0.015	0.089
0.000	0.000	0.634	13.585	1.109	0.222	0.634	0.026
5.100	0.026	0.276	15.116	0.701	0.482	0.126	0.147
6.130	0.093	0.275	15.125	0.685	0.532	0.275	0.072
7.100	0.631	0.495	15.906	0.561	0.148	0.035	0.023
2.700	0.043	0.522	16.048	1.687	0.165	0.522	0.089
6.710	0.648	0.549	16.131	0.974	0.166	0.048	0.070
4.170	0.584	0.550	16.168	1.374	0.179	0.045	0.069
3.020	0.655	0.632	15.276	2.668	0.118	0.047	-0.025
1.820	0.239	0.631	15.541	3.824	0.117	0.114	0.089
2.470	0.490	0.649	15.703	3.960	0.158	0.074	0.100
1.940	0.511	0.659	15.811	3.889	0.135	0.059	0.091
6.360	0.552	0.085	13.617	0.990	0.121	0.102	0.011
5.260	0.261	0.119	13.742	1.130	0.157	0.100	0.027
5.710	0.556	0.142	13.773	1.149	0.172	0.099	0.069
3.590	0.449	0.114	13.831	1.756	0.174	0.121	0.041
3.330	0.360	0.308	13.658	1.825	0.513	0.117	0.085
3.520	0.397	0.340	13.809	1.821	0.505	0.106	0.114
4.910	0.473	0.302	13.860	1.340	0.568	0.097	0.068
4.080	0.503	0.287	13.903	1.511	0.587	0.087	0.139
3.080	0.408	0.424	15.433	1.292	0.254	0.056	0.015
5.430	0.612	0.400	15.602	0.770	0.231	0.041	0.049
4.470	0.586	0.436	15.535	0.852	0.273	0.040	0.071

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
4.320	0.569	0.388	15.553	0.797	0.285	0.038	0.108
1.460	0.284	0.227	14.538	1.014	0.230	0.081	0.053
6.890	0.705	0.177	14.520	1.029	0.268	0.076	0.197
4.950	0.747	0.221	14.606	1.560	0.270	0.092	0.130
0.940	0.143	0.642	16.439	0.924	0.174	0.067	0.077
3.550	0.295	0.565	16.348	0.861	0.225	0.049	0.156
3.550	0.299	0.530	16.307	0.784	0.255	0.030	0.136
0.000	0.000	0.321	14.100	1.796	0.166	0.067	0.077
7.770	0.443	0.400	14.278	1.622	0.155	0.064	0.095
5.140	0.348	0.556	15.216	0.864	0.290	0.057	0.021
2.820	0.195	0.544	15.169	0.805	0.253	0.053	0.004
4.110	0.502	0.608	15.225	0.909	0.276	0.029	0.142
0.000	0.000	0.503	14.027	0.505	0.024	0.022	0.093
1.080	0.191	0.511	14.300	1.912	0.061	0.053	-0.065
0.000	0.000	0.505	14.237	0.985	0.044	0.020	-0.001
6.740	0.616	0.224	13.477	0.902	0.229	0.072	0.106
5.080	0.386	0.165	13.528	1.441	0.309	0.148	0.078
6.430	0.652	0.198	13.600	1.512	0.332	0.120	0.043
5.480	0.697	0.221	13.648	1.267	0.337	0.078	0.083
0.000	0.357	0.233	15.308	0.837	0.730	0.201	0.015
15.000	0.450	0.198	15.315	0.866	0.764	0.073	0.149
4.850	0.624	0.218	15.364	0.829	0.747	0.050	0.065
6.280	0.589	0.232	14.378	0.933	0.323	0.072	0.111
2.390	0.235	0.190	14.452	1.041	0.364	0.083	0.192
2.840	0.164	0.165	14.615	1.000	0.435	0.144	0.164
4.290	0.340	0.178	14.725	1.130	0.467	0.117	0.070
10.080	1.112	0.670	14.579	2.730	0.092	0.069	0.072
1.540	0.231	0.600	14.628	3.632	0.151	0.111	0.138
2.410	0.359	0.517	14.594	2.373	0.193	0.090	0.189
4.380	0.759	0.487	14.577	2.619	0.218	0.090	0.140
1.330	0.000	0.485	15.233	1.449	0.371	0.069	0.052
5.450	0.103	0.357	15.167	1.207	0.492	0.104	0.202
4.240	0.519	0.314	15.163	1.121	0.533	0.082	0.206
4.060	0.708	0.526	15.994	1.707	0.287	0.046	0.098
1.480	0.141	0.522	16.128	2.146	0.283	0.096	0.176
4.000	0.258	0.509	16.110	1.256	0.341	0.097	0.187

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
4.630	0.471	0.468	16.099	1.320	0.388	0.066	0.151
5.810	0.520	0.123	15.147	0.893	0.702	0.088	0.043
3.880	0.265	0.109	15.254	1.186	0.733	0.155	0.116
4.790	0.690	0.098	15.295	1.638	0.749	0.148	0.174
2.830	0.391	0.087	15.349	2.588	0.768	0.096	0.076
4.420	0.578	0.172	16.094	1.394	0.767	0.068	0.223
1.380	0.317	0.145	16.214	1.768	0.701	0.143	0.072
3.250	0.146	0.123	16.292	1.528	0.766	0.132	0.188
2.970	0.434	0.127	16.363	1.387	0.785	0.093	0.196
1.230	0.276	0.607	14.006	1.837	0.097	0.032	0.095
8.180	0.988	0.604	14.008	0.982	0.100	0.032	0.130
6.640	1.650	0.614	14.011	1.029	0.092	0.016	0.034
0.570	0.078	0.614	14.232	1.473	0.034	0.101	0.049
0.760	0.081	0.473	14.173	0.867	0.184	0.107	0.171
4.550	0.674	0.121	14.916	1.044	0.460	0.062	0.039
2.140	0.351	0.200	15.167	1.900	0.470	0.092	0.161
8.890	0.852	0.132	15.105	1.054	0.508	0.097	0.163
3.530	0.663	0.117	15.106	0.868	0.496	0.042	0.092
7.690	1.038	0.215	14.486	1.760	0.414	0.102	0.075
4.000	0.480	0.364	14.766	1.973	0.323	0.105	0.084
5.030	0.768	0.332	14.755	2.416	0.373	0.106	0.184
3.180	1.062	0.356	14.794	2.381	0.360	0.046	0.124
6.670	1.178	0.311	15.596	0.730	0.147	0.028	0.115
4.350	0.374	0.294	15.641	1.044	0.188	0.086	0.066
6.350	0.825	0.284	15.676	0.817	0.199	0.046	0.071
0.000	0.000	0.633	14.976	0.557	0.058	0.011	0.054
1.920	0.217	0.585	14.908	0.757	0.083	0.028	0.104
9.760	1.176	0.774	16.067	1.623	0.079	0.009	0.049
0.000	0.330	0.736	15.999	1.800	0.107	0.024	0.123
0.000	0.000	0.770	16.007	1.292	0.041	0.006	0.070
0.000	0.000	0.862	14.682	0.333	-0.252	0.398	0.133
0.000	0.000	0.758	14.888	0.154	-0.085	0.120	0.140
0.000	0.000	0.656	14.980	0.099	0.071	0.072	0.086
3.290	0.457	0.501	14.512	0.424	0.057	0.017	-0.026
0.000	0.000	0.449	14.509	0.684	0.098	0.041	0.125
0.310	0.039	0.417	14.750	0.680	0.107	0.032	0.040



<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
0.000	0.000	0.453	14.859	0.628	0.120	0.024	0.071
1.630	0.179	0.405	14.570	0.462	0.190	0.025	0.055
0.000	0.000	0.454	14.495	0.834	0.103	0.001	-0.032
7.550	1.920	0.202	14.249	0.560	0.137	0.007	0.152
1.820	0.516	0.194	14.271	0.844	0.187	0.056	0.142
4.580	0.483	0.186	14.592	0.962	0.229	0.099	0.171
4.590	0.717	0.162	14.607	1.533	0.299	0.090	0.035
10.160	1.243	0.651	13.922	2.537	0.118	0.072	0.010
8.370	0.850	0.645	13.934	2.393	0.127	0.069	0.036
8.040	1.058	0.688	14.063	2.245	0.112	0.055	-0.035
8.120	1.218	0.668	13.973	2.027	0.113	0.041	0.086
2.260	0.362	0.597	18.798	2.396	0.200	0.107	0.060
3.960	0.714	0.649	18.954	2.030	0.181	0.027	0.091
1.800	1.226	0.674	19.057	1.564	0.142	0.007	0.055
1.390	1.113	0.614	19.091	1.287	0.137	0.008	0.115
9.820	0.910	0.097	13.275	3.037	0.430	0.296	0.562
9.560	1.773	0.134	13.188	3.423	0.346	0.160	-0.040
4.650	0.622	0.210	13.393	3.488	0.362	0.206	0.145
7.360	0.997	0.184	13.367	3.357	0.371	0.202	0.067
0.000	0.079	0.441	19.737	1.319	0.279	0.006	0.027
1.860	0.310	0.454	19.893	1.326	0.293	0.078	0.126
4.300	0.574	0.433	19.885	1.452	0.331	0.077	0.107
6.630	1.004	0.402	19.819	0.955	0.358	0.037	0.113
4.080	0.372	0.467	16.673	0.791	0.502	0.046	0.089
2.670	0.290	0.393	16.616	0.901	0.567	0.050	-0.006
0.490	0.000	0.310	16.608	0.599	0.597	0.081	0.026
1.710	0.161	0.239	16.537	0.668	0.704	0.067	0.094
11.540	1.057	0.396	16.034	1.643	0.386	0.110	0.157
4.590	0.411	0.362	16.128	1.978	0.438	0.145	0.031
4.630	0.372	0.324	16.268	2.251	0.501	0.194	0.286
7.720	0.667	0.310	16.330	1.953	0.525	0.158	0.134
6.670	0.727	0.358	13.765	1.194	0.269	0.070	0.082
5.080	0.749	0.411	13.893	1.689	0.261	0.097	0.115
10.070	1.818	0.383	13.804	1.385	0.258	0.034	0.077
4.100	0.967	0.347	13.748	1.214	0.274	0.034	0.014
4.750	0.758	0.324	16.845	1.845	0.479	0.091	0.123

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
4.550	0.406	0.283	16.927	1.670	0.531	0.148	0.192
7.500	0.720	0.321	17.029	1.555	0.505	0.105	0.166
6.430	1.494	0.346	17.024	1.515	0.493	0.034	0.013
7.840	0.867	0.199	13.499	1.093	0.207	0.079	0.142
5.640	0.594	0.241	13.589	1.611	0.236	0.116	0.108
9.360	1.243	0.213	13.546	1.623	0.241	0.096	0.150
7.860	1.503	0.215	13.508	1.570	0.218	0.064	0.107
4.190	0.417	0.170	16.792	1.215	0.403	0.101	0.160
5.560	0.704	0.218	16.883	1.270	0.391	0.078	0.138
6.340	0.477	0.130	14.168	1.023	0.586	0.118	0.103
5.250	0.427	0.118	14.238	1.138	0.616	0.122	0.118
4.670	0.451	0.124	14.323	1.313	0.632	0.119	0.130
3.680	0.536	0.115	14.369	1.735	0.652	0.105	0.100
5.700	0.475	0.433	15.609	1.664	0.355	0.146	0.254
4.730	0.210	0.417	15.625	1.661	0.374	0.031	0.048
6.500	0.618	0.396	15.434	1.419	0.468	0.090	0.148
4.600	0.432	0.360	15.482	1.665	0.510	0.113	0.175
4.860	0.445	0.384	15.625	1.653	0.504	0.111	0.151
4.100	0.460	0.391	15.740	2.021	0.508	0.110	0.141
4.000	0.306	0.222	14.641	0.879	0.369	0.092	0.131
1.750	0.186	0.227	14.772	1.474	0.414	0.111	0.167
2.750	0.238	0.219	14.867	1.268	0.456	0.118	0.113
3.400	0.285	0.202	14.950	1.079	0.495	0.105	0.127
0.000	0.000	0.069	13.827	1.604	-0.458	0.340	0.096
0.000	0.000	0.231	12.656	1.224	0.000	0.063	0.000
0.000	0.038	0.150	13.232	1.351	0.089	0.344	-0.087
13.020	0.158	0.299	16.295	1.425	0.543	0.325	0.248
1.230	1.000	0.279	16.266	1.321	0.559	0.117	0.226
1.510	0.365	0.502	16.616	0.904	0.409	0.023	0.059
24.040	1.115	0.388	13.999	1.273	0.131	0.061	0.100
5.030	1.177	0.288	13.322	0.481	0.376	0.021	0.004
2.860	0.446	0.322	13.402	0.410	0.368	0.028	0.075
2.500	0.277	0.298	13.406	0.450	0.392	0.029	0.045
0.000	0.000	0.630	15.192	1.322	-0.217	0.015	0.066
4.680	0.263	0.197	13.650	0.503	0.547	0.072	0.041
3.380	0.220	0.184	13.732	0.788	0.581	0.099	0.072

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
4.350	0.253	0.213	13.877	0.770	0.583	0.104	0.125
3.490	0.300	0.225	13.979	1.131	0.591	0.102	0.100
5.320	0.378	0.085	14.396	0.819	0.510	0.110	0.135
3.480	0.305	0.087	14.551	1.359	0.543	0.149	0.191
5.000	0.831	0.111	14.591	1.398	0.545	0.128	0.141
5.950	0.251	0.117	14.735	1.137	0.555	0.107	0.116
4.750	0.291	0.207	13.741	0.652	0.694	0.084	0.168
3.450	0.259	0.174	13.785	0.823	0.731	0.091	0.056
3.530	0.258	0.150	13.850	0.812	0.760	0.094	0.181
3.160	0.281	0.151	13.928	0.919	0.766	0.088	0.090
0.000	0.000	0.084	13.610	0.774	0.024	0.055	0.036
1.950	0.523	0.129	13.718	0.731	0.047	0.024	0.038
1.300	0.466	0.164	13.777	1.224	0.064	0.028	0.092
3.630	0.296	0.618	15.237	0.585	0.175	0.027	-0.089
3.640	0.234	0.520	15.085	0.618	0.239	0.046	0.288
7.560	0.523	0.444	14.974	0.645	0.301	0.052	0.141
9.230	1.347	0.064	14.524	0.774	0.072	0.050	0.262
0.000	0.331	0.175	14.668	0.568	0.077	0.044	0.115
0.000	0.230	0.218	14.800	0.580	0.264	0.003	-0.066
0.000	0.018	0.238	14.949	0.602	0.231	0.008	0.022
1.120	0.337	0.287	15.264	0.926	0.195	0.029	-0.007
5.240	0.299	0.039	13.752	0.635	0.481	0.086	0.148
5.000	0.216	0.040	13.867	0.950	0.531	0.132	0.230
5.880	0.383	0.021	13.923	0.749	0.571	0.112	0.136
3.850	0.323	0.044	14.036	1.047	0.591	0.119	0.224
7.840	0.875	0.716	14.768	1.387	0.056	0.035	-0.045
5.880	0.592	0.669	14.668	1.313	0.079	0.043	0.146
6.410	0.965	0.671	14.696	1.464	0.082	0.032	0.112
3.390	0.459	0.653	14.732	2.193	0.109	0.056	-0.017
0.000	0.000	0.294	16.508	1.361	0.040	-0.001	-0.011
0.000	0.000	0.296	16.315	1.209	0.037	0.018	-0.070
9.090	0.345	0.390	14.216	0.850	0.130	0.093	0.038
4.090	0.728	0.351	14.236	1.107	0.136	0.064	0.099
6.090	0.521	0.441	14.705	0.940	0.118	0.065	0.074
6.710	0.738	0.368	14.647	0.865	0.160	0.065	0.164
0.000	0.000	0.356	12.628	1.399	-0.685	0.147	0.041

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
9.090	0.840	0.337	15.077	1.881	0.477	0.135	0.076
7.870	0.606	0.331	15.122	1.285	0.477	0.045	-0.062
4.310	0.229	0.174	14.911	0.846	0.700	0.131	0.273
3.740	1.219	0.222	14.793	1.293	0.794	0.031	-0.069
1.690	0.663	0.737	16.317	1.082	0.043	0.009	0.018
0.000	0.005	0.761	16.450	0.997	0.044	0.006	-0.038
5.660	0.454	0.444	15.053	1.095	0.215	0.076	0.096
8.390	0.672	0.506	15.216	1.061	0.204	0.065	-0.023
5.710	0.405	0.350	15.055	1.287	0.310	0.118	0.358
8.620	1.458	0.460	15.202	1.416	0.247	0.045	-0.007
5.320	0.675	0.655	14.710	0.557	0.041	0.015	-0.040
3.920	0.403	0.659	14.756	0.584	0.051	0.019	-0.036
0.000	0.000	0.808	15.323	1.304	0.027	0.004	-0.178
0.000	0.000	0.634	15.090	3.459	-0.243	0.086	-0.137
14.110	1.506	0.454	15.168	0.659	0.038	0.034	0.107
4.850	1.098	0.462	15.176	1.026	0.034	0.024	0.038
6.680	0.561	0.332	14.681	0.955	0.311	0.093	0.062
4.440	0.454	0.233	14.665	1.435	0.386	0.130	0.189
6.810	0.562	0.149	14.626	1.302	0.462	0.117	0.200
5.910	0.709	0.115	14.617	1.182	0.493	0.087	0.135
8.060	0.535	0.568	15.286	1.099	0.283	0.072	-0.009
5.020	0.358	0.550	15.394	1.520	0.315	0.096	0.070
6.960	0.467	0.461	15.330	1.351	0.394	0.109	0.182
8.440	0.748	0.389	15.237	1.139	0.453	0.079	0.177
0.000	0.000	0.710	13.989	1.522	-0.131	0.627	0.024
0.000	0.000	0.456	14.190	3.209	-0.027	0.086	-0.068
0.000	0.000	0.428	14.432	2.723	0.017	0.031	-0.064
0.000	0.000	0.369	14.572	2.641	0.028	0.011	-0.179
2.440	0.257	0.779	15.449	1.449	0.105	0.029	-0.379
0.000	0.000	0.807	15.218	2.543	0.097	0.023	-0.115
6.970	0.673	0.103	13.898	0.584	0.712	0.073	-0.069
3.360	0.714	0.100	13.909	0.837	0.718	0.051	0.061
8.320	0.250	0.080	13.966	0.623	0.748	0.095	0.051
1.680	0.143	0.601	15.458	1.839	0.237	0.087	-0.116
7.160	0.779	0.635	15.604	2.194	0.221	0.074	-0.012
8.080	1.042	0.586	15.473	1.987	0.249	0.064	0.206

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
0.000	0.000	0.443	16.600	0.701	0.051	0.002	-0.016
0.000	0.000	0.433	14.231	0.424	0.162	0.049	0.075
0.000	0.000	0.336	14.182	0.609	0.228	0.058	0.063
0.000	0.000	0.282	14.311	1.031	0.332	0.131	0.074
0.000	0.000	0.075	14.305	1.153	0.530	0.196	0.039
0.000	0.000	0.396	16.167	0.676	0.031	0.022	-0.010
0.000	0.000	0.392	16.020	0.379	-0.047	0.004	0.014
0.000	0.000	0.871	14.603	2.674	-0.145	0.016	0.101
0.000	0.000	0.773	14.708	3.377	-0.042	0.088	0.101
0.000	0.014	0.534	14.678	1.874	0.133	0.166	0.103
1.320	0.246	0.422	14.778	2.192	0.167	0.059	0.070
4.760	0.988	0.379	15.271	9.265	0.399	0.290	0.341
6.700	0.965	0.432	15.376	6.871	0.368	0.264	0.241
6.320	1.031	0.463	15.453	7.203	0.350	0.253	0.289
5.630	0.988	0.460	15.463	8.217	0.356	0.236	0.273
5.000	0.457	0.144	13.641	1.002	0.244	0.100	0.128
3.270	0.342	0.216	13.853	1.879	0.289	0.141	0.065
3.940	0.405	0.265	14.072	2.327	0.336	0.167	0.166
5.710	0.650	0.239	14.155	3.501	0.391	0.234	0.256
6.010	0.788	0.338	14.945	2.885	0.234	0.149	0.102
5.090	0.754	0.392	15.109	3.446	0.235	0.150	0.198
5.000	0.921	0.458	15.260	3.598	0.217	0.106	0.107
7.420	1.195	0.408	15.148	2.381	0.231	0.076	0.181
0.000	0.000	0.178	13.993	0.827	-0.306	0.133	-0.040
0.000	0.000	0.134	15.265	0.741	-0.029	0.061	0.026
0.000	0.000	0.146	15.573	1.180	0.021	0.032	0.046
0.830	0.209	0.189	14.439	1.586	0.220	0.051	0.114
0.540	0.080	0.155	14.614	3.130	0.296	0.179	0.159
3.370	0.547	0.174	14.692	1.915	0.276	0.097	0.140
2.860	0.780	0.138	14.664	1.739	0.278	0.055	0.112
0.000	0.000	0.517	13.835	2.603	-0.155	0.062	0.007
0.000	0.000	0.452	13.937	2.436	-0.125	0.004	0.057
3.990	0.593	0.565	19.742	2.305	0.167	0.073	0.005
2.840	0.584	0.593	19.796	3.277	0.173	0.060	0.007
2.750	0.491	0.575	19.903	2.567	0.170	0.083	0.004
3.460	0.445	0.551	19.959	2.568	0.180	0.072	0.010

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
4.260	0.838	0.359	17.094	3.489	0.123	0.124	0.139
3.100	0.822	0.370	17.148	5.472	0.117	0.130	0.110
3.270	0.671	0.425	17.326	4.757	0.136	0.143	0.155
3.460	0.679	0.411	17.386	4.775	0.169	0.143	0.136
1.380	0.077	0.545	13.867	1.003	0.167	0.081	0.044
0.770	0.054	0.433	14.046	2.173	0.305	0.175	0.240
1.390	0.080	0.321	14.349	2.047	0.451	0.241	0.148
3.030	0.406	0.200	14.383	2.104	0.547	0.188	0.162
0.000	0.000	0.673	13.316	4.089	-1.146	0.065	0.070
0.000	0.000	0.031	13.524	3.352	-0.852	0.083	-0.355
0.000	0.000	0.714	16.558	1.794	0.120	0.047	-0.146
2.860	0.297	0.730	16.742	1.323	0.116	0.034	-0.312
0.000	0.183	0.709	16.825	1.321	0.121	0.041	-0.014
1.530	0.128	0.596	16.533	1.627	0.195	0.079	0.375
0.000	0.000	0.336	14.056	0.766	0.129	0.246	0.162
2.040	0.969	0.319	14.040	1.180	0.132	0.017	0.123
1.310	0.157	0.387	14.442	0.913	0.097	0.047	0.029
0.000	0.000	0.538	15.085	2.990	0.072	0.084	0.136
2.330	0.339	0.496	15.102	2.355	0.121	0.081	0.186
2.680	0.709	0.165	15.108	1.719	0.195	0.054	0.112
2.010	0.368	0.128	15.121	1.573	0.240	0.075	0.214
0.990	0.031	0.144	18.088	0.497	0.189	0.136	0.029
1.060	1.220	0.147	18.153	0.436	0.173	0.003	0.038
0.930	0.333	0.300	18.227	0.378	0.160	0.007	0.022
0.880	0.227	0.424	18.415	0.602	0.140	0.013	0.003
8.270	0.929	0.430	14.680	0.982	0.220	0.050	0.120
1.690	0.095	0.558	15.354	1.789	0.135	0.141	0.050
6.460	0.336	0.565	16.467	0.884	0.071	0.033	0.032
3.360	0.675	0.553	16.456	0.929	0.076	0.021	0.023
0.000	0.039	0.496	16.407	1.759	0.069	0.056	0.032
0.000	0.000	0.535	13.766	1.119	0.015	0.000	0.069
0.000	0.000	0.527	13.734	1.761	0.012	-0.007	-0.019
0.000	0.000	0.577	15.561	1.107	0.199	0.013	-0.010
0.720	0.241	0.637	15.742	1.270	0.177	0.014	-0.069
0.550	0.712	0.760	16.297	1.859	0.102	0.003	-0.146
2.380	0.274	0.628	16.712	1.995	0.265	0.051	0.107

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
2.470	0.614	0.531	16.987	1.544	0.318	0.061	0.133
3.990	0.463	0.541	16.916	1.445	0.319	0.068	0.128
3.180	0.266	0.448	16.913	1.371	0.398	0.100	0.130
3.010	0.272	0.637	17.196	1.313	0.265	0.053	-0.105
2.100	0.218	0.573	17.194	1.934	0.327	0.079	0.085
5.680	0.355	0.593	17.354	0.898	0.321	0.059	-0.078
3.820	0.295	0.554	17.387	1.181	0.355	0.074	0.027
0.000	0.000	0.592	14.508	0.389	-0.671	0.043	-0.057
0.000	0.000	0.148	15.488	0.461	-0.236	0.033	0.015
0.000	0.000	0.186	17.469	0.402	0.234	0.020	0.023
1.630	0.000	0.180	17.483	0.682	0.244	0.016	0.026
1.950	0.152	0.204	17.743	0.786	0.227	0.046	0.015
2.680	0.295	0.134	17.827	0.683	0.236	0.038	0.025
1.190	0.000	0.022	14.031	0.692	0.145	0.010	0.026
0.810	0.326	0.022	14.048	1.005	0.159	0.024	0.056
0.000	0.247	0.029	14.052	1.865	0.136	0.010	0.035
0.860	0.554	0.643	15.122	0.637	0.111	0.033	0.178
1.530	0.288	0.604	15.234	0.718	0.135	0.073	-0.148
1.320	0.371	0.820	17.417	1.892	0.009	0.025	-0.120
2.610	0.751	0.827	17.751	2.499	0.009	0.011	-0.067
2.260	0.122	0.766	18.093	1.521	0.100	0.107	-0.117
1.560	0.305	0.759	18.208	2.197	0.108	0.028	-0.061
12.700	1.459	0.600	15.237	1.143	0.268	0.040	0.080
3.000	0.646	0.598	15.331	2.744	0.278	0.102	-0.002
4.950	0.590	0.611	15.539	2.416	0.188	0.079	0.020
0.660	0.265	0.681	17.975	4.022	0.247	0.032	0.121
0.450	0.130	0.631	18.068	6.877	0.302	0.088	0.140
1.120	0.329	0.525	18.166	4.997	0.328	0.081	0.142
1.210	0.343	0.531	18.305	4.891	0.340	0.082	0.244
4.560	0.294	0.706	15.112	1.409	0.078	0.032	0.114
2.030	0.326	0.606	15.306	1.667	0.082	0.089	-0.091
4.000	0.413	0.467	15.587	1.602	0.133	0.061	0.072
1.170	0.430	0.464	15.647	2.651	0.158	0.058	-0.036
0.000	0.000	0.662	14.768	1.205	0.024	0.008	-0.074
0.000	0.000	0.684	14.881	1.024	0.033	0.012	-0.040
0.000	0.000	0.257	15.592	0.675	-0.067	0.025	0.018

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
0.000	0.000	0.313	15.732	1.119	-0.017	0.041	-0.048
0.000	0.000	0.580	13.366	0.743	-0.055	0.219	0.089
0.000	0.000	0.556	14.979	1.533	-0.027	-0.003	-0.096
0.000	0.000	0.234	14.991	3.965	-0.032	-0.006	-0.027
0.000	0.000	0.561	16.662	1.928	0.032	0.027	0.059
1.230	0.310	0.517	16.695	2.007	0.067	0.048	0.160
0.000	0.000	0.655	16.872	1.630	-0.070	0.014	-0.106
2.430	1.141	0.544	16.812	2.403	0.226	0.027	0.061
1.820	0.331	0.580	17.085	2.655	0.233	0.087	0.035
3.740	0.346	0.562	17.325	1.947	0.276	0.130	-0.010
3.860	0.873	0.554	17.332	2.841	0.309	0.088	-0.064
0.000	0.136	0.837	17.885	1.851	-0.012	0.002	0.036
0.000	0.036	0.810	17.992	1.523	0.002	0.014	0.085
0.000	0.079	0.791	18.116	2.191	0.008	0.007	0.006
0.000	0.000	0.418	14.682	0.644	0.175	0.016	0.086
2.630	1.595	0.455	14.748	0.480	0.163	0.004	-0.101
0.000	0.000	0.474	14.804	0.960	0.165	0.009	-0.004
8.490	0.491	0.233	15.448	0.458	0.508	0.057	0.059
5.880	0.490	0.308	15.585	0.621	0.467	0.046	0.061
4.570	0.473	0.379	15.748	0.757	0.430	0.061	0.057
5.980	0.493	0.386	15.810	0.749	0.434	0.059	0.068
5.530	0.622	0.499	17.924	2.023	0.090	0.092	-0.030
4.100	0.934	0.504	17.981	3.058	0.068	0.088	0.069
5.030	0.614	0.538	18.138	2.575	0.076	0.086	-0.005
4.030	0.498	0.490	18.280	2.245	0.091	0.097	0.015
4.370	0.454	0.257	16.077	2.650	0.539	0.200	0.133
3.630	0.442	0.398	16.448	3.158	0.461	0.159	-0.050
4.900	0.500	0.447	16.673	2.376	0.440	0.134	-0.071
3.820	0.613	0.474	16.800	3.119	0.427	0.102	-0.003
5.670	0.641	0.525	17.114	1.294	0.293	0.024	0.020
4.590	0.459	0.508	17.279	1.309	0.281	0.059	0.052
4.340	0.193	0.579	17.451	1.656	0.324	0.108	0.011
3.940	0.508	0.555	17.451	1.632	0.345	0.042	0.050
0.000	0.000	0.739	15.936	0.544	0.092	0.022	0.005
0.000	0.000	0.774	16.425	0.852	0.094	0.049	0.061
9.540	0.920	0.276	15.728	0.463	0.446	0.035	-0.032



<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
5.230	0.596	0.320	15.811	0.591	0.424	0.035	-0.038
5.950	0.402	0.222	15.730	0.548	0.500	0.063	0.183
7.080	0.578	0.257	15.812	0.667	0.487	0.061	-0.031
2.520	0.185	0.330	15.013	0.636	0.137	0.058	0.102
5.300	0.830	0.394	15.121	0.700	0.128	0.027	-0.085
3.040	0.394	0.484	15.308	0.594	0.120	0.024	-0.118
2.210	0.353	0.545	15.467	0.770	0.116	0.022	-0.074
4.740	0.927	0.334	15.144	0.851	0.188	0.013	0.075
0.000	0.000	0.413	15.286	1.204	0.172	0.051	0.082
3.520	0.398	0.394	15.340	1.244	0.207	0.067	-0.012
8.040	0.594	0.693	16.350	0.660	0.193	0.027	-0.047
4.960	0.422	0.724	16.502	0.680	0.178	0.022	0.014
2.860	0.424	0.754	16.663	1.129	0.163	0.019	-0.081
2.830	0.839	0.784	16.801	1.133	0.143	0.008	-0.112
0.000	0.000	0.461	14.954	0.993	-0.062	0.018	0.085
0.000	0.000	0.507	15.369	0.944	0.011	0.016	-0.273
0.000	0.000	0.569	15.659	0.816	0.000	-0.008	-0.176
0.000	0.000	0.432	15.877	0.904	-0.006	0.007	-0.100
0.000	0.000	0.770	15.641	0.706	-0.025	0.015	0.033
0.000	0.000	0.740	15.843	1.512	0.050	0.071	0.053
0.000	0.000	0.656	16.237	1.108	0.026	0.001	-0.043
7.970	0.532	0.654	16.878	0.441	0.126	0.023	-0.005
3.190	0.809	0.679	17.069	0.713	0.106	0.009	0.015
0.000	0.000	0.712	17.259	0.745	0.107	0.013	-0.014
0.000	0.000	0.135	15.039	1.078	-0.284	0.012	-0.051
2.700	0.192	0.669	14.522	1.115	0.085	0.053	0.016
1.550	0.175	0.731	14.945	2.502	0.102	0.061	0.307
0.490	0.035	0.741	15.269	1.712	0.121	0.061	0.051
3.600	0.404	0.728	15.372	2.654	0.147	0.064	0.037
4.760	0.326	0.257	13.644	0.564	0.239	0.061	0.264
4.170	1.873	0.288	13.673	0.653	0.223	0.010	-0.003
9.170	0.653	0.509	15.765	0.419	0.255	0.029	-0.227
2.500	0.172	0.478	15.789	0.648	0.290	0.049	0.046
7.400	0.636	0.577	16.021	0.429	0.239	0.021	-0.123
1.310	0.328	0.627	16.161	0.480	0.213	0.007	-0.031
0.000	0.000	0.053	14.526	1.279	0.053	-0.001	0.011

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
0.000	0.000	0.041	14.528	2.025	0.066	0.006	0.037
4.310	0.389	0.595	17.553	1.508	0.303	0.068	-0.066
1.890	0.227	0.542	17.596	2.325	0.344	0.089	0.101
2.750	0.191	0.556	17.844	1.623	0.341	0.103	0.005
2.950	0.284	0.513	17.927	2.155	0.363	0.109	0.021
8.050	1.193	0.653	17.452	0.959	0.080	0.022	-0.029
0.400	0.033	0.627	17.543	1.269	0.095	0.057	-0.005
4.550	0.528	0.585	17.545	1.403	0.098	0.079	0.016
4.370	0.441	0.606	17.700	1.755	0.102	0.068	0.009
0.000	0.000	0.896	16.523	4.918	-0.045	0.033	-0.012
0.000	0.000	0.830	16.424	1.736	-0.044	0.055	-0.022
0.000	0.000	0.683	16.231	1.886	0.110	0.109	0.225
1.610	0.000	0.726	17.336	1.551	0.039	0.035	0.008
4.320	1.472	0.694	17.278	1.011	0.009	0.018	-0.012
3.160	0.000	0.651	17.473	0.784	0.016	0.019	0.002
3.310	0.137	0.561	14.241	1.078	0.163	0.114	0.064
1.400	0.242	0.419	14.013	1.124	0.151	0.038	0.222
0.620	0.240	0.400	14.020	1.211	0.132	0.019	0.010
0.610	0.202	0.398	14.962	0.584	0.282	0.014	0.079
1.520	0.228	0.316	15.019	0.683	0.291	0.031	0.006
2.410	0.413	0.341	15.083	0.730	0.289	0.028	0.015
5.620	0.421	0.490	16.729	0.861	0.314	0.059	-0.160
2.260	0.392	0.557	16.940	1.879	0.284	0.049	-0.123
0.950	0.099	0.610	17.111	1.065	0.241	0.040	-0.079
3.470	0.286	0.598	17.182	1.105	0.262	0.054	0.011
0.000	0.000	0.575	14.249	1.918	0.171	0.090	0.111
0.490	0.238	0.478	14.211	1.568	0.221	0.093	0.187
2.170	0.677	0.341	15.083	1.057	0.126	0.028	0.103
8.230	0.373	0.337	14.907	0.780	0.380	0.140	0.209
5.440	0.337	0.478	15.272	1.047	0.286	0.069	0.080
8.090	0.347	0.572	15.546	0.604	0.249	0.048	-0.009
4.790	0.182	0.586	15.719	0.811	0.255	0.065	-0.017
2.370	0.527	0.568	16.159	1.451	0.239	0.068	0.045
0.170	0.010	0.484	16.252	1.397	0.328	0.123	0.018
0.220	0.032	0.464	16.301	1.156	0.341	0.043	0.013
0.200	0.026	0.426	16.338	1.295	0.370	0.056	0.014

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
2.060	0.088	0.686	17.406	0.756	0.091	0.056	-0.082
3.580	0.332	0.678	17.646	1.870	0.115	0.065	-0.059
8.330	0.739	0.716	17.911	1.000	0.103	0.032	-0.160
4.130	0.282	0.661	18.108	0.934	0.118	0.046	-0.082
4.200	0.453	0.457	16.836	2.205	0.408	0.125	0.040
3.670	0.389	0.455	16.979	2.358	0.426	0.116	0.100
4.450	0.399	0.521	17.239	1.704	0.386	0.094	-0.079
2.900	0.291	0.527	17.454	2.301	0.395	0.118	-0.069
1.790	0.289	0.637	16.593	2.499	0.146	0.056	0.160
2.020	0.560	0.687	16.826	5.089	0.141	0.057	0.217
0.190	0.022	0.689	17.035	2.589	0.160	0.069	0.081
2.150	0.502	0.658	17.035	4.157	0.190	0.061	-0.038
12.160	1.204	0.120	15.075	3.413	0.400	0.113	0.055
0.500	0.108	0.404	15.794	5.364	0.330	0.151	0.318
1.590	0.193	0.456	16.201	3.924	0.374	0.176	0.004
1.770	0.191	0.426	16.456	3.526	0.443	0.187	0.102
3.800	0.493	0.477	15.291	0.553	0.235	0.022	0.034
0.000	0.000	0.529	15.511	0.680	0.171	0.015	0.184
1.870	0.282	0.509	15.637	1.412	0.197	0.064	0.138
0.000	0.000	0.588	14.705	1.000	0.049	0.061	0.089
0.220	0.013	0.555	15.114	1.994	0.158	0.143	-0.188
1.370	0.604	0.788	15.855	4.060	0.061	0.019	-0.203
2.460	0.120	0.600	16.798	1.611	0.132	0.066	0.228
6.140	0.645	0.672	17.091	1.659	0.118	0.053	0.192
4.590	1.200	0.633	17.256	1.735	0.095	0.024	0.131
0.910	0.136	0.634	14.602	0.915	0.085	0.022	-0.212
4.670	0.335	0.665	14.682	1.339	0.096	0.063	0.256
1.620	0.167	0.606	14.730	2.516	0.172	0.096	-0.199
1.420	0.268	0.416	14.497	2.066	0.240	0.064	0.023
1.200	0.190	0.476	14.783	2.472	0.247	0.082	0.225
3.140	0.481	0.756	15.748	3.367	0.117	0.058	0.324
1.240	0.396	0.701	15.846	7.325	0.149	0.072	0.046
1.610	0.542	0.616	16.475	3.470	0.103	0.046	-0.035
2.780	0.851	0.717	16.935	2.065	0.081	0.020	-0.308
0.000	0.000	0.458	14.347	4.356	-4.683	0.221	-0.079
0.000	0.000	0.209	15.554	2.408	-1.349	0.052	-0.172

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
0.000	0.000	0.671	15.649	1.463	0.189	0.061	0.071
0.940	0.080	0.794	16.351	1.916	0.137	0.046	0.123
1.000	0.248	0.674	16.668	2.199	0.122	0.029	-0.094
2.170	0.678	0.675	15.743	0.788	0.083	0.009	-0.176
0.210	1.609	0.531	16.872	2.246	0.035	0.010	0.008
0.320	0.240	0.554	16.853	1.417	0.038	0.008	-0.080
0.610	0.242	0.666	17.251	1.520	0.022	0.013	-0.091
0.000	0.000	0.438	12.900	1.743	-0.740	0.084	0.046
0.000	0.000	0.599	12.905	2.951	-0.749	-0.010	0.053
3.730	0.657	0.594	15.117	2.247	0.139	0.052	0.094
3.130	0.674	0.142	15.269	1.960	0.273	0.061	-0.120
0.000	0.000	0.818	14.580	2.691	0.082	0.052	0.099
0.300	0.009	0.389	14.562	1.126	0.089	0.239	0.129
2.000	0.642	0.416	14.636	2.533	0.107	0.046	0.071
4.740	0.590	0.481	15.811	1.522	0.292	0.072	0.069
3.160	0.429	0.420	15.816	2.450	0.341	0.108	0.096
2.840	0.392	0.383	15.905	2.812	0.359	0.130	0.102
3.200	0.660	0.369	15.927	3.058	0.369	0.092	0.089
3.850	0.297	0.606	19.232	1.674	0.040	0.089	-0.011
5.100	0.614	0.601	19.218	1.264	0.061	0.042	-0.014
5.950	1.183	0.641	19.282	0.966	0.066	0.013	-0.010
4.820	1.156	0.652	19.242	0.813	0.052	0.012	-0.011
4.890	0.282	0.515	17.936	0.871	0.273	0.091	0.016
5.200	0.435	0.544	18.076	1.353	0.271	0.060	0.152
4.460	0.444	0.517	18.098	1.102	0.291	0.064	0.066
4.560	0.294	0.706	15.112	1.409	0.078	0.032	0.114
1.420	0.326	0.606	15.306	2.328	0.082	0.089	-0.091
4.000	0.413	0.467	15.587	1.602	0.133	0.061	0.072
1.170	0.430	0.464	15.647	2.651	0.158	0.058	-0.036
0.000	0.000	0.552	15.227	5.028	-0.047	0.096	-0.041
0.000	0.000	0.651	15.992	6.310	0.171	0.145	-0.161
1.210	0.234	0.680	16.421	4.984	0.176	0.082	-0.314
0.700	0.239	0.705	16.703	2.693	0.157	0.058	-0.186
6.130	0.611	0.357	16.194	1.487	0.247	0.093	0.101
3.260	0.671	0.412	16.336	2.932	0.238	0.100	0.113
3.610	0.556	0.412	16.417	2.560	0.259	0.098	0.107

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
3.890	0.536	0.441	16.540	2.110	0.263	0.088	0.104
5.450	0.554	0.198	18.105	0.866	0.518	0.068	0.016
3.480	0.264	0.375	18.510	1.164	0.361	0.100	0.009
4.900	0.457	0.464	18.690	0.919	0.302	0.053	0.008
3.580	0.429	0.538	18.895	1.188	0.251	0.048	0.005
1.850	1.473	0.668	18.117	1.523	0.049	0.013	-0.081
3.360	0.817	0.674	18.605	2.125	0.074	0.029	0.021
2.590	0.539	0.669	18.680	2.640	0.080	0.043	0.025
2.990	0.436	0.622	18.644	2.182	0.095	0.058	0.044
3.090	0.481	0.563	18.606	2.484	0.100	0.076	0.029
0.450	0.335	0.786	15.527	5.576	0.048	0.016	0.024
0.400	0.062	0.692	15.755	4.678	0.139	0.112	0.262
0.340	0.030	0.319	15.337	2.474	0.365	0.193	0.052
0.100	0.046	0.537	15.798	7.465	0.270	0.075	0.043
4.370	0.893	0.426	18.700	1.098	0.204	0.031	0.097
2.450	1.996	0.536	18.907	0.882	0.164	0.005	0.105
4.550	0.972	0.435	15.792	1.982	0.327	0.145	0.241
7.790	0.977	0.407	15.838	1.802	0.361	0.121	0.255
5.750	0.890	0.409	15.960	1.208	0.332	0.067	0.000
6.470	1.221	0.348	16.008	1.042	0.327	0.048	0.098
0.000	0.000	0.335	15.374	0.409	-0.658	0.030	0.030
0.000	0.000	0.269	15.477	0.859	-0.507	0.087	0.032
0.000	0.000	0.273	15.485	0.875	-0.469	0.041	0.020
0.000	0.000	0.212	15.474	1.121	-0.429	0.065	-0.074
3.210	0.390	0.541	21.061	1.411	0.360	0.075	0.127
3.910	0.404	0.551	21.213	1.296	0.353	0.064	0.109
4.550	0.490	0.543	21.312	0.992	0.352	0.053	0.092
4.010	0.875	0.513	21.299	1.067	0.365	0.031	0.132
2.980	0.382	0.553	19.920	2.797	0.438	0.100	0.198
2.750	0.319	0.455	20.215	1.984	0.391	0.095	0.179
3.210	0.429	0.456	20.378	1.718	0.378	0.079	0.162
5.360	1.112	0.461	20.459	1.075	0.344	0.028	0.183
5.110	0.674	0.493	18.379	1.312	0.335	0.050	0.083
3.770	0.422	0.445	18.388	1.612	0.378	0.080	0.099
4.630	0.532	0.375	18.303	1.279	0.444	0.070	0.050
3.860	0.524	0.364	18.382	1.392	0.479	0.065	0.102

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
6.120	0.124	0.619	15.219	0.671	0.118	0.042	0.205
4.860	0.684	0.605	15.533	1.607	0.166	0.045	0.074
2.110	0.529	0.621	15.638	2.893	0.170	0.044	0.129
4.020	0.546	0.602	15.650	1.719	0.191	0.050	0.070
3.170	0.867	0.606	15.667	2.397	0.192	0.035	0.058
3.570	0.421	0.707	16.964	1.950	0.186	0.043	-0.084
3.260	0.513	0.745	17.139	1.851	0.171	0.029	-0.014
2.530	0.203	0.693	17.203	1.598	0.204	0.054	0.076
0.000	0.000	0.473	14.435	0.736	0.022	0.016	-0.060
0.000	0.000	0.487	14.694	1.166	0.088	0.071	-0.028
0.920	0.204	0.309	14.596	1.620	0.144	0.056	0.170
0.370	0.729	0.313	14.608	4.368	0.147	0.015	-0.080
0.200	0.000	0.778	15.464	6.444	-0.002	-0.002	-0.042
0.000	0.000	0.804	16.382	3.918	0.002	0.003	0.010
0.000	0.210	0.844	16.929	4.543	0.024	0.022	0.048
0.000	0.267	0.722	17.057	3.514	0.072	0.065	0.062
4.300	0.439	0.391	14.647	0.920	0.102	0.063	0.120
2.420	0.103	0.623	15.634	1.563	0.187	0.166	0.055
3.730	0.791	0.540	15.579	1.271	0.214	0.030	0.082
3.170	0.289	0.455	15.506	1.406	0.275	0.063	0.055
0.000	0.000	0.291	13.710	4.343	0.110	0.096	-0.203
0.000	0.000	0.105	13.692	2.950	0.122	0.010	0.193
0.000	0.000	0.069	13.746	2.589	0.106	0.030	0.067
3.420	0.385	0.452	18.859	1.403	0.366	0.096	0.113
4.890	0.435	0.468	18.955	1.518	0.375	0.072	0.135
4.800	0.603	0.545	19.156	1.210	0.327	0.050	0.077
5.170	1.427	0.538	17.019	4.064	2.442	0.121	0.992
1.850	0.147	0.401	15.529	1.101	0.120	0.083	0.303
0.000	0.861	0.148	13.770	0.927	-0.105	0.006	0.065
0.000	0.000	0.190	13.859	1.275	-0.066	0.030	0.109
0.000	0.000	0.138	14.252	1.415	0.197	0.188	0.080
2.190	0.890	0.147	15.219	1.482	0.077	0.070	-0.034
1.630	0.303	0.741	18.323	4.089	0.147	0.058	0.093
0.920	0.261	0.661	18.361	5.356	0.188	0.065	0.124
1.200	0.264	0.619	18.392	4.098	0.235	0.072	0.104
1.080	0.292	0.590	18.448	4.639	0.272	0.070	0.113

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
2.050	0.526	0.558	17.310	3.189	0.234	0.066	0.096
1.180	0.557	0.574	17.460	6.022	0.232	0.063	0.096
1.740	0.704	0.602	17.611	4.336	0.219	0.055	0.092
2.030	0.792	0.595	17.626	3.594	0.226	0.037	0.099
0.930	0.383	0.506	13.108	6.010	0.175	0.093	0.040
0.110	0.092	0.334	15.661	4.440	0.017	0.045	0.012
1.030	0.364	0.340	15.811	3.199	0.048	0.060	0.024
2.710	0.561	0.608	17.829	10.716	0.283	0.145	0.228
1.360	0.509	0.624	18.089	15.312	0.231	0.154	0.321
2.140	0.772	0.886	19.481	11.430	0.067	0.037	0.075
2.120	0.803	0.893	19.604	10.890	0.066	0.031	0.081
0.390	0.109	0.468	15.934	3.082	0.081	0.059	0.067
0.080	0.053	0.229	16.301	4.139	0.086	0.051	-0.002
0.100	0.045	0.358	16.591	4.008	0.098	0.055	-0.064
0.150	0.069	0.335	16.868	2.360	0.095	0.033	0.044
0.240	0.082	0.607	16.845	7.906	0.080	0.097	0.185
1.080	0.375	0.618	17.066	8.998	0.084	0.104	0.133
0.290	0.093	0.646	17.397	7.051	0.069	0.085	0.144
0.300	0.092	0.646	17.607	6.478	0.062	0.075	0.111
5.510	1.019	0.371	14.325	3.503	0.198	0.131	0.169
10.940	1.120	0.367	14.309	1.685	0.195	0.053	0.069
7.720	0.000	0.320	14.235	0.918	0.208	-0.006	0.063
0.000	0.000	0.331	14.240	0.922	0.200	-0.007	0.048
0.000	0.000	0.438	13.577	5.208	-0.420	0.142	0.127
0.000	0.454	0.216	13.463	7.614	0.238	0.282	0.167
4.070	0.906	0.317	13.727	4.948	0.214	0.176	0.282
3.740	1.702	0.312	13.730	6.263	0.143	0.100	0.071
1.620	0.335	0.640	16.321	1.398	0.047	0.024	-0.060
1.490	0.285	0.640	16.406	2.103	0.071	0.039	-0.122
2.650	0.339	0.596	16.406	1.403	0.093	0.044	0.057
2.070	0.566	0.534	16.438	1.505	0.101	0.026	0.100
2.930	0.806	0.681	17.227	5.925	0.132	0.086	0.185
2.350	0.726	0.668	17.284	10.044	0.155	0.111	0.161
2.160	0.963	0.695	17.402	12.630	0.148	0.119	0.147
2.210	0.639	0.707	17.592	13.608	0.163	0.112	0.175
0.000	0.000	0.427	15.766	0.185	0.154	0.015	-0.020

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
0.000	0.000	0.399	15.755	0.354	0.161	0.033	0.004
0.380	0.158	0.442	15.876	0.696	0.139	0.011	-0.029
1.450	0.499	0.364	16.473	5.205	0.327	0.102	0.177
0.980	0.377	0.373	16.641	6.986	0.356	0.122	0.188
1.880	0.549	0.362	16.751	4.438	0.385	0.105	0.169
2.000	0.580	0.436	16.955	3.833	0.354	0.083	0.150
1.740	0.190	0.560	14.617	1.583	0.154	0.064	0.060
1.100	0.239	0.560	14.812	4.097	0.191	0.083	0.052
1.630	0.253	0.560	14.996	3.469	0.233	0.098	-0.069
3.540	0.503	0.530	15.026	2.173	0.262	0.072	0.108
2.380	0.257	0.417	16.469	1.211	0.275	0.066	0.079
1.610	0.296	0.405	16.611	1.831	0.280	0.059	0.057
2.240	0.308	0.404	16.614	1.455	0.341	0.063	0.068
2.290	0.263	0.393	16.758	1.225	0.343	0.065	0.050
0.950	0.106	0.104	16.628	0.768	0.626	0.061	0.027
0.770	0.087	0.097	16.775	0.843	0.602	0.068	0.038
1.000	0.087	0.123	16.797	0.657	0.673	0.066	0.043
0.940	0.099	0.114	16.900	0.625	0.654	0.053	0.034
3.230	0.306	0.155	13.841	1.117	0.600	0.099	0.170
1.640	0.253	0.140	13.983	2.630	0.630	0.146	0.182
2.580	0.392	0.137	14.082	2.583	0.645	0.146	0.175
2.250	0.526	0.147	14.190	3.446	0.637	0.125	0.145
1.520	0.358	0.352	15.530	3.795	0.096	0.121	0.106
2.210	0.548	0.430	15.776	4.463	0.113	0.128	0.065
2.380	0.444	0.547	16.120	3.324	0.065	0.058	0.067
2.030	0.621	0.533	16.117	4.221	0.077	0.052	0.029
0.790	0.226	0.432	17.890	3.792	0.045	0.075	0.015
0.970	0.214	0.433	18.042	4.518	0.053	0.116	0.021
1.530	0.444	0.442	18.151	4.268	0.060	0.082	0.018
1.160	0.419	0.475	18.351	5.443	0.052	0.079	0.017
1.940	0.436	0.500	16.416	5.030	0.380	0.118	0.139
1.490	0.342	0.471	16.579	6.426	0.415	0.168	0.191
2.050	0.550	0.444	16.663	6.662	0.451	0.146	0.190
1.350	0.507	0.412	16.768	9.124	0.475	0.143	0.203
5.500	0.691	0.409	14.935	1.111	0.001	0.044	0.098
2.600	0.543	0.369	15.246	1.113	0.032	0.050	0.109



<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
2.500	0.369	0.408	15.432	1.349	0.083	0.073	0.125
1.750	0.425	0.387	15.534	2.016	0.123	0.069	0.094
1.540	0.264	0.120	12.654	1.770	0.184	0.112	0.066
3.390	0.318	0.457	14.027	1.478	0.252	0.086	0.073
2.090	0.293	0.449	14.155	2.646	0.296	0.104	0.039
2.390	0.382	0.471	14.328	2.808	0.269	0.093	0.031
2.140	0.525	0.474	14.395	3.081	0.263	0.066	0.033
0.000	0.000	0.315	12.937	2.019	0.294	0.010	0.064
0.280	0.181	0.290	12.964	2.394	0.329	0.026	0.028
0.540	0.269	0.316	13.022	1.802	0.325	0.025	0.024
5.750	0.718	0.171	14.032	1.973	0.561	0.131	0.225
2.400	0.398	0.189	14.191	3.456	0.580	0.169	0.095
3.890	0.617	0.241	14.338	2.987	0.560	0.143	0.306
3.030	0.549	0.159	14.325	3.428	0.639	0.159	0.249
1.530	0.157	0.390	15.505	2.840	0.407	0.169	0.090
0.760	0.126	0.317	15.728	4.091	0.494	0.168	0.099
0.640	0.163	0.331	15.867	4.331	0.510	0.114	0.053
0.600	0.143	0.361	16.200	3.457	0.441	0.093	0.069
3.570	0.404	0.329	14.277	1.315	0.193	0.070	0.142
2.300	0.457	0.359	14.385	2.293	0.212	0.068	0.106
1.910	0.467	0.335	14.521	2.746	0.231	0.073	0.163
0.970	0.494	0.381	14.840	4.799	0.168	0.057	0.074
3.690	0.524	0.231	15.645	3.247	0.203	0.123	0.166
4.020	0.451	0.238	15.767	4.234	0.232	0.142	0.159
2.230	0.224	0.271	15.903	3.246	0.290	0.124	0.139
1.820	0.429	0.262	16.092	4.196	0.299	0.131	0.162
6.560	0.678	0.210	14.652	1.338	0.586	0.102	0.175
4.640	0.516	0.193	14.719	1.947	0.617	0.141	0.155
5.690	0.842	0.185	14.743	2.050	0.629	0.113	0.185
0.000	0.000	0.148	13.770	0.927	-0.097	0.006	-0.018
0.000	0.000	0.190	13.859	1.275	-0.066	0.030	0.011
0.000	0.000	0.138	14.252	1.415	0.189	0.188	0.021
2.190	0.396	0.147	15.219	1.482	0.075	0.070	0.002
6.860	0.853	0.295	14.441	2.923	0.144	0.159	0.250
5.180	1.045	0.308	14.504	3.259	0.102	0.153	0.272
3.670	1.020	0.246	16.103	12.113	0.419	0.358	0.577

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
2.540	0.837	0.229	16.193	17.093	0.455	0.443	0.611
4.460	0.899	0.253	16.317	11.081	0.456	0.458	0.596
5.100	1.109	0.483	16.666	11.417	0.300	0.255	0.397
12.350	1.643	0.152	13.591	1.332	0.195	0.102	0.203
5.660	0.793	0.567	14.396	1.825	0.095	0.037	0.003
2.400	0.474	0.590	14.577	2.199	0.113	0.061	0.160
2.040	0.749	0.484	14.801	3.488	0.114	0.083	0.132
7.270	0.535	0.331	14.011	1.013	0.442	0.092	0.051
4.740	0.579	0.345	14.134	1.582	0.427	0.085	0.105
3.480	0.588	0.276	14.048	1.888	0.511	0.081	0.108
2.890	0.843	0.284	14.085	1.937	0.504	0.051	0.057
4.500	0.892	0.573	15.960	2.620	0.073	0.073	0.039
0.000	0.000	0.484	12.446	11.100	-0.606	0.019	0.129
0.000	0.000	0.177	13.389	2.656	-0.134	0.098	0.055
2.710	0.497	0.171	13.659	3.184	0.232	0.203	0.231
3.470	1.269	0.197	13.642	6.420	0.197	0.159	0.141
5.330	1.136	0.449	16.212	2.082	0.093	0.071	0.128
4.290	0.863	0.445	16.258	2.641	0.099	0.071	0.125
4.960	0.827	0.552	16.428	2.547	0.067	0.077	0.076
3.590	0.817	0.542	16.450	3.866	0.080	0.078	0.134
1.120	1.370	0.233	13.239	1.076	0.054	0.025	0.097
1.540	0.169	0.170	13.272	3.144	0.140	0.106	0.175
1.270	0.200	0.074	14.118	0.974	0.105	0.057	0.088
3.550	1.600	0.121	14.219	1.010	0.083	0.020	0.045
5.080	0.628	0.222	14.503	0.707	0.391	0.045	0.081
3.680	0.445	0.217	14.534	0.785	0.407	0.051	0.046
5.150	0.578	0.229	14.626	0.727	0.428	0.049	0.007
7.100	1.072	0.281	16.181	2.400	0.287	0.127	0.225
4.260	0.789	0.285	16.236	4.017	0.306	0.156	0.177
7.930	1.052	0.287	16.229	2.503	0.301	0.137	0.125
13.110	1.956	0.426	16.380	1.484	0.222	0.039	0.076
0.000	0.210	0.555	14.242	1.550	-0.042	0.040	0.311
0.000	0.000	0.653	15.138	0.874	-0.168	0.028	0.127
0.000	0.057	0.622	15.212	1.901	0.083	0.047	0.128
0.000	0.070	0.293	15.493	1.170	0.124	0.047	0.085
1.080	1.342	0.555	15.964	1.608	0.077	0.008	0.066

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
4.960	0.890	0.574	14.440	1.773	0.156	0.027	0.140
2.160	0.633	0.574	14.500	2.736	0.171	0.064	0.037
2.370	0.776	0.588	14.549	3.938	0.173	0.062	0.115
7.240	0.520	0.256	13.861	0.686	0.518	0.068	0.006
5.640	0.447	0.309	14.007	0.953	0.491	0.078	0.085
6.450	0.727	0.283	13.997	1.083	0.517	0.065	0.096
8.520	1.170	0.277	13.879	1.012	0.577	0.043	0.049
5.770	1.102	0.373	14.443	1.953	0.088	0.112	0.127
2.620	0.467	0.495	14.728	4.105	0.126	0.113	0.085
3.290	0.688	0.474	14.910	4.313	0.161	0.132	0.330
1.960	0.838	0.635	15.387	9.767	0.113	0.077	0.231
7.020	1.050	0.703	14.715	4.614	0.073	0.092	0.195
3.850	0.702	0.644	14.781	3.698	0.079	0.077	0.093
7.910	0.548	0.627	14.771	1.866	0.092	0.028	0.024
3.560	0.868	0.648	14.846	2.008	0.089	0.029	0.019
2.630	0.000	0.502	13.525	0.490	0.014	0.010	0.006
0.870	0.139	0.507	13.673	1.293	0.047	0.040	0.011
0.510	0.106	0.546	13.842	0.777	0.067	0.017	-0.002
5.220	1.037	0.632	14.297	1.411	0.071	0.023	-0.013
4.030	1.097	0.638	14.341	1.357	0.073	0.017	0.052
2.600	1.984	0.704	14.576	1.769	0.070	0.006	-0.033
5.470	0.486	0.197	13.654	1.207	0.466	0.109	0.151
4.010	0.751	0.162	13.661	2.290	0.501	0.103	0.239
4.330	0.934	0.175	13.686	2.275	0.494	0.087	0.108
7.010	1.529	0.266	13.733	3.020	0.418	0.102	0.107
0.000	0.000	0.057	11.901	0.684	0.094	0.006	0.002
0.030	0.049	0.025	12.925	1.619	0.060	0.027	0.008
0.000	0.000	0.050	14.097	1.718	0.026	0.016	0.002
5.100	0.349	0.470	14.540	1.383	0.077	0.115	0.010
6.190	0.492	0.403	14.637	1.233	0.043	0.093	0.010
4.780	0.392	0.405	14.739	1.211	0.070	0.093	0.002
5.290	0.600	0.343	14.760	1.666	0.083	0.109	0.027
0.000	0.000	0.109	13.143	1.304	-0.468	-0.009	-0.028
0.000	0.000	0.125	13.177	2.592	-0.438	0.015	0.032
3.640	0.632	0.195	14.217	2.600	0.264	0.219	0.231
2.140	0.770	0.217	14.399	8.329	0.275	0.226	0.229

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
5.280	0.619	0.332	14.648	4.437	0.263	0.112	0.081
0.000	0.437	0.669	15.480	6.385	0.119	0.004	0.163
0.620	0.066	0.311	14.436	0.806	0.159	0.052	0.054
2.980	0.471	0.282	14.438	0.897	0.180	0.041	0.186
1.680	0.236	0.334	14.723	1.029	0.192	0.066	0.158
1.910	0.459	0.334	14.854	2.315	0.209	0.072	0.152
0.000	0.000	0.091	13.941	0.568	0.002	0.018	0.040
1.200	0.000	0.073	13.940	0.712	0.018	0.024	0.084
0.000	0.806	0.065	13.967	0.653	0.032	0.010	0.184
0.000	0.000	0.225	14.197	2.378	0.026	0.000	0.021
1.470	0.334	0.296	15.976	0.178	0.328	0.007	0.030
0.000	0.190	0.275	16.070	0.400	0.318	0.019	0.044
1.640	0.042	0.383	16.122	0.442	0.299	0.050	0.043
2.250	0.669	0.442	15.951	0.604	0.026	0.024	0.057
0.500	0.123	0.721	16.892	2.232	0.090	0.025	0.029
0.580	0.128	0.638	17.139	3.489	0.091	0.057	0.026
1.090	0.306	0.618	17.190	3.329	0.115	0.045	0.027
1.290	0.454	0.592	17.173	3.572	0.123	0.041	0.040
4.090	0.886	0.010	14.433	0.492	0.110	0.022	0.026
2.920	0.447	0.012	14.373	0.570	0.137	0.037	0.031
3.740	0.519	0.146	14.395	0.720	0.156	0.044	0.038
4.090	0.668	0.146	14.410	0.762	0.166	0.039	0.033
1.370	1.369	0.452	15.937	0.678	0.064	0.004	0.036
1.070	0.284	0.458	15.944	0.873	0.079	0.018	0.030
1.740	0.519	0.432	16.042	0.928	0.074	0.018	0.024
0.000	0.000	0.624	15.704	1.033	-0.091	0.062	0.015
0.000	0.000	0.452	15.525	1.715	0.101	0.109	0.319
0.000	0.664	0.244	16.781	0.392	0.194	0.002	0.026
0.450	0.186	0.368	16.709	0.402	0.151	0.006	0.015
1.380	1.295	0.506	14.648	6.648	0.424	0.056	0.184
1.880	0.469	0.461	14.693	5.924	0.473	0.128	0.257
2.810	0.808	0.536	14.499	10.517	0.611	0.175	0.365
2.660	1.551	0.547	14.413	16.091	0.613	0.096	0.213
1.950	0.976	0.197	15.609	1.036	0.145	0.017	0.117
1.560	0.143	0.077	15.809	0.920	0.358	0.279	0.108
6.590	0.221	0.064	15.855	0.822	0.432	0.115	0.087

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
1.780	0.311	0.514	18.807	0.898	0.301	0.017	0.114
1.850	0.176	0.481	18.826	1.786	0.336	0.043	0.107
2.900	0.157	0.401	18.846	2.468	0.420	0.107	0.134
1.210	0.538	0.368	18.851	4.143	0.452	0.079	0.123
0.000	0.000	0.681	13.671	1.308	0.048	0.064	0.169
5.800	0.521	0.551	13.427	1.727	0.103	0.086	0.400
0.620	0.040	0.336	13.243	1.131	0.206	0.116	-0.289
8.330	0.955	0.351	13.282	1.223	0.208	0.069	0.156
7.140	0.738	0.516	17.469	0.750	0.164	0.036	0.104
3.740	0.451	0.477	17.537	1.239	0.183	0.055	0.100
4.480	0.252	0.490	17.618	1.129	0.236	0.108	0.110
4.050	0.408	0.609	17.828	1.406	0.139	0.058	0.094
0.000	0.000	0.228	12.981	1.497	-2.440	0.293	0.017
3.550	1.257	0.448	18.019	2.097	0.060	0.031	-0.002
4.210	1.270	0.245	18.021	2.048	0.094	0.037	0.000
6.200	0.562	0.221	18.156	1.925	0.255	0.165	-0.001
0.000	0.000	0.712	14.778	0.414	0.138	-0.001	0.050
5.000	0.364	0.150	13.068	1.043	0.387	0.122	-0.018
4.160	0.395	0.092	13.104	1.360	0.355	0.130	0.006
2.500	0.446	0.084	13.181	2.469	0.325	0.127	0.000
3.450	0.457	0.143	13.325	1.823	0.290	0.118	0.005
4.440	0.897	0.329	16.946	1.097	0.662	0.031	0.046
2.350	0.787	0.387	17.055	1.417	0.586	0.021	0.040
0.000	0.000	0.478	16.742	0.719	0.214	0.019	0.062
3.980	0.113	0.510	14.964	0.776	0.319	0.132	0.032
0.090	0.017	0.512	15.537	2.453	0.168	0.065	0.014
0.000	0.056	0.770	19.533	0.691	0.071	0.020	0.102
2.980	0.248	0.587	14.635	1.134	0.315	0.056	-0.119
1.730	0.281	0.469	15.085	0.972	0.225	0.033	-0.008
2.280	1.189	0.330	14.793	0.778	0.299	0.014	0.257
1.690	0.204	0.341	14.919	1.037	0.323	0.071	0.152
1.480	1.031	0.371	17.759	0.677	0.240	0.003	0.050
0.000	0.000	0.438	12.900	1.743	-0.740	0.084	0.046
0.000	0.000	0.599	12.905	2.951	-0.749	-0.010	0.053
5.790	1.272	0.704	17.877	0.608	0.173	0.009	-0.049
4.970	0.544	0.734	17.867	0.859	0.164	0.021	0.006

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
5.400	1.415	0.742	17.950	0.750	0.148	0.007	0.043
2.730	0.321	0.769	18.088	0.723	0.124	0.015	0.060
7.830	0.740	0.335	17.213	1.363	0.634	0.096	0.098
3.750	0.344	0.320	17.314	1.774	0.659	0.131	0.193
4.490	0.553	0.313	17.423	2.635	0.657	0.147	0.134
3.830	0.565	0.278	17.460	3.186	0.701	0.156	0.190
4.430	0.543	0.232	13.997	0.667	0.486	0.041	0.223
3.210	0.945	0.178	14.165	0.578	0.384	0.016	0.185
1.180	0.949	0.023	13.358	1.100	0.141	0.013	0.117
8.200	0.771	0.187	16.701	1.078	0.690	0.090	0.160
4.390	0.727	0.167	16.702	1.229	0.702	0.093	0.123
5.940	0.517	0.177	16.819	1.225	0.679	0.116	0.161
3.950	0.473	0.167	16.909	1.666	0.699	0.154	0.190
9.420	1.405	0.732	16.052	0.900	0.114	0.014	0.070
1.950	0.199	0.700	16.143	1.597	0.160	0.069	0.161
2.230	0.237	0.636	16.239	2.747	0.225	0.104	0.189
2.010	0.241	0.579	16.534	3.033	0.274	0.139	0.196
4.010	1.190	0.241	15.973	0.669	0.676	0.035	0.119
4.130	0.119	0.328	15.894	0.848	0.564	0.066	0.047
1.820	0.000	0.549	15.177	2.606	-0.003	0.188	-0.213
0.000	0.000	0.456	15.073	1.638	0.035	0.041	0.231
4.270	0.156	0.360	13.645	1.862	0.401	0.408	0.314
8.660	1.410	0.297	13.555	1.088	0.311	0.021	0.143
0.000	0.000	0.490	15.411	3.210	0.135	0.253	0.033
9.930	1.866	0.340	14.048	1.027	0.179	0.036	0.205
4.110	1.513	0.305	13.978	1.348	0.119	0.025	0.211
0.000	0.000	0.331	14.053	2.628	0.135	0.047	0.037
9.180	1.082	0.545	18.278	10.585	0.163	0.256	0.379
4.030	0.866	0.569	18.430	14.271	0.155	0.345	0.440
5.460	0.934	0.590	18.534	12.924	0.165	0.324	0.305
4.840	0.973	0.629	18.655	15.923	0.144	0.285	0.195
9.230	0.683	0.492	14.822	2.294	0.277	0.160	0.138
8.290	0.875	0.606	15.117	2.805	0.218	0.100	0.007
5.260	0.545	0.474	15.348	2.138	0.236	0.123	-0.089
4.170	0.595	0.357	15.243	2.924	0.327	0.158	0.509
0.000	0.167	0.415	12.807	0.713	-0.500	0.078	-0.432

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
8.890	0.922	0.435	14.513	2.933	0.258	0.167	0.309
5.510	0.869	0.467	14.574	5.121	0.247	0.183	0.318
5.940	0.836	0.453	14.612	4.948	0.272	0.208	0.211
5.420	0.629	0.664	18.458	4.717	0.048	0.114	0.253
5.220	1.200	0.689	18.470	7.019	0.026	0.101	0.229
3.850	1.007	0.694	18.483	7.009	0.020	0.101	0.266
0.000	0.000	0.878	14.007	6.540	-0.732	0.794	-0.038
0.000	0.000	0.826	14.035	6.897	-0.658	0.047	0.094
7.670	0.700	0.740	15.520	2.363	0.099	0.067	0.043
7.800	1.753	0.673	15.308	2.455	0.107	0.021	0.365
2.220	0.907	0.635	15.353	3.056	0.141	0.055	0.104
4.580	0.852	0.637	15.660	2.468	0.112	0.053	0.058
0.000	0.000	0.358	14.770	2.159	-1.122	0.034	-0.021
0.000	0.000	0.265	15.174	2.882	-0.024	0.003	-0.031
0.000	0.000	0.217	13.347	1.265	0.040	-0.003	-0.107
0.000	0.000	0.417	13.646	1.729	0.030	0.004	0.059
0.000	0.000	0.561	13.870	1.889	0.024	-0.006	0.056
15.720	0.611	0.472	17.832	4.702	0.063	0.298	0.239
7.970	1.423	0.364	17.688	7.243	0.102	0.287	0.328
5.580	0.949	0.362	17.744	6.702	0.116	0.287	0.336
5.400	0.972	0.381	17.817	7.455	0.120	0.270	0.348
0.970	0.304	0.584	16.784	1.842	0.175	0.055	0.161
0.900	0.094	0.499	16.781	4.028	0.275	0.110	0.238
1.340	0.223	0.426	16.894	3.835	0.358	0.138	0.259
3.470	0.548	0.438	16.950	4.058	0.404	0.142	0.296
4.030	0.758	0.609	14.359	2.651	0.153	0.100	-0.327
2.100	0.419	0.502	15.063	3.301	0.086	0.100	0.287
2.740	0.366	0.588	15.352	4.381	0.087	0.086	0.162
3.630	0.568	0.661	15.638	2.524	0.079	0.057	-0.001
6.390	0.643	0.565	15.172	1.174	0.068	0.052	-0.145
5.580	0.801	0.532	15.121	1.499	0.081	0.049	0.270
5.180	0.630	0.418	14.966	1.520	0.128	0.073	0.238
5.650	0.735	0.455	15.081	1.815	0.138	0.076	-0.002
5.410	0.696	0.518	14.716	1.124	0.237	0.042	0.115
4.760	0.411	0.473	14.730	1.436	0.286	0.088	0.069
7.740	0.619	0.502	14.852	1.158	0.285	0.072	0.004

<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
6.520	0.616	0.530	14.955	1.129	0.277	0.056	0.065
4.810	0.691	0.793	14.028	1.729	0.093	0.042	0.004
3.150	0.193	0.791	14.227	2.858	0.115	0.049	0.077
2.160	0.370	0.727	14.184	2.498	0.175	0.080	0.110
3.280	0.349	0.693	14.289	3.512	0.219	0.094	0.112
5.530	0.889	0.673	16.725	1.184	0.170	0.046	-0.042
3.980	0.577	0.675	16.866	1.845	0.175	0.051	0.088
4.010	0.693	0.651	16.984	1.788	0.190	0.062	0.087
2.030	0.810	0.684	17.079	4.782	0.207	0.057	0.002
3.520	0.459	0.747	15.996	3.064	0.134	0.089	-0.153
3.340	0.457	0.781	16.328	4.424	0.132	0.066	0.006
5.360	0.537	0.745	16.339	2.505	0.165	0.069	0.152
3.300	0.614	0.611	16.006	4.033	0.260	0.079	0.391
0.980	1.028	0.578	15.556	3.651	0.153	0.015	0.052
0.450	0.259	0.532	15.510	3.719	0.183	0.030	0.140
0.760	0.405	0.562	15.801	4.500	0.209	0.111	-0.012
3.250	0.743	0.679	16.180	4.323	0.160	0.067	-0.243
3.920	0.726	0.787	15.610	2.080	0.149	0.024	-0.139
0.000	0.000	0.728	15.433	1.141	0.116	0.038	-0.048
4.020	0.380	0.705	15.434	1.172	0.139	0.036	0.072
4.580	0.430	0.710	15.534	0.521	0.103	0.022	-0.103
4.610	0.635	0.716	15.571	0.494	0.104	0.014	0.000
1.610	0.298	0.639	15.403	0.473	0.142	0.012	0.145
0.710	0.182	0.526	15.145	0.668	0.197	0.016	0.175
5.350	0.961	0.190	14.133	2.669	0.192	0.155	0.257
2.290	0.678	0.216	14.230	5.834	0.224	0.155	0.279
4.260	0.708	0.436	14.629	3.209	0.186	0.109	0.168
4.140	0.958	0.583	14.945	3.256	0.138	0.059	0.108
4.830	0.359	0.623	15.293	2.148	0.138	0.086	0.088
4.720	0.410	0.605	15.400	2.014	0.168	0.075	-0.044
6.540	0.691	0.558	15.353	1.139	0.189	0.048	0.197
5.320	0.635	0.623	15.547	1.020	0.167	0.032	-0.173
0.000	0.000	0.448	17.066	1.778	0.163	0.007	0.136
0.990	0.389	0.431	17.125	2.849	0.179	0.041	0.144
1.290	0.308	0.454	17.249	2.250	0.194	0.052	0.157
0.000	0.000	0.698	19.273	3.850	-0.270	0.006	-0.016



<b>DIVYLD</b>	<b>DPR</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>MTB</b>	<b>RETA</b>	<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
6.250	1.861	0.674	14.623	0.919	0.148	0.010	0.049
1.160	0.638	0.372	15.085	1.394	0.126	0.033	0.000

**ภาคผนวก ข**  
**ผลการวิเคราะห์โปรแกรมทางสถิติ SPSS**

1. การวิเคราะห์เชิงพรรณนาของตัวแปร Descriptive analysis ด้วยโปรแกรมทางสถิติ SPSS

**Descriptive statistics**

	<b>n</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Deviation</b>
DIVYLD	1190	0.000	24.040	3.27045	2.753629
DPR	1190	0.000	1.996	0.48485	0.402773
LEV	1190	0.003	0.955	0.41363	0.201464
SIZE	1190	11.901	21.312	15.53667	1.529170
MTB	1190	0.099	17.093	2.12600	2.017815
RETA	1190	-4.683	2.442	0.22716	0.315152
ROA	1190	-0.010	.794	0.07949	0.072748
OCF	1190	-0.432	.992	0.07765	0.113928

2. ผลการจัดอันดับบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเปรียบเทียบรายอุตสาหกรรมของข้อมูล อัตราการจ่ายเงินปันผล (DPR)

**Descriptive statistics**

	<b>n</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Deviation</b>
AGRO	136	0.000	1.953	0.579	0.427
CONSUMP	120	0.000	1.956	0.537	0.415
INDUS	219	0.000	1.920	0.486	0.405
PROBCON	254	0.000	1.873	0.353	0.350
RESOURCE	91	0.000	1.996	0.462	0.378
SERVICE	258	0.000	1.984	0.493	0.397
TECH	112	0.000	1.866	0.608	0.420

3. ผลการจัดอันดับบริษัทที่มีการจ่ายเงินปันผลเปรียบเทียบกับรายอุตสาหกรรมของข้อมูล  
อัตราเงินปันผลตอบแทน (YLD)

**Descriptive statistics**

	<b>n</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Deviation</b>
AGRO-AGRI	136	0.000	10.560	3.527	2.583
CONSUMP	120	0.000	18.030	4.091	2.801
INDUS	219	0.000	24.040	4.202	3.370
PROBCON	254	0.000	12.700	2.487	2.439
RESOURCE	91	0.000	7.790	2.895	1.997
SERVICE	258	0.000	13.110	2.549	2.286
TECH	112	0.000	15.720	3.997	2.773



		<b>ROA</b>	<b>OCF</b>
DIVYLD	Pearson Correlation	.150**	.215**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000
	N	1190	1190
DPR	Pearson Correlation	-.024	.210**
	Sig. (2-tailed)	.401	.000
	N	1190	1190
LEV	Pearson Correlation	-.152**	-.192**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000
	N	1190	1190
SIZE	Pearson Correlation	-.083**	-.018
	Sig. (2-tailed)	.004	.539
	N	1190	1190
MTB	Pearson Correlation	.398**	.330**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000
	N	1190	1190
RETA	Pearson Correlation	.088**	.320**
	Sig. (2-tailed)	.002	.000
	N	1190	1190
ROA	Pearson Correlation	1	.388**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	1190	1190
OCF	Pearson Correlation	.388**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	
	N	1190	1190

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

5. การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) ด้วยโปรแกรมทางสถิติ SPSS ของอัตราปันผลตอบแทน (YLD)

**Variables entered/ Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables entered	Variables removed	Method
1	OCF, SIZE, RETA, ROA, MTB, LEV <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent variable: DIVYLD

b. All requested variables entered.

**Model summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change statistics	
					R Square Change	F Change
1	.378 <sup>a</sup>	.143	.139	2.555740	.143	32.876

**Model summary**

Model	Change statistics		
	df1	df2	Sig. F Change
1	6	1183	.000

a. Predictors: (Constant), OCF, SIZE, RETA, ROA, MTB, LEV

ANOVA<sup>a</sup>

	<b>Model</b>	<b>Sum of squares</b>	<b>df</b>	<b>Mean square</b>	<b>F</b>	<b>Sig.</b>
1	Regression	1288.435	6	214.739	32.876	.000 <sup>b</sup>
	Residual	7727.128	1183	6.532		
	Total	9015.563	1189			

a. Dependent variable: DIVYLD

b. Predictors: (Constant), OCF, SIZE, RETA, ROA, MTB, LEV

Coefficients<sup>a</sup>

<b>Model</b>		<b>Unstandardized coefficients</b>		<b>Standardized</b>	<b>t</b>	<b>Sig.</b>
		<b>B</b>	<b>Std. Error</b>	<b>Beta</b>		
1	(Constant)	3.068	.796		3.852	.000
	LEV	.568	.452	.042	1.257	.209
	SIZE	-.044	.055	-.025	-.798	.425
	MTB	-.266	.044	-.195	-6.004	.000
	RETA	2.107	.270	.241	7.804	.000
	ROA	5.771	1.190	.152	4.850	.000
	OCF	3.623	.778	.150	4.660	.000



6. การวิเคราะห์ความถดถอยเชิงพหุ (Multiple regression analysis) ด้วยโปรแกรมทางสถิติ SPSS ของอัตราการจ่ายเงินปัน (DPR)

**Variables entered/ Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables entered	Variables removed	Method
1	OCF, SIZE, RETA, ROA, MTB, LEV <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent variable: DPR

b. All requested variables entered

**Model summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the estimate	Change statistics	
					R Square change	F Change
1	.312 <sup>a</sup>	.097	.093	.383627	.097	21.274

**Model summary**

Model	Changes statistics		
	df1	df2	Sig. F Change
1	6	1183	.000

a. Predictors: (Constant), OCF, SIZE, RETA, ROA, MTB, LEV

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of squares	df	Mean square	F	Sig.
1	Regression	18.785	6	3.131	21.274	.000 <sup>b</sup>
	Residual	174.102	1183	.147		
	Total	192.887	1189			

a. Dependent variable: DPR

b. Predictors: (Constant), OCF, SIZE, RETA, ROA, MTB, LEV

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	coefficients		
1	(Constant)	.375	.120		3.135	.002
	LEV	-.092	.068	-.046	-1.351	.177
	SIZE	.004	.008	.015	.484	.628
	MTB	.030	.007	.151	4.524	.000
	RETA	.226	.041	.177	5.582	.000
	ROA	-.929	.179	-.168	-5.204	.000
	OCF	.567	.117	.160	4.858	.000

ภาคผนวก ค  
ผลการตรวจอักษรวิสุทธิ์



## Plagiarism Checking Report

Created on Oct 31, 2015 at 15:10 PM

### Submission Information

ID	SUBMISSION DATE	SUBMITTED BY	ORGANIZATION	FILENAME	STATUS	SIMILARITY INDEX
144837	Oct 31, 2015 at 15:10 PM	56710130@live.buu.ac.th	มหาวิทยาลัยบูรพา	บทที่ 1-2-3-4-5 รวมเล่ม(final).docx	Completed	0.98 %

### Match Overview

NO.	TITLE	AUTHOR(S)	SOURCE	SIMILARITY INDEX
1	อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์	วิกิพีเดีย สารานุกรมเสรี	Wikipedia	0.98 %

### Match Details

TEXT FROM SUBMITTED DOCUMENT	TEXT FROM SOURCE DOCUMENT(S)
<p>เปรียบเทียบว่ากิจการมีหนี้สินเป็นกี่เท่าของสินทรัพย์รวมถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมต่ำแสดงว่ากิจการมีโครงสร้างหนี้รวมเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวมแล้วค่าซึ่งจะเกิดผลดีเนื่องจากทำให้กิจการมีภาระในการชำระคืนหนี้สินน้อยและมีโอกาสกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไปได้มากตรงกันข้ามถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมสูงแสดงว่ากิจการมีโครงสร้างหนี้สินรวมเมื่อเปรียบเทียบกับสินทรัพย์รวมแล้วสูงจะเกิดผลเสียเนื่องจากทำให้กิจการมีภาระในการชำระคืนหนี้สินมากและมีโอกาสจะกู้ยืม</p>	<p>อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม( Debt to Total Asset Ratio )อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเป็นอัตราส่วนที่แสดงการเปรียบเทียบว่ากิจการมีหนี้สินเป็นกี่เท่าของสินทรัพย์รวมถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมต่ำแสดงว่ากิจการมีโครงสร้างหนี้รวมเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวมแล้วค่าซึ่งจะเกิดผลดีเนื่องจากทำให้กิจการมีภาระในการชำระคืนหนี้สินน้อยและมีโอกาสกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไปได้มากตรงกันข้ามถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมสูงแสดงว่ากิจการมีโครงสร้างหนี้สินรวมเมื่อเปรียบเทียบกับสินทรัพย์รวมแล้วสูงจะเกิดผลเสียเนื่องจากทำให้กิจการมีภาระในการชำระคืนหนี้สินมากและมีโอกาสจะกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไปได้น้อยอัตราการคำนวณอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม=หนี้สินรวม/สินทรัพย์รวม</p>
<p>ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยนิยมวัดจากยอดขายหรือสินทรัพย์รวมของบริษัท 5 อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมหมายถึงเป็นอัตราส่วนที่แสดงการเปรียบเทียบว่ากิจการมีหนี้สินเป็นกี่เท่าของสินทรัพย์รวมถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมต่ำแสดงว่ากิจการมีโครงสร้างหนี้รวมเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวมแล้วค่าซึ่งจะเกิดผลดีเนื่องจากทำให้กิจการมีภาระในการชำระคืนหนี้สินน้อยและมีโอกาสกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไปได้มากตรงกันข้ามถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมสูงแสดงว่ากิจการมีโครงสร้างหนี้สิน</p>	<p>อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม( Debt to Total Asset Ratio )อัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมเป็นอัตราส่วนที่แสดงการเปรียบเทียบว่ากิจการมีหนี้สินเป็นกี่เท่าของสินทรัพย์รวมถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมต่ำแสดงว่ากิจการมีโครงสร้างหนี้รวมเมื่อเทียบกับสินทรัพย์รวมแล้วค่าซึ่งจะเกิดผลดีเนื่องจากทำให้กิจการมีภาระในการชำระคืนหนี้สินน้อยและมีโอกาสกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไปได้มากตรงกันข้ามถ้าอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวมสูงแสดงว่ากิจการมีโครงสร้างหนี้สินรวมเมื่อเปรียบเทียบกับสินทรัพย์รวมแล้วสูงจะเกิดผลเสียเนื่องจากทำให้กิจการมีภาระในการชำระคืนหนี้สินมากและมีโอกาสจะกู้ยืมหนี้สินครั้งต่อไปได้น้อยอัตราการคำนวณอัตราส่วนหนี้สินต่อสินทรัพย์รวม=หนี้สินรวม/สินทรัพย์รวม</p>

## ประวัติย่อของผู้วิจัย

ชื่อ-สกุล	นายพนพล สังข์ลาย
วัน เดือน ปีเกิด	12 กรกฎาคม พ.ศ. 2523
สถานที่เกิด	จังหวัดสุรินทร์
สถานที่อยู่ปัจจุบัน	บ้านเลขที่ 192/ 42 หมู่ 6 ตำบลบ้านนาง อำเภอบ้านนาง จังหวัดระยอง 21130
ประวัติการทำงาน	
พ.ศ. 2545-2549	ช่างเทคนิคการสื่อสาร บริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)
พ.ศ. 2549-2551	วิศวกรไฟฟ้า บริษัท ซีโน-ไทยเอ็นจีเนียริงแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน)
พ.ศ. 2551-ปัจจุบัน	วิศวกรไฟฟ้า บริษัท เอบีบี (ประเทศไทย) จำกัด
ประวัติการศึกษา	
พ.ศ. 2545-2549	วิศวกรรมศาสตรบัณฑิต (วิศวกรรมไฟฟ้ากำลัง) สถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้า เจ้าคุณทหารลาดกระบัง
พ.ศ. 2558	บริหารธุรกิจมหาบัณฑิต (บริหารธุรกิจ สำหรับผู้บริหาร) วิทยาลัยพาณิชยศาสตร์ มหาวิทยาลัยบูรพา